

分析师：顾敏豪
登记编码：S0730512100001
gumh00@ccnew.com 021-50586308

下半年景气回升，精选周期与成长

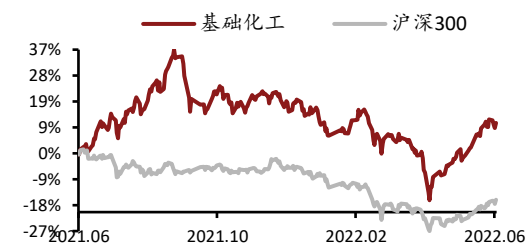
——基础化工行业半年度策略

证券研究报告-行业半年度策略

同步大市(维持)

基础化工相对沪深 300 指数表现

发布日期：2022 年 06 月 24 日



资料来源：中原证券

相关报告

《基础化工行业月报：化工品价格整体回暖，关注煤化工、农药和磷化工行业》

2022-06-10

《基础化工行业月报：化工品价格整体回落，关注煤化工、农药和化肥行业》 2022-05-12

《基础化工行业月报：化工品价格略有回落，继续关注煤化工和化肥行业》 2022-04-11

联系人：马敬琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

- 2022 年以来，在原油等上游资源成本推动下，化工产品价格保持上涨态势，推动了行业收入和利润的增长。但在通胀和疫情等因素冲击下，化工行业整体有所承压，利润增速呈逐步放缓的态势。上半年各板块分化较为明显，受大宗原材料大幅上涨的推动，上游原料端的子行业收入、利润均呈大幅增长态势，毛利率亦有提升，而偏产业链下游的子行业则在成本上升和下游需求疲软的影响下整体承压。
- 为对冲疫情、海外需求下滑等因素对宏观经济的不利影响，国家出台了多项稳增长、保就业的政策，为经济的增长带来强力保障，有望推动下半年经济的复苏，为化工行业下半年景气回升提供坚实基础。下半年行业需求端有望边际复苏，成本端在海外地缘局势影响下预计保持高位运行的态势。供给端，在碳中和的大背景下，我国将继续推动钢铁、石化、化工等传统高耗能行业转型升级，高耗能的化工子行业将面临较大的碳减排压力，推动行业供给格局的优化。长期来看双碳目标的推进有望带动行业技术进步与产业升级，引领行业进入发展的新阶段。
- 周期行业关注农化和磷化工行业：随着全球粮食产品价格的不断上涨，农化领域需求保持旺盛态势。其中钾肥的供应高度集中，海外地缘政治局势预计将继续影响行业供给，推动景气上行。农药行业盈利能力自 2021 年四季度以来开始上行，目前行业供给仍呈紧张态势，行业景气有望延续。未来磷矿石的资源稀缺性有望提升，行业供给总体呈收缩态势，叠加下游磷肥和新能源领域需求的拉动，磷矿石价格有望继续上行，推动磷化工行业景气的提升。
- 精选优质成长：在节能减排的大趋势下，生物柴油有望替代传统的化石基材料，具有可观的成长空间。随着新能源汽车的快速发展，有望拉动动力电池及相关锂电材料的需求，我国盐湖提锂产业有望迎来发展机遇，相关企业有望受益。随着人们健康意识和消费水平的提升，人工甜味剂有望部分替代蔗糖的应用，具有很好的成长空间。
- 维持行业“同步大市”的投资评级。投资策略上建议关注万华化学、华鲁恒升等一体化龙头企业以及钾肥、农药、磷化工、生物柴油、盐湖提锂和人工甜味剂等领域的投资机会。

风险提示：下游需求复苏力度不及预期、行业产能大幅扩张、能源价格大幅上涨

内容目录

1. 上半年化工行业回顾	5
1.1. 行业保持较快增长，景气出现分化	5
1.2. 化工行业二级市场表现：2022 年整体跑赢市场	7
2. 2022 年下半年化工行业展望	8
2.1. 稳增长政策密集出台，下半年经济有望改善	8
2.2. 行业固定资产投资低位增长，龙头企业保持扩产态势	9
2.3. 下游需求呈下滑态势，下半年有望边际复苏	10
2.4. 海外地缘局势推动油气价格高位运行	11
2.5. 双碳目标引领行业高质量发展	12
2.5.1. 双碳目标将对我国制造业带来深远影响	12
2.5.2. 碳中和背景下高耗能企业发展受限，推动行业格局优化	13
2.5.3. 能耗双控背景下行业供应进一步收紧	15
2.6. 行业进入发展新阶段，精选价值与周期成长投资机会	16
3. 周期板块：关注需求有保障的农化以及景气上行的磷化工行业	16
3.1. 农化板块：粮食价格拉动，农化领域需求旺盛	16
3.2. 磷化工：磷矿价格上涨推动行业景气上行	19
4. 成长主线：新领域驱动，新材料需求方兴未艾	21
4.1. 绿色能源成大趋势，生物柴油迎来发展良机	21
4.2. 新能源汽车催生锂电需求，盐湖提锂有望迎来发展良机	23
4.3. 消费升级与健康意识驱动，甜味剂市场前景广阔	24
5. 投资策略与重点公司	25
5.1. 维持行业“同步大市”的投资评级	25
5.2. 行业投资主线及重点公司	26
6. 风险提示	27

图表目录

图 1: GDP 增长态势	5
图 2: 工业增加值同比增速	5
图 3: 化学原料及制品业收入利润增速	5
图 4: 化学行业价格指数	5
图 5: 中信基础化工板块单季度毛利率（整体法）	6
图 6: 近一年基础化工指数表现	7
图 7: 2022 年以来基础化工三级子行业行情表现（截至 6 月 14 日）	8
图 8: 化学原料及制品业固定资产投资增速	10
图 9: 基础化工板块在建工程	10
图 10: 房地产新开工面积与销售面积累计增速	10
图 11: 房地产投资累计增速	10
图 12: 汽车产量累计增速	11
图 13: 彩电、空调产量增速	11
图 14: 冰箱、洗衣机产量增速	11
图 15: 布产量累计增速	11
图 16: WTI 原油价格	12
图 17: 布伦特原油价格	12
图 18: 我国碳排放水平	14
图 19: 我国碳排放结构	14
图 20: 全球食品价格指数	16
图 21: 全球农产品价格大幅上行	16
图 22: 全球粮食库存	17
图 23: 全球钾肥需求及增速	17
图 24: 全球氮磷肥需求及增速	17
图 25: 全球钾肥供应格局	18
图 26: 我国钾肥产量和进口依赖度	18
图 27: 国际钾肥价格	18
图 28: 国内钾肥价格	18
图 29: 农药行业营收及增速	18
图 30: 中信农药行业单季度毛利率	18
图 31: 农药行业 PPI	19
图 32: 化工行业价格指数	19
图 33: 全球磷矿石储量格局	20
图 34: 全球磷矿石生产格局	20
图 35: 我国磷矿石产量	21
图 36: 磷酸铁锂产量快速增长	21
图 37: 国内磷矿石价格	21
图 38: 全球生物柴油生产格局	22
图 39: 全球生物柴油消费格局	22
图 40: 中国新能源汽车销量	23
图 41: 电池级碳酸锂价格走势	23
图 42: 电池级氢氧化锂价格走势	23

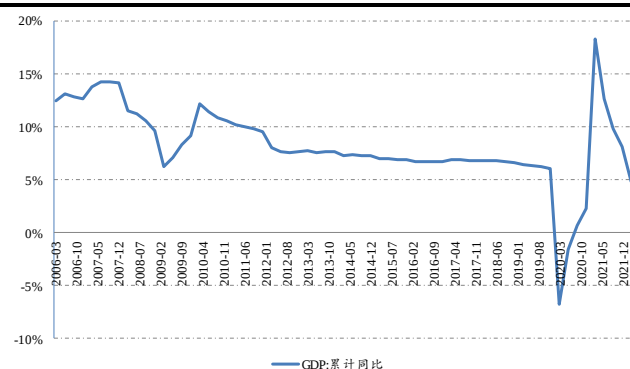
图 43: 我国食糖消费量	25
图 44: 全球甜味材料市场结构	25
图 45: 三氯蔗糖价格走势	25
图 46: 化工行业整体估值	26
图 47: 中信一级行业估值对比	26
表 1: 2022 年一季度基础化工各子行业营收、利润和毛利率变化	6
表 2: 2022 年以来基础化工板块个股领涨、领跌情况	8
表 3: 国家密集出台扶持政策保障经济增长	9
表 4: 各国碳达峰和碳中和目标	12
表 5: 我国关于碳中和相关表态	13
表 6: 部分省市碳中和相关政策	14
表 7: 我国能耗双控政策演进	15
表 8: 我国磷矿石产业相关政策	20
表 9: 欧盟可再生能源指令中生物燃料相关内容	22
表 10: 全球各国糖税政策	24
表 11: 重点公司估值分析表	26

1. 上半年化工行业回顾

1.1. 行业保持较快增长，景气出现分化

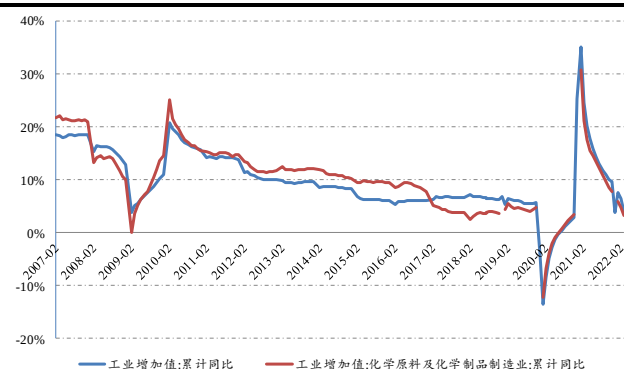
2022 年以来，受原油等大宗资源价格快速上涨带来的通胀压力影响，全球经济的下游需求受到压制。同时上海等地疫情影响，对我国长三角等地的生产、运输、消费等经济活动造成较大冲击，并进一步对产业链上下游的供应链秩序带来较大影响。受这些因素影响，上半年宏观经济面临较大压力。今年一季度，我国 GDP 同比增长 4.80%，环比下降 3.3 个百分点。从工业增加值来看，1-4 月份全国规模以上工业增加值同比增长 4.0%，其中 4 月份当月同比增下滑 2.9%。

图1：GDP增长态势



资料来源：中原证券、wind

图2：工业增加值同比增速

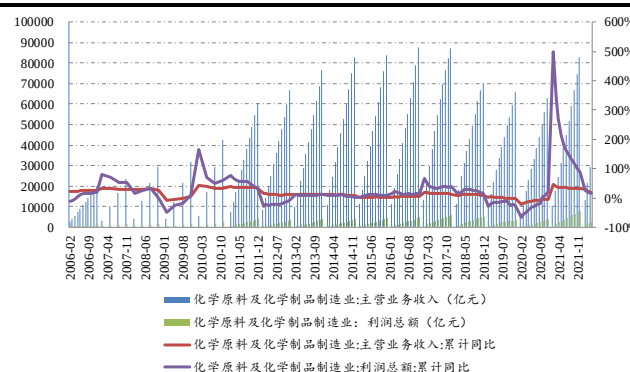


资料来源：中原证券、wind

2022 年以来，在原油等上游资源成本推动下，化工产品价格仍保持上涨态势，推动了行业收入和利润的增长，但利润增速总体低于收入增速，显示出成本上升对利润带来的压制。今年 1-4 月，化学原料及化学制品制造业实现营业收入 29455.6 亿元，同比增长 20.7%，实现利润总额 2818.6 亿元，同比增长 14.80%，整体仍保持较快增长，但增速呈现逐步下滑的态势。

从化工产品价格上看，今年以来，受俄乌冲突等因素影响，原油、煤炭、天然气等能源价格持续走高，推动化工产品价格进入新一轮上涨态势。截止 2022 年 6 月 14 日，中国化工产品价格指数 CCPI 为 6135 点，今年以来累计上涨 19.06%。

图3：化学原料及制品业收入利润增速



资料来源：中原证券、wind

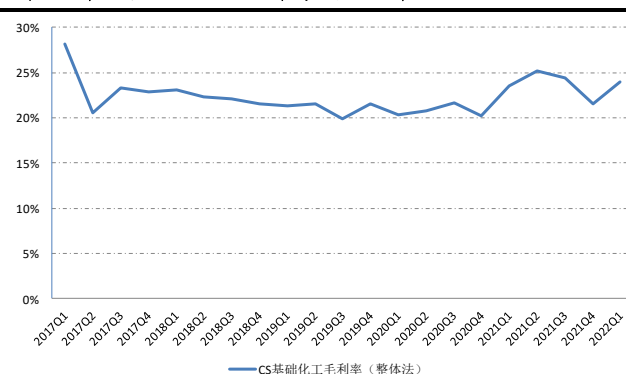
图4：化学行业价格指数



资料来源：中原证券、wind

从整体盈利能力来看，一季度中信基础化工板块整体毛利率为 23.92%，同比提升 0.36 个百分点，环比提升 2.42 个百分点。一季度在化工产品价格上行的推动下，基础化工板块毛利率有所上行，行业整体的盈利能力保持和景气度维持在较高水平。

图5：中信基础化工板块单季度毛利率（整体法）



资料来源：中原证券、wind

从子行业来看，基础化工各板块分化较为明显，受大宗原材料大幅上涨的推动，上游原料端的子行业收入、利润均呈大幅增长态势，毛利率亦有提升，而偏产业链下游的子行业则在成本上升和下游需求疲软的影响下整体承压。从具体三级子行业来看，一季度锂电化学品、钾肥、碳纤维、其他化学原料、纯碱等子行业收入增速最快，轮胎、氯碱、粘胶、橡胶制品、橡胶助剂和印染化学品收入增速较低；净利润方面，氟化工、钾肥、民爆用品、锂电化学品、其他化学原料板块净利润增速最快，涤纶、轮胎、粘胶、橡胶助剂、涂料油墨颜料净利润下滑幅度较大；毛利率方面，钾肥、氟化工、无机盐、其他化学原料、磷肥及磷化工行业毛利率提升幅度最大，橡胶助剂、聚氨酯、氨纶、碳纤维、涤纶行业毛利率下滑幅度最大。

表1：2022年一季度基础化工各子行业营收、利润和毛利率变化

	营业总收入(亿元)	同比	净利润(亿元)	同比	毛利率(%)	同比增减
基础化工	5,872.00	37.92%	709.27	56.55%	23.92%	0.36%
农用化工	1,583.01	41.31%	222.57	124.36%	26.53%	4.65%
氮肥	419.74	28.48%	56.28	41.56%	22.95%	0.70%
钾肥	94.25	163.90%	45.91	331.62%	75.49%	29.08%
复合肥	262.68	40.34%	14.09	44.26%	13.50%	-3.40%
农药	513.22	46.58%	69.43	150.72%	28.66%	3.55%
磷肥及磷化工	293.12	32.92%	36.87	224.65%	23.84%	7.40%
化学纤维	262.58	17.88%	21.23	-38.09%	19.02%	-7.37%
涤纶	20.11	16.84%	-1.41	-177.57%	7.23%	-8.97%
氨纶	72.93	25.87%	13.62	-16.93%	29.10%	-9.56%
粘胶	99.82	1.88%	2.49	-77.40%	15.02%	-8.73%
锦纶	65.23	36.93%	4.50	4.98%	15.11%	-3.92%
碳纤维	4.50	125.81%	2.03	162.48%	53.35%	-9.12%
化学原料	1,001.11	28.87%	163.84	92.06%	26.49%	5.99%
纯碱	131.18	65.70%	28.26	226.41%	32.23%	7.08%
氯碱	432.00	-4.70%	38.04	-1.88%	17.74%	1.69%
无机盐	43.74	36.65%	7.87	246.88%	32.10%	10.18%
其他化学原料	300.48	113.99%	74.82	256.35%	34.48%	8.87%
钛白粉	93.70	30.25%	14.85	1.57%	30.56%	-2.23%
其他化学制品 II	2,036.64	56.77%	243.24	45.45%	24.85%	-3.32%
日用化学品	148.65	36.42%	10.11	19.10%	33.18%	-6.64%

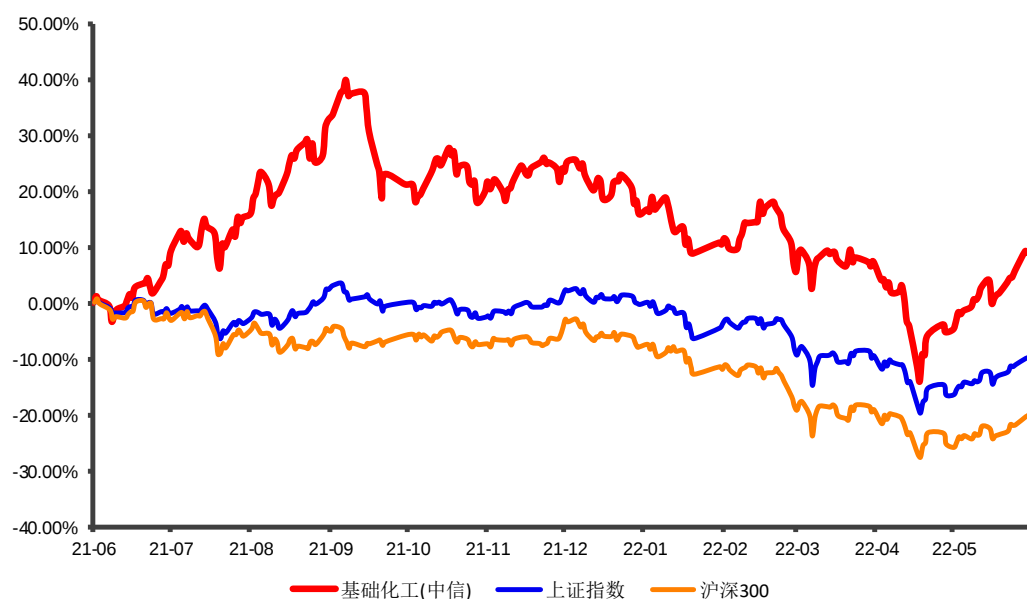
民爆用品	103.77	43.69%	13.65	310.02%	32.04%	7.42%
涂料油墨颜料	56.28	24.78%	0.69	-70.29%	22.04%	-5.58%
印染化学品	90.73	12.47%	8.49	-41.77%	26.17%	-8.10%
其他化学制品III	340.94	62.03%	35.52	71.76%	22.54%	-0.78%
食品及饲料添加剂	177.89	38.81%	27.68	113.44%	29.08%	4.50%
电子化学品	82.57	36.07%	11.29	57.73%	33.06%	0.18%
锂电化学品	399.55	219.99%	58.50	265.17%	24.37%	-0.49%
氟化工	97.17	56.34%	13.07	424.70%	27.56%	11.69%
有机硅	42.72	59.59%	6.49	80.46%	26.68%	-0.56%
聚氨酯	445.08	33.95%	55.80	-18.44%	20.29%	-11.15%
橡胶助剂	51.28	9.56%	1.97	-72.60%	11.15%	-13.50%
塑料及制品	547.92	32.74%	46.81	4.44%	19.44%	-4.66%
改性塑料	189.40	19.28%	8.05	-28.95%	15.04%	-2.82%
合成树脂	144.76	44.80%	21.74	-0.74%	27.78%	-8.72%
膜材料	99.68	19.76%	9.84	39.30%	20.81%	-2.84%
其他塑料制品	114.08	61.20%	7.18	58.75%	14.96%	-6.15%
橡胶及制品	440.73	3.47%	11.58	-47.87%	12.96%	-4.58%
轮胎	169.21	-5.02%	1.69	-87.01%	12.84%	-5.96%
橡胶制品	271.52	9.56%	9.89	7.07%	13.04%	-3.59%

资料来源：中原证券、互联网

1.2. 化工行业二级市场表现：2022 年整体跑赢市场

2022 年以来，截至 6 月 14 日，中信基础化工指数下跌 7.46%，跑赢上证综 2.18 个百分点，跑赢沪深 300 指数 7.08 个百分点，表现在 30 个中信一级行业中排名第 10 位，行业表现弱于 2020 年。2021 年中信基础化工指数上涨 48.05%，在 30 个中信一级行业中排名第 2 位。

图 6：近一年基础化工指数表现



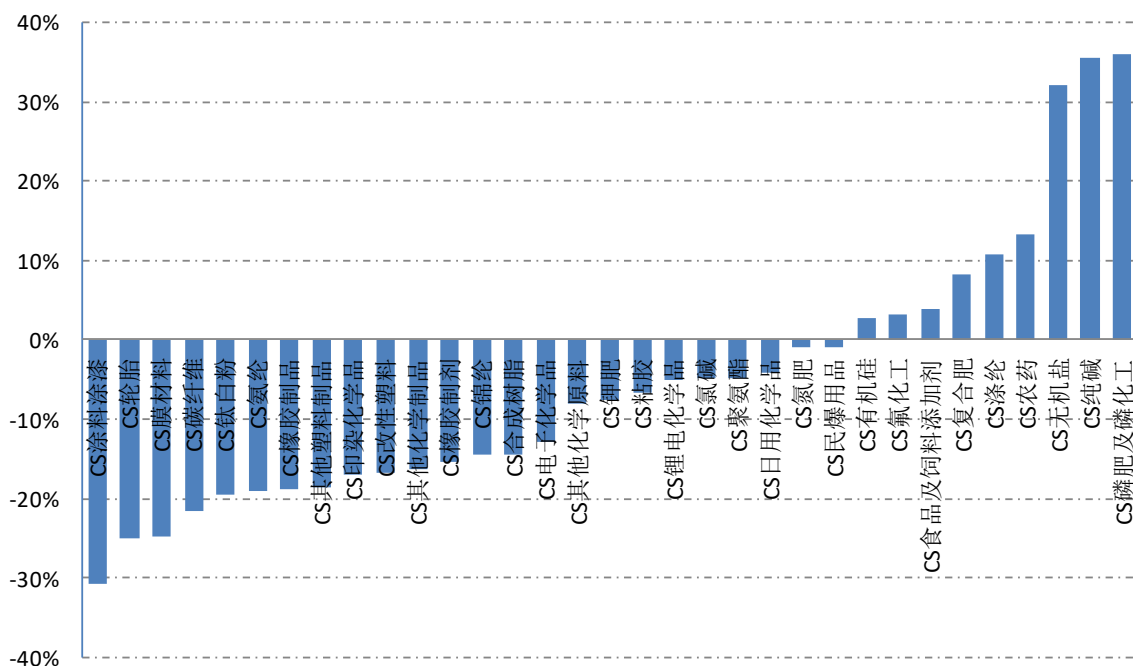
资料来源：中原证券、wind

从子行业来看，2022 年以来，33 个中信三级子行业中，9 个子行业上涨，24 个子行业下跌，

其中磷肥及磷化工、纯碱、无机盐行业表现居前，分别上涨 25.96%、35.51%和 32.14%，涂料、油漆、轮胎和膜材料表现居后，分别下跌 30.87%、25.01%及 24.78%。

个股方面，基础化工板块 427 只个股中，124 支股票上涨，302 支下跌。宏柏新材、三孚股份、双环科技、云天化和苏州龙杰位居涨幅榜前五位，涨幅分别为 169.78%、136.39%、91.55%、76.45%和 70.58%。

图 7：2022 年以来基础化工三级子行业行情表现（截至 6 月 14 日）



资料来源：中原证券、wind

表 2：2022 年以来基础化工板块个股领涨、领跌情况

涨跌幅前 10			涨跌幅后 10		
证券代码	证券简称	涨跌幅 (%)	证券代码	证券简称	涨跌幅 (%)
605366.SH	宏柏新材	169.78	300325.SZ	德威退	-88.46
603938.SH	三孚股份	136.39	600091.SH	退市明科	-71.10
000707.SZ	双环科技	91.55	300225.SZ	金力泰	-53.43
600096.SH	云天化	76.45	688021.SH	奥福环保	-51.19
603332.SH	苏州龙杰	70.58	300538.SZ	同益股份	-49.41
600389.SH	江山股份	67.80	688386.SH	泛亚微透	-48.69
605399.SH	晨光新材	66.94	002411.SZ	延安必康	-47.39
603051.SH	鹿山新材	63.70	688669.SH	聚石化学	-46.54
002427.SZ	*ST 尤夫	57.41	688398.SH	赛特新材	-46.38
605366.SH	宏柏新材	169.78	301206.SZ	三元生物	-46.29

资料来源：中原证券、wind

2. 2022 年下半年化工行业展望

2.1. 稳增长政策密集出台，下半年经济有望改善

为对冲疫情、海外需求下滑等因素对宏观经济的不利影响，上半年国务院多次召开稳经济、

保增长、保就业的相关会议，在财政、税收、信贷、消费、投资、物流等各方面出台多项措施，为经济的增长带来强力保障。5月以来，随着上海、北京等地疫情得以控制，各地逐步进入全面复工状态，生产、物流逐步恢复，我国经济的生产、消费环节有望恢复至正常水平，推动经济形势持续向好，为实现下半年及全年经济目标打下良好基础。

表3：国家密集出台扶持政策保障经济增长

会议	时间	政策目标
国务院常务会议	2022.2	加大工业、服务业所得税减免力度；引导加强金融服务；扩大有效投资；针对特殊困难行业，阶段性税收减免、部分社保费缓缴，促进稳就业和消费恢复等措施。
政府工作报告	2022.3	确定 2022 年中国经济发展的预期目标：国内生产总值增长 5.5%左右；城镇新增就业 1100 万人以上，城镇调查失业率全年控制在 5.5%以内；
国务院常务会议	2022.4	加大稳岗促就业政策力度，部署推进企业复工复产、支持市场主体稳岗、拓展就业岗位、加强就业服务、压实地方责任等五方面发力，保持就业稳定和经济平稳运行。
政治局会议	2022.4	加大宏观政策调节力度，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间。用好各类货币政策工具，抓紧谋划增量政策工具，要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，发挥消费对经济循环的牵引带动作用。稳住市场主体，对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策。坚持全国一盘棋，确保交通物流畅通，确保重点产业链供应链、抗疫保供企业、关键基础设施正常运转。
国务院常务会议	2022.5	财政货币政策以就业优先为导向，稳住经济大盘；部署进一步盘活存量资产，拓宽社会投资渠道、扩大有效投资；决定阶段性免除经济困难高校毕业生国家助学贷款利息并允许延期还本。
全国稳就业工作电视电话会议	2022.5	加大就业优先政策实施力度，保持就业稳定和经济平稳运行。着力支持稳岗，推进企业在做好疫情防控条件下复工复产，加快落实退税减税降费等减负纾困政策。促进平台经济健康发展，要努力拓展就业岗位。
国务院常务会议	2022.5	加快落实中央经济工作会议和政府工作报告确定的政策并加大实施力度，采取一揽子针对性强、有力有效的区间调控举措，围绕财政及相关政策、金融政策、稳产业链供应链、促消费和有效投资、保能源安全，以及保障基本民生的政策六个方面提出 33 项措施。

资料来源：中原证券、政府网站

2.2. 行业固定资产投资低位增长，龙头企业保持扩产态势

2018 年下半年以来，化工行业固定资产投资增速有所恢复，但增速总体处于低位。2020 年下半年开始，随着行业景气逐步上行，行业固定资产投资增速亦开始较快增长。2021 年行业固定资产投资总额同比增长 15.7%，增速创 2013 年以来的新高。今年 1-4 月，在行业景气高位的推动下，化学原料及化学制品制造业固定资产投资继续保持较快增长，投资额累计同比增长 16.2%，实现了快速增长。

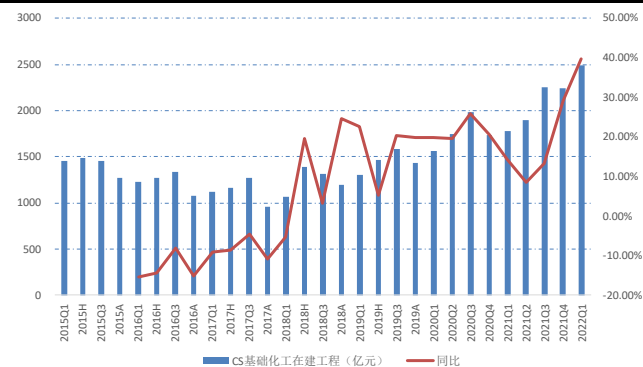
从上市公司在建工程来看，2022 年一季度基础化工板块在建工程合计 2490.03 亿元，同比增长 39.84%，增速自 2021 年以来连续提升。上市公司总体属于各自子行业中的龙头企业，可见目前化工的龙头企业固定资产投资热情较高。随着龙头企业规模优势与竞争力的不断提升，未来行业的集中度将进一步集中于龙头企业，强者恒强成为行业的重要特征。

图8：化学原料及制品业固定资产投资增速



资料来源：中原证券、wind

图9：基础化工板块在建工程



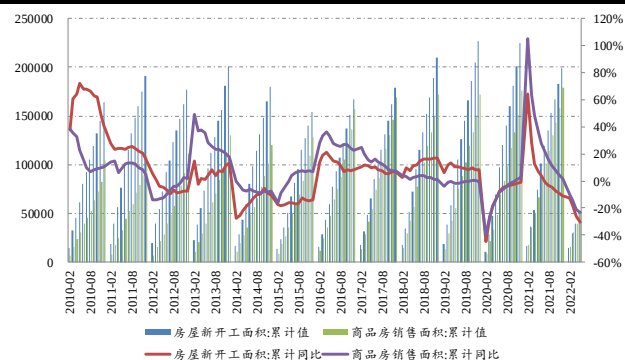
资料来源：中原证券、wind

2.3. 下游需求呈下滑态势，下半年有望边际复苏

从房地产领域的需求来，2021年上半年以来，受房地产调控政策收紧的影响，房地产的各项数据出现快速下滑，对化工需求亦造成拖累。从开工、销售和房地产投资的数据来看，2021年全国房地产开工和销售面积分别为19.89亿和17.94亿平方米，分别同比下滑11.4%和增长1.9%，增速呈现逐月下滑的态势。今年1-5月，房地产开工和销售面积分别为5.16和5.07亿平方米，同比下滑30.60%和23.60%，面临较大的下行压力。房地产固定资产投资方面，2021年全国房地产固定资产投资14.76万亿元，同比增长4.4%，今年1-5月，房地产固定资产投资5.21万亿，同比下滑4.0%。总体来看，房地产行业处于景气大幅下行的阶段。

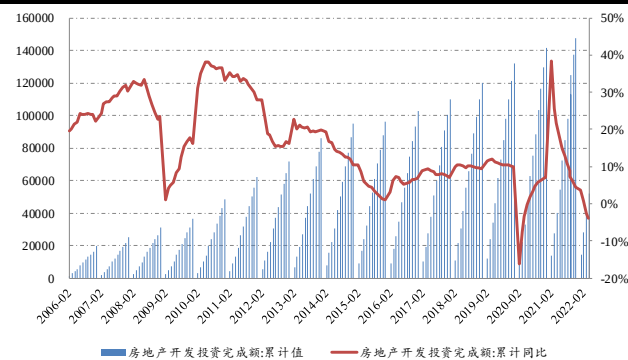
为提振经济，4月以来房地产政策开始逐步转向，各地限购、限贷逐步放开，首付比例和房贷利率均开始下调，同时对房地产企业的融资需求亦有所放开。随着相关政策的放开，未来房地产行业景气有望出现复苏，推动房地产产业链相关化工产品需求的回升。

图10：房地产新开工面积与销售面积累计增速



资料来源：中原证券、wind

图11：房地产投资累计增速



资料来源：中原证券、wind

受疫情对汽车供应链冲击的影响，叠加下游消费需求不振，今年我国汽车行业的产销均出现下滑。今年1-5月，我国汽车累计产量94.3万辆，同比下滑7.2%。从单月产量来看，4月份我国汽车月度产量降至128.2万辆，同比下滑43.5%；随着疫情缓解，5月份产量199.3万辆，同比下滑4.8%，产量较4月份明显回升。汽车行业产销的下滑也对上游的化工原材料需求带来较大压力。随着上海等地的全面复工复产，汽车行业供应链秩序逐步步入正轨。同时各地拉动内需、提振消费的政策陆续出台，上海、深圳等多地均出台了刺激汽车消费的补贴政策，有望

拉动汽车和的消费意愿。在多项积极因素推动下，下半年汽车行业景气有望回升，拉动产业链相关材料的需求。

家电方面，2021 年我国彩电产量 1.85 亿台，同比下滑 3.6%；空调产量 2.18 亿台，同比增长 9.4%；冰箱产量 8992.1 万台，同比下滑 0.4%；洗衣机产量 8618.5 万台，同比增长 9.5%。今年 1-5 月，我国彩电产量 7441 万台，同比增长 4.5%，空调产量 9933.5 台，同比下滑 0.8%，家用冰箱产量 3401 万台，同比下滑 8.1%，洗衣机产量 3471.7 万台，同比下滑 4.1%。从增速上看，主要家电产量增速均呈持续下滑的态势。纺织服装方面，2021 年我国布产量 396.1 亿米，同比增长 7.5%，纱产量 2873.7 万吨，同比增长 8.4%。今年 1-5 月，我国布产量 147.6 亿米，同比下滑 1.3%，纱产量 1086.2 万吨，同比下滑 3.2%，需求恢复态势相对较好。总体来看，化工各领域的需求均较为疲软。未来随着各项促进消费的刺激政策陆续施行，下游需求有望得到复苏。

图 12：汽车产量累计增速

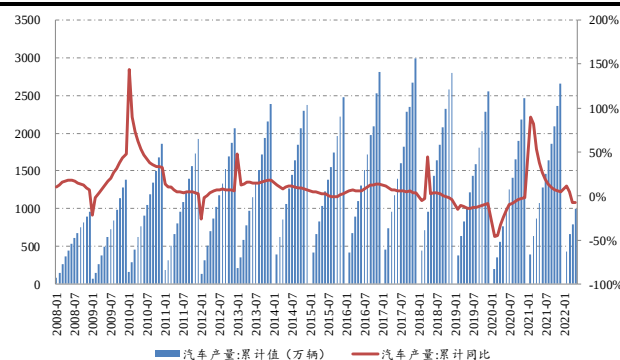
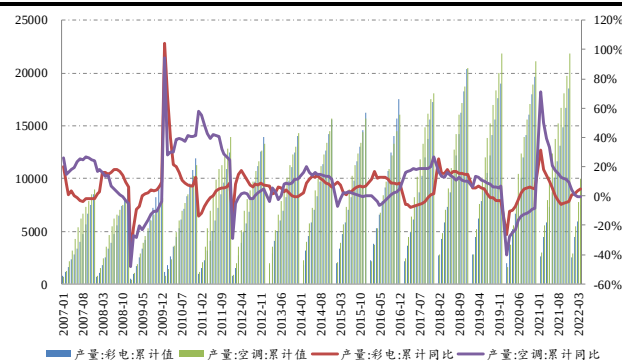
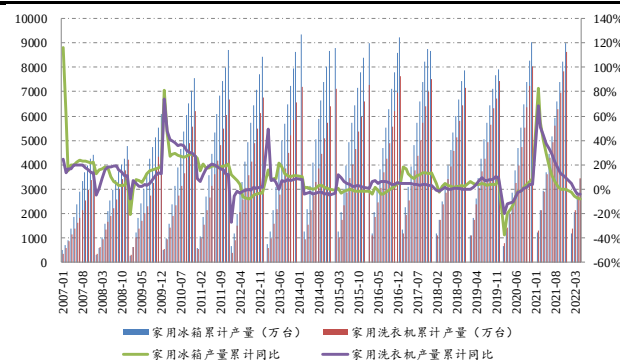


图 13：彩电、空调产量增速



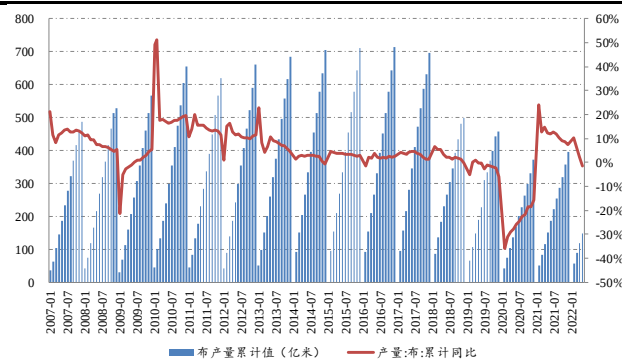
资料来源：中原证券、wind

图 14：冰箱、洗衣机产量增速



资料来源：中原证券、wind

图 15：布产量累计增速



资料来源：中原证券、wind

资料来源：中原证券、wind

2.4. 海外地缘局势推动油气价格高位运行

2021 年底以来，在需求的不断复苏以及 OPEC 等国增产力度受限的推动下，国际油价持续上涨，逐步站上 90 美元/桶以上的高油价区间。2022 年 2 月底以来，受俄乌局势影响，欧美等国对俄罗斯的制裁进一步加剧了国际原油供应紧张的态势，推动油价进一步上涨至 110 美元/桶以上，WTI 原油一度上涨至 130.5 美元/桶，布伦特油价一度上涨至 139.13 美元/桶的高位，创 2008 年以来的高位。截止 2022 年 6 月 14 日，WTI 原油报收 119.07 美元/桶布伦特原油报收 121.09 美元/桶，均维持高位态势。

图16: WTI原油价格



资料来源：中原证券、wind

图17: 布伦特原油价格



资料来源：中原证券、wind

从原油供需的基本面来看，由于全球疫苗推广后经济的持续复苏带来需求提升，加上供应增量有限，供需的紧缺是油价持续上涨的主要驱动因素，而地缘政治局势则进一步加剧了原油供应的紧张态势，抬升了原油价格波动区间。

俄罗斯是仅次于美国的全球第二大原油生产国，2020年的原油产量为1050万桶/天，占全球产量的13%。同时，俄罗斯也是全球最大原油出口国，2020年日均原油出口量为465万桶，占全球原油出口的11%，仅次于OPEC组织。其中，欧洲和中国是俄罗斯原油的两大出口地，2020年的出口量分别占俄罗斯原油出口总量的50%和32%。由于俄罗斯原油在国际原油供应中的重要地位，俄乌局势将持续对国际原油的供需带来巨大影响。目前来看，国际地缘政治局势难以在短期内缓和，预计原油的供需结构仍将处于紧张态势，从而推动国际油价的高位运行。

2.5. 双碳目标引领行业高质量发展

2.5.1. 双碳目标将对我国制造业带来深远影响

碳达峰，就是在某一个时点，二氧化碳的排放不再增长达到峰值，之后逐步回落。碳中和是指国家、企业、产品、活动或个人在一定时间内直接或间接产生的二氧化碳或温室气体排放总量，通过植树造林、节能减排等形式，以抵消自身产生的二氧化碳或温室气体排放量，实现正负抵消，达到相对“零排放”。碳中和作为一种新型环保形式，能够推动绿色的生活、生产，实现全社会绿色发展。随着近年来温室气体排放持续增长，带来的全球气候变化对生态系统和人类长期生存发展造成严重威胁。全球主要国家纷纷制定计划来控制温室气体排放，以应对气候变化的威胁。

表4: 各国碳达峰和碳中和目标

国家	碳达峰时间	碳中和时间	政策目标
美国	2007年	2050年	到2035年，通过向可再生能源过渡实现无碳发电；到2050年，实现碳中和
欧盟	1990年	2050年	计划在2050年前实现“气候中立”，立法确定“气候中立”目标
德国	1990年	2050年	2030年实现温室气体排放总量较1990年至少减少55%，到2050年实现温室气体净零排放
英国	1991年	2050年	修订的《气候变化法》，确立到2050年实现温室气体“净零排放”，即实现碳中和的目标
法国	1991年	2050年	国民议会于2019年6月27日投票将净零目标纳入法律。新成立的气候高级委员会

建议法国必须将减排速度提高三倍，以实现碳中和目标。

日本	2013年	2050年	通过2050年碳中和法案，同时力争2030年度温室气体排放量比2013年度减少46%
韩国	2020年	2050年	韩国政府公布了“碳中和推进战略”，宣布到2050年实现碳中和。
加拿大	2007年	2050年	2020年11月19日，加拿大政府也拿出了法律草案，明确要在2050年实现碳中和。
中国	2035年	2060年	2030 年前实现碳达峰、2060 年前实现碳中和

资料来源：中原证券、互联网

2020 年 9 月总书记在第七十五届联合国大会上提出，我国二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。之后，我国陆续出台了一系列国家层面的政策，推动碳中和目标的完成。2020 年底的中央经济工作会议、2021 年政府工作报告中均强调要“做好碳达峰、碳中和工作”，并制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。在近期的十四五规划和 2035 年远景纲要中，我国提出 2035 年碳排放达峰后稳中有降；能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高，单位国内生产总值能源消耗和二氧化碳排放分别降低 13.5%、18%，非化石能源占能源消费总量比重提高到 20%左右等目标。此外各地方政府也均在规划文件和政策中将碳减排和碳中和作为重要的政策目标，制定碳减排相关目标。未来我国关于碳中和相关的政策有望陆续出台，推动绿色循环经济高质量发展，也对化工等产业带来深远影响。

表5：我国关于碳中和相关表态

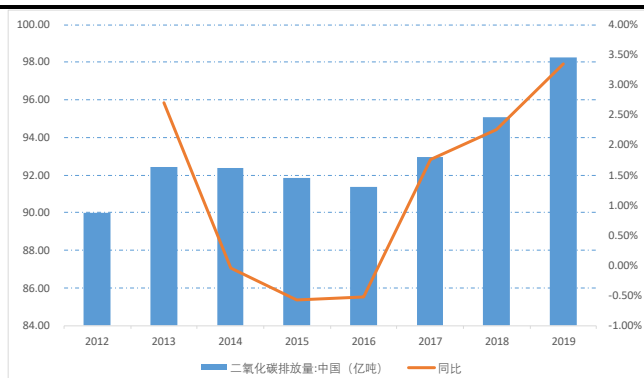
时间	会议/政策文件	内容
2020年9月	联合国大会	习近平总书记在第七十五届联合国大会上提出：“中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于2030 年前达到峰值，争取在2060 年前实现碳中和。”
2020 年12 月	气候雄心峰会	习近平总书记宣布，到2030 年，中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比2005 年下降65%以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到25%左右，森林蓄积量将比2005 年增加60亿立方米，风电、太阳能发电总装机容量将达到12亿千瓦以上。
2020 年12 月	中央经济工作会议	我国二氧化碳排放力争2030年前达到峰值，力争2060年前实现碳中和。要抓紧制定2030 年前碳排放达峰行动方案，支持有条件的地方率先达峰。要加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。要继续打好污染防治攻坚战，实现减污降碳协同效应。要开展大规模国土绿化行动，提升生态系统碳汇能力。
2021 年 3 月	政府工作报告	扎实做好碳达峰、碳中和各项工作。制定碳排放达峰行动方案。优化产业和能源结构。

资料来源：中原证券、互联网

2.5.2. 碳中和背景下高耗能企业发展受限，推动行业格局优化

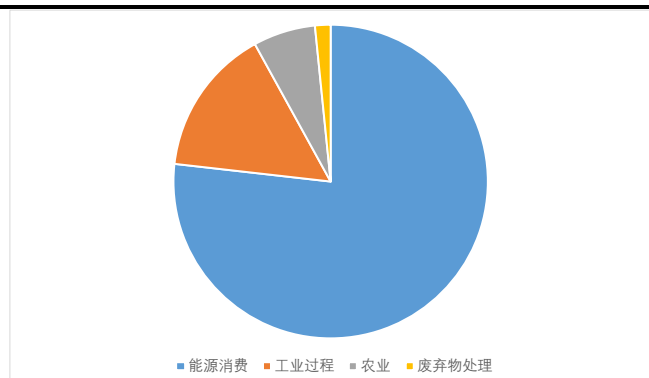
我国是全球最大的碳排放国，根据 IEA 数据，2019 年中国二氧化碳排放量近 100 亿吨，占全球的 28.76%，年均复合增长率 2.1%。从我国碳排放结构来看，能源消费和工业生产过程是最主要的碳排放来源。2019 年我国能源消费、工业过程碳排放量占比分别为 76.8%、15.2%，此外农业占比 6.4%，其中能源领域碳排放主要来自于化石燃料的燃烧。

图18：我国碳排放水平



资料来源：中原证券、wind

图19：我国碳排放结构



资料来源：中原证券、wind

为实现降低碳排放的目标，我国需要调整产业与能源结构，降低化石能源在能源消费中的比重，提升光伏、风电等可再生能源的比重，逐步实现能源的低碳化。此外，还需加快推动产业结构的调整转型，大力淘汰落后产能、化解过剩产能、优化存量产能，严格控制高耗能行业新增产能，推动钢铁、石化、化工等传统高耗能行业转型升级。因此在碳中和背景下，高耗能的化工子行业将面临较大的碳排放压力。碳定价机制的退出也将推动化工行业成本的上升，落后产能将面临淘汰压力。这些因素均有望倒逼行业技术进步，推动产业转型升级，同时也有望带来行业格局的优化。

我国是全球最大的碳排放国，根据 IEA 数据，2019 年中国二氧化碳排放量近 100 亿吨，占全球的 28.76%，年均复合增长率 2.1%。从我国碳排放结构来看，能源消费和工业生产过程是最主要的碳排放来源。2019 年我国能源消费、工业过程碳排放量占比分别为 76.8%、15.2%，此外农业占比 6.4%，其中能源领域碳排放主要来自于化石燃料的燃烧。

为如期实现碳中和目标，全国各省、直辖市也陆续制定了能耗双控工作目标，对高耗能子行业的供给和扩产机会进行了严格的限制。在政策压力下，未来高耗能的落后产能将陆续出清，从而推动各板块集中度的进一步提升，各板块龙头企业的优质存量资产将会在改革中充分受益。

表6：部分省市碳中和相关政策

省份	政策主要内容
江苏	推动绿色低碳循环发展，持续推进石化、钢铁、建材、印染等重点行业清洁生产，着力发展化工循环经济体系。
浙江	坚决遏制地方新上石化、化纤等高耗能行业项目，对新上石化、化纤、水泥、钢铁、造纸等高耗能项目，原则上要实行用能权有偿使用交易和差别化电价政策。严格涉煤项目准入，鼓励使用洁净煤和高热值煤，支持工业企业实施传统能源改造，加快高耗能落后企业产能、设备的淘汰和退出。
广东	全面推进有色、建材、陶瓷、纺织印染、造纸等传统制造业绿色化低碳化改造。培育壮大节能环保产业，推广应用节能低碳环保产品，全面推行绿色建筑，推广新能源交通运输，强化油路车企联合防控，推进煤改气，油改气，严格工地扬尘和露天焚烧管控。
河南	实施2030年前碳排放达峰行动，打造绿色低碳循环发展的经济体系，力争如期实现碳达峰，碳中和刚性目标。推动以煤为主的能源体系加快转型，推动重点行业清洁生产和绿色化改造。对基础较好的节能环保，尼龙新材料、智能装备，新能源及网联汽车5个产业，重点突破新技术，推动规模和质量提升，加快新能源汽车等项目建设。
内蒙古	严格控制能耗总量和能耗强度，新建项目单位产品能耗必须达到国家先进标准，化工、冶金、建材等行业限期达到国家能耗先进标准。逐步压减高耗能行业用电负荷。做优做强现代能源经济，推进煤炭安全高效开采和清洁高效利用，高标准建设鄂尔多斯国家现代煤化工产业示范区。

明确对电解铝、铁合金、电石、烧碱、水泥、钢铁、黄磷、锌冶炼8个行业实行差别电价政策。

2021年起,不再审批焦炭(兰炭)、电石、PVC、合成氨(尿素)、甲醇、乙二醇、烧碱、纯碱、磷铵、黄磷、水泥(熟料)、平板玻璃、超高功率以下石墨电极、钢铁(已进入产能置换公示阶段的,按国家规定执行)、铁合金、电解铝、氧化铝(高铝粉煤灰提取氧化铝除外)、蓝宝石、无下游转化的多晶硅、单晶硅等新增产能项目,确有必要建设的,须在区内实施产能和能耗减量置换。除国家规划布局和自治区延链补链的现代煤化工项目外,“十四五”期间原则上不再审批新的现代煤化工项目。

山西	适时实施全面禁塑,杜绝白色污染。大力倡导绿色消费,完善绿色能源。推动煤矿绿色智能开采,推进煤炭分质分级利用,抓好煤炭消费减量等量替代。促进现代煤化工走高端化、差异化、市场化和环境友好型道路。
陕西	2030年前实现碳达峰,推动能化产业高端化发展,加快建设1500万吨煤炭分质利用、80万吨乙烷裂解制乙烯等项目,支持光伏、风电等清洁能源发展。推动煤炭清洁高效转化,发展精细化工材料和终端应用产品,延伸产业链,提高附加值

资料来源:中原证券、互联网

2.5.3. 能耗双控背景下行业供应进一步收紧

持续提高能源利用效率,合理控制能源消费总量有利于推动碳达峰碳中和目标实现。能耗双控是实现碳达峰碳中和目标任务的关键支撑。我国的能耗双控政策自“十一五”期间提出,迄今已跨越四个五年计划,各阶段的目标也在不断推进。“十一五”提出把单位 GDP 能耗降低作为约束性指标,并首次提出一次能源消费总量控制目标和万元 GDP 能耗下降目标。“十二五”期间进一步提出控制能源消费总量的要求。“十三五”期间将能耗双控作为经济社会发展重要约束性指标,明确要求到 2020 年单位 GDP 能耗比 2015 年降低 15%,能源消费总量控制在 50 亿吨标准煤以内。“十四五”要求单位 GDP 能耗降低 13.5%,二氧化碳排放降低 18%,非化石能源占能源消费总量比重提高到 20%左右。

表7: 我国能耗双控政策演进

时间	政策	要求
2006年	《“十一五”期间各地区单位生产总值能源消耗降低指标计划》	“十一五”期间,全国单位国内生产总值能源消耗指标从2005年的1.22吨标煤/万元下降到2010年的0.98吨标煤/万元,降幅20%左右。
2013年	《能源发展“十二五”规划》	实施能源消费强度和消费总量双控制,能源消费总量40亿吨标煤,单位国内生产总值能耗比2010年下降16%。
2015年	《中共中央关于制定“十三五”规划的建议》	强化约束性指标管理,实行能源和水资源消耗、建设用地等总量和强度双控行动。主动控制碳排放,加强高能耗行业能耗管控,有效控制电力、钢铁、建材、化工等重点行业碳排放,支持优化开发区域率先实现碳排放峰值目标,实施近零碳排放区示范工程。
2016年	《“十三五”节能减排综合工作方案》	到2020年,全国万元国内生产总值能耗比2015年下降15%,能源消费总量控制在50亿吨标准煤以内。
2021年	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高,单位国内生产总值能源消耗和二氧化碳排放分别降低13.5%、18%,主要污染物排放总量持续减少

资料来源:中原证券、互联网

在能耗双控的双约束下,政策指标趋严和电力成本抬升这两大问题将持续冲击高耗能行业,未来产业结构优化和过剩产能处置有望加快。在传统化工产业中,煤制甲醇、合成氨、电石、乙烯、烧碱、纯碱、PVC、尿素等多种化工品生产的综合能耗尤为突出,预计在各地政策中受影响较大。随着高耗能化工新建审批逐渐收紧,落后产能的持续出清,部分化工子行业预计将进来新一轮的供给侧收缩。

2.6. 行业进入发展新阶段，精选价值与周期成长投资机会

在双碳政策的推动下，未来化工行业在供给和需求面都将迎来巨大变化，行业有望进入发展的新阶段。对周期行业而言，建议关注需求具有保障的农化板块，景气有望延续的磷化工板块。随着双碳目标的不断推进，化工行业节减排的要求将不断提升，推动行业落后产能的淘汰，行业市场份额持续向龙头企业集中。建议关注万华化学、华鲁恒升等优质的一体化行业龙头。

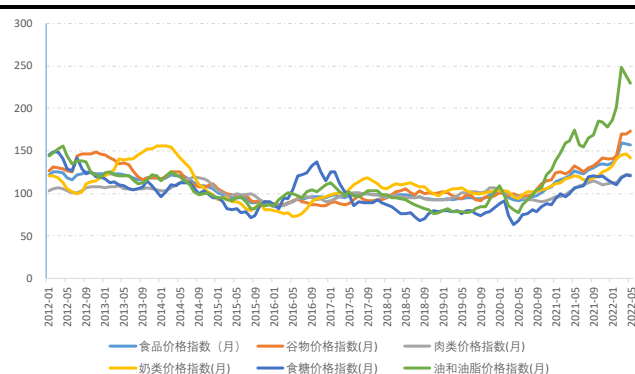
部分化工新材料由于下游应用属于新兴领域，其需求正处于快速增长，或者受益国产替代，市场面临快速增长的机遇，可以从中精选具有市场或技术优势的优质成长股。在节能减排的大趋势下，生物柴油由于原料来源广泛且可再生、燃烧性能好、环保效果减排效果佳，具有可观的成长空间。随着新能源汽车的快速发展，有望拉动动力电池及相关锂电材料的需求，我国盐湖提锂产业有望迎来发展机遇，相关企业有望受益。随着人们健康意识和消费水平的提升，人工甜味剂有望部分替代蔗糖的应用，具有很好的成长空间，相关企业可以积极关注。

3. 周期板块：关注需求有保障的农化以及景气上行的磷化工行业

3.1. 农化板块：粮食价格拉动，农化领域需求旺盛

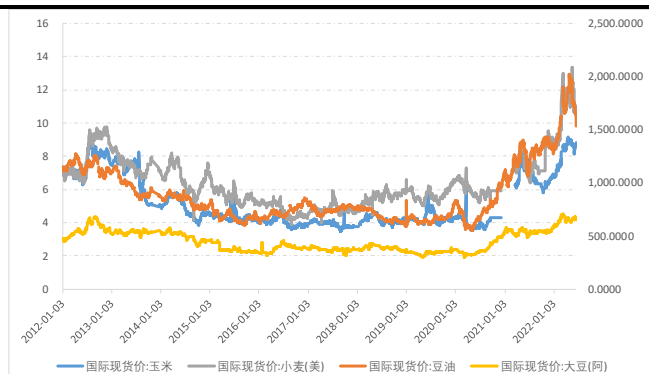
2020 年以来，受疫情因素导致全球粮食生产下降、全球货币宽松等因素影响，全球农产品价格呈现不断上涨的态势。从全球食品价格指数看，2020 年下半年以来食品价格指数快速上升、今年以来，伴随着原油等大宗商品的进一步上涨，全球农作物价格亦进一步上涨。其中油脂、谷物类价格指数提升幅度较大，已经大幅超出 2012 年以来的最高位。随着农产品价格的上涨，农作物的种植意愿与农化产品的使用意愿有望得以提升，进而拉动农化产品的需求。

图20：全球食品价格指数



资料来源：中原证券、wind

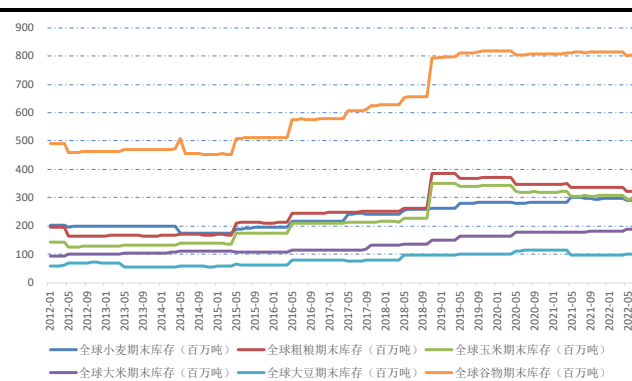
图21：全球农产品价格大幅上行



资料来源：中原证券、wind

在农产品价格持续上涨的同时，全球粮食的库存总体呈逐步下降的态势。根据美国农业部的数据，2020 年 4 月以来，全球玉米库存量从 3.4 亿吨下滑至 2.9 亿吨，大豆库存从 1.1 亿吨下滑至 1 亿吨，小麦、粗粮、植物油脂等库存也较 2021 年初以来有所下降。在库存下滑的驱动下，预计此轮农产品价格的上涨周期有望继续延续。

图22：全球粮食库存

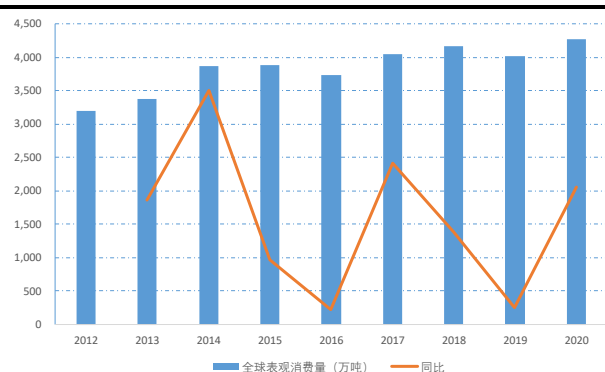


资料来源：中原证券、wind

随着农产品价格的上涨和需求的提升，2021年以来化肥行业景气持续上行，其中钾肥由于资源属性较强，产品格局较为集中，其价格及行业景气度的弹性相对较大。未来在农产品价格上升和需求的拉动下，其行业景气有望延续。

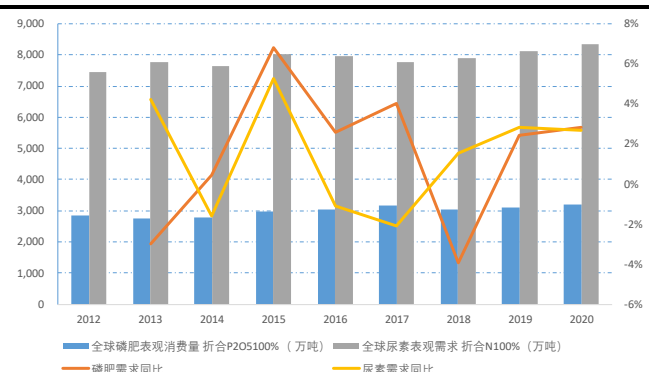
钾肥是农业生产所需的三大基础肥料之一，对多数农作物有显著的增产效果，在农业生产中具有重要的意义。全球三大基础肥料的需求中，氮肥需求量最大，磷肥次之，钾肥的需求增速最高。2012-2020年，全球钾肥年复合增长率为3.65%，同期氮肥需求增速为1.44%，磷肥为1.48%。

图23：全球钾肥需求及增速



资料来源：中原证券、wind

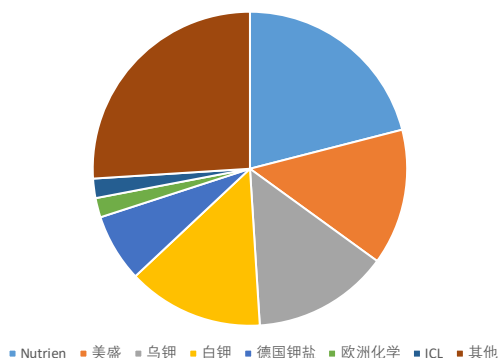
图24：全球氮磷肥需求及增速



资料来源：中原证券、wind

全球钾肥资源分布不均，储量集中于加拿大、俄罗斯、白俄罗斯等国家，三国合计储量占全球的60%。由于资源的集中，全球钾肥供给亦呈现高度集中的格局，Nutrien、美盛、乌钾、白钾等七家钾肥巨头合计占了全球钾肥产能的74%。我国钾肥产量占全球第四，但仅占全球储量的5%，以目前的开采量仅可供开采20-30年。由于钾肥资源有限，长年来我国钾肥产量控制在合理水平，钾肥进口依赖度保持在50%以上。未来我国钾肥供应增量有限，预计未来将长期保持依赖进口的局面。

图25：全球钾肥供应格局



资料来源：中原证券、卓创资讯

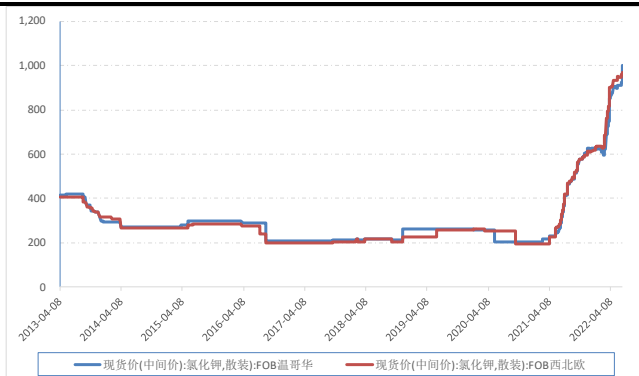
图26：我国钾肥产量和进口依赖度



资料来源：中原证券、卓创资讯

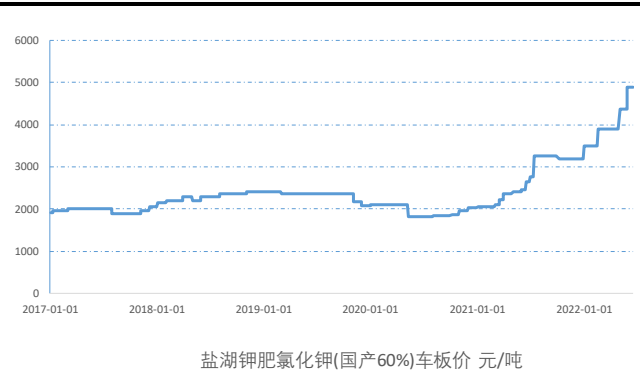
钾肥由于其资源稀缺性及供应的高度集中，因此其供应易受各种突发因素影响。2021年以来，白俄罗斯受制裁导致出口运输受限。2022年以来俄乌冲突后，俄罗斯的钾肥出口亦受到一定影响。由于俄白两国钾肥供应量占全球的近40%，因此地缘政治因素对全球的钾肥供需格局造成较大冲击，推动了价格的持续上涨。下半年来看，未来全球钾肥供应预计仍将受限，粮食价格的上涨有望带动农业领域钾肥需求，推动钾肥价格保持在较高位置，未来钾肥行业景气度的有望延续。

图27：国际钾肥价格



资料来源：中原证券、wind

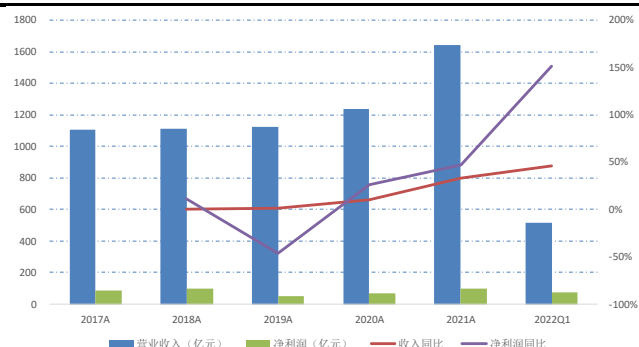
图28：国内钾肥价格



资料来源：中原证券、卓创资讯

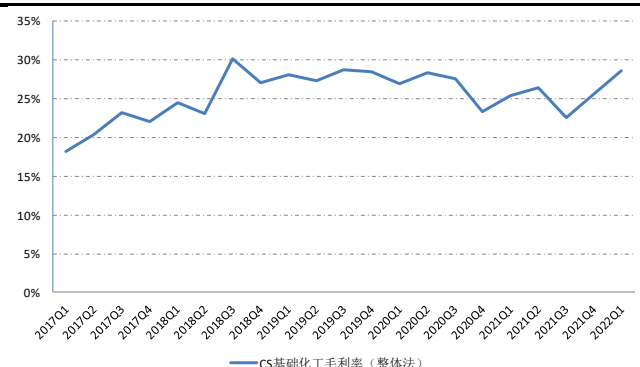
2016年以来，在供给侧改革和环保制度等因素影响下，我国农药产量持续下滑。2019-2020年我国农药产量重新实现增长。2020年下半年以来，随着全球农产品价格的上涨对农药需求的拉动，我国农药产量实现了较快增长。2021我国农药原药产量249.8万吨，同比增长7.8%。

图29：农药行业营收及增速



资料来源：中原证券、wind

图30：中信农药行业单季度毛利率



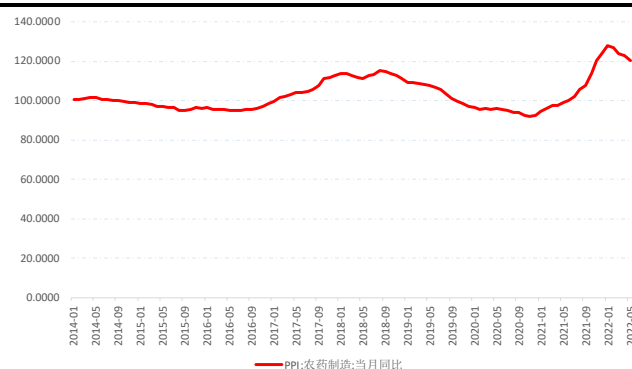
资料来源：中原证券、wind

在需求拉动和价格上涨的推动下,农药板块上市公司收入和业绩也从 2020 年开始重回增长的轨道。2021 年中信农药行业上市公司实现营业收入合计 1645.15 亿元,同比增长 32.73%,实现净利润 98.23 亿元,同比增长 46.84%。今年一季度,农药行业实现营收合计 513.22 亿元,同比增长 46.57%,净利润 72.27 亿元,同比增长 151.55%,增速进一步提升。

从盈利能力上来看,农药行业毛利率的提升相对滞后。2020 年上半年以来,化工产品价格整体均进入上升趋势,相比于上游的大宗原材料,位于产业链下游的农药价格上涨相对滞后,导致此轮上涨前期农药的盈利能力受到压制。这主要是由于农药行业社会库存较高,行业产能经历过去产能之后有一定的提升。农药价格上涨的滞后性对行业内企业的盈利带来了压制。

三季度以来,受“能耗”双控及各地限电限产等因素影响,农药大省江苏省的农药原药生产开工受限,行业开工率大幅下降,同时农药社会库存持续下降,加上原材料价格的支撑以及下游需求的推动,农药价格均迎来较大幅度上涨,也推动了板块盈利能力的上行。2021 年 4 季度开始,行业盈利能力开始上行,中信农药行业单季度毛利率 25.69%,环比提升 3.13 个百分点,今年一季度,行业毛利率进一步提升至 28.66%,创 2018 年 4 季度以来的新高。

图31: 农药行业PPI



资料来源: 中原证券、wind

图32: 化工行业价格指数



资料来源: 中原证券、wind

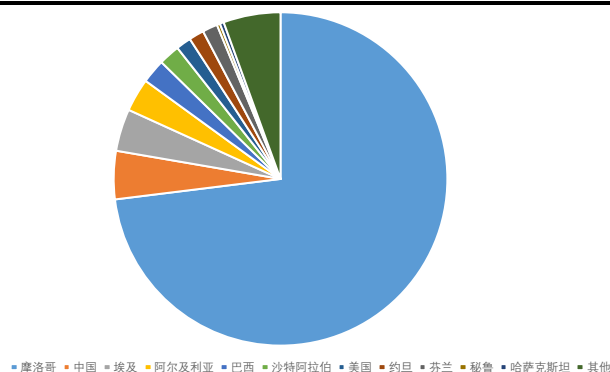
未来在农化需求提升的大背景下,农药需求仍将保持旺盛态势。供给端,尽管能耗双控政策导致的限电限产影响已经消除,但在双碳大背景下,未来行业供给端仍将保持收紧态势,推动产品价格保持在较高位置,农药行业景气有望持续。

3.2. 磷化工: 磷矿价格上涨推动行业景气上行

磷化工是以磷矿石为产业链源头,将矿石中的磷元素加工成为各种产品。通过湿法磷酸工艺,可以生产磷酸一铵、磷酸二铵等化肥,通过黄磷作为中间体,可以生产热法磷酸、磷酸盐、草甘膦等一系列产品,广泛应用于日化、食品、电子、医疗、农药、建材等行业。磷矿石是磷化工产业的最上游,在产业链中的具有至关重要的地位。

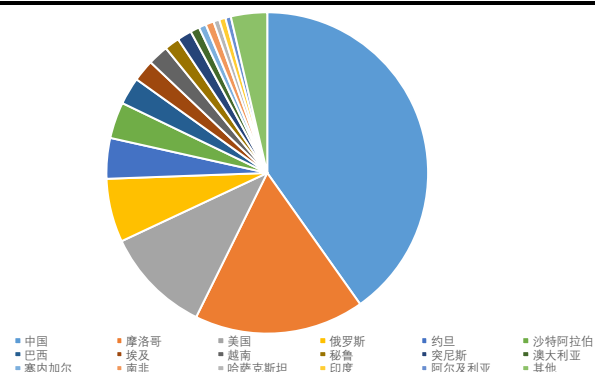
全球磷矿石储量主要集中于摩洛哥、中国、中东以及北美等地。其中摩洛哥储量最高,约占全球储量的 70%,中国储量位居全球第二,占全球储量的 4.8%。从产量上看,我国是全球最主要的磷矿石生产国,2021 年总产量 1.03 亿吨,约占全球产量的 40%。

图33：全球磷矿石储量格局



资料来源：中原证券、USGS

图34：全球磷矿石生产格局



资料来源：中原证券、USGS

由于磷矿石资源具有不可再生和不可循环利用的特点，同时磷元素作为组成生命的基本元素，其应用具有不可替代性，因而磷资源具有重要的战略意义，对磷矿石资源的保护也是必然的趋势。各国纷纷出台政策限制磷矿开采。如美国作为全球第三大磷矿产地，早在 20 世纪 80 年代就开始减少磷矿开采与出口，自 1996 年开始逐步禁止磷矿出口，并于 2004 年开始不再出口。尽管我国磷矿石储量位居世界第二，但由于长期的大规模开采，我国磷矿石的资源保障程度并不高。按现有产量计算，我国的磷矿石资源可供开采年限不到 30 年，因而对磷矿石资源保护力度的提升是必然的趋势。近年来，我国出台了一系列政策，逐步限制磷矿石的出口，规范磷矿石的开采。我国磷矿出口量也由 2008 年的 179.6 万吨降低至 2021 年的 37.4 万吨，

2016 年开始，国土资源部将磷矿石纳入 24 种“战略性矿产目录”之一，磷矿已经成为我国重要的战略性资源。同时财政部对磷矿实行资源税改革，从而提高中低品位磷矿的开采利用，降低磷矿石的资源浪费，推动行业的整合。生态环境部、工信部等部门也出台各种措施，加大磷矿开采的环保整治力度，提高磷矿的资源利用率，推动中小产能的出清。从长期看，磷矿石资源具有重要的战略意义，其稀缺属性将逐步提升。

表8：我国磷矿石产业相关政策

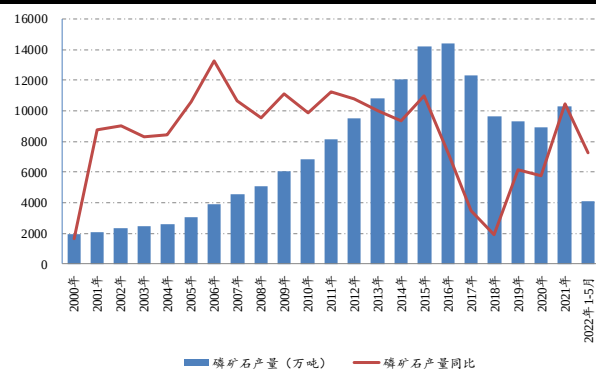
时间	发布机构	政策内容
2001年	国土资源部、财政部	将磷矿石列为“2010年后不能满足国民经济发展需求的20个矿种”之一，并取消磷矿出口退税
2006年	财政部	为限制磷矿肆资源外流，征收磷矿出口关税
2008年	商务部	自2009年开始将磷矿石纳入进出口配额许可证管理，当年配额150万吨
2016年	国土资源部	将磷矿石纳入24种“战略性矿产目录”之一，限制开采总量
2016年	财政部、国税局	对磷矿石行业实行资源税改革，由“从量征收”改为“从价定率”
2019年	生态环境部	重点围绕磷矿、磷化工以及磷石膏库三个领域，加速出清产业规模小、污染不达标等落后产能
2022年	工信部	推进中低品位磷矿高效采选技术，推进磷石膏减量化、资源化、无害化，推进磷化工“以渣定产”

资料来源：中原证券、政府网站

磷矿石在开采，加工过程中均会对环境造成一定污染，其开采过程中会产生的尾矿、废石、废渣、磷石膏等固体废物，长期露天堆放会导致雨水将废弃物中的磷、氟化物、重金属等污染物渗透入地下土壤和周边的河流水域。由于磷矿中含有较高水平的天然放射性元素，其开采过程中的废水、废渣处置不当还会带来放射性污染。2016 年以来，随着长江生态保护上升到国

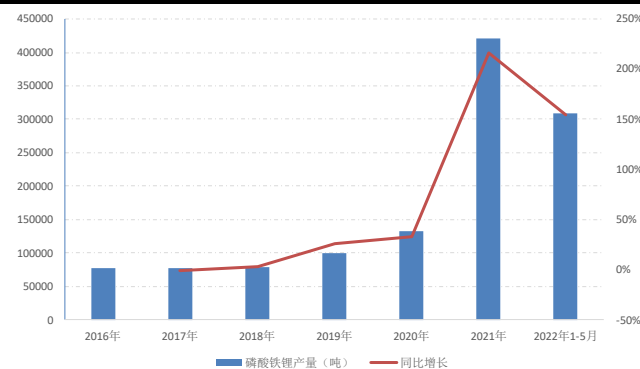
家战略，沿岸省份加大了“三磷”整治力度。由于我国磷矿的主产区云贵川鄂四省均位于长江经济带，磷矿开采领域的环保压力大幅提升，落后产能逐步退出，磷矿石产量开始下滑。2017年我国磷矿石产量1.23亿吨，同比下滑14.6%。2018年-2021年，我国磷矿石产量总体稳定在1亿吨左右。

图35：我国磷矿石产量



资料来源：中原证券、wind

图36：磷酸铁锂产量快速增长

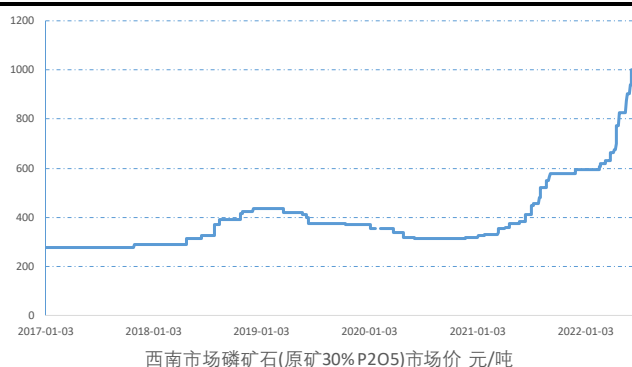


资料来源：中原证券、wind

需求层面，目前磷化工的下游需求主要来自于磷肥。在全球粮食价格上涨和各国对粮食安全的重视不断提升的大背景下，未来磷肥领域的需求有望提升，有望对磷矿石的需求提供有力支撑。此外，随着双碳目标的推进，新能源领域的动力电池、储能等领域有望大幅拉动磷酸铁锂的需求。从而为磷矿石需求提供增量。

随着磷矿石需求的增长与资源稀缺性的提升，今年以来磷矿石供应紧张态势不断提升，推动了价格的快速上涨和景气的上行。由于磷矿石企业多拥有配套的下游磷化工产能，在磷矿稀缺的背景下多倾向于将磷矿石自用，从而进一步加剧了磷矿供给的短缺。长期看，随着磷矿石价格上涨和磷矿石产业的整合，将对磷化工产业链带来深远的影响，产业链利润有望向上游环节进一步转移，磷矿石资源丰富，一体化产业链完整的磷化工企业有望胜出。

图37：国内磷矿石价格



资料来源：中原证券、wind

4. 成长主线：新领域驱动，新材料需求方兴未艾

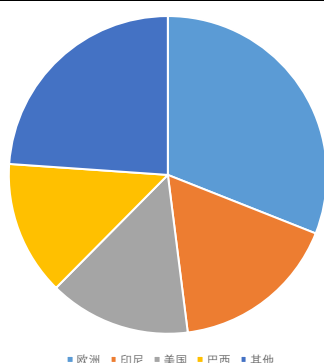
4.1. 绿色能源成大趋势，生物柴油迎来发展良机

生物柴油通常以油料作物、厨余废油和动物油脂等作为原料加工而成，其性能与普通柴油

类似，是一种优质的石化燃料替代品。生物柴油是典型的“绿色能源”，具有原料来源广泛且可再生、燃烧性能好、环保效果显著等特性。目前全球的生物柴油产业中，我国出于粮食安全的基本国策，仅以废弃油脂作为原料来源，其他国家则以植物油脂为主。其中欧洲以菜籽油为主要原料、美国、巴西、阿根廷以豆油为主，东南亚则以棕榈油为主。

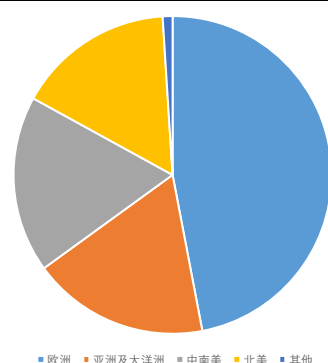
根据联合国统计司的数据，2020 年全球生物柴油产量约 4000 万吨，2010-2020 年的产量年复合增长率约 7.5%，欧洲、印尼、美国、巴西等为主要生产国家和地区，其中欧洲为最大的生产地区。从需求面看，由于 2009 年开始实施的 RED 政策驱动，欧洲的生物柴油需求为全球最大，年消费量约 1900 万吨，占全球消费量的近 50%。由于需求量高于生产量，欧洲又是全球最大的生物柴油进口地区，年进口量达 300 万吨。

图38：全球生物柴油生产格局



资料来源：中原证券、UNSD

图39：全球生物柴油消费格局



资料来源：中原证券、UNSD

2018 年欧盟出台了《可再生能源指令》(RED II)，并于 2021 年正式执行，大幅推动了生物柴油的需求。该指令提出了 2021-2030 年可再生能源发展的目标和规划，欧盟将进一步优化生物燃料结构，鼓励以废弃资源综合利用的油脂原料生产的先进生物燃料。2021 年 7 月，最新提案进一步提议到 2030 年温室气体减排目标提升到 55%，2050 年前实现碳中和，可再生能源在最终能源总消费总量中的份额从 32% 上升到 40%，可再生燃料在交通运输领域的占比从 14% 上升到 26%，对应生物柴油需求量预计超 4000 万吨，较现有需求量大幅提升。从具体细则看，以废弃油脂、动物油为主的生物柴油减排属性较好，是未来发展的重点，同时明确限制粮食基的生物柴油，其占比不能高于 7% 或比 2020 年比例高一个 pct，高间接土地利用变化风险（包括棕榈油）的占比到 2030 年要减少到 0%”。未来欧洲对生物柴油的需求增量将主要来自于基于废油脂的生物柴油，其需求量有望大幅提升，亦有望为中国的生物柴油企业打开市场空间。

表9：欧盟可再生能源指令中生物燃料相关内容

	RED I	RED II	RED II（修订版）
可再生能源最终消费占比	2020年20%	2030 年 32%	2030 年 40%
可再生能源在交通运输中	2020年10%	2030 年 14%	2030 年 26%
粮食基生物燃料		7%或比 2020 年高一个百分点	7%或比 2020 年高一个百分点
生物燃料原料要求	PART A（先进生物燃料）	2022 年 0.2% 2025 年 1% 2030 年 3.5%	2022 年 0.2% 2025 0.5% 2030 年 2.2%
	PART B（废弃油脂）	2030 年 1.7%	2030 年 1.7%

资料来源：中原证券、互联网

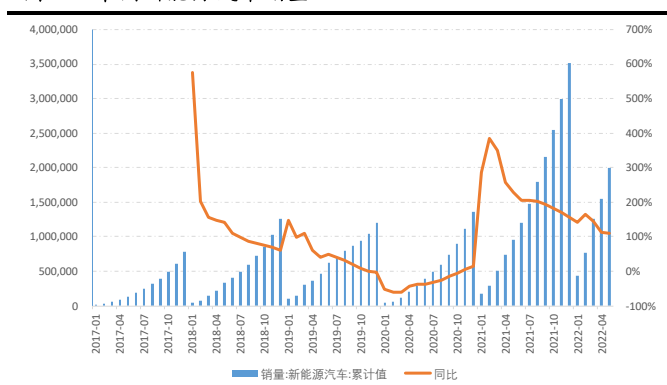
目前上市公司中，卓越新能、嘉澳环保、北清环能等均涉及生物柴油业务，未来有望受益于全球生物柴油需求的快速增长。

4.2. 新能源汽车催生锂电需求，盐湖提锂有望迎来发展良机

受益各国政策推动以及疫情后的消费回暖，2020 年开始全球新能源汽车销量实现快速增长。随着各国碳中和政策的推进，各国均出台政策大力推广新能源汽车。欧洲各国纷纷加大的电动汽车的补贴力度，美国提出清洁能源法案，计划提供电动车消费税收抵免以及购置补贴，放宽汽车厂商享税收减免的 20 万辆限额等。各大传统车企也纷纷发力新能源汽车。受多因素推动，2021 年全球新能源汽车销量约 665 万辆，同比增长超 100%。

2022 年 1-5 月，我国新能源汽车累计销量达到 200.3 万辆，同比增长 110.91%，继续保持快速增长态势；国外新能源销量同样呈现快速增长势头，今年前五月份欧洲新能源汽车累计销量 68.5 万辆，同比增长 10%，美国销量 38.6 万辆，同比增长 73%。根据相关预测，2022 年全球新能源汽车的销量预计将近千万辆，同比增长超 40%，到 2025 年，销量有望达到 1640.0 万辆，整体渗透率超过 20%

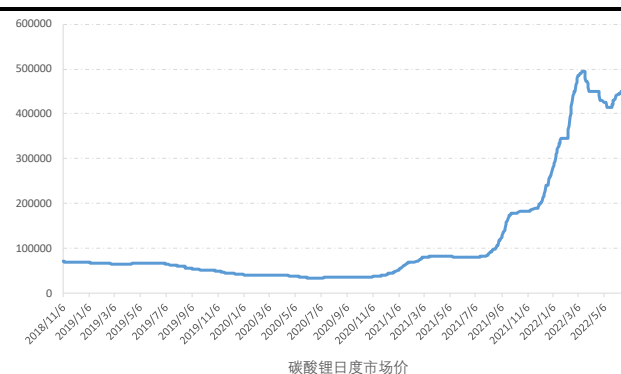
图40：中国新能源汽车销量



资料来源：中原证券、wind

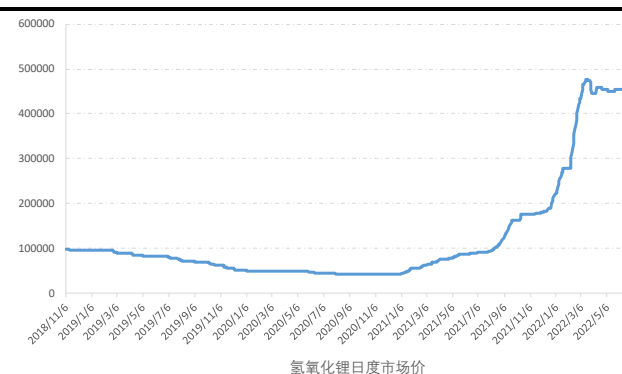
全球新能源汽车的快速发展将大幅拉动上游动力电池及相关材料的需求，也推动了上游材料供需紧张和价格的大幅上涨。2020 年 10 月以来，锂电材料碳酸锂、氢氧化锂价格底部反转，截止到 2022 年 6 月 17 日，工业级的碳酸锂和氢氧化锂价格分别从 3.5 万元/吨和 4.25 万元/吨上涨至 45 万元/吨和 45.5 万元/吨。

图41：电池级碳酸锂价格走势



资料来源：中原证券、卓创资讯

图42：电池级氢氧化锂价格走势



资料来源：中原证券、卓创资讯

随着动力电池需求的不断提升，加上消费电子、储能等领域的需求，未来锂资源的供应将持续呈现紧缺态势。目前全球锂资源的开发和供应主要集中在澳洲的锂矿山与南美盐湖，两者合计占据了全球锂资源产出的 7 成以上%。我国锂盐生产主要以进口澳洲锂精矿生产为主，锂资源的对外依赖度较大。在此情况下，加大国内锂资源的开发势在必行。我国盐湖资源丰富，特别是西藏地区盐湖资源禀赋较好，镁锂比低。随着未来开发力度的提升，存在广阔的发展空间。建议关注拥有盐湖提锂技术的相关企业。

4.3. 消费升级与健康意识驱动，甜味剂市场前景广阔

近年来，随着人们生活水平的提升和消费习惯的升级，食品饮料中“无糖化”趋势正在不断推进。由于传统的营养性甜味剂如蔗糖、葡萄糖、果糖等具有较高的热量，过量摄入容易引发肥胖、糖尿病以及进一步的其他心血管疾病。世卫组织（WHO）认为过量食糖是导致肥胖、糖尿病等生活方式疾病流行的原因之一。根据世卫组织公布的标准，成年人每日标准糖分摄入量为 25 克。

随着健康意识的提升，控制糖的摄入逐渐深入人们的饮食理念。各国政策也逐步开始转向推动饮食的“少糖化”。近年来，全球征收糖税的国家不断增多，英国、法国、美国、芬兰等多个国家纷纷出台政策，对含糖饮料征收糖税或类似税收。目前全球已有四十多个国家出台了糖税政策。我国尚未征收糖税，但国家和社会各界也在不断呼吁饮食的少糖化。根据国家卫健委在《健康中国行动（2019—2030 年）》中明确提出目标：到 2030 年人均每日添加糖摄入量不高于 25 克。

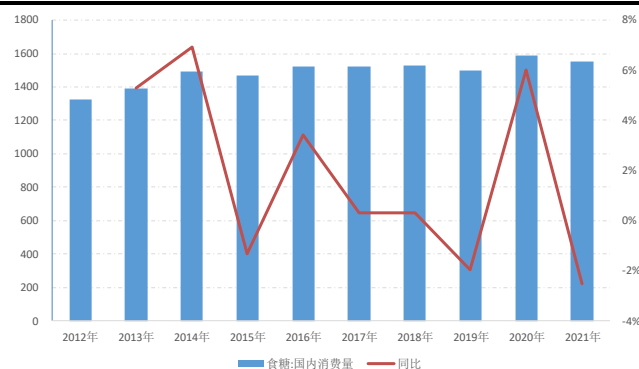
表10：全球各国糖税政策

年份	国家	政策内容
2011年	匈牙利	对含糖饮料、能量饮料、高盐零食和腌渍水果等商品，征收 4% 税率
2014年	墨西哥 智利	墨西哥对碳酸饮料征税 1 比索/升 智利对含糖饮料征税，并对无糖饮料减税
2016年	美国	费城对含糖或甜味剂的饮品征税 1.5 美分/盎司
2017年	法国	对含糖饮料征税，含糖量越高税费越高
2017年	印度	果汁果肉饮料税率 12%，含糖碳酸饮料税率 40%
2017年	泰国	对含糖饮料进行征税，并于 2019 年 10 月加倍征收含糖饮料税
2017年	沙特阿拉伯	对能量饮料和碳酸饮料分别征税 100% 和 50%
2018年	英国	对糖含量在 5 克/100 毫升以上的饮料征税 18 便士/升，超过 8 克/100 毫升征税 24 便士/升
2018年	爱尔兰	标准与英国相同，范围包括调味水、碳酸饮料、能量和运动饮料及果汁饮料

资料来源：中原证券、互联网

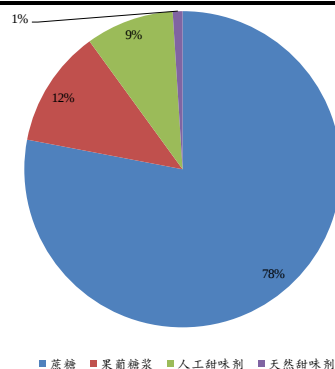
在政策和公众健康意识的推动下，传统的蔗糖使用量正在逐步减少，无糖饮料等无糖食品需求快速增长。2016-2020 年，我国食糖消费量从 1520 万吨增长至 1590 万吨，年复合增长率仅 1.13%。根据中国糖业协会预数据，2021 年我国食糖消费量预计为 1550 万吨，较 2020 年下滑 2.52%。

图43：我国食糖消费量



资料来源：中原证券、wind

图44：全球甜味材料市场结构

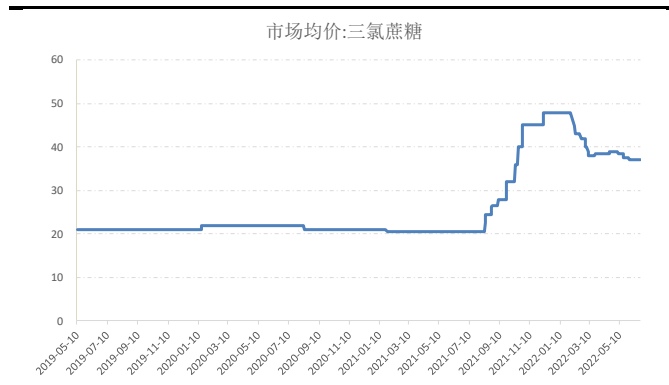


资料来源：中原证券、cnki

蔗糖是目前全球最大的甜味材料，占全球甜味材料市场的78%，人工甜味剂仅占不到10%的市场，这为人工甜味剂提供了广阔的增长空间。我国食糖需求结构中，工业消费约为55%，主要包括食品加工、饮料、饮食等领域，家庭个人消费约占45%。其中工业领域的需求存在较大的替代空间。

目前常见的甜味剂有安赛蜜、阿斯巴甜、三氯蔗糖以及麦芽糖醇、山梨糖醇、木糖醇等糖醇。凭借稳定性、安全性等方面优势，三氯蔗糖逐渐取代阿斯巴甜、安赛蜜等甜味剂，其市场份额持续提升，需求保持快速增长态势。2021年以来，随着大量无糖饮料推向市场，人工甜味剂的需求持续提升，叠加原材料价格上涨等因素，三氯蔗糖等甜味剂价格大幅上涨。

图45：三氯蔗糖价格走势



资料来源：中原证券、wind

人工甜味剂的市场企业较少，行业格局较为集中。目前看三氯蔗糖近期无新增产能，由于双碳政策的持续影响，对行业供给造成一定压力。随着未来需求的快速增长，三氯蔗糖价格有望维持在高位。国内企业中，金禾实业拥有8000吨产能，是全球龙头企业，有望充分受益。

5. 投资策略与重点公司

5.1. 维持行业“同步大市”的投资评级

从行业估值情况来看，截止2022年6月22日，中信化工板块TTM市盈率（整体法，剔除负值）为19.15倍。2010年以来，行业估值平均水平为31.40倍，目前估值水平低于历史平均水平。与其他中信一级行业横向对比，化工板块估计在28个行业中位居15位，维持行业“同

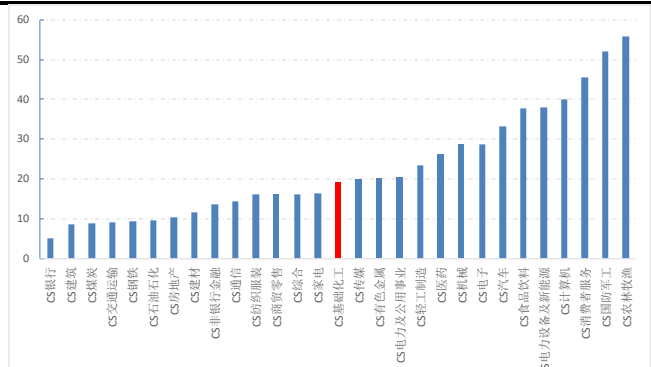
步大市”的投资评级。

图46：化工行业整体估值



资料来源：中原证券、wind

图47：中信一级行业估值对比



资料来源：中原证券、wind

5.2. 行业投资主线及重点公司

随着化工行业安全、环保监管进入新常态，未来环保、安全等门槛将不断提升。在双碳目标推进的大背景下，具有产业链一体化、低排放、清洁发展的龙头企业有望持续提升市场份额，强者恒强的行业格局将继续持续。建议关注万华化学、华鲁恒升等优质一体化行业龙头。

周期行业关注农化和磷化工行业：随着全球粮食产品价格的不断上涨，农化领域需求保持旺盛态势。其中钾肥的供应高度集中，海外地缘政治局势预计将继续影响行业供给，推动景气上行。农药行业盈利能力自2021年四季度以来开始上行，目前行业供给仍呈紧张态势，行业景气有望延续。建议关注钾肥领域的东方铁塔（002545）以及农药龙头扬农化工（600486）、利尔化学（002258）。未来磷矿石的资源稀缺性有望提升，行业供给总体呈收缩态势，叠加下游磷肥和新能源领域需求的拉动，磷矿石价格有望继续上行，推动磷化工行业景气的提升。建议关注磷矿资源丰富的磷化工企业的兴发集团（600141）和川恒股份（002895）。

精选优质成长：在节能减排的大趋势下，生物柴油有望替代传统的化石基材料，具有可观的成长空间，建议关注卓越新能（688196）；随着新能源汽车的快速发展，有望拉动动力电池及相关锂电材料的需求，我国盐湖提锂产业有望迎来发展机遇，相关企业有望受益，建议关注蓝晓科技（300487）。随着人们健康意识和消费水平的提升，人工甜味剂有望部分替代蔗糖的应用，具有很好的成长空间，建议关注金禾实业（002597）。

表 11：重点公司估值分析表

公司名称	每股收益（元）			每股净资产（元）	收盘价（元）	市盈率（倍）			投资评级
	2021A	2022E	2023E			2020A	2021E	2022E	
万华化学	7.85	7.65	8.84	23.50	91.02	11.59	11.90	10.29	买入
华鲁恒升	3.42	3.67	3.95	11.70	28.57	8.36	7.78	7.23	增持
扬农化工	3.94	6.48	7.30	25.32	134.81	34.19	20.79	18.48	-
利尔化学	1.45	1.80	2.06	9.63	23.30	16.08	12.97	11.33	-
东方铁塔	0.32	0.72	1.03	6.50	11.05	34.03	15.27	10.74	买入
兴发集团	3.82	4.77	5.17	14.03	40.72	10.66	8.54	7.87	-
川恒股份	0.74	1.61	2.43	7.07	32.81	44.61	20.38	13.48	-

卓越新能	2.87	3.70	4.64	21.42	76.50	26.63	20.69	16.48	增持
蓝晓科技	0.94	1.49	2.05	9.76	56.99	60.41	38.22	27.75	-
金禾实业	2.10	3.10	3.52	10.87	38.69	18.44	12.49	11.00	增持

资料来源：中原证券、wind（股价为 2022 年 6 月 22 日收盘价）

6. 风险提示

下游需求复苏不及预期；

行业产能大幅扩张；

能源价格大幅上涨。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。