

重视盈利确定性机会，推荐周期改善与成长类标的

——化工行业 2022 年度中期策略报告

核心观点：

- **油价影响行业盈利，预计 H2 压力充分释放** 2022 年以来，受供应端扰动，国际油价大幅上涨，Brent 原油最高触及 139.13 美元/桶。高油价带来原料成本抬升，压制行业盈利空间。下半年影响油价的关键因素将在供给和需求两端。一方面地缘政治因素扰动下供应端仍存在不确定性；另一方面美联储激进加息、经济下行压力增大，石油需求趋弱。我们预计，下半年油价重心或稍有回落，预期在 100 美元/桶左右震荡；在油价难以继续冲高甚至稍有回落的预期下，我们认为成本有望逐渐向下游传导，叠加疫情有效控制下的复工复产，行业压力充分释放。
- **稳增长政策持续发力，看好 H2 周期&成长共振** 22Q1 行业景气延续，各子行业盈利分化明显，在 33 个子行业中，归母净利润同比提升和下降的比例各占 50%。22Q2 原料成本抬升叠加疫情压制需求，预期 Q2 盈利受到影响较大。随着稳增长政策的持续发力，预期 H2 行业盈利将逐渐改善，当前仍是行业布局比较好的时点。建议重点关注相关龙头企业盈利预期改善带来的业绩弹性以及持续进行优质产能扩张带来的成长属性。
- **把握需求复苏投资机会，看好优质标的业绩周期弹性** 稳增长政策持续发力下，地产、基建对上游原材料纯碱、PVC、减水剂等需求有望修复；纯碱高景气有望延续，同时看好 PVC、减水剂等景气向上机会；重点推荐远兴能源（000683.SZ）、三友化工（600409.SH）、中泰化学（002092.SZ）、苏博特（603916.SH）、红墙股份（002809.SZ）。海内外纺服需求持续向好，行业向龙头集中，看好化纤行业景气底部向上的机会；重点推荐华峰化学（002064.SZ）、新凤鸣（603225.SH）。政策刺激国内汽车消费，海运费下降助力出口效益回升，轮胎底部反转信号强烈；重点推荐玲珑轮胎（601966.SH）、赛轮轮胎（601058.SH）。磷矿石和煤炭等资源品供需维持紧张态势，高景气有望延续，看好拥有上游矿产资源的龙头企业；重点推荐云天化（600096.SH）、广汇能源（600256.SH）。
- **关注成长确定性机会，看好强 α 成长属性标的“双碳”目标下，石化、化工等高耗能项目审批愈发严格，龙头企业资金、研发、能效、管理能力突出，有望通过规模化扩张长期受益；重点推荐卫星化学（002648.SZ）、宝丰能源（600989.SH）、华鲁恒升（600426.SH）、荣盛石化（002493.SZ）、万华化学（600309.SH）。我国企业实现了芳纶技术破局，产业工装、防弹防护、5G 建设和新能源等领域带来芳纶需求持续增长，对位芳纶进口替代和出口量也会增加，未来市场空间广阔；重点推荐芳纶龙头泰和新材（002254.SZ）。“双碳”目标打开气凝胶成长赛道，功能性硅烷龙头企业凭借产业链一体化优势深化布局，未来成本有望下降，助力行业迎接风口；重点推荐晨光新材（605399.SH）、宏柏新材（605366.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，主营产品景气度下降的风险，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

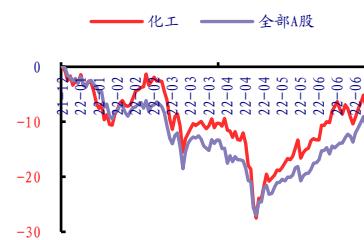
✉: renwenpo_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080001

特此鸣谢：翟启迪

市场表现

2022.06.29



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

- 【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

投资摘要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

供需博弈下，预计下半年油价上涨动力不足，价格重心或稍有回落。

稳增长政策下，地产、基建将持续发力，对上游纯碱、PVC、减水剂等原材料需求有望修复。

化纤行业盈利基本处在历史谷底，海内外需求向好背景下预期景气底部向上；海运费持续下降，轮胎行业内需、外需均有改善。

磷矿石、煤炭等供需依旧呈现紧张局面，高景气有望延续。

石化、化工等高耗能项目审批愈发严格，龙头企业凭借资金实力、技术研发实力、先进能效水平和生产管理经验等优势有望长期受益。

产业工装、防弹防护、5G建设和新能源等领域带来芳纶需求持续增长，对位芳纶进口替代和出口量也会增加，未来市场空间广阔。

“双碳”目标下，气凝胶行业加速扩能带动成本下降，下游需求空间将被打开。

投资建议：

把握需求复苏机会，看好优质标的业绩周期弹性，建议关注三条投资主线：

1) 稳增长政策持续发力，利好地产、基建上游原材料表现。新能源拉动需求增长，纯碱有望延续高景气；地产竣工速度有望加快，看好PVC景气向上表现；基建、地产发力预期下，看好减水剂龙头表现。重点推荐远兴能源(000683.SZ)、三友化工(600409.SH)、中泰化学(002092.SZ)、苏博特(603916.SH)、红墙股份(002809.SZ)。

2) 关注底部反转机会，看好化纤、轮胎龙头表现。海内外需求持续修复，看好化纤底部反转；成本下降叠加需求恢复，轮胎底部反转信号强烈。重点推荐华峰化学(002064.SZ)、新凤鸣(603225.SH)、玲珑轮胎(601966.SH)、赛轮轮胎(601058.SH)。

3) 资源品高景气延续，看好优质全产业链龙头标的。磷矿石价格持续上涨，磷化工全产业链龙头充分受益；煤炭供需紧张局势持续，看好保供下的疆煤弹性标的。重点推荐云天化(600096.SH)、广汇能源(600256.SH)。

关注成长确定性机会，看好强α成长属性标的，建议关注三条投资主线：

1) 传统能化领域产能复制扩张，打开新一轮成长空间。重点推荐卫星化学(002648.SZ)、宝丰能源(600989.SH)、华鲁恒升(600426.SH)、荣盛石化(002493.SZ)、万华化学(600309.SH)等标的。

2) 技术破垄断+需求高增长，看好芳纶龙头企业成长表现。重点推荐泰和新材(002254.SZ)。

3) 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。重点推荐晨光新材(605399.SH)、宏柏新材(605366.SH)。

行业表现的催化剂：

油价高位回落，下游需求向好拉动行业景气上行，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，主营产品景气度下降的风险，项目达产不及预期的风险等。

目 录

一、油价影响行业盈利，预计 H2 压力充分释放	1
(一) 高油价下原料成本抬升，压制行业整体盈利表现	1
(二) 上半年油价大幅上涨，大宗商品盈利受到挤压	2
(三) 油价企稳叠加需求向好，行业压力充分释放	3
二、稳增长政策持续发力，看好 H2 周期&成长共振.....	4
(一) Q1 行业景气延续，各子行业盈利分化明显	4
(二) 原料成本抬升+疫情压制需求，Q2 盈利预期影响较大	5
(三) 稳增长政策持续发力，目前或是布局优选时点之一	10
三、把握需求复苏投资机会，看好优质标的业绩周期弹性.....	10
(一) 稳增长政策持续发力，利好地产、基建上游原材料表现	10
(二) 关注底部反转机会，看好化纤、轮胎龙头表现	14
(三) 资源品高景气延续，看好优质全产业链龙头标的	17
四、关注成长确定性机会，看好强 α 成长属性标的	18
(一) 传统能化领域产能复制扩张，打开新一轮成长空间	18
(二) 技术破垄断+需求高增长，看好芳纶龙头企业成长表现	20
(三) 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	22
五、投资建议	24
六、风险提示	25
插图目录	26
表格目录	27

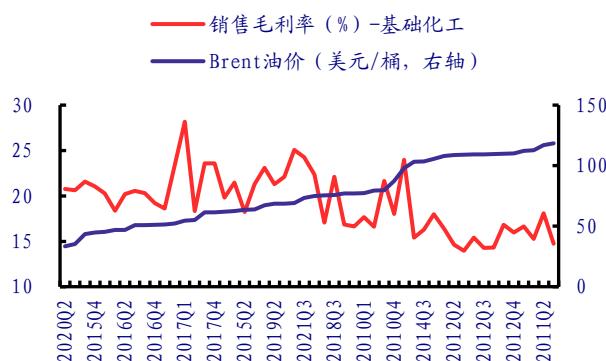
一、油价影响行业盈利，预计 H2 压力充分释放

(一) 高油价下原料成本抬升，压制行业整体盈利表现

化工行业很多原料都是直接或间接来自于原油，油价的高低对行业盈利能力影响很大，若油价大幅上涨则很难将成本全部传导至下游，对相关行业盈利带来不利影响。通常情况下，低油价利好化工行业（包括基础化工和石油化工，以下同）盈利能力提升，高油价则导致盈利能力受损。

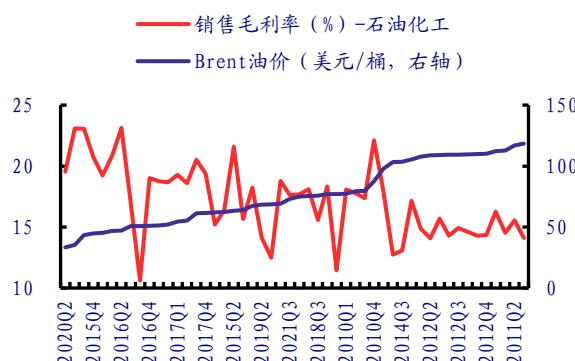
需要注意的是，在油价持续下跌过程中，由于存在原料库存转化损失，与油价关联更为直接的石油化工行业受到的不利影响更为显著；反之亦然。如，受疫情、沙特价格战等因素影响，20Q1 油价持续下跌带来较为显著的库存转化损失，叠加需求不佳，导致石油化工行业盈利水平下降明显；14Q4 也是油价持续下跌带来的不利影响；22Q1 则是油价持续上涨带来库存收益的显著增加，弥补了成本不能全部转嫁方面的损失，行业保持较高盈利水平，毛利率仅小幅下降。

图 1：不同油价下基础化工行业盈利水平



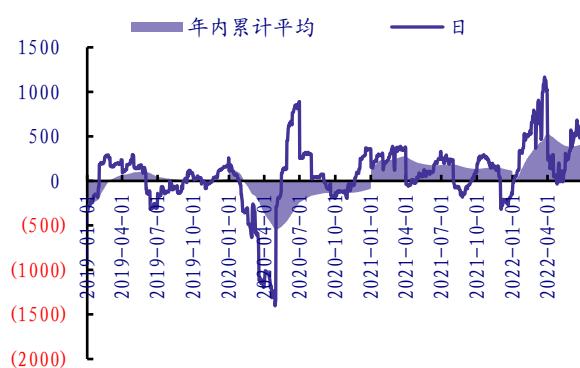
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 2：不同油价下石油化工行业盈利水平



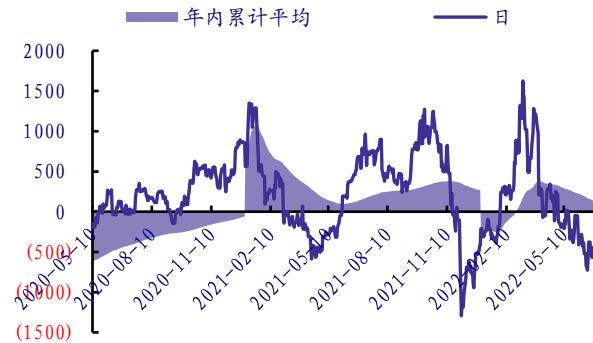
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 3：原油库存转化损益 (元/吨)



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 4：丙烷库存转化损益 (元/吨)

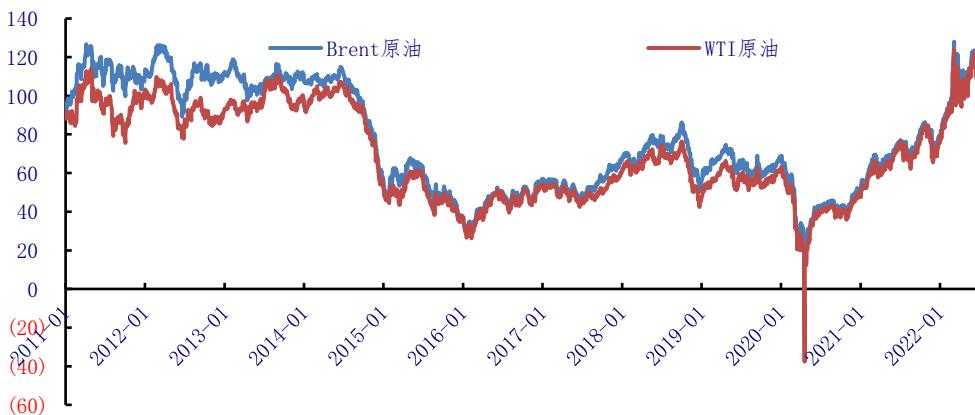


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(二) 上半年油价大幅上涨，大宗商品盈利受到挤压

2022年以来，国际油价重心大幅抬升。截至6月28日，Brent和WTI原油价格分别为117.98美元/桶和111.76美元/桶，年初以来分别上涨51.7%和48.6%。上半年，供给端收缩主导国际油价走势。首先，地缘政治冲突引发原油市场供应紧张。2月份以来，俄乌局势加速升级，欧美陆续对俄罗斯展开多轮制裁，俄罗斯原油出口受限，原油市场供给收缩。其次，OPEC+其他产油国增产乏力。1-4月份OPEC+计划每月增产40万桶/日，5月份计划增产43.2万桶/日，但实际增产效果未及预期。此外，美国原油产量恢复缓慢。截至6月10日，美国原油产量为1200万桶/日，较年初仅增加了20万桶/日，仍未恢复到疫情前水平。需求方面，随着海外多国陆续放松疫情管控，原油需求同比继续向上修复，海外成品油库存低位运行，裂解价差大幅上涨。整体来看，上半年需求恢复托底油价，但地缘政治冲突放大供应缺口，催化油价加速上行。

图5：2011年以来国际油价走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

在油价快速上涨至高位情形下，相关产品特别是石油化工产业链向下游成本传导受阻；从产品价差角度来看，价差收窄、盈利受到挤压。22Q2 PE、PP、EO/EG、涤纶长丝等主要石油化工产品与原油的价差环比继续收窄，说明高油价下原料端成本并不能顺利向下游传导；成品油价差方面，汽油、柴油价差显著收窄。当然，除原油成本外，供需关系也是影响价差的因素之一。

表1：主要石化产品单季度全产业链价差（截至2022.6.28）

名称	单位	22Q2	22Q1	21Q4	21Q3	21Q2	21Q1
Brent 原油	美元/桶	111.86	97.90	79.66	73.23	69.06	61.32
汽油价差	元/吨	3390	4565	4321	4081	4332	3700
柴油价差	元/吨	2709	3347	3554	2688	2808	2713
航煤价差	元/吨	2001	987	897	615	534	505
LLDPE 价差	元/吨	2561	3771	4568	4386	4346	4946
PP 价差	元/吨	2455	3349	4283	4656	4856	5399
苯价差	元/吨	2991	2769	3090	4054	3870	2282
PX 价差	元/吨	3599	2895	2755	3195	2788	2443
EO 价差	元/吨	2964	3312	5045	4109	4494	4568
EG 价差	元/吨	1146	2035	2924	2971	2725	3154

PTA 价差 聚酯切片(半光)价差 涤纶长丝(POY)价差	元/吨 元/吨 元/吨	2559 2932 3591	2205 2957 3872	2094 3262 4465	2459 3403 4469	2182 3128 4500	1940 3135 4343
-------------------------------------	-------------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------	----------------------

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 油价企稳叠加需求向好，行业压力充分释放

不同于上半年供给端主导国际油价，下半年影响油价的关键因素将在供给和需求两端，预计下半年国际油价仍将高位震荡。

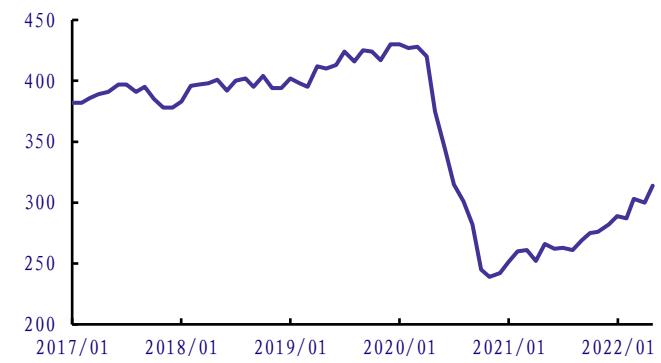
供给端，地缘政治因素扰动下，原油供给仍具有较大不确定性。特别是俄乌局势仍不明朗，在欧美对俄罗斯制裁背景下，俄罗斯原油和油品出口欧洲依然受阻，虽然销往亚洲的量有所增加，但预期俄罗斯原油产量将继续下降。EIA 6月报告预测，俄罗斯原油产量或从 2022 年 Q1 的 1130 万桶/日下降至 2023 年 Q4 的 930 万桶/日。预期美国原油产量仍将缓慢增长。EIA 报告显示，42 家美国石油生产商在 2021 年底资本开支有所增加，但仍低于 2017-2018 年的正常水平。在通胀背景下，全球原材料、劳动力成本以及运费均有大幅上涨，资本开支实际效果或存在折扣，制约美国原油产量增长速度。另外，OPEC+计划 7 月、8 月均增产 64.8 万桶/日，考虑到中东钻机数仍未恢复至历史水平，短期内超预期增产潜力有限；美国总统拜登将在 7 月访问中东，敦促产油国增产是其主要目标之一，需要关注 OPEC 后续是否额外增产。

图 6：2016-2021 年 42 家美国石油公司资本开支（十亿美元）



资料来源: EIA, 中国银河证券研究院

图 7：中东地区钻机数量（台）



资料来源: Baker Hughes, 中国银河证券研究院

需求端，受美联储激进加息、经济下行压力增大，石油需求趋弱。在通胀高企背景下，6 月 15 日，美联储宣布加息 75 个基点，将联邦基金利率目标区间上调至 1.5%-1.75%。美联储此轮加息创下自 1994 年以来单次最大加息幅度记录，其激进加息引发市场对远端经济衰退的担忧。此外，世界银行将 2022 年全球经济增长预期下调至 2.9%，远低于今年预期的 4.1%。预计下半年石油需求趋弱。

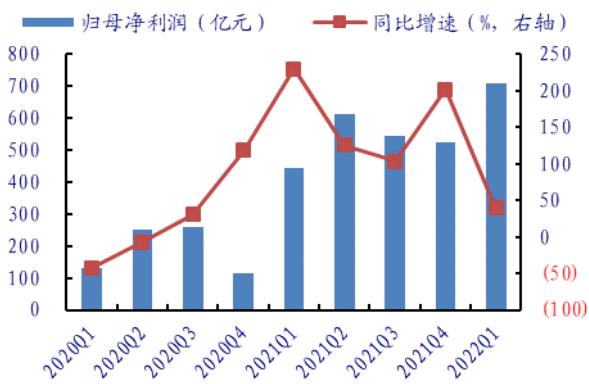
下半年油价重心或稍有回落，预期在 100 美元/桶左右震荡。考虑到当前原油市场供需偏紧现状仍未根本改变，在原油供应弹性释放前，油价重心仍有支撑；同时远期需求预期已有转向，油价进一步大幅上涨可能性不大。整体来看，预计下半年原油价格重心将稍有回落，在 100 美元/桶左右震荡。在油价难以继续冲高甚至稍有回落的预期下，我们认为成本有望逐渐向下游传导，叠加疫情有效控制下的复工复产，行业压力充分释放。

二、稳增长政策持续发力，看好 H2 周期&成长共振

(一) Q1 行业景气延续，各子行业盈利分化明显

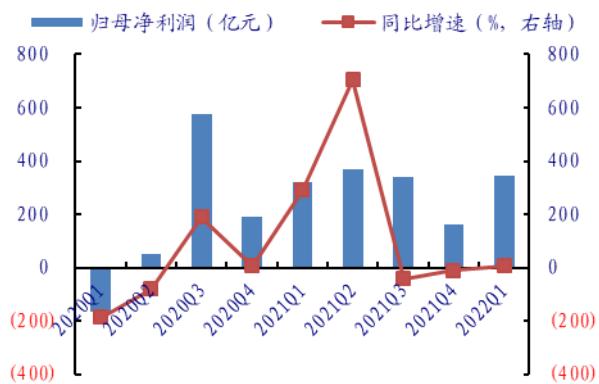
就基础化工行业而言，22Q1 盈利创历史新高，行业继续保持高景气。22Q1 基础化工行业营收 5837 亿元，同比增加 27.43%；归母净利润 707 亿元，同比增加 39.61%；从盈利能力来看，销售毛利率、净利率继续维持历史高位，仅次于 21Q2。石油化工行业受累于 22Q1 油价大幅上涨，考虑到有库存转化收益，毛利率小幅下降。

图 8：基础化工行业单季度归母净利润及同比增速



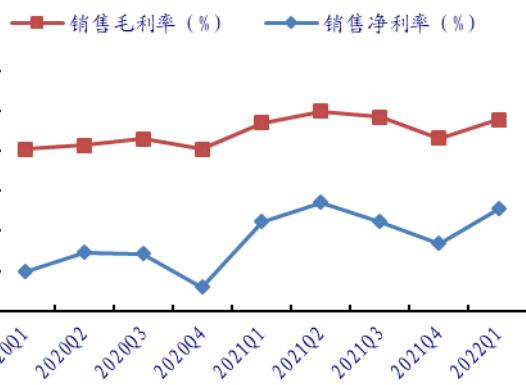
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9：石油化工行业单季度归母净利润及同比增速



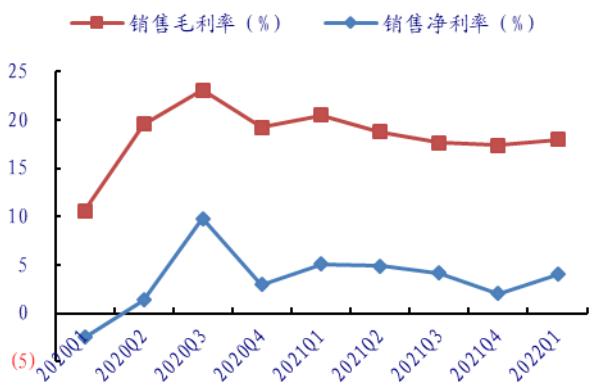
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：基础化工行业单季度毛利率和净利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11：石油化工行业单季度毛利率和净利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

22Q1 基础化工行业表现较好的子行业有氟化工、钾肥、纯碱、磷肥及磷化工、农药、化肥等；表现价差的子行业有涤纶、轮胎、粘胶、改性塑料等，我们认为主要系原料端成本抬升所致。

表 2：基础化工子行业 22Q1 经营情况

序号	子行业名称	营收(亿元)	同比(%)	归母净利(亿元)	同比(%)
1	氟化工	97.17	44.73	13.07	424.7%
2	钾肥	94.25	163.90	45.91	331.6%
3	民爆用品	103.77	37.06	13.65	320.7%
4	无机盐	43.74	36.65	7.87	317.7%
5	锂电化学品	399.55	142.61	58.50	310.0%
6	纯碱	131.18	65.51	28.26	246.9%
7	磷肥及磷化工	293.12	32.73	36.90	226.4%
8	碳纤维	4.50	125.80	2.03	220.7%
9	农药	513.22	33.81	69.43	162.5%
10	食品及饲料添加剂	175.16	29.36	27.05	150.7%
11	有机硅	42.72	59.59	6.49	117.2%
12	电子化学品	82.57	36.07	11.29	80.5%
13	其他化学原料	298.86	54.59	74.76	75.4%
14	复合肥	262.68	40.34	14.09	68.6%
15	氮肥	418.76	28.48	56.28	62.3%
16	其他化学制品III	324.63	36.57	33.79	57.7%
17	橡胶制品	271.52	9.42	9.89	44.3%
18	绵纶	65.23	36.93	4.50	41.6%
19	其他塑料制品	114.08	7.42	7.18	31.1%
20	钛白粉	93.60	30.34	14.85	7.1%
21	膜材料	99.68	15.77	9.84	5.0%
22	合成树脂	144.76	21.24	21.74	1.6%
23	氯碱	432.00	-9.64	38.04	-0.7%
24	日用化学品	148.65	13.24	10.11	-1.9%
25	氨纶	72.93	25.87	13.62	-16.9%
26	聚氨酯	445.08	33.95	55.80	-18.4%
27	改性塑料	185.98	15.65	7.92	-30.1%
28	印染化学品	90.73	9.64	8.49	-41.8%
29	粘胶	90.45	1.58	2.98	-67.1%
30	橡胶助剂	51.28	9.26	1.97	-72.6%
31	轮胎	169.21	-5.02	1.69	-72.9%
32	涂料油墨颜料	56.28	0.40	0.69	-87.0%
33	涤纶	20.11	16.84	-1.41	-177.6%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 原料成本抬升+疫情压制需求, Q2 盈利预期影响较大

1.4月“成绩单”表现不佳，5月有所改善

自3月以来,受疫情影响,我国社零消费数据连续3个月同比负增长。特别是4月份受疫情冲击最为严重,同比下降11.0%;5月社零总额为33547亿元,同比下降6.7%,较4月有所收窄。从工业增加值来看,4月同比下降2.9%,5月略微增长0.7%。其中,化工子行业,如化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业等亦在4月全面转为负增长,5月有所好转。



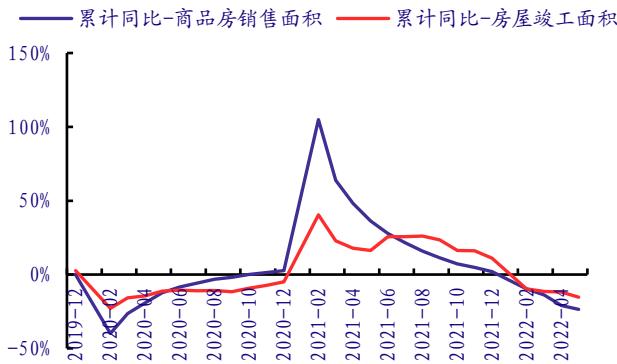
图 12：我国社零消费数据及同比变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

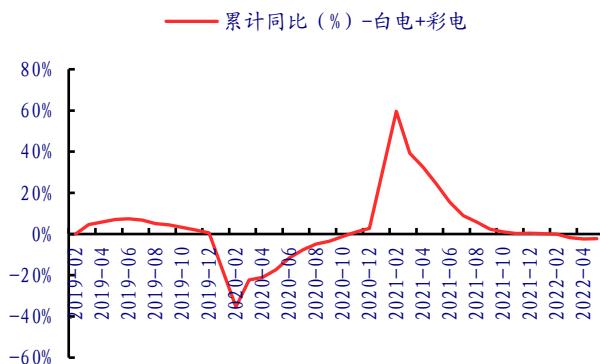
化工产业链下游行业，如地产、汽车、家电、纺服等，自3月以来同样呈现弱势表现，成为影响化工产品需求的关键。5月家电、汽车产量以及地产新开工面积等虽然依旧同比负增长，但较4月表现均有所改善。随着近期汽车、家电、地产等刺激消费政策的不断出台，预期下游需求端的持续改善也将带来化工行业盈利修复。

图 14：我国房地产销售和竣工面积累计同比变化



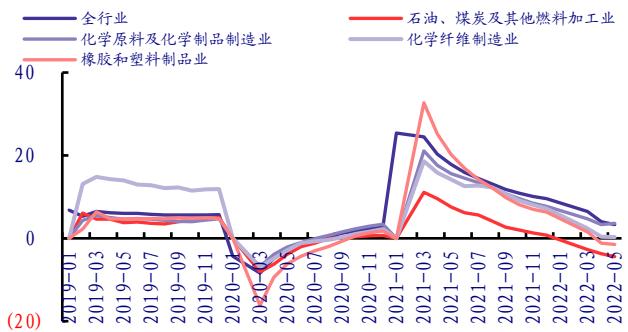
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 16：我国主要家电产量累计同比变化



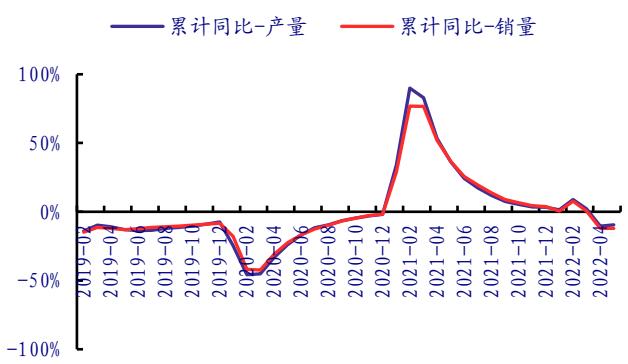
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 13：我国工业增加值累计同比变化



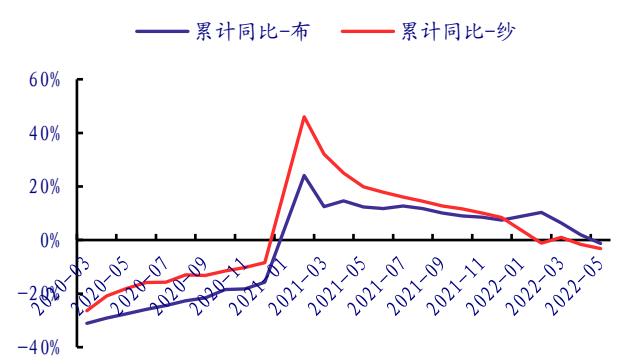
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 15：我国汽车产销累计同比变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 17：我国布和纱产量同比变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. Q2 价格表现分化，价差不尽人意

Q2 主要产品价格表现分化。在我们重点跟踪的 182 个产品价格中，年初以来共有 101 个产品价格实现上涨，上涨比例 55.5% 以上。从 22Q2 均价来看，126 个产品价格同比上涨，占比 69.2%；环比上涨比例在 52.7%。价格涨幅较大的产品有丁二烯、碳酸锂、甲苯、石油焦、磷酸一铵、氯化铵、航空煤油、MTBE、原油、EVA、烧碱、磷酸铁锂、氯化钾等。除油价上涨带来的成本抬升致下游产品价格上涨外，碳酸锂、氯化钾、磷肥、烧碱、纯碱等非石油路线产品受到供需错配影响价格亦实现大幅上涨。

表 3：重点关注产品价格涨幅前 30

名称	单位	当前价格 (6月28日)	年初以 来涨幅	22Q2 均 价	环比	同比
丁二烯(山东)	元/吨	9700	118.0%	10766	31.7%	32.8%
碳酸锂(工业级, 安泰科)	万元/吨	46	75.0%	44	7.4%	437.5%
碳酸锂(电池级, 安泰科)	万元/吨	47	69.4%	47	8.3%	432.0%
甲苯(华东)	元/吨	9125	61.5%	8044	17.6%	41.5%
石油焦(洛阳石化)	元/吨	3490	60.8%	3696	29.0%	158.1%
磷酸一铵(55%粉状, 江苏)	元/吨	4650	60.3%	4264	33.7%	52.9%
氯化铵(干铵, 江苏德邦)	元/吨	1600	56.9%	1494	28.1%	99.4%
航空煤油(3#)	元/吨	8441	56.8%	7933	45.2%	93.0%
MTBE(全国)	元/吨	8660	53.0%	7756	9.7%	30.1%
原油(Brent)	美元/桶	117.98	51.7%	111.86	14.3%	62.0%
EVA(山东)	元/吨	28500	51.6%	28217	27.4%	38.4%
烧碱(99%片碱, 山东)	元/吨	5000	51.5%	4314	12.1%	128.1%
磷酸铁锂(国产)	元/吨	155000	50.5%	158871	8.1%	208.0%
对二甲苯(镇海炼化)	元/吨	10000	49.3%	9743	20.9%	50.0%
氯化钾(57%粉, 山东)	元/吨	4700	49.2%	4543	20.0%	113.9%
原油(WTI)	美元/桶	111.76	48.6%	108.61	14.7%	64.1%
异丁烯(山东)	元/吨	12750	44.7%	11792	10.5%	27.8%
沥青(上期所)	元/吨	4523	42.7%	4257	19.2%	38.9%
复合肥(45%CL, 山东)	元/吨	4050	42.1%	3651	23.0%	63.6%
溶解浆(内盘)	元/吨	9400	40.3%	8696	19.8%	0.4%
燃料油(上期所)	元/吨	3850	40.3%	4357	27.0%	78.3%
PTA(华东)	元/吨	6920	39.8%	6663	17.8%	43.0%
邻二甲苯(华东)	元/吨	8800	39.7%	8607	10.2%	43.3%
硫酸钾(50%粉, 山东)	元/吨	5300	37.7%	5060	18.7%	65.2%
复合肥(45%S, 山东)	元/吨	4250	36.7%	3893	19.0%	55.4%
醚后碳四(燕山石化)	元/吨	6450	35.8%	5912	1.1%	47.0%
苯(华东)	元/吨	9700	32.4%	9137	15.2%	20.6%
磷矿石(30%, 湖北柳树沟)	元/吨	900	32.4%	789	16.0%	56.6%
混合碳四(齐鲁石化)	元/吨	6800	32.0%	6505	1.7%	45.1%
纯碱(轻质, 河北)	元/吨	3000	31.6%	2783	16.2%	59.4%

资料来源：Wind、卓创资讯，中国银河证券研究院

表 4：重点关注产品价格跌幅前 30

名称	单位	当前价格 (6月28日)	年初以 来涨幅	22Q2 均 价	环比	同比
液氯(全国)	元/吨	520	-61.8%	1206	-15.7%	-13.1%
六氟磷酸锂(全国)	元/吨	245000	-56.6%	336210	-40.6%	28.2%
维生素 A(50 万 IU/g, 国产)	元/千克	130	-51.9%	190	-19.3%	-42.9%
二氯甲烷(山东)	元/吨	3285	-44.5%	4182	-16.8%	9.0%

尼龙 66 (注塑, 平顶山神马 EPR27)	元/吨	24500	-36.4%	27750	-22.4%	-34.3%
醋酸 (华东)	元/吨	4000	-34.4%	4664	-6.6%	-38.7%
1,4-丁二醇 (华东)	元/吨	20300	-33.8%	23890	-12.4%	6.7%
氨纶 (40D)	元/吨	40500	-33.6%	47108	-14.8%	-27.9%
碳酸二甲酯 (华东)	元/吨	5750	-32.4%	5140	-30.1%	-23.5%
R134a (浙江巨化)	元/吨	19000	-32.1%	20835	-22.1%	-8.6%
维生素 D3 (50 万 IU/g, 国产)	元/千克	70	-31.7%	81	-12.1%	-35.7%
丙烯酰胺 (全国)	元/吨	13000	-31.6%	13770	-6.6%	-14.9%
三氯甲烷 (山东金岭)	元/吨	3050	-29.9%	4544	-10.2%	9.6%
醋酐 (华东)	元/吨	7100	-27.6%	7864	-4.9%	-30.1%
氟化铝 (河南)	元/吨	9000	-26.2%	9000	-18.7%	13.2%
丙二醇 (华东)	元/吨	12100	-25.3%	12543	-20.0%	-25.5%
维生素 C (99%, 国产)	元/千克	30.0	-25.0%	34.6	-5.9%	-31.3%
醋酸甲酯 (华东)	元/吨	5350	-24.1%	6233	-4.0%	-10.7%
原盐 (海盐, 山东)	元/吨	350	-23.9%	404	-12.2%	70.7%
丁腈橡胶 (兰州石化 3305E, 山东)	元/吨	18650	-21.8%	22501	-4.8%	9.7%
DMF (华南)	元/吨	13150	-21.3%	13591	-19.8%	18.3%
二甲基环硅氧烷 (DMC) (全国)	元/吨	20250	-21.1%	24878	-23.1%	-10.5%
双酚 A (华东)	元/吨	13050	-20.9%	15882	-10.6%	-37.0%
R32 (浙江巨化)	元/吨	13000	-18.8%	13700	-7.3%	13.4%
丙烯腈 (华东)	元/吨	10900	-18.7%	11327	-0.9%	-21.0%
盐酸 (海化集团)	元/吨	500	-16.7%	505	5.7%	-4.2%
PTMEG (2000, 华东)	元/吨	40000	-16.7%	42509	-4.5%	6.5%
金属硅 (421#, 四川)	元/吨	10750	-16.7%	11864	-8.1%	-11.4%
棉花 (新疆)	元/吨	18440	-16.5%	21833	-3.9%	37.8%
PVC (乙烯法, 华东)	元/吨	7600	-15.8%	8901	-3.3%	-6.3%

资料来源: Wind、卓创资讯, 中国银河证券研究院

Q2 价差表现不尽人意。在我们重点跟踪的 141 个产品价差中, 年初以来, 共有 40 个产品价差上涨, 占比 28.4%。从 22Q2 均价来看, 46 个产品价差同比上涨, 占比 32.6%; 环比上涨比例仅在 31.2%。价差涨幅较大的产品有磷酸一铵价差(磷矿石)、粘胶短纤价差(棉短绒)、丁二烯价差(碳四)、PBT 价差(PTA)、三氯乙烯价差(电石)、醋酸乙烯价差(电石)、MTBE 价差(碳四)、航煤价差(石油)、EVA 价差(甲醇)、尿素价差、磷酸二胺价差(磷矿石)、烧碱和纯碱价差等。我们认为, Q2 行业价差表现不佳, 一方面是疫情影响了下游需求, 另一方面是原料成本抬升压缩了行业利润空间。

表 5: 重点关注产品价差涨幅前 30

名称	单位	当前价差 (6月28日)	年初以来 涨幅	22Q2 均 价	环比	同比
磷酸一铵价差 (磷矿石)	元/吨	884	3905.2%	448	1661.9%	-14.7%
粘胶短纤价差 (棉短绒)	元/吨	2273	1095.4%	828	886.9%	-85.8%
丁二烯价差 (碳四)	元/吨	2900	514.3%	4261	139.3%	17.7%
PBT 价差 (PTA)	元/吨	1441	207.8%	511	38.6%	-30.9%
三氯乙烯价差 (电石)	元/吨	4874	194.3%	3780	-40.2%	-
醋酸乙烯价差 (电石)	元/吨	7336	163.5%	6122	38.2%	196.8%
MTBE 价差 (碳四)	元/吨	3365	134.4%	2575	33.2%	19.7%
航煤价差 (石油)	元/吨	2198	101.0%	2001	102.8%	274.4%
EVA 价差 (甲醇)	元/吨	18438	94.5%	17843	48.4%	61.9%
锦纶丝 (POY) 价差 (切片)	元/吨	3200	93.9%	2562	15.3%	-11.2%
四氯乙烯价差 (电石)	元/吨	7424	50.7%	6857	6.7%	16.4%
尿素价差 (煤头固定床)	元/吨	1588	43.0%	1603	29.1%	6.8%
磷酸二胺价差 (磷矿石)	元/吨	1108	40.8%	548	8.1%	-35.5%

重质纯碱价差 (联碱法)	元/吨	3354	34.9%	3024	29.4%	58.7%
对二甲苯价差 (石油)	元/吨	3442	33.3%	3599	24.3%	29.1%
烧碱价差 (盐)	元/吨	4926	29.2%	4773	7.9%	72.1%
尿素价差 (煤头气流床)	元/吨	2108	27.3%	2107	19.6%	34.2%
丙烯酸丁酯价差 (丙烷)	元/吨	4759	25.5%	4837	-19.2%	-23.3%
丙烯酸乙酯价差 (丙烷)	元/吨	8624	25.3%	8615	10.1%	-16.4%
PVA 价差 (电石)	元/吨	12593	22.7%	11904	19.3%	83.5%
丙烯酸异辛酯价差 (丙烷)	元/吨	5388	22.7%	4261	-14.0%	-24.0%
丙烯价差 (丙烷)	美元/吨	76	17.0%	103	-13.7%	-73.3%
MMA 价差 (丙酮)	元/吨	8243	16.8%	7931	11.7%	12.2%
重质纯碱价差 (氯碱法)	元/吨	2625	16.2%	2386	19.0%	47.0%
PC 价差 (双酚 A)	元/吨	11755	15.8%	9934	9.3%	14.1%
冰晶石价差 (磷矿石)	元/吨	4003	15.5%	3711	0.2%	-14.6%
PTA 价差 (石油)	元/吨	2538	15.5%	2558	16.0%	17.2%
聚丙烯价差 (甲醇)	元/吨	875	15.2%	553	120.2%	-50.6%
R125 价差 (萤石)	元/吨	29197	13.0%	28198	7.9%	18.8%
涤纶长丝 (FDY) 价差 (PTA)	元/吨	1618	12.9%	1502	-7.5%	-20.9%

资料来源: Wind、卓创资讯, 中国银河证券研究院

表 6: 重点关注产品价差跌幅前 30

名称	单位	当前价差 (6月28日)	年初以来 涨幅	22Q2 均 价	环比	同比
三聚氰胺价差 (尿素)	元/吨	-829	-141.7%	-216	-108.1%	-105.0%
苯酐价差 (邻二甲苯)	元/吨	-260	-125.6%	-72	-110.6%	-113.0%
己内酰胺价差 (苯)	元/吨	-617	-125.2%	-148	-109.6%	-109.2%
锦纶切片价差 (苯)	元/吨	189	-95.1%	572	-80.0%	-72.6%
乙二醇价差 (煤)	元/吨	149	-89.5%	489	-36.8%	-63.2%
乙二醇价差 (石油)	元/吨	476	-80.0%	1147	-43.7%	-57.9%
氨纶价差 (PTMEG)	元/吨	4030	-78.2%	8784	-42.0%	-70.0%
己二酸价差 (苯)	元/吨	1249	-77.7%	2629	-54.5%	10.9%
氟化铝价差 (萤石)	元/吨	1335	-71.1%	1093	-67.6%	-25.6%
环己酮价差 (苯)	元/吨	1406	-65.9%	2780	-32.4%	-6.2%
顺酐价差 (碳四)	元/吨	1340	-64.9%	1836	-52.5%	-60.6%
LLDPE 价差 (石油)	元/吨	1803	-59.4%	2568	-31.9%	-40.9%
六氟磷酸锂价差 (碳酸锂)	元/吨	225798	-58.5%	315852	-42.3%	27.8%
ABS 价差 (烯烃)	元/吨	2695	-57.3%	3590	-32.6%	-59.6%
聚丙烯价差 (石油)	元/吨	1770	-55.8%	2459	-26.6%	-49.4%
丁苯橡胶价差 (丁二烯)	元/吨	2798	-55.7%	1706	-56.5%	-63.2%
R134a 价差 (萤石)	元/吨	6509	-55.3%	7689	-43.8%	-29.3%
二氯甲烷价差 (甲醇)	元/吨	2211	-54.5%	3024	-21.2%	9.2%
环氧乙烷价差 (石油)	元/吨	1852	-54.2%	2964	-10.5%	-34.1%
丁基橡胶价差 (异丁烯)	元/吨	3928	-49.7%	5055	-14.4%	-28.5%
顺丁橡胶价差 (丁二烯)	元/吨	5006	-49.2%	3286	-38.7%	-18.5%
丁腈橡胶价差 (丁二烯)	元/吨	8590	-48.6%	11567	-20.2%	9.7%
碳酸二甲酯价差 (EO)	元/吨	3186	-48.5%	2327	-52.9%	-47.0%
丁酮价差 (碳四)	元/吨	3300	-48.0%	5882	-9.1%	47.2%
丙烯酰胺价差 (丙烯腈)	元/吨	4934	-45.7%	5388	-14.3%	-3.2%
醋酸价差 (煤)	元/吨	2885	-43.5%	3528	-9.2%	-47.3%
柴油价差 (石油)	元/吨	2035	-43.0%	2709	-19.1%	-3.5%
碳酸二甲酯价差 (PO)	元/吨	7529	-42.7%	6298	-41.6%	-19.5%
环氧丙烷价差 (石油)	元/吨	4136	-41.8%	5748	-18.3%	-57.5%
R32 价差 (萤石)	元/吨	4427	-41.2%	4731	-21.5%	3.8%

资料来源: Wind、卓创资讯, 中国银河证券研究院

(三) 稳增长政策持续发力，目前或是布局优选时点之一

5月以来，随着国内疫情有效控制、下游复工复产，化工品需求及盈利情况自底部区间有所改善。在国家稳增长相关政策逐渐开始提振经济活力的背景下，基建、地产以及汽车等下游领域都将拉动化工品需求向好。我们认为，随着稳增长政策的持续发力，预期H2行业盈利将逐渐改善，当前仍是行业布局比较好的时点，建议重点关注相关龙头企业盈利预期改善带来的业绩弹性以及持续进行优质产能扩张带来的成长属性。

表7：4月份以来国家稳增长政策梳理

发布日期	部门	文件/会议	主要内容
2022/4/26	中央财经委员会	中央财经委员会第十一次会议	研究全面加强基础设施建设问题，强调基础设施是经济社会发展的重要支撑
2022/5/15	中国人民银行、中国银保监会	《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》	对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）减20个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行
2022/5/25	国务院办公厅	《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》	鼓励采取基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）、推进政府和社会资本合作（PPP）以及兼并重组等方式，进一步盘活存量资产、扩大有效投资组织新一轮新能源汽车下乡活动，推出一批信息消费示范城市和示范项目，促进汽车、家电等大宗商品消费。
2022/5/27	工业和信息化部	提振工业经济电视电话会议	
2022/5/31	国务院	《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》	提出六个方面33项具体政策措施，涉及财政、货币金融、稳投资促消费、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定以及保基本民生领域
2022/5/31	财政部、税务总局	《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
2022/5/31	工业和信息化部办公厅、农业农村部办公厅、商务部办公厅、国家能源局综合司	《关于开展2022新能源汽车下乡活动的通知》	鼓励参加下乡活动的新能源汽车行业相关企业通过网上促销等方式吸引更多消费者购买；鼓励各地出台更多新能源汽车下乡支持政策，改善新能源汽车使用环境，推动农村充换电基础设施建设
2022/6/1	国务院	国务院常务会议	调增8000亿信贷额度用于基建，新增1400多亿留抵退税7月份退到位

资料来源：政府网站、新华社、中国银河证券研究院

三、把握需求复苏投资机会，看好优质标的业绩周期弹性

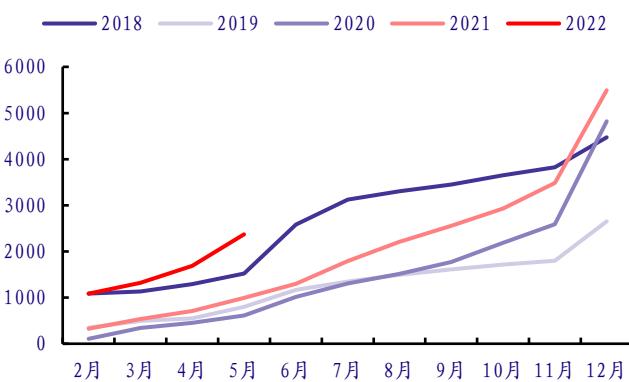
(一) 稳增长政策持续发力，利好地产、基建上游原材料表现

1. 新能源拉动需求增长，纯碱有望延续高景气

纯碱需求仍旧可观。内需方面，受疫情影响，1-5月房地产竣工面积为2.34亿平方米，同比下降15%。随着稳增长政策的落地，后续地产竣工速度有望加快，或托底浮法玻璃需求。此外，光伏装机量表现亮眼，1-5月国内新增装机量合计23.71GWh，同比增长139%，光伏玻璃需求预计延续高增长状态，带动纯碱需求增长；新能源汽车渗透率表现超预期，1-5月份新能源汽车产量218.1万辆，同比增长112%，电池正极材料对碳酸锂需求也将拉动纯碱边际需求。外需方面，受欧洲能源供应紧张、天然气价格持续攀升影响，海外市场对我国纯碱需求增加。1-5月，我国纯碱出口量为66万

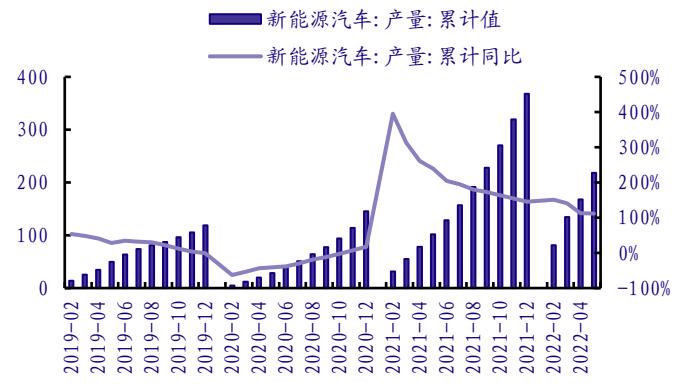
吨，同比增长 68.6%；在能源价格处于高位背景下，预计我国纯碱出口量将延续高位。

图 18：光伏累计新增装机（万千瓦）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

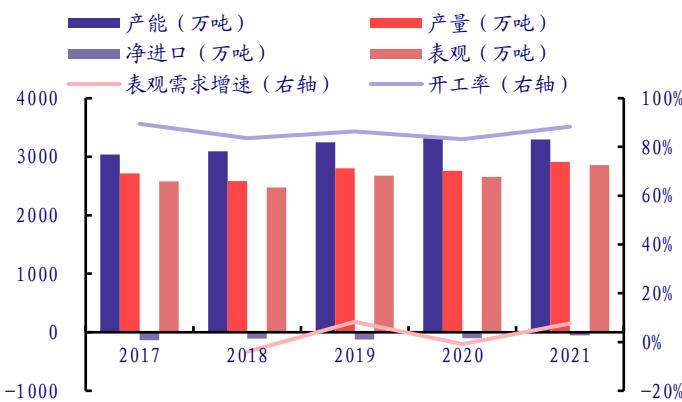
图 19：新能源汽车产量及累计同比（万辆）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

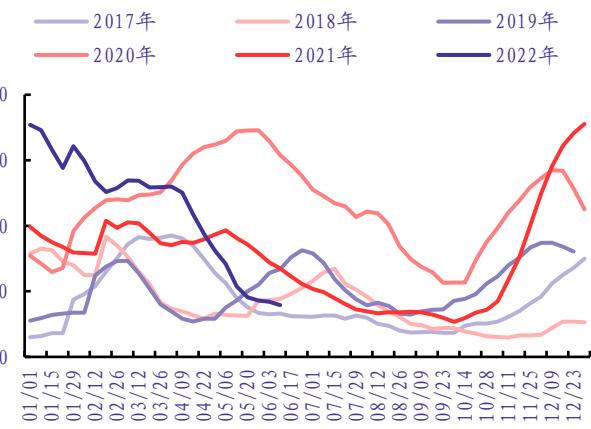
纯碱近端供应弹性小。2021 年我国纯碱产能为 3293 万吨/年，考虑到连云港碱业产能搬迁以及金山化工新装置投产，目前纯碱行业产能下修至 3193 万吨/年。重庆湘渝盐化 20 万吨/年、红四方 20 万吨/年的装置计划在年底附近投产，年内纯碱产能难有实际增量。此外，纯碱行业历史开工率高点在 90%附近，当前开工率接近历史高位，进一步提升空间有限。整体来看，产能和开工率限制了纯碱近端供应弹性。

图 20：我国纯碱供需情况（万吨/年）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 21：中国纯碱周度企业库存（万吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

纯碱高景气有望延续。目前纯碱库存处在历史低位。截至 6 月 23 日，中国纯碱企业库存为 39.51 万吨，较年初 177.03 万吨的库存水平下降了 138 万吨；夏季是纯碱的检修旺季，纯碱低库存状态有望延续，价格将继续保持坚挺。中短期来看，光伏装机量以及新能源汽车产销量的增加将给纯碱带来可观的需求增量，纯碱继续保持供需紧平衡态势，高景气有望延续。重点推荐远兴能源（000683.SZ）、三友化工（600409.SH）等标的。

表 8：纯碱供需平衡表测算

年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
产能	3247	3317	3293	3193	3633	3593	3713
开工率	86.3%	83.2%	88.3%	90.0%	85.0%	87.0%	87.0%
产量	2804	2759	2909	2874	3088	3126	3230
进口量	18.68	35.62	23.75	25	25	20	20
出口量	143.51	137.83	75.86	135	120	100	100
消费量	2564	2573	2846	2932	3007	3015	3084
供需缺口	115	84	11	-168	-13	31	66

资料来源：卓创资讯、中汽协，中国银河证券研究院

2. 地产竣工速度有望加快，看好 PVC 景气向上表现

PVC 需求或逐步修复。近期国内地产竣工数据表现不佳，但随着华东疫情逐步得到控制以及国家各项稳增长政策的落地，下半年地产竣工速度有望加快，国内 PVC 需求存修复预期。此外，1-5 月我国 PVC 粉出口 101.9 万吨，出口量创下近 5 年同期新高。海外 PVC 多为乙烯法产能，油价、电力上涨带来的成本抬升使得国外 PVC 价格涨幅远远大于国内，预计后续我国出口量将维持高位。

中长期来看，电石供需偏紧，PVC 价格存成本支撑。2021 年我国电石产能为 4155 万吨/年，根据《电石行业“十四五”高质量发展指南》指引，2025 年电石产能要控制在 4000 万吨/年以内，未来几年国内电石行业落后产能有望逐步退出。2022-2024 年，预计国内将有 374 万吨/年的 BDO 新产能释放，增加电石需求 380 万吨/年。我们判断，在电石供给受限但需求持续向好背景下，价格重心将有所抬升，进而推动 PVC 价格上涨。此外，当前国际油价高位运行，乙烯法 PVC 原料成本与原油价格关联紧密，也将带来 PVC 成本支撑。拥有电石资源的企业有望从中率先受益，重点推荐电石基本自给且拥有自备电厂的煤-电石-PVC 产业链一体化企业中泰化学（002092.SZ），除具备周期属性之外，公司布局电石、BDO 等项目带来成长属性。

表 9：2022-2023 年我国 BDO 产能扩张情况（万吨/年）

公司名称	产能	预计投产时间
乌海君正硅铁	60	2023-12
虹科新材料	30 (顺酐法)	2023-12
东华天业	30	2022-12
恒力大连新材料	30	2023-12
内蒙古三维新材料	30	2023-12
宁夏永泰化学	30	2024-06
华恒能源	24	2023-01
内蒙古东源科技	20	2022-12
新疆国泰	20	2022-10
重庆鸿庆达	20	2022-12
新疆新业	14	2023-01
惠州宇新新材料	12 (顺酐法)	2023-08
宁夏五恒化学	11.6	2022-06

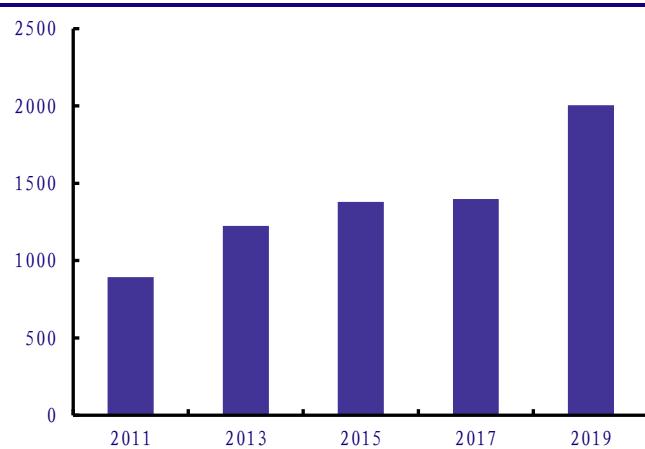
新疆美克	10	2022-08
蓝山屯河	10	2023-12
新疆曙光绿华	10	2022-12
万华四川	10	2022-12
山西同德	2.4	2023-12
合计	374	

资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

3. 基建、地产发力预期下，看好减水剂龙头表现

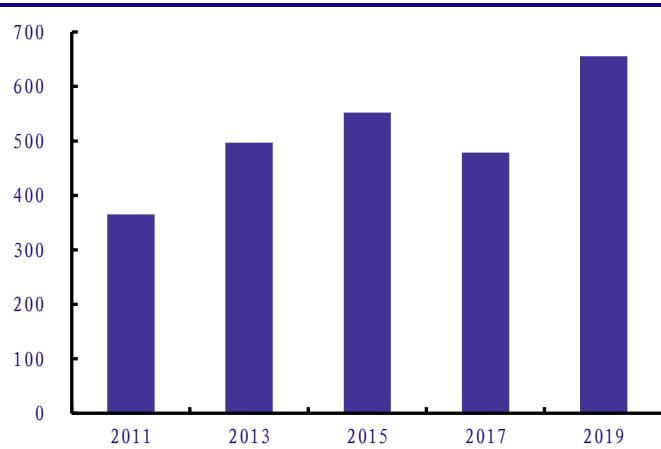
混凝土外加剂一般分为减水剂和其他功能性外加剂，其中按照减水率的高低，可将减水剂分为高性能减水剂、高效减水剂、普通减水剂等。和其他减水剂相比，高性能减水剂（聚羧酸减水剂）的性能最好，具有掺量低、减水率高、保坍性能优、收缩低等优点，并且属于环保型混凝土外加剂，从而成为了现代混凝土外加剂的重要发展方向。近些年，我国混凝土外加剂市场保持稳定增长。2019年我国混凝土外加剂产量和市场规模分别为2004万吨和655.6亿元，2015-2019年年均复合增长率分别为9.8%和4.4%。

图 22：我国混凝土外加剂产量（万吨）



资料来源：CNKI，中国银河证券研究院

图 23：我国混凝土外加剂行业市场规模（亿元）



资料来源：CNKI，中国银河证券研究院

减水剂需求有望逐步修复。1-5月，我国房地产业和建筑业固定资产投资完成额累计同比下降3.2%和24.7%；同期水泥产量为7.83亿吨，同比下降15.3%。受疫情影响，减水剂下游开工不足，需求表现欠佳。4月26日，中央财经委员会第十一次会议提出要研究全面加强基础设施建设问题，并强调基础设施是经济社会发展的重要支撑。6月1日，国务院常务会议调增8000亿信贷额度用于基建。此外，房地产限购限贷等政策有望持续放松。在政策的积极推动下，基建、地产投资有望持续发力，减水剂需求有望环比持续改善。

行业趋向龙头集中，CR3市占率不断提升。随着减水剂行业的监管越来越严格、环保要求越来越高以及小企业不断被大企业整合，混凝土外加剂企业数量大幅缩减，优势企业不断扩大市场，集中度不断提升。按产量来看，混凝土外加剂行业CR3分别为苏博特、垒知集团、红墙股份，2016-2021年产量年均复合增长率分别为26.0%、25.7%、30.1%，远高于2015-2019年行业9.8%的年均复合增长率；CR3市占率逐步从2015年9.8%、2017年13.6%提升至2019

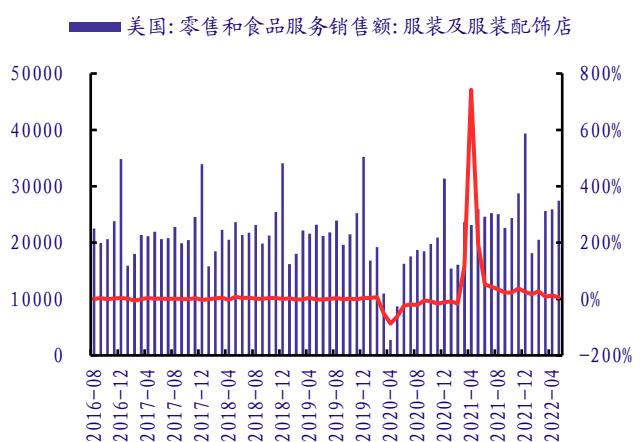
年 16.5%，行业向龙头集中趋势显著。苏博特、垒知集团、红墙股份混凝土外加剂板块收入 2016-2021 年均复合增长率分别为 23.4%、27.5%、30.3%，体现出龙头企业的高成长性。我们认为，稳增长政策有望持续发力，减水剂需求存边际改善预期，且行业趋向龙头集中，重点推荐减水剂行业龙头苏博特（603916.SH）和红墙股份（002809.SZ）。

（二）关注底部反转机会，看好化纤、轮胎龙头表现

1. 海内外需求持续修复，看好化纤底部反转

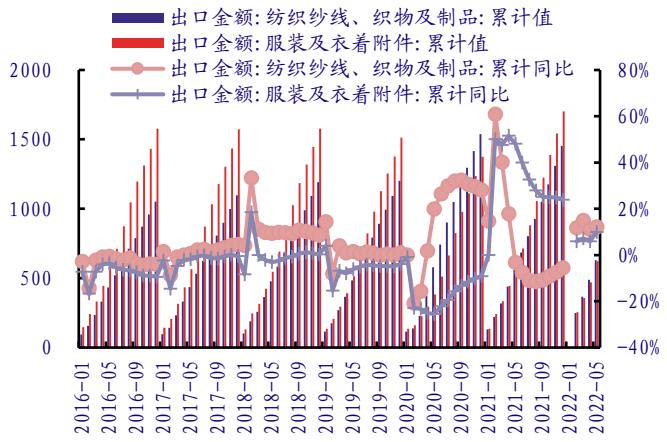
海内外需求持续修复，我国纺服出口增速维持高位。2021 年 3 月以来，美国服装及服装配饰店销售额连续转正，相较 2019 年的销售增速也持续回升；2021 年实现 3028 亿美元，同比大幅增加 46.0%，较 2019 年增长 11.9%；2022 年 1-5 月，同比增长 12.9%。我国服装出口充分受益，2021 年纺织纱线、织物及制品和服装及衣着附件出口 3155 亿美元，同比增长 8.3%，较 2019 年增长 16.2%；2022 年 1-5 月，出口同比增长 11.0%。

图 24：美国服装销售额及增速（百万美元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 25：我国纺织及服装出口金额及增速（亿美元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

目前化纤行业盈利基本处在历史谷底。2021 年我国涤纶长丝、粘胶短纤、氨纶等化纤产品景气向上，盈利能力要显著优于 2020 年水平；特别是粘胶短纤其盈利水平已优于 2019 年；氨纶表现更佳，盈利水平创历史新高，主要原因在于：一方面疫情下运动/休闲服等弹力面料及卫生防疫用氨纶需求大幅增加，另一方面氨纶在各类服装中的渗透率也在逐步提升。2022 年以来，随着油价大幅上涨带来的成本抬升，涤纶长丝价差有所下滑，目前基本处在历史底部区域；粘胶短纤受供需逐渐改善影响，预计盈利中枢将继续有所上移；氨纶则基本完成探底，景气度继续下降空间不大。

表 10：化纤产业链主要产品价差（元/吨，截至 2022.06.28）

名称	目前	全年	Q1	Q2	Q3	Q4
POY 价差 (PX)						
2018	-	2389	2154	2386	3087	1781
2019	-	2121	1826	2459	2573	1625
2020	-	1562	1772	1789	1257	1629
2021	-	1943	1962	2074	1736	1998
2022	1284	-	1638	1273	-	-

POY 价差 (原油)						
2018	-	6423	6007	5956	7377	6202
2019	-	5033	5538	5215	5147	4196
2020	-	3627	4399	3765	3141	3433
2021	-	4444	4343	4500	4469	4465
2022	3284	-	3872	3591	-	-
粘胶短纤价差						
2018	-	6189	6370	6262	6301	5821
2019	-	4558	5142	4373	4576	4167
2020	-	3285	3619	2830	2606	4175
2021	-	4836	6429	4024	3816	5260
2022	4901	-	4604	4648	-	-
氨纶价差						
2018	-	13824	14466	14051	13185	13674
2019	-	12752	13633	13129	11817	12536
2020	-	13516	12765	13052	12731	15682
2021	-	30841	23593	29293	38165	30162
2022	4030	-	15155	8664	-	-

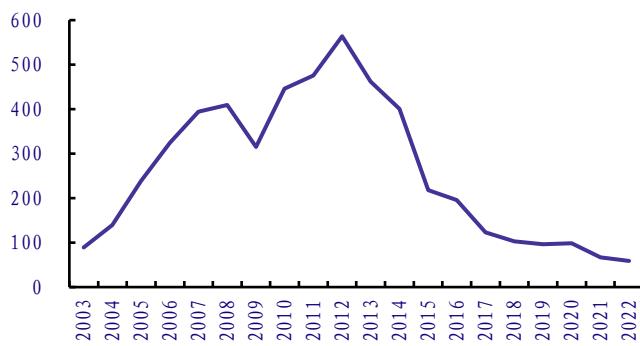
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

行业向龙头集中, 看好景气底部向上机会。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, 涤纶和氨纶仍处在产能扩张周期, 新增产能主要集中在龙头企业; 粘胶短纤仍处在过剩产能消化期, 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, 重点推荐华峰化学 (002064.SZ)、新凤鸣 (603225.SH) 等。

2、成本下降叠加需求恢复, 轮胎底部反转信号强烈

原料价格见顶回落, 轮胎成本压力逐步释放。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。2013年之前, 天然橡胶生产国组织 (ANRPC) 天然橡胶新种植面积逐年攀升, 考虑从种植到割胶需要 7-8 年, 预计近几年天然橡胶供应仍将维持高位。此外, 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。随着橡胶、炭黑等主要原料价格回落, 预计轮胎企业成本压力将逐步释放。

图 26: ANRPC 成员国天然橡胶新种植面积 (千公顷)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

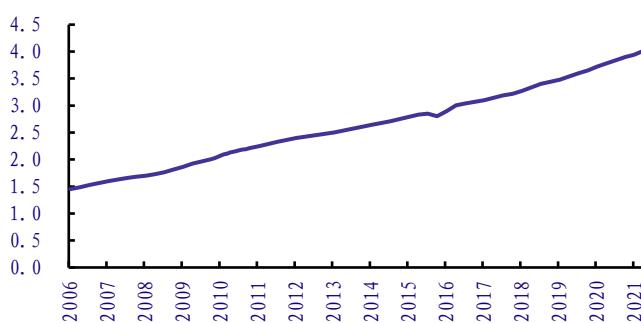
图 27: 天胶、顺丁橡胶、丁苯橡胶、炭黑价格走势 (元/吨)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

政策刺激汽车消费，国内轮胎需求将迎来修复。截至 2022 年 3 月，我国机动车保有量达 4.02 万辆，创历史新高，汽车保有量的持续增长为轮胎行业创造了替换市场需求增量。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。在政策的积极推动下，我们预计后续汽车产销量将触底回升，对应轮胎配套市场消费需求将逐步改善。

图 28：全国机动车保有量（亿辆）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

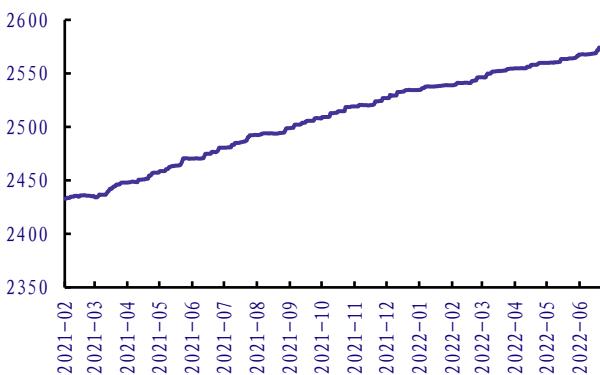
图 29：汽车产量及累计同比（万辆，%）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

海运费逐步回落，龙头出口效益有望改善。2021 年，海外需求开始恢复，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。2022 年以来，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，全球海运费价格高位回落。截至 6 月 28 日，中国出口集装箱运价综合指数（CCFI）和波罗的海干散货运价指数（BDI）分别为 3245 点和 2204 点，较疫情以来高点分别回落了 10% 和 61%。我国轮胎出口受欧美反倾销制裁制约，目前国内龙头企业加速海外布局以降低贸易壁垒的负面影响。受海外需求恢复以及海运费价格下跌，龙头企业出口效益有望迎来改善。当前轮胎市 场成本、内需和外需均有改善预期，底部反转信号较为明确，重点推荐行业龙头玲珑轮胎（601966.SH）和赛轮轮胎（601058.SH）等。

图 30：全球集装箱运力（万 TEU）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 31：BDI 指数和 CCFI 综合指数走势



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

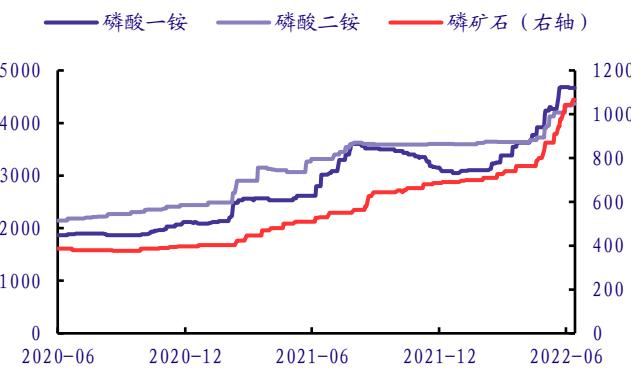
(三) 资源品高景气延续，看好优质全产业链龙头标的

1. 磷矿石价格持续上涨，磷化工全产业链龙头充分受益

农业景气度大幅提升。受疫情、地缘政治冲突以及气候问题影响，粮食安全问题引发广泛关注，全球多数农产品价格迎来大幅上涨。截至 6 月 28 日，CBOT 大豆、玉米、小麦价格分别为 1664 美分/蒲式耳、759 美分/蒲式耳和 921 美分/蒲式耳，较年初分别上涨了 25.2%、28.0% 和 19.5%。农产品价格大幅上涨有利于提升农户种植积极性，从而间接拉动化肥需求。

磷矿石涨价支撑磷肥价格高位运行。磷矿石是不可再生矿产资源，2016 年被国家列为战略性矿产。供应端，伴随着供给侧改革和多轮环保督察，近几年国内中小型矿山逐步退出，且经过多年开发，我国磷矿石平均品味逐步下降。2021 年我国磷矿石产量为 1.03 亿吨，较 2016 年高点下降 28.7%。2022 年 2 月，国家矿山安监局印发《关于加强非煤矿山安全生产工作的指导意见》，严格安全准入制度；目前磷矿石龙头企业以自用为主、仅少量外售，加剧了磷矿石供应紧张局面。需求端，新能源汽车需求释放带来的磷酸铁锂-磷酸-磷矿石产业链需求增量，打破了磷矿石原有的平衡。磷酸铁锂是一种性能优异的锂离子电池正极材料，其磷源来自于磷矿石。1-5 月，我国动力电池磷酸铁锂装车量为 48.96GWh，较去年同期增加了 186.2%。整体来看，磷矿石供需紧张状况预计短期难以缓解，作为磷肥的主要原料，其有望从成本端支撑磷肥价格高位运行。

图 32：磷矿石和磷肥价格走势（元/吨）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 33：磷肥国内外价差（元/吨）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

磷肥出口效益表现亮眼。中国和俄罗斯分别为全球第一、第三大磷肥出口国。2021 年 10 月 15 日，我国磷肥出口由商检改为法检，磷肥出口量大幅下降；俄乌冲突背景下，俄罗斯磷肥出口亦受阻。主要磷肥出口国出口量大幅下降，同时难有其他货源补充下，全球磷肥供应紧张带动海外磷肥价格大幅上涨，国内外磷肥价差走阔。2022 年以来，磷酸一铵、磷酸二铵出口价差分别为 2798 元/吨和 1827 元/吨，较 2021 年均值分别上涨 119% 和 142%。考虑到全球农业景气高企，磷矿石供应紧张从成本端支撑磷肥价格，同时磷肥出口价差较往年提升明显，重点推荐自有磷矿资源、成本端不受扰动的磷化工龙头云天化（600096.SH）。

2. 煤炭供需紧张局势持续，看好保供下的疆煤弹性标的

煤炭产量缓慢增加，但中长期仍存产能瓶颈。随着保供政策的不断发力，我国煤炭产量

保持稳步增长态势。国家统计局发布数据显示，5月全国原煤产量继续稳定增长，产量达36783.3万吨，同比增长10.3%，日均产量在1187万吨；1-5月累计产量18.1亿吨，同比增长10.4%。考虑到煤炭产能建设周期在5-6年，当前煤炭投资完成额仍处低位，预计中长期产能增长仍有瓶颈。

海外能源供应依旧紧张，煤炭进口量延续低位。受俄乌冲突影响，国际能源价格大幅上涨，4月初美国、欧盟和日本等国对俄煤炭实施禁运制裁，需求由俄罗斯转向印尼等国。在国内保供稳价的政策背景下，国际煤价大涨使得我国进口煤价倒挂。目前海外能源供应紧张问题仍未得到有效解决，欧洲多国纷纷宣布重启煤电，将进一步刺激煤价。在内外价差倒挂下，预计煤炭进口量将延续低位。

稳增长下，煤炭需求逐步复苏，看好具有放量弹性的标的。随着国家各项稳增长政策的落地，后续电力用煤量和化工用煤量均有回升趋势，煤炭需求将逐步复苏。整体来看，当前煤炭供需偏紧状况仍未改变，在国家政策指引以及海外煤价高企背景下，预计我国煤价将持稳运行。重点推荐保供背景下煤炭产能持续放量同时深化LNG贸易业务的龙头企业广汇能源（600256.SH）。

四、关注成长确定性机会，看好强α成长属性标的

（一）传统能化领域产能复制扩张，打开新一轮成长空间

传统化工行业技术成熟，产业规模大，在顺周期背景下具有显著的规模效益；但往往也具有更高的能耗总量，石化、化工等行业均被列为“两高”项目。“双碳”目标下，石化行业面临更加严格的政策壁垒。

国务院发布《2030年前碳达峰行动方案》，要求坚决遏制“两高”项目盲目发展，对产能已饱和的行业，按照“减量替代”原则压减产能；对产能尚未饱和的行业，提高准入门槛等。2021年12月的中央经济工作会议中指出，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制。我们认为，国家要求新增原料用能不纳入能源消费总量控制，这与限制“两高”项目盲目发展并不矛盾，产能饱和行业的“两高”项目仍将受到严控；可以避免盲目一刀切现象，布局更多优质项目，促进健康有序高质量发展。

石化、化工等高耗能项目审批虽然愈发严格，但龙头企业凭借资金实力、技术研发实力、先进能效水平和生产管理经验等方面的优势有望在“双碳”目标背景下中长期受益。与石油、煤路线相比，轻烃路线具有更低的能耗和更低的碳排放，国家政策鼓励轻烃路线发展，进行先发布局的轻烃加工特别是乙烷路线龙头企业将中长期受益。在目前油、煤、气价格水平下，煤路线表现出较强的成本竞争力。建议重点关注卫星化学（002648.SZ）、宝丰能源（600989.SH）、华鲁恒升（600426.SH）、荣盛石化（002493.SZ）、万华化学（600309.SH）等标的。

卫星化学（002648.SZ）：C2二阶段项目投产在即，优质项目布局塑造长期成长性。公司持续布局优质产能，已发展成为国内最大、全球第四大丙烯酸和酯生产企业。目前公司拥有90万吨/年PDH、45万吨/年PP、66万吨/年丙烯酸和75万吨/年丙烯酸酯等完整C3产业链；以及2021年5月投产的125万吨/年乙烷蒸汽裂解及下游衍生物在内的C2产业链，主要包括40万吨/年HDPE、72/91万吨/年*2套EOE、50万吨/年聚醚大单体装置等。公司不改成长属性。在C3方面，公司具备18万吨/年丙烯酸及配套丙烯酸酯建设条件；规划了26万吨/年丙烯腈

项目，同时 80 万吨/年 PDH、80 万吨/年丁辛醇、12 万吨/年新戊二醇及配套装置预计于 2023 年底建成。在 C2 方面，二阶段项目于 2022 年 6 月 1 日全面实现项目中交，即将全面投产，将进一步增厚公司业绩。在新材料方面，公司拟在徐圩新区投资 150 亿元建设绿色化学新材料产业园项目。其中：一期项目计划建设内容包括 2 套 15 万吨/年碳酸酯及电解液添加剂装置，2 套 10 万吨/年乙醇胺装置，2 套 20 万吨/年聚苯乙烯装置及配套公辅工程；二期项目计划建设内容包括年产 10 万吨 α-烯烃及 POE 装置，年产 15 万吨/年碳酸酯系列装置；三期项目计划建设内容包括年产 40 万吨聚苯乙烯（PS）装置，年产 30 万吨碳酸酯系列装置等。项目计划于 2022 年 3 月 30 日前开工建设，三期项目于 2027 年 12 月全部建成投产。

宝丰能源 (600989.SH)：300 万吨/年焦炭全面投产，预期内蒙烯烃项目将贡献潜在业绩增量。公司是国内煤制烯烃龙头企业，目前拥有 120 万吨/年煤制烯烃和 700 万吨/年焦炭产能，在投资、运营和财务方面的成本优势较为突出。其中，300 万吨/年焦炭项目于 2022 年 5 月投产。公司未来成长性将主要集中于煤制烯烃项目产能的逐渐释放。在烯烃方面，公司宁东三期 50 万吨/年煤制烯烃及 50 万吨/年 C2-C5 综合利用制烯烃项目（包含 25 万吨/年 EVA 装置）稳步推进，甲醇及烯烃项目计划于 2022 年底建成、EVA 装置计划于 2023 年建成投产；宁东四期煤制烯烃项目已进行环评前公示；内蒙 300 万吨/年烯烃项目（260 万吨煤制烯烃，结合绿氢绿氧后产为 300 万吨/年）于 2022 年 4 月 26 日在内蒙古自治区乌审旗人民政府网站进行了二次公示，若最终取得生态环境部环评批复，顺利投产后将显著增加公司业绩。

华鲁恒升 (600426.SH)：德州+荆州基地产能扩张，打开公司新的成长空间。在德州基地，公司总投资 130 亿元的 150 万吨绿色化工新材料项目入选山东省新旧动能转换重大项目库首批优选项目。其中，精己二酸品质提升项目（16.66 万吨/年）已于 2021 年 2 月建成投产；酰胺及尼龙新材料（30 万吨/年）中己内酰胺项目和碳酸二甲酯（30 万吨/年）增产提质系列技改项目已于 2021 年 10 月建成；20 万吨尼龙 6 切片等生产装置目前处于在建状态，预计上半年投产。同时计划建设 2*4 万吨/年尼龙 66 装置及 20 万吨/年己二酸（销售量 14.8 万吨）和 4.2 万吨/年己二胺装置，以及 2*30 万吨/年碳酸二甲酯装置（其中一套为原有的碳酸二甲酯工业化试验装置）和 30 万吨/年的碳酸甲乙酯装置，**德州基地产能和盈利进一步加强。**在荆州基地，一期计划建设 100 万吨/年尿素、100 万吨/年醋酸、15 万吨/年混甲胺和 15 万吨/年 DMF 等项目，已经进入全面施工阶段，预计 2023 年投产；二、三期项目将以一期项目为平台，生产高端化工新材料、精细化工和氢能产品。同时计划在荆州江陵新能源新材料产业基地投资建设 10 万吨/年 NMP 装置、20 万吨/年 BDO 装置、3 万吨/年 PBTA 等及配套设施，以及 10 万吨醋酐及配套设施。**荆州项目将进一步增厚公司盈利，打开公司新的成长空间。**

荣盛石化 (002493.SZ)：浙石化二期全面投产贡献业绩，新材料布局驱动持续成长。公司是国内民营炼化龙头企业。浙石化一期项目于 2019 年 12 月打通全流程全面投产，2020 年实现稳定运行。2020 年 11 月，公司浙石化二期项目第一批装置（常减压及相关公用工程装置等）投入运行；2022 年 1 月，二期炼油、芳烃、乙烯及下游化工品装置等已全面投料试车，将在 2022 年全面贡献业绩。目前公司拥有炼油能力达到 4000 万吨/年、芳烃 1050 万吨/年、乙烯 280 万吨/年。在新材料领域，公司一方面在浙石化积极布局 EVA、DMC 等新材料，另一方面打造金塘岛新材料产业园项目，将成为公司又一增长动能。金塘岛新材料产业园项目依托舟山绿色石化基地 4000 万吨/年炼化能力，投资总额 500 亿元，主要投资建设 7 条化工产业链项目以及配套工程，预计总产品量达到 450 万吨/年。其中，橡塑新材料项目已开工，总投资 95.9 亿，主要建设 60 万吨/年聚苯乙烯、30 万吨/年 SBS、10 万吨/年 SIS、32 万吨/年 PA66 装置

等。

万华化学 (600309.SH): 倾力打造三大产业集群，龙头成长属性突出。公司是一家全球化运营的化工新材料公司，主营业务涉及聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大板块。聚氨酯板块，公司现有产能 416 万吨/年，包含 MDI 265 万吨/年、TDI 65 万吨/年、聚醚多元醇 86 万吨/年。石化板块，公司已打通 C3/C4 产业链，100 万吨/年大乙烯一期项目于 2020 年投产，与公司产业链高度耦合，奠定整体成本护城河。公司依托原有聚氨酯和石化产业链优势，向下延伸进军新材料领域，现有 HDI、TPU、SAP、PC、MMA、PMMA、改性塑料等多个产品。未来公司三大板块将进一步扩张，龙头成长属性突出。一是聚氨酯继续扩能，龙头地位进一步巩固。公司积极推进建设宁波、福建、烟台等地 MDI、TDI、聚醚多元醇建设项目，远期聚氨酯产能有望达 700 万吨/年以上。二是乙烯扩能，石化板块进一步壮大。公司拟建设聚氨酯产业链一体化-乙烯二期项目，包含 120 万吨/年乙烯产能，下游布局裂解汽油、芳烃、丁二烯、PE、PP、POE 等产品，目前该项目已经完成环评公示等工作，在审批过程中。三是新材料项目多点开花，产业链附加值进一步提高。公司未来 2-3 年将着重布局聚烯烃改性、PC 改性、电池材料、尼龙 12、柠檬醛、可降解塑料等新材料项目。

(二) 技术破垄断+需求高增长，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。芳纶下游应用领域广泛，在国防军工、工业过滤等传统领域有重要应用，在新能源汽车、5G 通信等新兴领域也显示出巨大潜力。

图 34：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	汽车行业 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		防护	刹车片	耐磨损、耐高温性，取代石棉	
	阻燃防护 防护服装、防火座套	使防护服装遇火不产生熔滴、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			手套	耐切割、耐刺、耐摩擦、耐高温等，比高韧性聚酰胺或聚酰胺手套强度高2-3倍，防割等级可达5级	
	环境保护 高温烟尘过滤袋	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 新型手机电池	优异的耐温和绝缘性能，耐热温度可以达到210°C耐穿刺和耐磨耗性		对位芳纶	汽车胶管	出色的热稳定性和耐化性，增强散热器、变速箱和涡轮增压器胶管	
	航空工业、轨道交通 蜂窝新材料	1) 可用于飞机雷达罩以及舱门、地板、行李架、货仓、隔墙等大刚性次要受力结构部件；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、窗框、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			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；电机和发电机中线圈组、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			轮胎（胎体、帘布层、冠带层）	增加轮胎强度、耐摩擦、易散热的作用	
	电机	具有优异的耐热保护及机械强度，应用于包括交流、直流电动机的嵌线和成型线圈		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，维护线材的灵敏度，保持数据传输的可靠性和稳定性	
					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

国内企业技术破局国外垄断，未来扩产主要集中在中国。目前全球芳纶名义产能约 14-15 万吨/年，对位芳纶需求 8-9 万吨、间位芳纶需求 4 万多吨。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 50% 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。目前，泰和新材已发展成为我国芳纶龙头企业，2021 年合计产能 15500 吨/年，其中间位芳纶 11000 吨/年、对位芳纶 4500 吨/年。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。未来扩产主要集中在中国，看好国内龙头向国际龙头转变。随着芳纶需求不断增长，芳纶行业规模化发展可期，龙头企业依托先发技术和品牌优势，在积极布局产能，抢占市场先机。据不完全统计，目前全球芳纶拟新增产能 5 万吨/年以上，新增产能主要集中在中国，特别是泰和新材未来几年将新增 2.6 万吨/年。

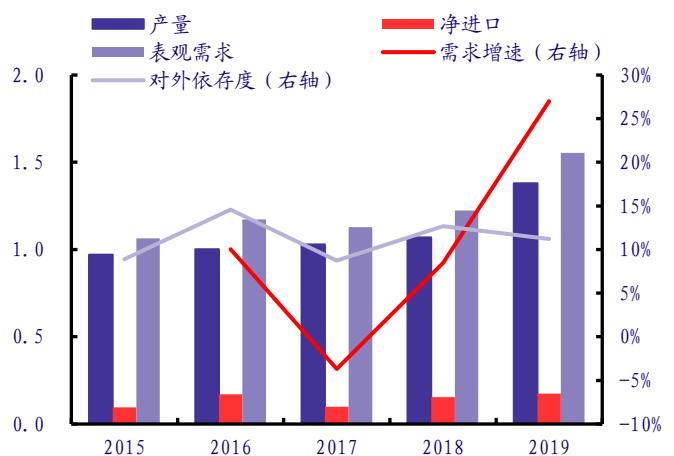
表 11：2022 年（含）以后全球芳纶扩产不完全统计（吨/年）

公司	国别	新建产能	对位/间位芳纶	预计投产时间
晓星	韩国	2500	对位芳纶	-
富瑞新材	中国	6000	间位芳纶	-
乾峰新材料	中国	3000	间位芳纶	-
德安德	中国	3000	间位芳纶	2022 年
帝人	日本	2000	对位芳纶	2022 年
中芳特纤	中国	10000	对位芳纶	2023 年
神马股份	中国	2000	对位芳纶	2024 年
泰和新材	中国	26000	间位 0.9 对位 1.7	2024 年底前 陆续投产
Huvis	韩国	3000	对位芳纶	不确定
合计		57500		

资料来源：凯盛新材招股书、中芳特纤官网、泰和新材公告、神马股份可研报告、辽宁省人民政府网站等，中国银河证券研究院

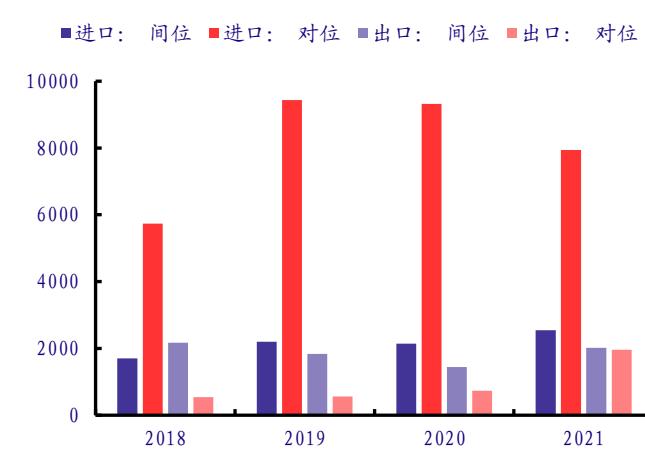
我国芳纶需求高速增长，未来市场空间广阔。近年来，随着我国多家企业芳纶产业化技术取得突破，产量连年增加，2015-2019 年产量年均复合增长 9.2%、需求年均复合增长 9.9%。2019 年我国芳纶产量 1.38 万吨，同比增加 29.1%；需求约为 1.55 万吨，同比增加 29.2%。未来我国芳纶市场需求极为广阔。随着《防护服装阻燃服》(2021.8.1 实施) 和《个体防护装备配备规范》(2022.1.1 实施) 等强制性国家标准的发布和实施，产业工装对间位芳纶的需求将大幅增加。我国航空航天、轨道交通产业规模不断扩大，以及 5G 建设、汽车高端化趋势将带动对位芳纶需求不断增长。另外，随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，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 35：我国芳纶供需情况（万吨/年）



资料来源: Wind、华经产业研究院、中国银河证券研究院

图 36：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）。

泰和新材（002254.SZ）：芳纶持续进击，向国际龙头跃迁。公司是我国芳纶龙头企业，技术创新打破国外垄断，在国内占据绝对优势。2021 年公司氨纶、间位芳纶、对位芳纶、芳纶纸产能分别为 7.5 万吨/年、11000 吨/年、4500 吨/年、1500 吨/年。公司氨纶业务实施稳健发展战略，维持一定行业话语权；2022 年随着宁夏 3 万吨/年新建项目，以及烟台 1.5 万吨/年新建项目和现有项目搬迁陆续完成，公司氨纶产能将达到 9 万吨/年；目前氨纶行业基本见底，继续下降空间不大。公司倾力打造芳纶产业基地，芳纶业务成为公司未来增长极。至 2024 年公司间位芳纶、对位芳纶、芳纶纸产能将分别达到 20000、21500、3000 吨/年，实现国内龙头向国际龙头的跃迁。

（三）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，因轻若薄雾颜色泛蓝，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 37: 气凝胶下游主要应用领域



资料来源：埃力生官网、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，我国持续出台相关政策文件，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、1项行业标准和11项团体标准；约10项团体标准正立项研究。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 12: 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/m³)	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	常温 0.030 400°C 0.052	常温 0.042 400°C 0.075	常温 0.044 400°C 0.09	常温 0.048 400°C 0.099

	500°C 0.072	600°C 0.078	600°C 0.089	600°C 0.122	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。随着多晶硅价涨引发产能扩张浪潮，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。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）。

晨光新材（605399.SH）：功能性硅烷行业领先，气凝胶全产业链布局。公司主营功能性硅烷基础原料、中间体和成品的研发、生产和销售，是国内功能性硅烷行业产品最为丰富、产业链最长的生产厂商之一。2020年公司主要产品设计产能3.75万吨/年，2021年达到6.6万吨/年。在建及规划项目赋予公司持续成长动能，包括年产2.3万吨特种有机硅材料项目、年产21万吨硅基新材料及0.5万吨钴基新材料项目、年产30万吨功能性硅烷项目、年产30万吨硅基及气凝胶新材料项目、13.5万吨硅基新材料及2.5万吨钛、钴基新材料项目以及年产2.3万吨特种有机硅材料项目等。其中，在气凝胶方面，公司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；另外，拟在宁夏中卫建设气凝胶项目。公司在扩大硅烷矩阵的同时，充分利用自身产业链一体化优势切入气凝胶高成长赛道，未来成长可期。

宏柏新材（605366.SH）：含硫硅烷细分龙头，深化气凝胶全产业布局。公司主要从事硅烷偶联剂和气相白炭黑的研发、生产与销售，具备“硅块-氯硅烷-中间体-功能性硅烷-气相白炭黑”绿色循环产业链，是世界领先的含硫硅烷生产商之一。公司含硫硅烷偶联剂2016-2021年期间在国内外市场排名均为第一。2021年销售硅烷偶联剂5.3万吨，气相白炭黑4690吨。公司在建项目丰富，助力产业链纵横延伸，包括新型有机硅材料建设项目、功能性新材料项目、氯硅烷绿色循环产业建设项目、功能性气凝胶生产基地建设项目、年产4.0万吨硅基新材料绿色循环产业链项目、年产3.0万吨特种有机硅新材料项目等。其中，气凝胶方面，公司在江西乐平布局了1万方/年功能性气凝胶项目。

五、投资建议

2022年上半年需求恢复托底油价，但地缘政治冲突放大供应缺口，催化油价加速上行。不同与上半年供给端主导国际油价，下半年影响油价的关键因素将在供给和需求两端。考虑到当前原油市场供需偏紧现状仍未根本改变，在原油供应弹性释放前，油价重心仍有支撑；同时远期需求预期已有转向，油价进一步大幅上涨可能性不大。整体来看，预计下半年原油价格重

心将稍有回落，在100美元/桶左右震荡。在油价难以继续冲高甚至稍有回落的预期下，我们认为成本有望逐渐向下游传导，叠加疫情有效控制下的复工复产，行业压力充分释放。

5月以来，随着国内疫情有效控制、下游复工复产，化工品需求及盈利情况自底部区间有所改善。在国家稳增长相关政策逐渐开始提振经济活力的背景下，基建、地产以及汽车等下游领域都将拉动化工品需求向好。我们认为，随着稳增长政策的持续发力，预期H2行业盈利将逐渐改善，当前仍是行业布局比较好的时点；建议重点关注相关龙头企业盈利预期改善带来的业绩弹性以及持续进行优质产能扩张带来的成长属性。

具体投资建议如下：

一、把握需求复苏机会，看好优质标的业绩周期弹性，建议关注三条投资主线：

1) 稳增长政策持续发力，利好地产、基建上游原材料表现。新能源拉动需求增长，纯碱有望延续高景气；地产竣工速度有望加快，看好PVC景气向上表现；基建、地产发力预期下，看好减水剂龙头表现。重点推荐远兴能源(000683.SZ)、三友化工(600409.SH)、中泰化学(002092.SZ)、苏博特(603916.SH)、红墙股份(002809.SZ)。

2) 关注底部反转机会，看好化纤、轮胎龙头表现。海内外需求持续修复，看好化纤底部反转；成本下降叠加需求恢复，轮胎底部反转信号强烈。重点推荐华峰化学(002064.SZ)、新凤鸣(603225.SH)、玲珑轮胎(601966.SH)、赛轮轮胎(601058.SH)。

3) 资源品高景气延续，看好优质全产业链龙头标的。磷矿石价格持续上涨，磷化工全产业链龙头充分受益；煤炭供需紧张局势持续，看好保供下的疆煤弹性标的。重点推荐云天化(600096.SH)、广汇能源(600256.SH)。

二、关注成长确定性机会，看好强 α 成长属性标的，建议关注三条投资主线：

1) 传统能化领域产能复制扩张，打开新一轮成长空间。重点推荐卫星化学(002648.SZ)、宝丰能源(600989.SH)、华鲁恒升(600426.SH)、荣盛石化(002493.SZ)、万华化学(600309.SH)等标的。

2) 技术破垄断+需求高增长，看好芳纶龙头企业成长表现。重点推荐泰和新材(002254.SZ)。

3) 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。重点推荐晨光新材(605399.SH)、宏柏新材(605366.SH)。

六、风险提示

原料价格上涨的风险，下游需求不及预期的风险，主营产品景气度下降的风险，项目达产不及预期的风险等。

插图目录

图 1: 不同油价下基础化工行业盈利水平	1
图 2: 不同油价下石油化工行业盈利水平	1
图 3: 原油库存转化损益 (元/吨)	1
图 4: 丙烷库存转化损益 (元/吨)	1
图 5: 2011 年以来国际油价走势	2
图 6: 2016-2021 年 42 家美国石油公司资本开支 (十亿美元)	3
图 7: 中东地区钻机数量 (台)	3
图 8: 基础化工行业单季度归母净利及同比增速	4
图 9: 石油化工行业单季度归母净利及同比增速	4
图 10: 基础化工行业单季度毛利率和净利率	4
图 11: 石油化工行业单季度毛利率和净利率	4
图 12: 我国社零消费数据及同比变化	6
图 13: 我国工业增加值累计同比变化	6
图 14: 我国房地产销售和竣工面积累计同比变化	6
图 15: 我国汽车产销累计同比变化	6
图 16: 我国主要家电产量累计同比变化	6
图 17: 我国布和纱产量同比变化	6
图 18: 光伏累计新增装机 (万千瓦)	11
图 19: 新能源汽车产量及累计同比 (万辆)	11
图 20: 我国纯碱供需情况 (万吨/年)	11
图 21: 中国纯碱周度企业库存 (万吨)	11
图 22: 我国混凝土外加剂产量 (万吨)	13
图 23: 我国混凝土外加剂行业市场规模 (亿元)	13
图 24: 美国服装销售额及增速 (百万美元)	14
图 25: 我国纺织及服装出口金额及增速 (亿美元)	14
图 26: ANRPC 成员国天然橡胶新种植面积 (千公顷)	15
图 27: 天胶、顺丁橡胶、丁苯橡胶、炭黑价格走势 (元/吨)	15
图 28: 全国机动车保有量 (亿辆)	16
图 29: 汽车产量及累计同比 (万辆, %)	16
图 30: 全球集装箱运力 (万 TEU)	16
图 31: BDI 指数和 CCFI 综合指数走势	16
图 32: 磷矿石和磷肥价格走势 (元/吨)	17
图 33: 磷肥国内外价差 (元/吨)	17
图 34: 芳纶特性及下游主要应用领域	20
图 35: 我国芳纶供需情况 (万吨/年)	22
图 36: 我国芳纶 (纱+短纤) 进出口情况 (吨/年)	22
图 37: 气凝胶下游主要应用领域	23

表格目录

表 1: 主要石化产品单季度全产业链价差 (截至 2022.6.28)	2
表 2: 基础化工子行业 22Q1 经营情况	5
表 3: 重点关注产品价格涨幅前 30	7
表 4: 重点关注产品价格跌幅前 30	7
表 5: 重点关注产品价差涨幅前 30	8
表 6: 重点关注产品价差跌幅前 30	9
表 7: 4 月份以来国家稳增长政策梳理	10
表 8: 纯碱供需平衡表测算	12
表 9: 2022-2023 年我国 BDO 产能扩张情况 (万吨/年)	12
表 10: 化纤产业链主要产品价差 (元/吨, 截至 2022.06.28)	14
表 11: 2022 年 (含) 以后全球芳纶扩产不完全统计 (吨/年)	21
表 12: 石化装置中常用保温材料对比	23

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（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐曼玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn