

基础化工

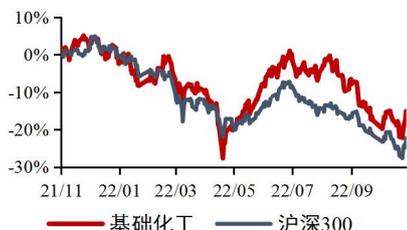
化工行业 2022 年三季报总结 同步大市-A(维持)

化工行业承压业绩有所回落，未来有望迎来景气反转

2022 年 11 月 7 日

行业研究/行业分析

基础化工板块近一年市场表现



分析师:

程俊杰

执业登记编码: S0760519110005

邮箱: chengjunjie@sxzq.com

投资要点:

- **国际原油持续高位震荡。**国际油价高位、疫情和俄乌战争影响下使得石油化工、化学原料制造等偏上游化工行业 PPI 累计同比增幅较大；而偏下游的塑料、化纤等行业则受疫情、成本端高位、需求不振等影响 PPI 累计同比增速有所放缓。国际原油价格变动带动国内相关行业价格上涨，9 月石油、煤炭及其他燃料加工业累计同比为 29.5%，同比提升 7.5pct。受到原油价格高位大幅波动，下游需求持续低迷，化学纤维制造业累计同比为 6.4%，同比下滑 7.4pct。在各国央行紧缩流动性、衰退预期加剧的影响下，大宗商品走势疲弱，CCPI 指数由年内最高的 6243 点已经回落到 4860 点。
- **Q2 化工业绩整体有所回落。**2022Q3 化工行业实现营业收入 5373.99 亿元，同比增长 16.66%，环比下降 9.41%，实现归母净利润为 414.52 亿元，同比下降 21.98%，环比下降 43.06%。Q3 基础化工行业净资产收益率为 9.04%，同比下滑 0.3pct，环比提升 1.95pct；毛利率为 21.28%，同比下滑 3.18pct，环比下滑 1.66pct；净利率为 11.41%，同比下滑 1.53pct，环比下滑 1.56pct。ROE 方面，钾肥维持 10%以上，钾肥 ROE 同比提升 0.71pct；毛利率方面，钾肥毛利率维持较高水平，同比提升 18.73pct，氨纶、纯碱毛利率环比有所下滑；净利率方面，钾肥、其他化纤等同比增幅较大，纯碱、氨纶环比有所下滑。
- **子行业投资展望。**TDI：上半年需求端表现低迷，疫情下终端订单减少，整体需求处于明显下滑，三季度受到海外天然气供应短缺影响，成本高位，同时海外装置不可抗力、停工检修事件频发，造成海外供给紧张问题进一步加剧，供需错配下使得 TDI 价格出现大幅上涨。钾肥：在俄乌冲突影响市场供应紧张和需求激增下，氯化钾国际价格上行，整体维持高位运行。下半年农需进入淡季，市场价格出现回落，目前氯化钾价格依然处于高位，业绩领跑化工子行业，Q3 钾肥板块实现净利润 53.45 亿，同比增长 133.49%，环比减少 35.71%。
- **投资建议：**2022 年上半年在疫情下供应趋紧、国际油价高位、俄乌冲突等因素下，化工行业整体价格不断抬升，部分化工品价格创近年新高。下半年美联储维持货币收紧政策，抑制需求以降低通胀，美元上行美股下行，对油价产生抑制作用，油价有所回落但仍维持高位，化工行业在上游强成本下游弱需求下承压较为明显。展望四季度，随着疫情的缓和，国内经济的持续复苏，国内家电、新能源汽车等市场有望保持增长，纺服行业订单回暖，化工下游终端需求有望持续改善，行业景气度反转，对行业维持“同步大市-A”



评级。重点关注弱需求环境下仍具备刚需特性的 TDI、农药、钾肥等行业。

1) 海外尤其欧洲天然气缺口仍然存在，对于国内 TDI 出口量而言将出现波动式变化，TDI 价格仍存上涨空间，看好行业景气持续上行；2) 国内农药政策需求导向明显，相关政策驱动高毒农药淘汰提速、绿色农药需求旺盛、农药企业转型升级步伐加快，在粮食安全问题凸显以及出口持续向好的背景下，农药行业景气度延续；3) 我国是全球最主要钾肥消费国之一，但由于国内钾盐资源匮乏，我国钾肥进口依赖度一直偏高，受俄乌冲突影响，钾肥仍将呈现供给偏紧局面。建议关注万华化学（600309.SH）、扬农化工（600486.SH）、盐湖股份（000792.SZ）。

风险提示：宏观经济不及预期风险、原油价格大幅波动风险、全球疫情持续大规模扩张风险、下游需求不及预期风险、其他不可抗力风险。

目录

1. 前三季度化工行业市场回顾.....	5
1.1 国际原油持续高位震荡.....	5
1.2 化工产品价格普遍有所下跌.....	6
2. 2022Q3 化工业绩整体有所回落.....	8
3. 四季度化工子行业投资展望.....	11
3.1 TDI 供应不断增加，三季度价格大幅上涨.....	11
3.2 钾肥板块景气有所回落，三季度业绩领跑化工子行业.....	12
4. 投资建议及重点关注公司.....	14
5. 风险提示.....	14

图表目录

图 1： 化工行业 PPI 累计同比（%）	5
图 2： 化工产品价格指数（CCPI）走势.....	5
图 3： 原油价格走势（单位：美元/桶）	6
图 4： 国内原油表观消费量（单位：吨）	6
图 5： Q3 申万一级行业营收及归母净利润（单位：亿元）	8
图 6： TDI 价格走势（单位：元/吨）	11
图 7： TDI 产量及开工率（单位：吨）	11
图 8： TDI 进出口量（单位：吨）	12
图 9： TDI 表观消费量（单位：吨）	12
图 10： 钾肥板块历年三季度收入情况（单位：亿元）	12
图 11： 氯化钾价格走势（单位：元/吨）	12

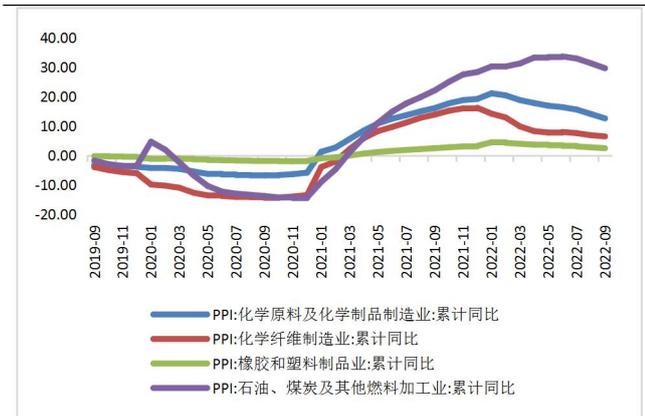
图 12: 氯化钾产能 (单位: 亿元)	13
图 13: 氯化钾进口量及表观消费量 (单位: 吨)	13
表 1: 重要化工品价格变化情况 (价格数据截至 2022 年 11 月 2 日)	6
表 2: 2022Q3 化工子行业营业收入及归母净利润.....	9
表 3: 2022Q3 子行业财务情况.....	10
表 4: 2022Q3 化工行业持股总量及三季报持仓变动 (单位: 万股)	11
表 5: 重点推荐公司估值盈利预测.....	14

1. 前三季度化工行业市场回顾

1.1 国际原油持续高位震荡

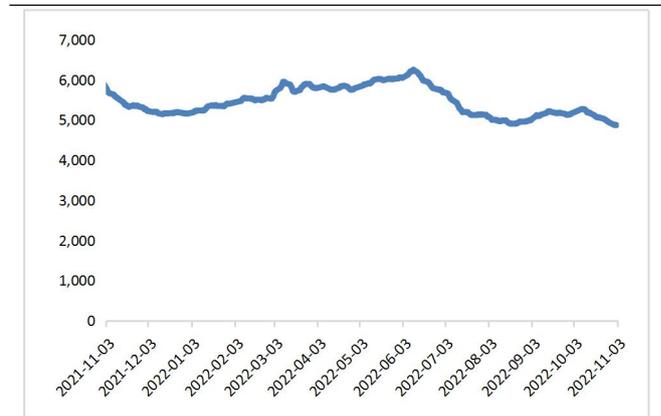
国际油价高位、疫情和俄乌战争影响下使得石油化工、化学原料制造等偏上游化工行业 PPI 累计同比增幅较大；而偏下游的塑料、化纤等行业则受疫情、成本端高位、需求不振等影响 PPI 累计同比增速有所放缓。国际原油价格变动带动国内相关行业价格上涨，9 月石油、煤炭及其他燃料加工业累计同比为 29.5%，同比提升 7.5pct。受到原油价格高位大幅波动，下游需求持续低迷，化学纤维制造业累计同比为 6.4%，同比下滑 7.4pct。在各国央行紧缩流动性、衰退预期加剧的影响下，大宗商品走势疲弱，CCPI 指数由年内最高的 6243 点已经回落到 4860 点。

图 1：化工行业 PPI 累计同比（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：化工产品价格指数（CCPI）走势



资料来源：wind，山西证券研究所

2022 上半年国际原油市场在俄乌冲突背景下，俄罗斯原油产量下降令市场供应趋紧，同时各大机构对原油需求前景持乐观态度，加之原油市场库存持续下降，国际油价呈现大幅上涨走势。三季度，原油价格出现下行走势，疫情频发及美联储决定再次大幅度加息，同时美元指数在三季度攀升，拉低以美元计价的大宗商品价格，国际油价持续走低。但进入 10 月份，OPEC+ 决定减产 200 万桶/天，以及美联储加息或将暂告一段落，国际原油在供应收紧方面提到提振，油价反弹至 95 美元附近。随着冬天寒冷季节的到来，欧盟冬季能源需求增加对后市油价形成支撑。

图 3：原油价格走势（单位：美元/桶）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：国内原油表观消费量（单位：吨）



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

1.2 化工产品价格普遍有所下跌

有机硅、塑料等产品跌幅明显，磷酸铁锂价格保持增长。我们统计包括芳烃烯烃、化纤涤纶、钛白粉、氟化工、磷化工、纯碱氯碱、聚氨酯、有机硅、化肥农药、塑料制品、新能源新材料等 11 大类的重要化工品价格，其中 16 个化工品价格实现同比上涨，其中磷矿石、TDI、磷酸铁锂、单晶硅片价格涨幅明显，受到能耗双控政策限制，磷矿开采及磷矿资源稀缺，磷矿石市场呈现供应收紧的趋势，下游需求的日益增加，2022 年磷矿石市场整体走势上行；受俄乌等事件影响，欧洲天然气、原油等能源和原材料价格快速上涨，TDI 价格处于高位；新能源动力市场、储能市场热度攀升，带动磷酸铁锂市场需求增长，磷酸铁锂价格上行。

表 1：重要化工品价格变化情况（价格数据截至 2022 年 11 月 2 日）

品种	单位	最新价格	2022 年初	较年初涨跌幅	2021 年同期	同比涨跌幅
芳烃烯烃						
二甲苯	元/吨	8140	5975	36.23%	6460	26.01%
乙烯	美元/吨	880	1020	-13.73%	1200	-26.67%
丙烯	元/吨	7075	7375	-4.07%	7900	-10.44%
丁二烯	元/吨	6900	4000	72.50%	6600	4.55%
异丁烯	元/吨	11200	9160	22.27%	10280	8.95%
化纤涤纶						
PX	美元/吨	974	894.67	8.87%	909	7.15%
PTA	元/吨	5620	4940	13.77%	4950	13.54%
乙二醇	元/吨	3850	4865	-20.86%	5560	-30.76%
DTY	元/吨	8300	8500	-2.35%	9500	-12.63%
FDY	元/吨	8600	8050	6.83%	10100	-14.85%
POY	元/吨	7200	6250	15.20%	8100	-11.11%
聚酯切片	元/吨	7100	7775	-8.68%	7500	-5.33%
钛白粉						

品种	单位	最新价格	2022 年初	较年初涨跌幅	2021 年同期	同比涨跌幅
金红石型钛白粉	元/吨	15200	20000	-24.00%	21400	-28.97%
锐钛型钛白粉	元/吨	13800	17800	-22.47%	19000	-27.37%
氟化工						
萤石粉	元/吨	3125	2800	11.61%	2725	14.68%
氢氟酸	元/吨	10850	11750	-7.66%	14000	-22.50%
R22	元/吨	18500	16500	12.12%	25000	-26.00%
PTFE	元/吨	54000	52000	3.85%	75000	-28.00%
PVDF	万元/吨	32.5	44.5	-26.97%	41.5	-21.69%
磷化工						
磷矿石	元/吨	970	630	53.97%	380	155.26%
黄磷	元/吨	31000	37000	-16.22%	31000	0.00%
磷酸（热法）	元/吨	9600	12500	-23.20%	8600	11.63%
磷酸（湿法）	元/吨	9450	10300	-8.25%	12500	-24.40%
纯碱氯碱						
轻质纯碱	元/吨	2689	2354	14.23%	3618	-25.68%
重质纯碱	元/吨	2759	2636	4.67%	3639	-24.18%
电石法 PVC	元/吨	5875	8313	-29.33%	9125	-35.62%
乙烯法 PVC	元/吨	6100	8850	-31.07%	11750	-48.09%
聚氨酯						
纯 MDI	元/吨	20000	20800	-3.85%	23750	-15.79%
TDI	元/吨	21750	15350	41.69%	14800	46.96%
聚合 MDI	元/吨	14700	20350	-27.76%	19750	-25.57%
有机硅						
DMC	元/吨	18000	25800	-30.23%	43000	-58.14%
甲基硅油	元/吨	20000	32500	-38.46%	45000	-55.56%
硅橡胶	元/吨	18700	27000	-30.74%	45000	-58.44%
化肥农药						
硝酸铵	元/吨	3000	3300	-9.09%	2400	25.00%
氯化铵	元/吨	950	1080	-12.04%	1230	-22.76%
磷酸一铵	元/吨	3150	3050	3.28%	3300	-4.55%
氯化钾	元/吨	3550	3750	-5.33%	3500	1.43%
草甘膦	元/吨	52500	80500	-34.78%	80500	-34.78%
氯氟菊酯	元/吨	86000	95000	-9.47%	105000	-18.10%
麦草畏	元/吨	75000	78000	-3.85%	78000	-3.85%
塑料制品						
聚乙烯	元/吨	13000	14800	-12.16%	13650	-4.76%
聚丙烯	元/吨	9000	9100	-1.10%	9150	-1.64%
ABS	元/吨	11800	14325	-17.63%	17100	-30.99%
EVA	元/吨	19500	17800	9.55%	24000	-18.75%
PC	元/吨	16550	20700	-20.05%	24250	-31.75%

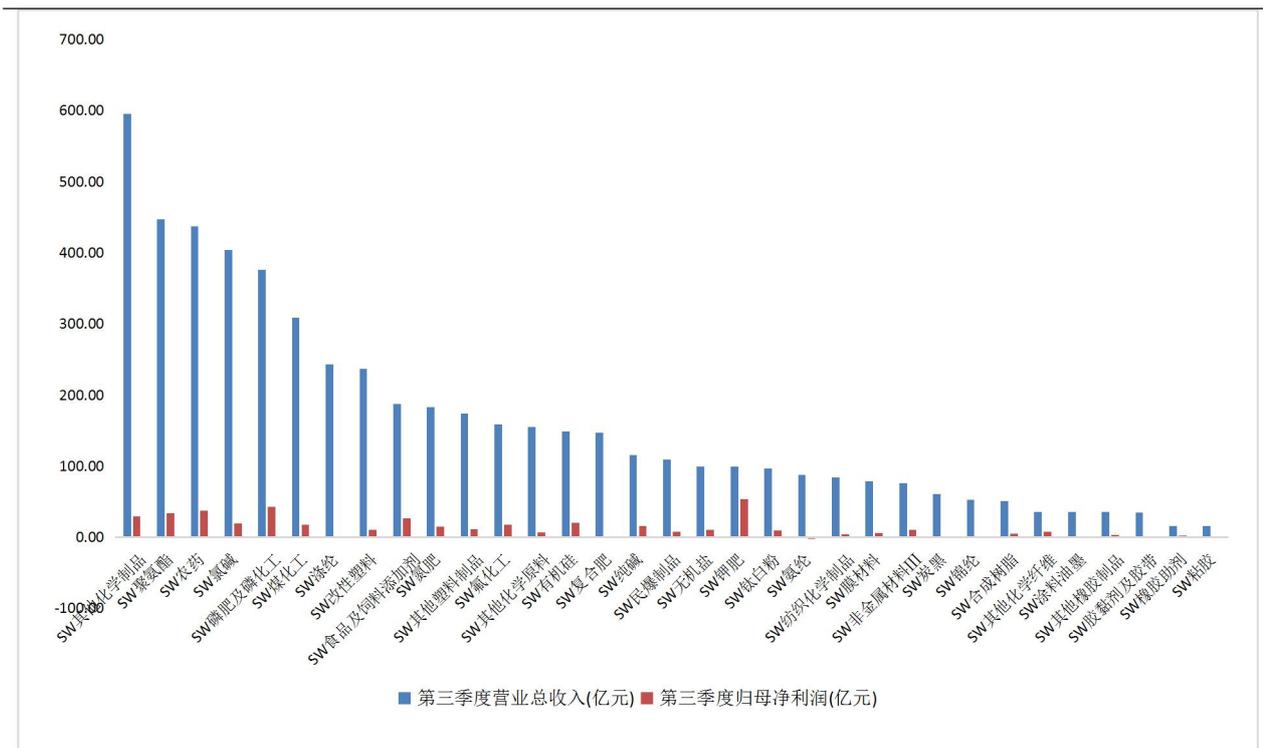
品种	单位	最新价格	2022 年初	较年初涨跌幅	2021 年同期	同比涨跌幅
PA66	元/吨	25000	38000	-34.21%	41500	-39.76%
新能源新材料						
磷酸铁锂	元/吨	172000	107000	60.75%	88000	95.45%
六氟磷酸锂	万元/吨	30.5	55	-44.55%	53	-42.45%
电解液	元/吨	70000	120000	-41.67%	111000	-36.94%
隔膜（湿法）	元/平方米	1.35	1.23	9.76%	1.23	9.76%
负极材料	元/吨	55056	53111	3.66%	52222	5.43%
碳纤维	元/千克	157	186.75	-15.93%	176	-10.80%
多晶硅	万元/吨	30.3	23	31.74%	25.8	17.44%
单晶硅片	元/片	7.38	4.95	49.09%	5.7	29.47%

资料来源：BAIINFO，生意社，山西证券研究所

2. 2022Q3 化工业绩整体有所回落

2022Q3 化工行业实现营业收入 5373.99 亿元，同比增长 16.66%，环比下降 9.41%，实现归母净利润为 414.52 亿元，同比下降 21.98%，环比下降 43.06%。Q3 基础化工行业净资产收益率为 9.04%，同比下滑 0.3pct，环比提升 1.95pct；毛利率为 21.28%，同比下滑 3.18pct，环比下滑 1.66pct；净利率为 11.41%，同比下滑 1.53pct，环比下滑 1.56pct。

图 5：Q3 申万一级行业营收及归母净利润（单位：亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

25 个子行业营业收入同比增速为正，14 个子行业归母净利润增速为正。营收方面，氮肥（+163.62%）、其他化学原料（+123.66%）、食品及饲料添加剂（+104.35%）行业增幅较大；净利润方面，氮肥（+243.42%）、改性塑料（+181.77%）、农药（+149.79%）等行业归母净利润增幅较大。

表 2：2022Q3 化工子行业营业收入及归母净利润

	营业总收入(亿元)	同比 (%)	环比 (%)	归属母公司股东的净利润 (亿元)	同比 (%)	环比 (%)
SW 纯碱	114.86	27.19%	-3.97%	15.73	-29.94%	-51.07%
SW 氯碱	403.90	-11.32%	-25.01%	19.14	-64.62%	-68.79%
SW 无机盐	99.45	22.31%	-34.27%	9.66	18.25%	-55.93%
其他化学原料	155.10	123.66%	126.64%	6.30	-45.03%	-1.99%
SW 煤化工	308.05	-20.21%	-24.88%	17.28	-72.60%	-73.23%
SW 钛白粉	95.96	0.88%	-12.26%	9.44	-53.36%	-41.09%
SW 涂料油墨	35.28	-3.25%	-1.55%	0.40	-80.15%	-72.35%
SW 民爆制品	108.97	8.38%	-27.22%	7.37	-16.50%	-69.82%
纺织化学制品	83.50	4.47%	-11.70%	3.41	-62.94%	-75.27%
其他化学制品	594.66	31.29%	-15.36%	29.27	8.15%	-43.18%
SW 氟化工	158.14	27.14%	-2.04%	16.91	21.80%	-19.15%
SW 聚氨酯	446.76	4.11%	-25.48%	33.63	-45.35%	-40.80%
食品饲料添加剂	187.03	104.35%	68.33%	25.87	106.98%	44.92%
SW 有机硅	148.68	63.42%	20.15%	19.92	36.45%	6.57%
胶黏剂及胶带	33.90	76.88%	18.10%	1.09	139.52%	-15.15%
SW 涤纶	242.40	47.05%	44.56%	0.10	-98.38%	-90.05%
SW 粘胶	15.13	-81.21%	-81.33%	-0.15	-107.68%	-103.41%
其他化学纤维	35.61	26.88%	-3.60%	7.58	145.15%	-13.27%
SW 氨纶	87.11	-25.15%	-5.80%	-2.68	-108.60%	-123.40%
SW 锦纶	52.34	-9.54%	-12.31%	0.07	-99.02%	-97.41%
其他塑料制品	173.58	33.90%	53.57%	11.07	-12.57%	-21.61%
SW 改性塑料	236.23	17.94%	9.60%	9.86	181.77%	6.20%
SW 合成树脂	50.66	6.41%	-9.05%	4.45	46.12%	-5.61%
SW 膜材料	77.94	14.92%	5.16%	5.45	-28.71%	-38.59%
其他橡胶制品	35.18	13.76%	9.03%	3.07	-3.62%	20.08%
SW 炭黑	60.73	41.73%	-0.31%	1.37	-11.30%	-57.94%
SW 橡胶助剂	15.46	24.57%	-1.61%	2.06	97.52%	-28.55%
SW 氮肥	182.85	163.62%	108.09%	14.20	243.42%	131.83%
磷肥及磷化工	376.27	31.20%	-3.89%	42.54	34.97%	-20.09%
SW 农药	437.02	35.35%	-12.24%	36.94	149.79%	-33.32%
SW 钾肥	99.06	56.24%	-29.03%	53.45	133.49%	-35.71%
SW 复合肥	146.96	-17.45%	-46.04%	0.00	-99.99%	-100.00%

	营业总收入(亿元)	同比 (%)	环比 (%)	归属母公司股东的净利润 (亿元)	同比 (%)	环比 (%)
非金属材料 III	75.23	-27.73%	-43.48%	9.66	-69.55%	-60.50%

资料来源：wind，山西证券研究所

ROE 方面，钾肥维持 10% 以上，钾肥 ROE 同比提升 0.71pct；毛利率方面，钾肥毛利率维持较高水平，同比提升 18.73pct，氨纶、纯碱毛利率环比有所下滑；净利率方面，钾肥、其他化纤等同比增幅较大，纯碱、氨纶环比有所下滑。

表 3：2022Q3 子行业财务情况

	ROE (%)	同比变动 pct	环比变动 pct	毛利率 (%)	同比变动 pct	环比变动 pct	净利率 (%)	同比变动 pct	环比变动 pct
SW 纯碱	5.09	-2.63	-3.13	27.00	-13.95	-13.74	15.40	-12.46	-13.32
SW 氯碱	1.32	-2.85	-2.84	15.26	-7.21	-5.83	4.85	-7.64	-7.87
SW 无机盐	2.73	-0.25	-2.90	28.47	1.37	-2.64	11.02	-0.60	-5.02
其他化学原料	1.37	-4.13	-1.35	9.34	-15.01	-6.47	4.17	-12.46	-5.27
SW 煤化工	1.67	-3.95	-3.67	13.15	-17.18	-12.00	6.41	-10.07	-9.49
SW 钛白粉	2.68	-3.60	-2.00	22.87	-14.29	-5.25	10.60	-11.48	-5.09
SW 涂料油墨	0.28	-1.19	-0.78	16.59	-4.15	-2.38	1.18	-4.52	-3.03
SW 民爆制品	2.13	-0.30	-3.60	26.02	-2.93	-6.13	8.66	-1.93	-9.78
纺织化学制品	0.56	-1.09	-1.71	22.06	-8.37	-4.61	4.94	-7.77	-10.52
其他化学制品	2.07	-0.45	-1.43	13.83	-1.92	-2.36	5.53	-1.03	-2.53
SW 氟化工	3.85	0.14	-1.11	20.53	-3.08	-2.64	10.99	-0.57	-2.39
SW 聚氨酯	3.90	-4.26	-2.10	13.04	-12.83	-1.92	8.02	-6.52	-1.88
食品添加剂	3.41	0.57	0.05	25.84	-4.23	-4.50	13.87	-0.26	-2.31
SW 有机硅	3.94	-2.60	-3.18	26.41	-2.81	1.66	13.45	-2.81	-1.93
胶黏剂及胶带	1.20	0.35	-0.67	12.33	-1.17	-0.25	3.44	1.07	-1.19
SW 涤纶	0.03	-2.22	-0.35	4.18	-6.42	-2.08	0.06	-3.72	-0.59
SW 粘胶	-0.26	-1.39	-2.78	10.37	-7.93	-9.84	0.02	-3.52	-7.03
其他化学纤维	4.92	0.85	-1.21	33.87	12.99	-3.40	21.27	10.25	-2.37
SW 氨纶	-0.83	-12.34	-4.34	4.03	-34.04	-15.24	-3.11	-30.38	-15.73
SW 锦纶	0.06	-6.68	-2.43	9.15	-11.84	-6.29	-0.26	-12.44	-5.37
其他塑料制品	2.56	-0.55	-0.56	12.95	-8.97	-8.41	6.41	-3.50	-6.18
SW 改性塑料	2.31	1.26	-0.23	13.03	0.60	-1.86	4.39	2.68	-0.36
SW 合成树脂	2.29	0.33	0.08	19.59	0.59	1.08	8.57	2.21	0.06
SW 膜材料	1.33	-0.81	-1.01	18.40	-7.89	-3.57	7.11	-4.28	-5.00
其他橡胶制品	1.96	-0.43	0.20	24.68	-1.18	3.33	8.77	-1.82	0.78
SW 炭黑	1.16	-0.29	-1.84	5.81	-3.96	-5.01	2.20	-1.45	-3.24
SW 橡胶助剂	3.60	1.33	-1.96	25.10	3.41	-1.12	13.24	5.30	-4.66
SW 氮肥	2.82	0.18	-0.83	15.76	-1.90	-2.21	8.46	2.05	0.85
磷肥及磷化工	5.84	-3.57	-5.25	22.21	-1.43	-1.43	12.69	0.25	-3.20

SW 农药	3.37	1.84	-1.77	24.65	2.09	-0.94	8.73	4.10	-2.76
SW 钾肥	10.52	0.71	-11.12	82.61	18.73	4.53	66.62	26.78	-2.10
SW 复合肥	0.00	-3.99	-5.95	13.54	-6.02	-2.47	0.05	-8.13	-8.32
非金属材料	4.52	-5.91	-1.66	22.22	-21.36	-8.82	14.38	-16.52	-5.22

资料来源：wind，山西证券研究所

从持股市值来看，万华化学、华鲁恒升、广汇能源、荣盛石化等居前，从持股总量来看，广汇能源、远兴能源、荣盛石化机构持股量居前，三季度石化和煤化工行业上市公司持仓量变动较大，中国海油、广汇能源、华鲁恒升、宝丰能源持仓变动居前。

表 4：2022Q3 化工行业持股总量及三季报持仓变动（单位：万股）

	持股总量(万股)	持股占流通股比(%)		持股总量(万股)	三季报持仓变动(万股)
广汇能源	68,312.26	10.40	中国海油	31,146.67	13,012.35
远兴能源	51,152.29	15.61	广汇能源	68,312.26	9,897.55
荣盛石化	44,701.85	4.71	华鲁恒升	32,436.18	8,424.03
华鲁恒升	32,436.18	15.38	宝丰能源	12,436.59	8,014.75
梅花生物	31,807.46	10.45	中国石化	14,987.13	7,017.13
中国海油	31,146.67	20.86	东方盛虹	13,199.98	3,622.02
中国石油	19,903.85	0.12	中国石油	19,903.85	3,239.93
万华化学	17,425.46	5.55	巨化股份	3,445.65	3,024.28
中国石化	14,987.13	0.16	亚钾国际	3,683.59	2,616.45
中核钛白	14,710.36	6.38	美联新材	4,567.33	2,430.62
桐昆股份	13,676.73	5.98	桐昆股份	13,676.73	2,155.00

资料来源：wind，山西证券研究所

3. 四季度化工子行业投资展望

3.1 TDI 供应不断增加，三季度价格大幅上涨

图 6：TDI 价格走势（单位：元/吨）

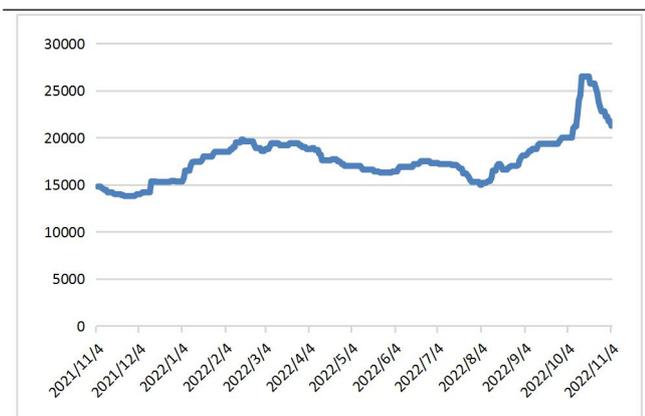
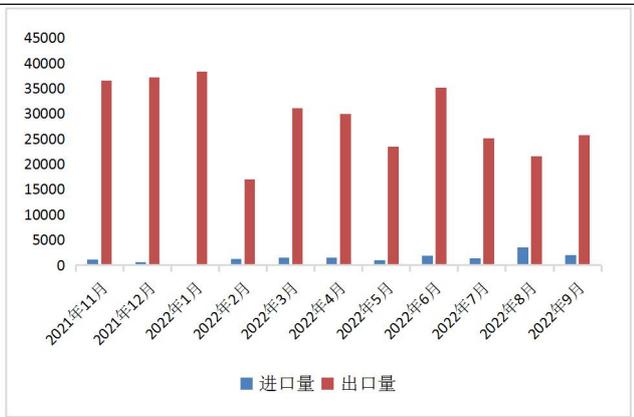


图 7：TDI 产量及开工率（单位：吨）



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

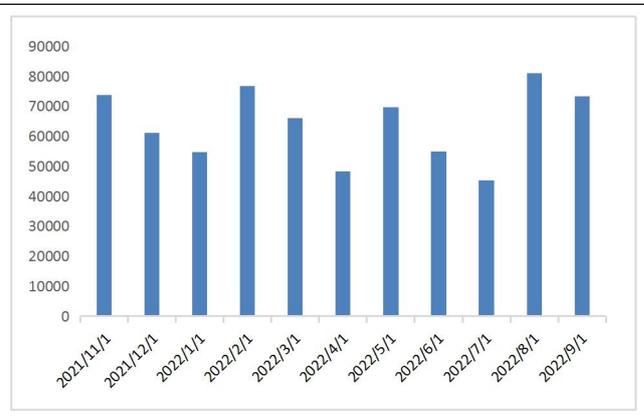
图 8：TDI 进出口量（单位：吨）



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

图 9：TDI 表观消费量（单位：吨）



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

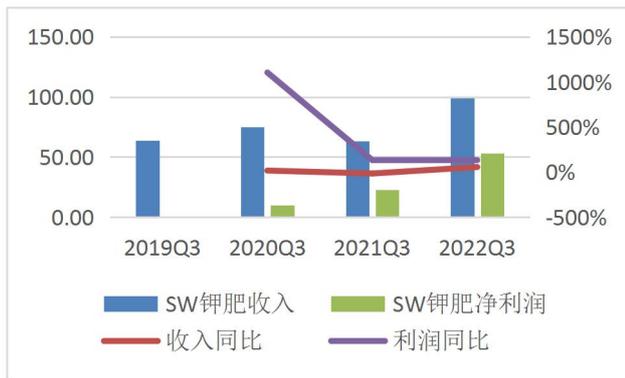
据百川盈孚数据，2022 年国内 TDI 总产能维持在 144 万吨，2023 年第一季度万华福建预计会新增 25 万吨产能，届时国内供应增加。海外整体供应量有所减少，欧洲天然气问题使部分化工品面临减产和停产风险，韩国韩华公司 15 万吨/年 TDI 装置、韩国巴斯夫 20 万吨/年 TDI 装置 10 月进行检修。上半年需求端表现低迷，疫情下终端订单减少，整体需求处于明显下滑，三季度受到海外天然气供应短缺影响，成本高位，同时海外装置不可抗力、停工检修事件频发，造成海外供给紧张问题进一步加剧，供需错配下使得 TDI 价格出现大幅上涨。

随着海外供应将持续偏紧，预计四季度我国 TDI 出口量有望持续增长。尽管下游行业整体需求仍显疲软，但欧洲天然气问题引发的供需错配使得国内 TDI 景气回升，叠加国内 TDI 开工率下滑，TDI 缺货、涨价加速蔓延，8、9 月表观消费量有所增长，未来国内 TDI 进入供需不平衡阶段，同时海外尤其欧洲天然气缺口仍然存在，对于国内 TDI 出口量而言将出现波动式变化，TDI 价格仍存上涨空间，看好行业景气持续上行。

3.2 钾肥板块景气有所回落，三季度业绩领跑化工子行业

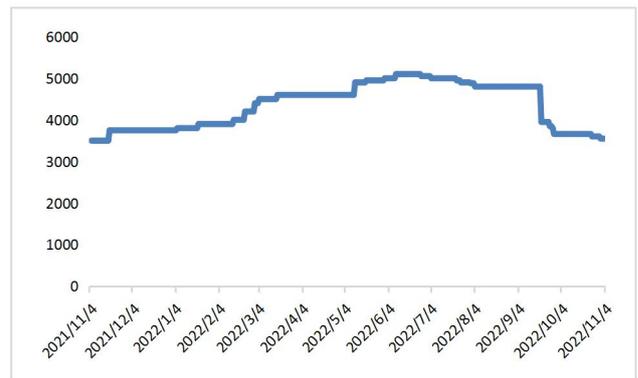
图 10：钾肥板块历年三季度收入情况（单位：亿元）

图 11：氯化钾价格走势（单位：元/吨）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 12: 氯化钾产能（单位：亿元）



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

图 13: 氯化钾进口量及表观消费量（单位：吨）



资料来源：wind，山西证券研究所



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

上半年氯化钾市场供应偏紧，价格维持高位运行。上半年俄罗斯及白俄罗斯地区面对欧美制裁，钾肥出口减少，且俄罗斯天然气出口受限将直接影响欧洲化肥工厂开工率，导致钾肥供给缺口一定时期内持续存在。从海关数据显示，2022年上半年氯化钾进口总量406万吨，比上年同期减少约10%，其中边境小额贸易进口量79万吨，比上年同期减少约24%；进口国前三甲分别是俄罗斯、白俄罗斯和加拿大，分别为113万吨、104万吨和93万吨。需求方面，在俄乌冲突影响下粮食价格普遍走高，据IFA预测，2022年全球肥料需求增速有望达到2.9%，钾肥实际需求量增速远高于预期。在俄乌冲突影响市场供应紧张和需求激增下，氯化钾国际价格上行，整体维持高位运行。下半年农需进入淡季，市场价格出现回落，目前氯化钾价格依然处于高位，业绩领跑化工子行业，Q3钾肥板块实现净利润53.45亿，同比增长133.49%，环比减少35.71%。

下半年钾肥市场需求逐渐进入淡季，冬储及2023年初春耕潜在需求。下半年以来需求进入淡季，产量进口量均实现增长，10月我国氯化钾产量为90.24万吨，较上月环比上涨14.19%，同比上涨17.29%。进口方面，9月氯化钾进口量64.3万吨，进口同比增加18.1%，进口环比减少16.1%。1-9月氯化钾总进口量615.4万吨，进口同比增加2.78%。氯化钾市场后期潜在需求待释放，进入冬季检修期，装置开工率较低，

而疫情、运输等因素影响，预计氯化钾供应届时偏紧，同时明年春耕需求逐渐释放，氯化钾市场采购持续好转。

4. 投资建议及重点关注公司

2022年上半年在疫情下供应趋紧、国际油价高位、俄乌冲突等因素下，化工行业整体价格不断抬升，部分化工品价格创近年新高。下半年美联储维持货币收紧政策，抑制需求以降低通胀，美元上行美股下行，对油价产生抑制作用，油价有所回落但仍维持高位，化工行业在上游强成本下游弱需求下承压较为明显。展望四季度，随着疫情的缓和，国内经济的持续复苏，国内家电、新能源汽车等市场有望保持增长，纺织服装行业订单回暖，化工下游终端需求有望持续改善，行业景气度反转，对行业维持“同步大市-A”评级。重点关注具备刚需特性的TDI、农药、钾肥等行业。1) 海外尤其欧洲天然气缺口仍然存在，对于国内TDI出口量而言将出现波动式变化，TDI价格仍存上涨空间，看好行业景气持续上行；2) 国内农药政策需求导向明显，相关政策驱动高毒农药淘汰提速、绿色农药需求旺盛、农药企业转型升级步伐加快，在粮食安全问题的凸显以及出口持续向好的背景下，农药行业景气度延续；3) 我国是全球最主要钾肥消费国之一，但由于国内钾盐资源匮乏，我国钾肥进口依赖度一直偏高，受俄乌冲突影响，钾肥仍将呈现供给偏紧局面。建议关注万华化学（600309.SH）、扬农化工（600486.SH）、盐湖股份（000792.SZ）。

表 5：重点关注公司

证券简称	当前股价	EPS				PE				评级
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
万华化学	82.41	7.85	5.83	8.07	8.94	10.6	14.3	10.4	9.3	买入-B
扬农化工	99.98	3.94	6.28	6.67	7.35	24.6	15.5	14.5	13.2	买入-B
盐湖股份	25.83	0.82	2.88	3.06	3.22	26.5	7.6	7.1	6.8	买入-B

资料来源：wind，最闻，山西证券研究所

5. 风险提示

宏观经济不及预期风险、原油价格大幅波动风险、全球疫情持续大规模扩张风险、下游需求不及预期风险、其他不可抗力风险。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

