

## 周期底部蓄势，探寻长期价值

### ——化工行业 2023 年度中期策略报告

#### 核心观点：

- **稳增长政策密集出台，经济修复进程有望加速** 2023 年是我国历经三年疫情后按下“重启”键的开局之年，年初以来我国各项经济指标运行平稳，但经济复苏斜率较为平缓。面对当前海外加息引发高通胀、人民币贬值、贸易争端等一系列因素影响，提振市场信心、激发经济修复动能仍需强有力的经济政策配合。近期稳增长相关政策文件密集出台，政策层面帮扶实体经济、促进居民消费的态度明确。预计 2023 年下半年在一揽子政策措施刺激下，我国经济修复动能将逐步转强。
- **行业盈利筑底预期基本完成，随需求修复有望边际改善** 受下游需求不振影响，化工行业 23Q1 业绩继续呈现疲弱态势。同比来看，Q1 业绩和盈利能力大幅下探；环比来看，Q1 化工子行业盈利涨多跌少，随着原油、煤炭等原材料价格震荡下行，成本压力已有所缓解。考虑到 5 月部分经济指标走弱，化工品主动去库存仍在延续，预计 Q2 需求端压力仍存、业绩依旧承压。我们预计，行业盈利在 2023 年上半年将完成筑底。结合供需两端，预计 2023 年下半年 Brent 原油价格将在 75-85 美元/桶区间震荡，原料端将不再是左右行业盈利的关键，主要是下游需求主导。考虑到在各项政策刺激下，我国宏观经济修复进程有望提速，进而带动下游产业对化工品需求回暖；预期化工行业将逐步完成主动去库存、并转为被动去库存，业绩有望实现底部回升。
- **周期底部蓄势，把握景气边际改善机会** 成本压力逐步释放、需求向好预期下，看好布局非石油路线、具有成长属性的核心资产；重点推荐卫星化学（002648.SZ）、华鲁恒升（600426.SH）、宝丰能源（600989.SH）等。静待外需修复，看好化纤、轮胎周期性向上机会；重点推荐新凤鸣（603225.SH）、桐昆股份（601233.SH）、赛轮轮胎（601058.SH）、森麒麟（002984.SZ）、玲珑轮胎（601966.SH）等。HFCs 拐点将至，含氟高分子材料赋能成长；重点推荐巨化股份（600160.SH）、永和股份（605020.SH）等。
- **关注价值重估，探寻高成长个股标的** 启航高质量发展，央企价值重估进行时；重点推荐中国石化（600028.SH）、中国石油（601857.SH）、中国海油（600938.SH）。技术破垄断下，芳纶、PI、成核剂国产替代正当时；重点推荐泰和新材（002254.SZ）、瑞华泰（688323.SH）、呈和科技（688625.SH）。低碳化进程持续推进，气凝胶、生物柴油迎来长期发展机遇；重点推荐晨光新材（605399.SH）、宏柏新材（605366.SH）、卓越新能（688196.SH）等。
- **风险提示** 原料价格大幅上涨的风险，下游需求不及预期的风险，项目达产不及预期的风险等。

## 化工行业

### 推荐 (维持评级)

#### 分析师

##### 任文坡

☎: 8610-80927675

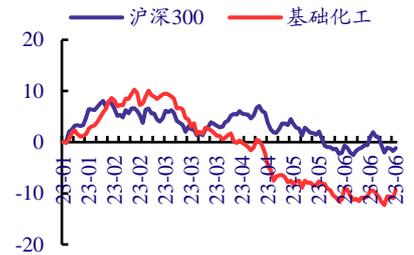
✉: renwenpo\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080001

研究助理: 翟启迪、孙思源

#### 市场表现

2023.6.30



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

#### 相关研究

- 【银河化工】2023 年年度策略报告\_化工行业\_关注景气底部品种，探寻高成长个股标的\_20221212
- 【银河化工】2022 年度中期策略报告\_化工行业\_重视盈利确定性机会，推荐周期改善与成长类标的\_20220629
- 【银河化工】2022 年度春季策略报告\_化工行业\_行业景气分化，建议配置低估与成长\_20220311
- 【银河化工】2022 年度投资策略报告\_化工行业\_低碳绿色发展，业绩和估值双提升\_20211215
- 【银河化工】2021 年中期投资策略报告\_化工行业\_需求引领景气，布局成长、把握周期\_20210609
- 【银河化工】2021 年年度投资策略报告\_化工行业\_成本与成长，塑造行业发展新业态\_20201214

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

供需博弈下, 预计下半年油价重心同比回落, 行业成本端压力持续缓解。

稳增长多措并举, 下半年经济修复有望提速。

煤化工、乙烷制乙烯、化纤、轮胎、制冷剂等领域有望边际改善。

央企价值重估、国产替代稳步推进。

### 投资建议:

**周期底部蓄势, 把握景气边际改善机会, 建议关注三条投资主线:**

1) 成本压力逐步释放、需求向好预期下, 看好布局非石油路线、具有成长属性的核心资产。煤炭价格中枢回落, 看好煤化工盈利改善机会; 乙烷价格回落至正常区间, 轻烃龙头成本竞争优势凸显。重点推荐卫星化学(002648.SZ)、华鲁恒升(600426.SH)、宝丰能源(600989.SH)等。

2) 静待外需修复, 看好化纤、轮胎周期性向上机会。纺服需求存回升预期, 低库存下长丝价差改善弹性可期; 需求提升叠加成本回落, 轮胎盈利有望持续改善。重点推荐新凤鸣(603225.SH)、桐昆股份(601233.SH)、赛轮轮胎(601058.SH)、森麒麟(002984.SZ)、玲珑轮胎(601966.SH)等。

3) HFCs 拐点将至, 含氟高分子材料赋能成长。重点推荐巨化股份(600160.SH)、永和股份(605020.SH)等。

**关注价值重估, 探寻高成长个股标的, 建议关注三条投资主线:**

1) 启航高质量发展, 央企价值重估进行时。重点推荐中国石化(600028.SH)、中国石油(601857.SH)、中国海油(600938.SH)。

2) 技术破垄断下, 芳纶、PI、成核剂国产替代正当时。需求增长、国产替代共振, 看好芳纶龙头企业成长表现; 高性能PI薄膜应用广泛, 国产替代进程正在提速; 成核剂需求稳步增长, 行业龙头引领国产替代。重点推荐泰和新材(002254.SZ)、瑞华泰(688323.SH)、呈和科技(688625.SH)。

3) 低碳化进程持续推进, 气凝胶、生物柴油迎来长期发展机遇。双碳目标打开气凝胶成长赛道, 看好全产业链企业竞争优势; 欧洲低碳化进程持续推进, 看好国内生物柴油龙头出口潜力。重点推荐晨光新材(605399.SH)、宏柏新材(605366.SH)、卓越新能(688196.SH)等。

### 行业表现的催化剂:

煤价、油价高位回落, 下游需求向好, 新建项目如期达产等。

### 主要风险因素:

原料价格大幅上涨的风险, 下游需求不及预期的风险, 项目达产不及预期的风险等。

## 目 录

<b>一、稳增长政策密集出台，经济修复进程有望加速</b> .....	<b>1</b>
（一）全球变局之下，我国经济韧性凸显 .....	1
（二）稳增长多措并举，下半年经济修复有望提速 .....	3
<b>二、行业盈利筑底基本完成，随需求修复有望边际改善</b> .....	<b>4</b>
（一）23Q1 盈利大幅下滑，行业去库存仍在延续 .....	4
（二）原油价格中枢下行，成本端压力有所缓解 .....	10
（三）下游产业拐点陆续显现，下半年化工景气有望上行 .....	13
<b>三、周期底部蓄势，把握景气边际改善机会</b> .....	<b>15</b>
（一）成本压力逐步释放，看好布局非石油路线核心资产 .....	15
（二）静待需求修复，看好化纤、轮胎底部反转 .....	18
（三）HFCs 拐点将至，含氟高分子材料赋能成长 .....	23
<b>四、关注价值重估，探寻高成长个股标的</b> .....	<b>27</b>
（一）启航高质量发展，央企价值重估进行时 .....	27
（二）技术破垄断下，芳纶、PI、成核剂国产替代正当时 .....	28
（三）低碳化进程持续推进，气凝胶、生物柴油迎发展机遇 .....	34
<b>五、投资建议</b> .....	<b>37</b>
（一）基础化工行业估值处在历史底部，配置价值凸显 .....	37
（二）投资建议 .....	38
<b>六、风险提示</b> .....	<b>39</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>40</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>42</b>

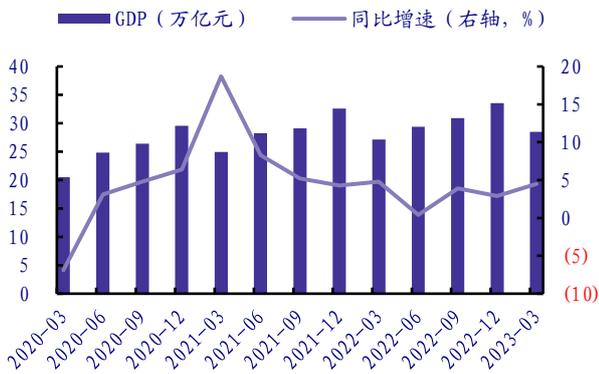
## 一、稳增长政策密集出台，经济修复进程有望加速

### (一) 全球变局之下，我国经济韧性凸显

2020-2022年，全球疫情反复、地缘冲突加剧、能源危机等一系列冲击之下，全球经济形势不容乐观，总体增速放缓。面对诸多不确定因素，过去三年我国经济年均增长4.5%左右，增速远高于世界经济平均增速1.8%，也高于美国、欧元区和日本的1.6%、0.7%和-0.3%，充分彰显了我国作为世界第二大经济体的强大韧性。2023年是我国按下“重启”键的开局之年，在系列刺激政策推动下，一季度我国GDP总量为28.5万亿元，同比增长4.5%，增幅分别较2022Q4以及2022年全年增加1.6、1.5个百分点，且显著高于同期欧美日韩等国家及地区增幅。

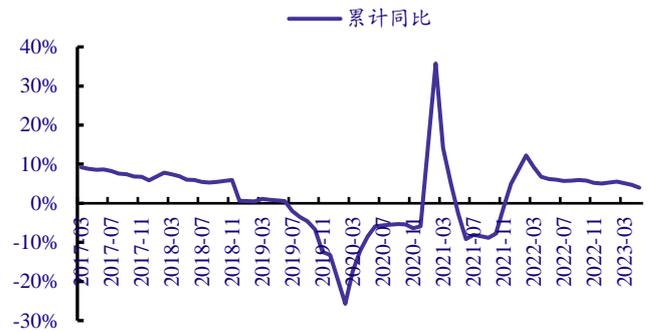
2023年以来，我国各项经济指标总体运行较为平稳，受去年4月国内疫情高峰期低基数影响，今年4月各项指标同比抬升幅度较大，5月部分经济指标增速环比有所回落，剔除去年同期基数变化影响，我国5月经济指标总体保持平稳运行。5月单月我国固定资产投资额4.13万亿元，较4月基本持平；社会消费品零售总额3.78万亿元，同比增长12.7%，较4月回落5.7个百分点；货物出口总额（人民币计）1.95万亿元，同比下滑0.8%，较4月回落17.6个百分点。5月出口同比转负，一方面系去年5月出口基数较高，另一方面系当前欧美等海外国家高通胀下去库存、需求转弱影响所致。1-5月，我国固定资产投资同比增长4.0%，较1-4月回落0.7个百分点；基础设施投资（不含电力）同比增长7.5%、制造业投资增长6.0%，分别较1-4月回落1.0、0.4个百分点；社会消费品零售总额同比增长9.3%，增速较1-4月上调0.8个百分点；我国货物出口总额（人民币计）同比增长8.1%，增速较1-4月下调2.5个百分点。

图1：我国单季度GDP及同比增速



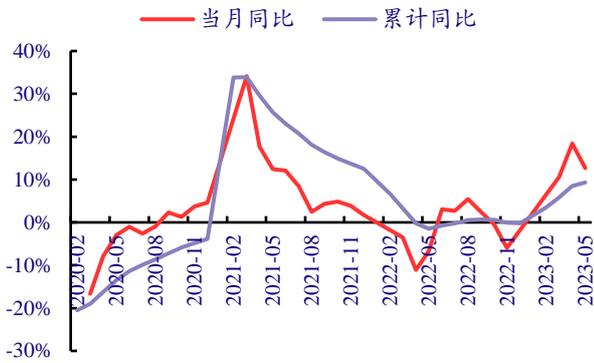
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：我国固定资产投资同比增速



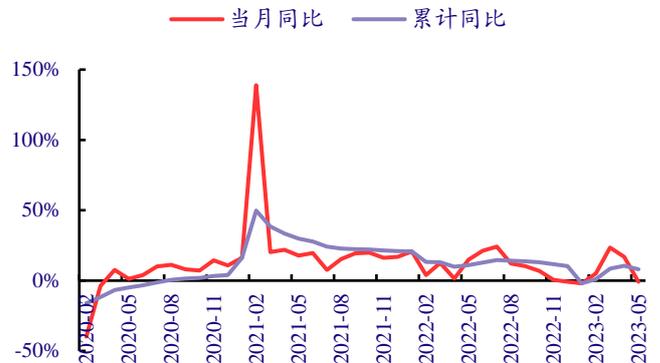
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3: 我国社会消费品零售总额同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

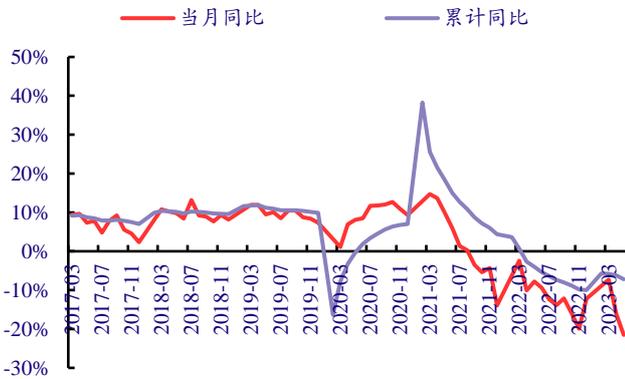
图 4: 我国货物出口总额(人民币计)同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

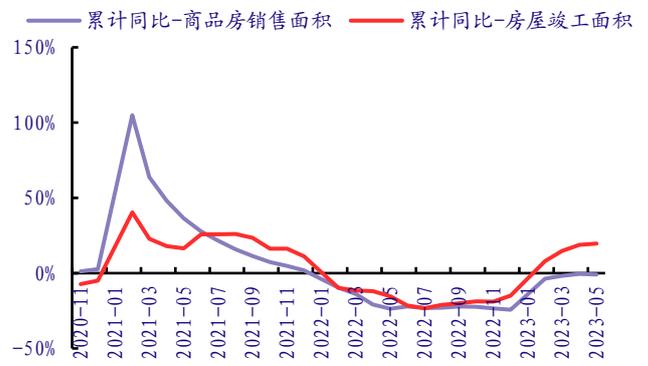
今年以来,我国经济的重要支柱产业房地产业表现仍较低迷。从投资来看,1-5月我国房地产开发投资完成额同比下降7.2%,较1-4月下调1个百分点。从销售来看,商品房销售面积同比下降0.9%,较1-4月回落0.5个百分点。从竣工来看,在“保交楼”政策推动下,房屋竣工持续改善,连续四个月同比转正;1-5月同比上涨19.6%,较1-4月上调0.8个百分点。整体来看,当前房地产市场仍处在底部企稳的弱复苏阶段、增长动能偏弱。

图 5: 我国房地产开发投资完成额同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

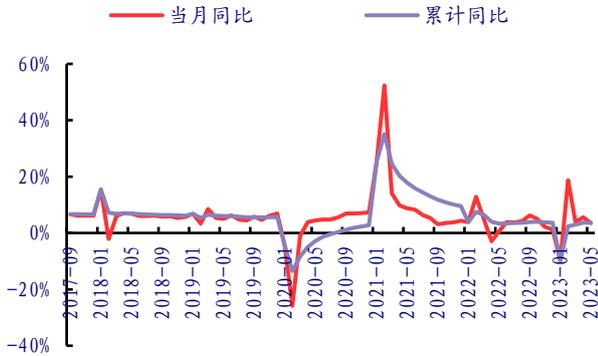
图 6: 我国房地产销售和竣工面积同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

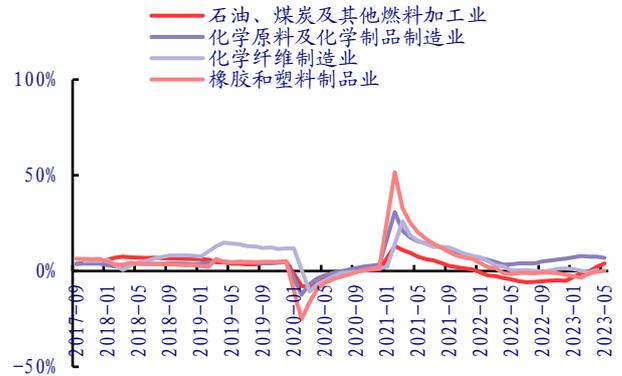
从工业增加值来看,我国工业生产保持恢复态势。1-5月,我国规模以上工业增加值同比增长3.6%,与1-4月持平。具体到化工相关子行业,1-5月石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业分别同比增长4.0%、6.9%、4.2%、0.2%,分别较1-4月上调1.8个百分点、下调0.7个百分点、上调1.2个百分点、上调0.5个百分点。整体来看,化工相关子行业普遍已较去年年末低点出现回暖迹象。

图 7: 我国规模以上工业增加值同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8: 我国化工子行业工业增加值同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 稳增长多措并举，下半年经济修复有望提速

放眼全球，欧美央行连续加息，海外高通胀、人民币贬值，全球债务水平上升，以及仍在延续的贸易争端、地缘冲突，全球和我国经济修复仍面临着诸多挑战。当前国内经济复苏斜率整体较为平缓，经济修复仍需强有力的政策助推。近期各部门已明显开始发力，密集出台稳增长相关政策。6月16日召开的国务院常务会议中强调，将针对经济形式的变化采取更加有力的措施，增强发展动能，优化经济结构。预计下半年随着系列政策措施的出台，我国经济修复动能将逐步转强。

**稳货币、宽信用、降成本，实体经济帮扶力度持续加大。**2023年以来，我国延续稳货币、宽信用格局，通过降准适当释放流动性，并加大信贷投放精准引导资金流向实体经济。截至5月末，我国广义货币(M2)余额282.05万亿元，同比增长11.6%；社会融资规模存量为361.42万亿元，同比增长9.5%，其中对实体经济发放的人民币贷款余额225.62万亿元，同比增长11.3%，占比62.4%，同比增长1个百分点。6月13日，发改委、工信部、财政部、人民银行联合发布《关于做好2023年降成本重点工作的通知》，进一步从税收、金融、制度性交易成本、人工成本、用地原材料成本、物流以及资金周转率等多方面助力实体经济提质增效。6月20日，央行分别下调一年期、五年期以上贷款市场报价利率(LPR)10个基点，充分体现了央行助力实体经济降低融资成本、促进信贷的决心。

**稳就业、保民生、促消费，市场活力有望加速恢复。**在内外面临诸多不确定性因素的当下，保障民生、扩大内需、促进消费是拉动我国经济增长的重要抓手。就业方面，在国家及各地方政府稳就业系列政策发力下，上半年我国就业形势总体向好。5月我国城镇调查失业率为5.2%，环比4月持平，同比下调0.7个百分点，其中25-59岁人口城镇调查失业率为4.1%，环比连续3个月下调，同比下调1.0个百分点。消费方面，商务部将2023年定位为“消费提振年”。年初以来，在各部门协同之下，已陆续出台文旅、汽车、家电等系列促消费政策，各地方政府也通过发放消费券、举办促消费活动等方式提振居民消费意愿。在系列政策推动下，下半年我国就业形势及消费市场预期将持续回暖。

**表 1: 2023 年以来国内稳增长系列政策梳理**

政策文件名称	发布部门/时间	相关内容
下调贷款市场报价利率 (LPR)	人民银行 2023.6.20	6 月 20 日贷款市场报价利率 (LPR): 1 年期 LPR 为 3.55%, 较上月水平 (3.65%) 下降 10 个基点; 5 年期以上 LPR 为 4.2%, 较上月水平 (4.3%) 下降 10 个基点
关于金融支持全面推进乡村振兴加快建设农业强国的指导意见	人民银行、金融监管局等 2023.6.16	加大高标准农田和水利基础设施建设信贷投放, 鼓励将符合条件的项目整省整市打包, 统筹构建多元化贷款偿还渠道; 加大货币政策工具支持力度, 加强财政金融政策协同, 形成金融支农综合体系等
关于做好 2023 年降成本重点工作的通知	发改委、工信部等 2023.6.13	增强税费优惠政策的精准性针对性; 提升金融对实体经济服务质效; 持续降低制度性交易成本; 缓解企业人工成本压力; 降低企业用地原材料成本; 推进物流提质增效降本; 提高企业资金周转效率
关于做好 2023 年促进绿色智能家电消费工作的通知	商务部、发改委等 2023.6.9	统筹组织绿色智能家电消费促进活动; 深入开展家电以旧换新; 扎实推进绿色智能家电下乡; 实施家电售后服务提升行动; 加强废旧家电回收工作
关于组织开展汽车促消费活动的通知	商务部办公厅 2023.6.8	各地统筹部署汽车促消费活动, 择优推荐 3-5 个“百城联动”候选城市及其重点汽车促消费活动安排; 持续“拉动增量、盘活存量、带动关联”, 全链条全过程促进汽车消费; 鼓励金融机构出台汽车信贷金融支持措施
关于加快推进充电基础设施建设 更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见	发改委、能源局 2023.5.17	创新农村地区充电基础设施建设运营维护模式; 支持农村地区购买使用新能源汽车; 强化农村地区新能源汽车宣传服务管理
关于优化调整稳就业政策措施全力促发展惠民生的通知	国务院办公厅 2023.4.26	激发活力扩大就业容量; 拓宽渠道促进高校毕业生等青年就业创业; 强化帮扶兜牢民生底线等
国务院办公厅关于推动外贸稳规模优结构的意见	国务院办公厅 2023.4.25	强化贸易促进拓展市场; 稳定和扩大重点产品进出口规模; 加大财政金融支持力度; 加快对外贸易创新发展; 优化外贸发展环境等
关于开展 2023 年高校毕业生等青年就业创业推进计划的通知	人力资源社会保障部 2023.4.4	中小微企业吸纳毕业生就业政策落实; 公共部门稳岗扩岗; 高校毕业生等青年创业服务支持; “职引未来”系列招聘; 公共就业服务进校园; 离校未就业毕业生服务; 青年专项技能提升; 就业见习质量提升; 就业困难结对帮扶; 就业权益护航
关于小微企业和个体工商户所得税优惠政策公告	财政部 2023.3.26	对小型微利企业年应纳税所得额不超过 100 万元的部分, 减按 25% 计入应纳税所得额, 按 20% 的税率缴纳企业所得税; 对个体工商户年应纳税所得额不超过 100 万元的部分, 在现行优惠政策基础上, 减半征收个人所得税
关于组织开展 2023 年文化和旅游消费促进活动的通知	文旅部 2023.3.20	在五一、中秋和国庆、元旦、暑期, 分主题举办促进活动主场活动, 其他地方、支持机构结合实际同期举办分会场活动, 共同推出若干消费促进活动、消费场景及惠民措施
下调金融机构存款准备金率	人民银行 2023.3.17	2023 年 3 月 27 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点(不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构), 下调后金融机构加权平均存款准备金率约为 7.6%
关于进一步做好交通物流领域金融支持与服务的通知	人民银行、交通运输部等 2023.2.16	完善组织保障和内部激励, 加大交通物流领域信贷支持力度; 用好结构性货币政策工具, 更好发挥引导撬动作用; 加强交通物流项目金融支持, 助力交通强国建设; 进一步发挥债券市场融资支持作用等

资料来源: 各政府部门官网, 中国银河证券研究院

## 二、行业盈利筑底基本完成, 随需求修复有望边际改善

### (一) 23Q1 盈利大幅下滑, 行业去库存仍在延续

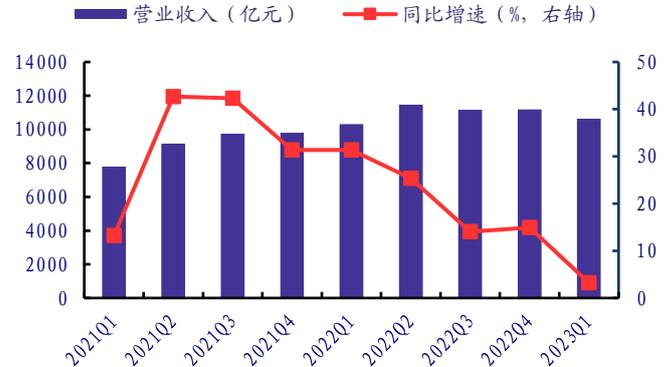
在下游需求不振、行业去库存、产品价格/价差下滑等诸多压力下, 化工行业 23Q1 业绩同比大幅走低。其中, 基础化工板块 23Q1 实现营业收入 5679.55 亿元, 同比下降 6.71%; 归母净利润 374.59 亿元, 同比下降 47.30%; 石油化工板块 2023Q1 实现营业收入 10643.05 亿元, 同比增长 3.21%; 归母净利润 195.16 亿元, 同比下降 43.72%。

图 9: 基础化工行业单季度营收及同比增速



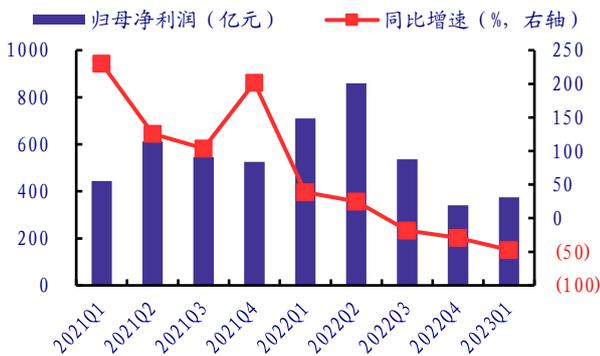
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 10: 石油化工行业单季度营收及同比增速



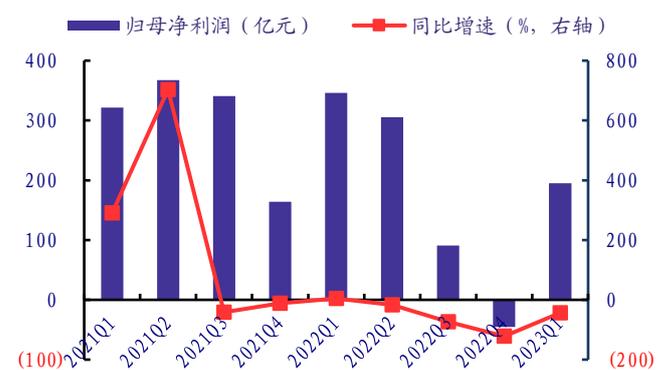
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11: 基础化工行业单季度归母净利润及同比增速



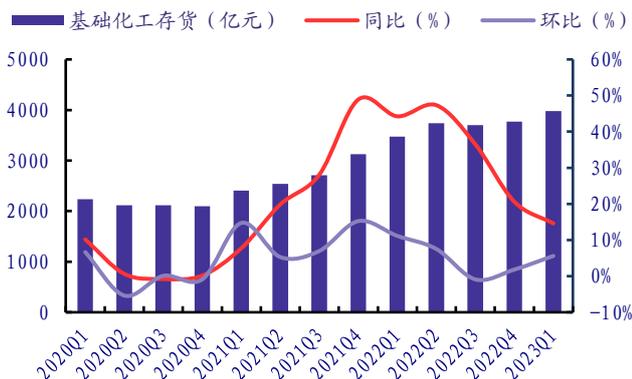
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: 石油化工行业单季度归母净利润及同比增速



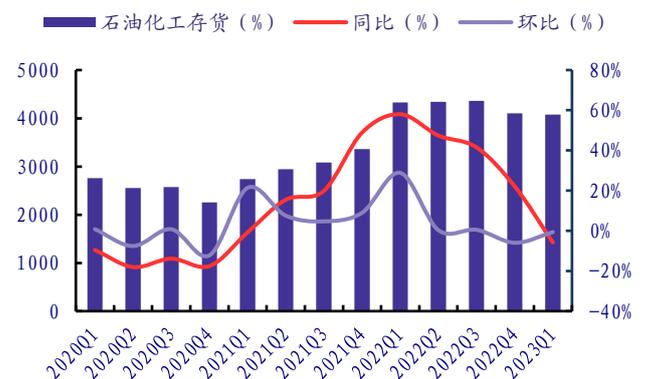
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13: 基础化工行业存货



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 石油化工行业存货



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

基础化工 33 个细分子行业方面,从归母净利润指标来看,23Q1 归母净利润同比提升和下降的子行业比例分别为 12.1%和 87.9%;环比提升和下降的比例分别为 51.5%和 48.5%。同比来看,仅轮胎(+422.7%)、有机硅(+85.1%)、涤纶(+48.9%)、碳纤维(+22.9%)四个子行业表现较好,而胶粘(-141.4%)、绵纶(-97.0%)、其他化学原料(-94.5%)、氟化工(-70.7%)、

氯碱(-70.6%)等子行业表现较差。环比来看,复合肥(+1186.4%)、日用化学品(+448.3%)、有机硅(+419.6%)、钛白粉(+344.9%)、农药(+288.0%)等子行业归母净利润涨幅居前,而粘胶(-145.3%)、涤纶(-87.5%)、其他化学原料(-83.1%)、涤纶(-82.8%)、膜材料(-68.2%)等子行业归母净利润跌幅居前。从毛利率指标来看,23Q1毛利率同比提升和下降的子行业比例分别为9.1%和90.9%;环比提升和下降的比例分别为60.6%和39.4%。同比来看,仅日用化学品(+6.9个百分点)、轮胎(+4.2个百分点)、涂料油墨颜料(+1.9个百分点)三个子行业毛利率上涨,而其他化学原料(-24.2个百分点)、碳纤维(-14.2个百分点)、钛白粉(-13.0个百分点)、氟化工(-12.3个百分点)、氮肥(-10.8个百分点)等毛利率下滑明显。环比来看,有机硅(+10.3个百分点)、涤纶(+7.7个百分点)、氨纶(+7.4个百分点)、合成树脂(+7.2个百分点)、复合肥(+5.7个百分点)等毛利率抬升幅度居前,而其他化学原料(-13.0个百分点)、氟化工(-6.6个百分点)、碳纤维(-6.0个百分点)、钾肥(-4.2个百分点)、民爆用品(-2.5个百分点)等毛利率下滑幅度居前。

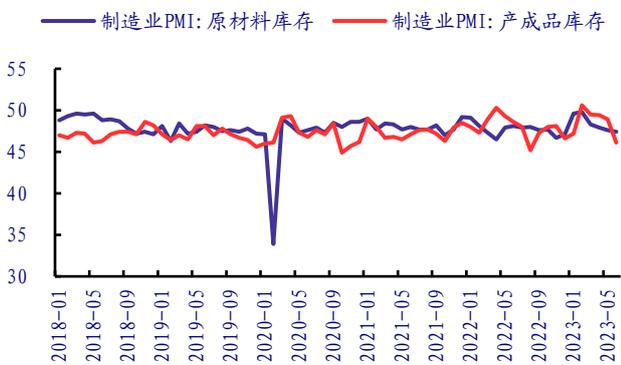
**表 2: 基础化工子行业 23Q1 盈利情况**

序号	子行业名称	归母净利润(亿元)	同比	环比	毛利率(%)	同比变化(%)	环比变化(%)
1	有机硅	12.01	85.1%	419.6%	25.28	-1.4	10.3
2	涤纶	0.14	-97.0%	-87.5%	10.53	-4.6	7.7
3	氨纶	7.67	-43.7%	79.2%	19.52	-9.6	7.4
4	合成树脂	15.31	-29.6%	12.0%	25.79	-2.0	7.2
5	复合肥	11.30	-19.8%	1186.4%	12.61	-0.9	5.7
6	纯碱	20.20	-28.5%	106.5%	28.84	-3.4	4.8
7	氯碱	11.18	-70.6%	-11.4%	12.04	-5.7	1.7
8	钛白粉	6.55	-55.9%	344.9%	17.59	-13.0	1.6
9	橡胶制品	6.27	-36.6%	10.3%	11.48	-1.6	1.6
10	氮肥	18.23	-67.6%	208.8%	12.18	-10.8	1.6
11	膜材料	3.14	-68.1%	-68.2%	13.92	-6.9	1.5
12	涤纶	2.10	48.9%	-82.8%	4.93	-2.3	1.4
13	聚氨酯	42.12	-24.5%	43.2%	17.53	-2.8	1.2
14	无机盐	5.02	-36.2%	18.9%	25.64	-6.5	0.8
15	农药	34.48	-50.3%	288.0%	24.90	-3.8	0.8
16	轮胎	8.81	422.7%	31.2%	16.99	4.2	0.4
17	其他塑料制品	4.54	-36.8%	-52.8%	11.52	-3.4	0.3
18	粘胶	-1.03	-141.4%	-145.3%	13.88	-1.1	0.3
19	日用化学品	9.67	-4.3%	448.3%	40.11	6.9	0.2
20	磷肥及磷化工	23.49	-36.3%	25.7%	17.33	-6.5	0.0
21	锂电化学品	29.31	-49.9%	-51.9%	16.85	-7.5	-0.3
22	改性塑料	6.61	-16.6%	-41.0%	13.92	-1.2	-0.4
23	橡胶助剂	0.76	-61.7%	-25.7%	8.56	-2.6	-0.5
24	涂料油墨颜料	0.29	-58.0%	207.4%	23.98	1.9	-0.5
25	其他化学制品III	15.10	-55.3%	-4.0%	17.26	-5.4	-0.7
26	食品及饲料添加剂	20.27	-25.0%	-25.9%	21.29	-7.9	-0.8
27	电子化学品	5.75	-49.0%	-14.4%	31.36	-1.7	-2.3
28	印染化学品	3.90	-54.1%	-33.2%	21.04	-5.1	-2.5
29	民爆用品	6.01	-56.0%	46.8%	22.48	-9.6	-2.5
30	钾肥	34.82	-24.2%	-36.5%	70.81	-4.7	-4.2
31	碳纤维	2.49	22.9%	5.6%	39.17	-14.2	-6.0
32	氟化工	3.83	-70.7%	-61.7%	15.31	-12.3	-6.6
33	其他化学原料	4.25	-94.5%	-83.1%	10.72	-24.2	-13.0

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

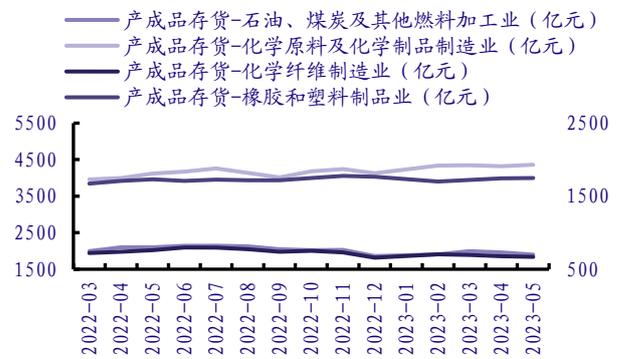
**行业去库存仍在延续。**受海内外需求偏弱影响，制造业整体延续主动去库存状态。6月制造业 PMI 产成品库存指数和原材料库存指数分别为 46.1%和 47.4%，分别环比 5 月下滑 2.8 和 0.2 个百分点。化工细分行业方面，5 月化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业、石油煤炭及其他燃料加工业规模以上工业企业产成品存货同比分别上涨 6.1%、下滑 10.3%、上涨 0.1%、下滑 9.3%，环比 4 月分别回落 2.1、2.8、0.8 和 3.7 个百分点。期间，受原材料价格下降、去年同期高基数以及海内外需求偏弱、行业主动去库存等因素影响，制造业及化工细分行业 PPI 同比降幅持续扩大。5 月化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业、石油煤炭及其他燃料加工业 PPI 分别同比下滑 12.2%、4.3%、4.1%和 15.1%，跌幅分别环比 4 月扩大 2.3、1.4、0.3、3.7 个百分点。

图 15: 我国制造业 PMI 产成品/原材料存货指数 (%)



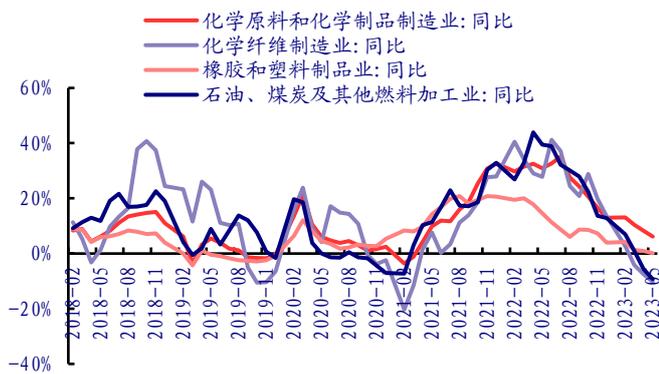
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16: 我国化工相关子行业产成品存货 (亿元)



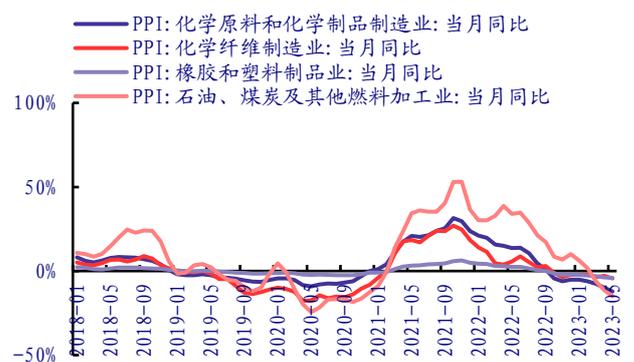
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: 我国化工相关子行业产成品存货同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 18: 我国化工相关子行业 PPI 同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从产品价格来看，在我们重点跟踪的 182 个产品价格中，年初以来，共有 49 个产品价格实现上涨，占比 26.9%。从 23Q2 均价来看，37 个产品价格环比上涨，占比 20.3%；140 个产品价格环比下跌，占比 76.9%。价格环比涨幅较大的产品有液氯、氢氟酸、盐酸、维生素 D3、燃料油、MMA、DEG、R32、MTBE、异丁烯等。

**表 3: 重点关注产品 Q2 价格环比涨幅前 30**

名称	单位	当前价格 (6月30日)	年初以来 涨幅	23Q2 均价	环比
液氯(全国)	元/吨	69.72	112.9%	57	125.1%
氢氟酸(华东)	元/吨	11800	-6.6%	11842	61.3%
盐酸(海化集团)	元/吨	500	47.1%	499	31.8%
维生素 D3(50 万 IU/g, 国产)	元/千克	59	15.7%	58.77	17.7%
燃料油(上期所)	元/吨	3622	37.0%	3198	17.5%
MMA(华东)	元/吨	12350	22.9%	11516	13.7%
DEG(上海石化)	元/吨	4850	-10.2%	6498	12.4%
R32(浙江巨化)	元/吨	15500	10.7%	15500	7.7%
MTBE(石大胜华)	元/吨	7150	18.2%	7438	7.6%
异丁烯(山东)	元/吨	10750	9.7%	11379	7.4%
丙酮(华东)	元/吨	5225	-4.1%	5828	6.8%
棉花(新疆)	元/吨	17030	15.3%	15997	6.1%
R22(浙江巨化)	元/吨	20500	10.8%	20500	5.7%
R410a(浙江巨化)	元/吨	22500	-2.2%	22500	5.2%
R134a(浙江巨化)	元/吨	24500	6.5%	24500	4.8%
萤石(华东)	元/吨	3050	-3.2%	3085	4.8%
邻二甲苯(华东)	元/吨	8100	3.8%	8340	4.3%
聚酯切片(半光, 江苏)	元/吨	6650	3.1%	6904	4.3%
钛白粉(金红石型, 全国)	元/吨	15650	4.5%	15765	4.0%
聚酯切片(有光, 江苏)	元/吨	6700	3.1%	6916	3.1%
甲苯(华东)	元/吨	7050	15.7%	7199	2.9%
硬泡聚醚(华东)	元/吨	9850	6.5%	10106	2.8%
锦纶丝(FDY, 华东)	元/吨	16350	6.2%	16931	2.8%
PTA(华东)	元/吨	5620	1.6%	5862	2.8%
对二甲苯(镇海炼化)	元/吨	8250	3.1%	8519	2.4%
锦纶丝(POY, 华东)	元/吨	15550	5.8%	15983	2.1%
锦纶丝(DTY, 华东)	元/吨	17900	4.1%	18298	1.4%
涤纶短纤(1.4D*38mm(直纺), 华东)	元/吨	7125	0.7%	7286	1.3%
涤纶长丝(DTY, 华东)	元/吨	8800	3.5%	8849	1.2%
钛精矿(攀 46)	元/吨	2085	-1.4%	2190	0.6%

资料来源: Wind, 卓创资讯, 中国银河证券研究院

**表 4: 重点关注产品 Q2 价格环比跌幅前 30**

名称	单位	当前价格 (6月30日)	年初以来 涨幅	23Q2 均价	环比
氯化铵(湿铵, 江苏华昌)	元/吨	450	-54.1%	540	-49.5%
碳酸锂(电池级, 安泰科)	万元/吨	30.5	-42.5%	25	-38.2%
碳酸锂(工业级, 安泰科)	万元/吨	29.5	-40.9%	23	-38.1%
磷酸铁锂(国产)	元/吨	97000	-40.1%	87647	-36.8%
液氨(山东鲁北)	元/吨	2375	-41.6%	2737	-31.0%
六氟磷酸锂(全国)	元/吨	167500	-28.0%	127890	-31.0%
硫酸铵(N>20.5%, 山东)	元/吨	725	-38.6%	760	-30.3%
LNG(全国)	元/吨	4455	-38.4%	4366	-29.2%
煤焦油(华东)	元/吨	4260	-31.5%	3821	-29.0%
HDI(华东)	元/吨	35000	-42.1%	38835	-27.3%
石油焦(2#, 华东)	元/吨	2700	-41.3%	3173	-26.3%
黄磷(云南)	元/吨	21100	-30.8%	22066	-25.3%
无烟煤(Q7000, 河南)	元/吨	1410	-33.5%	1512	-25.0%

丁烷 (CFR 华东)	美元/吨	482	-23.7%	527	-24.5%
烟煤 (Q5500, 西安)	元/吨	807	-38.2%	905	-23.5%
原煤 (Q5200, 内蒙)	元/吨	599	-37.2%	697	-23.0%
丙烷 (CFR 华东)	美元/吨	507	-17.8%	539	-22.1%
焦炭 (山东)	元/吨	1710	-36.9%	1962	-22.1%
磷酸 (西南)	元/吨	5700	-31.7%	6368	-21.0%
氯化钾 (57%粉, 山东)	元/吨	2150	-34.8%	2534	-20.9%
液化气 (进口气, 江苏)	元/吨	4200	-23.6%	4864	-20.0%
原盐 (海盐, 山东)	元/吨	240	-43.5%	301	-19.1%
四氯乙烯 (华东)	元/吨	4000	-50.0%	5193	-18.6%
三氯甲烷 (山东金岭)	元/吨	1900	-17.4%	2256	-18.1%
丙烯酸甲酯 (华东)	元/吨	7550	-29.4%	8922	-18.0%
炭黑 (N220, 浙江)	元/吨	9550	-23.6%	9644	-17.9%
磷酸一铵 (55%粉状, 江苏)	元/吨	2500	-29.6%	2785	-17.9%
烧碱 (99%片碱, 山东)	元/吨	3100	-33.3%	3188	-17.5%
醋酸乙烯 (山东)	元/吨	5800	-27.0%	6386	-17.3%
硫酸钾 (50%粉, 山东)	元/吨	2950	-24.4%	3224	-16.8%

资料来源: Wind、卓创资讯, 中国银河证券研究院

从产品价差来看, 在我们重点跟踪的 141 个产品价差中, 年初以来, 共有 82 个产品价差上涨, 占比 58.2%。从 23Q2 均价来看, 81 个产品价差环比上涨, 占比 57.4%; 60 个产品价差环比下跌, 占比 42.6%。价差涨幅较大的产品有聚丙烯价差 (甲醇)、尿素价差 (气头)、LLDPE 价差 (甲醇)、PVC 价差 (电石)、顺酐价差 (碳四)、乙二醇价差 (煤)、丙烯价差 (丙烷)、MMA 价差 (碳四)、环氧乙烷价差 (甲醇)、MTBE 价差 (碳四) 等。

表 5: 重点关注产品 Q2 价差环比涨幅前 30

名称	单位	当前价差 (6 月 30 日)	年初以来 涨幅	23Q2 均价差	环比
聚丙烯价差 (甲醇)	元/吨	735	566.5%	591	2168.9%
尿素价差 (气头)	元/吨	215	136.2%	340	1136.4%
LLDPE 价差 (甲醇)	元/吨	1616	245.1%	1325	207.9%
PVC 价差 (电石)	元/吨	786	1512.8%	598	134.8%
顺酐价差 (碳四)	元/吨	380	575.0%	106	124.8%
乙二醇价差 (煤)	元/吨	571	144.5%	205	124.6%
丙烯价差 (丙烷)	美元/吨	153	-1.9%	197	86.4%
MMA 价差 (碳四)	元/吨	7062	82.8%	5441	71.5%
环氧乙烷价差 (甲醇)	元/吨	1249	13.8%	1456	70.7%
MTBE 价差 (碳四)	元/吨	3250	119.8%	2986	64.9%
己内酰胺价差 (苯)	元/吨	2992	204.4%	2624	54.9%
聚酯切片 (半光) 价差 (PTA)	元/吨	550	39.8%	539	51.6%
聚丙烯价差 (丙烷)	元/吨	2238	9.4%	2287	49.3%
二甲醚价差 (煤)	元/吨	1374	101.7%	1115	46.8%
丁苯橡胶价差 (丁二烯)	元/吨	4099	46.3%	3633	44.2%
锦纶切片价差 (苯)	元/吨	4054	99.6%	3593	40.4%
LLDPE 价差 (煤)	元/吨	4365	85.2%	3834	38.3%
顺丁橡胶价差 (丁二烯)	元/吨	3364	34.7%	2896	37.0%
聚丙烯价差 (煤)	元/吨	3484	74.3%	3100	30.9%
磷酸二胺价差 (磷矿石)	元/吨	967	-5.9%	1119	28.8%
聚酯切片 (有光) 价差 (PTA)	元/吨	600	35.3%	551	25.2%
PVC 糊树脂 (手套料) 价差 (电石)	元/吨	2356	49.7%	2213	24.2%
MMA 价差 (丙酮)	元/吨	7979	48.8%	6690	23.6%
SBS 价差 (丁二烯)	元/吨	4008	-14.6%	5441	22.9%

烷基化汽油价差 (碳四)	元/吨	2125	70.0%	1724	21.7%
炭黑价差 (煤焦油)	元/吨	2308	19.3%	3148	20.8%
软泡聚醚价差 (PO)	元/吨	1119	28.7%	988	20.1%
R32 价差 (萤石)	元/吨	8157	37.3%	7900	19.1%
醋酸乙酯价差 (煤)	元/吨	2109	29.5%	2071	17.7%
三聚氰胺价差 (尿素)	元/吨	-682	-97.1%	-529	17.3%

资料来源: Wind、卓创资讯, 中国银河证券研究院

表 6: 重点关注产品 Q2 价差环比跌幅前 30

名称	单位	当前价差 (6月30日)	年初以来 涨幅	23Q2 平均价差	环比
苯酐价差 (邻二甲苯)	元/吨	-295	-175.6%	-127	-121.7%
磷酸一铵价差 (磷矿石)	元/吨	-97	-116.2%	17	-95.2%
醋酸乙烯价差 (电石)	元/吨	40	-96.7%	202	-76.7%
DOP 价差 (邻二甲苯)	元/吨	202	-17.0%	255	-40.1%
黄磷价差 (磷矿石)	元/吨	12100	-42.9%	12737	-36.3%
六氟磷酸锂价差 (碳酸锂)	元/吨	152139	-29.3%	112296	-34.9%
航煤价差 (石油)	元/吨	1333	-47.8%	1500	-32.3%
PMMA 价差 (MMA)	元/吨	2650	-47.5%	3314	-30.1%
磷酸价差 (磷矿石, 热法)	元/吨	3270	-44.0%	3849	-29.8%
磷酸价差 (磷矿石, 湿法)	元/吨	3423	-42.4%	3969	-28.5%
四氯乙烯价差 (电石)	元/吨	1318	-70.7%	2261	-24.1%
丙烯酸丁酯价差 (丙烷)	元/吨	2028	0.8%	2016	-23.4%
丁二烯价差 (碳四)	元/吨	1950	-2.5%	2065	-21.6%
重质纯碱价差 (联碱法)	元/吨	1621	-26.7%	1988	-20.3%
三氯甲烷价差 (甲醇)	元/吨	1259	-17.7%	1580	-19.8%
丁基橡胶价差 (异丁烯)	元/吨	4963	-16.2%	4266	-18.0%
丙烯酸甲酯价差 (丙烷)	元/吨	3759	-39.7%	4989	-17.2%
氨纶价差 (PTMEG)	元/吨	11800	-23.9%	12829	-17.1%
ABS 价差 (烯烃)	元/吨	2818	-13.8%	2349	-16.0%
PVC 价差 (石油)	元/吨	3510	-17.7%	3710	-14.4%
TPEG 价差 (乙烯)	元/吨	2779	1.2%	2746	-13.4%
PET 切片 (瓶级) 价差 (PTA)	元/吨	745	-23.1%	866	-12.7%
聚丙烯价差 (石油)	元/吨	2538	-6.1%	2712	-12.1%
三氯乙烯价差 (电石)	元/吨	1708	-53.2%	2421	-11.0%
尿素价差 (煤头气流床)	元/吨	1455	2.1%	1441	-10.8%
二甲基环硅氧烷价差 (硅)	元/吨	4634	1.3%	4599	-10.3%
烧碱价差 (盐)	元/吨	2791	-20.4%	2772	-10.1%
三聚磷酸钠价差 (磷矿石)	元/吨	3834	-23.1%	4443	-10.0%
三聚氰胺价差 (煤)	元/吨	3827	-6.0%	3938	-9.8%
柴油价差 (石油)	元/吨	2260	-9.7%	2599	-9.8%

资料来源: Wind、卓创资讯, 中国银河证券研究院

**预期 Q2 化工盈利仍将承压。**考虑到 Q2 下游修复不及预期, 行业仍处去库存阶段, 结合主要化工产品价格/价差走势, 我们预计 Q2 化工行业仍将面临一定的业绩压力。值得关注的是, 目前仍有较多化工产品仍处在景气底部区域, 部分产品陆续开始向上修复, 建议密切关注上游原料端、下游需求端等变化带来的边际改善, 静待行业景气反转。

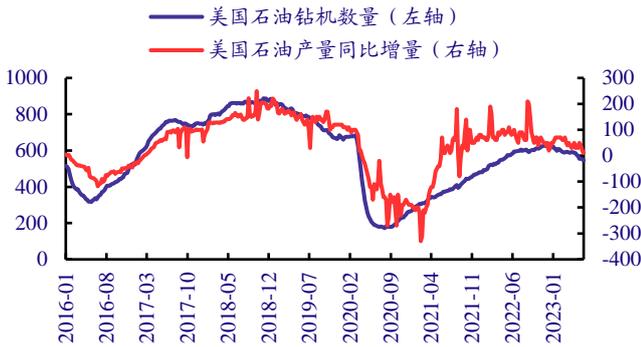
## (二) 原油价格中枢下行, 成本端压力有所缓解

2023 年上半年国际油价重心窄幅下移, 主要系欧盟对俄罗斯石油制裁效果不及预期、美

联储加息、欧美银行业危机等引发市场对近期经济衰退担忧。下半年影响国际油价的关键因素仍将在供给和需求两端。

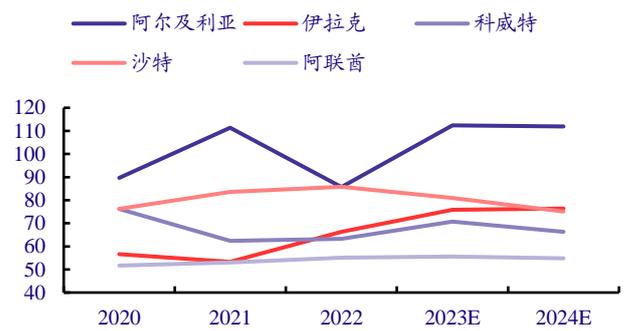
供给端，美国原油产量增速趋缓，OPEC+减产托底油价。1) 美国方面，高油价带来的巨额现金流主要被美国石油企业用于分红和回购股票，部分用于资本支出。此外，劳动力市场紧张、油田供应链压力增加等因素制约原油生产商投资意愿。历史数据显示，美国石油钻机数量领先美国原油产量 4-6 个月，年初以来美国石油钻机数量呈下降态势，预计下半年美国原油产量增速趋缓。2) OPEC+ 方面，减产政策陆续出台，需密切关注执行情况。4 月 OPEC+ 成员国宣布自 5 月份开始实施自愿减产 166 万桶/日直至 2023 年年底，6 月会议上该减产计划被延长至 2024 年年底，沙特计划 7 月份在自愿减产的基础上额外再减产 100 万桶/日，且该减产措施可考虑延长。从执行情况来看，5 月沙特和伊拉克产量均小于目标值，且 OPEC10 国合计减产执行率大于 100%。俄罗斯方面，5 月俄罗斯原油产量约 945 万桶/日，较 2 月下降 42 万桶/日，接近前期承诺的 50 万桶/日水平。从出口情况来看，贸易流再平衡下俄罗斯石油产品出口量暂未受欧盟制裁影响，且 5 月原油出口量 520 万桶/日，创年内新高，后续建议密切关注俄罗斯产量下降的持续性及其出口量变动情况。

图 19: 美国石油钻机数及石油产量同比增量 (台, 万桶/日)



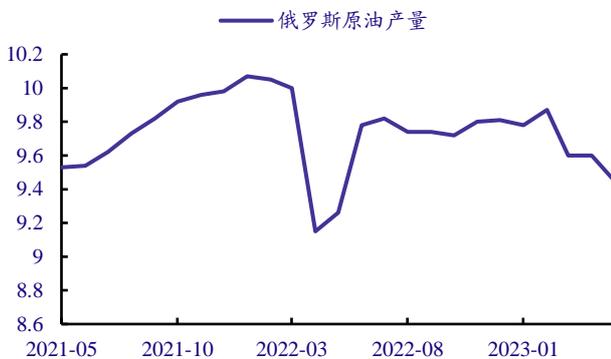
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 20: OPEC 部分产油国财政均衡油价 (美元/桶)



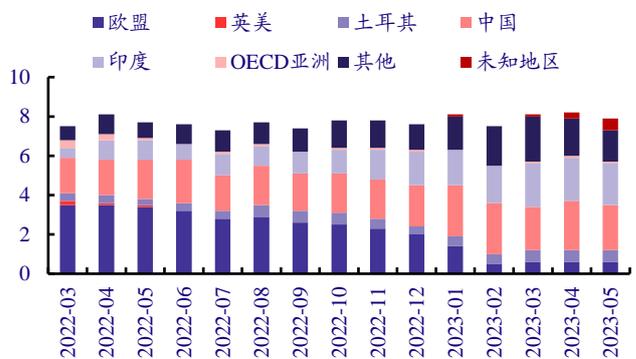
资料来源: IMF, 中国银河证券研究院

图 21: 俄罗斯原油产量 (百万桶/日)



资料来源: IEA, 中国银河证券研究院

图 22: 俄罗斯原油及制品出口量 (百万桶/日)

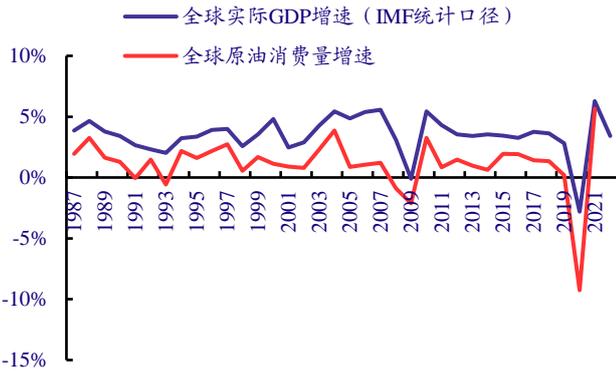


资料来源: IEA, 中国银河证券研究院

需求端，受全球经济衰退预期影响，原油消费增速放缓，需求端仍将压制油价上行高度。从历史数据来看，全球原油消费增速与全球实际 GDP 增速呈现明显的正相关关系。据 4 月 IMF

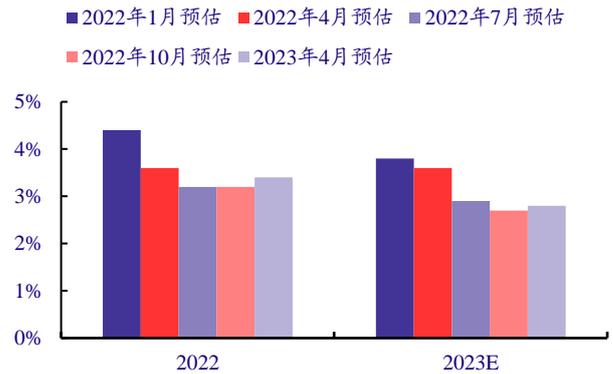
最新报告显示，在金融部门动荡、通胀高位运行、俄乌战争冲击持续等因素影响下，未来经济前景仍充满不确定性，全球经济增速预计从 2022 年 3.4% 下行至 2023 年 2.8%。EIA、IEA、OPEC 最新预测显示，2023 年全球石油需求增量分别为 159、245、234 万桶/日，尽管增量数据不一，但 EIA、OPEC 均预计石油消费增量同比将下降。

图 23: 全球实际 GDP 增速与原油消费量增速



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 24: IMF 全球经济增速预期



资料来源: IMF, 中国银河证券研究院

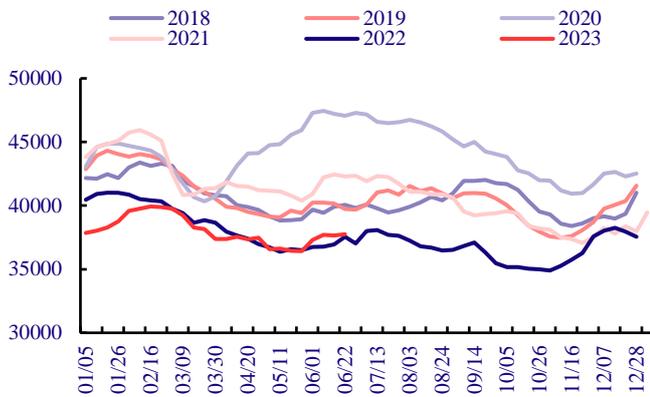
表 7: EIA、IEA、OPEC 对全球石油需求预测

需求 (百万桶/日)	2020	2021	2022	2023E
EIA	91.58	97.12	99.42	101.01
需求增量		5.54	2.30	1.59
IEA	91.68	97.49	99.80	102.25
需求增量		5.81	2.31	2.45
OPEC	91.19	97.08	99.57	101.91
需求增量		5.89	2.49	2.34

资料来源: EIA、IEA、OPEC, 中国银河证券研究院

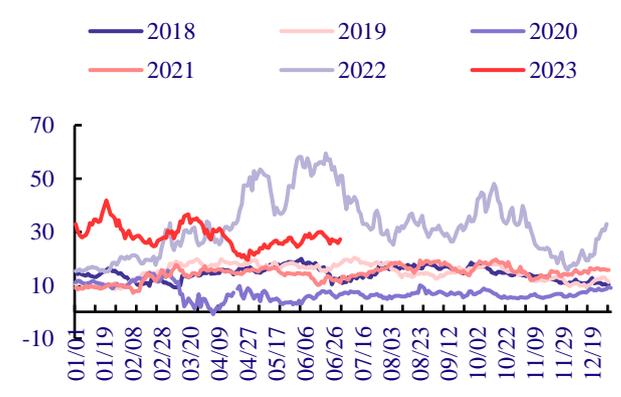
从库存和价差来看，下游对中高油价接受能力尚可。一方面，目前美国炼厂裂解价差仍处于历史同期中高位，且当前美国成品油库存（汽油、馏分燃料油、航空煤油总库存）处于历史同期低位，预计随着美国出行旺季，库存数据有望维持低位。低成品油库存或将支撑炼厂裂解价差维持中高位运行，进而支撑炼厂开工率维持高位。另一方面，截至 6 月 23 日当周，美国商业原油库存量为 4.54 亿桶，较过去五年处于中性水平。据 EIA 6 月报告预计，23Q3 全球石油供需平衡表有望迎来去库，原油市场供需压力或有所缓和。我们认为，下半年原油价格或延续震荡趋势，预期 Brent 原油价格在 75-85 美元/桶区间；原料端将不再是左右行业盈利的关键，主要看下游需求恢复情况。

图 25: 美国汽油、馏分燃料油、航空煤油总库存 (万桶)



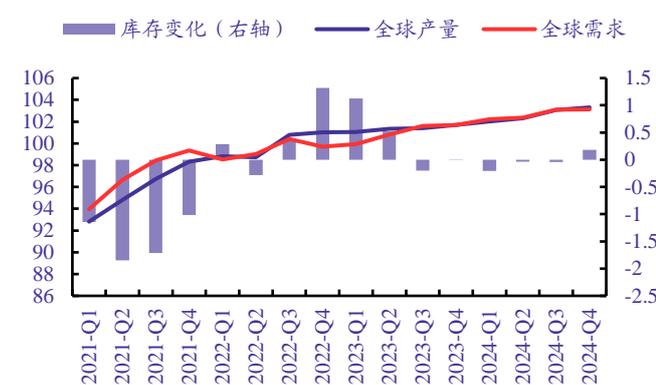
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 26: 美国炼厂裂解价差 (美元/桶)



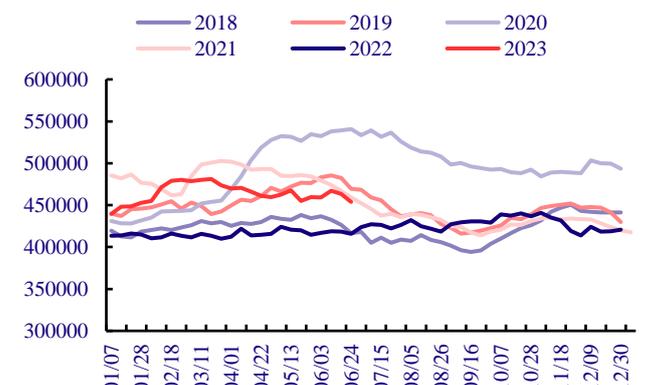
资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

图 27: EIA 全球石油供需平衡表预测 (百万桶/日)



资料来源: EIA, 中国银河证券研究院

图 28: 美国商业原油库存 (千桶)



资料来源: EIA, 中国银河证券研究院

### (三) 下游产业拐点陆续显现, 下半年化工景气有望上行

化工行业下游涉及地产、家电、汽车、纺服等众多与宏观经济走势挂钩的终端产业。2023 年以来, 宏观经济及终端产业回暖进程较为缓慢, 上游配套化工品仍然面临着一定的需求压力。但从月度数据表现来看, 下游各产业拐点正逐步显现。

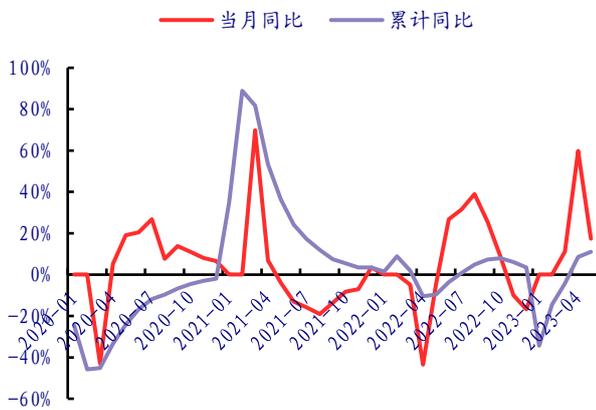
**房地产市场仍处在筑底期。**1-5 月, 我国商品房销售额 4.98 万亿元, 同比上涨 8.4%, 较 1-4 月收窄 0.4 个百分点; 销售面积 4.64 亿平米, 同比下降 0.9%, 跌幅较 1-4 月放大 0.5 个百分点; 竣工面积 2.78 亿平米, 同比上涨 19.6%, 较 1-4 月回升 0.8 个百分点。房地产复苏动能不足, 下行压力仍在, 市场处在筑底期。预计在更多地产刺激政策下, 随着地产产业链的修复, 上游 PVC、钛白粉、有机硅、纯碱、MDI 等化工品需求、盈利空间均将有所改善。

**汽车产销数据稳健增长。**汽车市场在系列促销优惠、购置税减免以及新能源汽车下乡等因素拉动下, 表现持续亮眼。1-5 月, 我国汽车产销量均同比增加 11.1%, 较 1-4 月分别扩大 2.5 和 4.0 个百分点, 出口量同比增长 81.5%。其中, 1-5 月新能源汽车产量、销量分别同比增长 45.1%、46.8%, 出口量同比增长 1.6 倍。

**家电数据表现持续回温。**1-5月，我国家用电器和音像器材类社会消费品零售总额3133亿元，同比下降0.2%，降幅较1-4月收窄0.1个百分点；家电出口额362亿美元，同比下降1.8%，降幅较1-4月收窄0.7个百分点。1-5月，我国主要家电（空调、家用洗衣机、家用电冰箱、彩电）产量同比增加11.7%，1-4月为10.4%。其中，1-5月空调产量同比增长14.2%、家用冰箱同比上涨12.4%、家用洗衣机产量同比增长18.9%、彩电产量同比增长4.9%。

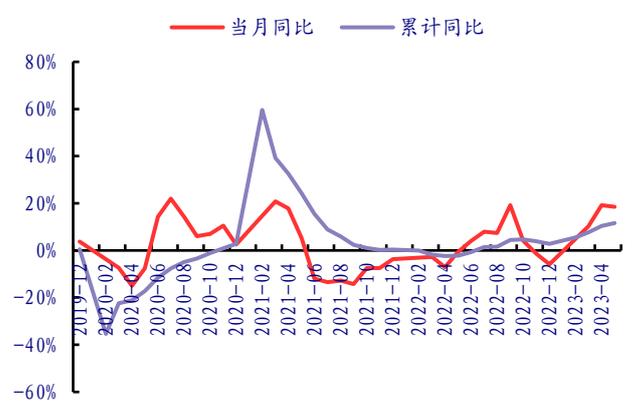
**纺织服装出口压力仍存、国内零售持续改善。**1-5月，我国纺织服装出口额1182亿美元，同比下滑5.5%，较1-4月下滑幅度扩大2.4个百分点，纺织服装出口仍存在一定压力，但环比一季度有所缓解。与海外市场相比，国内纺织服装市场修复情况良好。1-5月，服装、鞋帽、针纺织品类零售总额5619亿元，同比上升14.1%，较1-4月回升0.7个百分点；上游布和纱产量1-5月分别同比下滑6.4%、3.5%，分别较1-4月收窄1.2、0.8个百分点。

图 29：我国汽车产量同比增速



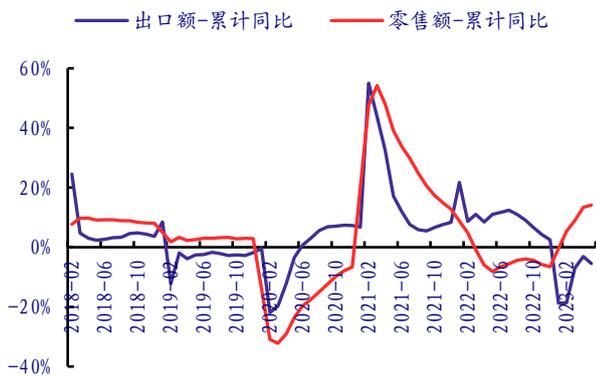
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 30：我国主要家电产量累计同比变化



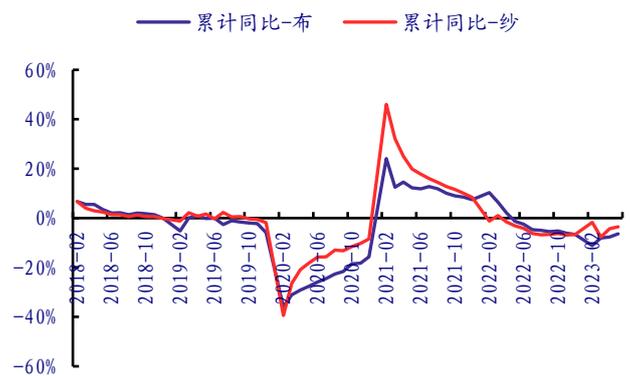
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 31：我国纺织服装出口和国内零售同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 32：我国布和纱产量同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**成本端压力缓解、需求端逐步修复，2023 年下半年化工景气有望上行。**我们预计，2023 年下半年在一揽子经济政策刺激之下，我国宏观经济修复进程有望提速；随着下游需求回暖，化工行业主动去库存有望迎来尾声；叠加原油价格重心下移，行业成本端压力缓解，行业景气度有望回升。

### 三、周期底部蓄势，把握景气边际改善机会

#### (一) 成本压力逐步释放，看好布局非石油路线核心资产

##### 1. 煤炭价格中枢回落，看好煤化工盈利改善机会

煤炭供应相对充足，价格中枢趋于回落。随着我国煤炭保供稳价政策深入推进，国内煤炭产量保持增长态势。1-5月我国原煤产量累计19.1亿吨，同比增长4.8%。此外，煤炭进口政策释放积极信号，2023年4月国务院关税税则委员会将煤炭零进口暂定税率实施期限延长至2023年年底，同时澳洲煤炭发运量正逐步回升。1-5月我国煤炭进口量累计1.82亿吨，同比增长89.1%。从库存指标来看，年初以来北方港煤炭库存整体趋于回升且高于过去五年同期水平。截至6月30日，北方港库存总量为2663万吨，稍有回落，但仍处在近些年同期高位；京唐港动力末煤(Q5500)平仓价为835元/吨，较年初、去年同期分别回落29.2%、33.0%。我们认为，在国内保供政策和进口政策的积极推进下，煤炭供应预计将维持相对充足状态，煤炭价格中枢有望回落。

图 33：我国原煤产量及同比增速（亿吨）



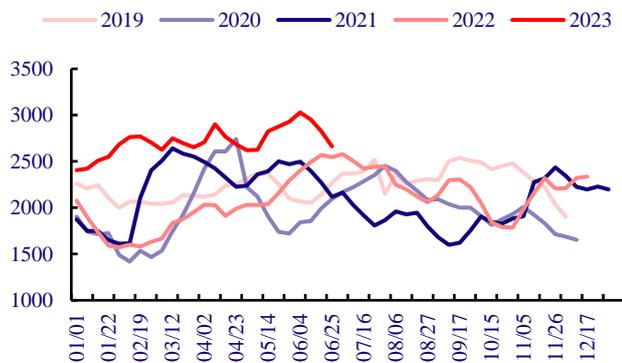
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 34：我国煤炭进口量及同比增速（万吨）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 35：北方港煤炭库存总量（万吨）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

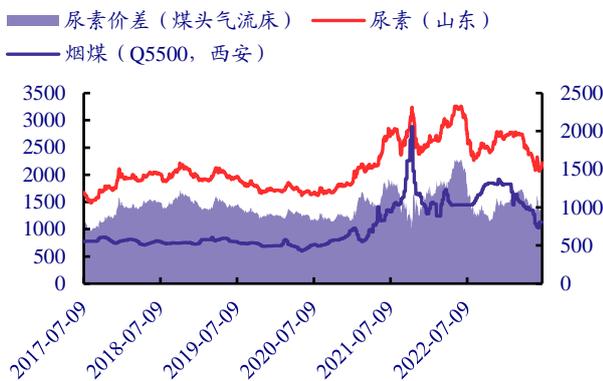
图 36：京唐港动力末煤（Q5500）平仓价（元/吨）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

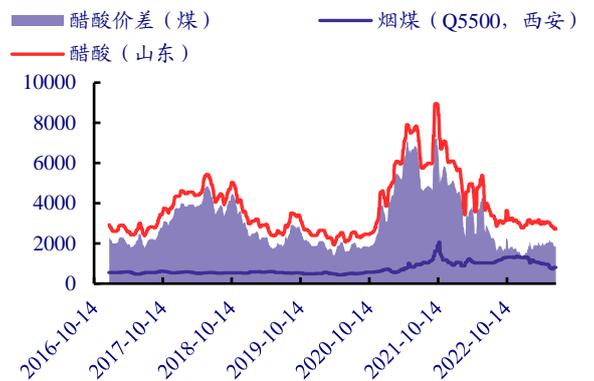
**成本压力减轻叠加需求改善，煤化工盈利有望回升。**煤炭价格中枢下移将有助于减轻国内煤化工企业（外购煤炭）成本压力。一方面，煤炭是煤化工企业的主要原料，煤炭价格下跌将改善企业原材料成本；另一方面，大部分煤化工企业均拥有自备电厂生产蒸汽和电力，在动力煤价格下跌背景下，企业能源动力成本有望降低。从主要煤化工产品价格/价差走势来看，近期随着国内煤炭价格回落，煤化工产品如DMF、醋酸、聚乙烯、聚丙烯等价差已从底部回升；尿素处在正常盈利区间。我们认为，在煤炭价格中枢回落的背景下，国内经济进一步修复有望带动化工品需求改善，看好煤化工企业盈利改善机会。**重点推荐国内煤化工龙头企业华鲁恒升（600426.SH）、宝丰能源（600989.SH）等。**

图 37: 尿素价格及价差走势 (元/吨)



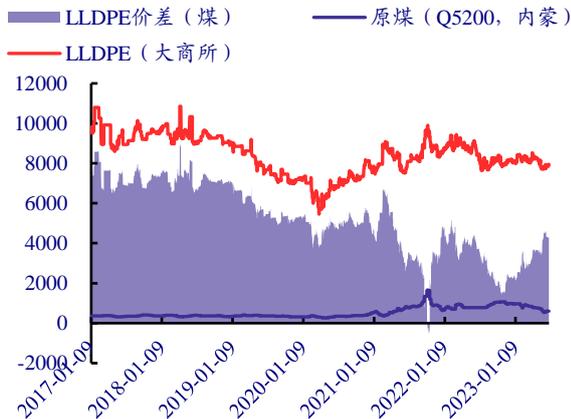
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 38: 醋酸价格及价差走势 (元/吨)



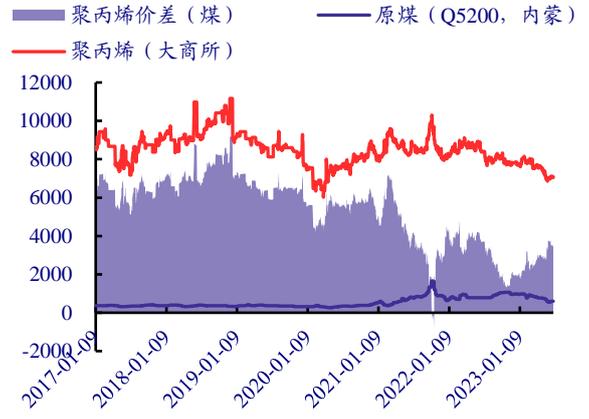
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 39: 聚乙烯价格及价差走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 40: 聚丙烯价格及价差走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

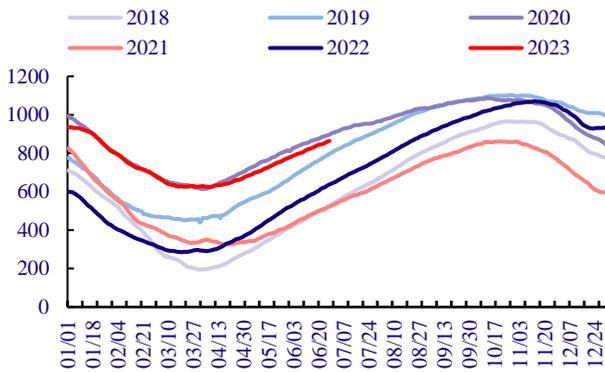
## 2. 乙烷价格回落至正常区间，轻烃龙头成本竞争优势凸显

**欧洲能源危机缓解，乙烷价格高位回落。**从历史走势来看，乙烷价格与天然气价格走势关联密切。2022 年受欧洲能源危机影响，国际天然气价格大幅上涨，间接推升乙烷价格。在暖冬天气、工业需求疲软、天然气存储设施库存水平居历史高位等多因素共振影响下，欧洲天然

气价格高位回落，乙烷价格亦回落至往年正常水平。截至6月30日，美国乙烷价格为181美元/吨，较年初、去年同期分别下降12.4%和63.2%。对轻烃生产企业而言，其原材料成本压力大幅下降。

**欧洲天然气库存居历史同期高位，气价或难复制2022年暴涨行情。**截至6月27日，欧盟天然气储气库充足率76.7%，占全年总需求22.9%，可用约83天，若储气库充足率至100%，可用约109天。从季节性规律来看，预计后续欧盟将持续补库，但当前欧盟天然气储气库充足率高于去年同期53.2%的水平，后续补库空间小于2022年同期。此外，欧洲最大气田荷兰格罗宁根气田预计将在今年10月份关停。据荷兰政府官网显示，在2020-2021年、2021-2022年，格罗宁根气田产量分别为7.77、4.49bcm，2022-2023年计划开采量2.8bcm；2022年该气田产量占欧洲天然气总产量的2.0%。我们认为，即使10月份该气田停止生产，对供给端的影响预计有限。当前欧盟天然气存储设施库存水平居于高位，气价受夏季高温天气等不确定性因素影响或低位反弹，但预计难以复制2022年暴涨行情，乙烷价格预计仍将在历史正常区间内运行。

图 41: 欧盟储气库库存水平 (TWh)



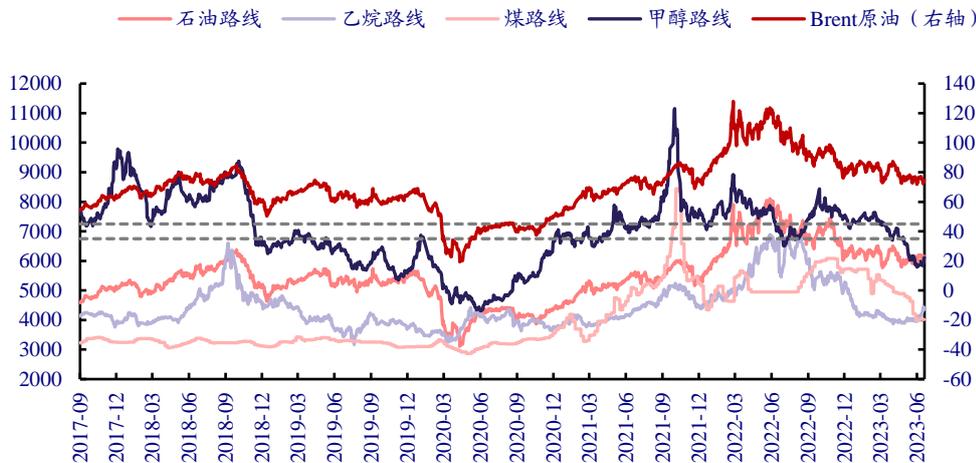
资料来源: AGSI, 中国银河证券研究院

图 42: 美国天然气、乙烷价格走势 (美元/MMBtu、美元/吨)



资料来源: Bloomberg, iFind, 中国银河证券研究院

图 43: 不同原料路线乙烯成本对比 (元/吨, 美元/桶)



资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

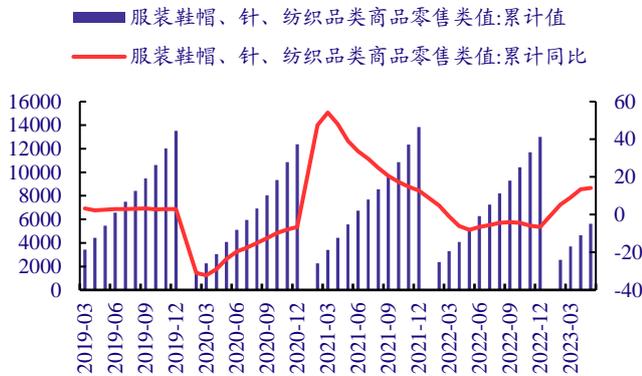
**乙烷路线生产成本优势凸显，看好一体化龙头竞争优势。**乙烯的制取可划分为三种途径：一是石脑油蒸汽裂解制乙烯，二是煤/甲醇制乙烯(CTO/MTO)，三是乙烷蒸汽裂解制乙烯。通常情况下，乙烷路线处在各路线成本底部区域。2022年天然气价格大幅上涨，乙烷路线成本一度大幅抬升；近期，随着乙烷价格回落，乙烷制乙烯成本优势再度显现。看好相关龙头企业盈利改善及未来的成长性机会，重点推荐卫星化学(002648.SZ)。

## (二) 静待需求修复，看好化纤、轮胎底部反转

### 1. 纺服需求存回升预期，低库存下长丝价差改善弹性可期

**纺服内需强势修复，静待外需回暖。**内需方面，随着国内防疫政策的优化，居民出行社交活动增加、房地产竣工面积同比持续回升，国内纺织服装需求基本修复，甚至略超过疫情前水平。1-5月我国服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额5619亿元，同比增加14.1%；较2019年同期增长2.9%。外需方面，1-5月我国纺织服装累计出口额1182亿美元，同比减少5.5%。目前我国纺织服装出口整体仍较为疲弱，美国批发商正处于主动去库存阶段。历史数据显示，长期来看，美国批发商服装及服装面料销售额和库存存在较强的相关性，且销售额往往领先库存触底。我们认为，随着海外通胀压力逐步缓解，消费需求逐步恢复，美国批发商服装及服装面料销售额有望率先触底，美国纺织服装有望结束主动去库存阶段，我国纺织服装出口有望边际改善。

图 44: 服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额及同比增速 (亿元)



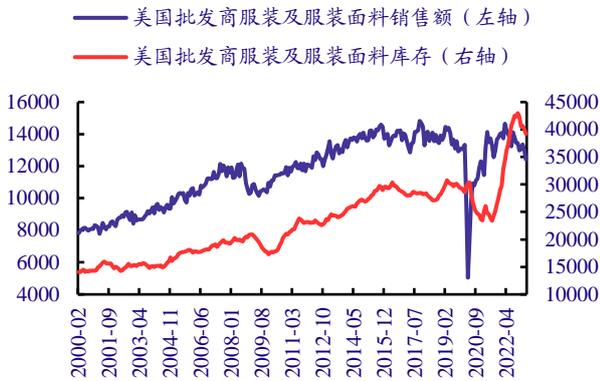
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 45: 我国纺织服装累计出口额及同比增速 (亿美元)



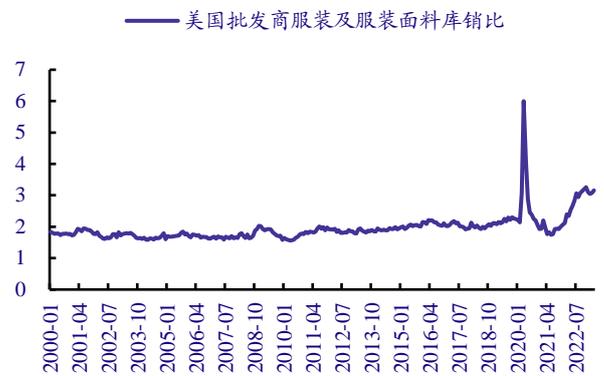
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 46: 美国批发商服装及服装面料销售额、库存 (百万美元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

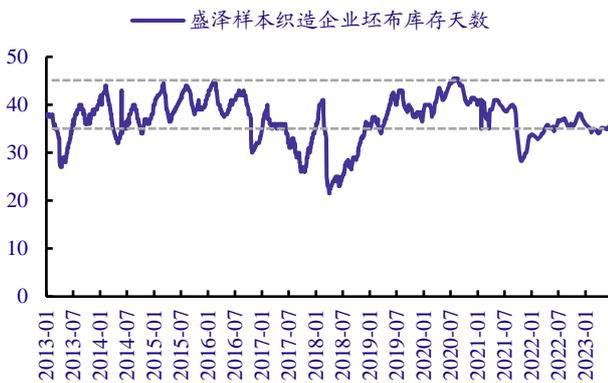
图 47: 美国批发商服装及服装面料库销比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

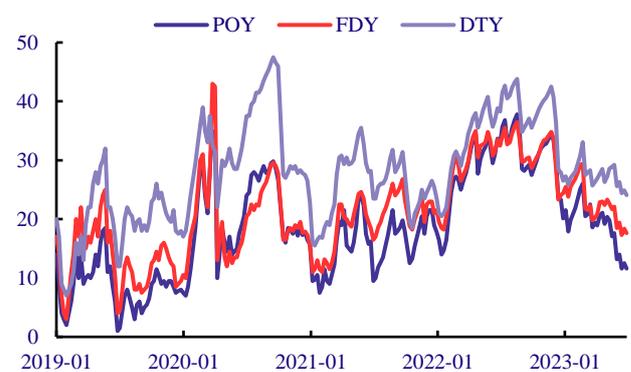
化纤产业链库存偏低, 涤纶长丝价差改善弹性可期。从下游库存来看, 织造企业处于化纤产业链后端环节, 截至 6 月 21 日, 盛泽地区样本织造企业坯布库存天数为 35.6 天, 基本接近 2019 年库存水平下限。从上游化纤生产商库存来看, 今年以来涤纶长丝生产商库存水平整体呈下降态势。6 月 30 日, 涤纶长丝工厂 POY、FDY、DTY 库存天数分别为 11.6、17.6 和 24.1 天, 分别处于 2013 年以来的 39.1%、56.8%、48.9%分位数水平, 目前化纤产业链库存水平整体处于中等偏低状态, 而涤纶长丝 POY、DTY 价差处于历史底部区间。我们认为, 随着外需底部改善、内需持续向好, 叠加成本压力同比回落, 在产业链低库存状态下, 有望给予盈利改善较大的弹性空间。

图 48: 盛泽样本织造企业坯布库存天数 (天)



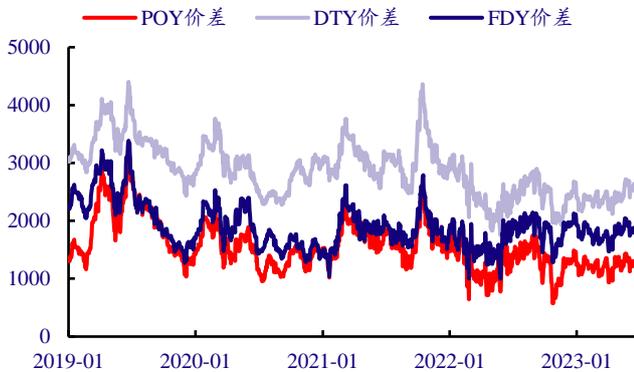
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 49: 涤纶长丝工厂 POY、FDY、DTY 库存天数 (天)



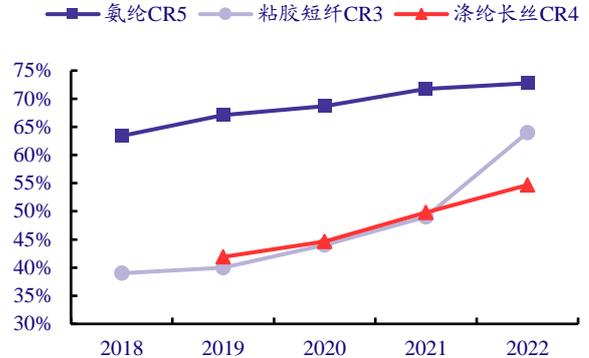
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 50: 涤纶长丝 POY、DTY、FDY 价差 (元/吨)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 51: 我国氨纶、粘胶短纤、涤纶长丝产能集中度



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

优质化纤龙头企业仍在积极扩张产能以抢占市场份额, 同时落后小产能因能耗高、成本高等原因面临淘汰, 行业集中度将进一步集中。如, 涤纶和氨纶仍处于产能扩张周期, 新增产能主要集中在龙头企业; 粘胶短纤仍处于过剩产能消化期, 且持续有小产能退出。看好相关龙头企业景气底部向上且兼具成长性方面的投资机会, 重点推荐新凤鸣 (603225.SH)、桐昆股份 (601233.SH) 等。

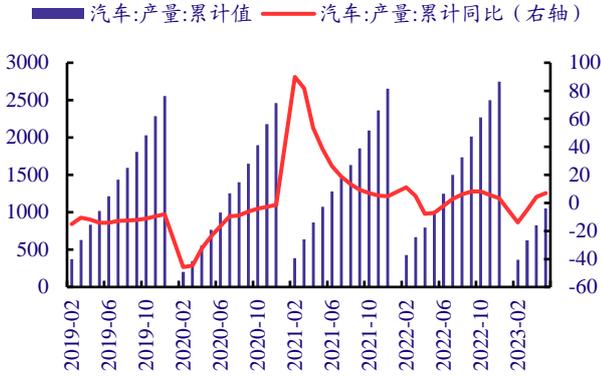
## 2. 需求提升叠加成本回落, 轮胎盈利有望持续改善

**政策持续刺激, 国内汽车产销有望维持较高水平。**2022年5月31日, 财政部和税务总局发布了《关于减征部分乘用车车辆购置税的公告》, 对购置日期在2022年6月1日至2022年12月31日期间内且单车价格(不含增值税)不超过30万元的2.0升及以下排量乘用车, 减半征收车辆购置税。政策刺激效果显著, 2022年6-10月我国汽车产量、销量分别同比增长25.2%和23.0%。2022年9月26日, 财政部、税务总局、工业和信息化部联合发布《关于延续新能源汽车免征车辆购置税政策的公告》, 延长新能源汽车免征购置税期限至2023年12月31日。2023年6月2日, 国务院常务会议提出要延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策。1-5月, 我国汽车产量、销量均同比增长11.1%。我们认为, 汽车购置税优惠政策等将刺激汽车产销保持在较高水平。

**自主品牌乘用车市占率提升, 国产轮胎配套需求有望提振。**2020年以来, 我国乘用车市场呈现自主品牌市场占有率提升, 日系、德系品牌市场占有率下降的趋势。主要系自主品牌技术创新带动品质提升, 同时产品具有价格优势。2023年5月乘用车自主品牌市场占有率为50.24%, 较2019年5月提高16.3个百分点。此外, 乘用车自主品牌市占率提升与新能源汽车的爆发式增长有关, 目前多种新能源车型配套国产轮胎品牌, 玲珑、朝阳、玛吉斯、森麒麟、赛轮、万力等轮胎企业都已经和新能源车企深度合作, 国产轮胎品牌有望借助新能源赛道提高配套市场渗透率, 拓宽配套市场空间。

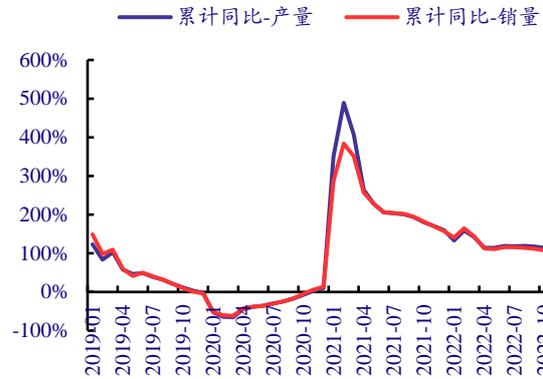
**汽车保有量持续增长, 国内轮胎替换需求有望持续增长。**据米其林统计数据, 2020-2022年, 我国车用轮胎替换市场需求量分别为1.79、1.79和1.56亿条, 同比分别变化-6.7%、0.3%和-13.2%。我国机动车保有量持续增长, 截至2023年3月底已达4.2亿辆, 创历史新高。短期来看, 疫后居民出行需求回升, 轮胎替换需求有望改善。长期来看, 随着我国汽车保有量的持续增长, 以及国产轮胎品牌渗透率的提升, 国内轮胎替换市场空间广阔。

图 52: 汽车产量及累计同比 (万辆, %)



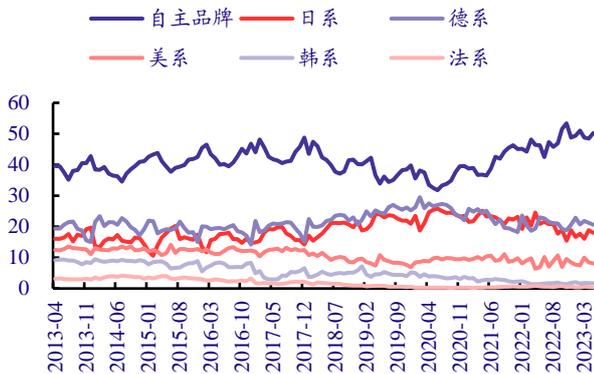
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 53: 我国新能源汽车产量、销量累计同比



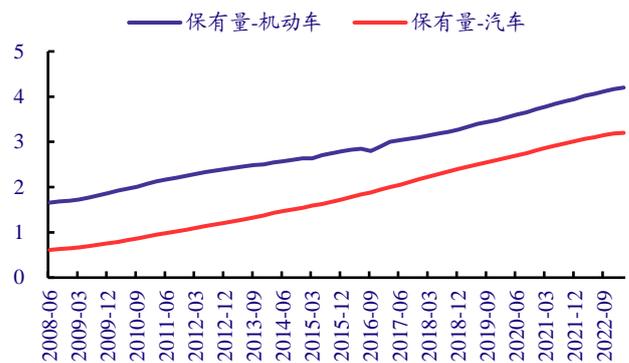
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 54: 国内乘用车市场各品牌市占率 (%)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 55: 全国机动车和汽车保有量 (亿辆)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**海运费大幅回落，利好轮胎出口企业。**2021 年，轮胎海外需求开始修复，但受新冠疫情影响，港口拥堵、船员短缺、集装箱供应不足问题突出，供需失衡下海运费价格大幅上涨，叠加原料成本抬升，行业盈利回落。2022 年 3 月以来，随着海外各国放松疫情管控，港口劳动力供应逐步回升，运转效率加快，拥堵度下降，全球海运费价格自高位开始回落。截至 2023 年 6 月 24 日当周，泰国至欧洲、泰国至美西、泰国至美东海运费分别为 998 美元/FEU（40 英尺集装箱）、1200 美元/FEU 和 2050 美元/FEU，较 2019 年同期分别下降 41.3%、35.1% 和 33.9%，均低于疫情前同期水平。海运费大幅回落，带来单胎运费的下降，使得中国品牌轮胎在海外市场更具价格竞争力，利好轮胎企业出口提升。

**欧美轮胎进口量同比回落，中国品牌积极抢占市场份额。**1-4 月，美国半钢胎、全钢胎累计进口 6486 万条，同比下降 12.8%；其中半钢胎、全钢胎分别同比下降 11.0%、25.5%。同期，欧盟半钢胎、全钢胎累计进口 54.0 万吨，同比下降 6.4%；其中半钢胎、全钢胎分别同比下降 5.6%、7.8%。1-5 月我国新的充气橡胶轮胎出口量 24359 万条，同比增长 4.7%；同期，泰国半钢胎、全钢胎总出口 4077 万条，同比下降 2.9%。我们认为，海运费回落强化了国产品牌轮胎价格竞争优势，叠加俄乌冲突背景下，欧盟从俄罗斯进口轮胎数量大幅下降，国产品牌轮胎积极抢占欧盟市场份额。1-4 月欧盟进口自中国、泰国、越南的半钢胎、全钢胎总重量同比分别

增长了 2.4%、4.5%和 12.8%。

图 56: 泰国集装箱运价 (美元/FEU)



资料来源: TNSC, 中国银河证券研究院

图 57: 我国新的充气轮胎出口量累计值及同比增速 (万条)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 58: 欧盟半钢、全钢胎月度累计进口量及同比增速 (万吨)



资料来源: eurostat, 中国银河证券研究院

图 59: 美国半钢、全钢胎月度累计进口量及同比增速 (万条)



资料来源: ITC, 中国银河证券研究院

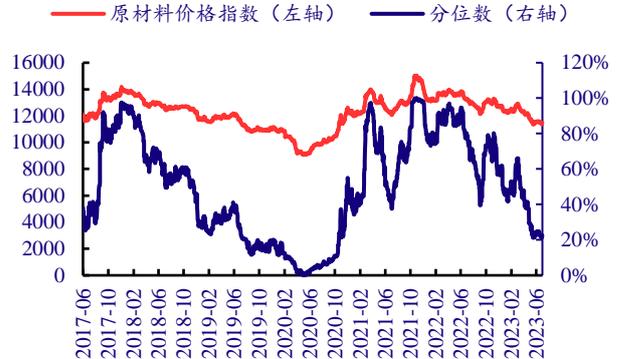
**橡胶、炭黑价格见顶回落, 轮胎成本压力大幅缓解。** 轮胎生产的原材料包括天然橡胶、合成橡胶、炭黑、骨架材料和其他辅料等。主体材料包含天然橡胶和合成橡胶; 炭黑是具备补强填充功能的配合剂; 骨架材料和胎圈钢丝主要由钢丝及纤维帘布组成, 可给予内外胎足够的强度。合成橡胶以顺丁橡胶和丁苯橡胶为主, 其生产的主要原料涉及丁二烯和苯乙烯, 两者均为石油下游产品, 合成橡胶的价格与原油价格密切相关。2022 年下半年以来, 受国际油价下跌影响, 合成橡胶价格高位回落。天然橡胶和合成橡胶存在部分替代性, 因此其价格跟随回落。此外, 高温煤焦油价格回落带动炭黑价格下跌。为反映轮胎原料综合成本变化, 我们依托天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢丝帘线、橡胶助剂等产品价格, 构建轮胎原料价格指数。截至 2023 年 6 月 30 日, 该指数处于自 2017 年 6 月以来 23% 的历史分位数水平, 远低于去年同期 80% 的分位数水平。随着主要原材料价格的回落, 轮胎企业成本压力正逐步释放。

图 60: 橡胶、炭黑价格走势 (元/吨)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 61: 单胎原材料价格指数及分位数



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

整体来看, 主要原材料价格回落下, 轮胎成本端压力大幅缓解; 考虑到海运费回落强化国产品牌轮胎性价比优势, 国产轮胎品牌正积极抢占海外市场; 随着海外通胀压力逐步缓解, 海外轮胎需求将逐步释放, 叠加国内需求持续改善, 轮胎行业盈利将向上修复。**重点推荐行业龙头赛轮轮胎 (601058.SH)、森麒麟 (002984.SZ)、玲珑轮胎 (601966.SH) 等。**

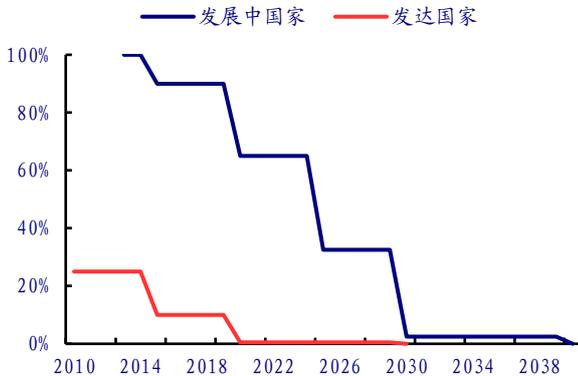
### (三) HFCs 拐点将至, 含氟高分子材料赋能成长

#### 1. HFCs 配额落地在即, 行业景气度有望持续上行

**政策指导下, HCFCs 正加速退出我国制冷市场。**含氟制冷剂基于不易燃、毒性小、腐蚀性小、分子量大、单位容积制冷量大、压缩排气温度低等优点, 是现阶段最主流的制冷剂品类。二代含氟制冷剂 HCFCs 因对臭氧层有一定的破坏力且全球变暖潜能值较高, 在《蒙特利尔议定书》的约束下现已基本退出发达国家制冷市场, 我国等发展中国家 2020 年也已削减 HCFCs 35% 的制冷配额。根据生态环境部核发的《2023 年度消耗臭氧层物质生产和使用配额》显示, 2023 年我国 HCFCs 生产配额和内用生产配额分别为 21.48 万吨、12.90 万吨, 分别较 2022 年减少了 7.80 万吨、4.48 万吨。根据原计划, 我国下一次削减 HCFCs 配额时间为 2025 年, 削减幅度为 67.5%。

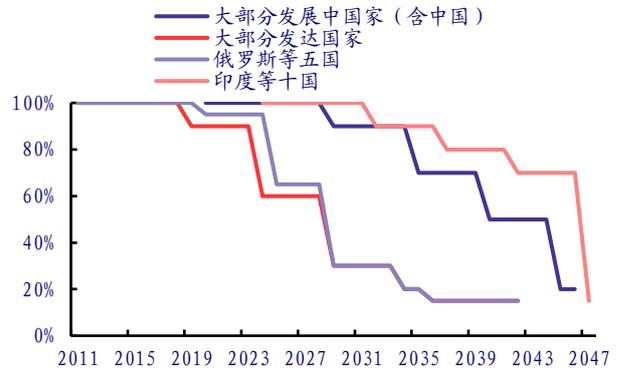
**HFCs 将在中长期内占据主流市场, 我国配额管理方案落地在即。**三代含氟制冷剂 HFCs 不破坏臭氧, 是中长期替代 HCFCs 的主流方案, 但部分品类全球变暖潜能值依旧较高, 2016 年 18 种 HFCs 被补充列入《蒙特利尔议定书》基加利修正案》管控目录。2021 年 9 月, 该修正案对我国正式生效, 我国将以 2020-2022 年 HFCs 消费情况为基准, 于 2024 年开始冻结 HFCs 的生产与消费, 并于 2029 年开始削减 HFCs 供应。预计 2023 年下半年 HFCs 配额管理方案将正式落地实施。长远来看, 为减少温室气体排放, 全球 HFCs 用量逐步削减趋势明确, 当前两个替代 HFCs 的四代制冷剂主要发展方向分别为 HFOs 和 HCs。其中, HFOs 应用成本较高, 且应用专利权掌握在少数海外企业手中, 目前仅在发达国家部分汽车领域有小规模应用, 我国短时间内难以批量生产和应用; HCs 则存在易燃等安全隐患问题待解决。整体来看, 在 HCFCs 加速退出、四代制冷剂方向不明确且暂时难以大范围推广应用的情况下, 中长期内 HFCs 均仍将占据主流制冷市场。

图 62: HCFCs 淘汰时间表



资料来源:《蒙特利尔议定书》, 中国银河证券研究院

图 63: HFCs 淘汰时间表



资料来源:《蒙特利尔议定书(基加利修正案)》, 中国银河证券研究院

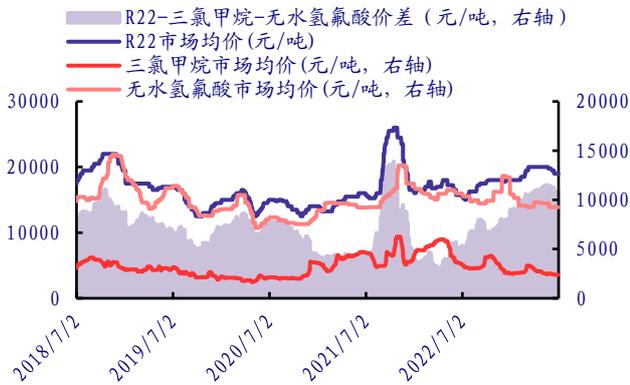
**供给端: 随配额管理方案落地, HFCs 供应有望逐步收紧。**2020-2021 年前后, 我国基本完成 HFCs 产能扩张。2021 年我国 HFCs 产能约为 168.94 万吨, 而产量为 84.71 万吨, 行业平均开工负荷率仅 50.14%, 行业产能明显过剩。同时企业为提前抢占配额, 有意在 2020-2022 年基准年限期间让利倾销 HFCs, 一定程度上压制了 HFCs 盈利空间, 部分细分产品甚至长期亏损。目前基准年限已告一段落, 企业之间的“价格战”无需继续。预计后续 HFCs 主流产品将不会再出现过量生产、持续亏损出售的情况, 企业有望恢复按需有序供应; 且随着配额管理方案落地, 产能及配额落后的中小制冷剂生产企业或将逐步退出 HFCs 市场, 行业产能及供应过剩的情况将进一步改善, 行业集中度也将有所提升。

**需求端: 下游产业逐渐回暖, 制冷剂需求有望持续改善。**家用空调是含氟制冷剂最大的消费市场, 占比近 80%, 冰箱冰柜、汽车空调次之。2020-2022 年, 受新冠疫情蔓延、企业生产开工受限以及宏观经济疲软等因素影响, 我国空调、汽车以及冰箱冷柜产量增速出现了不同程度放缓, 一定程度上拖累了我国制冷剂市场需求。2023 年以来, 随着经济回暖、消费复苏, 我国空调、冰箱冷柜、汽车等下游行业拐点显现, 有望延续复苏行情, 进而将带动制冷剂需求增长。

**出口端: HFCs 出口管控加强, 海外经销商或提前备货。**近年来, 随着发达国家 HFCs 供应削减, 维保市场刚性需求转向我国, 同时东南亚地区国家空调装机量增加带动 HFCs 需求增长, 我国 HFCs 出口规模稳步扩张。2020-2022 年我国 HFCs 出口量年均复合增速约 13.6%。2021 年 11 月 1 日起, 我国开始对 HFCs 进出口贸易实施进出口许可证制度。出口管控力度加强的情况下, 不排除配额管理方案落地以后我国 HFCs 出口周期拉长、出口增量受限的可能。

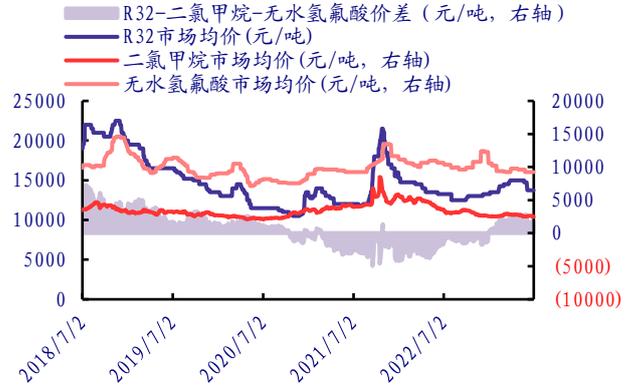
**价格筑底、价差修复, 看好行业景气上行。**剔除 2021 年下半年在原材料紧缺、需求旺盛带动下制冷剂价格及利润的阶段性的上涨, 2020-2022 年企业抢占配额的“价格战”期间, 在制冷剂供大于求, 以及下游需求不振等因素影响下, 主流 HFCs 制冷剂品类及行业综合盈利性显著下滑。2023 年以来, 随着无水氟化氢、甲烷氯化物等主要原材料价格回落, HFCs 价差改善明显, 但 R32、R134a 等主流品类盈利性仍不及 2019 年以前。预计后续随着下游需求修复、配额管理方案落地, HFCs 价格有望修复上行, 盈利水平也有望进一步提升。

图 64: R22 价格/价差走势 (元/吨)



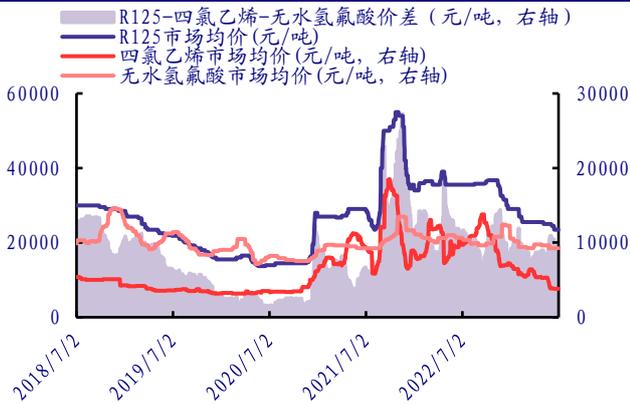
资料来源: Baiinfo, 中国银河证券研究院

图 65: R32 价格/价差走势 (元/吨)



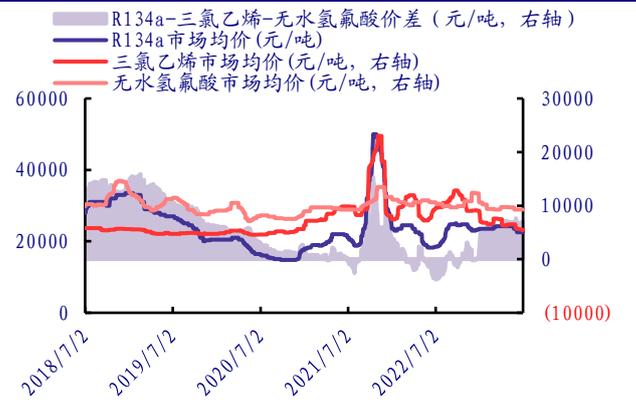
资料来源: Baiinfo, 中国银河证券研究院

图 66: R125 价格/价差走势 (元/吨)



资料来源: Baiinfo, 中国银河证券研究院

图 67: R134a 价格/价差走势 (元/吨)

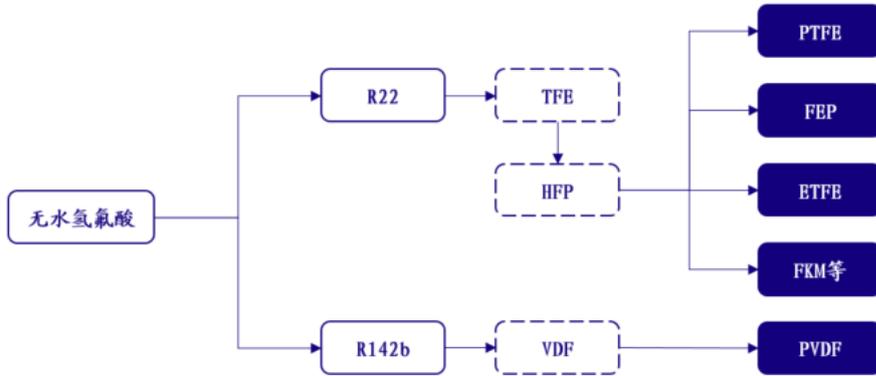


资料来源: Baiinfo, 中国银河证券研究院

## 2. 含氟高分子材料性能优良, 市场空间广阔

**含氟高分子材料品类众多、应用广泛。**含氟高分子材料是由氟单体聚合而成的有机高分子化合物, 普遍拥有高耐热性、耐腐蚀性、耐候性、低表面自由能、低电容等优良理化性能, 现已广泛应用于通信、新能源、电子电气、航空航天、建筑纺织、汽车、医药、机械等诸多终端领域。近年来, 受益于下游产业发展提速, 含氟高分子材料市场规模显著扩张。以最主流的含氟高分子材料 PTFE、PVDF 和 FKM 为例, 据产业在线数据, 2022 年我国三者合计产量为 26.3 万吨, 同比增长 32.1%, 2016-2022 年年均复合增速约 12.9%。目前我国仍处于新兴产业高速发展期, 对于含氟高分子材料等上游核心原材料的性能要求不断提升, 同时含氟高分子材料的应用领域也在不断拓宽。长远来看, 含氟高分子材料市场具备稳健增长的动能。

图 68: 含氟高分子材料产业链



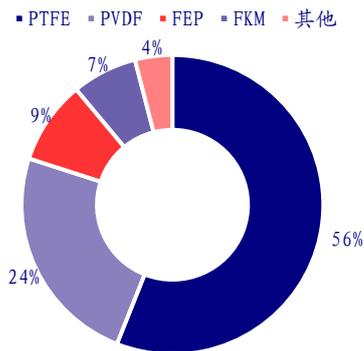
资料来源: Bainfo, 中国银河证券研究院

表 8: 含氟高分子材料性能特点

性能指标	特点
耐高温	耐高温性能优异, 不易燃, 部分产品连续使用温度超 200°C, 短期使用温度可达 300°C
耐酸碱、耐溶剂性	不易受酸、碱溶剂侵蚀
电性能	全氟化高分子材料介电性能尤其是高频介电性能远超其他材料, 分子的极性很低, 在很宽的温度、频率区间变化都很小、相对介电常数稳定、介电损耗很低, 电绝缘性优异
机械性能	在高低温环境中机械性能良好, 通过增加其分子结构中的氢原子可以进一步提升其机械性能
不粘性	含氟高分子材料具有特异的不粘性, 分子中氟含量高的产品表面接触角非常大, 使相关制品表面上的液体成球状, 不易与树脂粘接, 可用于制造炊具表面的不粘涂层、具有自清洁功能的建筑物外墙
耐候性	含氟高分子材料耐候性能优异, 即使在苛刻的温度下长期曝晒, 各种性能都不易变化
憎水性	含氟高分子材料的吸水率低, 可利用其憎水性制造透气不透水的复合织物和其他装备

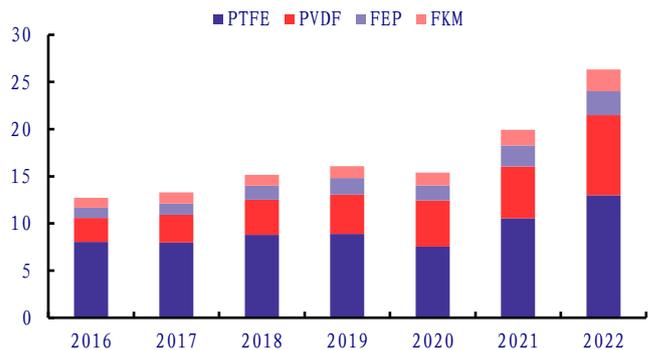
资料来源: 永和股份招股说明书, 中国银河证券研究院

图 69: 我国主要含氟高分子材料市占率 (%)



资料来源: 华经产业研究院, 中国银河证券研究院

图 70: 我国主要含氟高分子材料近年产量 (万吨)

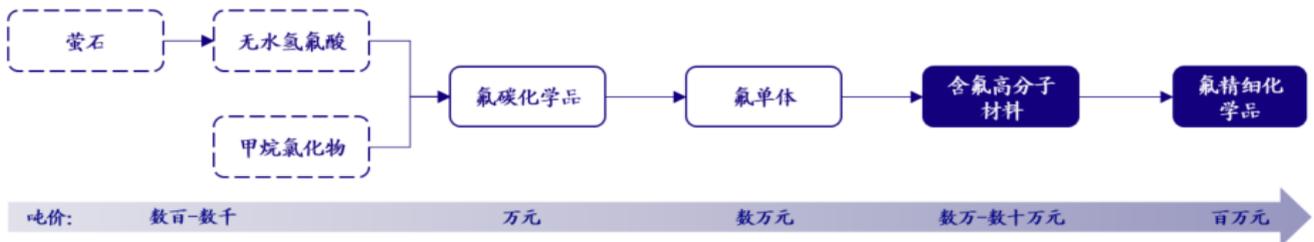


资料来源: iFind、产业在线, 中国银河证券研究院

**含氟高分子材料高附加值, 氟化工企业正加速布局。**含氟高分子材料位于产业链中下游环节, 生产流程复杂且精密, 产品附加值显著高于无水氢氟酸、含氟制冷剂等中上游产品。由于部分氟单体难以运输, 为节约成本企业大多选择自主生产氟单体, 进而合成含氟高分子材料。基于上游原材料优势, 以及多年从事氟化工产业的技术积累, 现已有诸多传统氟化工企业为寻求业务转型增长以及完善产业链布局, 而加大对于含氟高分子材料的生产研发力度。未来随着

含氟高分子材料产能释放，预计原材料自给率及一体化程度更高、产品矩阵更丰富的氟化工企业的综合市场竞争力将愈发强劲。

图 71：氟化工产业链各环节附加值变化趋势



资料来源：华经产业研究院，中国银河证券研究院

我们认为，随着配额管理方案落地、HFCs 需求回暖，行业景气有望修复上行，且长期来看制冷剂将为氟化工企业贡献稳健业绩。在此基础上，含氟高分子材料可为氟化工企业贡献一定成长性。建议关注 HFCs 产销规模领先、含氟高分子材料布局完善的氟化工龙头企业。重点推荐巨化股份（600160.SH）、永和股份（605020.SH）等。

## 四、关注价值重估，探寻高成长个股标的

### （一）启航高质量发展，央企价值重估进行时

**央企经营指标体系持续优化，着力推动高质量发展。**近年来，为推动中央企业加快实现高质量发展，国资委探索建立了中央企业经营指标体系。2020 年，首次形成“两利三率”指标体系，包括净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率和研发经费投入强度。2021 年，为引导中央企业提高生产效率，增加了全员劳动生产率指标，完善为“两利四率”。2023 年，为加快推进中央企业高质量发展，国资委进一步优化中央企业经营指标体系为“一利五率”，并提出总体目标“一增一稳四提升”。其中，“一增”是指利润总额增速要高于国民经济增速，“一稳”是指资产负债率稳定在 65%左右；“四提升”是指净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率要实现进一步提升。我们认为，国资委“一利五率”的提出有利于推动中央企业提高核心竞争力，加快实现高质量发展，建设世界一流企业。

表 9：国资委持续优化中央企业经营指标体系

时间	2020 年	2021 年	2023 年
简称	两利三率	两利四率	一利五率
经营指标体系内容	净利润	净利润	利润总额
	利润总额	利润总额	净资产收益率
	营业收入利润率	营业收入利润率	营业现金比率
	资产负债率	资产负债率	资产负债率
	研发经费投入强度	研发经费投入强度	研发经费投入强度
		全员劳动生产率	全员劳动生产率

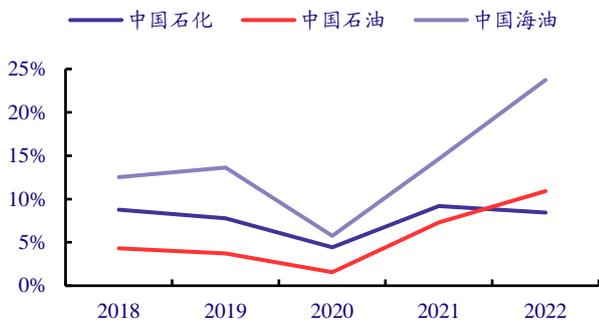
资料来源：国资委，中国银河证券研究院

中高油价叠加需求复苏，“三桶油”业绩有望维持高位。作为石油石化中央企业，2022 年中国石化、中国石油、中国海油营业收入、归母净利润分别占石油石化行业的 83.3%、93.6%。

从盈利能力指标来看，“三桶油”毛利率表现均较为平稳，中国海油受油价影响波动要大一些；受益于 2021-2022 年国际油价上涨，中国石油和中国海油 ROE 稳中有升，而中国石化业务下游业务占比较高，ROE 表现较为平稳。我们认为，在布伦特原油 75-85 美元/桶以及经济持续复苏预期下，“三桶油”业绩有望维持高位。

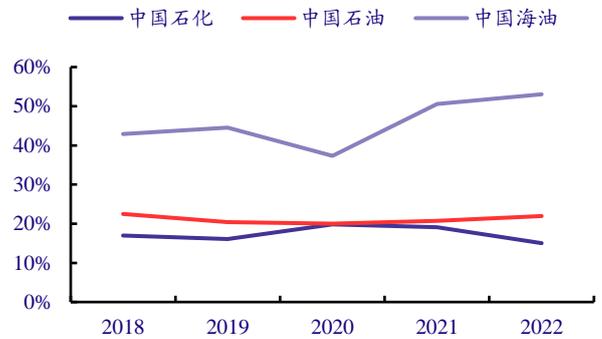
石化央企注重股东回报，估值水平自低位修复。2018-2022 年中国石化分红比例处于 64.5%-80.6%、中国石油处于 45.0%-168.4%；2021 年中国海油分红比例 68.2%。整体来看，石化央企保持着高分红比例且持续性较佳，注重股东回报。估值方面，2018-2022 年，中国石化、中国石油多数时间内市净率低于 1，中国海油自 2022 年登录 A 股市场至今，市净率围绕 1.4 上下波动。2023 年以来，市场积极探索建立具有中国特色的估值体系，中国石化、中国石油市净率逐步向上修复。**重点推荐中国石化（600028.SH）、中国石油（601857.SH）、中国海油（600938.SH）。**

图 72：2018-2022 年“三桶油”ROE



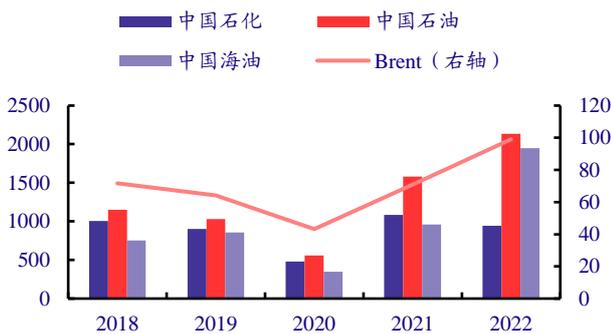
资料来源：iFind，国银河证券研究院

图 73：2018-2022 年“三桶油”毛利率



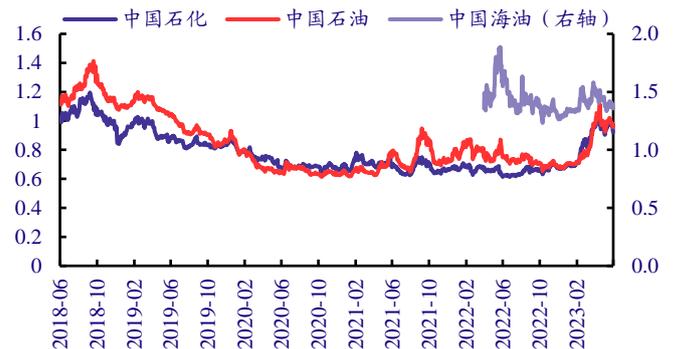
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 74：不同油价下“三桶油”利润总额（亿元，美元/桶）



资料来源：iFind，国银河证券研究院

图 75：“三桶油”市净率走势



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

## （二）技术破垄断下，芳纶、PI、成核剂国产替代正当时

### 1. 需求增长、国产替代共振，看好芳纶龙头企业成长表现

芳纶全称为“芳香族聚酰胺纤维”，是一种新型高科技合成纤维，主要包括间位芳纶（芳纶 1314）、对位芳纶（芳纶 1414）、杂环芳纶，具有超高强度、高模量和耐高温、耐酸耐碱、

重量轻等优良性能，广泛应用于国防军工、交通运输、电子通讯、轮胎橡胶、安全防护、体育休闲、环境保护等领域。

图 76：芳纶特性及下游主要应用领域

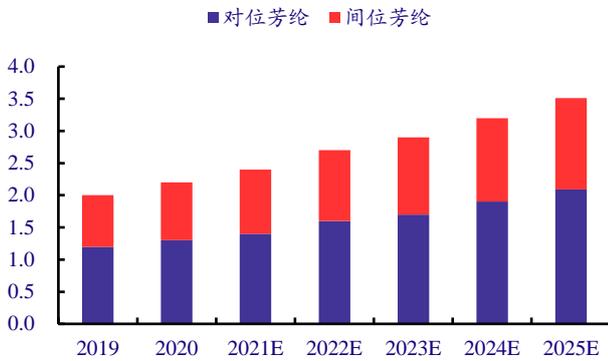
应用领域	主要产品	特性	图例	应用领域	主要产品	特性	图例		
间位芳纶	汽车工业 汽车内饰	可长期耐受200多度的高温，空气中难以点燃、不自燃、无毒无味，尺寸稳定性好		对位芳纶	汽车工业 轨道交通	刹车片	耐磨性、耐高温性，取代石棉		
	阻燃防护	使防护服遇火不产生熔滴、离火自熄、超强耐磨、柔软舒适，可有效避免烧伤、烫伤等火灾危险造成的伤害			防护	手套	耐切割、耐刺、耐摩擦、耐高温等，比高韧性的聚酯或聚酰胺手套的强度高2-3倍，防割等级可达5级		
	环境保护	可长期在204°C高温环境中使用，具有较高的过滤精度、极低的收缩率			防护	防弹	质量大幅度减轻，防护面积增加，舒适性提高，样式美观，成型性好		
芳纶纸	信息通信	优异的高温绝缘性能，耐热温度可以达到210°C耐穿刺和耐磨特性		对位芳纶	汽车工业	汽车胶管	出色的热稳定性和耐化学性，增强散热器、变速箱和涡轮增压器胶管		
	航空工业 轨道交通	1) 可用于飞机雷达罩以及舱门、地板、行李架、货仓、隔墙等大刚性受力结构部件；2) 高速列车、双层列车、地铁、轻轨、游轮及快艇等交通工具的天棚、盲框、行李架、隔板、地板、门板及橱柜等内饰部件，是目前广泛采用的有效节能、减重材料			汽车工业	同步带	高模量和耐磨性		
	电子电气	变压器	变压器中线圈、绕组层间绝缘材料，绝缘套、部件间、导线及接头用绝缘材料；电机和发电机线圈绕组、槽间、相间、匝间、线路终端绝缘材料；电缆和导线绝缘、核动力设备的绝缘材料等			信息通信	耳机线、数据线、医疗导线等线材的骨架增强	避免损害，延长线材使用寿命，维护线材的柔软度，保持数据传输的可靠性及稳定性	
		电机	具有优异的耐热保护及机械强度，应用于包括交流、直流电动机的散嵌和成型线圈			信息通信	光缆	使光缆的强度更高、更耐用，能够抵抗极端温度，承受放电、闪电、冰雪地震以及其他潜在自然危害的袭击	

资料来源：泰和新材官网，中国银河证券研究院

**国内企业技术破局，打破国外垄断地位。**芳纶产能主要被国际大公司占据，杜邦是全球绝对龙头企业，合计产能占40%左右，日本帝人排在第2位；中国产能占比不足，约20%左右。我国从上世纪70年代开始芳纶研发工作；90年代晨曦化工研究院、上海市人造纤维研究室、上海大学合成纤维研究室、沈阳新华橡胶密封件厂等企业研发和生产制造的对位芳纶性能已贴近国际水准，但批量生产能力仍然匮乏；随后技术研发和工业生产不断破局。其中，泰和新材是国内芳纶技术研发和应用的佼佼者，已发展成为我国芳纶绝对龙头企业。2004年公司一举完成500吨/年间位芳纶产业化项目建设，实现间位芳纶规模化生产，使中国跻身于世界少数几个芳纶生产国之列；2007年芳纶纸产业化项目建成投产；2011年千吨级对位芳纶产业化项目正式投产；2020年3000吨/年高性能对位芳纶工程项目投产。2022年泰和新材间位芳纶、对位芳纶、芳纶纸产能分别居全球第2、第4、第2位。

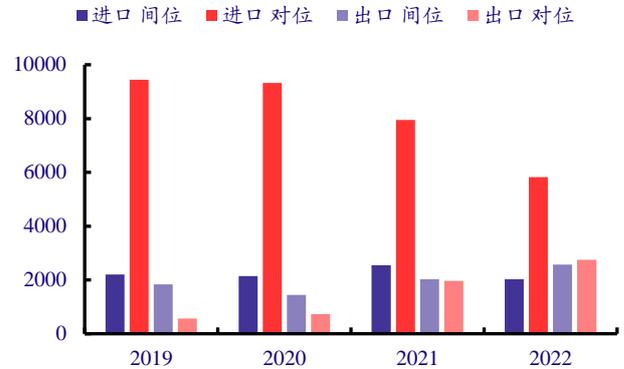
**我国芳纶需求稳健增长，进口替代空间广阔。**近年来，我国芳纶需求保持稳健增长。据统计，2020年我国芳纶需求2.2万吨，同比增长10.0%。其中，对位芳纶需求约1.3万吨，同比增长13.0%，近5年复合增速12.2%。随着《防护服服装阻燃服》(2021.8.1实施)和《个体防护装备配备规范》(2022.1.1实施)等强制性国家标准的发布和实施，产业工装对间位芳纶的需求将大幅增加；芳纶涂覆隔膜较陶瓷膜性能优异，若实现商业推广普及，也将带动间位芳纶需求提升；5G建设、防弹防护等领域将带动对位芳纶需求不断增长。预计未来几年，我国芳纶市场需求仍将保持10%左右的增长。另外，随着我国对位芳纶产品质量提升以及扩产放规模，一方面将大幅替代国外进口、替代空间广阔，另一方面出口量也将持续提升；芳纶纸方面，我国已实现芳纶纸规模化生产，随着国内高科技产业快速发展，芳纶纸需求不断增加，国产替代也势在必行。

图 77: 我国芳纶需求及预测 (万吨/年)



资料来源: 华经产业研究院, 中国银河证券研究院

图 78: 我国芳纶 (纱+短纤) 进出口情况 (吨/年)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

看好产业工装、防弹防护、5G 建设等领域带来芳纶需求持续增长, 特别是对位芳纶进口替代和出口增加带来的投资机会。重点推荐依托自主技术优势持续扩张芳纶产能的龙头企业**泰和新材 (002254.SZ)**。目前氨纶处在行业景气底部, 预计基本没有下探空间; 芳纶有技术壁垒、市场门槛高, 对位芳纶进口替代空间广阔, 公司技术成熟、可量产, 支撑公司扩产上规模, 由国内龙头向国际龙头迈进; 公司积极布局芳纶涂覆隔膜, 潜在渗透空间非常广阔。

## 2. 高性能 PI 薄膜应用广泛, 国产替代进程正提速

**PI 薄膜性能优良、应用广泛, 市场规模稳健增长。**PI 薄膜力学性能、电性能、化学稳定性、耐高低温性能、耐腐蚀性能优异, 是现阶段理化性能最突出的高分子薄膜, 也有“黄金薄膜”之称。根据应用领域不同, PI 薄膜可划分为电工 PI 薄膜、电子 PI 薄膜、热控 PI 薄膜、航天航空 PI 薄膜以及柔性显示 PI 薄膜等, 下游广泛应用于消费电子、汽车电子、高速轨道交通、风力发电、航天航空、5G 通信、柔性显示等诸多领域。长期来看, 随着智能手机单机用量增加, 以及汽车电子、风电、新能源汽车、柔性显示等新兴产业发展, PI 薄膜市场规模有望保持稳健增长。据 Grandview 预测, 2022 年全球 PI 薄膜市场规模为 23.1 亿美元, 2023-2030 年将继续以约 7.8% 的年均复合增速增长。

表 10: PI 薄膜细分品类及应用

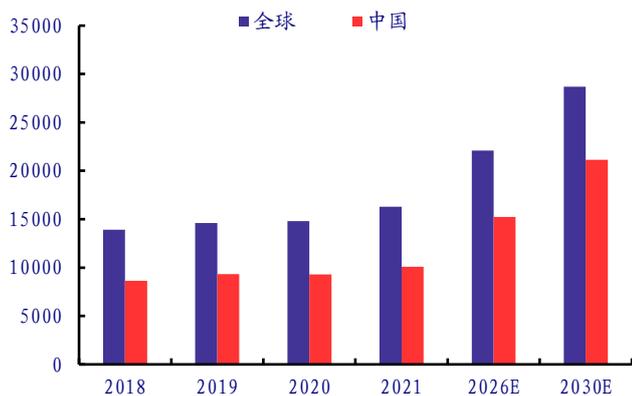
	电工 PI 薄膜	电子 PI 薄膜	热控 PI 薄膜	航天航空 PI 薄膜	柔性显示 PI 薄膜
应用领域	高铁牵引电机、风电电机等 电机、变压器等	消费电子、汽车电子、5G 通信技术等高端电子制造领域核心基材	消费电子产品石墨散热片基材、高导热材料等	火箭热控材料等	柔性 OLED 显示盖板等
图例					

资料来源: 瑞华泰官网, 中国银河证券研究院

**美日韩企业高度垄断全球 PI 薄膜市场, 我国进口依赖度较高。**高性能 PI 薄膜制备流程较为复杂, 对于树脂配方设计、流涎所得凝胶膜均匀度, 以及全程自动控制系统的生产控制水平均有较高要求, 新产品研发周期通常在 2 年以上。目前全球高性能 PI 薄膜市场仍被杜邦、钟渊化学、PIAM 等美日韩企业高度垄断。据 IHS、CNCIC 数据显示, 2021 年, 我国 PI 薄膜需求量约 1.01 万吨, 全球需求量约 1.63 万吨, 我国 PI 薄膜需求量全球占比超 65%。预计到 2030

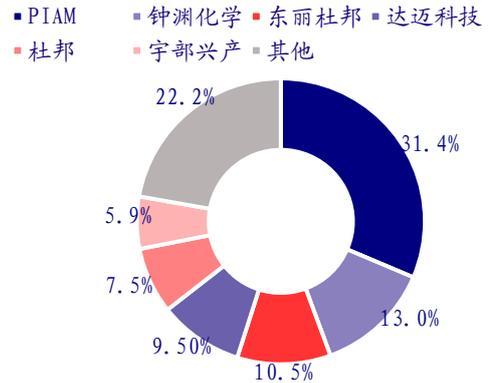
年，我国 PI 薄膜需求量将突破 2 万吨，2021-2030 年均复合增速 8.6%，在全球消费占比也将进一步提升。但由于我国 PI 薄膜相关生产研发起步较晚，目前绝大部分高端 PI 薄膜需求仍需依赖进口，甚至柔性显示用 CPI 薄膜等超高附加值细分品类需 100% 依赖进口，国产替代空间广阔。

图 79: 全球及我国 PI 薄膜需求量趋势 (吨)



资料来源: IHS Market, CNCIC, 中国银河证券研究院

图 80: 2022 年全球 PI 薄膜市场分布



资料来源: PIAM 公告, 中国银河证券研究院

**政策大力扶持, PI 薄膜国产化正提速。**“十三五”以来,我国对于 PI 薄膜等新兴产业的关键上游材料发展扶持力度明显加大,PI 薄膜已被先后列入我国战略性新兴产业和关键战略材料。在国家政策的指导支持下,高性能 PI 薄膜产业及相关企业迎来重要发展机遇,近年来相关研发布局正明显提速。目前我国已有部分企业通过自主研发或进口产线具备了量产高性能 PI 薄膜的能力。未来随着国内 PI 薄膜产能的扩张,以及自主知识产权的产业化应用,我国高性能 PI 薄膜的进口依赖度将逐步下降。

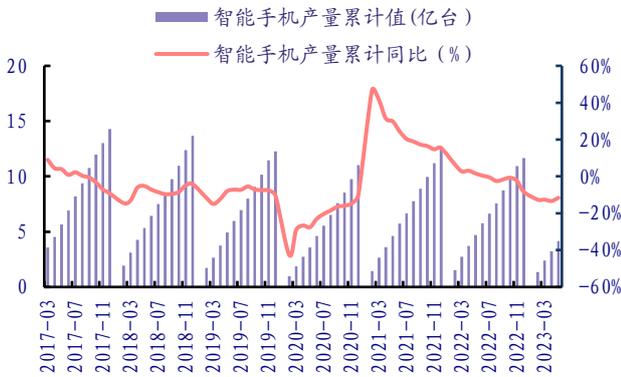
表 11: 国内 PI 薄膜主要生产企业的产能情况

公司名称	设计产能 (吨/年)	在建产能 (吨/年)
国风新材	350	1165
时代华鑫/时代华昇	1000	
丹邦科技	260	
桂林电器科学研究院	400	
山东欧亚新材料	500	
中天科技 (中天电子)	300	300
山东万达微电子	500	
瑞华泰	1050	1600

资料来源: 各公司公告, 公开互动问答, 湖南日报, 中国化工新材料产业发展报告 (2022), 中国银河证券研究院

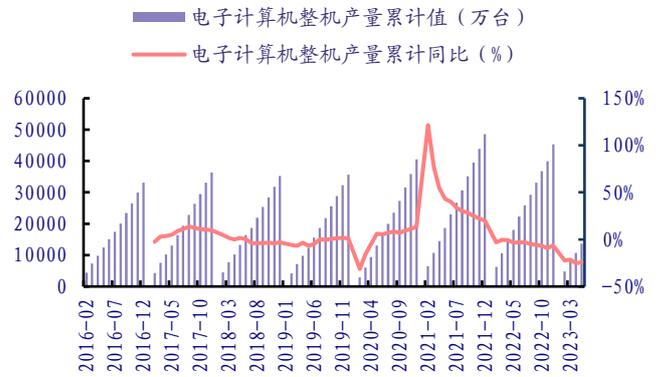
**随下游产业复苏, PI 薄膜需求有望逐步回暖。**智能手机、PC 等消费电子产品是目前 PI 薄膜的最大消费市场。2022 年以来,受宏观经济疲软等因素影响,消费电子产业景气度下滑,行业清库存,拖累了 PI 薄膜需求、价格以及盈利能力。当前我国宏观经济正逐步修复,预计下半年消费电子等下游产业去库有望结束,对于 PI 薄膜的需求将逐步回暖。

图 81: 我国智能手机产量及同比 (亿台, %)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 82: 我国电子计算机整机产量及同比 (万台, %)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

在 PI 薄膜需求有望逐渐修复、长期保持稳健增长，以及国产替代空间广阔的背景下，**重点推荐国产 PI 薄膜领军者瑞华泰 (688323.SH)**。公司专注于高性能 PI 薄膜多年，产品品类齐全、性能指标优异、性价比突出。公司在研产品储备丰富，CPI、TPI、COF 用 PI 以及超厚石墨前驱体 PI 薄膜等高附加值产品产业化前景良好。公司深圳基地现已量产 9 条产线，合计产能 1050 吨/年，产能规模国内领先；嘉兴基地 6 条在建产线合计 1600 吨/年产能将于 2023 年下半年起陆续释放，届时公司将形成深圳+嘉兴双基地双轮驱动，业绩增量空间可观，公司行业竞争力也有望进一步得到提升。目前公司处于估值、业绩双重低点，看好下游需求修复，以及嘉兴基地产能释放、在研产品产业化带来的长期成长动能。

### 3. 成核剂需求稳步增长，行业龙头引领国产替代

成核剂是一种用于提高聚丙烯等不完全结晶树脂材料结晶度，加快其结晶速率的高分子材料助剂，可改善树脂制成品的光学性能、力学性能、热变形温度等。目前成核剂主要应用在高性能树脂和改性塑料的制造，产品可满足食品接触材料、医疗器械、医药包装、婴幼儿用品、锂电池材料、汽车部件、家居家电用品、建筑材料等行业对产品性能、安全、环保提升的需要。

表 12: 不同功能成核剂功能及应用简介

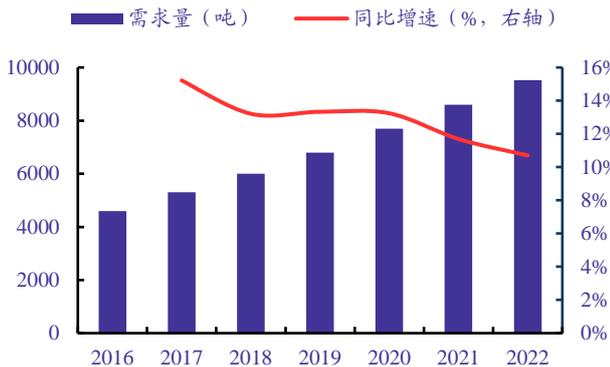
成核剂产品系列	功能	应用的重点产品方向	终端应用领域
透明成核剂	可显著提高树脂的透明性，雾度降低 60%以上，同时树脂的热变形温度和结晶温度提升 5-10℃，弯曲模量提升 10%-15%，缩短成型周期，提高生产效率，保持产品尺寸稳定性	高熔融指数聚丙烯	食品接触材料； 医疗器械； 婴幼儿用品； 家居家电用品等
增刚成核剂	可显著提高树脂的机械性能，弯曲模量和弯曲强度可提高 20%以上，热变形温度可提高 15-25℃，结晶温度、冲击强度等各方面均有全方位的均衡提升，平衡收缩，降低制品翘曲变形	高熔融指数聚丙烯； 新型高刚性高韧性高结晶聚丙烯； 车用薄壁改性聚丙烯材料	汽车部件； 家居家电用品等
β 晶型增韧成核剂	可以高效诱导 β 晶型聚丙烯的生成，β 晶型转化率达 80%以上，可显著提高聚丙烯树脂的抗冲击强度，提升幅度可达 3 倍以上	高熔融指数聚丙烯； 新型高刚性高韧性高结晶聚丙烯； β 晶型聚丙烯	医疗器械； 汽车部件； 锂电池材料； 家居家电用品； 建筑材料等

资料来源: 呈和科技招股说明书, 中国银河证券研究院

**聚丙烯产量提升叠加高性能化趋势，促进成核剂需求稳步增长。**统计数据显示，2017-2022年，我国成核剂需求量从5300吨增长至9520吨，年均复合增速达12.4%。我国成核剂需求增长，一方面受益于国内聚丙烯产能扩张带来产量的提升，另一方面受益于消费者对高性能聚丙烯需求的提升。2018-2022年，我国聚丙烯产能、产量持续增长，对应年均复合增速分别为10.9%和9.6%，同期成核剂需求增速高于聚丙烯产能及产量增速，表明国内聚丙烯生产的结构性变化，高性能聚丙烯占比逐步提升。考虑到我国聚丙烯产量持续提升，以及高性能产品需求增加，预计未来我国成核剂需求将以10%左右的增速增长，至2025年需求有望突破12000吨。

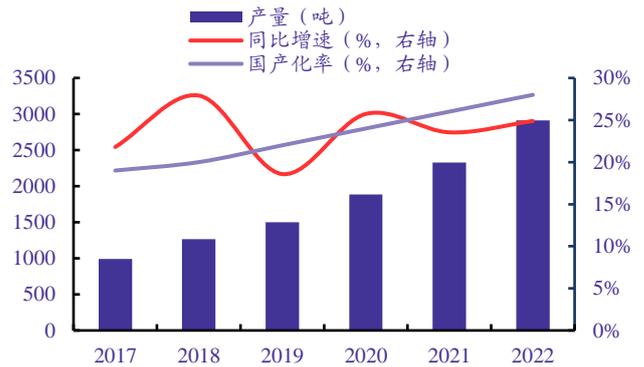
**成核剂国产化率稳步提升，国产替代空间广阔。**由于国外先进厂商对成核剂开发使用存在先发优势，国外先进品牌长期占据我国成核剂市场的主导地位。近年来，国产成核剂发展迅速，产业处于国产替代的关键阶段。统计数据显示，我国成核剂产量及进口替代率正快速提升，2022年我国成核剂国内供给量约2910吨，国产化率约28%，较2017年提升9个百分点。随着国内厂商在工艺研究和应用开发方面不断发力，预计未来我国成核剂国产化率将进一步提升，到2025年有望达到34%。

图 83：我国成核剂需求及增速（吨，%）



资料来源：观研天下，中国银河证券研究院

图 84：我国成核剂产量、增速及国产化率（吨，%）



资料来源：观研天下，中国银河证券研究院

在成核剂需求稳健增长和国产替代空间广阔背景下，**重点推荐国内成核剂绝对龙头呈和科技(688625.SH)**。公司已具备超过200种不同型号的成核剂、合成水滑石及复合助剂规模化生产能力，较国内其他厂家，产品线齐全，拥有为下游优质客户提供一站式原料供应的能力，且公司核心产品核心指标和应用性能已达到国际先进水平，其中部分产品达到国际领先水平，广受下游客户认可。国内市场方面，公司已是中国石化、中国石油、中海壳牌、延长石油等大型能源化工企业的合格供应商，正不断实现成核剂的进口替代，国内市场份额超15%；海外市场方面，公司成功进入北欧化工、博禄化工、利安德巴塞尔、HMC、TPC等国际知名石化企业的供应链，与国际先进品牌展开竞争。公司目前拥有成核剂单剂与合成水滑石单剂产能9200吨/年、复合助剂产能7800万吨/年，在建16600吨/年成核剂单剂与合成水滑石单剂、20000吨/年复合助剂项目预计于2023年开始陆续投产。公司现拟通过向特定对象发行A股股票募集资金，主要用于收购主营抗氧剂的科澳化学、信达丰100%股权，待本次收购完成，公司在特种抗氧剂领域的业务布局以及公司的产品线将得到完善，同时也有助于降低复合助剂等现有产品的生产成本。随着新产能的逐步释放以及产品业务的延伸，未来公司行业龙头地位将进一步巩固。

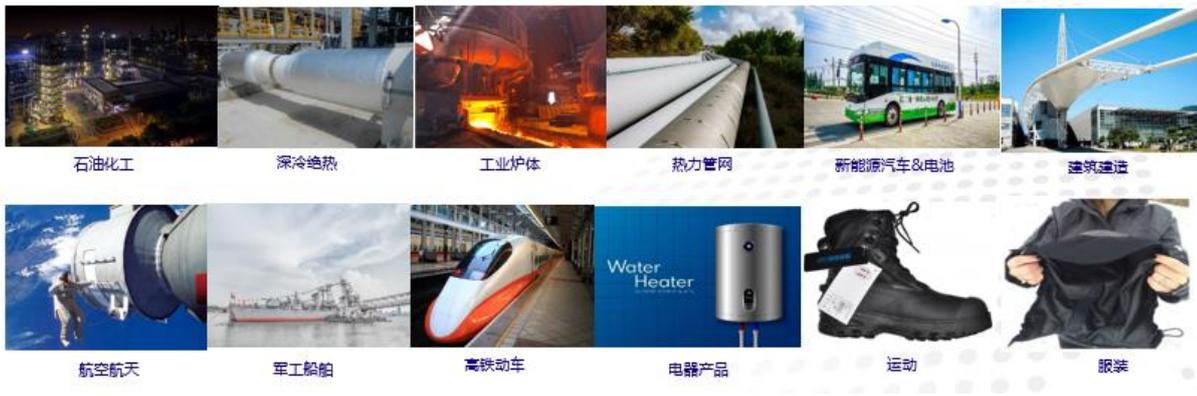
### （三）低碳化进程持续推进，气凝胶、生物柴油迎发展机遇

#### 1. 双碳目标打开气凝胶成长赛道，看好全产业链企业竞争优势

气凝胶是目前已知导热系数最低、密度最低的固体材料，因轻薄雾颜色泛蓝，又被称为“蓝烟”；具有超长的使用寿命、超强的隔热性能、超高的耐火性能等，被誉为“改变世界的神奇材料”。

由于气凝胶超强隔热等性能，早期主要应用在航天、军工和国防领域，随后逐步扩展至石化、工业、建筑、交通、日用等领域；在电极载体材料、催化材料、传感材料、纳米灭菌材料、药物释放等诸多新兴领域均有广泛研究。目前气凝胶下游集中在工业管道保温，如油气项目、工业隔热，以及建筑建造隔热等。随着应用领域的不断拓宽，新能源汽车、日用户外等领域市场也将逐渐打开。

图 85：气凝胶下游主要应用领域



资料来源：埃力士官网、华陆新材官网、爱彼爱和官网、岩谷科技官网，中国银河证券研究院

**“政策+标准”持续出台，推动产业健康高质发展。**在“双碳”目标背景下，我国持续出台相关文件，一方面继续坚决遏制“两高”项目盲目发展，另一方面持续推进节能降碳绿色转型。气凝胶是国家基础战略性前沿新材料，对降低碳排放、实现“双碳”目标具有重要战略意义。国家和地方密集出台多项政策，同时出台保险补偿机制等，大力鼓励气凝胶行业发展。同时气凝胶标准不断出台，推动行业规范高质发展。2018年9月1日，我国第一个气凝胶材料国家标准《纳米孔气凝胶复合绝热制品》正式实施，适用于工业及建筑领域用纳米孔二氧化硅基气凝胶复合绝热产品，其他类型也可参考使用。初步统计，目前出台1项国家标准、2项行业标准和26项团体标准。随着气凝胶的优越性能逐步被市场认可，不同领域、不同用途气凝胶标准的出台有助于打开气凝胶下游市场的广阔消费空间。

**气凝胶应用灵活宽泛，下游需求空间广阔。**气凝胶形态多样，包括气凝胶毡、板、布、纸、颗粒、粉末、涂料和异形件等，产品多样化赋予其更加灵活宽泛的下游应用。其中，气凝胶毡产量最大、应用最广，用于管道、储罐、炉体、交通、建筑等保温隔热。IDTechEX Research 数据显示，我国气凝胶下游应用中占比最多的为油气项目，约占56%；其次是工业隔热占18%、建筑制造占9%、交通运输占8%。油气和工业隔热仍将是气凝胶应用的主战场，建筑建造、交通运输和新兴领域将成为未来增长较快的领域。相比传统保温材料，气凝胶毡具有使用温度范

围更广、隔热更优、厚度更薄（传统材料的 1/3-1/5）、更抗腐蚀、憎水率高、使用寿命长达 15 年（传统材料 3-5 年）、更防火等优点。采用气凝胶方案，虽然前期一次性投资成本较高，但综合考虑气凝胶更长的使用寿命以及通过节约能源和运行维护费用，通常 2-4 年左右可以完全回收成本。

表 13: 石化装置中常用保温材料对比

项目名称	气凝胶绝热毡	硅酸镁纤维毡	普通硅酸铝纤维制品	岩棉制品	玻璃棉制品
使用温度/°C	-846	<700	<950	<400	<300
体积密度/ (kg/m <sup>3</sup> )	210-230	90-110	96-128	80-120	80-100
耐火不燃性	耐火、不燃	耐火、不燃	耐火、不燃	不燃	不燃
导热系数/ (W/m·K)	常温 0.021 300°C 0.036 500°C 0.072	常温 0.030 400°C 0.052 600°C 0.078	常温 0.042 400°C 0.075 600°C 0.089	常温 0.044 400°C 0.09 600°C 0.122	常温 0.048 400°C 0.099 600°C 0.133
化学稳定性	优良	优良	优良	良好	良好
有机物含量/%	无	无	无	≤5	3月6日
应用对比	隔热更优，厚度更薄，更抗腐蚀，憎水率高，使用寿命长达 15 年，更防火	保温效果好，施工方便，使用寿命长，应用前景好	保温效果好，施工方便	使用温度低，所含树脂超过 200°C 碳化，制品整体性丧失且污染环境。	

资料来源: CNKI、宏柏新材官网、中凝科技官网、中国银河证券研究院

**降成本、扩规模助力行业迎接风口。**气凝胶的生产成本主要集中在硅源（原料）、设备折旧（干燥）及能耗（干燥）方面。因此，气凝胶降成本主要从干燥成本和原料成本着手。目前主流路线采用有机硅源+超临界干燥，低成本无机硅源+常压干燥技术具有广阔发展前景。在原料端，多晶硅行业有望成为潜在重要原料来源。随着多晶硅产能扩张浪潮，四氯化硅供应有望大幅增加，除回用外，其他用途的供应有望提升，对应气凝胶原料成本有望降低。此外，多家企业入局气凝胶行业，推动行业产能加速扩充，有助于通过上规模来降低生产成本，未来产业链一体化的企业或将凭借成本优势和渠道优势脱颖而出。

在政策支持下，基于气凝胶产品巨大的市场空间，多家企业入局气凝胶行业，推动行业产能加速扩充。随着气凝胶行业产能的扩张，未来产业链一体化的企业或将凭借成本优势和渠道优势脱颖而出。**重点推荐拥有上游原材料资源，切入气凝胶赛道，具备全产业链显著成本优势的晨光新材（605399.SH）、宏柏新材（605366.SH）。**在气凝胶方面，晨光新材在江西九江分别布局了 2000 吨/年和 50000 吨/年项目；在安徽铜陵布局了 5000 吨/年项目；在宁夏中卫布局了 20000 吨/年项目。宏柏新材在江西乐平布局了 1 万方/年功能性气凝胶项目。

## 2. 欧洲低碳化进程持续推进，看好国内生物柴油龙头出口潜力

生物柴油通常指由植物油、动物油脂、餐饮废油等为原料，利用物理或化学的方法而制备出的一种液体燃料，具有低硫和无芳，十六烷值高、燃烧性能好，可直接或与石油基柴油调配后使用，是典型“绿色能源”，受到世界各国广泛关注。生物柴油通常以酯化/酯交换反应制备，也可通过催化加氢方式获取。

**欧盟引领全球生物柴油消费。**目前，美国、巴西等国生物柴油基本自己自足，欧盟是全球最大的生物柴油消费市场，也是最大的生物柴油进口区域。据 USDA 统计数据显示，2021 年欧盟生物柴油消费量为 1507 万吨、进口量 265 万吨，进口依存度为 17.6%；2016-2021 年消费量年均复合增长 6.0%、进口量年均复合增长 26.5%。欧盟生物柴油需求总量和消费结构的变化将对全球生物柴油贸易产生重大影响。

**表 14: 欧盟生物柴油供需平衡表 (万吨/年)**

年度	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
期初库存	46	45	50	77	57	58	60
产量	1117	1237	1300	1391	1350	1334	1322
其中：氢化可再生柴油产量	174	207	231	250	308	299	305
进口量	82	143	355	367	303	265	278
出口量	72	117	218	348	191	91	94
消费量	1128	1258	1411	1430	1462	1507	1506
期末库存	45	50	77	57	58	60	60

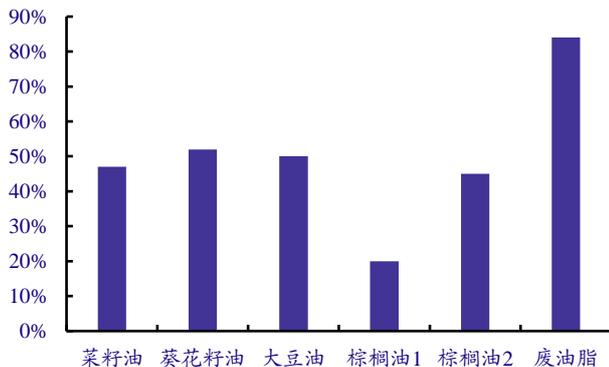
注：为便于分析，按照 1MT=1169L 进行转换

资料来源：USDA，中国银河证券研究院

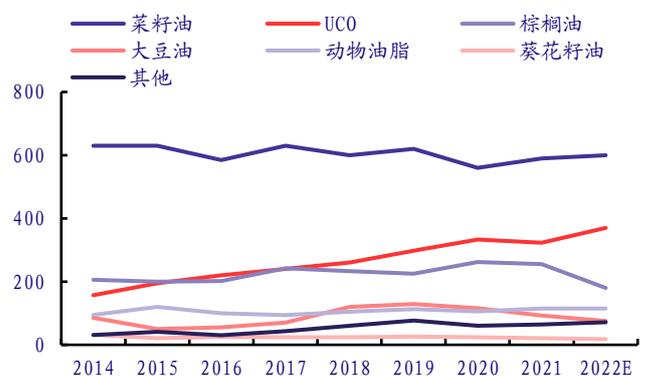
**可再生能源指令 (REDII) 修订或提振欧盟生物柴油消费总量。**随着全球低碳化进程的推进，各国纷纷出台政策加速能源转型，包括提高对生物柴油混掺标准、比例等。2022 年 9 月，根据修订后的 REDII，至 2030 年欧盟可再生能源将占全部能源消费总量的 45%，较此前 40% 目标再次提高 5 个百分点。其中，2030 年可再生能源在交通运输业中的占比需达到 29%，较此前 26% 目标再次提高 3 个百分点，包括生物柴油在内的可再生能源消费迎来新的机遇。

**欧盟生物柴油消费结构面临调整，废油脂制生物柴油备受青睐。**2022 年 9 月欧洲议会投票通过从 2023 年起禁止使用棕榈油和大豆油作为生物柴油生产的原料，较最初设定的淘汰日期 2030 年提前。主要系近 10 年以来，东南亚、南美洲国家为增加棕榈、大豆等油料作物而砍伐森林、开辟种植地，造成大片林地流失，违背了欧盟低碳环保的政策初衷。双倍减排的优势使得废油脂制取的生物柴油备受青睐，近些年来生物柴油原料废油脂使用量逐步抬升。据 REDII 显示，废油脂制取的生物柴油减排比例达 84%，菜籽油、葵花籽油、大豆油、棕榈油 1、棕榈油 2 制取的生物柴油减排比例分别为 47%、52%、50%、20%和 45%。

**图 86: 各类生物柴油温室气体减排比例 (默认值)**



**图 87: 欧盟生物柴油原料使用量 (万吨/年)**



资料来源：欧盟可再生能源指令（REDII），中国银河证券研究院

资料来源：USDA，中国银河证券研究院

备注：棕榈油 1 指开放式排放生产的棕榈油，棕榈油 2 指采用甲烷捕集工艺生产的棕榈油

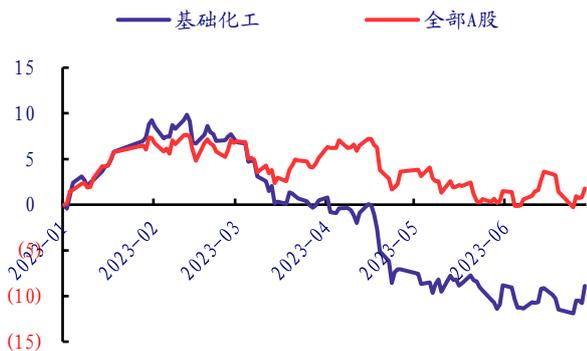
由于各地资源禀赋差异，生物柴油原料不同，欧洲以菜籽油为主、美国以大豆油为主、东南亚以棕榈油为主，我国奉行“不与人争粮”政策，主要采用废油脂为原料生产生物柴油。随着欧盟对废油脂制生物柴油需求的逐步提升，我国生物柴油出口迎来机遇期，重点推荐国内废油脂制生物柴油龙头卓越新能（688196.SH）。公司在福建拥有四个生物柴油生产基地，合计产能 50 万吨/年；两个生物基绿色材料生产基地，主要产品为生物酯增塑剂、环保型醇酸树脂、工业甘油，合计产能 9 万吨/年。公司年产 20 万吨烃基生物柴油项目、20 万吨生物柴油和生物基增塑剂建设项目持续推进，公司生物柴油产能有望持续扩张。此外，在低碳背景下，公司战略延伸布局生物基材料，包括 5 万吨/年天然脂肪醇项目、5 万吨/年丙二醇项目、5 万吨/年脂肪醇项目、10 万吨/年合成树脂项目等。

## 五、投资建议

### （一）基础化工行业估值处在历史底部，配置价值凸显

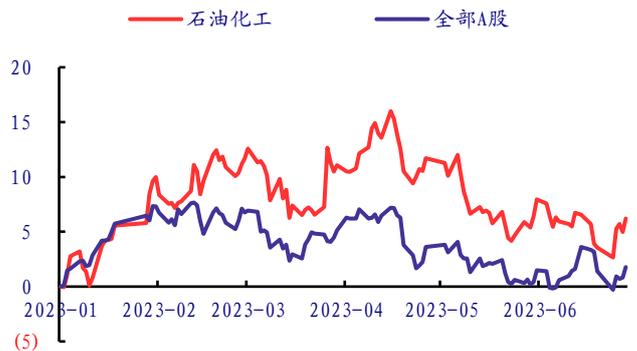
2023 年以来，基础化工、石油化工板块波动方向与 A 股大体一致，基础化工受下游需求不佳、价格/价差回落等不利因素影响，向下波动幅度明显大于 A 股；石油化工在原油价格回落、成本端压力缓解、盈利能力回升等利好因素带动下，收益率高于 A 股。截至 6 月 30 日，基础化工累计下跌 8.91%，石油化工累计上涨 6.19%，分别跑输 A 股 10.7、跑赢 A 股 4.4 个百分点。其中，基础化工在 30 个一级行业中排名 26 位；石油化工在 108 个二级子行业中排名 38 位。

图 88：年初至今基础化工和全部 A 股收益率表现（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

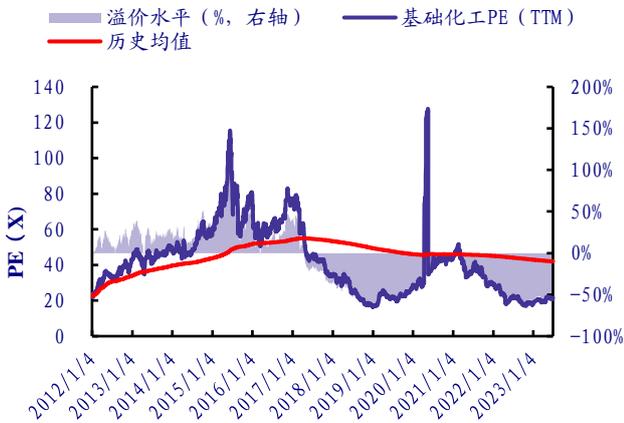
图 89：年初至今石油化工和全部 A 股收益率表现（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

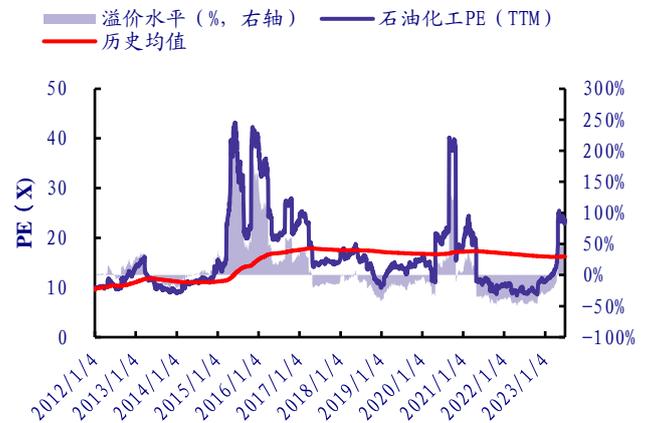
从估值来看，截至 6 月 30 日，基础化工和石油化工 PE（TTM）分别为 21.5x、23.7x，较 2012 年以来的历史均值 42.0x、16.3x 溢价水平分别为 -48.7%、45.6%，估值分位数处在 13.7%、87.0%。当前时点基础化工行业处在近十年的历史低位水平，配置价值凸显。

图 90: 2012 年至今基础化工估值相较历史均值变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

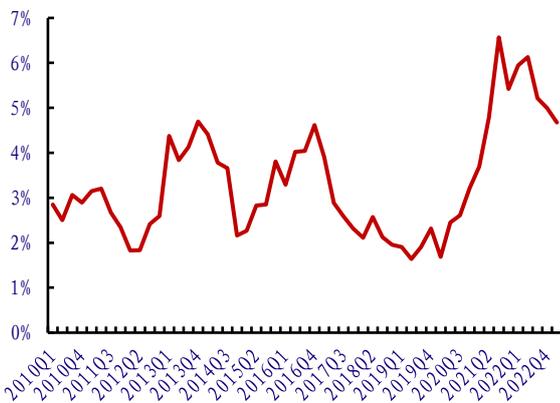
图 91: 2012 年至今石油化工估值相较历史均值变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

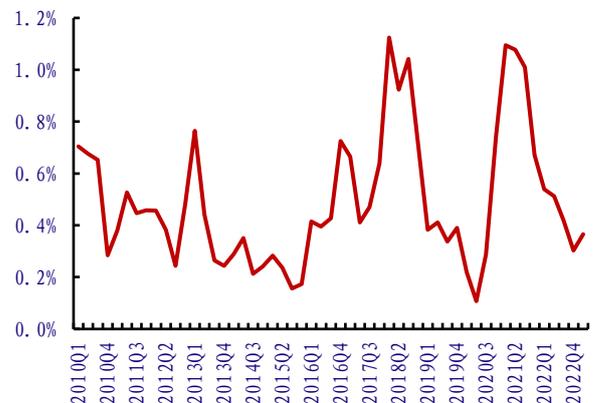
20Q2 以来,公募基金重仓持有基础化工市值占比逐渐提升,21Q3 达到历史峰值后震荡回落;23Q1 持仓占比 4.68%,环比下降 0.31 个百分点。石油化工持仓占比自峰值下降较大,23Q1 达到 0.37%,环比下增加 0.07 个百分点。

图 92: 公募基金重仓股基础化工持仓比例变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 93: 公募基金重仓股石油化工持仓比例变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 投资建议

结合供需两端,我们预计 2023 年下半年 Brent 原油价格在 75-85 美元/桶区间震荡,原料端将不再是左右行业盈利的关键,主要是下游需求主导。考虑到在各项政策刺激下,我国宏观经济修复进程有望提速,进而带动下游产业对化工品需求回暖;预期化工行业将逐步完成主动去库存、并转为被动去库存,业绩有望实现底部回升。

具体投资建议如下:

### 一、周期底部蓄势,把握景气边际改善机会,建议关注三条投资主线:

1) 成本压力逐步释放、需求向好预期下,看好布局非石油路线、具有成长属性的核心资

产。煤炭价格中枢回落，看好煤化工盈利改善机会；乙烷价格回落至正常区间，轻烃龙头成本竞争优势凸显。重点推荐卫星化学(002648.SZ)、华鲁恒升(600426.SH)、宝丰能源(600989.SH)等。

2) 静待外需修复，看好化纤、轮胎周期性向上机会。纺服需求存回升预期，低库存下长丝价差改善弹性可期；需求提升叠加成本回落，轮胎盈利有望持续改善。重点推荐新凤鸣(603225.SH)、桐昆股份(601233.SH)、赛轮轮胎(601058.SH)、森麒麟(002984.SZ)、玲珑轮胎(601966.SH)等。

3) HFCs 拐点将至，含氟高分子材料赋能成长。重点推荐巨化股份(600160.SH)、永和股份(605020.SH)等。

## 二、关注价值重估，探寻高成长个股标的，建议关注三条投资主线：

1) 启航高质量发展，央企价值重估进行时。重点推荐中国石化(600028.SH)、中国石油(601857.SH)、中国海油(600938.SH)。

2) 技术破垄断下，芳纶、PI、成核剂国产替代正当时。需求增长、国产替代共振，看好芳纶龙头企业成长表现；高性能PI薄膜应用广泛，国产替代进程正在提速；成核剂需求稳步增长，行业龙头引领国产替代。重点推荐泰和新材(002254.SZ)、瑞华泰(688323.SH)、呈和科技(688625.SH)。

3) 低碳化进程持续推进，气凝胶、生物柴油迎来长期发展机遇。双碳目标打开气凝胶成长赛道，看好全产业链企业竞争优势；欧洲低碳化进程持续推进，看好国内生物柴油龙头出口潜力。重点推荐晨光新材(605399.SH)、宏柏新材(605366.SH)、卓越新能(688196.SH)等。

## 六、风险提示

原料价格大幅上涨的风险，下游需求不及预期的风险，项目达产不及预期的风险等。

## 插图目录

图 1: 我国单季度 GDP 及同比增速 .....	1
图 2: 我国固定资产投资同比增速 .....	1
图 3: 我国社会消费品零售总额同比增速 .....	2
图 4: 我国货物出口总额 (人民币计) 同比增速 .....	2
图 5: 我国房地产开发投资完成额同比增速 .....	2
图 6: 我国房地产销售和竣工面积同比增速 .....	2
图 7: 我国规模以上工业增加值同比增速 .....	3
图 8: 我国化工子行业工业增加值同比增速 .....	3
图 9: 基础化工行业单季度营收及同比增速 .....	5
图 10: 石油化工行业单季度营收及同比增速 .....	5
图 11: 基础化工行业单季度归母净利及同比增速 .....	5
图 12: 石油化工行业单季度归母净利及同比增速 .....	5
图 13: 基础化工行业存货 .....	5
图 14: 石油化工行业存货 .....	5
图 15: 我国制造业 PMI 产成品/原材料存货指数 (%) .....	7
图 16: 我国化工相关子行业产成品存货 (亿元) .....	7
图 17: 我国化工相关子行业产成品存货同比 (%) .....	7
图 18: 我国化工相关子行业 PPI 同比 .....	7
图 19: 美国石油钻机数及石油产量同比增量 (台, 万桶/日) .....	11
图 20: OPEC 部分产油国财政均衡油价 (美元/桶) .....	11
图 21: 俄罗斯原油产量 (百万桶/日) .....	11
图 22: 俄罗斯原油及制品出口量 (百万桶/日) .....	11
图 23: 全球实际 GDP 增速与原油消费量增速 .....	12
图 24: IMF 全球经济增速预期 .....	12
图 25: 美国汽油、馏分燃料油、航空煤油总库存 (万桶) .....	13
图 26: 美国炼厂裂解价差 (美元/桶) .....	13
图 27: EIA 全球石油供需平衡表预测 (百万桶/日) .....	13
图 28: 美国商业原油库存 (千桶) .....	13
图 29: 我国汽车产量同比增速 .....	14
图 30: 我国主要家电产量累计同比变化 .....	14
图 31: 我国纺织服装出口和国内零售同比增速 .....	14
图 32: 我国布和纱产量同比增速 .....	14
图 33: 我国原煤产量及同比增速 (亿吨) .....	15
图 34: 我国煤炭进口量及同比增速 (万吨) .....	15
图 35: 北方港煤炭库存总量 (万吨) .....	15
图 36: 京唐港动力末煤 (Q5500) 平仓价 (元/吨) .....	15
图 37: 尿素价格及价差走势 (元/吨) .....	16
图 38: 醋酸价格及价差走势 (元/吨) .....	16

图 39: 聚乙烯价格及价差走势 (元/吨)	16
图 40: 聚丙烯价格及价差走势 (元/吨)	16
图 41: 欧盟储气库库存水平 (TWh)	17
图 42: 美国天然气、乙烷价格走势 (美元/MMBtu、美元/吨)	17
图 43: 不同原料路线乙烯成本对比 (元/吨, 美元/桶)	17
图 44: 服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额及同比增速 (亿元)	18
图 45: 我国纺织服装累计出口额及同比增速 (亿美元)	18
图 46: 美国批发商服装及服装面料销售额、库存 (百万美元)	19
图 47: 美国批发商服装及服装面料库销比	19
图 48: 盛泽样本织造企业坯布库存天数 (天)	19
图 49: 涤纶长丝工厂 POY、FDY、DTY 库存天数 (天)	19
图 50: 涤纶长丝 POY、DTY、FDY 价差 (元/吨)	20
图 51: 我国氨纶、粘胶短纤、涤纶长丝产能集中度	20
图 52: 汽车产量及累计同比 (万辆, %)	21
图 53: 我国新能源汽车产量、销量累计同比	21
图 54: 国内乘用车市场各品牌市占率 (%)	21
图 55: 全国机动车和汽车保有量 (亿辆)	21
图 56: 泰国集装箱运价 (美元/FEU)	22
图 57: 我国新的充气轮胎出口量累计值及同比增速 (万条)	22
图 58: 欧盟半钢、全钢胎月度累计进口量及同比增速 (万吨)	22
图 59: 美国半钢、全钢胎月度累计进口量及同比增速 (万条)	22
图 60: 橡胶、炭黑价格走势 (元/吨)	23
图 61: 单胎原材料价格指数及分位数	23
图 62: HCFCs 淘汰时间表	24
图 63: HFCs 淘汰时间表	24
图 64: R22 价格/价差走势 (元/吨)	25
图 65: R32 价格/价差走势 (元/吨)	25
图 66: R125 价格/价差走势 (元/吨)	25
图 67: R134a 价格/价差走势 (元/吨)	25
图 68: 含氟高分子材料产业链	26
图 69: 我国主要含氟高分子材料市占率 (%)	26
图 70: 我国主要含氟高分子材料近年产量 (万吨)	26
图 71: 氟化工产业链各环节附加值变化趋势	27
图 72: 2018-2022 年“三桶油”ROE	28
图 73: 2018-2022 年“三桶油”毛利率	28
图 74: 不同油价下“三桶油”利润总额 (亿元, 美元/桶)	28
图 75: “三桶油”市净率走势	28
图 76: 芳纶特性及下游主要应用领域	29
图 77: 我国芳纶需求及预测 (万吨/年)	30
图 78: 我国芳纶 (纱+短纤) 进出口情况 (吨/年)	30
图 79: 全球及我国 PI 薄膜需求量趋势 (吨)	31

图 80: 2022 年全球 PI 薄膜市场分布	31
图 81: 我国智能手机产量及同比 (亿台, %)	32
图 82: 我国电子计算机整机产量及同比 (万台, %)	32
图 83: 我国成核剂需求及增速 (吨, %)	33
图 84: 我国成核剂产量、增速及国产化率 (吨, %)	33
图 85: 气凝胶下游主要应用领域	34
图 86: 各类生物柴油温室气体减排比例 (默认值)	36
图 87: 欧盟生物柴油原料使用量 (万吨/年)	36
图 88: 年初至今基础化工和全部 A 股收益率表现 (%)	37
图 89: 年初至今石油化工和全部 A 股收益率表现 (%)	37
图 90: 2012 年至今基础化工估值相较历史均值变化	38
图 91: 2012 年至今石油化工估值相较历史均值变化	38
图 92: 公募基金重仓股基础化工持仓比例变化	38
图 93: 公募基金重仓股石油化工持仓比例变化	38

## 表格目录

表 1: 2023 年以来国内稳增长系列政策梳理	4
表 2: 基础化工子行业 23Q1 盈利情况	6
表 3: 重点关注产品 Q2 价格环比涨幅前 30	8
表 4: 重点关注产品 Q2 价格环比跌幅前 30	8
表 5: 重点关注产品 Q2 价差环比涨幅前 30	9
表 6: 重点关注产品 Q2 价差环比跌幅前 30	10
表 7: EIA、IEA、OPEC 对全球石油需求预测	12
表 8: 含氟高分子材料性能特点	26
表 9: 国资委持续优化中央企业经营指标体系	27
表 10: PI 薄膜细分品类及应用	30
表 11: 国内 PI 薄膜主要生产企业产能情况	31
表 12: 不同功能成核剂功能及应用简介	32
表 13: 石化装置中常用保温材料对比	35
表 14: 欧盟生物柴油供需平衡表 (万吨/年)	36

## 分析师承诺及简介

分析师：任文坡，中国石油大学（华东）化学工程博士。曾任职中国石油，高级工程师，8年实业工作经验。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业研究。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：李洋洋 021-20252671 [liyongyang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:liyongyang_yj@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：田薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)

唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)