

基础化工行业：2023年中期投资策略：行业景气回落，细分领域仍存投资机会

2023年7月4日

看好/维持

基础化工 | 行业报告

分析师 | 刘宇卓 电话：010-66554030 邮箱：liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480516110002

投资摘要：

我国化工行业景气上半年持续回落，预期下半年有望触底并边际回暖。回顾2023年上半年，由于国内外需求疲软、成本端大宗能源价格有所下降但仍处于高位、同时能源价格高位下行导致大宗化学品价格景气向下，中国化工产品价格指数持续回落。综合对价格、需求、供给及库存等因素的讨论，我们认为，目前全球能源类成本尚处于高位区间，叠加需求短期承压，多数化工品盈利性较差。展望2023年下半年，伴随着国内外经济的改善预期，化工行业需求和库存的短期压力均有望得到缓解，我们预期化工行业的景气度有望触底、并边际回暖。

展望2023年下半年，我们认为国内化工行业景气度有望边际回暖，但在短期内，当前化工产品价格持续回落、终端需求有所疲软的情况下，多数化工品的周期性投资难度加大。我们预计化工行业大部分子板块的基本面尚存较大不确定性，但部分细分领域仍存投资机会。因此，我们建议重点关注以下四大投资方向：

(1) **下游需求偏刚性的精细化工产品。**化工行业主要下游领域包括地产、汽车、农业、纺服等。2023年以来，化工行业的主要下游领域需求较为疲弱，叠加上游能源价格下行，偏中游环节的大宗类化工产品景气度较差。因此，我们建议关注需求相对刚性、偏下游环节的精细化工类产品，我们认为这类产品受周期性波动影响相对更小、景气程度相对坚挺。

(2) **资本开支扩张和研发驱动成长的龙头企业。**经历供给侧改革之后，国内化工行业的集中度已经有了较大的提升。未来，受到环保、安全、能耗等政策限制，化工行业资本开支向龙头集聚，投资方向主要是聚焦原有产品产能扩张、围绕产业链向下游高附加值产品延伸、或通过研发驱动向更多高壁垒的精细化学品和新材料领域拓展，一批优质的国内龙头公司市场份额有望继续增加。

(3) **高端应用激活市场，高端材料的国产替代持续推进。**5G、新型显示、生物医药、自动控制等终端应用逐步进入规模化发展，催生了各类配套材料的发展机遇。我国在本土企业的不断发展与追赶中，将持续推进高端材料的国产替代。

(4) **央国企有望迎来经营改善，实现高质量发展。**我们认为，央国企“一利五率”考核调整有望带来相关企业经营业绩提升的预期，同时“创建世界一流示范性企业”的行动也有望为央国企的发展打开新空间，带动相关企业高质量发展、全球化发展。

投资策略：我们认为国内化工行业景气度有望边际回暖，但在短期内，多数化工品的周期性投资难度加大，我们预计化工行业大部分子板块的基本面尚存较大不确定性，但部分细分领域仍存投资机会。我们建议重点关注：①下游需求偏刚性的精细化工类产品，推荐扬农化工（农药）、利安隆（高分子材料抗老化助剂）；②资本开支扩张和研发驱动成长的龙头企业，推荐华鲁恒升（资本开支驱动）、新和成（资本开支+研发驱动）；③受益于国产替代持续推进的部分高端化工新材料，推荐万润股份（显示材料）、国瓷材料（陶瓷材料）。

风险提示：化工品需求大幅下滑；成本端原料价格大幅上涨；行业新增产能投放超预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB (MRQ)	评级
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
扬农化工	5.79	6.43	7.1	7.86	14.66	13.20	11.96	10.80	2.89	强烈推荐
利安隆	2.29	2.85	3.37	4.04	17.95	14.42	12.20	10.17	2.37	强烈推荐
华鲁恒升	2.96	3.09	3.37	3.68	10.05	9.62	8.82	8.08	2.32	强烈推荐
新和成	1.17	1.28	1.51	1.79	12.93	11.82	10.02	8.45	1.95	强烈推荐
万润股份	0.78	0.9	1.08	1.27	21.79	18.89	15.74	13.39	2.49	强烈推荐
国瓷材料	0.50	0.69	0.85	1.05	53.80	38.99	31.65	25.62	4.51	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 我国化工行业景气上半年持续回落，预期下半年有望触底并边际回暖	4
1.1 化工品价格指数持续回落.....	4
1.2 需求端：国内需求有所复苏、但出口回落.....	4
1.2.1 国内制造业整体需求有所复苏.....	4
1.2.2 出口增长回落.....	6
1.3 供给端：化工行业投资部分增长.....	7
1.4 库存端：仍处去库存阶段.....	8
2. 重点关注四大投资方向	9
2.1 下游需求偏刚性的精细化工产品.....	9
2.2 资本开支扩张和研发驱动成长的龙头企业.....	10
2.3 高端应用激活市场，高端材料的国产替代持续推进.....	12
2.4 央国企有望迎来经营改善，实现高质量发展.....	13
3. 投资策略	14
4. 风险提示	14

插图目录

图 1： 中国化工产品价格指数 2023 年以来持续回落	4
图 2： 中国化工制造业工业增加值	5
图 3： PMI 指数	5
图 4： 中国化工制造业出口交货值同比增速	6
图 5： 中国化工制造业固定资产投资同比增速	7
图 6： 中国化工制造业产能利用率	8
图 7： 中国化工行业库存同比增速	9
图 8： 能源类大宗商品价格指数	10
图 9： 农产品类大宗商品价格指数	10
图 10： 2022 年化工行业资本开支超过 30 亿元的上市公司	11
图 11： 2022 年化工行业研发费用超过 7 亿元的上市公司	12
图 12： 中国化工新材料自给率	13

1. 我国化工行业景气上半年持续回落，预期下半年有望触底并边际回暖

1.1 化工品价格指数持续回落

2023 年上半年，由于国内外需求疲软、成本端大宗能源价格有所下降但仍处于高位、同时能源价格高位下行导致大宗化学品价格景气向下，中国化工产品价格指数持续回落。

图1：中国化工产品价格指数 2023 年以来持续回落



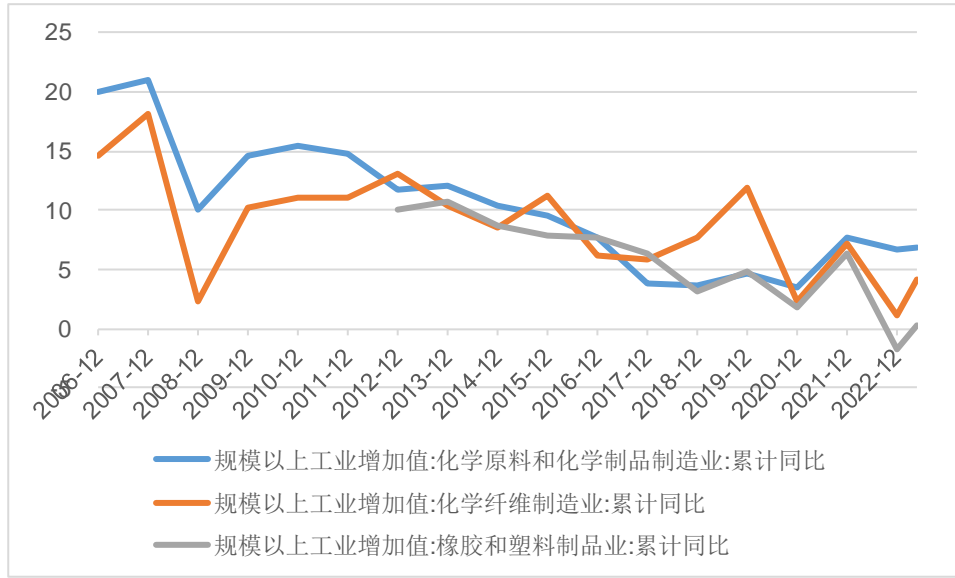
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.2 需求端：国内需求有所复苏、但出口回落

1.2.1 国内制造业整体需求有所复苏

2022 年以来，受到国内疫情影响，叠加地产需求下滑，制造业需求下滑明显，大宗化工品内需承压。进入 2023 年以来，国内制造业需求较 2022 年末有所复苏。截至 2023 年 5 月，我国化学原料及化学制品制造业工业增加值同比增长 6.9%（去年同期为 3.6%，2022 年末为 6.6%），化学纤维制造业工业增加值同比增长 4.2%（去年同期为 0.3%，2022 年末为 1.1%），橡胶和塑料制品业工业增加值同比增长 0.2%（去年同期为 -1.5%，2022 年末为 -1.8%）。

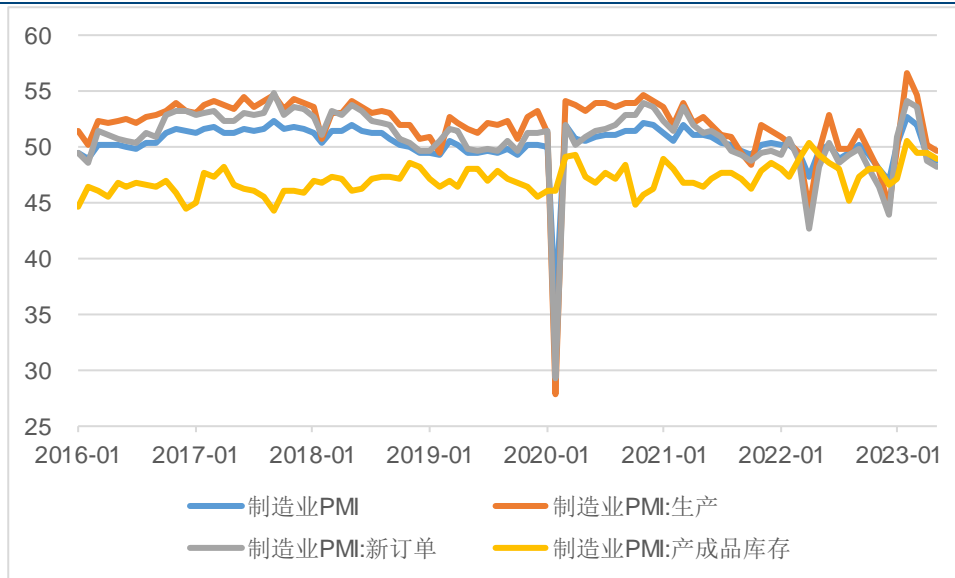
图2：中国化工制造业工业增加值



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

短期来看，5 月份国内需求有所回落，PMI 指数有所收缩，为 48.8%，其中 PMI 生产指数为 49.6%，PMI 新订单指数为 48.3%，显示制造业总体需求短期承压。

图3：PMI 指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

展望 2023 年下半年，我们认为，伴随着国内经济形势的改善预期，叠加地产预期的边际改善，国内制造业需求有望逐步复苏，将有效支撑上游化工品的需求。

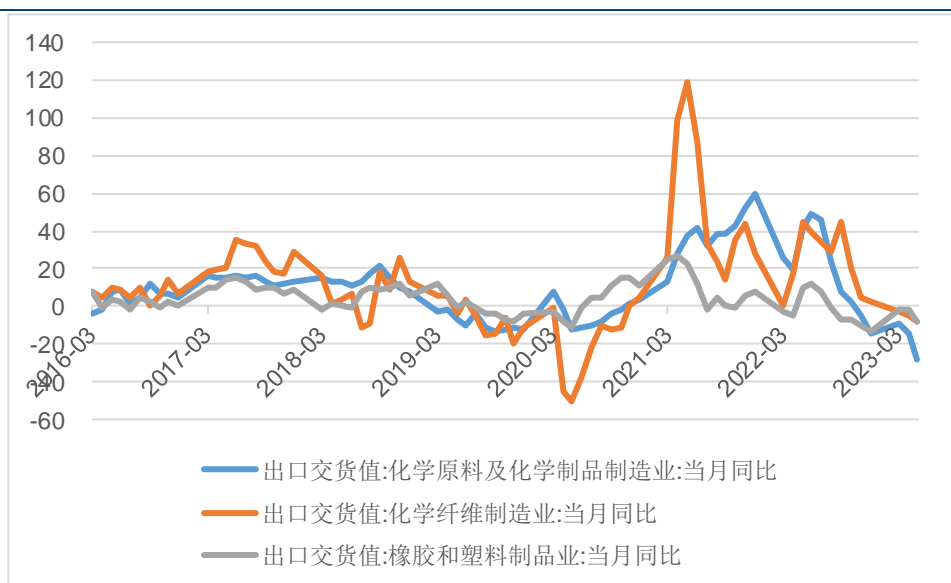
1.2.2 出口增长回落

中国是全球最重要的化工产品出口国之一，受益于国内较为完善的产业链和基础工业体系，中国化工品供应链优势较为突出。

2021 年至 2022 年我国化工行业整体出口增长较为强劲，化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业的出口交货值同比增长较好。2023 年以来，受到海外经济衰退预期、以及国内需求短期扰动等因素影响，我国化工业出口交货值增速有所回落，化学原料及化学制品制造业出口交货值同比增速从 2022 年 12 月的-14.7%回落至 2023 年 5 月的-27.7%，化学纤维制造业出口交货值同比增速从 2022 年 12 月的 2.9%回落至 2023 年 5 月的-8.6%，橡胶和塑料制品业出口交货值同比增速从 2022 年 12 月的-13.4%小幅回升至 2023 年 5 月的-8.4%。

展望 2023 年下半年，我们认为，伴随着国内外经济形势的改善预期，我国化工业供应链优势有望恢复，有望带动我国化工品出口得到改善。同时，我们也看到，受天然气供应短缺影响，欧洲能源供应不稳定的可能性仍存，对于能源密集型的基础化工品，国内相关产品的出口竞争力有望得到支撑。

图4：中国化工制造业出口交货值同比增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.3 供给端：化工行业投资部分增长

2021 至 2022 年，国内化工行业固定资产投资完成额较 2020 年大幅反弹。2021 年末的中央经济工作会议提出，能耗“双控”向碳排放总量和强度“双控”转变，不再将新增可再生能源和原料用能纳入能源消费总量控制。此后，我们预计部分化工项目投资审批有所放松，导致 2022 年国内化工行业投资保持较高水平的增长。

2023 年以来，化工行业固定资产投资增速有所分化，化学原料及化学制品制造业固定资产投资增速保持在较高水平，但化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业的固定资产投资增速有所回落。截至 2023 年 5 月，我国化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比增长 15.9%（去年同期为 13.2%，2022 年末为 18.8%），化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比增长-5.6%（去年同期为 35.3%，2022 年末为 21.4%），橡胶和塑料制品业固定资产投资完成额累计同比增长-1.3%（去年同期为 14.3%，2022 年末为 8.7%）。

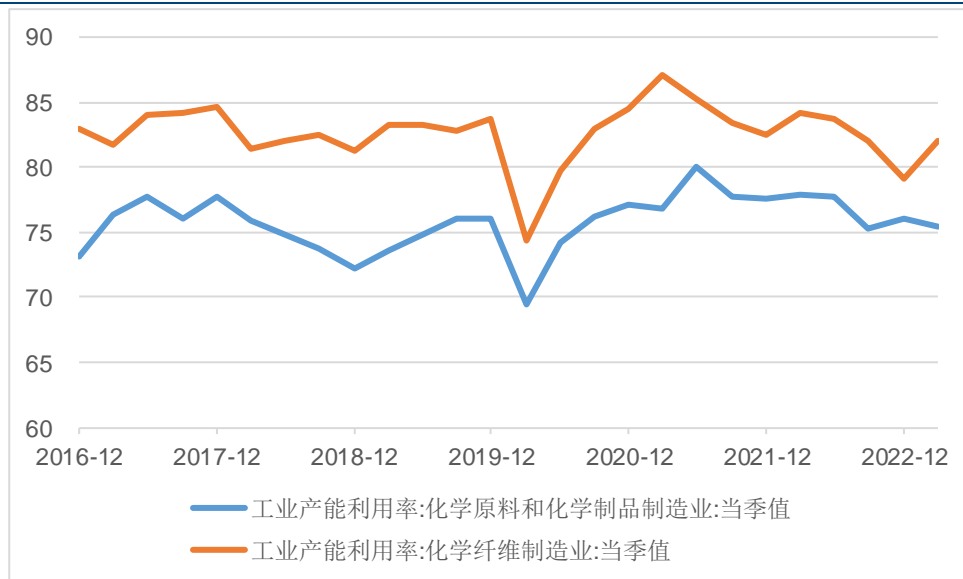
图5：中国化工制造业固定资产投资同比增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

从产能利用率来看，我国化工行业产能利用率近期维持在 80%左右的较高水平，说明行业供给端缺乏足够的弹性。

图6：中国化工制造业产能利用率



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

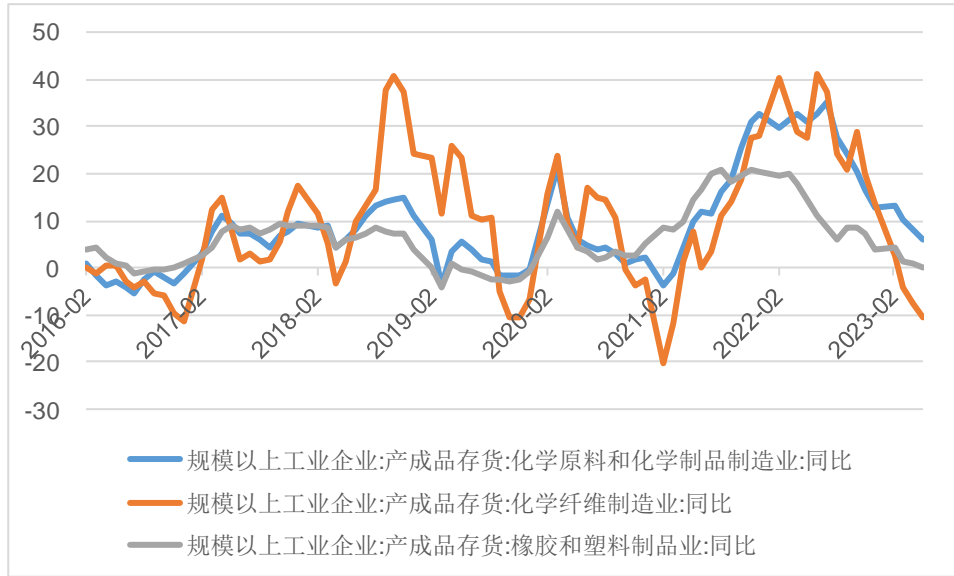
展望 2023 年下半年，我们认为，化工行业的供给或继续维持刚性，供应端偏紧的状态有望持续。

1.4 库存端：仍处去库存阶段

目前仍处于去库存阶段。2021 年随着终端制造业需求的持续恢复，叠加上游资源品价格的持续上涨，国内化工行业处于持续补库存阶段，至 2022 年上半年行业库存水平已经达到历史同期较高的水平。进入 2022 年下半年以来，在上游资源品价格高位、以及需求低迷的背景下，国内化工行业产成品存货在前期持续被动积累的情形下，存在去库存的压力，目前处于持续去库存的阶段。截至 2023 年 5 月，主要化工品类的产成品库存水平较今年年初水平已有较大幅度的回落。

展望 2023 年下半年，我们认为，随着国内制造业及出口需求的逐步改善，国内化工品库存有望得到部分消化，叠加目前库存已大幅回落，未来库存收缩至合理区间后预计有望减轻化工品价格下行的压力。

图7：中国化工行业库存同比增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

综合以上对价格、需求、供给及库存等因素的讨论，我们认为，目前全球能源类成本尚处于高位区间，叠加需求短期承压，多数化工品盈利性较差。展望 2023 年下半年，伴随着国内外经济的改善预期，化工行业需求和库存的短期压力均有望得到缓解，化工行业的景气度有望触底、并边际回暖。

2. 重点关注四大投资方向

展望 2023 年下半年，我们认为国内化工行业景气度有望边际回暖，但在短期内，当前化工产品价格持续回落、终端需求有所疲软的情况下，多数化工品的周期性投资难度加大。我们预计化工行业大部分子板块的基本面尚存较大不确定性，但部分细分领域仍存投资机会。

我们建议重点关注：①下游需求偏刚性的精细化工产品；②资本开支扩张和研发驱动成长的龙头企业；③受益于国产替代持续推进的部分高端化工新材料；④具备经营改善预期并有望实现高质量发展的部分央国企。

2.1 下游需求偏刚性的精细化工产品

化工行业主要下游领域包括地产、汽车、农业、纺服等。2023 年以来，化工行业的主要下游领域需求较为疲弱，叠加上游能源价格下行，偏中游环节的大宗类化工产品景气度较差。因此，我们建议关注需求相对刚性、偏下游环节的精细化工类产品，我们认为这类产品受周期性波动影响相对更小、景气程度相对坚挺。

图8：能源类大宗商品价格指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图9：农产品类大宗商品价格指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2.2 资本开支扩张和研发驱动成长的龙头企业

经历供给侧改革之后，国内化工行业的集中度已经有了较大的提升。未来，受到环保、安全、能耗等政策限制，化工行业资本开支向龙头集聚，投资方向主要是聚焦原有产品产能扩张、围绕产业链向下游高附加值产品延伸、或通过研发驱动向更多高壁垒的精细化学品和新材料领域拓展，一批优质的国内龙头公司市场份额有望继续增加。

根据最新披露的业绩数据，2022 年化工行业上市公司资本开支仍由“三桶油”、万华化学和几家民营大炼化企业为主导。除“三桶油”外，资本开支超过 100 亿元的上市公司有 6 家企业，包括万华化学、东方盛虹、荣盛石化、恒力石化、桐昆股份、合盛硅业；此外进入资本开支密集阶段的企业还包括宝丰能源、新奥股份、中化国际、金发科技、华鲁恒升、新凤鸣等。

除“三桶油”外，2022 年化工行业上市公司研发费用超过 30 亿元的企业有 2 家，包括荣盛石化和万华化学；研发费用较高的企业还包括桐昆股份、金发科技、卫星化学、兴发集团、新凤鸣、华峰化学、龙佰集团等。

图 10：2022 年化工行业资本开支超过 30 亿元的上市公司

证券代码	证券简称	2022年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (亿元)
601857.SH	中国石油	2437.52
600028.SH	中国石化	1725.27
600938.SH	中国海油	947.54
600309.SH	万华化学	326.57
000301.SZ	东方盛虹	313.66
002493.SZ	荣盛石化	294.58
600346.SH	恒力石化	257.15
601233.SH	桐昆股份	150.35
603260.SH	合盛硅业	114.84
600989.SH	宝丰能源	99.77
600803.SH	新奥股份	87.19
600500.SH	中化国际	83.32
600143.SH	金发科技	70.82
600426.SH	华鲁恒升	69.70
600176.SH	中国巨石	55.47
603225.SH	新凤鸣	53.77
002092.SZ	中泰化学	52.97
002812.SZ	恩捷股份	52.58
600623.SH	华谊集团	50.77
002001.SZ	新和成	49.32
002601.SZ	龙佰集团	46.79
002408.SZ	齐翔腾达	46.33
002080.SZ	中材科技	45.37
002221.SZ	东华能源	44.96
000830.SZ	鲁西化工	44.62
600884.SH	杉杉股份	43.04
600096.SH	云天化	42.17
601808.SH	中海油服	41.42
600871.SH	石化油服	38.93
002709.SZ	天赐材料	36.81
601058.SH	赛轮轮胎	35.98
601966.SH	玲珑轮胎	35.22
600160.SH	巨化股份	34.88
000683.SZ	远兴能源	32.72

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 11：2022 年化工行业研发费用超过 7 亿元的上市公司

证券代码	证券简称	2022年研发费用（亿元）
601857.SH	中国石油	200.16
600028.SH	中国石化	127.73
002493.SZ	荣盛石化	43.67
600309.SH	万华化学	34.20
600871.SH	石化油服	18.39
601233.SH	桐昆股份	16.55
600938.SH	中国海油	15.27
600143.SH	金发科技	14.54
600339.SH	中油工程	13.52
600968.SH	海油发展	13.30
002648.SZ	卫星化学	12.38
600141.SH	兴发集团	12.32
600803.SH	新奥股份	12.20
600346.SH	恒力石化	11.85
600583.SH	海油工程	11.22
603225.SH	新凤鸣	10.78
002064.SZ	华峰化学	10.62
002601.SZ	龙佰集团	10.14
600500.SH	中化国际	10.00
000830.SZ	鲁西化工	9.90
601808.SH	中海油服	9.78
600884.SH	杉杉股份	9.53
002709.SZ	天赐材料	8.94
300073.SZ	当升科技	8.60
002001.SZ	新和成	8.59
600160.SH	巨化股份	8.24
600596.SH	新安股份	7.83
601966.SH	玲珑轮胎	7.48
000422.SZ	湖北宜化	7.35
002812.SZ	恩捷股份	7.24
603260.SH	合盛硅业	7.23
600352.SH	浙江龙盛	7.09
002408.SZ	齐翔腾达	7.06

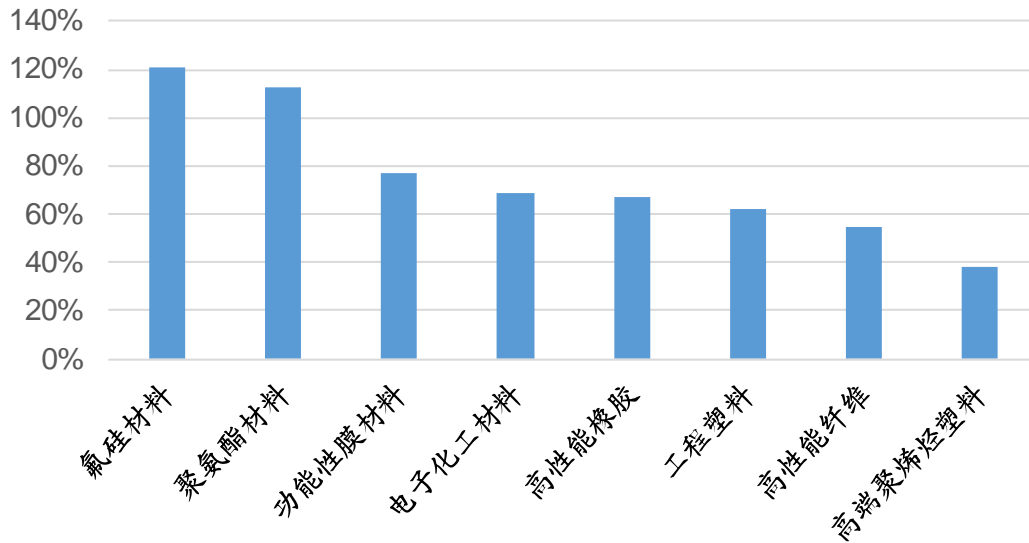
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2.3 高端应用激活市场，高端材料的国产替代持续推进

5G、新型显示、生物医疗、自动控制等终端应用逐步进入规模化发展，催生了各类配套材料的发展机遇。我国在相关本土企业的不断发展与追赶中，将持续推进高端材料的国产替代。

部分高端材料仍处于“卡脖子”状态。功能性膜材料、电子化工材料、高性能橡胶、工程塑料、高性能纤维、高端聚烯烃塑料等化工新材料目前自给率较低，部分高端产品存在结构性短缺。

图 12：中国化工新材料自给率



资料来源：张丽《化工新材料补短板路径研究》，东兴证券研究所

随着半导体、5G、新型显示等终端领域的发展，以电子化工材料为代表的化工新材料迎来国产替代机遇期。一批本土企业经过多年的技术积累，在部分电子化工材料领域已经实现了技术突破，目前已打入部分国产下游芯片及显示面板的供应链体系中。目前国内本土企业在显示面板材料，尤其是 LCD 材料的研发与制造方面，已实现了较高比例的国产替代，但是在部分高端的 OLED 材料及芯片及电子化工材料的研发与制造方面，仍与国外领先企业有较大的差距。我们认为，随着目前已实现国产替代的电子化工材料的品质及稳定性不断优化升级，并与下游国内客户深度绑定，这部分材料国产替代的比例有望不断增加；对于部分国产化率较低的高端材料，随着本土企业不断的研发投入、技术的不断突破，未来也有望实现“从零到一”的国产替代突破。

随着生物医疗等新兴领域的应用逐步打开，以陶瓷材料为代表的高端化工新材料有望迎来广阔的发展空间。我们认为，传统工业领域对陶瓷材料的需求较为稳定，新增需求较为有限；而以生物医疗等为代表的新兴应用领域将会为纳米级陶瓷材料带来广阔的增量发展空间，预计将成为打开中高端陶瓷材料应用市场的新引擎。

2.4 央国企有望迎来经营改善，实现高质量发展

为推动中央企业提高核心竞争力、加快实现高质量发展，国资委进一步优化中央企业经营指标体系，将中央企业 2023 年主要经营指标由原来的“两利四率”调整为“一利五率”，并提出了“一增一稳四提升”的年度经营目标。

此外，国资委近期公布了第二批“创建世界一流示范性企业”名单，示范企业数量增至 28 家，其中石化化工行业入选企业共有 4 家，分别是中国石油、中国石化、中国海油和万华化学。

我们认为，央国企“一利五率”考核调整有望带来相关企业经营业绩提升的预期，同时“创建世界一流示范性企业”的行动也有望为央国企的发展打开新空间，带动相关企业高质量发展、全球化发展。

3. 投资策略

展望 2023 年下半年，我们认为国内化工行业景气度有望边际回暖，但在短期内，当前化工产品价格持续回落、终端需求有所疲软的情况下，多数化工品的周期性投资难度加大。我们预计化工行业大部分子板块的基本面尚存较大不确定性，但部分细分领域仍存投资机会。

我们建议重点关注：①下游需求偏刚性的精细化工类产品，推荐扬农化工（农药）、利安隆（高分子材料抗老化助剂）；②资本开支扩张和研发驱动成长的龙头企业，推荐华鲁恒升（资本开支驱动）、新和成（资本开支+研发驱动）；③受益于国产替代持续推进的部分高端化工新材料，推荐万润股份（显示材料）、国瓷材料（陶瓷材料）。

4. 风险提示

化工品需求大幅下滑；成本端原料价格大幅上涨；行业新增产能投放超预期。

分析师简介

刘宇卓

9 年化工行业研究经验。曾任职中金公司研究部。加入东兴证券以来获得多项荣誉，包括 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2016、2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070
传真：010-66554008

电话：021-25102800
传真：021-25102881

电话：0755-83239601
传真：0755-23824526