

寻找逆势增长品类

核心观点

- **出口逻辑的两个环节被忽略：**欧洲作为全球第二大化工品生产以及最大化工品出口地区，在欧洲天然气价格大幅上涨，抬升海外化工品原料成本并影响供给稳定性的背景下，市场预期国内相关化工品可能迎来出口量拉动的高景气度。然而我们认为，相关大宗品价格走势带来的现实与预期的偏差，主要是忽视了两个重要环节：一个是需求侧的变化，供给端问题导致的高通胀引发了需求收缩，导致供需格局变化不及预期；另一个则是海外供应链的进入壁垒，国内大宗品要扩大对欧洲下游企业出口，还面临产品认证和突破原有供应链粘性的问题，需要时间来推进。
- **看好欧洲强势的下游精细化学品增长机会：**当需求受到冲击，那么只有当供给端产生更大程度的收缩后，产品供需格局才可能产生实质性变化，除了寻找高欧洲产能占比的化工品外，我们认为，欧洲相对强势的下游精细化学品也具有类似机会。由于欧洲缺乏上游资源型原料，其在以成本竞争为核心的全球大宗化学品市场中的竞争力较弱，反而在以技术门槛造就的下游精细化学品市场中实为翘楚，再加上龙头企业的上游原料及中间体环节高度自给，任一环节的供给波动实际会直接传递给下游产品供需，从而带来国内相关企业的化学品增长机会，再加上欧洲化工品的全球贸易属性，强势精细化工品的供给波动对全球市场影响更甚。
- **看好海外接受度较高的简单塑料制品出口，多因素助力竞争力提升：**降解塑料制品、人工草坪、PVC 地板等以国内大宗品为直接原料的简单塑料制品需求主要来自海外，且具有相当的综合成本竞争力优势，其进入海外供应链的壁垒相对较低，反而受益更加直接。对于出口产品来说，相对于海外本土竞品的综合成本竞争力是其企业层面实现增长、持续提升海外市场份额的关键因素，只要国内出口产品具有持续的海外市场竞争力，份额的提升就有望对冲需求总盘的下滑。再加上到今年三季度所有前期不利的原材料、海运费、汇率等因素都同时迎来下调，而且同时海外原料成本高位难下，国内出口产品的相对竞争力也更加明显。我们认为高价海运费影响企业前期出货的影响也正在消除，并将在下半年形成“延后”的订单收益。单位盈利修复叠加销售订单增长，我们预期这类企业的盈利有望在下半年表现出难得的逆势增长。

投资建议与投资标的

- 在欧洲高通胀同时影响化工产业供给和需求的背景下，我们建议分别关注欧洲强势的下游精细化学品以及依赖国内大宗品原料的简单塑料制品的增长机会。精细化学品方面，建议关注积极布局全球畅销杀菌剂单品丙硫菌唑和吡唑醚菌酯的海利尔(603639, 买入) 以及重要选择性除草剂二甲戊灵的贝斯美(300796, 未评级)，以及为海外客户提供定制化、一站式采购服务的抗老化剂龙头企业利安隆(300596, 买入)，特种表面活性剂领先企业皇马科技(603181, 买入)。下游简单塑料制品方面，建议关注海象新材(003011, 未评级)、共创草坪(605099, 未评级)、家联科技(301193, 增持)。

风险提示

原材料跌价不及预期；汇率波动；海运费波动；海外需求大幅下滑风险；欧洲天然气限价提议风险；假设条件变化影响测算结果。

行业评级

看好（维持）

国家/地区

中国

行业

基础化工行业

报告发布日期

2022 年 10 月 14 日



证券分析师

倪吉

021-63325888*7504

niji@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517120003

联系人

顾雪莺

guxueying@orientsec.com.cn

目 录

1、前言	4
2、欧洲下游精细化学品强势，看好出海机会	4
3、看好塑料制品出口竞争力回升，迎来逆势增长	8
3.1 塑料制品进入壁垒较弱，综合成本竞争力是关键	8
3.2 海外成本高企难落，多因素助力出口产品竞争力提升	11
4、投资建议	14
5、风险提示	14

图表目录

图 1：中国及欧美醋酸离岸价格.....	5
图 2：欧盟 27 国不同化学品的贸易差额情况（正数表示出口额大于进口额）.....	5
图 3：全球化工产业链优势分布以及欧洲化工产业结构示意图.....	6
图 4：海内外 BDO 相关企业的产业链结构对比.....	6
图 5：2020 年全球化工产品出口贸易前 10 强.....	7
图 6：2020 年全球农药终端市场结构.....	7
图 7：巴斯夫 22 年上半年营收结构.....	7
图 8：相关标的海外业务营收及占比（营收单位：百万元）.....	8
图 9：2020 年欧盟 27 国化工品贸易流向.....	8
图 10：欧美与中国醋酸离岸价格的价差（元/吨）.....	9
图 11：中国及上海出口集装箱运价指数.....	10
图 12：中国到欧美的集装箱运费（美元/FEU）.....	10
图 13：成本因素影响渠道盈利及出口产品竞争力示意图.....	10
图 14：美国库存情况（单位：百亿美元）.....	11
图 15：三家塑料制品出口企业的单季度毛利率变化.....	11
图 16：部分原材料季度均价（元/吨）.....	11
图 17：美国国内 PVC 市场价格.....	12
图 18：国内 PVC 价格（单位：元/吨）.....	12
图 19：北美乙烷价格（单位：美元/加仑）.....	12
图 20：NYMEX 天然气期货（单位：美元/百万英热单位）.....	12
图 21：三家企业期末存货情况（单位：百万元）.....	13
图 22：三家企业期末库存商品情况（单位：百万元）.....	13
图 23：美元兑人民币汇率.....	13
 表 1：相关公司业务基本情况.....	 4
表 2：国内醋酸出口量（单位：万吨）.....	9

1、前言

在欧洲天然气价格大幅上涨，抬升化工品原料成本并影响供给稳定性的背景下，市场预期国内相关化工品可能迎来出口量拉动的高景气度，然而过去几个月国内化工品价格实际表现却比较糟糕。我们认为现实与预期的偏差，主要是忽视了两个重要环节：一个是需求侧的变化，供给端问题导致的高通胀引发了需求收缩，导致供需格局变化不及预期；另一个则是海外供应链的进入壁垒，国内大宗品要扩大对欧洲下游企业出口，还面临产品认证和突破原有供应链粘性的问题，需要时间来推进。虽然国内大宗品当下表现一般，但欧洲的供给端确实是已经出现比较严重的问题，结合对上述两点问题的反思，我们认为国内有两个方向的企业可能会率先受益。

- 1) 从大宗品价格表现看，欧洲上游供给收缩短期难以对冲全球需求下滑。然而欧洲上游环节的收缩会导致下游精细化工产品同步减量。欧洲与国内的化工产业结构区别在于欧洲下游精细化强而上游大宗品弱，国内则恰好相反。因此我们认为国内偏下游环节的企业更容易在欧洲供给出现整体收缩时受益，建议关注积极布局全球畅销杀菌剂单品丙硫菌唑和吡唑醚菌酯的海利尔以及重要选择性除草剂二甲戊灵的贝斯美，为海外客户提供定制化、一站式采购服务的抗老化剂龙头企业利安隆，特种表面活性剂领先企业皇马科技。
- 2) 许多大宗品国内外已经出现比较明显的价差，但是供应链切换的壁垒阻碍了价格的传导。不过许多以国内大宗品为直接原料的简单塑料制品已经被海外消费者普遍接受，反而受益更加直接。特别是 2020 年下半年到 2021 年，国内大宗品、人民币汇率和海运成本同时迎来大幅上涨，这类出口型塑料制品企业盈利情况受损严重。到今年三季度所有前期不利因素都同时迎来下调，预计这些企业的盈利有望出现大级别修复。目前市场担心在于需求端恶化可能会影响出口型企业销售订单。但我们认为国内企业的竞争力正在快速回升，有可能表现出难得的逆势能力。我们建议关注家联科技，PVC 地板制造商海象新材和人造草坪制造商共创草坪。

表 1：相关公司业务基本情况

公司	主营业务	主要原材料	21 年海外业务营收占比
海利尔	农药原药、制剂	丙烯腈、二甲基甲酰胺、甲苯、一甲胺等	36%
贝斯美	农药原药、制剂	邻二甲苯、3-戊酮	54%
利安隆	抗老化剂	烷基酚、脂肪酸及酯、脂肪酮或醇	39%
皇马科技	特种表面活性剂	环氧乙烷、环氧丙烷	11%
海象新材	PVC 地板	PVC	99%
共创草坪	人造草坪	PP、PE	87%
家联科技	高端塑料制品及生物全降解制品	PP、PS	70%

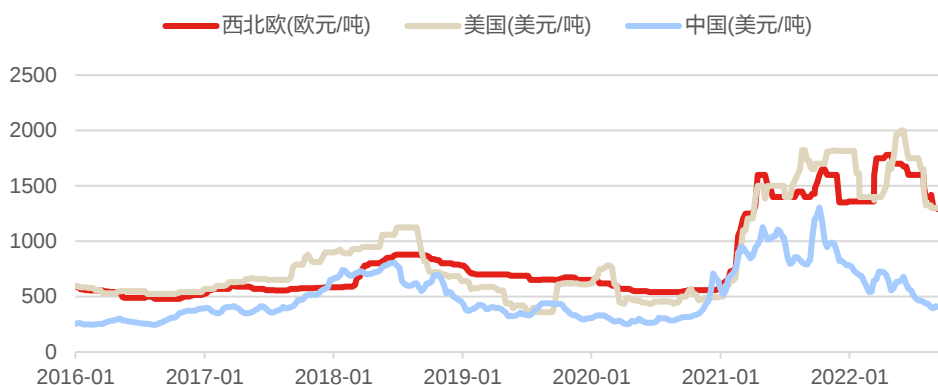
数据来源：Wind，东方证券研究所

2、欧洲下游精细化学品强势，看好出海机会

产品供需是影响价格景气的重要因素，因此海外高通胀带来的供给收缩应当明显利好国内大宗品出口，进而提升国内化工品景气度。然而在供需格局变化判断中，这一逻辑链条实际上低估了高通胀同时作用在全球经济及需求总量上的影响，海外上游供给的收缩短期并不能对冲全球需求的下滑。从欧洲化工市场的表现来看，接连化工厂被迫关停的本质在于下游的需求已无法再支持无

休止的高成本向上传导。从大宗品价格来看，我们以醋酸为例，今年5月底美国约200多万吨醋酸装置受不可抗力影响停产，由于美国是醋酸出口大国，其影响的是欧美两大市场，而欧美的离岸价格后续走势却不升反降，同期国内醋酸离岸价格也在小幅反弹后一路下滑，其内因正是海内外下游需求疲软，价格的走势体现了市场供需的实际变化。

图1：中国及欧美醋酸离岸价格

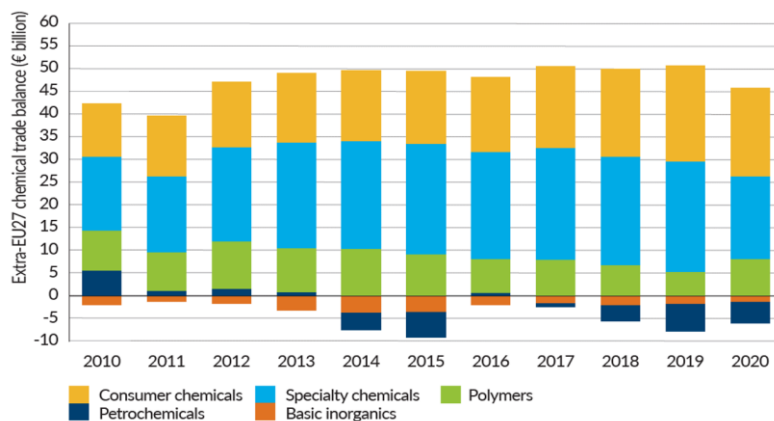


数据来源：Wind，东方证券研究所

当需求受到冲击，那么只有当供给端产生更大程度的收缩后，供需格局才能产生实质性变化，海外高通胀才有可能真正带动国内产品出口，这也是为什么市场会热衷于寻找高欧洲产能占比化工品的原因。然而我们认为，从另一个角度看，欧洲强势的下游精细化学品市场同样具有相当机会，而近期也确实观察到了部分欧洲龙头的化工中间体装置减停产带来的下游精细化学品出口机会。

由于欧洲缺乏化工最上游的油煤气资源，而中游的大宗化学品讲究资源和技术优势，欧洲化工产业在资源上的相对劣势使得其在以成本竞争为核心的全球大宗化学品市场的竞争力较弱，而在以技术门槛造就的下游精细化学品市场中实为翘楚。这种上游大宗品弱而下游精细化强的化工产业结构也使得欧洲化工品的对外出口贸易多落在下游的专用化学品和消费化学品上。在这种上弱而下强的产业结构中，当上游产业链中任何一个环节的供给受到冲击时，实际的供需缺口会直接传递到下游产品。再加上精细化学品的上游中间体多是自产自销，而拥有百年历史的欧洲化工企业产业链也已形成了高度一体化，因此欧洲上游化工原料及中间体的减停产实际很难通过企业间贸易补足，进而导致下游精细化学品的同步减量，带来下游产品供需格局的巨大变化。

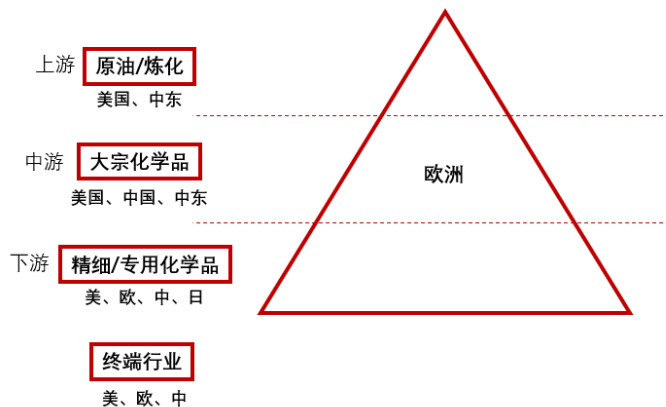
图2：欧盟27国不同化学品的贸易差额情况（正数表示出口额大于进口额）



数据来源：CEFIC，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

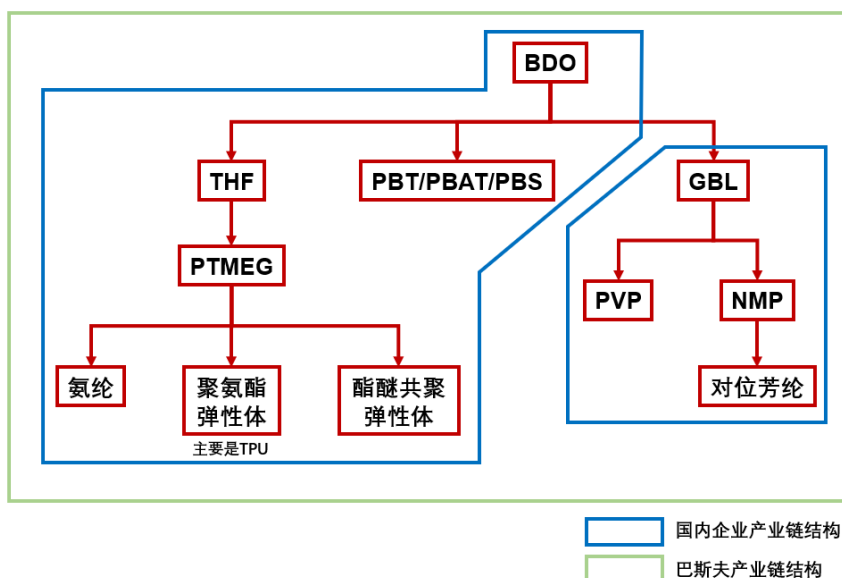
图 3：全球化工产业链优势分布以及欧洲化工产业结构示意图



数据来源：中国化工信息中心，东方证券研究所

我们就以近期市场关注度较高的 PVP 为例，其上游原料 BDO 的产业链下游应用十分广泛，但总结概括起来主要有两大方向，一个是以氨纶、TPU、PBAT 等产品为主的纤维及塑料应用，产品差异化相对较小，另一个方向是主要以 GBL 为中间体向下延伸的各类精细化学品。欧洲代表企业巴斯夫在全球拥有约五六十万吨 BDO 产能，下游同步拓展 PTMEG-氨纶/TPU/TPEE、GBL-NMP/PVP、PBT/PBAT/PBS 产业链，原料及中间体多为自产自用。反观国内 BDO 生产企业，国内 21 年 BDO 产量 175.8 万吨，但大多以氨纶和 PBAT 等应用拓展为主，很少有往 GBL 及其下游精细化产业拓展从而形成完整产业链的企业。对比国内上游大宗品强而下游精细化工偏弱的特征，欧洲化工产业结构更像一个正金字塔型结构，有限的原料拓展出丰富的下游产品群且龙头企业产业链高度一体化，因而导致其中间环节的供给波动最终在下游产品环节中体现出来。

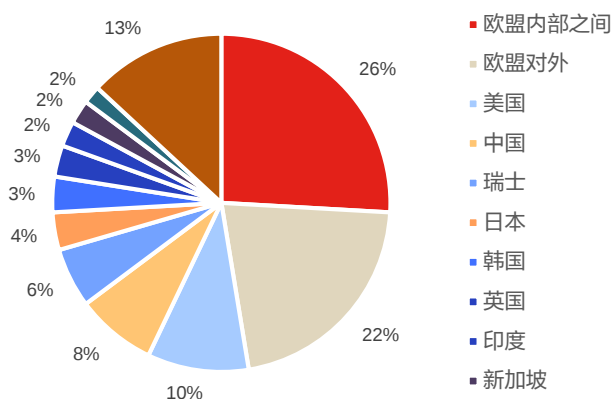
图 4：海内外 BDO 相关企业的产业链结构对比



数据来源：东方证券研究所绘制

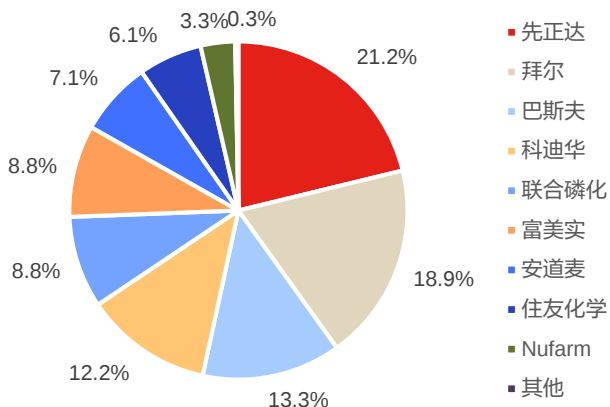
另外我们想要强调的是，欧洲作为全球第二大化工品生产以及全球最大化工品出口地区，其精细化工品的供给波动势必会影响到全球市场，特别是作为强势品类的精细化工品。就拿精细化工品中的重要品类农药来说，全球农药市场主要被海外跨国企业掌控，其中巴斯夫和拜尔就是欧洲的两大巨头，因而欧洲农药供给对全球市场影响颇深，且农业板块本身在跨国企业内部也同样有着举足轻重的地位。尽管目前非专利农药原药的生产已逐步转移到中国，但跨国企业仍然保留和掌握着大部分专利农药和重要的非专利农药原药的产能，这部分欧洲强势品类的全球供给也将因此受到影响，国内相关企业将迎来扩张市场份额的机会。

图 5：2020 年全球化工产品出口贸易前 10 强



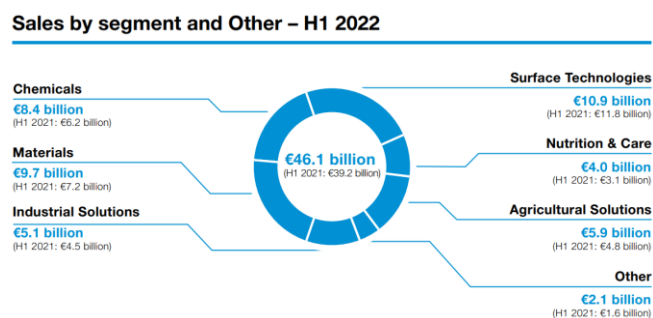
数据来源：WTO，东方证券研究所

图 6：2020 年全球农药终端市场结构



数据来源：观研报告，东方证券研究所

图 7：巴斯夫 22 年上半年营收结构



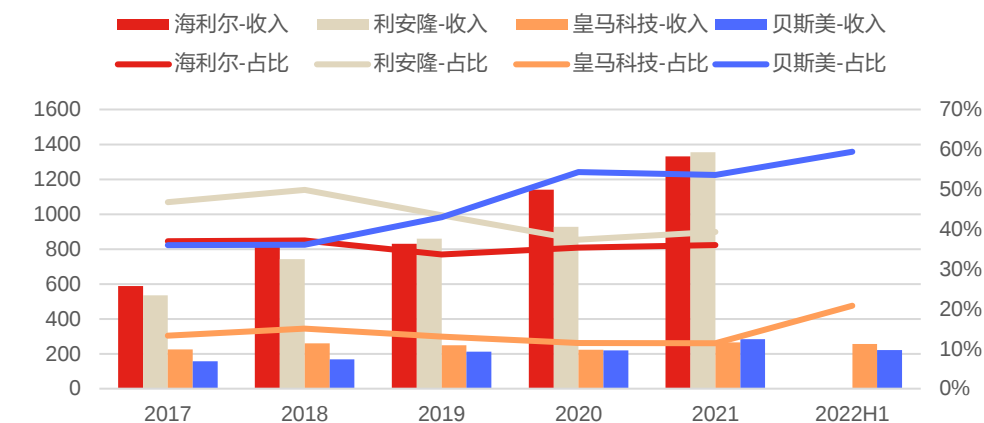
数据来源：BASF，东方证券研究所

我们看好下游精细化学品受益于海外供给收缩的另一个原因还在于我国近几年精细化工工艺技术及市场开拓的进步，这是国内企业能够有机会进军并进一步扩大具有技术壁垒的海外精细化市场的前提条件。国内化工产业在经历了前期产能扩张下的规模化发展后，必定走向产业结构优化的道路，进入以技术驱动的精细化领域竞争是大趋势。而由于精细化学品往往具有多品种、专用性等特征，其发展非常看重在品类规模、新市场开拓等经验性能力的积累。目前国内部分领先企业已凭借多年的技术和市场资源积累进入到海外供应链中，再加上国内终端汽车、电子、半导体等新兴产业的快速发展也为精细化学品带来了新需求机会，使得国内企业能够有机会实现从追赶海外

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

龙头到新产品开发第一人的转变。精细化学品的多品类、定制化特征也使得海外企业更愿意接受来自外部的品类补足和新产品使用。

图 8：相关标的海外业务营收及占比（营收单位：百万元）



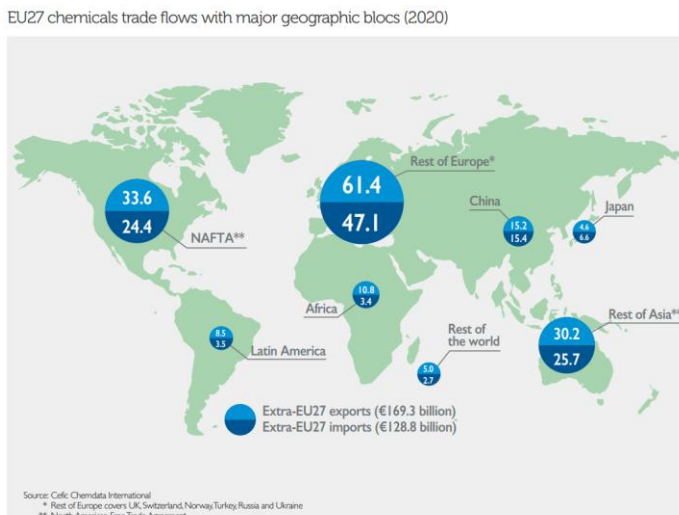
数据来源：Wind，东方证券研究所

3、看好塑料制品出口竞争力回升，迎来逆势增长

3.1 塑料制品进入壁垒较弱，综合成本竞争力是关键

产品出口是海外供给波动能够影响国内产品景气度的重要中间环节，而由于区际贸易壁垒的存在，供应链切换的壁垒会阻碍大宗品的价格传导，逻辑链条中的出口增量并不能够简单实现。对于欧洲市场来说，一方面是欧洲非常看重化工品全生命周期中的环保以及可持续发展属性，化工品进入欧洲市场需要进行特定的注册和评估，另一方面欧洲市场也更倾向于就近从美国或者欧洲其他地区进口化工品。根据 CEFIC 统计，2020 年欧盟 27 国进口化工品主要来自于欧洲其他地区和美国，而进口中国比例仅 12% 左右。我们仍以醋酸为例，去年美国醋酸供应受到寒潮影响，但在国内与欧美离岸价格的价差不断拉大的背景下，中国出口欧洲的醋酸增量仍很少，主要出口增量来自印度，在全球三大醋酸进口国印度、德国、比利时中，德国每年进口中国醋酸的量仅约百吨。

图 9：2020 年欧盟 27 国化工品贸易流向



数据来源：CEFIC，东方证券研究所

图 10：欧美与中国醋酸离岸价格的价差（元/吨）



数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：国内醋酸出口量（单位：万吨）

	2020	2021	22 年 1-7 月
印度	16.33	47.89	29.35
美国	0.16	0.28	0.52
欧洲	10.68	11.64	11.45
其中，比利时	8.64	9.83	8.94
德国	0.006	~0	0.01
总出口量	39.99	98.19	61.19

数据来源：海关总署，东方证券研究所

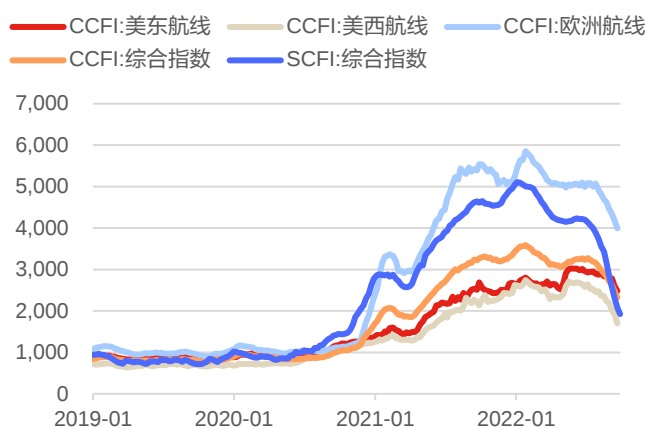
在欧洲与国内存在明显贸易壁垒的背景下，我们认为，能够被海外消费普遍接受，甚至主要需求来源于海外市场的简单塑料制品更有望直接受益，我们选取标的公司的降解塑料制品、人工草坪、PVC 地板正是满足这样的产品条件，且标的公司的产品出口占比较高，拥有丰富的海外市场开拓经验，可以更快对海外市场的供给缺口做出反应。然而，由于海外经济存衰退预期，且近月来国内出口有转弱迹象，这类强烈依赖海外市场的出口型企业实际并不受到市场待见，担忧需求端恶化可能会影响出口型企业销售订单。然而我们认为，对于下游出口产品来说，相对于海外本土竞品的综合成本竞争力才是企业层面能否实现稳定成长、持续提升海外市场份额的关键。我们仍以欧洲化工品市场为例，根据 CEFIC 统计，2020 年欧盟 27 国化工品的表观消费额大概在 4585 亿欧元左右，其中 154 亿欧元来自中国进口，中国进口占欧洲化工品总需求的份额仅为 3.4%，根据我们测算，每提升 1% 的欧洲市场份额就能够对冲近 23% 的欧洲总需求下滑，只要国内出口产品具有持续的海外市场竞争力时，份额的提升就有望对冲需求总盘的下滑。

与具有工艺技术壁垒的精细化学品不同的是，国内这类简单塑料制品相对于海外本土产品的竞争力主要来源于较低的综合成本，而其综合成本主要由原材料、人力以及海运费组成。国内企业背靠充足的煤炭资源、相对廉价的人力成本以及完善的国际海运建设，在综合成本方面具有明显竞争力。然而 2020 年下半年到 2021 年，国际油价持续攀升，国内外大宗品原料价格齐齐上涨，在原材料成本方面国内与海外产品同样承受着压力，而海运费成为了影响出口产品成本竞争力的主要因素。尽管国内出口产品的海运费主要由下游海外客户承担，但海运费的上涨实际抬高了出口

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

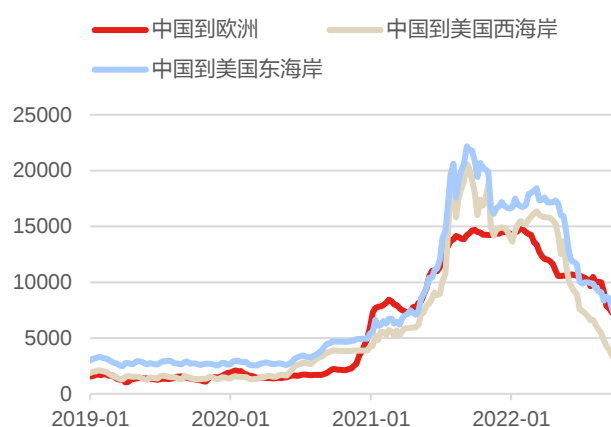
产品的综合成本，挤压下游海外贸易商、批发商等利润空间。以人造草坪为例，目前亚马逊官网美国 50 平方英尺的人造草坪售价约 117 美元，以 6.7 汇率换算单位人民币售价约为 169 元/平方米，其中 30-35 元/平方米是国内出货价格，而从中国到美国西海岸 40 英尺集装箱运费从原先不到 2000 美元/FEU 涨至去年 9 月高点约 2 万美元/FEU。尽管 2 万美元的天价海运费主要是终端货代报价，可能与实际运价存在差异，但这仍然意味着下游海外客户需要承担原先翻几倍的海运费，即使原本海运费在产品综合成本中占比较小，根据我们测算，在倍数的加持下运费成本实际已经与国内厂家出货价相当，下游海外客户利润空间被严重挤压。相对于海外市场需求总盘的缩减，我们认为这种相对于竞品的性价比竞争力的下滑才是对出口产品更为致命的冲击，阻碍了其在海外市场份额的提升，而这一恶性因素正在发生趋势性的好转。

图 11：中国及上海出口集装箱运价指数



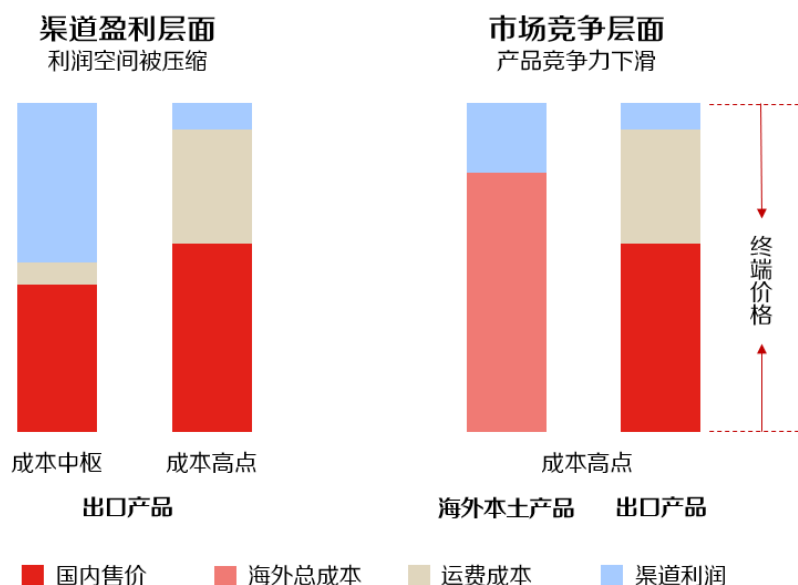
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 12：中国到欧美的集装箱运费（美元/FEU）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

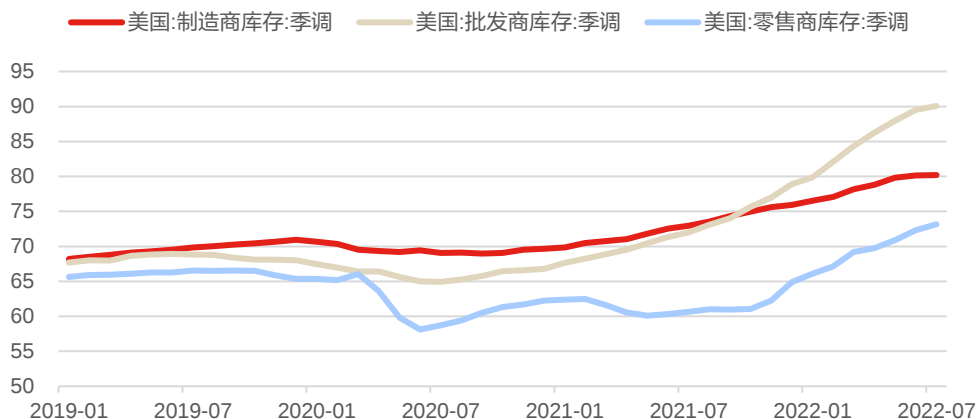
图 13：成本因素影响渠道盈利及出口产品竞争力示意图



数据来源：东方证券研究所绘制

伴随全球供应链逐步恢复常态，中国到美国的海运费大约从 21 年四季度就开始了下跌，而 8 月的一轮下跌幅度更大。海外需求疲软同样带来商品供应过剩，且累库现象明显，运力的供需仍在寻找新的价格平衡，被高价海运费吞噬的出口产品竞争力有望进一步获得提升。

图 14：美国库存情况（单位：百亿美元）

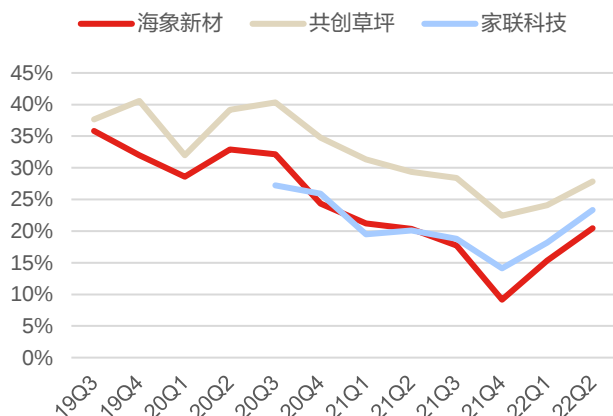


数据来源：Wind，东方证券研究所

3.2 海外成本高企难落，多因素助力出口产品竞争力提升

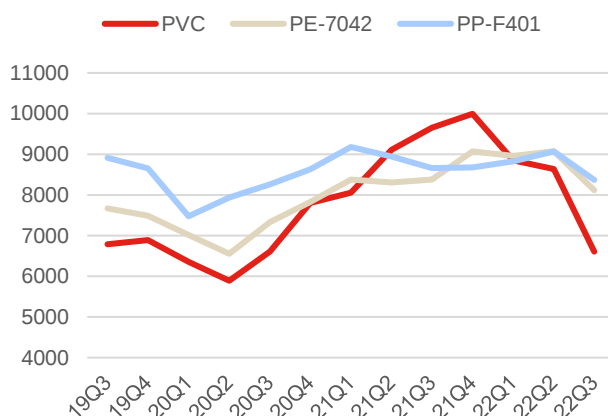
2020 年下半年到 2021 年，国内大宗品、人民币汇率和海运成本同时迎来大幅上涨，这类出口型塑料制品企业的盈利情况受损严重。2022 年上半年，尽管国际油价上涨，依赖国内煤炭资源的 PVC 价格受到的影响较小，而聚烯烃价格也因需求疲软而上涨乏力，企业盈利有所修复，进入三季度后的价格走势也预示着企业 Q3 的成本压力还会有更进一步缓解。然而同时，化工品生产依赖高价天然气的海外本土竞品成本却并不一定有这样的趋势，因此反而相对提高了国内出口产品的竞争力。

图 15：三家塑料制品出口企业的单季度毛利率变化



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 16：部分原材料季度均价（元/吨）



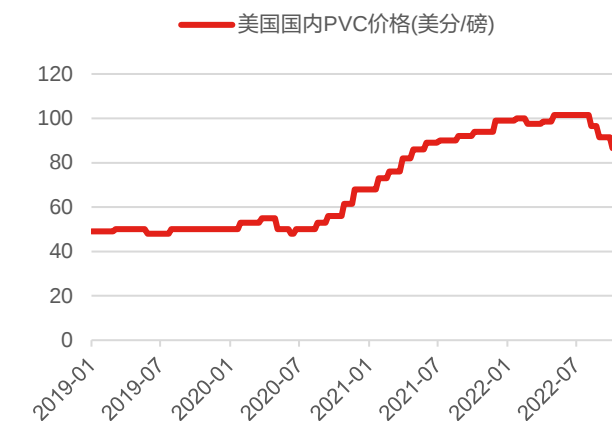
数据来源：Wind，东方证券研究所

我们以海象新材的 PVC 地板为例，作为全球第二大 PVC 生产国的美国目前仍然面临重要能源及原料天然气高位价格的窘境，一方面其 PVC 原料乙烯所依赖的低价乙烷前期因互为替代品的天然气涨价而一路上涨，目前仍在相对高位，另一方面美国氯碱工业所需要的氯气也主要来自天然气发电，进一步抬升 PVC 成本。美国在欧洲天然气短缺后积极出口天然气，再加上今年 6 月美国自

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

由港液化天然气爆炸事件，美国天然气价格高位难下。尽管市场预期美国自由港液化天然气将于 11 月初至 11 月中旬初步恢复生产，但由于目前欧洲的天然气缺口仍存在，我们认为美国后续恢复的 LNG 产量仍然可能走向欧洲市场，从而使得美国境内天然气价格与欧洲市场保持关联而维持高位，而欧洲的天然气供给结构转变过程必定漫长。尽管 Q3 美国天然气价格有较大幅度下调，但我们认为，在欧洲实质性解决天然气供应短缺问题之前，美国天然气及乙烷价格仍将维持在高位，且近期已有反弹迹象。在海外原料成本高企难落的背景下，海外本土产品的价格也将较为坚挺，出口产品显著的原材料成本优势有望加速企业在海外市场份额的提升。

图 17：美国国内 PVC 市场价格



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 18：国内 PVC 价格（单位：元/吨）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 19：北美乙烷价格（单位：美元/加仑）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

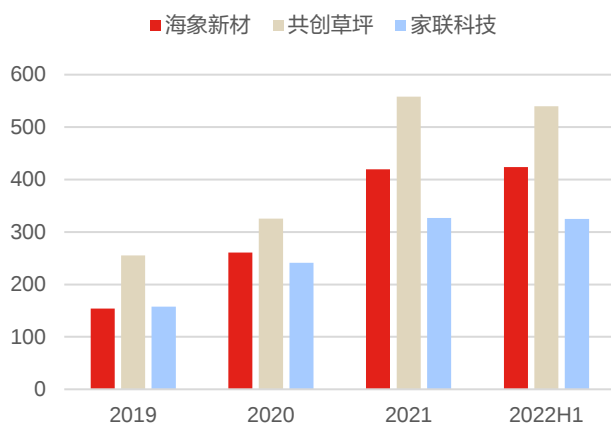
图 20：NYMEX 天然气期货（单位：美元/百万英热单位）



数据来源：Wind，东方证券研究所

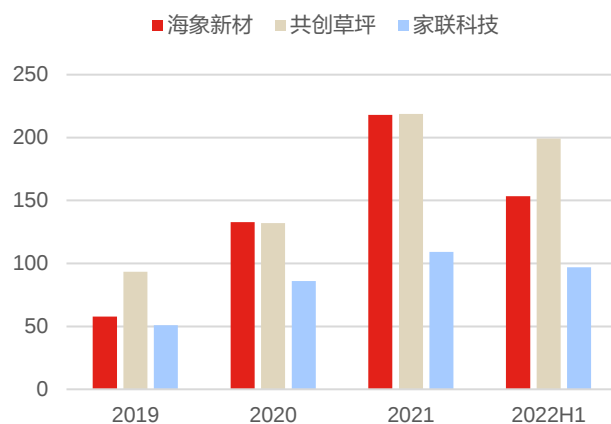
市场对外需走弱进而影响出口的担忧中，出口企业高企的库存数据也是一大隐患，而其背后实际也有高价海运费的影响。海外客户为避免承担过高海运费可能会要求国内供应商在海运费高价时延迟发货，以尽可能降低产品到岸的平均成本，因而出现了国内企业在去年年末接收订单不减而库存商品高企的现象。我们认为，后续海运费的每一轮下滑实际上也会带来出口企业的逐步去库，这部分延后发货的“延迟”确认收益也将在下半年海运费的大幅下滑中得到释放，带来下半年出口企业销量及营收短期明显“量”增表现，能够对冲市场对外需影响下订单量的忧虑。

图 21：三家企业期末存货情况（单位：百万元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 22：三家企业期末库存商品情况（单位：百万元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

除了整体综合成本的原材料及海运费两大利好因素外，出口产品还将受到近期美元兑人民币汇率上升对产品价格间接影响。我们选取的三家下游制品公司中，除了家联科技外，另外两家的原材料都主要以国内采购为主，汇率因素主要影响出口产品定价及结算。在全球经济下行压力及美国以“控通胀”为目标的坚持加息缩表背景下，美元兑人民币汇率在今年已先后经历了两轮激增。美元兑人民币汇率的提升相当于间接抬高了产品的人民币计价，在原材料内购的情况下企业将有机会获得更多利润空间。

正如前述所提及的，汇率的上升抬高人民币产品计价，而原材料价格下跌降低成本，特别是 PVC 价格已经跌至 20 年水平，因此我们认为产品单位毛利将有望较 21 年有明显提升，甚至可能高于 20 年水平。单位产品盈利的提升叠加高价海运费延后确认的订单收入，我们预计这类出口型企业有望在下半年需求忧虑中反而有逆势增长表现。

图 23：美元兑人民币汇率



数据来源：Wind，东方证券研究所

4、投资建议

在欧洲高通胀同时影响化工产业供给和需求的背景下，我们建议分别关注欧洲强势的下游精细化学品以及以国内大宗品原料为主的简单塑料制品增长机会。精细化学品方面，建议关注积极布局全球畅销杀菌剂单品丙硫菌唑和吡唑醚菌酯的海利尔(603639，买入)以及重要选择性除草剂二甲戊灵的贝斯美(300796，未评级)，以及为海外客户提供定制化、一站式采购服务的抗老化剂龙头企业利安隆(300596，买入)，特种表面活性剂领先企业皇马科技(603181，买入)。下游简单塑料制品方面，建议关注海象新材(003011，未评级)、共创草坪(605099，未评级)、家联科技(301193，增持)。

5、风险提示

- 1) 原材料跌价不及预期：尽管目前原材料价格仍有下降空间，但全球能源价格仍在高位波动，可能存在原材料价格回调不及预期、企业利润空间恢复有限的情况。
- 2) 汇率波动：美元兑人民币汇率仍然受到两国经济状况、美国加息、美国政治变动等因素影响，如果后续汇率下滑可能导致以人民币计价的间接涨价逻辑失效。
- 3) 海运费波动：若海运费反弹，出口产品综合成本竞争力将受到影响，影响出口企业销量及提价空间的增长。
- 4) 海外需求大幅下滑风险：尽管国内出口产品市场份额有望稳步提升，但仍然存在受到海外需求大幅下滑风险的影响。
- 5) 欧洲天然气限价提议风险：在高能源价格冲击需求背景下，欧洲可能出台天然气限价政策来降低能源及化工原料成本，影响国内出口产品相对于本土竞品的成本竞争力。
- 6) 假设条件变化影响测算结果：文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管、私募业务合计持有皇马科技(603181)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn