

化工行业2022年中期投资策略

拥抱资源主线，寻找景气品种

西南证券研究发展中心
化工研究团队
2022年6月

核心观点

核心观点:

- 化工优质赛道发展前景广阔，市场面向全球，竞争格局稳定，盈利确定性高。行业领先企业在全局竞争中脱颖而出，核心优势显著，未来将能为投资者创造长期价值。
- 地缘政治冲突激化，化工相关资源品供给受到较大影响，此外部分资源品种战略资源属性逐步显现，供给收缩大势所趋。资源品作为下游多数行业刚需，需求将稳步增长。2022年下半年资源品长期供需紧张的问题仍在，全球高通胀背景下，上游资源品高景气持续时间将远超预期。
- 结合当前国际化肥市场供需失衡、天然气供需错配、国际油价高位盘整、资源品价格上涨等情况，我们重点关注钾肥、磷肥、纯碱、煤化工等高景气品种的投资机会。

重点关注板块及相关标的:

钾肥板块: 钾肥垄断程度远超其他大宗商品，白俄钾肥出口受阻下全球钾肥市场景气上行，建议关注：盐湖股份（000792.SZ）

磷肥板块: 地缘政治冲突引发粮食安全担忧，高通胀背景下，农作物价格维持高位，带动磷肥需求。俄乌冲突致全球磷肥供应减量，磷肥高景气持续，建议关注：云天化（600096.SH）、兴发集团（600141.SH）。

纯碱板块: 传统领域需求平稳，光伏玻璃需求增长迅速；欧洲纯碱产能约占全球的20%，欧洲天然气价格走高抬升欧洲纯碱成本，国内纯碱竞争力增强，出口成为增长点，年内纯碱维持供需紧平衡。

农药板块: 公共卫生事件与极端天气频发的大环境下粮食安全重要性凸显，支撑全球农药市场稳步发展，高毒品种淘汰、生产工艺进步与我国转基因作物推广进程加快带来行业结构性机会，建议关注：利尔化学（002258.SZ）、扬农化工（600486.SH）。

新型煤化工: 煤化工符合我国资源现状，高油价背景下，具有成本比较优势的煤化工企业竞争力凸显，建议关注：华鲁恒升（600426.SH）、宝丰能源（600989.SH）。

MDI: MDI寡头垄断格局稳固，行业将保持长期高盈利，我国MDI企业已具备国际竞争力，建议关注：万华化学（600309.SH）。

新材料板块: 涤纶车用丝受益于全球汽车行业复苏及安全类产品需求持续增长，认证壁垒高，产业链全球化布局趋势明显；纤维素醚下游植物胶囊、人造肉等新兴领域需求旺盛，环保壁垒驱动行业集中度提升，建议关注：海利得（002206.SZ）、山东赫达（002810.SZ）。

风险提示: 下游需求不及预期，原料价格或大幅波动，安全生产事故。

目 录

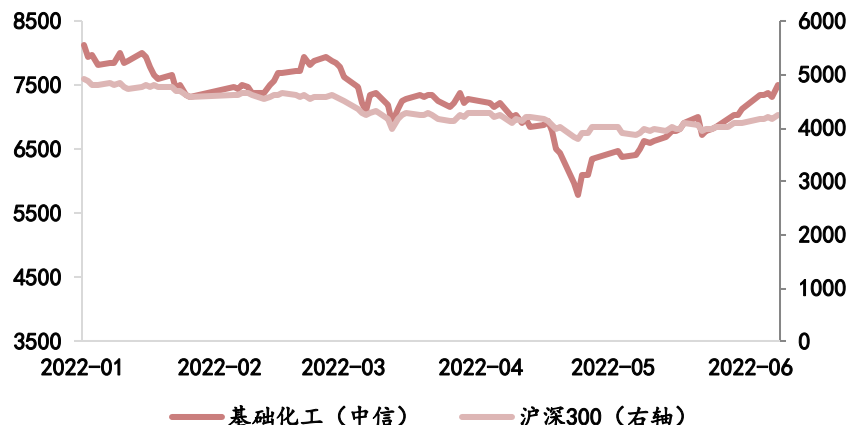
◆ 2022年上半年行业回顾

◆ 2022年中期行业投资策略

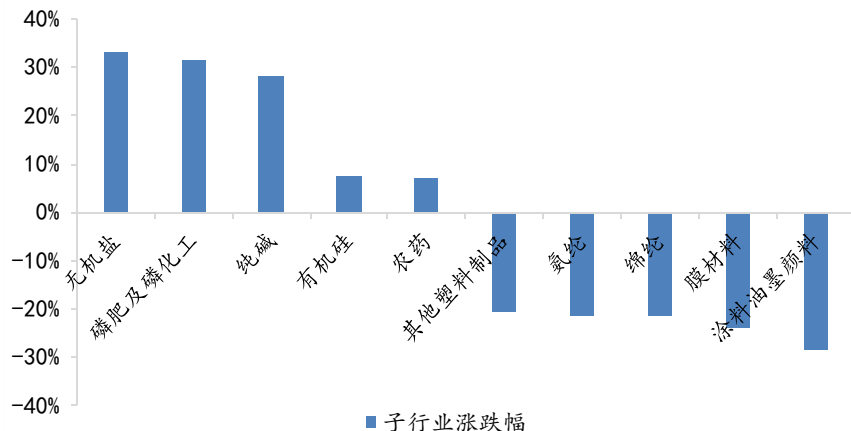
◆ 2022年中期重点推荐投资标的

2022年上半年化工行业回顾

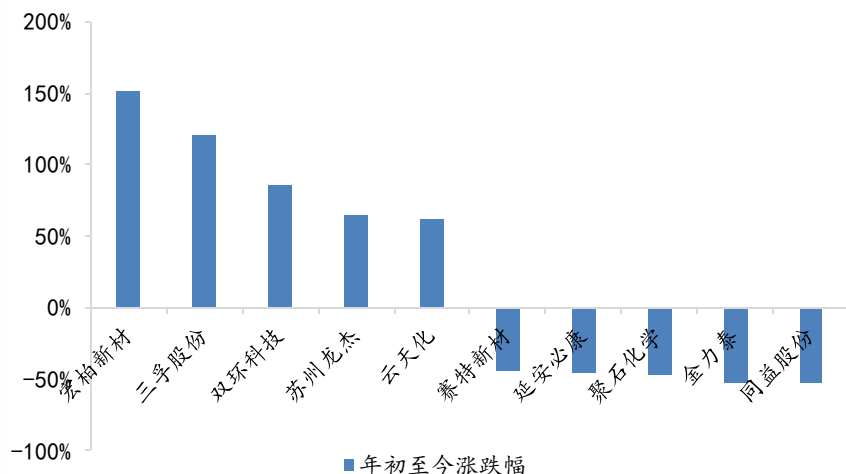
化工指数相对沪深300走势



化工行业涨跌幅前五子行业



化工行业涨跌幅前五个股

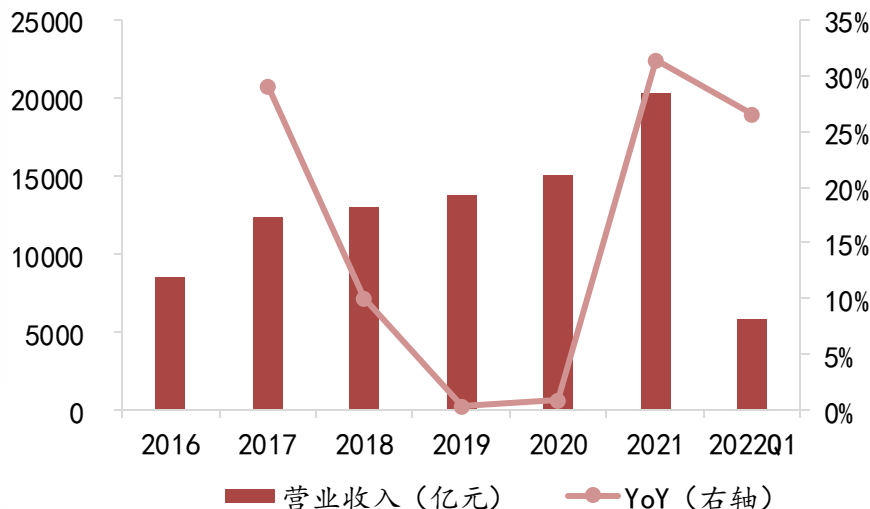


- 2022年初至6月17日，基础化工（中信）下跌5.0%，沪深300下跌12.4%，化工指数跑赢沪深300指数7.3个百分点。
- 2022年初至6月17日，基础化工（中信）33个三级子行业中，12个子行业表现为上涨，领涨行业为无机盐、纯碱、磷肥及磷化工、有机硅、农药，涨幅分别为33.3%/31.5%/28.3%/7.5%/7.1%。
- 2022年初至6月17日，涨幅最大的为宏柏新材（+151.5%）、三孚股份（+121.2%）、双环科技（+86.4%）、苏州龙杰（+65.2%）、云天化（+61.9%）；跌幅最大的为金力泰（-52.2%）。

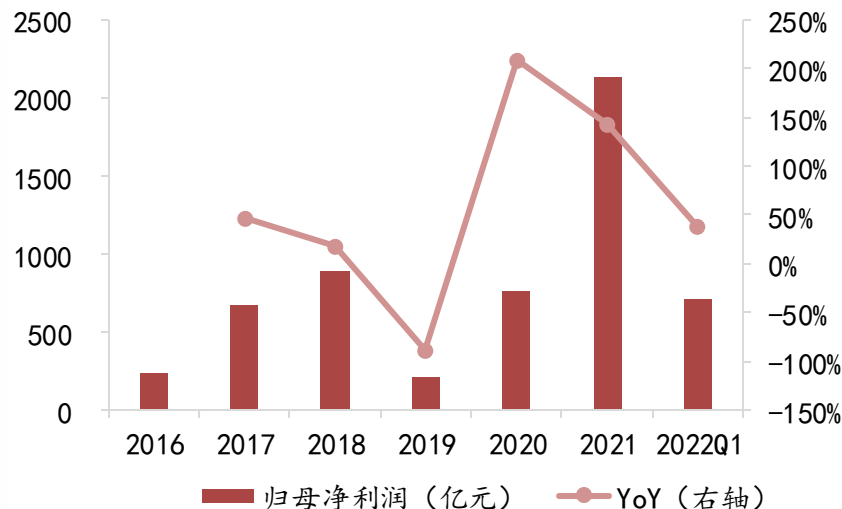
2022年上半年化工行业回顾

- 2022年第一季度，基础化工（中信）实现营业收入5837亿元，同比增长26. %，实现归母净利润707亿元，同比增长38. 6%。
- 2022年上半年，在地缘政治局势影响下，全球能源价格突破新高，截止6月10日，布伦特原油上涨至113美元/桶，NYMEX天然气上涨至7.0美元/百万英热。能源价格的飙升推动上游、中游化工品价格上涨，中国化工品价格指数CCPI由年初5187点上涨至5975点，逼近2021年10月的最高值。欧美由于能源结构更依赖于油气，成本推动下化工品涨幅更为明显，海内外化工品价差显著扩大，中国化工品出口竞争力提升。
- 从子行业来看，一季度收入增速最快的是钾肥、锂电化学品、碳纤维、纯碱、有机硅行业，同比分别+164%/+143%/+126%/+66%/+60%，归母净利润增速最快的是氟化工、钾肥、民爆用品、无机盐、锂电化学品行业，同比分别+396%/+332%/+250%/+247%/+241%。

化工行业营业收入及增长率



化工行业归母及增长率



目 录



2022年上半年行业回顾



2022年中期行业投资策略

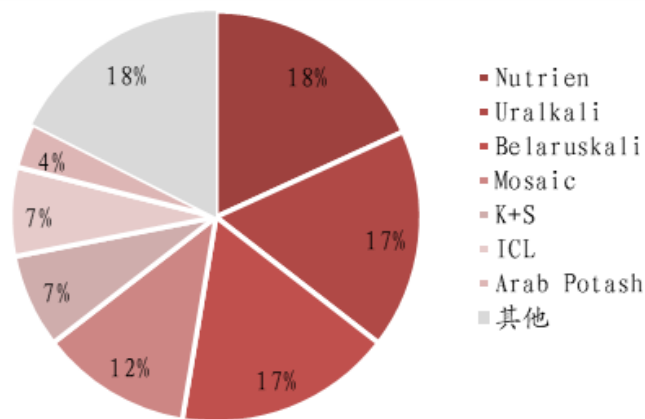


2022年中期重点推荐投资标的

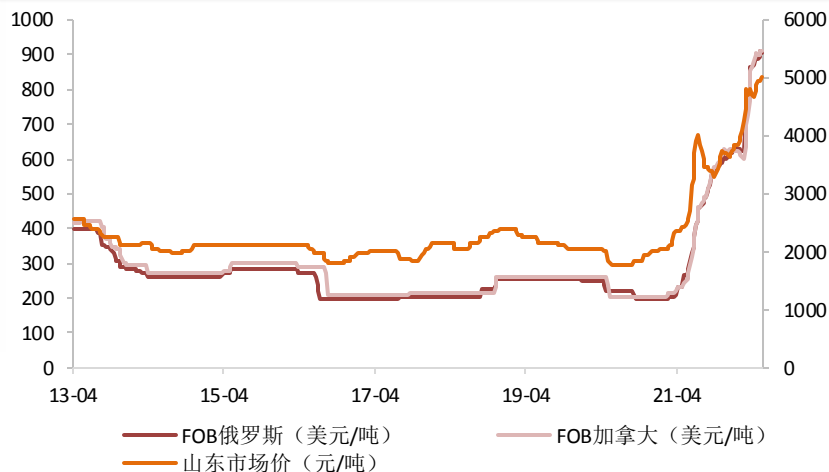
钾肥：白俄钾肥出口受阻，预计22年行业景气维持高位

- 全球钾肥市场呈现寡头垄断格局，加拿大、白俄罗斯、俄罗斯三国钾肥储量占的66%。2019年，全球前七大钾盐供应商氯化钾产量合计5960万吨，集中度高达82.5%。
- 2021年5月，美国、欧盟宣布对白俄罗斯实施经济制裁，白俄钾肥厂（JSC Belaruskali）也受到波及。该公司年出口量超一千万吨，客户主要来自中国、印度及巴西等国。
- 此前，白俄钾肥厂产品主要通过立陶宛克莱佩达港发往全球，但自今年2月开始，立陶宛停止了白俄钾肥的铁路运输，目前白俄钾肥出口较为困难，仅少量钾肥可以借道俄罗斯港口出口。
- 出口受阻加剧了人们对钾肥供应短缺的担忧，国际钾肥价格不断走高，目前主要产地氯化钾FOB价格已突破900美元/吨，创下了近十年的历史新高。

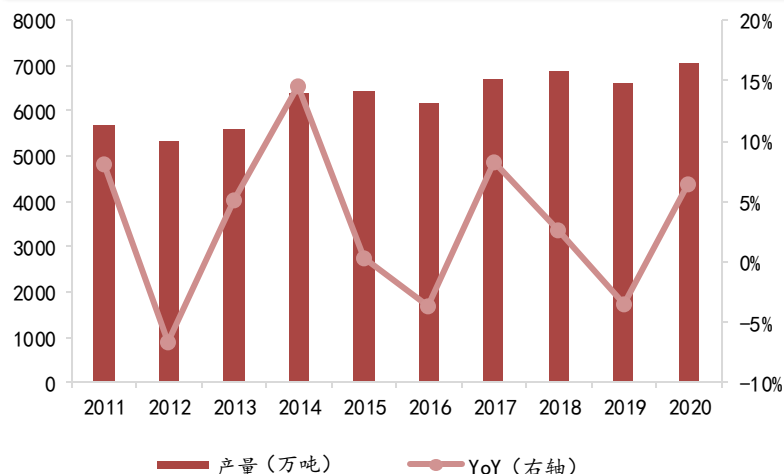
2019年全球氯化钾CR7=82.5%



全球钾肥价格创下近十年历史新高

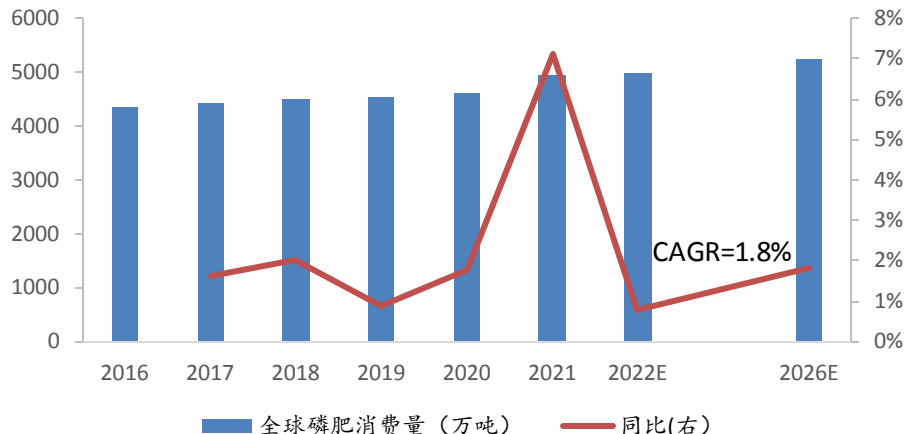


全球钾盐产量增长平缓

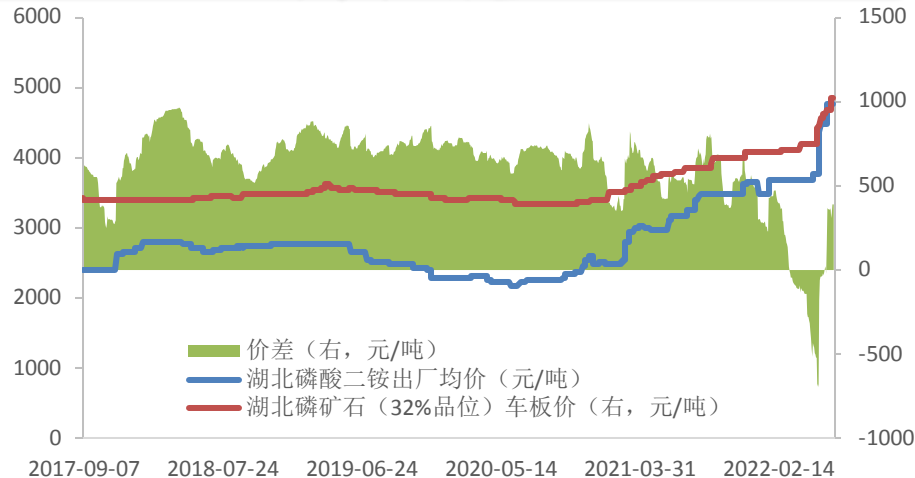


磷肥：海外供需失衡，出口占比大的一体化企业享行业高景气

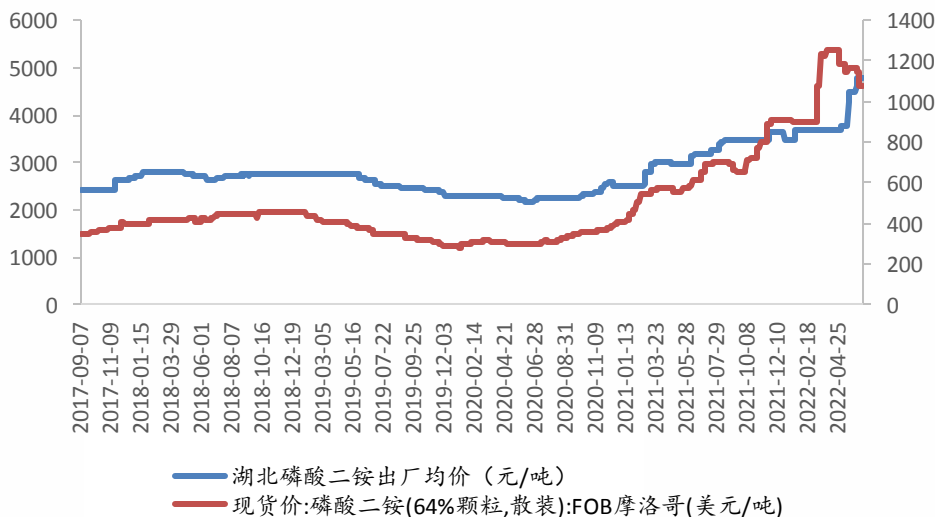
全球磷肥需求稳步增长



国内磷肥价差回正



磷肥海内外价差高企

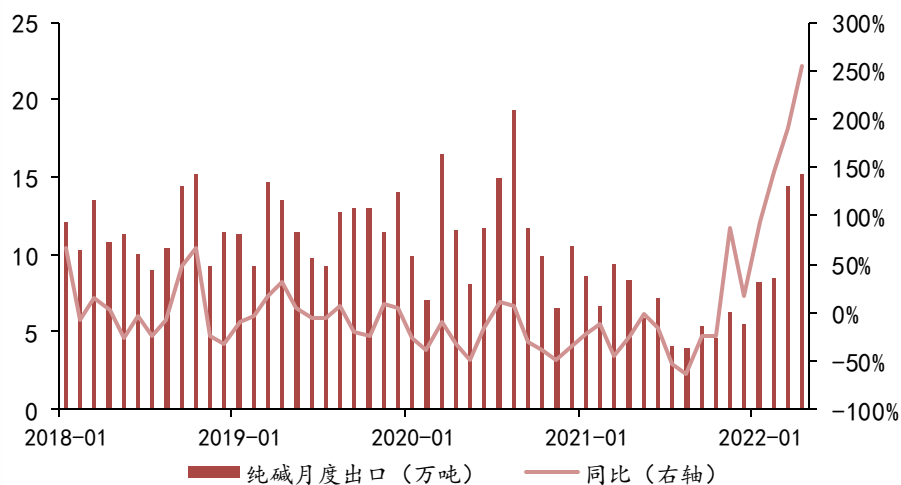


- 在疫情影响及地缘政治冲突影响下，各国更重视粮食安全，带动化肥需求增长。IFA预计2022年全球磷肥需求量将达到5000万吨，到2026年将维持1.8%的复合增速。摩洛哥磷肥供应链受俄乌冲突影响，供应减量，俄罗斯停止对部分国家出口化肥，合计全球约32%的磷肥贸易量受影响，我们预计磷肥高景气将持续。
- 一体化头部企业出口占优：国内磷肥产量有较大比例出口，2021年出口占比为36%，同比增加7个百分点。头部企业由于工艺领先、环保措施到位、有配套磷矿，成本低，开工率远超行业均值，在完成国内保供任务后，多余部分能够向海外出口，赚取高额海内外价差。同时在磷矿等原材料上涨的背景下，一体化企业成本占优。

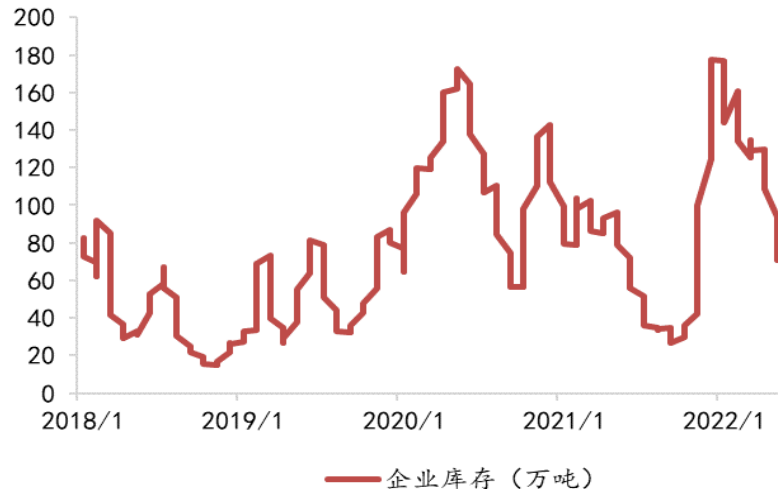
纯碱：供给收缩，光伏玻璃、出口提振需求

- **光伏行业高速增长带来增量需求。**1吨光伏玻璃消耗约0.2吨纯碱，目前全国光伏玻璃日熔量约5.6万吨/天，同比增长59.3%。根据听证会公告信息，2022年全年预计新增光伏玻璃产能合计为5.1万吨/天（其中部分已投产），考虑到光伏玻璃项目全部按期投产的概率较低，我们测算2022年光伏玻璃产量预计将增加3万吨/天，再考虑光伏玻璃产线有约一年的产能爬坡期，2022年对应的纯碱需求增量约在80万吨。
- **国内外价差拉大提振纯碱出口。**2021年，由于国内市场纯碱供应偏紧，国内企业出口意愿不强，全年特别是下半年出口量明显下滑，全年仅出口76万吨。2022年以来，国内纯碱出口持续回暖，1至4月累计出口46.2万吨，同比增长40.0%。主要原因在于俄乌冲突影响下，原材料价格上涨，海外企业生产成本上移，致使东南亚、南美地区的纯碱需求转向国内。考虑到能源价格维持高位，预计未来单月出口量能保持在15万吨左右，全年出口量有望达到166万吨，较2021年增加90万吨。
- **内外需共振下，国内纯碱企业库存从年初177万吨的高位回落至目前的43万吨，纯碱市场呈现货紧价扬姿态。**展望后市，供给端2022年国内几无新增产能，需求端光伏玻璃及出口需求较2021年明显改善，预计全年纯碱维持供需紧平衡，高景气度延续。

纯碱月度出口量

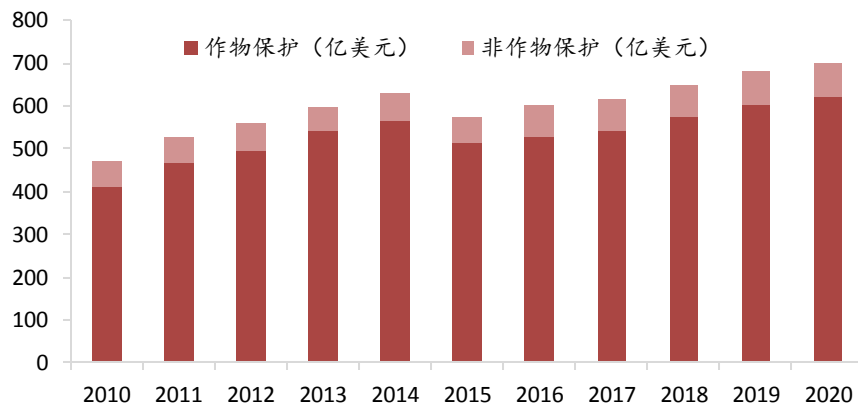


国内纯碱社会库存



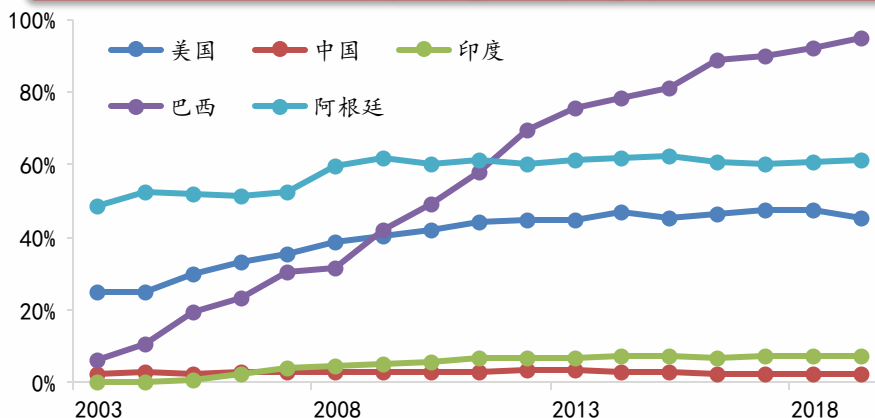
农药：高效低毒产品迎来结构性增长

全球农药市场规模



- **全球农药市场稳步发展：**根据Phillips McDougall初步统计分析，2020年全球作物用化学农药市值为620.4亿美元，同比增2.7%，非作物用农药市场同比增长0.6%，销售额为78.5亿美元，总销售额为698.90亿美元，同比增长2.5%。
- **高毒品种逐步淘汰：**我国已先后禁用38种，限制25种高毒农药。国际社会方面，先后有《鹿特丹公约》、《斯德哥尔摩公约》及《巴塞尔公约》等国际公约，都明文要求严格管控剧毒高毒农药的生产使用。
- **生产工艺更加绿色环保：**农药生产三废污染较为严重，近几年来我国环保督查越发严格，新建项目环保审批难度加大，大量环保不到位的中小企业关停退出，农药生产向绿色环保转型。

主要国家转基因渗透率

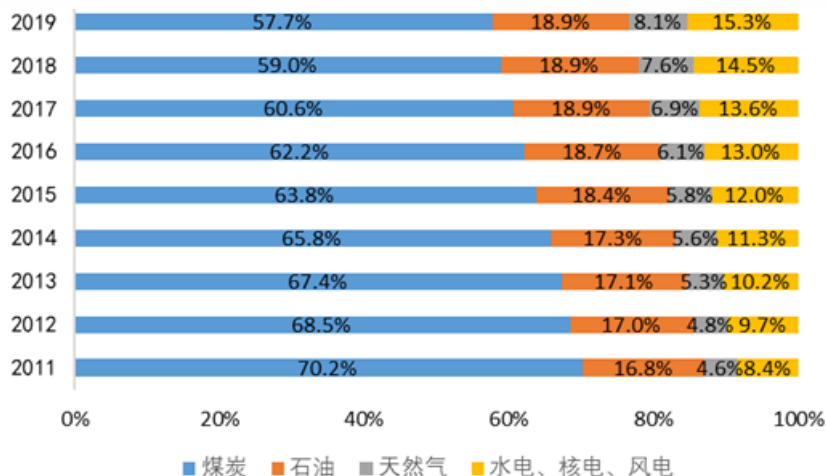


- **转基因作物推广使得农药用药结构发生根本性改变：**全球转基因作物种植面积趋于稳定，新的转基因种子不断推出。转基因作物的推广带来的相应除草剂需求的大幅增长以及部分杀虫剂需求下滑，其中草甘膦即为过去30余年转基因推广受益最大的品种。随着草甘膦的抗性日益严重，同时其安全性也遭到质疑，人们正不断研究新的抗除草剂性状的转基因，将对除草剂的种类结构性变化值得重点关注。
- **我国转基因作物推广值得期待：**2019至今农业部已颁发4个转基因玉米和3个转基因大豆生物安全证书。2021年11月农业部发布《农业转基因生物安全评价管理办法》（征求意见稿），拟将转基因作物生产试验缩短至一年，去除试验地域限制，转化商业体放开，允许作物安全证书延期。转基因商业化即将开启。

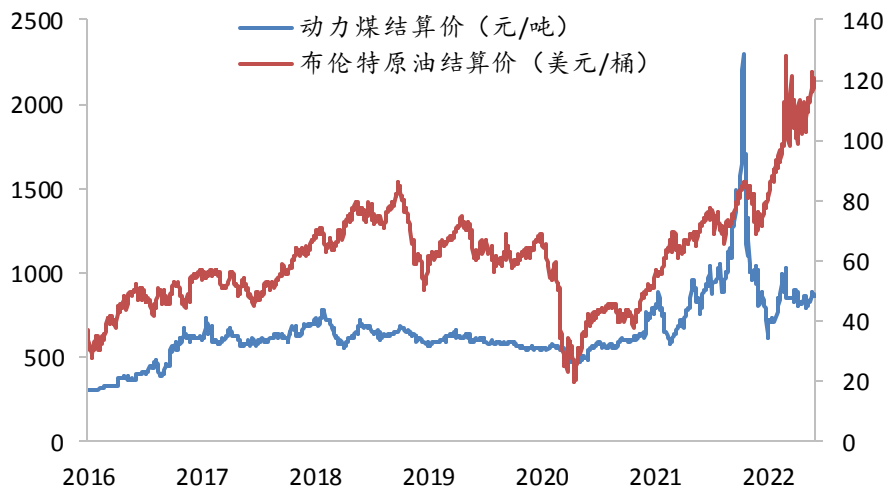
新型煤化工：比较优势构筑长期竞争力

- **煤炭仍将在我国能源消费中占据主导地位。**我国自然禀赋具有“富煤、贫油、少气”的特点，尽管近年以水电、风电为代表的非化石能源增速明显，煤炭在未来很长一段时间内仍将在我国能源消费中占据主导地位。
- **油头化工品需求稳步增长，煤化工符合我国资源禀赋：**C2、C3化学品的主要来源是石油，由于国内原油的匮乏，许多C2、C3产品仍高度依赖进口。以聚烯烃为例，国内聚烯烃需求旺盛，2021年我国聚乙烯表观消费量3697.6万吨（+4.2%），聚丙烯表观消费量3050万吨（+2.7%），整体进口依存度为26.3%。因此，发展煤化工符合我国资源禀赋，也有利于降低石油对外依存度。
- **煤化工各企业间成本差异巨大，重点关注成本优势企业：**发展煤化工需要大量的水及煤炭资源，区位对企业生产成本影响巨大，而且各厂商技术水平、项目投资管控水平差距明显。以煤制烯烃为例，国内煤制烯烃部分老装置成本近5000元/吨（以2020年计算，该年气化用煤均价约350元/吨），宝丰能源等优势企业成本不到4000元/吨，相当于油头烯烃在原油35美元/桶下的水平，在2020年的油价低位阶段仍保持极强的竞争力。

我国一次能源消费结构

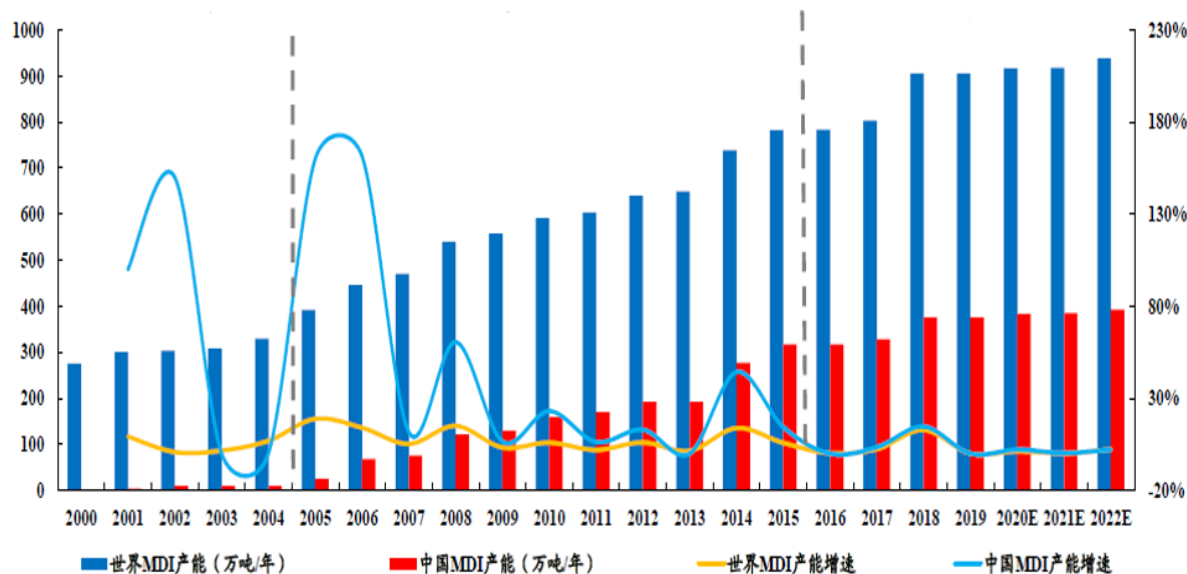


煤价冲高回落，原油价格持续走高

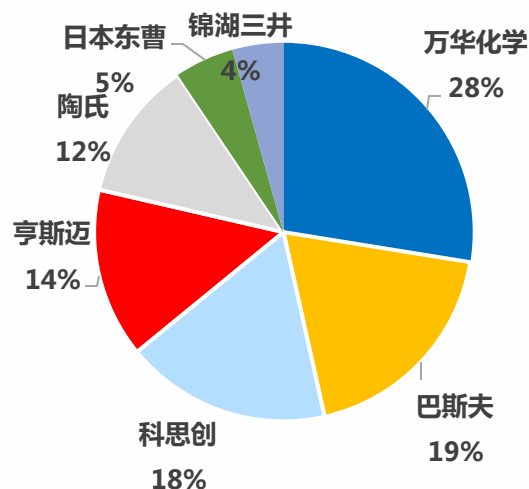


MDI：寡头格局下，龙头企业长期高盈利

全球MDI产能增长情况



2021年MDI产能占比

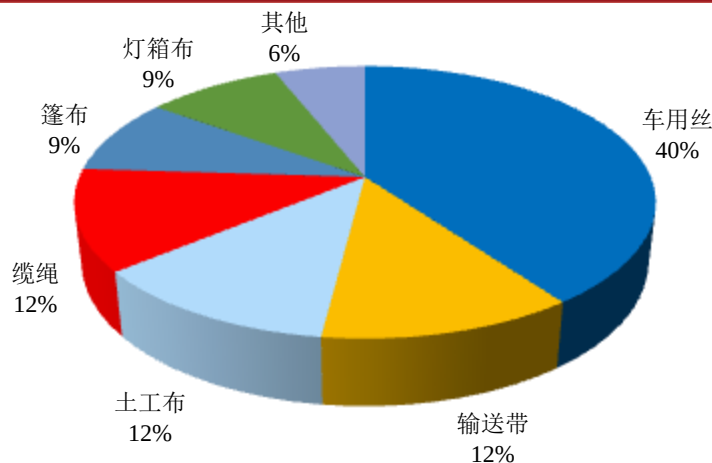


● 我国MDI企业已具备国际竞争力：MDI生产难度较高，2004年以前，国内几乎没有MDI生产设备，随着我国MDI生产技术实现突破，海外巨头也纷纷在国内建厂，我国MDI产能迅速增长，目前我国已是全球MDI的主要生产国和消费国。

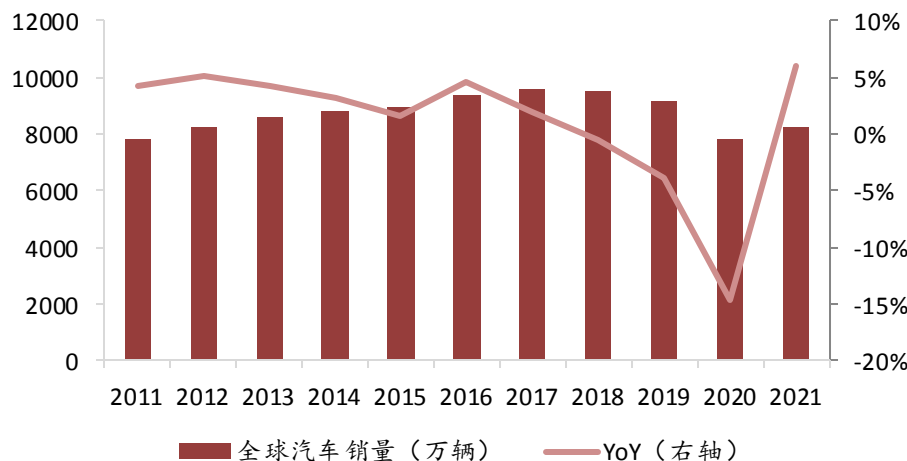
● MDI寡头垄断格局稳固，行业将保持长期高盈利：MDI行业全球范围内呈寡头垄断格局，CR5近90%，主要由于MDI生产技术壁垒较高，固定资产投资较大，难有新进入者。随着万华完成对福建康奈尔的收购，MDI行业寡头格局稳固。尽管MDI价格仍有周期性波动，但在低价下，巨头间控量保价操作频繁，未来行业将保持长期高盈利。

涤纶工业丝：车用丝需求将稳步增长

涤纶工业丝主要下游



全球汽车销量相对稳定



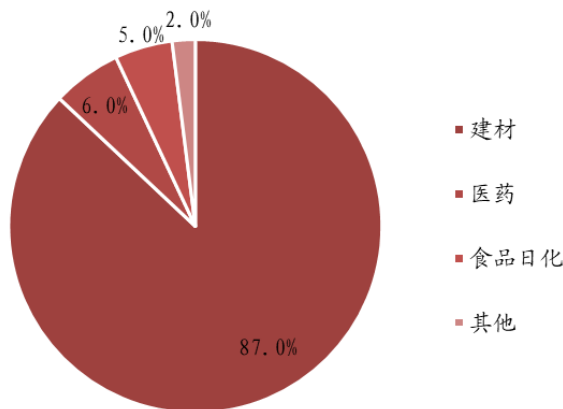
- **涤纶车用丝未来市场需求将持续增长：**车用丝是涤纶工业丝主要下游，主要用于轮胎帘子布、安全带和气囊。帘子布主要用于子午轮胎，目前全球汽车保有量处于缓慢增长中，使得轮胎总产量相对稳定，而全球轮胎子午化率已基本饱和，**每年需求约100万吨**，预计这部分需求未来比较稳定（占车用丝约70%）。全球新车销量及安全带的单车使用量相对稳定，**全球市场约10万吨**。

- **气囊丝需求超20万吨，涤纶气囊丝还有较大发展空间：**和涤纶气囊丝需求受汽车销量、单车用量、涤纶使用率影响，全球新车销量相对稳定，随着侧面安全气囊的使用，单车安全气囊数的增加；同时目前尼龙66是安全气囊的主要原材料，随着涤纶加工技术的成熟，目前涤纶性能已不逊于尼龙66，而涤纶价格低于尼龙66超1万/吨，成本优势明显，目前渗透率约30%，未来将逐步实现替代。

- **“缺芯”逐步缓解，全球汽车销量即将恢复向上：**2020-2021年由于疫情及缺芯等因素，导致全球汽车销量有所下滑。随着台积电等半导体厂商扩大汽车芯片产能，“缺芯”状况即将缓解，有望带动汽车行业重回增长轨道，拉动车用丝需求向上，利好龙头企业。

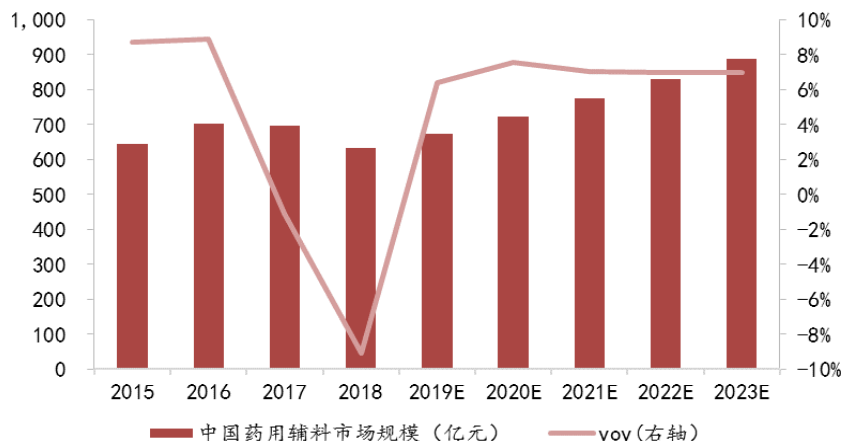
纤维素醚：建材级需求稳中向好，医药级供给端壁垒高筑

国内纤维素醚需求结构



● **建材级纤维素醚市场空间广阔：**建材级纤维素醚作为多种建筑材料的添加剂，如砂浆、腻子、涂料、PVC、陶瓷等。其中，预拌砂浆对现拌砂浆的替代对建材级纤维素醚的需求拉动最为明显。建筑业中，砂浆施用量仅次于混凝土，我国砂浆大多为现场拌制，带来严重的扬尘与噪音问题。国家六部委推广使用预拌砂浆，2016年我国预拌砂浆产量仅8581万吨，渗透率约5%，以0.15%的添加量计算，对应纤维素醚12.87万吨。随着预拌砂浆渗透率提升，纤维素醚需求有望快速增长。此外，保温砂浆、自流平砂浆、防水砂浆等特种砂浆增速有望超过普通砂浆，而特种砂浆的纤维素醚添加量是普通砂浆的10倍以上。

药用辅料市场规模预测



● **医药级纤维素醚壁垒高，竞争格局良好：**医药级纤维素醚可用于植物胶囊、薄膜包衣、粘合剂、药膜剂、软膏剂等，其生产工艺与建材级基本相同，但是对主要原材料纯净度和生产环境洁净度的要求高，并且生产需要分段醚化，反应时间长、生产难度大。另外，药品生产对品质具有“一致性”要求，需要各批次纤维素醚质量保持很高的稳定性，从而对生产控制过程提出了更高要求。因此，国内鲜有企业具备规模化生产能力，产能主要集中在陶氏、信越、乐天、赫克力士等海外厂家手中。

目 录



2022年上半年行业回顾



2022年中期行业投资策略



2022年中期重点推荐投资标的

盐湖股份（000792.SZ）：钾肥锂盐双龙头，受益行业高景气

- **依托资源优势，打造中国钾肥锂盐双龙头。**公司坐拥青海察尔汗盐湖，氯化钾钾储量5.4亿吨、氯化锂储量1200万吨，均居中国首位。公司已形成氯化钾产能500万吨，占全国产能的六成左右，碳酸锂产能3万吨，规模居国内前三。2022年，钾肥与锂盐行业双双迎来景气周期，公司业绩弹性值得期待。
- **寡头竞争格局下，钾肥价格易涨难跌。**全球钾盐资源分布的不平衡造成了钾肥行业的寡头垄断格局，近年全球钾盐产能利用率基本稳定，未来新增产能有限。需求方面，2021年农产品价格上涨提振钾肥需求，预计全年钾肥需求增长6.1%。同时，白俄钾肥厂商受到欧美制裁，出口受阻。供需错配下，钾肥价格快速上涨，主要产地氯化钾FOB价格已突破800美元/吨，创下近十年历史新高。
- **盐湖提锂龙头，有望迎来量价齐增。**2021年我国动力电池装机量同比增速高达125%，下游的旺盛需求拉动碳酸钾价格快速上涨，目前电池级产品价格达到46万元/吨。2022年，伴随蓝科锂业2万吨新产能的释放，公司锂盐板块盈利将明显提升。
- **在供需错配下，钾肥、锂盐产品未来盈利中枢将较往年大幅抬升，**公司作为国内钾肥、锂盐双龙头，在产品景气中充分受益。预计公司2022-2024年归母净利润分别为134/140/155亿，维持“买入”评级。
- **风险提示：**在建项目进度不达预期；钾肥、锂盐价格下跌。

公司钾肥弹性测算

钾肥含税价 (元/吨)	2000	2300	2600	2900	3200	3500	3800	4100	4400	4700	5000	5500
钾肥不含税价 (元/吨)	1835	2110	2385	2661	2936	3211	3486	3761	4037	4312	4587	5046
钾肥单吨净利 (元)	646	845	1043	1242	1441	1640	1839	2038	2237	2435	2634	2966
550万吨销量净利 (亿元)	35.5	46.4	57.4	68.3	79.3	90.2	101.1	112.1	123.0	133.9	144.9	163.1

云天化（600096.SH）：矿化一体化龙头，充分享受化肥行业高景气

云天化产能情况

板块	产品	产能	备注
化肥	磷酸二铵	445	配套58万吨煤头合成氨
	磷酸一铵	80	
	尿素	200	配套150万吨合成氨，其中50万吨气头，50万吨煤头有300万吨自产煤
	复合肥	36	
		45	
	复混肥	25	
精细化工	聚甲醛	9	
	黄磷	3	
	饲料级磷酸氢钙	50	
磷矿采选	磷矿	1450	储量超过8亿吨

盈利预测

单位：亿元、元/吨		2021	2022E	2023E	2024E
磷酸一铵	单价	2675	3252	3300	3350
	销量	135	154	159	167
	单位制造成本	1698	2041	2143	2208
	毛利	13.2	18.6	18.4	19.1
磷酸二铵	单价	3081	3968	4000	4050
	销量	314	376	396	388
	单位制造成本	2228	2684	2818	2902
	毛利	26.7	48.3	46.8	44.5
尿素	单价	2233	2569	2600	2700
	销量	151	180	190	200
	单位制造成本	1359	1545	1600	1650
	毛利	13.2	18.4	19.0	21.0
磷酸氢钙	单价	2910	3850	4043	4245
	销量	52	52	52	52
	单位制造成本	2176	2277	2350	2450
	毛利	3.8	8.2	8.8	9.3
复合肥	单价	2486	2726	2826	2900
	销量	111	130	130	130
	单位制造成本	2142	2454	2527	2603
	毛利	3.8	3.5	3.9	3.9
其他	收入	423	430	435	445
	毛利	25.6	27.6	28.1	29.8
合计	收入	632.5	731.2	753.2	771.8
	毛利	86.5	124.7	125.0	127.6
	期间费用	39.9	45.2	43.8	40.1
	投资收益、资产减值损失等	2.1	1.7	1.4	1.3
	所得税	6.6	12.2	12.4	13.3
	少数股东损益	5.7	13.3	12.2	13.6
	归母净利润	36.4	55.7	58.1	61.9

- **充分受益磷肥行业高景气：**公司作为矿化一体化龙头企业，自有磷矿资源，并有配套合成氨产能，各环节自给率较高，其中磷矿基本实现自给，2020年中收购大为制氨后，合成氨自给率提升至约90%。
- **公司过往年份磷肥出口量约占全国出口量的20%，**目前海内外磷肥价差仍高达2200元/吨，作为国内领先的磷肥出口企业，高额海内外价差将进一步增厚公司利润。预计2022-2024年公司归母净利润分别为55.7、58.1、61.9亿元，给予“买评级”。
- **风险提示：**原料价格或大幅波动、在建产能投产或不及预期、需求或不及预期。

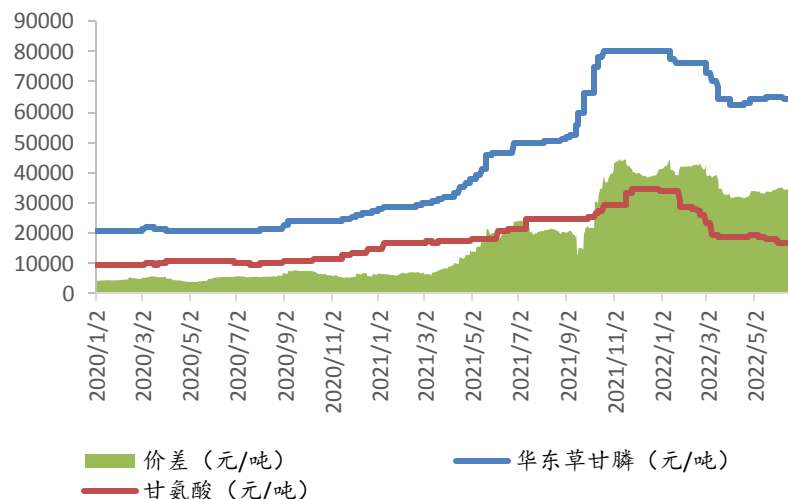
兴发集团（600141.SH）：传统业务稳步增长，驶入新能源新材料成长快车道

兴发集团产能

产品	产能	备注
磷矿石	415万吨/年	储量4.3亿吨，后坪磷矿在建200万吨，预计2022下半年建成
发电量	18万千瓦时/年	水电站32座，分布式光伏电站4个
精细磷酸盐	20万吨/年	
磷铵	100万吨/年	20万吨一铵，80万吨二铵
合成氨	40万吨/年	目前持股49%，2022-4公告拟从控股股东处收购余下51%股权
甘氨酸	10万吨/年	草甘膦原料，权益产能7.7万吨/年
草甘膦	18万吨/年	权益产能14.75万吨/年，内蒙兴发在建5万吨，预计2022三季度投产
有机硅单体	36万吨/年	内蒙兴发40万吨在建，预计2023年投产，拥有8万吨金属硅原料产能
氯碱	31万吨/年	
电子级磷酸	3万吨/年	
电子级硫酸	2万吨/年	在建7万吨1C级硫酸，预计2022年投产
电子级蚀刻液	3万吨/年	
电子级双氧水	-	在建1万吨，预计2022年投产

- **产业链一体化程度高**：公司拥有磷矿石、合成氨、甘氨酸、金属硅等原材料产能，同时有自备电站为黄磷等高耗能产品提供能源，电力自给率50%以上，在原材料、能源价格上涨的背景下，成本优势突出。

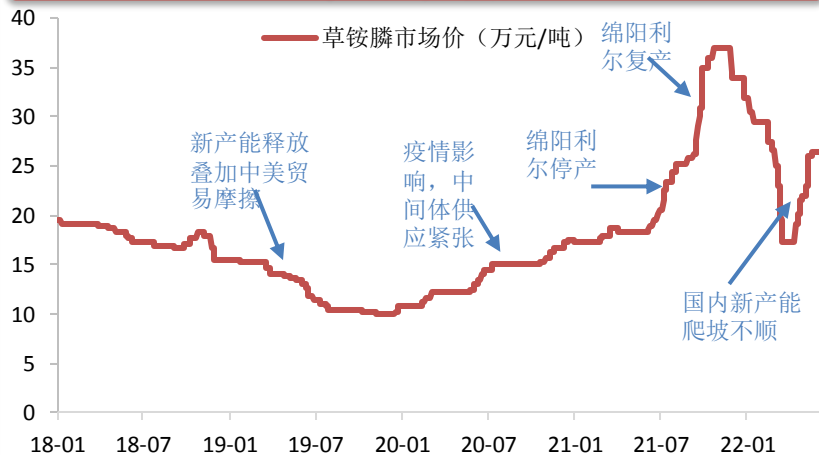
草甘膦景气高位维持



- **切入新材料、新能源赛道**：公司有8万吨电子级化学品产能，已通过下游客户认证，尚有8万吨电子化学品在建，将于2022年底投产；依托自身磷源优势，联合华友钴业进军新能源赛道，计划共同投资建设50万吨/年磷酸铁（一期10万吨/年）。
- **预计2022-2024年公司归母净利润分别为55.0、66.2、74.7亿元**，公司磷矿资源产能、储量居行业前列，磷化工产业链布局完整，更具自主性，同时切入系能源赛道，兼具较高成长性，给予“买入”评级。
- **风险提示**：需求或不及预期、原料价格或大幅波动。

利尔化学（002258.SZ）：依托技术壁垒护城河，打造创新型平台公司

草铵膦价格



利尔化学草铵膦价格弹性

市场价 (万元/吨)	15	18	21	24	27	30	35	40	45
吨净利 (万元)	1.0	3.3	5.6	8.0	10.3	12.7	16.6	20.5	24.4
合计净利 (亿元)	1.4	4.9	8.5	12.0	15.5	19.0	24.8	30.7	36.5

注：假设销量1.5万吨

www.swsc.com.cn

资料来源：wind，西南证券整理

- **转基因推广及高毒农药禁用，草铵膦需求将持续增长：**高毒农药在全球范围内逐步被禁用，巴西、美国抗草铵膦转基因推广，都将促进草铵膦需求持续增长。
- **草铵膦生产工艺难度大，价格将保持合理区间：**全球草铵膦名义产能超4万吨/年，中国占比约60%，环保趋严下大量产能停产，目前实际有效产能约2万吨/年。国内主要新增产能依然采用格氏反应，工程放大存在多项技术难题，产能短期难以释放；该路线环保成本高昂，草铵膦未来供给相对平衡。
- **公司草铵膦成本优势巨大：**公司凭借出色的工程化能力，攻克了草铵膦生产工艺放大难题，攻克了草铵膦生产工艺放大难题，目前绵阳利尔已扩产至8400吨。公司在广安建成7000吨新产能，前半程采用拜耳法制备MDP，后半程采用改进Strecker工艺，较国内同行具有明显成本优势。公司两厂区合计拥有15400吨草铵膦产能，已成为国内龙头企业。
- **氯代吡啶龙头，一体化优势显著：**公司是全球第二大氯代吡啶类农药供应商，现有2800吨毕克草、3000吨毒莠定、1300吨氟草烟以及1500吨绿草定产能，子公司鹤壁赛科具备相关中间体产能，提供可靠原料保障。在能耗、环保要求趋严的大背景下，我们判断未来公司氯代吡啶类产品盈利水平将保持较高的盈利中枢。
- **依托技术壁垒护城河，创新型公司成长性十足：**公司氯代吡啶农药产品盈利稳定，草铵膦价格向上弹性大，未来随着新工艺的突破，将具备远超同行的成本优势，成为全球草铵膦龙头。公司还有氟环唑等产品将推出，储备L-草铵膦、唑啉草酯、氯虫苯甲酰胺等系列新产品，技术创新推动公司成长。预计公司22-24年归母净利润分别为14.7、17.6、21.5亿，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原料价格或大幅波动、需求或不及预期。

扬农化工（600486.SH）：内生外延并举，新项目打开长期成长空间

优嘉三期（植保园一期）产品明细

类别	产品	产能 (吨/年)	类别	产品	产能 (吨/年)
拟除虫菊酯	氯氟菊酯原油	700	拟除虫菊酯	氯氟苯菊酯	30
	高效氯氟菊酯原粉	100		氟丙菊酯	5
	高效氯氟菊酯苯油	4000	杀虫剂	噁虫酮	50
	功夫菊酯原粉	2500		氟啶脲	200
	四氟醚菊酯	20	杀菌剂	苯醚甲环唑	1000
	四溴菊酯	20		丙环唑	2000
	溴氟菊酯	50	除草剂	高效盖草能	500
	右旋苯醚氟菊酯	100		噻苯隆	200
	氟氯氟菊酯	100	植物生长调节剂		

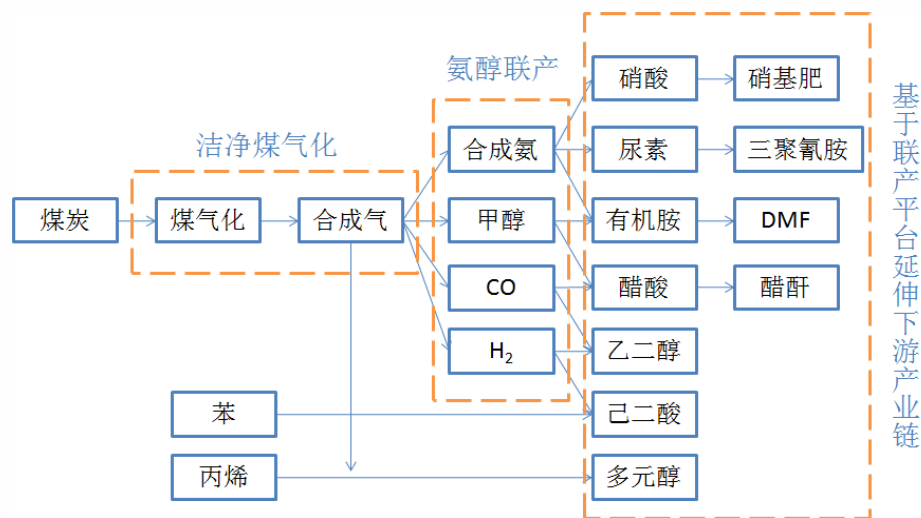
优嘉四期（植保园二期）产品明细

类别	产品	产能 (吨/年)	类别	产品	产能 (吨/年)
拟除虫菊酯	联苯菊酯	3800	杀菌剂	氟啶脲	1000
	功夫菊酯	3000		丙环唑	2000
	右旋胺菊酯	360		苯醚甲环唑	3000
	丙氟菊酯	50	杀虫剂	羟吡啶	200
	甲氧苄氟菊酯	50		虱螨脲	1000
	四氟甲醚菊酯	50		DV异丙酯	100
除草剂	硝磺草酮	6000	增效剂	己二酸异丙酯	400

- **优质园区资源，菊酯全产业链布局完善：**公司是极少数仍在在江苏化工园区内扩产农药项目的企业，也是目前国内唯一一家具有菊酯全产业链的企业。公司国内卫生菊酯市占率已达70%，未来优嘉新项目仍将扩大公司菊酯产能，进一步优化产品结构。
- **优嘉四期项目一阶段投产，业绩贡献值得期待：**公司优嘉四期（中化现代植保产业园二期）项目总投资19.4亿元，项目第一阶段已于2021年12月建成进入调试生产，产品包括3800吨联苯菊酯、6000吨硝磺草酮、3000吨苯醚甲环唑、1000吨氟啶脲四类，优嘉四期全年业绩贡献值得期待。环评信息显示，优嘉四期剩余产品包括3000吨功夫菊酯、510吨卫生菊酯、2000吨丙环唑、1000吨虱螨脲、200吨羟吡啶、500吨增效剂，有望在2022年底建成，助力公司业绩持续增长。
- **依托国际农化巨头，加速全球化渗透：**2021年7月，先正达集团完成受让公司36.17%股份，成为公司控股股东。2021年11月，公司独家授权先正达及其属地公司代理公司在印度、菲律宾、泰国的销售业务。未来，在中化与先正达海外营销资源的帮助下，公司将进一步扩宽海外市场，提升全球市场份额。
- **公司是我国农化行业标杆，区位优势明显，牵手国际农化巨头成长确定性强。**预计公司2022-2024年归母净利润分别为20.8、22.5、25.1亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**汇率或大幅波动、新项目进度或不及预期、产品价格或下跌。

华鲁恒升（600426.SH）：新型煤化工标杆企业，成本竞争优势行业领先

华鲁恒升产业链示意图



- 依托洁净煤气化技术，在氨醇联产基础上，通过合成氨、甲醇、氢气、CO、CO₂等中间品构建下游产品组合，目前公司甲醇、合成氨生产比例约3:1。
- 产能：氨醇产能320万吨，尿素180万吨、DMF 30万吨、混甲胺20万吨、醋酸55万吨、己二酸33万吨、醋酐5万吨、三聚氰胺5万吨、乙二醇50万吨、DMC35万吨等。
- 依托水煤浆气化产生的廉价氢气及氨醇，公司继续拓展己二酸、己内酰胺产业链，打开长期成长空间。

- **兼具成长及周期弹性：**通过柔性生产，公司一定程度上能在行业低迷偏成长、行业景气偏周期之间切换。公司现有50万吨乙二醇、60万吨醋酸价格向上弹性大，未来周期向上，业绩爆发力不俗。同时公司积极拓展产业链，150万吨新材料项目打开长期发展空间：一方面，继续发挥公司煤气化平台的成本优势，另一方面切入全新领域，如石油化工苯产业链，将大幅增强抵御煤化工周期波动风险的能力。
- **开辟荆州第二基地：**公司在荆州开辟第二生产基地，计划投资115.28亿，新建4台煤气化装置，布局100万吨尿素、100万吨醋酸、15万吨混甲胺，15万吨DMF等产品，预计2024年投产，年利润13.26亿元。
- 我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为82.1/89.2/95.2亿，鉴于公司煤化工技术优势巨大，充分延伸布局下游高附加值化工产品，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原料价格或波动、下游需求或不及预期、在建项目进度或不及预期。

宝丰能源（600989.SH）：成本优势打造安全边际，产能扩张持续增长

产品类别	产品名称	产能（万吨/年）								
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	远期
原料及中间产品	原煤	510	510	510	510	720	720	720	810	810
	甲醇	180	180	180	180	400	400	440	590	1694
焦炭	焦炭	400	400	400	400	400	400	700	700	700
烯烃	聚烯烃产能	60	60	60	60	120	120	120	220	710*
	聚乙烯	30	30	30	30	60				
	聚丙烯	30	30	30	30	60				
	EVA								25	50

备注：40万吨焦炉气制甲醇2022年投产，假设宁东三期100万吨烯烃与丁家梁/甜水河项目2023年投产，宁东四期及内蒙古项目2023年后投产

- **公司区位优势明显，一体化布局：**公司位于宁东国家级能源化工基地核心区，毗邻丰富煤炭资源，并一体化布局煤炭-焦化及甲醇-烯烃产业链，目前产能包括720万吨原煤/700万吨焦炭/400万吨甲醇/120万吨聚烯烃/78万吨精细化工品。
- **2022年焦炭产能增至700万吨，内蒙古烯烃项目开启环评二次公示，预计聚烯烃产能未来将至710万吨：**公司300万吨焦化多联产项目主体建设工程已经建设完毕，今年上半年四台装置将有序完成投产。内蒙古煤制烯烃项目是公司未来关键增长点，其一期项目已开启环评二次公示，环评显示项目规模将从原260万吨扩至300万吨，假设二期项目规模按照原定140万吨建设，未来公司聚烯烃产能将至710万吨。
- **焦精煤自给为公司带来大规模成本优势：**公司现有原矿产能720万吨，按照50-55%的精煤洗出率计算，公司可自产精煤360-400万吨，按照1.37吨精煤生产1吨焦炭计算，公司现有精煤产能可供263-289万吨焦炭生产，在新产能投产前焦炭原材料自给率为66%-72%。2022年Q1公司精煤单吨外购成本为1644元/吨，其中1/3焦精煤约为1500元/吨，原矿生产成本约为150元/吨，按照以上数据计算，精煤自产带来43亿元的焦炭年生产成本节约。
- **烯烃工艺持续优化，焦炉气制甲醇带来4.7亿元成本节约：**2021年公司烯烃二厂醇烯比压缩至2.852，较上年同期降低0.033，内蒙古项目采用三代DMTO工艺，醇烯比有望降至2.7以下；公司甲醇原料煤单耗在1.37-1.41，50万吨焦炉气制甲醇可节约70万吨原料煤，按照2022年Q1原料煤采购价格对应4.7亿元成本节约。
- **行业周期高景气持续，公司处于产能扩张期：**受地缘局势紧张等多方面因素影响，WTI原油价格近期处于100-120美元/桶，煤化工成本比较优势明显；公司内蒙古项目所在区位煤炭资源丰富，采用三代MTO工艺压缩醇烯比节约成本，我们测算单吨烯烃净利为2083元，若440万吨烯烃（300期+二期140）全部达产带来约92亿净利；2022年新增300万吨焦炭预计带来11亿净利润，预计2022/2023/2024年公司归母净利润分别为81/118/141亿元，在产能扩张期坚定持有，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原料价格波动、在建项目进度或不及预期。

万华化学（600309.SH）：全球MDI龙头，石化、新材料项目发力

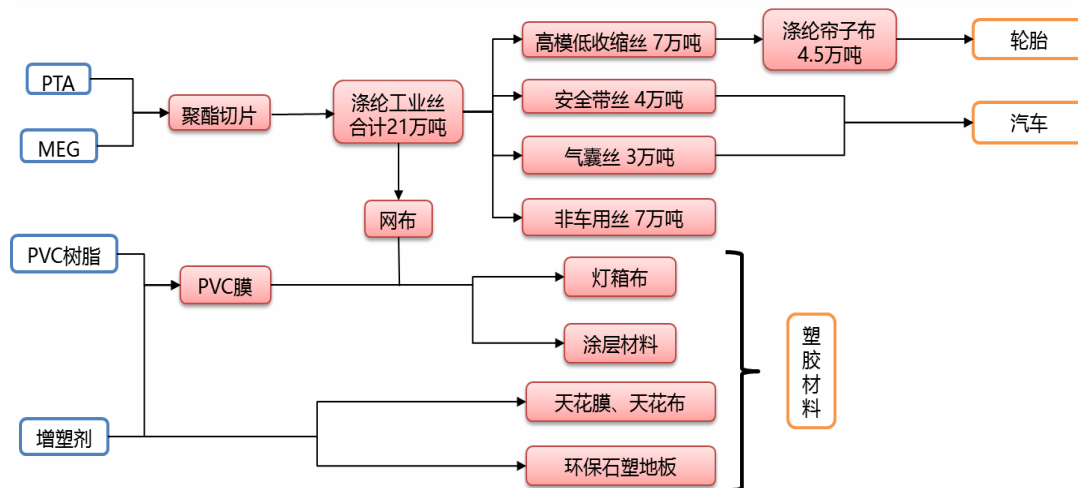
万华化学六大事业部

事业部	产品	所属业务板块
聚氨酯事业部	MDI、TDI、普通软泡聚醚、高回弹聚醚、POP聚醚、CASE聚醚、硬泡单体和组合聚醚	聚氨酯产业集群
万华化学（烟台）石化有限公司	丙烯、环氧丙烷、TBAMTBE、丙烯酸及酯、正丁醇、NPG及液化丙、丁烷等	石化产业集群
新材料事业部	热塑性聚氨酯弹性体（TPU）、聚甲基丙烯酸甲酯（PMMA）、高吸水性树脂（SAP）	精细化学品及新材料产业集群
功能化学品事业部	脂肪族异氰酸酯系列（HDI、HDI加合物、HMDI、IPDI、H6XDI）、特种胺类系列（MDA、MDBA、H12MDA、IPDA、PU催化剂等）、有机硅类及特殊功能化学品	
表面材料事业部	水性聚氨酯（PUD）、水性丙烯酸（PA）、改性聚氨酯（PUA）、水性光固化（UV）等	
聚碳酸酯事业部	PC树脂（通用级和特殊级牌号）	

- **MDI全球产能第一未来持续扩张，近期供给收缩下聚合MDI价格回暖，海外能源价格上涨带来国内外MDI价差扩大，公司将充分收益：**全球MDI产能871万吨，我国产能346万吨，占比达到40%，公司MDI产能263万吨，全球市占率达29%，国内市占率达58%，中期来看公司MDI产能将达333万吨（福建40万吨+宁波技改30万吨）。MDI下游需求广泛，涉及冰箱冰柜、外墙喷涂、板材、氨纶、鞋底原液等多领域。2022年年初以来，聚合MDI价格表现低迷，但6月以来纯苯价格屡创新高带来成本支撑；陶氏北美MDI装置宣布不可抗力，韩国锦湖停车检修，后期上海巴斯夫/上海亨斯迈均存检修计划，聚合MDI价格明显回暖。需求端，海外天然气等能源高价下国内外MDI价差持续扩大，利好我国货源出口。
- **石化板块建设持续推进，完善与支撑各产业链发展：**公司乙烯项目一期已于2020年四季度达产，其中PVC产品可消耗MDI副产盐酸，EO/PO产品辅助MDI产业链延伸至下游聚氨酯，2021年项目产能充分释放叠加行业景气上行，石化板块收入同比+166%。公司石化板块有多个项目储备，烟台乙烯二期项目终端产品包括HDPE/LDPE/POE等高端聚烯烃；蓬莱与福建基地均着眼于C3产业链发展，即建设丙烷脱氢制丙烯（PDH）及丙烯下游产业链，分别与烟台/福建基地MDI业务协同发展。
- **新材料领域异氰酸酯持续丰富，新能源相关材料、香精香料、可降解塑料多点布局：**除芳香族异氰酸酯MDI、TDI外，公司另具有脂肪族异氰酸酯HDI、IPDI、HMDI生产能力；公司另布局眉山基地三元正极材料、20万吨POE等新能源相关产品、柠檬醛、PLA/PBAT，为长期发展保驾护航。
- 我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为262/274/312亿，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济复苏或不及预期、原材料价格或大幅波动、在建项目建设或不及预期。

海利得（002206.SZ）：传统业务具有差异化优势，越南项目打破公司发展瓶颈

海利得产品结构



- 现有产品差异化仍有提升空间：随着产品差异化，其附加值也会不断提升，这是公司过去十年宝贵的成功经验，未来也将推动公司进一步发展。
- 非车用丝→车用丝：车用丝为按订单生产，空闲时间可用于普通丝的生产，随着客户的不断开发以及涤纶车用丝的进一步普及，公司未来部分普通丝产品会转为车用丝。
- 高模低收缩丝→帘子布：公司在已有7万吨高模低收缩丝的基础上，进一步延展至帘子布产品，目前已拥有三条产线，合计4.5万吨帘子布产能，进一步提升了公司产品附加值。

- 越南工业区配套已相对完善：公司越南项目位于越南福工业园区，该园区内已有福建百宏、赛轮轮胎等多家中国企业，运输、水电等基础设施配套已相对完善。同时近几年汽车产业链在越南布局加速，普利司通、锦湖轮胎等企业均已在越南建厂，公司在越南建厂符合产业发展趋势。
- 越南项目优势明显：越南较低的土地、人工、能源价格叠加公司享受企业所得税优惠，带来明显的成本优势。公司国际上的竞争对手韩国晓星也于2018年在越南投资建厂，越南项目的实施将帮助公司规避贸易摩擦的风险，在国际竞争中重获优势，相较于国内其他近200万吨产能具备显著优势。
- 我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为6.9/9.0亿，长期来看公司坚持差异化战略，客户认证壁垒较高，越南项目建成后将保持稳健成长，维持“买入”评级。
- 风险提示：汇率或大幅波动、海外经营风险、产品价格或下跌。

公司越南工厂盈利预测

	2021	2022E	2023E
普通丝销量（万吨）	5.8	6.7	5.5
普通丝价差（元/吨）	3000	3000	3000
普通丝吨净利（元/吨）	200	600	800
安全带丝销量（万吨）	/	0.96	3.3
安全带丝价差（元/吨）	/	7500	7500
安全带丝吨净利（元/吨）	/	1500	1700
气囊丝销量（万吨）	/	1.9	2.2
气囊丝价差（元/吨）	/	9400	9400
气囊丝吨净利（元/吨）	/	2000	2200
越南项目净利（亿）	0.12	0.93	1.49

注：2021年盈利为估计值，受疫情影响，越南工厂盈利存在较大不确定性

山东赫达（002810.SZ）：纤维素醚、植物胶囊龙头，布局人造肉蓝海市场

- **纤维素醚、植物胶囊一体化龙头**：公司是国内纤维素醚龙头，现拥有3.4万吨产能，其中3万吨HPMC（羟丙基甲基纤维素醚）为建材级产品，4000吨为医药食品级高端产品。依托公司医药级产品优势，全资子公司赫尔希是国内唯一拥有原材料到产品一体化产业布局的植物胶囊生产厂商。
- **环保壁垒加高推动纤维素醚行业集中度提升**：纤维素醚生产中会排放大量含盐有机废水，随着国内环保力度的加大，行业内环保不达标企业或减产或关停，年内公司建材级产品价格已由年初的2.2-2.3万元/吨调涨至3.5-3.7万元/吨，医药食品级产品也从5.5万元/吨调涨至6.5万元/吨。作为国内纤维素醚环保领先企业，公司长期受益于行业环保壁垒提升。
- **原料产品一体化，植物胶囊贡献核心增量**：植物胶囊安全性高，适用性广，预计市场规模将由目前的1600亿粒增长至2025年的2500亿粒以上，CAGR达9.3%，高于空心胶囊市场整体7.9%的增速。植物胶囊市场价在250-400元/万粒，毛利率在60%以上，而传统明胶胶囊价格在100-150元/万粒，毛利率10%左右。尽管植物胶囊利润丰厚，但其99%以上的成分是纤维素醚，受制于原料医药级纤维素醚紧张，行业内企业扩产受限。公司是国内唯一实现原料自给的植物胶囊生产企业，未来产能以每年100亿粒的规模增长，预计2025年达到500亿粒，市占率达到20%。

山东赫达现有产能分布

项目主体	产品名称	现有产能	备注
山东赫达	建材级纤维素醚	30000吨	HPMC约2万吨/年，HEMC约1万吨/年
	医药食品级纤维素醚	4000吨	全部为HPMC
	石墨设备	生产30万m²， 维修26万m²	包括换热器、吸收器等，面向化工企业
福川化工	原乙酸三甲酯	5000吨	主要作医药中间体
	双丙酮丙烯酸酯	1000吨	主要用于涂料、胶粘剂
赫尔希	HPMC植物胶囊	250亿粒（2021E）	每季度都有新产能投放，预计到2025年增长至500亿粒
淄博赫达	纤维素醚	30000吨（在建）	含1万吨医药食品级，预计2022Q4投产

- **布局人造肉蓝海市场，发掘新增长点**：公司参股30%的米特加食品，是国内人造肉先行者之一，已于2021年8月建成700吨中试产线，对工艺路线进行了产业化验证，并与多家餐饮企业达成合作协议，为量产奠定基础。纤维素醚是人造肉重要的添加剂之一，仅占重量的2-2.5%，却占到了成本的10%。公司利用米特加这一平台，完善了纤维素醚在食品领域的布局，未来人造肉专用纤维素醚或成为公司最大增长点。
- 我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为5.5、7.2、8.7亿元，维持“持有”评级。
- **风险提示**：在建项目或不及预期、原料价格或波动。

重点公司估值及投资评级

代码	股票名称	投资评级	股价	总市值	归母净利润（亿元）				PE（倍）			
			（元）	（亿元）	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000792.SZ	盐湖股份	买入	30.31	1,646.70	44.78	133.96	139.98	155	43	12	12	11
600096.SH	云天化	买入	31.62	580.51	36.42	55.68	58.06	61.9	10	28	10	9
600141.SH	兴发集团	买入	43.76	486.49	42.47	55.03	66.18	74.67	10	9	7	7
002258.SZ	利尔化学	买入	25.64	189.73	10.72	14.74	17.64	21.49	17	13	11	9
600486.SH	扬农化工	买入	144.00	446.25	12.22	20.78	22.48	25.06	33	10	20	18
600426.SH	华鲁恒升	买入	30.44	646.08	72.54	82	89.16	95.17	9	8	7	7
600989.SH	宝丰能源	买入	15.97	1,171.14	70.7	80.95	117.64	140.64	17	14	10	8
600309.SH	万华化学	买入	95.16	2,987.78	246.49	262.14	273.52	311.67	11	11	11	10
002206.SZ	海利得	买入	6.67	81.58	5.75	6.92	7.91	9	19	12	10	9
002810.SZ	山东赫达	持有	49.96	171.15	3.3	5.48	7.16	8.74	64	31	24	20

注：收盘价及总市值为2022年6月17日数据，万华化学2024年净利润预测取Wind一致预期

资料来源：wind，西南证券整理



分析师：程磊
执业证号：S1250521090001
电话：021-58351912
邮箱：chlei@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑隼	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn