

## 下游精细化环节迎来机遇期

化工行业 2023 年度投资策略

### 核心观点

- **周期角度看好农化：**经历 2021 年的全面繁荣之后，2022 年国内外的宏观经济都进入下行期。除了农业领域以外，其他需求表现基本都跌至历史最差水平，国内作为周期之母的地产新开工面积下滑甚至超过 35%，海外需求在年中也开始下行。我们认为 2023 年国内需求大概率会出现边际改善，而海外需求也有可能触底。不过目前仍未看到反转信号，我们预计多数化工大宗品也难有趋势性行情。只有农化领域本身需求相对刚性，且 2023 年种植面积还有望增长，因此周期性机会可能更多来自农化。
- **下游精细化环节迎来机遇期：**欧洲缺乏化工上游的油煤气资源，其优势主要在于技术领先和对下游渠道的把控。因此欧洲化工最基础的原料基本依赖进口，而对外出口贸易则多是下游的专用化学品、消费化学品和聚合物材料等。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，进而导致下游产品供需格局的巨大变化。我们认为需求端经过 2022 年的动荡之后，运行将逐渐恢复正常，但欧洲受限于天然气供给问题，预计工业生产短期难以恢复。在盈利压力、原供应商不稳定等多重动力下，原有的供应链格局将会出现松动。这对于国内精细化工类企业是重大机遇期，无论是出口外销还是进口替代，都有望实现显著的份额提升。
- **守望周期反弹机会：**2022 年需求端的表现可以说是过去多年的最差情况，化工企业的估值水平也随着行业景气度不断降低。但是周期运行否极泰来，随着美元加息周期进入尾声，国内二十大之后政策调整，我们预计明年化工行业有望迎来周期触底反弹。而且龙头企业虽然今年企业盈利能力在逐季下行，但是企业发展向好的趋势并没有变化（研发费用、资本开支等）。特别是今年在自主可控和双碳政策进一步科学化的背景下，前期搁置的大型项目也陆续获得了批复（如荣盛乙烯项目、万华乙烯项目、宝丰煤制烯烃项目等），这为龙头企业未来发展和提升市场份额提供了新的空间。

### 投资建议与投资标的

- 我们建议关注：1）农化行业景气坚挺，包括润丰股份(301035，买入)、海利尔(603639，买入)、中旗股份(300575，未评级)、利民股份(002734，未评级)、扬农化工(600486，增持)、云天化(600096，增持)、川恒股份(002895，未评级)、亚钾国际(000893，未评级)；2）海外企业受限带来国内下游份额提升机遇，包括万华化学(600309，买入)、皇马科技(603181，买入)、利安隆(300596，买入)；3）龙头企业周期性复苏可能性，包括中国海油(600938，买入)、荣盛石化(002493，买入)、恒力石化(600346，买入)、华鲁恒升(600426，买入)、新和成(002001，增持)、宝丰能源(600989，买入)、桐昆股份(601233，买入)、卫星化学(002648，买入)；4）其他成长型个股，包括金禾实业(002597，买入)、三联虹普(300384，买入)。

### 风险提示

- 油价波动风险；疫情变化不及预期风险；政治风险；假设条件变化影响测算结果。

行业评级

看好（维持）

国家/地区

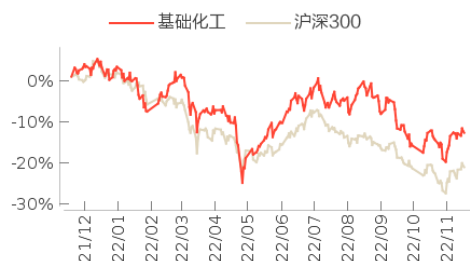
中国

行业

基础化工行业

报告发布日期

2022 年 11 月 24 日



证券分析师

倪吉

021-63325888\*7504

niji@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517120003

万里扬

021-63325888\*2504

wanliyang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090003

袁帅

yuanshuai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860522070002

联系人

顾雪莺

guxueying@orientsec.com.cn

## 目录

1、	2023 年下游精细化环节迎来机遇期 .....	7
1.1	2023 年周期角度仍看好农化 .....	7
1.1.1	原油价格维持震荡，欧洲天然气短缺问题持续 .....	9
1.1.2	看好农药景气安全垫之上的成长性 .....	12
1.2	2023 年拥抱成长，守望周期 .....	12
2、	2023 年化工品景气度展望 .....	14
2.1	C1 产业链：供给仍有新增，静待需求复苏 .....	15
2.2	C2 产业链：关注替代路线以及聚烯烃高端化 .....	17
2.3	C3 产业链：扩产周期开启 .....	19
2.4	化纤产业链：底部已现，期待反转 .....	21
2.5	聚氨酯产业链：异氰酸酯供应格局重构 .....	23
2.6	农化产业链：看好农药业绩增长的确定性 .....	25
2.6.1	农药与化肥周期性的差异 .....	25
2.6.2	农药板块具备更安全的增长基础 .....	27
2.6.3	化肥静待季节性反弹回暖 .....	28
3、	投资建议 .....	31
3.1	农化行业景气坚挺 .....	31
3.1.1	润丰股份 .....	31
3.1.2	海利尔 .....	32
3.1.3	中旗股份 .....	32
3.1.4	利民股份 .....	32
3.1.5	扬农化工 .....	32
3.1.6	川恒股份 .....	32
3.1.7	云天化 .....	33
3.1.8	亚钾国际 .....	33
3.2	海外企业受限带来国内下游份额提升机遇 .....	33
3.2.1	万华化学 .....	33
3.2.2	皇马科技 .....	34
3.2.3	利安隆 .....	34
3.3	龙头企业周期性复苏可能性 .....	34
3.3.1	中国海油 .....	34
3.3.2	荣盛石化&恒力石化 .....	34
3.3.3	华鲁恒升 .....	35
3.3.4	新和成 .....	35
3.3.5	宝丰能源 .....	35

3.3.6	桐昆股份	35
3.3.7	卫星化学	36
3.4	其他.....	36
3.4.1	金禾实业	36
3.4.2	三联虹普	36
4、	风险提示.....	36

## 图表目录

图 1: 2022 年申万化工指数与沪深 300 指数走势	7
图 2: 美国已开工新建私人住宅（千套/月）	8
图 3: 纺服相关出口数据（亿美元/月）	9
图 4: OPEC 减产十国增产潜力（万桶/日）	10
图 5: 美国 DUC 井数量（口）	10
图 6: OECD 商业原油库存（百万桶）	10
图 7: 美国原油商业库存变化（百万桶，横坐标为周）	10
图 8: 荷兰 TTF 基准天然气期货价（EUR/MWh）	11
图 9: 俄罗斯天然气出口量（GWH/d）	11
图 10: 德国天然气消费量（GWH/d）	11
图 11: 德国天然气库存（GWH）	11
图 12: 玉米、小麦、大豆海外价格走势	12
图 13: 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）	13
图 14: 全球化工产业链优势分布以及欧洲化工产业结构示意图	13
图 15: 化工龙头企业平均市净率	14
图 16: 化工强周期企业平均市净率	14
图 17: 龙头公司合计财务情况（亿元，研发费用为右轴）	14
图 18: 万华化学财务情况（亿元，研发费用为右轴）	14
图 19: 甲醇价差及 17-21 年历史区间（元/吨，气流床工艺）	16
图 20: 外采甲醇 MTO 毛利润（元/吨）	16
图 21: 醋酸-烟煤价差及 17-21 年历史区间（元/吨）	16
图 22: 醋酸月度出口量（万吨）	16
图 23: DMF 价差及 12-21 年历史区间（元/吨）	16
图 24: 22 年我国 DMF 供给格局（万吨）	16
图 25: 乙烯（美元/吨，右轴）和原油价格（美元/桶，左轴）变化	17
图 26: 蒸汽裂解价差（元/吨）	17
图 27: 油头、煤头乙烯价差	17
图 28: 聚乙烯产能产量（万吨）和开工率（右轴，%）	18
图 29: 乙二醇产能产量（万吨）和开工率（右轴，%）	18
图 30: 苯乙烯产能产量（万吨）和开工率（右轴，%）	18
图 31: PVC 产能产量（万吨）和开工率（右轴，%）	18
图 32: 聚乙烯高端化历程	19
图 33: POE 产业链	19
图 34: 丙烯-原油价差及 17-21 年历史区间（元/吨）	19

图 35: PDH 价差及 17-21 年历史区间 (元/吨)	19
图 36: 丙烷原油比价关系及 17-21 年历史区间	20
图 37: 丙烯酸价差及 16-20 年历史区间 (元/吨)	20
图 38: 丁醇价差及 16-20 年历史区间 (元/吨)	20
图 39: 丙烯酸价差及 16-20 年历史区间 (元/吨)	21
图 40: 丙烯酸产能情况 (万吨, 22-24 年为预测值)	21
图 41: 国内服装零售额当月同比	22
图 42: 纺织出口当月同比	22
图 43: 涤纶产能、产量 (万吨) 和开工率 (右轴, %)	22
图 44: 锦纶产能、产量 (万吨) 和开工率 (右轴, %)	22
图 45: 氨纶产能、产量 (万吨) 和开工率 (右轴, %)	23
图 46: 粘短产能、产量 (万吨) 和开工率 (右轴, %)	23
图 47: 涤纶 POY 价差 (元/吨)	23
图 48: 涤纶 POY 库存 (天)	23
图 49: 科思创单季度 EBITDA (百万欧元)	24
图 50: 纯 MDI 价差及 17-21 年历史区间 (元/吨)	24
图 51: 聚合 MDI 价差及 17-21 年历史区间 (元/吨)	24
图 52: 聚合 MDI 价差 (元/吨)	24
图 53: TDI 价差及 17-21 年历史区间 (元/吨)	25
图 54: PO 价差及 17-21 年历史区间 (元/吨)	25
图 55: 国内 PO 产能情况 (万吨, 2022-2024 年为预测值)	25
图 56: 化工原料及农药化肥价格指数当月同比 (%)	26
图 57: 中农立华原药价格指数 (以 2014/7/1 为 100 基准)	26
图 58: 草甘膦原药价格 (元/吨)	27
图 59: 小品类除草、杀虫、杀菌剂原药价格 (元/吨)	27
图 60: A 股化肥上市公司收入和净利润累计增长率 (中位数)	27
图 61: A 股农药上市公司收入和净利润累计增长率 (中位数)	27
图 62: 2020 年全球农药终端市场结构	28
图 63: 巴斯夫 22 年上半年营收结构	28
图 64: 全球肥料需求中期预测 (2022-2026)	29
图 65: 尿素价格与价差 (元/吨、美元/吨)	29
图 66: 氯化钾价格 (元/吨、美元/吨)	29
图 67: 磷酸一铵价格与价差 (元/吨、美元/吨)	30
图 68: 磷酸二铵价格与价差 (元/吨、美元/吨)	30
图 69: 三大化肥品类行业库存情况 (万吨)	30
图 70: 国内外磷矿石价格	31

表 1：化工下游领域同比增速（%） .....	8
表 2：全球原油供需平衡测算（百万桶/日） .....	9
表 3：欧洲天然气供需平衡表（百万立方米/日） .....	11
表 4：主要产品价格情况（均为含税价格，元/吨，现价截至 2022/11/2） .....	14
表 5：丙烯及下游产品产能情况（万吨） .....	21

## 1、 2023 年下游精细化环节迎来机遇期

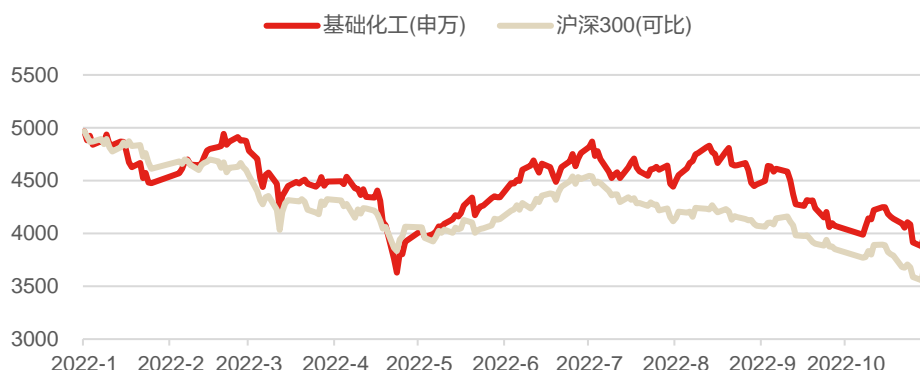
我们在 21 年底到 22 年初的年度策略报告和多篇深度报告中，对于 2022 年的化工行业投资思路主要有三个判断：一是衣食住行的下游终端需求中，农业领域景气度将进一步提升，而其他领域将出现下行；二是欧洲天然气危机将导致化工生产成本大幅提升，使得国内企业在宏观景气度不佳的情况下，也能有所受益；三是俄乌冲突强化了国内对于自主可控的要求，前期在双碳目标初期受到搁置的大型化工项目有望重启。从 2022 年的实际情况看，农药化肥板块确实表现相对较强，多套石化与煤化工项目也获得了审批。然而多数化工大宗品的景气度则持续下行，在三季度基本达到历史最低水平，明显低于我们前期的预期。我们总结主要有两点原因：

- 1) 海外供给端问题导致的高通胀引发了需求收缩，且主要发生在欧洲等高消费地区，因此多数大宗化工供给收缩难以对冲需求下滑，导致景气度较差；
- 2) 由于成本分化，一些大宗化工品的国内价格已明显低于海外价格，但要通过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 2022 年化工行业景气度表现较差，但是供需两端的剧烈变化反而可能为未来带来更大的投资机会。展望 2023 年，我们认为欧洲化工企业受制天然气限制，预计供给能力仍难以恢复，特别是欧洲较强的下游精细化领域可能将持续受到影响。需求端中农业领域需求较刚性，工业领域的需求国内部分已走出左侧，海外部分预计也即将触底。因此结合供需两端特点，我们认为 2023 年机会主要来自三个方面：

- 1) 农业领域需求相对刚性，受今年粮价刺激，2023 年有望表现出比其他领域更强的确定性。农化中我们相对更看好农药板块。
- 2) 与欧洲企业有一定竞争关系的下游精细化工业企业，在竞争对手出现生产困难的情况下，有望在宏观环境不佳的情况下，迎来份额提升的重大机遇期。
- 3) 大型化工龙头企业与强周期企业与宏观经济相关度较高，2022 年以来表现较差，但周期运行否极泰来，随着国内二十大之后政策调整及美国 CPI 见顶，2023 年经济有望出现边际复苏，我们预计这些企业也将迎来较大的向上弹性。

图 1：2022 年申万化工指数与沪深 300 指数走势



数据来源：Wind，东方证券研究所

### 1.1 2023 年周期角度仍看好农化

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。

经历 2021 年的全面繁荣之后，2022 年国内外的宏观经济都进入下行期。截止 22 年 9 月，国内外需求端仍有较高增速的仅剩食品领域，主要也是由于粮食需求量相对刚性，且粮价在持续上涨。今年玉米、小麦、大豆等主粮和饲料原料价格均进一步上涨，甚至突破了 2012 年的高点。另外国内汽车销量保持同比微增，但纺服与地产则都出现下滑，其中纺服下滑 4%-5%，地产则大幅收缩，新开工面积同比减少 37%，竣工面积同比减少 21%，幅度都显著超过 14-15 和 18-19 的地产下行周期。海外前三季度的情况略好于国内，除了新车销售较差外，纺服需求仍同比增长近 10%，美国新屋开工也维持增长。不过年中之后，海外相关经济数据也开始明显弱化，特别是地产数据出现了明显环比下滑。

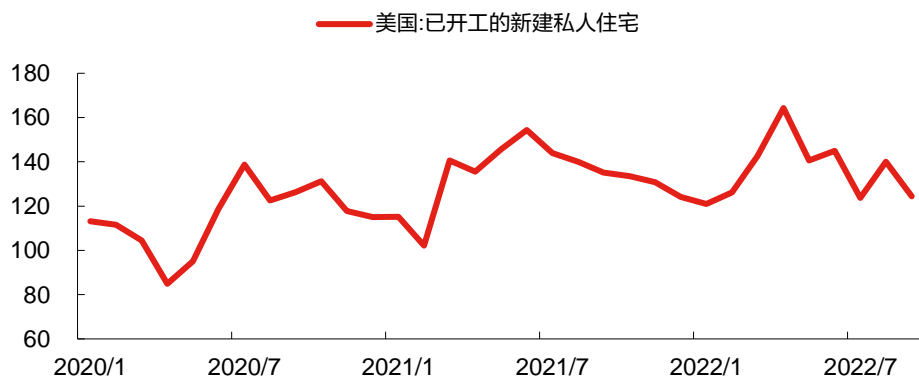
综上所述，国内地产、纺服等领域在 2022 年出现了历史最差的情况，我们认为 2023 年国内需求大概率会出现边际改善，而海外需求也有可能触底。不过目前仍未看到反转信号，我们预计多数化工大宗品也难有趋势性行情。只有农化领域本身需求相对刚性，且 2023 年种植面积还有望增长，因此周期性机会可能更多来自农化。

表 1：化工下游领域同比增速（%）

下游		2018	2019	2020	2021	2022 年 1-9 月
衣	国内 服装零售金额	-4.7	-0.9	-9.8	13.0	-5.1
	纺织品零售金额	-5.8	-1.4	-8.5	12.0	-3.8
	国外 服装出口金额	0.3	-4.0	-9.2	23.9	9.5
	纺织品出口金额	8.5	0.9	28.0	-5.6	8.7
食	国内 粮油、食品类零售额	-14.6	4.6	5.4	11.6	11.4
	国外 美国食品和饮料店销售额	2.9	3.4	9.7	7.5	6.7
住	国内 新开工面积	17.2	8.5	-1.2	-11.4	-37.2
	竣工面积	-7.8	2.6	-4.9	11.2	-21.1
	土地出售面积	18.9	2.1	7.8	-4.4	-15.1
	国外 美国新屋开工	3.9	3.2	7.0	16.1	2.4
行	国内 新车销售	-2.8	-8.2	-1.8	3.8	1.8
	轮胎产量	-11.9	3.2	-2.8	9.9	-3.8
	国外 美国新车销售	0.7	-1.5	-14.9	3.2	-15.3
	欧洲新车销售	0.0	1.2	-24.3	-1.6	-11.8

数据来源：Wind，东方证券研究所

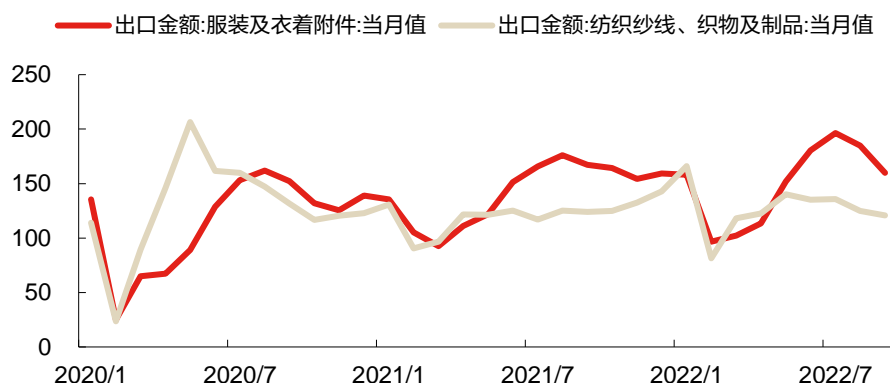
图 2：美国已开工新建私人住宅（千套/月）



数据来源：Wind，东方证券研究所



图 3：纺服相关出口数据（亿美元/月）



数据来源：Wind，东方证券研究所

### 1.1.1 原油价格维持震荡，欧洲天然气短缺问题持续

2022 年上半年由于地缘政治原因，国际油价经历了一轮快速上涨，而后由于美联储加息等原因导致需求转弱，国际油价在 2022Q3 震荡下行。10 月的 OPEC+部长级会议决定从 2022 年 11 月起，OPEC+根据 8 月要求的产量水平，将总产量日均下调 200 万桶，并将 2020 年达成的减产协议延长一年至 2023 年底。在 OPEC+决定公布后，国际油价应声上涨。展望 2023 年，我们认为油价维持震荡，原因如下：

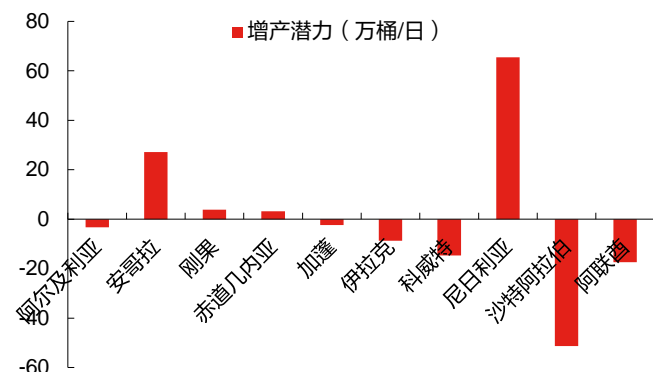
- 供给端：**OPEC+的挺价意愿明显，按照最新的要求产量测算，中东的沙特、阿联酋等国均要减产，而拥有增产空间的尼日利亚、安哥拉等国产量长期不达预期，其实际增产有待观察。俄油方面，12 月 5 日起，欧盟对俄罗斯石油禁运即将生效，根据 IEA 的预测，欧洲市场原油供给将减少 130 万桶/日，2023 年 2 月 5 日欧盟还将禁止俄罗斯石油产品进口，此举可能进一步减少 100 万桶/日的供给。美国方面，美国原油产量已达 1200 万桶/日，从其 DUC 井数处于低位可见，其进一步增加产量的难度较大。
- 需求端：**我们认为，当前国际油价上行的阻力主要来自需求端。欧洲经济面临衰退风险，国内疫情反复均对需求端造成了影响。OPEC 在 10 月的月报中，将 2022 年全球原油需求增速下调了 46 万桶/日至 264 万桶/日。将 2023 年全球原油需求增速下调了 36 万桶/日至 234 万桶/日。

表 2：全球原油供需平衡测算（百万桶/日）

	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022E	2023E
供给	93.85	95.31	99.04	98.48	100.63	100.02	101.72
OPEC	30.88	31.63	33.71	33.97	34.85	34.42	34.59
非 OPEC	62.97	63.67	65.34	64.51	65.77	65.60	67.13
需求	91.19	97.03	99.36	98.34	99.33	99.67	102.02
库存	2.67	-1.73	-0.32	0.14	1.29	0.35	-0.30

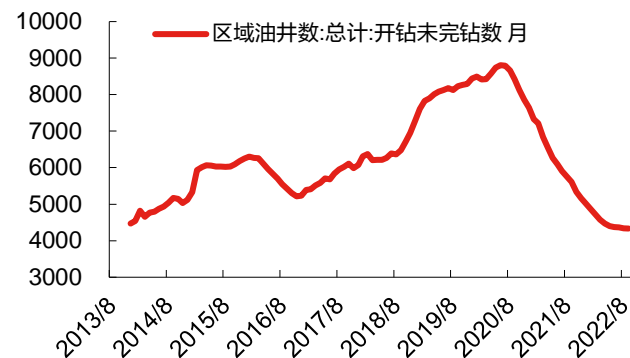
数据来源：EIA，OPEC，东方证券研究所

图 4：OPEC 减产十国增产潜力（万桶/日）



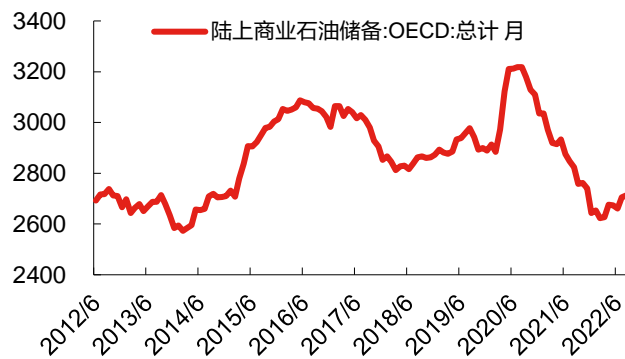
数据来源：OPEC，东方证券研究所

图 5：美国 DUC 井数量（口）



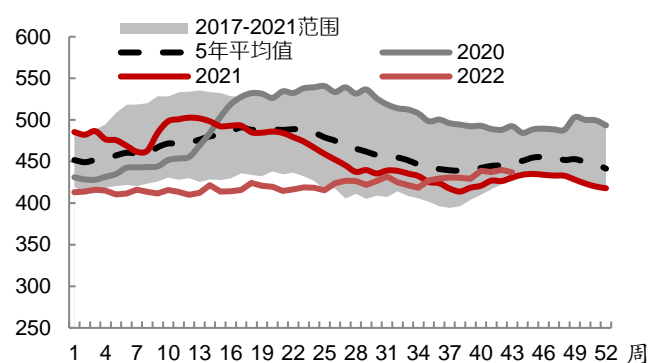
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：OECD 商业原油库存（百万桶）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：美国原油商业库存变化（百万桶，横坐标为周）



数据来源：EIA，东方证券研究所

天然气方面，今年欧洲天然气价格波动很大，近期欧洲天然气现货价格一度出现负值。原因在于由于俄乌冲突后，欧洲天然气的供应出现巨大风险，导致其价格暴涨。出于自身安全考虑，欧洲努力从世界各地获取天然气资源，导致欧洲大部分国家的库存都很高，没有库容接收更多的液化天然气。同时，2022 年 8 月 1 日，欧盟还正式开始实施了“自愿削减”天然气用量协议，欧盟成员国将在 2022 年 8 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日期间，通过各自选择的措施，将天然气需求在过去 5 年平均消费量的基础上减少 15%，导致今冬的欧洲天然气需求被人为压制了。

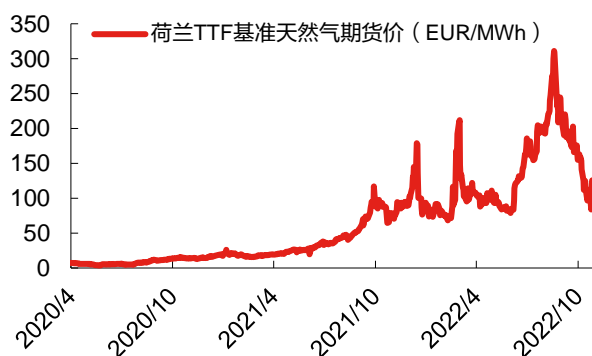
根据欧洲天然气供需平衡表来看，在累积了足够的库存之后，欧洲今年冬天的天然气应当足够。但由于俄罗斯天然气的断供，欧洲 LNG 接收站的规模有限，明年 Q2、Q3 大概率难以积累足够的库存，那么明年冬季欧洲的天然气将相当紧缺，这将影响欧洲全年的天然气用量预期。我们认为对于欧洲化工企业而言，2023 年的问题并不是天然气价格的问题，而是如何稳定获取天然气，天然气是多种化工品的基础原料，缺少天然气将影响欧洲地区合成氨、丁辛醇、甲酸、TDI、MDI 和维生素等产品的开工率。因此，我们认为，明年欧洲地区的化工企业开工率将因天然气的短期而持续受影响。

表 3：欧洲天然气供需平衡表（百万立方米/日）

	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023
需求	754	796	1034	537	391	820	695	940	486	407	824	665
民用	312	351	537	185	93	400	304	482	156	100	403	285
发电	140	135	149	119	132	149	137	143	108	133	150	134
工业	234	235	248	186	134	185	188	222	182	141	185	183
其他	68	75	100	47	32	86	66	93	40	33	86	63
生产	81	74	73	66	59	63	65	68	61	55	58	60
荷兰	56	51	49	43	37	38	42	44	38	33	34	37
其他	25	23	24	23	22	25	23	24	23	22	24	23
管道进口	555	573	542	596	448	367	488	340	381	379	358	365
俄罗斯	290	279	193	174	60	0	107	0	0	0	0	0
挪威	218	219	241	243	239	239	240	235	234	238	235	236
北非	43	64	65	69	61	61	64	56	56	56	56	56
英国	11	-4	18	69	60	31	44	13	55	49	31	37
阿塞拜疆	0	19	24	28	27	28	27	28	28	28	28	28
西班牙	-7	-4	1	13	1	8	6	8	8	8	8	8
其他进口	-26	-9	-21	-18	-12	-13	-16	-13	-13	-13	-13	-13
LNG 需求量	144	158	440	-107	-104	403	158	545	57	-14	421	253
再气化能力	112	101	184	194	195	192	191	203	198	203	207	203
缺口	32	57	256	-301	-299	211	-33	342	-141	-217	214	50

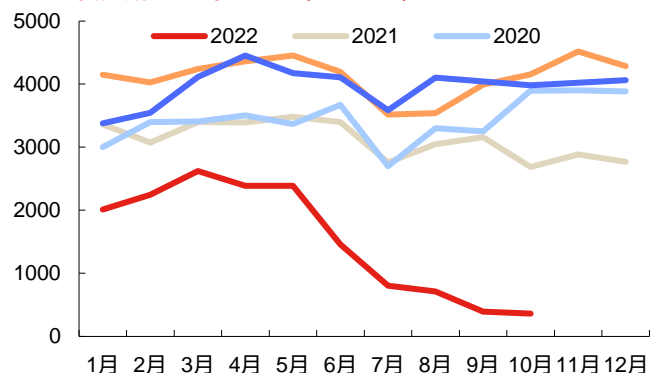
数据来源：Morgan Stanley，东方证券研究所测算

图 8：荷兰 TTF 基准天然气期货价（EUR/MWh）



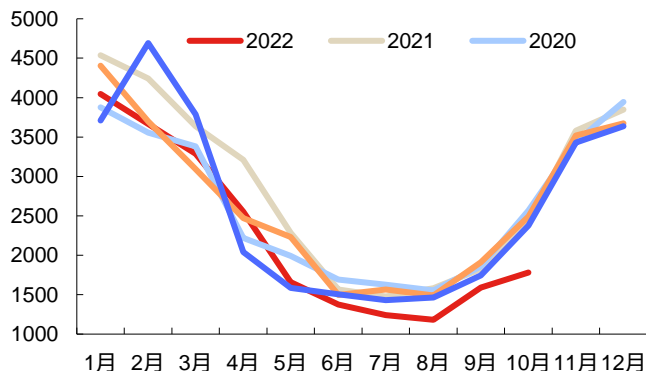
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 9：俄罗斯天然气出口量（GWH/d）



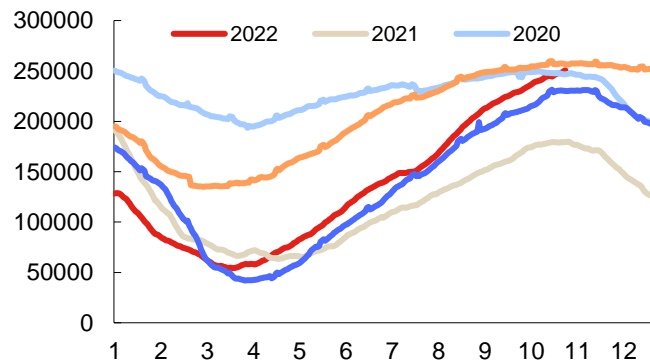
数据来源：Refinitiv，东方证券研究所

图 10：德国天然气消费量（GWH/d）



数据来源：Refinitiv，东方证券研究所

图 11：德国天然气库存（GWH）



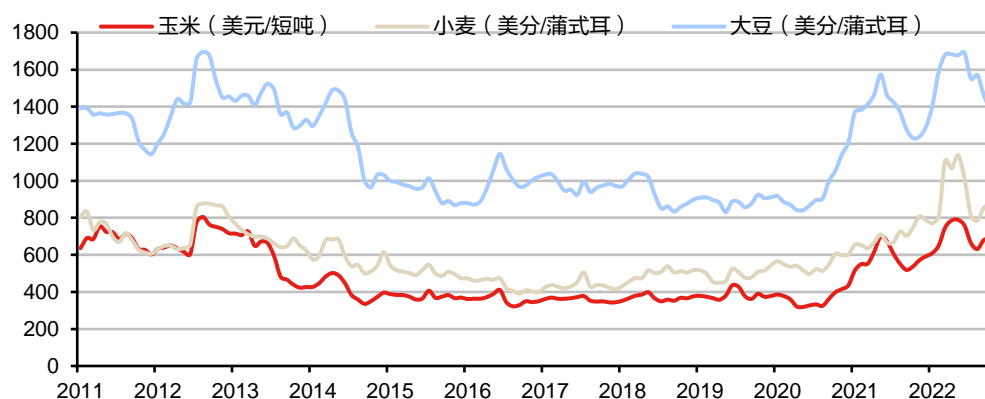
数据来源：Refinitiv，东方证券研究所

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。

### 1.1.2 看好农药景气安全垫之上的成长性

首先宏观层面，衣食住行四大需求链条中，板块相对有韧性的是吃产业链。在其他链条内外需不确定性较大的背景下，农化需求相对刚性。尤其是 20 年以来，粮食价格持续上涨，尽管 22 年 6 月美国加息叠加南美大豆增产预期导致粮食价格冲高回落，但北美因气候干旱导致的减产依旧支撑整体粮食的供需紧平衡。从绝对位置来看，粮食价格仍然处于近年历史高位水平，海外包括 Nutrien、Corteva 等的化肥农药巨头都相对看好来年农化的强劲需求。所以宏观层面看，农化板块至少具备较强防御性。但从中观层面，今年农化板块内部化肥和农药两大子板块今年无论是基本面还是股价都走出了较大的差异性。22 年上半年主要是资源、能源、初级农产品等大宗的通胀逻辑，化肥及部分大宗农药等大宗属性较强的品种体现出明显价格弹性和抗通胀属性。Q2 末大宗通胀见顶，农化板块价格趋势出现分化，大宗化工属性的品类景气向下，精细化工属性的品类相对稳定。所以板块和标的选择又需要自下而上的角度，优先景气位置相对安全，且具备自身增长逻辑的品种。主要为部分有新产品投放的小品种农药标的；而化肥板块难有显著量增逻辑，在现在的高景气基数背景下，明年增长的不确定更大。

图 12：玉米、小麦、大豆海外价格走势



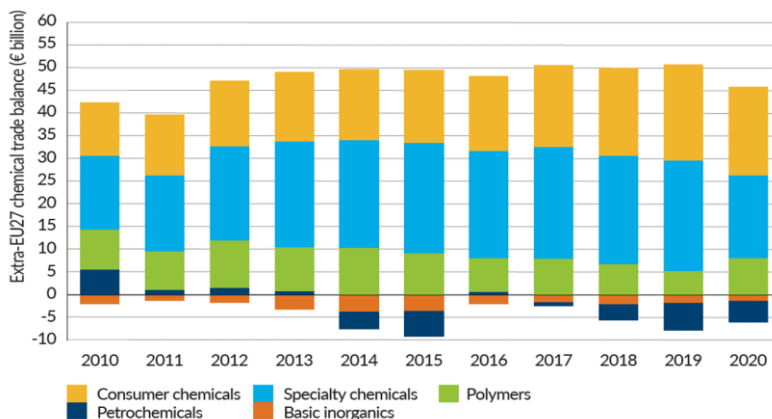
数据来源：Wind，东方证券研究所

## 1.2 2023 年拥抱成长，守望周期

我们认为 2023 年国内化工行业最大的变化将来自于欧洲供给危机的持续发酵。欧洲缺乏化工上游的油煤气资源，其优势主要在于技术领先和对下游渠道的把控。因此欧洲化工最基础的原料（油煤气）基本依赖进口，甚至一些低附加值中间产品（三酸两碱、三烯三苯等）也需要进口，而对外出口贸易则多是下游的专用化学品、消费化学品和聚合物材料等。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，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。

根据上文分析，我们预计 2023 年欧洲天然气供给受限于公用工程配套仍将维持低位，工业生产难以恢复，下游精细化工品的产出可能进一步收缩。需求端经过 2022 年的动荡之后，运行将逐渐恢复正常，在盈利压力、原供应商不稳定等多重动力下，原有的供应链格局将会出现松动。这对于国内精细化工类企业是重大机遇期，无论是出口外销还是进口替代，都有望实现显著的份额提升。

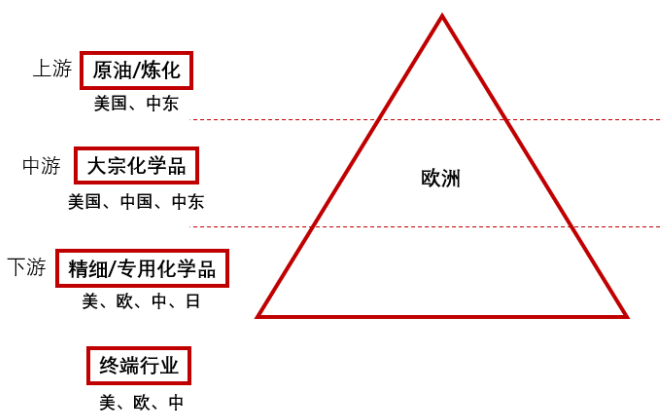
图 13：欧盟 27 国不同化学品的贸易差额情况（正数表示出口额大于进口额）



Source: Cefic Chemdata International

数据来源：CEFIC，东方证券研究所

图 14：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

2022 年需求端的表现可以说是过去多年的最差情况，化工企业的估值水平也随着行业景气度不断降低。从市净率看，强周期型企业的 PB 已经下降到 2015 年以来的最低水平，接近 1 倍 PB 左右。考虑到 2017-2018 年以及 2021 年强周期企业的盈利也都非常好，资产负债表经历了显著修复，此时的净资产质量相比 2015 年的底部更好，所以当前的化工周期性估值可能已经是历史最低水平。而化工龙头公司虽然长期成长性较强，但短期也脱离不了周期波动，当前的市净率也下跌到了 2019 年初白马股大行情的起点水平。不过从经营数据看，虽然今年企业盈利能力在逐季下行，但是企业发展向好的趋势并没有变化（研发费用、资本开支等）。特别是今年在自主可控和双碳政策进一步科学化的背景下，前期搁置的大型项目也陆续获得了批复（如荣盛乙烯项目、万华乙烯项目、宝丰煤制烯烃项目等），这为龙头企业未来发展和提升市场份额提供了新的空间。周期运行否极泰来，当前行业供需已经处于底部状态，虽然还未见到复苏信号，但龙头企业自身发展并未停滞，未来行业边际改善后的爆发力也在不断提升，这将是明年非常值得关注的机会。

图 15: 化工龙头企业平均市净率



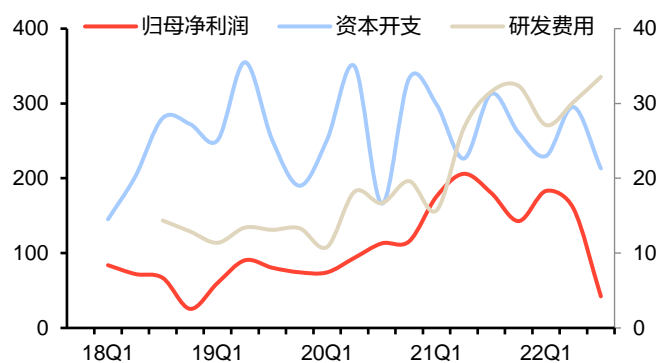
数据来源: Wind, 东方证券研究所 (包括万华化学、华鲁恒升、荣盛石化、恒力石化、扬农化工、龙佰集团、新和成等)

图 16: 化工强周期企业平均市净率



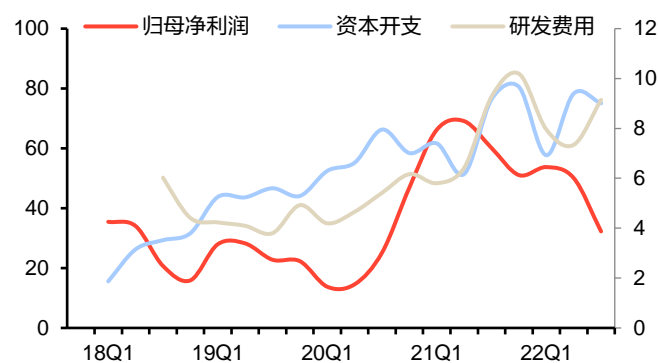
数据来源: Wind, 东方证券研究所 (包括鲁西化工、中泰化学、三友化工、江苏索普等)

图 17: 龙头公司合计财务情况 (亿元, 研发费用为右轴)



数据来源: Wind, 东方证券研究所 (包括万华化学、华鲁恒升、荣盛石化、恒力石化、扬农化工、龙佰集团、新和成等)

图 18: 万华化学财务情况 (亿元, 研发费用为右轴)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

## 2、2023 年化工品景气度展望

本节我们将重点分析 C1、C2、C3、化纤、聚氨酯和农化六大产业链。从供给角度看，石化类产品未来的供给增速普遍较高；氯碱相关产品，如异氰酸酯、PVC 等，供给增速较低。具体分析请见下文：

表 4: 主要产品价格情况 (均为含税价格, 元/吨, 现价截至 2022/11/2)

	产品	22 年均价	现价	近十年价格分位
C1	甲醇	2434	2461	41%
	醋酸	4351	3521	26%
	DMF	12935	7283	23%
C2	乙烯	7871	7142	52%
	聚乙烯	8570	7780	12%
	乙二醇	4671	3852	43%
	EO	7689	7200	19%
	苯乙烯	9565	8357	42%
	PVC	8120	6150	8%

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。



C3	丙烯	7753	7260	41%
	聚丙烯	8456	7980	23%
	丙烯酸	10987	6700	16%
	丁醇	8756	7042	27%
	丙烯腈	10712	10850	35%
农化	尿素	2704	2451	63%
	磷酸二铵	3757	3480	64%
	麦草畏	75429	75000	4%
	草铵膦	235060	205000	39%
	草甘膦	64543	54117	59%
	联苯菊酯	298929	275000	40%
聚氨酯	纯 MDI	21231	20500	34%
	聚合 MDI	17655	14750	16%
	TDI	18277	22800	37%
	PC	19952	17923	27%
	PO	10480	9417	22%
化纤	涤纶 POY	8015	7375	35%
	PTA	6180	5750	43%
	PX	8728	8850	57%
	锦纶 POY	17164	15850	24%
	粘胶短纤	14136	13700	57%
	氨纶	43869	36000	15%

数据来源：百川咨询，东方证券研究所

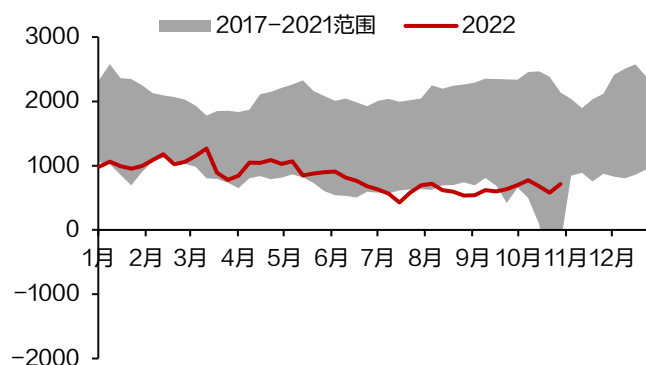
## 2.1 C1 产业链：供给仍有新增，静待需求复苏

C1 产业链最主要的产品为氨醇联产制尿素、甲醇，还有甲醇下游羟基合成的醋酸以及甲醇与合成氨共同的下游 DMF。尿素我们归入农化板块讨论，在此着重分析甲醇、醋酸和 DMF。22 年需求复苏叠加地缘政治催化，全球油气价格上涨强劲。然而由于国内上半年疫情爆发拖累需求，海外需求也在下半年出现向下拐点，再加上海外低成本乙烷裂解制烯烃的大幅扩张导致油头产能在成本曲线位置右移，烯烃价格的涨幅远不及油价。大宗聚烯烃羸弱的涨幅限制了 MTO 盈利的空间，而 MTO 盈利的弱势则持续压制了甲醇价格上行空间。另一方面，今年上游煤炭维持强势，给甲醇成本端带来持续压力。总而言之，甲醇目前盈利受到来自下游烯烃和上游煤炭的双向挤压，盈利的修复依赖于复工复产推进下游需求复苏以及煤炭供应紧张的大幅缓解。

今年初扬子江乙酰的 5 万吨扩产和广西华谊 70 万吨装置投产后，新增产能对价格的冲击基本已充分体现，且年内基本再无醋酸新增产能。未来新增产能落地概率较大的为华鲁荆州二基地的 100 万吨醋酸项目，预计 23 年下半年可建成；另外是新疆中和合众今年 3 月开工的 100 万吨醋酸项目，预计 23 年下半年投产，具体进度待跟踪，其他规划项目未见公开进度更新。一季度因为疫情影响需求低迷，再加上新增供给的压力，醋酸价格大致呈现下跌趋势。进入二季度供给侧带来支撑，一方面国内存量装置较老，有故障、检修频出的风险，企业在行业低迷之际进入集中检修期；另一方面 5 月美国主流醋酸厂商遭遇不可抗力，也支撑了国内底部反弹的动力，今年醋酸出口依旧保持较好的趋势，1-9 月份累计出口同比增长 24%。但由于国内外整体需求疲软，醋酸价格下半年还是进入下跌通道。从下游新增产能看，23 年国内 PTA 新增产能预计仍有千万吨级别，加上醋酸乙烯、醋酸酯的新增产能，若达产可带来年化 150 万吨以上的醋酸需求增量，能够一定程度上消化新增产能，关键看上下游投产的节奏。

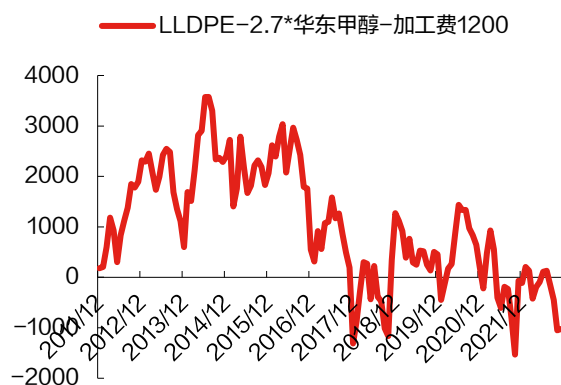
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 19: 甲醇价差及 17-21 年历史区间 (元/吨, 气流床工艺)



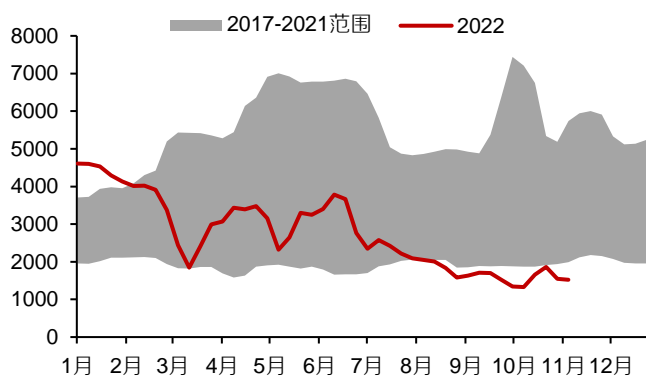
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 20: 外采甲醇 MTO 毛利润 (元/吨)



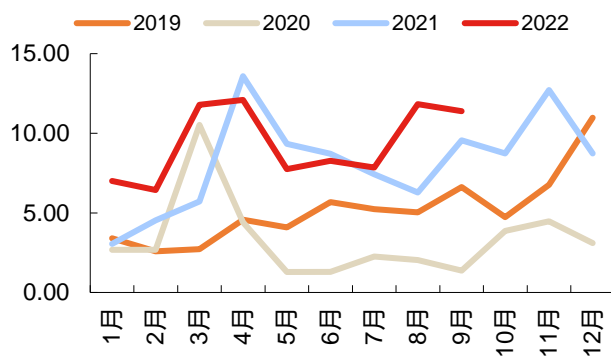
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 21: 醋酸-烟煤价差及 17-21 年历史区间 (元/吨)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

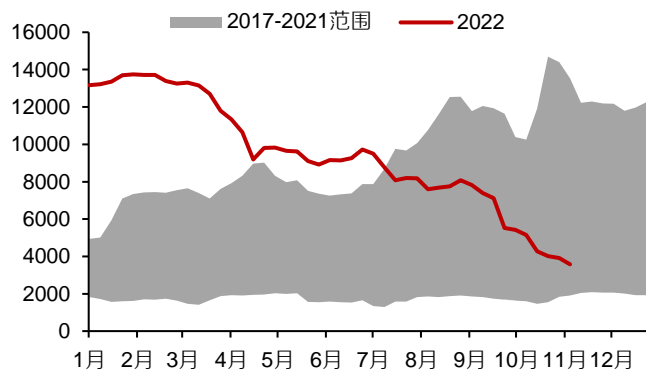
图 22: 醋酸月度出口量 (万吨)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

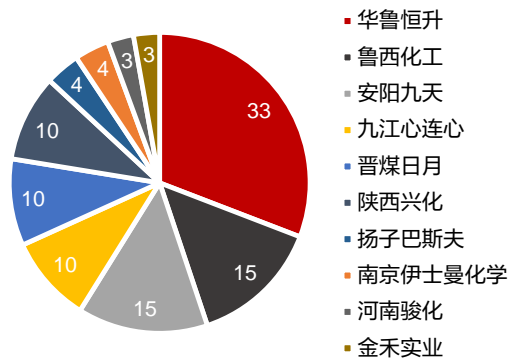
相对于甲醇和醋酸，DMF 由于体量小，供需格局也更好，去年全年基本都在高位运行。经历了多年没有新增玩家的黄金时期，DMF 行业由于近两年的高盈利也拉动了新玩家的进入。心连心在九江基地规划了 30 万吨项目，其中一期 10 万吨今年已投产；金禾实业 3 万吨配套自身三氯蔗糖的产能也已投产；鲁西化工规划了 20 万吨新增产能，有望于明年投产；华鲁恒升荆州基地 15 万吨也有望于明年下半年建成。整体而言，DMF 供给已迎来宽松，行业暴利的光景恐难以重现。

图 23: DMF 价差及 12-21 年历史区间 (元/吨)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 24: 22 年我国 DMF 产能情况 (万吨, 截止 2022-10-30)



数据来源: 百川盈孚, 东方证券研究所

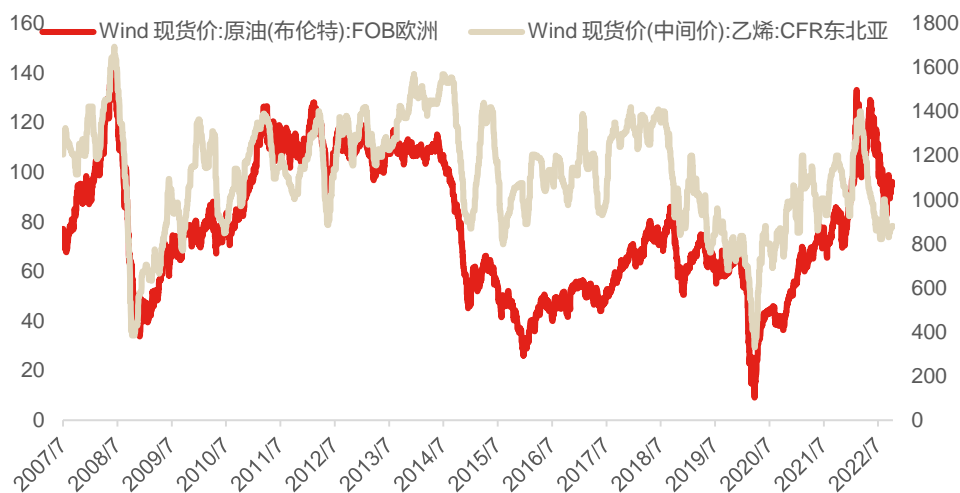
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



## 2.2 C2 产业链：关注替代路线以及聚烯烃高端化

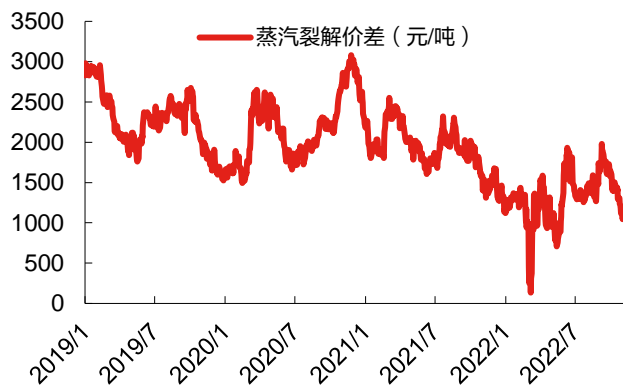
由于原料成本上涨，2022 年 C2 产业链盈利很差，这点我们从荣盛、恒力两家大炼化的三季报中可以看到。今年的 C2 产业链面临成本上涨压力和需求疲软两大难题，一来国际油价高涨，二来地产等需求出现下滑导致价格传导不畅。时间维度放长来看，乙二醇和苯乙烯有较高的产能增速，预计将导致开工率下滑，影响产品盈利能力。PVC 由于供给端的限制，预计维持较高开工率，但更是典型的地产后周期品种，需求与竣工面积相关。在此背景下，我们认为，C2 产业链应关注油头替代路线，以及聚烯烃高端化两个方向。

图 25：乙烯（美元/吨，右轴）和原油价格（美元/桶，左轴）变化



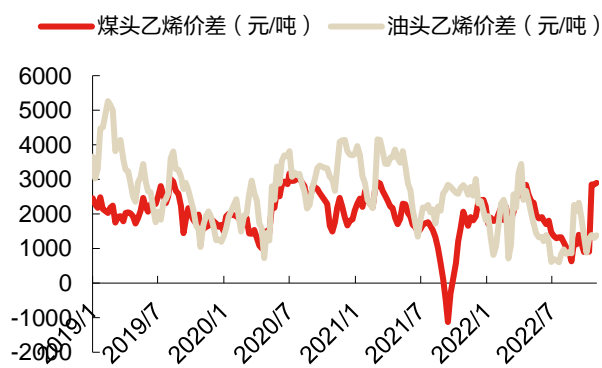
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 26：蒸汽裂解价差（元/吨）



数据来源：Wind，东方证券研究所

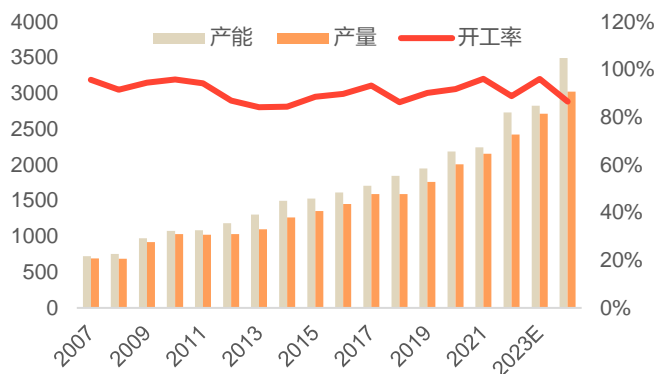
图 27：油头、煤头乙烯价差



数据来源：Wind，东方证券研究所

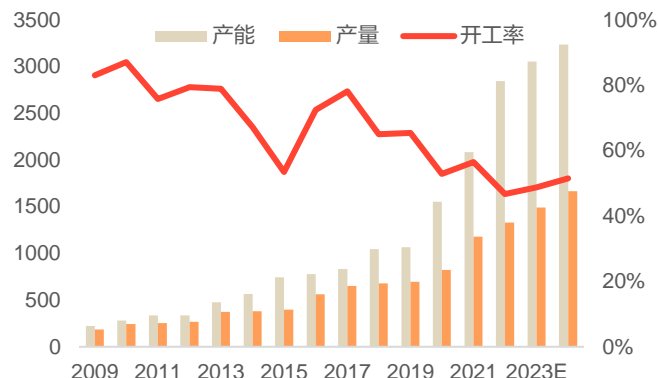
替代路线的本质是原料间的套利，以油头乙烯和煤头乙烯之间对比来看，当国内煤炭价格上涨幅度小于国际油价上涨和人民币贬值的共同影响时，煤头乙烯就变得相对有竞争力，在油头乙烯价差收窄的时候煤头乙烯价差不降反升。此时，选取替代路线的企业就获得了原料套利的机会。

图 28：聚乙烯产能产量（万吨）和开工率（右轴，%）



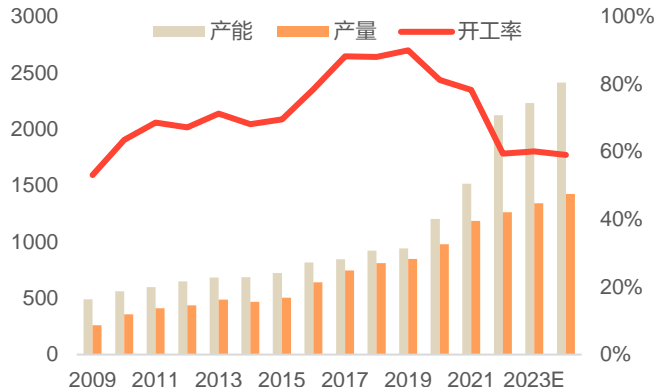
数据来源：百川资讯，卓创资讯，中国知网，东方证券研究所

图 29：乙二醇产能产量（万吨）和开工率（右轴，%）



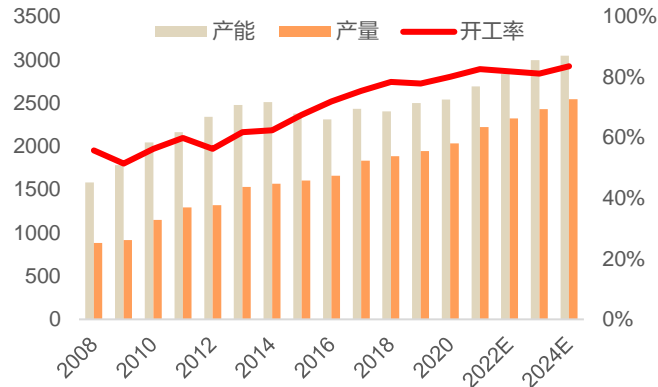
数据来源：百川资讯，卓创资讯，中国知网，东方证券研究所

图 30：苯乙烯产能产量（万吨）和开工率（右轴，%）



数据来源：百川资讯，卓创资讯，中国知网，东方证券研究所

图 31：PVC 产能产量（万吨）和开工率（右轴，%）



数据来源：百川资讯，卓创资讯，中国知网，东方证券研究所

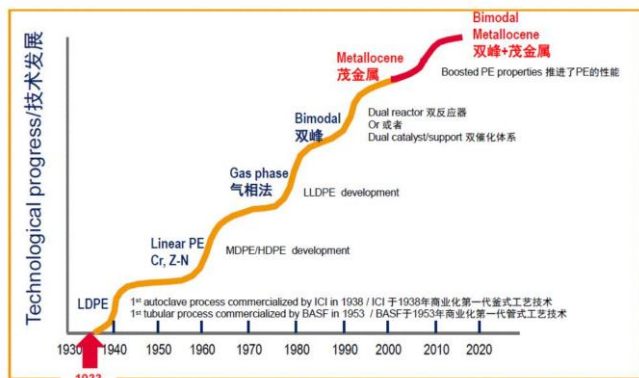
另外，我们还看好聚烯烃高端化。高端聚烯烃是《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》中鼓励的产业。包括茂金属聚烯烃（mPE 和 mPP）、乙烯-醋酸乙烯共聚物(EVA)、乙烯-丙烯酸共聚物(EAA)、聚烯烃弹性体（POE）、聚丁烯-1（PB-1）、超高分子量聚乙烯（UHMWPE）和乙烯-乙醇共聚树脂(EVOH)等。根据化信咨询的统计，2020 年，我国高端聚烯烃总产量 512 万吨，消费量 1218 万吨，自给率为 42%。过去两年，市场经历过光伏装机高速增长带来的 EVA 粒子大行情，如联泓新科和东方盛虹均有较大涨幅。未来我们认为要关注 C2 下游延伸的其他高端聚烯烃的投资机会，如茂金属聚烯烃和 POE 的机会。

以茂金属聚乙烯（mPE）为例，它是 90 年代聚烯烃工业最重要的技术进展，是继 LLDPE 生产技术后的一项重要革新。由于使用的是茂金属催化剂，相较于传统的 Z-N 催化剂聚合而成的 PE，mPE 具有分子量分布较窄、分子链结构规整等优点，使得 mPE 在力学强度、光学性能上具有明显优势。国内的万华化学、荣盛石化、东方盛虹、卫星化学和岳阳兴长均瞄准了茂金属聚烯烃这一领域。

POE 是采用茂金属催化剂的乙烯和  $\alpha$ -烯烃实现原位聚合的热塑性弹性体。光伏领域，2022 年 N 型 topcon 电池陆续投入量产，明年开始，N 型电池渗透率有望加速提升。POE 粒子抗 PID 性能更强，更有利于 N 型电池的封装。目前 POE 产能主要集中在海外的 DOW、三井、LG、SK 等几

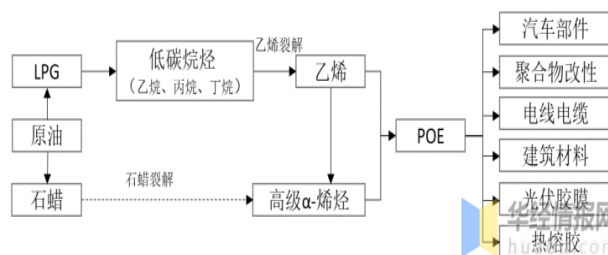
家公司手中，国产 POE 工业化还在进行中，9 月 26 日，东方盛虹子公司 斯尔邦石化 800 吨/年 POE 粒子（聚烯烃弹性体）中试装置项目一次性开车成功。此外，万华化学、荣盛石化、卫星化学和岳阳兴长也正在为国产 POE 粒子工业化而努力。

图 32：聚乙烯高端化历程



数据来源：搜狐网，东方证券研究所

图 33：POE 产业链

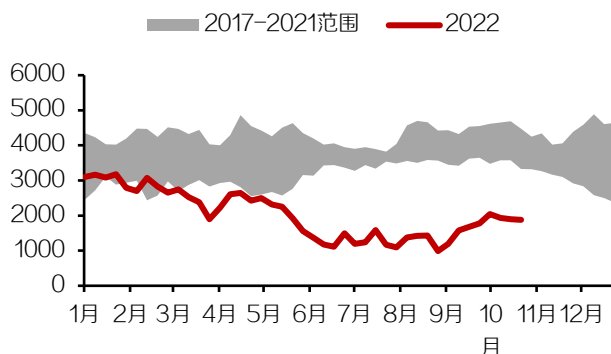


数据来源：华经产业研究院，东方证券研究所

## 2.3 C3 产业链：扩产周期开启

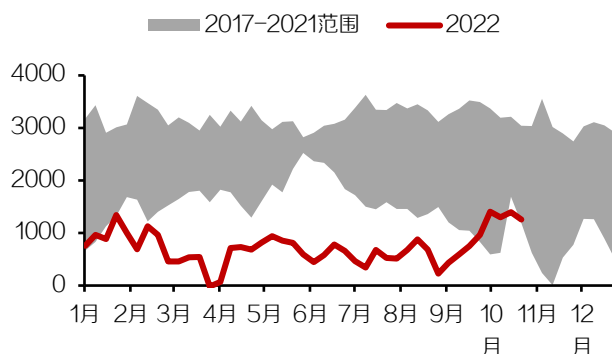
今年年初时丙烯景气度表现不算太差，还处于历史下沿水平。但二季度开始，丙烯-石油价差就持续走低，明显低于历史水平，这使得炼化和 PDH 企业盈利都出现明显下滑。景气度很差一方面是国内丙烯从 2020 年起又进入扩张周期，产能增速明显高于 2017-2019 年；其次是一季度末开始国内外需求先后大幅下滑。从目前规划看，国内未来几年还有较多丙烯产能投放，我们预计即使需求端有所恢复，丙烯的景气度仍难有较大起色。

图 34：丙烯-原油价差及 17-21 年历史区间（元/吨）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 35：PDH 价差及 17-21 年历史区间（元/吨）

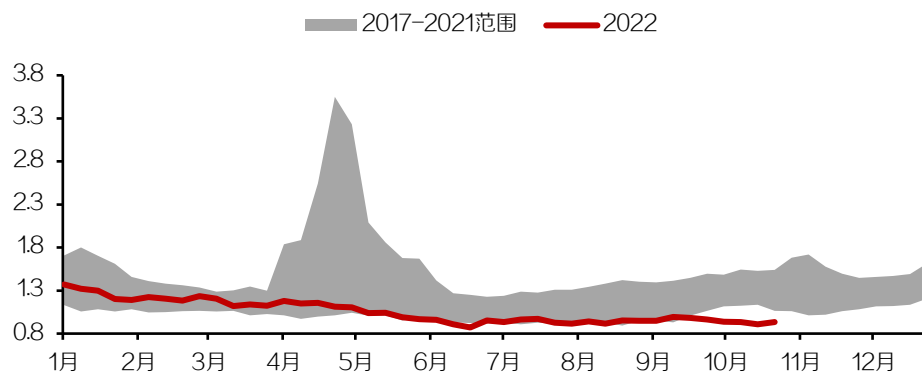


数据来源：百川资讯，东方证券研究所

对于 PDH 项目来说，其盈利除了丙烯自身景气度外，还受到丙烷与原油比价关系的影响。由于二季度油价大幅上涨，丙烷与原油的比较已经达到历史下沿，只不过丙烯自身景气度过差，所以 PDH 项目普遍在二季度出现亏损。到 9 月，油价和丙烷价格都出现回调，由于丙烷回调更多，使得丙烷与原油比价几乎达到历史最低水平，因此 PDH 价差在 9 月之后也出现一定改善。然而，我们认为丙烯自身景气度还是压制盈利的最大问题，PDH 企业丙烯环节的盈利预计很难回到以往的水平。

我们在去年多篇深度报告中提到，未来PDH项目的产业意义和盈利点将从丙烯转移到副产氢。轻烃化工副产氢的成本很低，几乎没有碳排放，是双碳目标下最佳的氢气资源，利用副产氢生产化工品，将具备非常大的成本竞争力和ESG价值。2021年以来已有多家PDH企业规划上马顺酐法BDO、丙烯腈、丁辛醇等消耗氢气的化工项目，我们预计PDH企业经历过当前这一轮阵痛期后，将迎来新的发展周期。

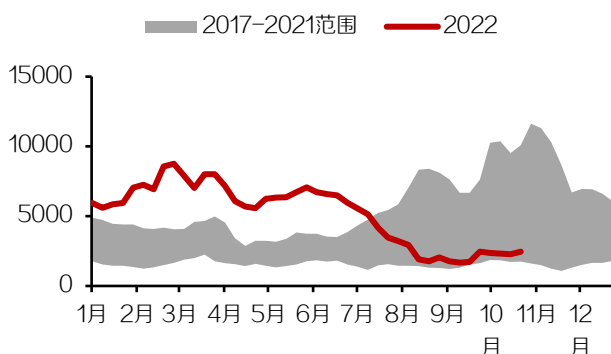
图 36：丙烷原油比价关系及 17-21 年历史区间



数据来源：Wind，东方证券研究所

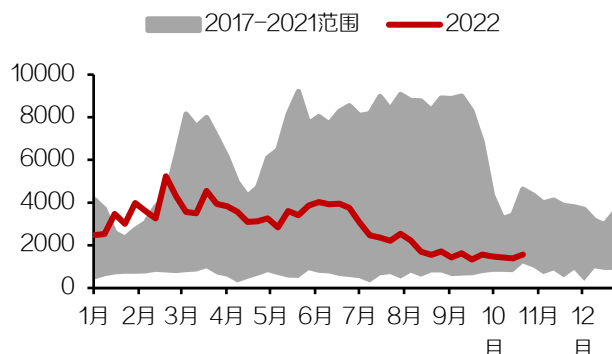
今年 C3 产业链下游产品的景气度年初普遍还在较好水平，之后都先后大幅下滑。其中丙烯腈最先下行，主要是由于今年有多套新产能投放。丙烯酸和丁辛醇虽然今年没有新增产能，但是受到需求影响，年中也开始下行。展望未来，丙烯腈、丙烯酸、丁辛醇等产品由于上游丙烯扩产，以及 21 年高景气周期的刺激，后续都有较多新产能规划，因此我们预计 C3 链条难有亮眼表现。

图 37：丙烯酸价差及 16-20 年历史区间（元/吨）



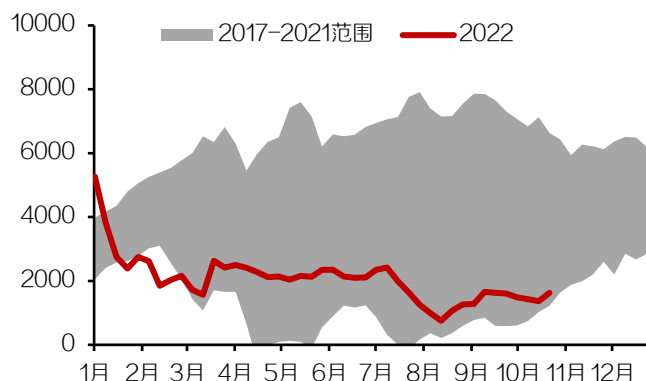
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 38：丁醇价差及 16-20 年历史区间（元/吨）



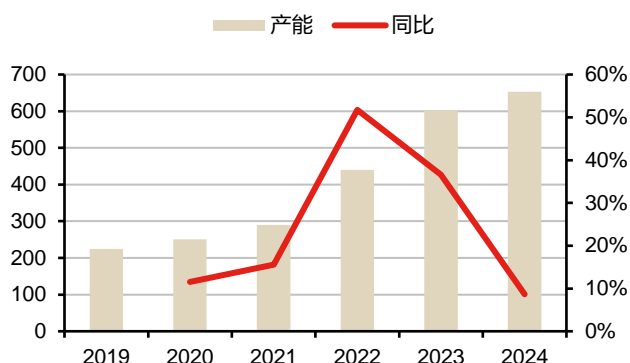
数据来源：百川资讯，东方证券研究所

图 39: 丙烯腈价差及 16-20 年历史区间 (元/吨)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 40: 丙烯腈产能情况 (万吨, 22-24 年为预测值)



数据来源: 百川资讯, 东方证券研究所

表 5: 丙烯及下游产品产能情况 (万吨)

	2021	2022E	2023E	2024E
丙烯	4620	5233	6167	6482
同比	8.7%	13.3%	17.9%	5.1%
丙烯酸	347.5	347.5	429.5	489.5
同比	8%	0%	24%	14%
丁醇	244.9	244.9	312.18	327.18
同比		0.0%	27.5%	4.8%
丙烯腈	289.9	439.9	600.9	652.9
同比	16%	52%	37%	9%

数据来源: 百川咨询, 东方证券研究所

## 2.4 化纤产业链：底部已现，期待反转

今年化纤产业链遇到困难，上半年国内疫情导致服装零售额大幅下滑，下滑最多的是 4 月，国内服装零售额下滑 22.8%。出口方面，由于美国加息影响需求，沃尔玛、塔吉特等零售巨头砍单，9 月的纺服出口出现 3.7% 的下滑。从相关公司的三季报可以看出，长丝、氨纶、粘胶陷入亏损，仅锦纶环节的差异化企业还能维持盈利。展望 2023 年，鉴于目前库存仍处于高位，预计多数产品的景气度很难快速恢复。各个产品分析如下：

**涤纶产业链：**进入 10 月，由于 OPEC+ 减产，国际油价上行，长丝成本端压力继续提升，加之下游织造环节开工并不高，涤纶长丝的价差进一步收窄。不过，涤纶长丝经历过 13、14 年那一轮洗牌，行业集中度得到了提升。出现全行业亏损的情况一定不是常态，无论是落后产能退出，还是行业龙头联合减产，我们认为该行业终将重回盈利。鉴于目前涤纶长丝 POY 库存超过 30 天，又临近元旦、春节双节，下游放假。我们认为，涤纶长丝景气度最快好转也需要等到明年春节后的“金三银四”传统旺季。当景气度恢复至正常水平时，涤纶长丝头部企业有望获得 300 元/吨的单吨净利润。

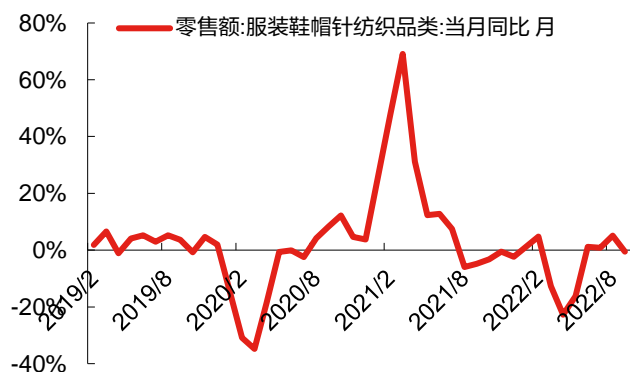
**锦纶产业链：**锦纶价格走势与原材料己内酰胺、纯苯一致。由于行业格局还未定，洗牌还没结束，单做普通锦纶长丝的企业今年也处于亏损状态。但一些做差别化的企业，不论是切片环节的聚合顺，还是做差异化纺丝的台华新材，三季报的表现也是好于其他化纤同行的，能够享受自身的  $\alpha$ 。

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。

**氨纶产业链：**今年氨纶的景气度大幅下滑，价格在失去 PTMEG 的成本支撑后，一路下行。其原因在于，21 年氨纶的高景气导致许多被压抑的新增产能在 21、22 两年投出，需求一旦跟不上，就出现供给冲击消灭全行业盈利的情况。长期看，氨纶未来的格局逐渐清晰，晓星和华峰两大巨头均有大幅的产能扩张规划，未来行业大概率出现双寡头格局，只是在两巨头扩产的过程中，氨纶行业预计还要将经历一段痛苦的洗牌过程。

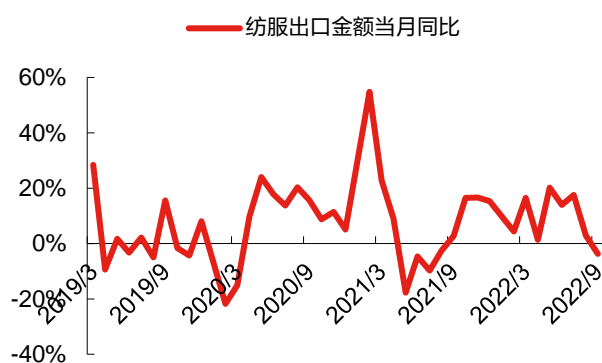
**粘胶产业链：**粘胶的景气度已有长达三年的低谷，仅在 2020 年下半年短暂恢复，后又迅速下滑。该行业的好处在于未来没有新增产能，供给端压力很小。今年上半年，粘胶价格出现大幅上涨，但依旧处于全行业亏损状态，价格的上涨来自于成本端的支持，原料溶解浆价格大幅上涨。随着溶解浆料价格的下滑，粘胶价格也出现了下滑。能否出现积极信号依赖纺服产业链整体景气度的回升。

图 41：国内服装零售额当月同比



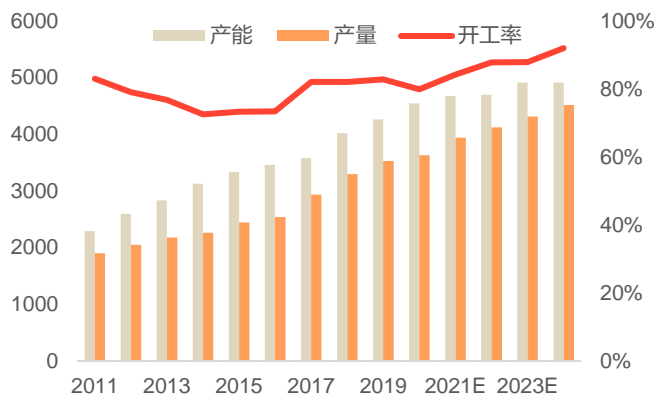
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 42：纺服出口当月同比



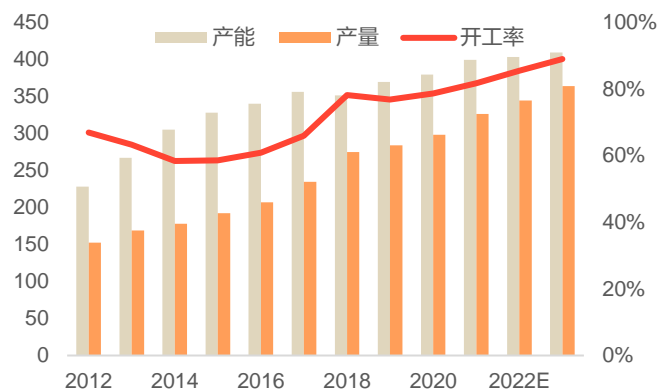
数据来源：CCFEI，东方证券研究所

图 43：涤纶产能、产量（万吨）和开工率（右轴，%）



数据来源：百川资讯，卓创资讯，中国知网，东方证券研究所

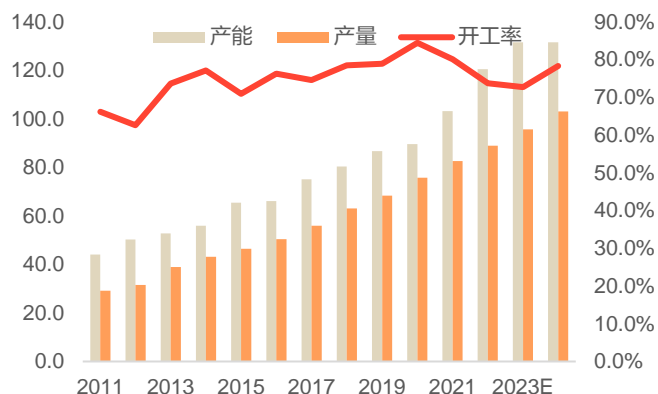
图 44：锦纶产能、产量（万吨）和开工率（右轴，%）



数据来源：百川资讯，卓创资讯，中国知网，东方证券研究所

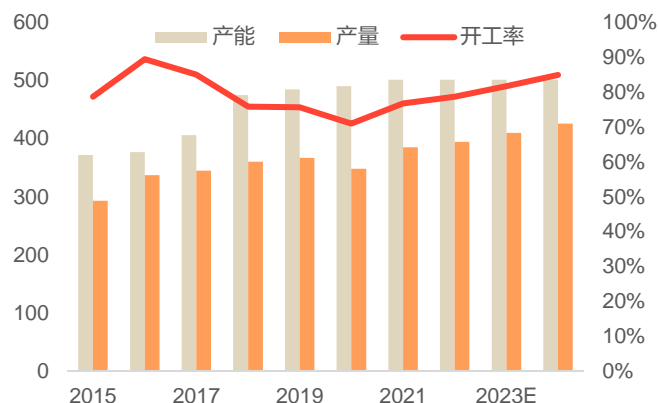


图 45：氨纶产能、产量（万吨）和开工率（右轴，%）



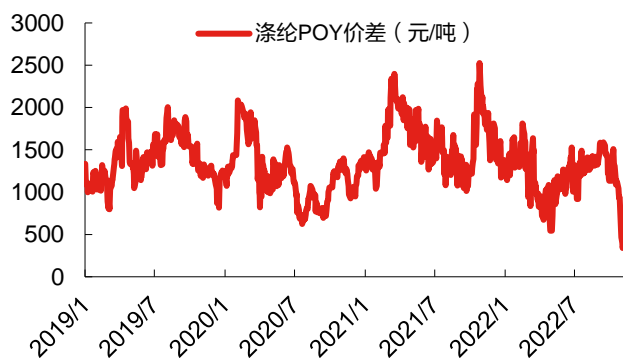
数据来源：百川资讯，卓创资讯，中国知网，东方证券研究所

图 46：粘短产能、产量（万吨）和开工率（右轴，%）



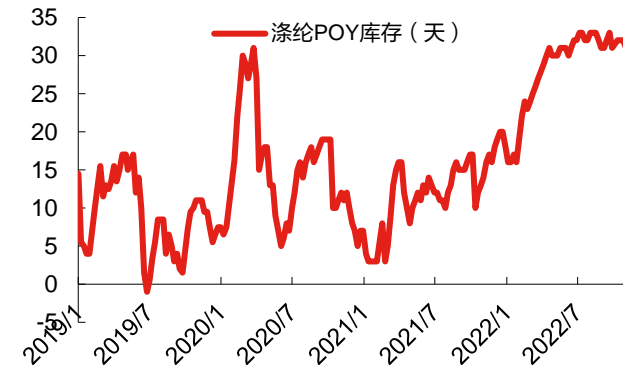
数据来源：百川资讯，卓创资讯，中国知网，东方证券研究所

图 47：涤纶 POY 价差（元/吨）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 48：涤纶 POY 库存（天）

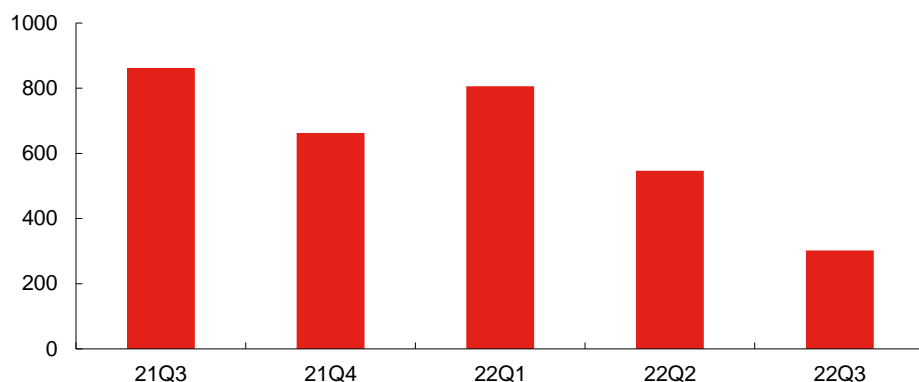


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 2.5 聚氨酯产业链：异氰酸酯供应格局重构

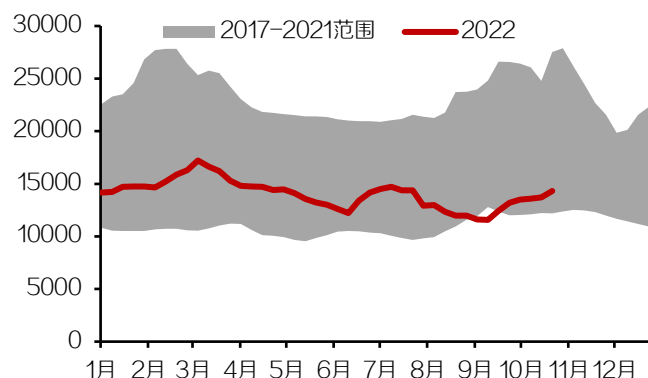
我们在前期多篇深度报告中分析了欧洲天然气危机对化工行业的冲击，其中异氰酸酯就是其中的重要抓手。从实际运行情况看，欧洲的 TDI 装置在上半年就都已基本关停，MDI 装置的具体情况未知，不过从科思创的财务报表可以看出，其成本压力确实非常大。虽然受宏观经济影响，需求端表现较差，然而得益于过去多年龙头企业对于行业格局的维护，MDI 的价差波动明显小于其他大宗化工品。即使在今年三季度如此恶劣的情境下，MDI 的价差水平仍然好于 2015 年和 2019 年的低点。我们预计后续欧洲供应商的高成本和不确定性仍将持续，尽管需求难见起色，但异氰酸酯的盈利能力仍能维持在较好水平。而且欧洲的能源危机改变了欧洲企业的长期发展规划，科思创已经宣布暂停 MDI 的扩能计划，而万华化学的发展并没有变化，我们预计其市场份额有望进一步提升。

图 49：科思创单季度 EBITDA（百万欧元）



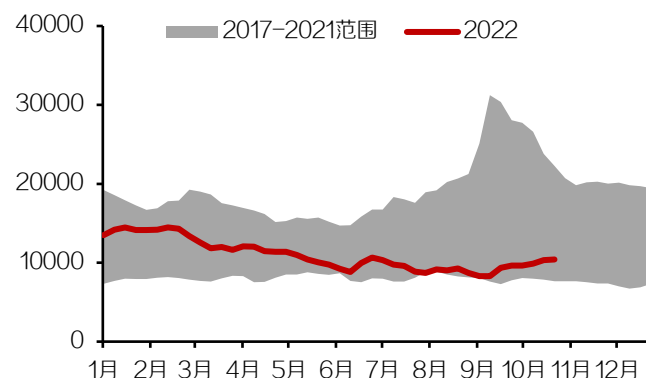
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 50：纯 MDI 价差及 17-21 年历史区间（元/吨）



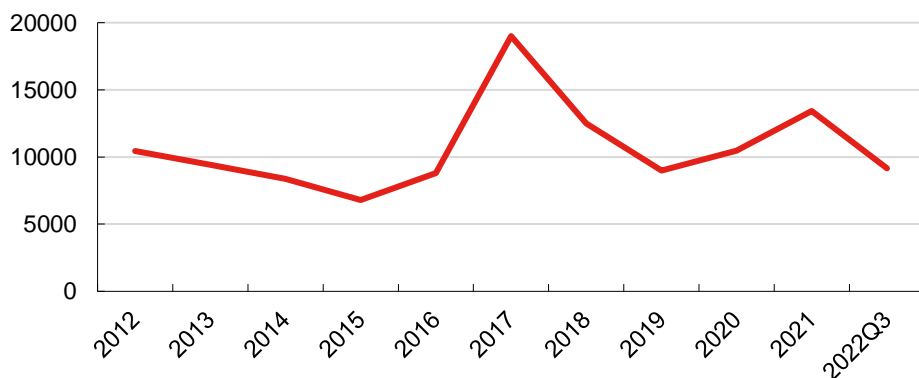
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 51：聚合 MDI 价差及 17-21 年历史区间（元/吨）



数据来源：百川资讯，东方证券研究所

图 52：聚合 MDI 价差（元/吨）



数据来源：Wind，东方证券研究所

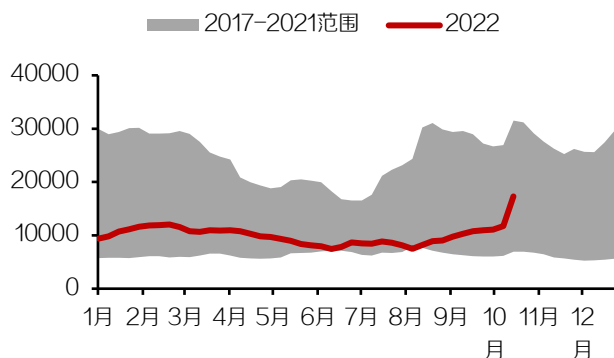
环氧丙烷的情况与其他丙烯下游产品类似，经历过去年的景气周期后，行业盈利大幅下滑。展望未来，我们在去年的策略报告中就提到，国内环氧丙烷出现技术突破，前期限制产能增长的问题不复存在，开始进入大规模扩产周期。由于国内长期以来没有实现有效扩产，长时间的压抑反而

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。



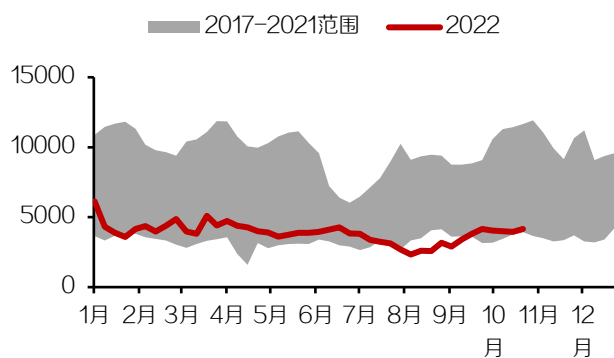
导致这一轮扩产更加猛烈，按照目前规划，到 2024 年底国内环氧丙烷产能可能达到 2021 年底的 2 倍以上，预计需要较长时间来消化新增产能。

图 53: TDI 价差及 17-21 年历史区间 (元/吨)



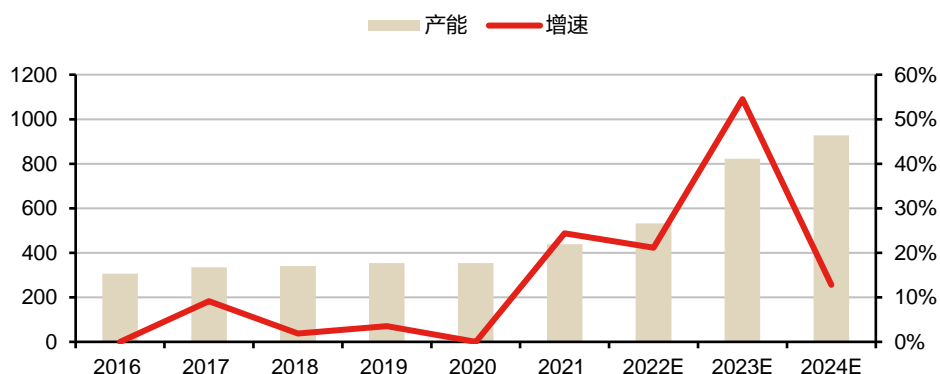
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 54: PO 价差及 17-21 年历史区间 (元/吨)



数据来源: 百川资讯, 东方证券研究所

图 55: 国内 PO 产能情况 (万吨, 2022-2024 年为预测值)



数据来源: 百川资讯, 东方证券研究所

## 2.6 农化产业链：看好农药业绩增长的确定性

今年上半年中期策略我们相对更看好在供需格局和上游资源品强势支撑下更具备抗通胀属性的化肥，核心是其涨价弹性突出；而对农药而言我们认为在没有来更强的供给侧压制的背景下，农药的涨价逻辑淡化，更加关注于企业自身的成长性。当前我们依旧看好农化板块明年需求端向上的确定性，但具体子板块及标的选择有所分化。

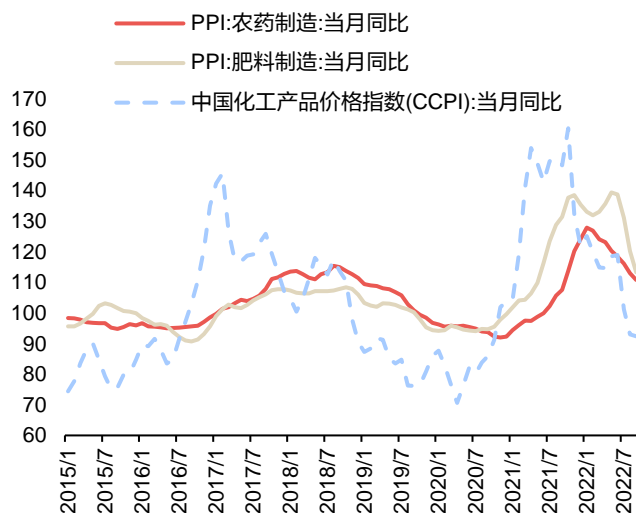
### 2.6.1 农药与化肥周期性的差异

农药和化肥景气虽然与化工品整体周期的走势具备一定相关性，但二者景气波动的敏感度及原材料成本传导能力存在差异。本轮上游化工原材料于 20Q3 进入复苏通道，化肥价格基本与之同步上行，农药原药价格仍然经历过一段下行在 20Q4 才真正迎来复苏拐点。21 年底起整体的大宗化工品景气在冲击高位后出现拐点，价格指数同比增幅大幅缩窄，但农药化肥价格指数走弱幅度较为平缓，已经体现出了一定的韧性，且农药价格指数向下拐点更加滞后，背后的核心原因在于农药和化肥周期属性的差异。

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。

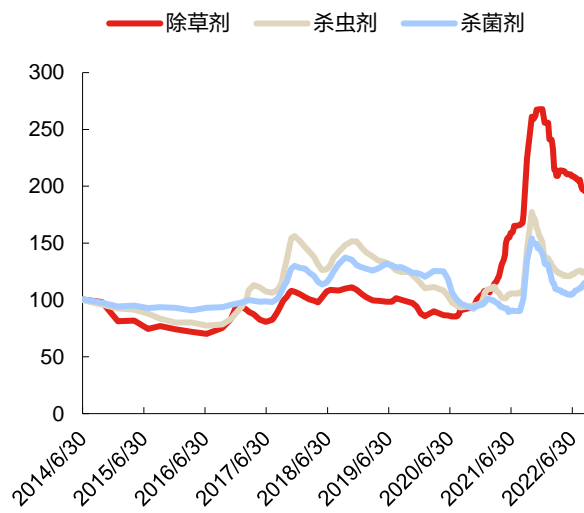
上一轮我国化工品景气上行周期开启于 16 年底的供给侧改革，但当时全球农产品价格都在底部，需求的边际催化弱，农药化肥的景气回暖来源于供给侧产能压缩。而本轮受疫情后全球宽松的拉动，农产品价格从底部大幅上行支撑农资投入需求，再加上疫情后全球对粮食安全的重视，农化来自需求层面的支撑大幅提升且远高于上一轮。**对于大宗属性更强的品类而言，也会产生更强的投机需求，体现在微观层面往往就是投机性的主动累库，从而加速景气波动。**在中期策略报告中我们曾经分析过，化肥中氮、磷、钾三大基础养分的化合物形态标准，基础组分的差异化程度低。而农药虽然也可分为除草、杀虫、杀菌三个大类，但实际上各大类中的子品类繁多。病虫害每年因气候等因素的影响存在着的不稳定性，导致对具体活性组分品种的需求处于动态变化中，而同一种效果也有不同子品类能够实现，存在一定的替代性，非单一映射。化肥属于大宗化工品，均质化程度高，需求弹性（尤其是一致性的投机需求）会加强景气的变化趋势；而农药属于精细化工品，差异化程度高，绝大多数品种不会出现明显的库存景气大幅波动则更加依赖供给弹性。这也是为何化肥在 20 年的反弹更敏锐且 21 至 22 上半年的上涨也更加猛烈。大宗属性的差异导致了农药化肥价格走势的分化，也带来了农药内部品类的表现的不同。从品类上看，除草剂价格指数反弹的敏感度及幅度最为突出，基本与大宗化工品的节奏一致，背后主要是全球最大宗的且与转基因种植高度绑定农药单品草甘膦的驱动。草甘膦单品的吨位大，需求映射刚性，大宗属性与化肥相似。然而差异化程度较高且小品种扎堆的杀虫剂和杀菌剂价格指数则表现得非常疲软，直至 21Q3 末才因为供给侧剧烈压缩而出现拉升。从产业链纵深看，化肥原材料到终端的环节更短，成本传递更加直接；而农药原药中间产品环节更多更长，传递也更加滞后，21 年 Q3 开启的暴涨更多的是因为能耗双控造成的各个环节减产限产导致的环环放大效应，而一旦供给侧的约束解除，价格支撑就容易快速崩塌。但反过来看，22 年初农药原药景气泡沫的快速消化反而也赋予了相应企业更安全的增长基础。

图 56：化工原料及农药化肥价格指数当月同比（%）



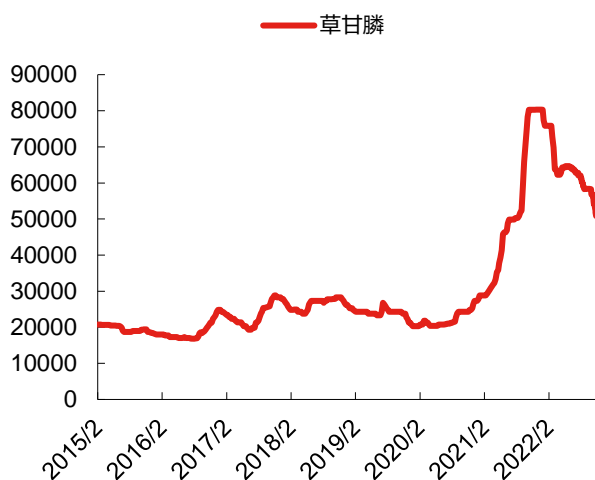
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 57：中农立华原药价格指数（以 2014/7/1 为 100 基准）



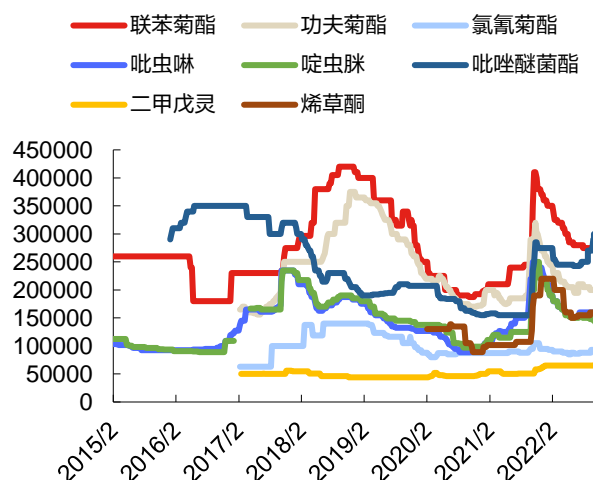
数据来源：中农立华原药，Wind，东方证券研究所

图 58：草甘膦原药价格（元/吨）



数据来源：百川盈孚，东方证券研究所

图 59：小品类除草、杀虫、杀菌剂原药价格（元/吨）

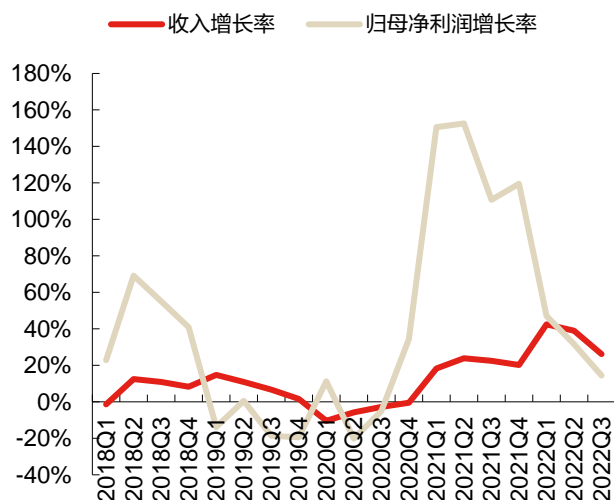


数据来源：百川盈孚，iFind，东方证券研究所

## 2.6.2 农药板块具备更安全的增长基础

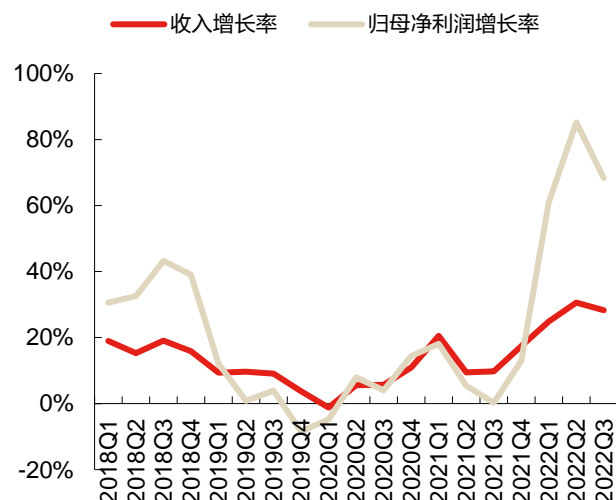
我们梳理了申万行业分类中，化肥和农药板块上市公司收入和归母净利润增速的中位数变化。化肥选取申万行业分类为氮肥、磷肥、钾肥、复合肥的上市公司，其中氮肥板块也包含了一些综合性的煤化工企业，但由于产品也以大宗化工品为主，周期属性基本一致；农药选取的是申万行业分类中的农药板块。板块收入及利润增速中位数这种相对自上而下的指标虽然分辨率较低，模糊了具体产品和公司的众多细节，但却能够抽象描述出景气波动对相应板块企业利润影响的差异性。

图 60：A 股化肥上市公司收入和净利润累计增长率（中位数）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 61：A 股农药上市公司收入和净利润累计增长率（中位数）



数据来源：Wind，东方证券研究所

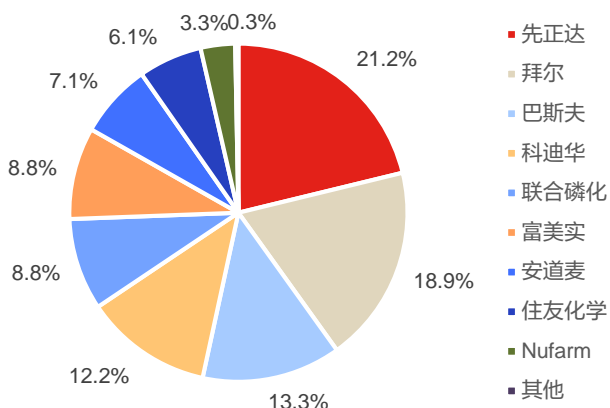
20 年疫情冲击后的低基数以及 20 年底景气拐头大幅上行的作用下，化肥上市公司 21 年普遍实现了利润的大幅增长，虽然农药上涨相对滞后，但农药板块中草甘膦原药比重较大的农药公司也率先展现了明显的业绩弹性。但景气的上行抬升了利润和价格的基数，同时在原材料价格的强势下，后续利润的同比增幅明显放缓，产品价格对利润增长的边际贡献在减弱。也就是说，如果产品价格未来不出现同比当前更大幅度的提升，且产品销量端也没有增长的逻辑，那么后续业绩的增幅

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。

将非常有限，而股价的上涨又在于对业绩扩张的预期。这就不难理解今年下半年在整体周期品向下的过程中农化板块的市场走势为何出现分化。大宗属性较强的化肥农药上市公司即使有些三季度业绩表现不错或者持续实现同比高增，但市场反应也不乐观，反而是大宗属性较弱的小品种农药公司更加受到市场青睐。所以，前期景气泡沫消化相对充分或者涨幅不明显的非大宗农药品种，主要是杀虫、杀菌及一些小品种除草剂，在当前背景下反而具有相对较好的安全边际，如果企业有持续量增的逻辑则未来业绩扩张的确定性更强，也是我们相对看好的子板块，但这也更依赖于自下而上的选择。

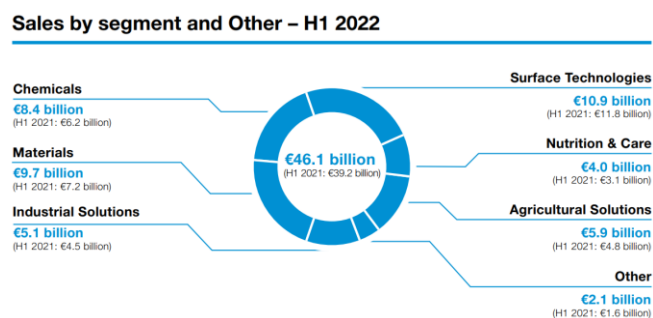
从整体全球农化刚性需求以及品类景气位置看，杀虫、杀菌及一些小品类除草剂具备一定的防守性。而进攻性一方面来自于供给侧带来的量价的催化，另一方面则是企业自身的资本开支或是渠道扩张下的量增。前者可以是海外相关产能的供给压缩、成本上涨，或是国内企业对海外产能的承接。我们在前期深度报告《寻找逆势增长品类》中对欧洲能源危机的影响有所分析，全球农药终端市场主要被跨国企业掌控，其中巴斯夫和拜耳就是欧洲的两大巨头，且农业板块本身在跨国企业内部也同样有着举足轻重的地位。尽管目前非专利农药原药的生产已逐步转移到中国，但跨国企业仍然保留和掌握着大部分专利农药和重要的非专利农药原药的产能，这部分欧洲强势品类的全球供给也将因为欧洲能源供应的不稳定性受到影响，国内相关企业将迎来扩张市场份额的机会。后者则延续我们去年《为何此时建议关注农药板块？》中的观点，由于中长期国内原药供需走向宽松，且全球非专利原药赛道基本都是中国玩家主导竞争激烈，涨价β淡化，农药企业需自主把握结构性增长机会。原药标的选择还是要回归公司内生的α，即：1）ROIC 和投入资本规模，对应盈利的稳定性；和 2）在建工程/固定资产，对应资本开支持续性和隐含的成长性。我们相对看好走出国门去海外布局终端市场的业务模式，一方面布局终端市场将不限于单个活性组分的市场容量而是整个终端植保市场，天花板更高，且植保终端市场景气向上而上游原材料供应则走向宽松；另一方面海外终端市场基本都是跨国巨头，本土企业能够从效率和成本等多个维度打出差异化竞争优势。

图 62：2020 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 63：巴斯夫 22 年上半年营收结构



数据来源：BASF，东方证券研究所

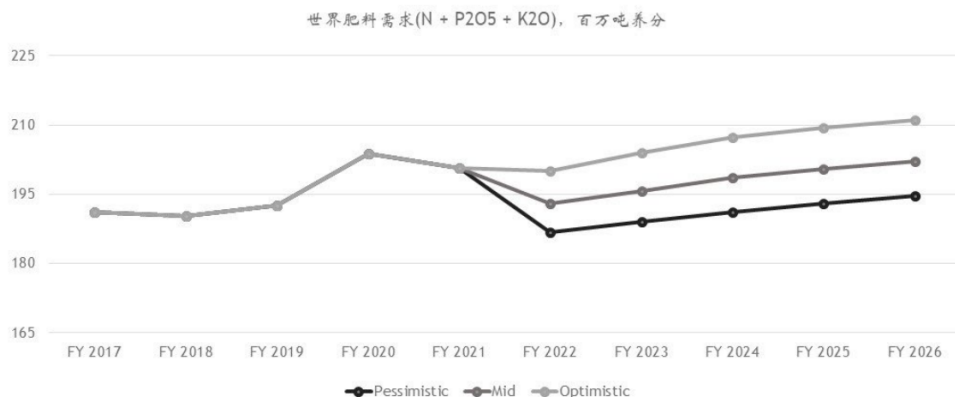
### 2.6.3 化肥静待季节性反弹回暖

我们并非不看好未来化肥的景气延续，根据 IFA 统计及预测数据，2020 肥料年包括氮磷钾在内的化肥总需求量相较于 2019 肥料年增长 6%，而化肥支付能力降低、2020 肥料年多备肥、地缘政治等原因导致 2021 肥料年化肥需求估计下滑 1.6%。基于供应链的不稳定性，IFA 认为短期肥料

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。

的消费更大程度决定于化肥的供应能力，预计悲观情景下 2022 肥料年的化肥消费量将下滑 7%，但中期需求仍保持增长趋势不变，2023 肥料年全球化肥需求将恢复增长，供需紧平衡的格局未被打破。且包括 Nutrien、CF、Mosaic 的全球巨头都认为全球化肥供应紧张的局面还将延续。

图 64：全球肥料需求中期预测（2022-2026）

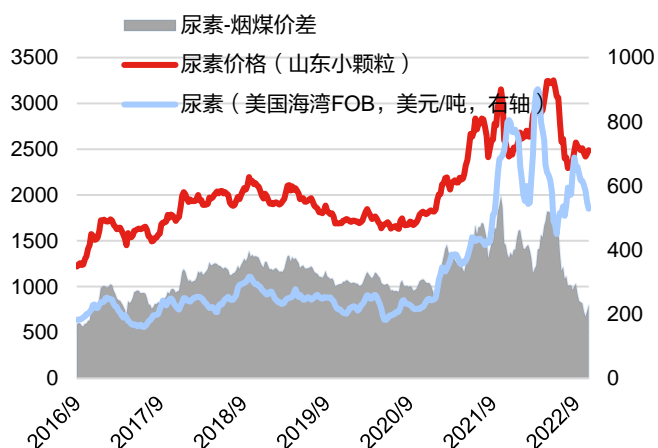


数据来源：IFA，东方证券研究所

从企业利润增长的角度看，化肥本身在产能扩张受到一定政策性限制的背景下，价格因素占主导作用。今年上半年的行情是化肥本身全球供需的紧平衡叠加化石能源通胀以及地缘政治共同的催化带来的综合结果，明年价格能否超越今年的涨幅依赖于这几大影响因素能否进一步激化，因此还是具有较高的不确定性。化肥企业量增的逻辑则会体现在企业上游资源扩张或者是下游产业链的延长，例如氮肥企业碳一、碳二等化工产品的扩量，磷肥企业上游磷矿的扩产或下游磷酸铁、精制磷酸延伸，以及钾肥企业在海外的产能扩张。

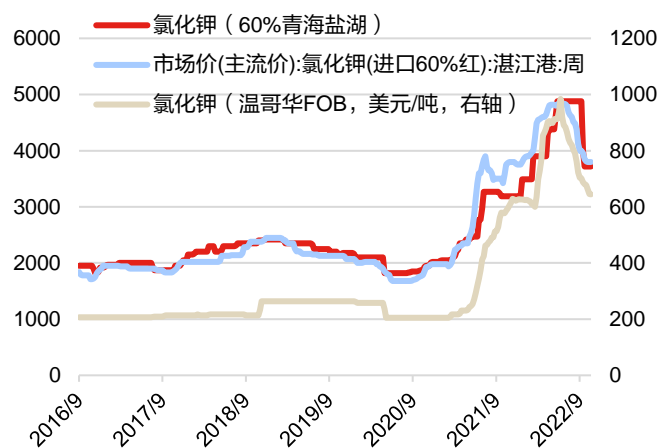
短期看，当前化肥价格较前期已回调较多，除了前文我们所分析的大宗属性带来的波动外，另一方面则是上半年旺季和年底冬储间的青黄不接，属于季节性因素。往后看，北半球的种植季将于 2、3 月左右启动，种植季之前的化肥备货工作也将陆续开启，整体需求将进入持续改善期，届时也有望开启一波季节性的行情。三大肥料而言，短期我们依旧相对看好磷肥。从价差水平看，磷肥目前处于比较差的水平，对于原材料均外购的企业而言目前已经处于亏损状态；另外从百川盈孚统计的库存水平看，磷肥的行业库存较其他两大肥料而言也处于历史中枢偏低的水平。所以从盈利能力和库存水平看，磷肥反弹的支撑更强。

图 65：尿素价格与价差（元/吨、美元/吨）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 66：氯化钾价格（元/吨、美元/吨）

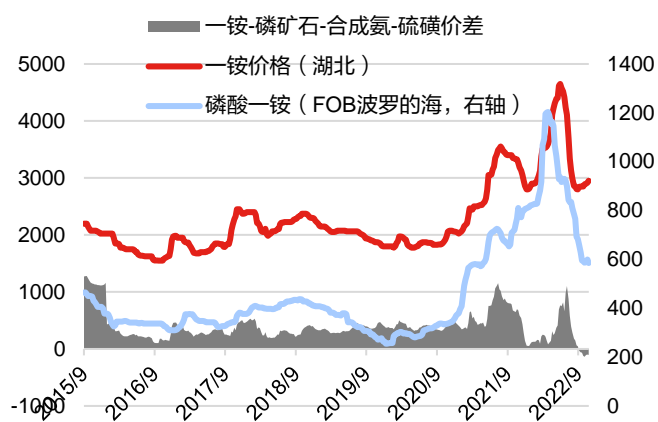


数据来源：Wind，东方证券研究所

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。

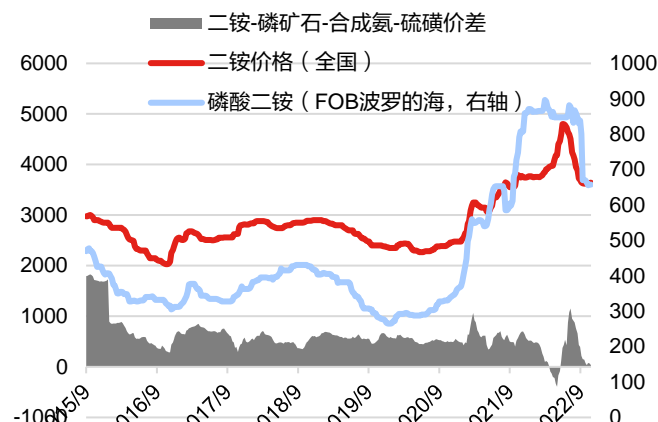


图 67：磷酸一铵价格与价差（元/吨、美元/吨）



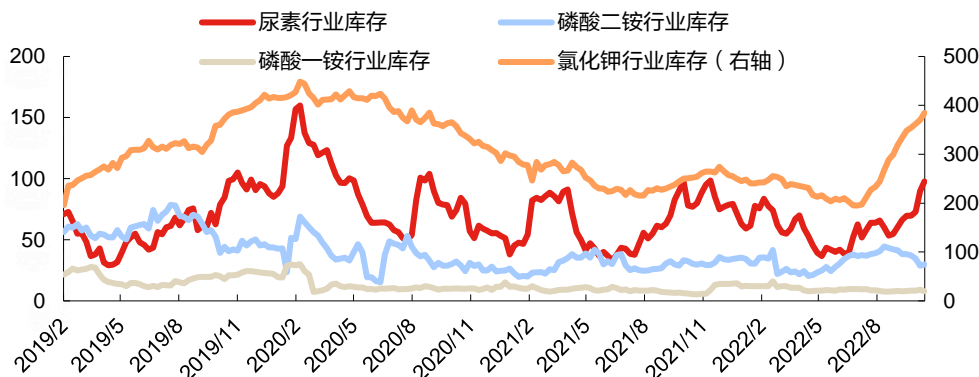
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 68：磷酸二铵价格与价差（元/吨、美元/吨）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 69：三大化肥品类行业库存情况（万吨）



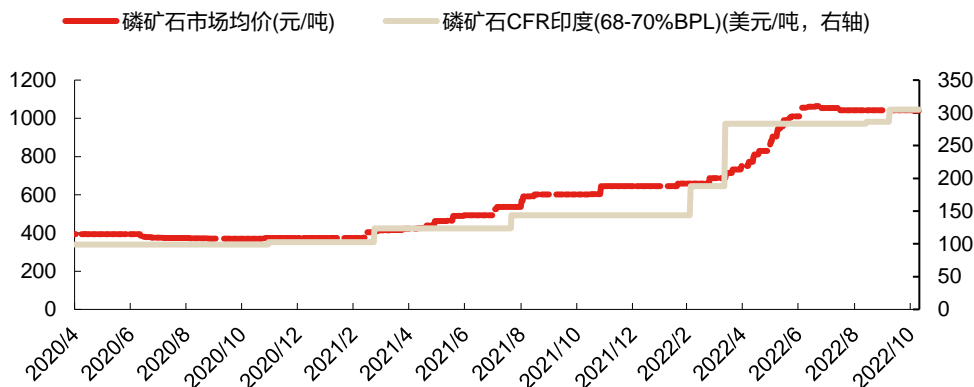
数据来源：百川盈孚，东方证券研究所

此外，今年磷化工产业链最亮眼的品种非磷矿石莫属，尤其是在三季度磷肥价格大幅下跌盈利明显压缩，肥企面临显著降负压力的背景下，合成氨、硫磺拐头向下，然而国内磷矿石依旧坚挺，海外磷矿石也维持在近年的历史高位。这主要也是来源于磷矿石供需两方面的支撑。供给方面国内及海外磷矿石供给集中度高，企业议价能力相对较强，近年来产量也没有明显增长。需求方面则受到磷化工企业向新能源产业及其他精细磷化工产品的延伸的拉动，尤其是今年头部企业湿法磷酸及湿法净化酸产能的投产拉动了磷矿石的需求增长。例如贵州磷化集团 40 万吨湿法净化磷酸项目，云天化两套 10 万吨湿法净化磷酸项目，中化涪陵环保搬迁一期项目含 30 万吨湿法磷酸、10 万吨净化磷酸，川恒股份广西鹏越 20 万吨湿法磷酸项目等。

我们推测虽然有些企业湿法净化磷酸的原料酸来源是自身已有配套的肥料用酸装置，表观上总的粗酸产能并未增加，但随着净化酸的投产，原有粗酸产能实际上开工率是提升的。以磷肥企业一套传统的 836 系统为例，即 80 万吨硫酸，30 万吨磷酸（折  $P_2O_5$ ），60 万吨磷铵（实物），磷铵  $P_2O_5$  含量大概是 50%，那么 60 万吨磷铵对应 30 万吨  $P_2O_5$ ，基本与装置配套对应。但由于国内磷肥平均开工率基本在 60%-70% 的水平，所以业内一套 836 系统中磷铵产品实际消耗的  $P_2O_5$  大约是 20 万吨，还有 10 万吨  $P_2O_5$  的产能富余。湿法净化磷酸的投产恰恰是发挥了这部

分“闲置”的磷酸产能，也带来了磷矿石需求的增量，也部分弥补了磷肥开工下滑时磷矿石需求的疲软。而海外磷矿石最重要的贸易来源是摩洛哥，摩洛哥本身也是重要的磷肥出口国家，但其自身的磷肥原料合成氨、硫磺又主要来自于进口，在该类能源相关原材料成本的压力下，磷矿石作为其最有议价能力的筹码也必然不愿意在价格层面让步，这与海外典型能源输出国在油气价格方面的态度是基本一致的。所以在国内外供需格局的演绎下，我们认为磷矿石还将维持坚挺，拥有磷矿配套及增产储备的企业拥有长期竞争力。

图 70：国内外磷矿石价格



数据来源：百川盈孚，东方证券研究所

### 3、投资建议

结合上文分析，2023 年我们看好的方向主要有三点：农化行业景气持续上行；海外企业受限带来国内下游份额提升机遇；龙头企业周期性复苏可能性。

#### 3.1 农化行业景气坚挺

农药板块，我们更加看好全球农药终端市场的景气及竞争环境，持续看好在海外布局自主登记及销售网络，对国内和国外同行均具备差异化竞争优势的润丰股份；原药行业中长期走向宽松且竞争激烈，我们建议关注弱周期小品种原药占主导的，具备防守性和进攻性的标的，主要有海利尔、中旗股份、利民股份，以及目前处于估值低位的扬农化工。对于化肥板块，我们相对看好磷产业链，建议关注川恒股份、云天化；钾肥板块我们建议关注有较大海外产能扩张储备的亚钾国际。

##### 3.1.1 润丰股份

润丰股份是全球布局制剂登记及销售渠道的中国本土企业，业务模式和全球农化价值链的角色可对标跨国巨头，稀缺性高。公司以轻架构、快速响应为特点，具有领先的海外登记能力，供应链管理能力强，经营韧性强，在 21 年行业大幅波动的背景下依旧实现了业绩大幅增长，22 年前三季度依旧实现大幅增长。公司今年完成了多个新目标国的调研和目标国本地子公司的设立，尤其在包括巴西、俄罗斯的国家开展了本土业务（B-C），渠道下沉进一步推进。公司全球登记团队成员规模从 2021 年的 119 人增加到现有的 149 人，是行业稀缺资产；2022 上半年全球登记费用支出同比增加约 2100 万；新启动在白俄罗斯、伊朗、卢旺达等国的登记全面推进并继续加码已有登记国家的更多登记。截止 2022 年 8 月 18 日，公司已拥有海外登记 4459 项，同比 21 年底增加 11%。公司中期目标将于 2024 年在除美国、加拿大、日本之外的全球所有主要市场初步完成“快速市场进入平台”的构建，于 2025-2029 期间完成对全球所有主要市场的“快速市场进入

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。

平台”的构建。公司今年对 B-C 业务拓展目标有了明确的升级，公司新计划于 2024 年年底前完成在不少于 25 个新增目标国予以开展（21 年报计划不少于 16 个），数量进一步提升。公司在上游原药配套方面也持续发力，支撑未来营销网络的拓展。长期看，我们认为公司对接了全球 700 亿美金的终端植保市场，拥有相对原药企业更高的成长天花板。

### 3.1.2 海利尔

海利尔具有原药-制剂一体化布局，盈利能力和稳定性业内领先，能力被市场有所低估。公司起步于制剂的生产销售，拥有丰富的海内外销售渠道，并以此建立了敏锐的市场感知度；公司在多年发展中向上游扩张了原药及中间体产能，在拓展并稳固了吡虫啉、啉虫脒、吡啶醚菌酯等大单品的同时还不断布局相当的新品项目储备。尤其是公司其新投产的杀菌剂丙硫菌唑，作为全球终端销售前三的杀菌剂品种，近年来全球终端销售体量持续增长；由于国内拥有原药产能的同行极少，当前拥有极强的垄断定价，公司积极扩产巩固先发优势。公司新的恒宁基地一二期项目也持续有新品放量及后续项目储备，推动公司滚动式发展。此外，公司还有自主创制杀虫剂品种“1119”有望上市。公司在原药新品开发布局能力上具有强劲实力和能动性。公司 22Q3 末相较年初在建工程转固明显，成长性有望集中释放。

### 3.1.3 中旗股份

中旗股份是小品类农药原药龙头企业，主要品类是除草剂和杀虫剂，前者包括氯氟吡氧乙酸、炔草酯、氟氯草酯，后者包括噻虫胺、虱螨脲等，大多产品市占率达到 60%-70%，并与海外跨国巨头建立起了长期良好的合作关系，产品定价的周期性波动较小。因为外部因素影响，公司产线开工稳定性和连续性受到冲击，公司过去几年经营承压。随着行业内供给侧政策明朗，公司装置开工正常，22 年前三季度业绩也实现了明显增长。同时，公司有大量的在建和储备项目，截至 22Q3 公司在建工程/固定资产达到 96%，领跑农药上市公司，尤其是淮北基地规划了总预算超过 20 亿元的 15500 吨新型农药原药及相关产品项目。

### 3.1.4 利民股份

利民股份杀菌剂小龙头，国内最大的保护性杀菌剂——代森类杀菌剂生产企业，也是国内生物发酵类杀虫剂中阿维及衍生产品龙头企业，主导产品代森类、霜脲氰、三乙磷酸铝、啉霉胺和威百亩产能国内第一。公司储备项目众多，12000 吨三乙磷酸铝原药技改项目今年 4 月进入试生产，低成本气相法工艺草铵膦 5000 吨新产能今年 10 月进入试生产，发酵项目有序建设中，包含多杀菌素等高附加值品类。公司主力产品代森锰锌今年在价格和成本端两头承压，而当前代森锰锌已较三季度有所回暖，而上游原材料乙二胺则明显下跌，代森锰锌盈利能力持续改善中。

### 3.1.5 扬农化工

扬农化工作为农药行业的绝对龙头，是农药制造业先进代表。公司最突出的优势是随着资产规模不断变大，盈利的确定性始终保持高水平，打破了行业普遍存在的盈利能力和规模难以两全的瓶颈，在同行中最为突出，这也是公司在制造端和产品选择方面核心竞争力的浓缩体现。优嘉四期项目第一阶段已于 22 年初投产，充实公司优势品种序列。公司已正式公告决定投资设立葫芦岛全资子公司，将进一步推动葫芦岛的项目落地。先正达集团的内部协同还将持续为公司赋能，公司长期成长路径可期。当前看，公司估值也处于自身底部区间。

### 3.1.6 川恒股份

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。



川恒股份是我国饲料级磷酸二氢钙和消防用磷酸一铵细分龙头，拥有磷酸二氢钙产能 36 万吨，磷酸一铵产能 17 万吨，销量的市场占有率分别超 40%、35%。公司目前拥有磷矿石产能近 300 万吨，正在筹划新增 250 万吨，远期共计划达到 1000 万吨产能。公司在磷矿石利用开发上也拥有技术积累，拥有自主研发的磷矿浮选技术、半水湿法磷酸生产成套技术、湿法磷酸净化技术等；公司还与北京科技大学共同研发了半水磷石膏改性胶凝材料及充填技术，解决磷石膏末端处理历史难题。公司已规划磷酸铁产能 160 万吨，总规划规模行业领先，其中 10 万吨已于下半年投料试车成功，另有 10 万吨项目已立项备案。从产业链看，公司打通了上游资源-生产技术-末端处理的全流程。

### 3.1.7 云天化

云天化是我国磷复肥龙头企业，拥有磷铵产能 525 万吨，尿素产能 199 万吨，饲料级磷酸氢钙 50 万吨，复合肥 83 万吨、9 万吨聚甲醛等，拥有磷矿石原矿产能 1450 万吨。公司是产业链配套较为完整的磷肥企业，在磷肥板块拥有磷矿石、磷酸及合成氨的高度配套能力。尿素板块拥有气头尿素装置，化肥用气成本稳定，内蒙古煤头尿素装置还拥有煤炭自给，尿素成本领先。公司在全球成本端压力下拥有资源及产业链套利能力。此外，公司正在投资建设 50 万吨磷酸铁项目，一期 10 万吨/年磷酸铁装置 9 月已全面建成，现在进入产能提升阶段；配套设施 10 万吨/年精制磷酸一期、二期项目已经相继投产，20 万吨/年双氧水项目正在按计划推进；公司正按计划推进 2×20 万吨/年磷酸铁项目建设，计划于 2023 年底前建成投产；目前公司与多氟多合资的六氟磷酸锂项目与氢氟酸项目已按计划建成，六氟磷酸锂项目正在试产。另外 10 万吨/年湿法净化磷酸产能正在建设，现有副产氟硅酸产能 17 万吨/年左右。

### 3.1.8 亚钾国际

亚钾国际是中资企业在海外找钾约 34 个项目目前唯二取得成功，并且实现大规模工业化生产的企业之一，公司老挝钾肥项目也是我国第一个在境外实现百万吨级生产的钾肥项目。公司现有老挝东泰矿段 35#矿氯化钾产能 100 万吨，氯化钾总储量 1.52 亿吨，平均品位 15.22%，在 25 万吨生产装置提质改造和 75 万吨扩建项目后已顺利达产，今年将是公司第一个百万吨项目正式放量的第一年。今年 6 月公司通过并购重组方式获得其临近 179#矿及相应采矿权，拥有老挝彭下-农波矿区共计 6.77 亿吨氯化钾储量，平均品位 17.14%。今年 8 月 18 日，公司又成功获取 179#矿相邻区块沙湾拿吉钾盐矿探矿权，公司氯化钾资源储量将超 11 亿吨。公司已批复产能 300 万吨，公司力争第二个百万吨项目在 2022 年底完成固定资产投资，2023 年初达产；同时第三个百万吨项目力争在 2023 年年底完成固定资产投资，2024 年初达产。公司目前正在 179 小东部矿新增 200 万吨的产能申请已被老挝政府受理，在获得批复后，可以使公司进一步快速扩建到 500 万吨的钾肥产能规模。公司未来将根据市场情况，会进一步申请新产能，以实现 800-1000 万吨钾肥产能目标。

## 3.2 海外企业受限带来国内下游份额提升机遇

### 3.2.1 万华化学

万华化学虽然前三季度业绩也出现环比下滑，但是下滑的幅度明显小于其他化工龙头企业，主要原因就是 MDI 和 TDI 等异氰酸酯产品在经济低迷期的表现显著优于其他化工大宗品。这离不开万华过去多年为维护异氰酸酯行业格局做出的诸多努力。我们认为后续万华有两个主要看点：一是过去多年布局的精细化工与新材料业务在 2023 年将有望进入一轮集中投放期，且以欧洲化工企业

为主的竞争对手恰好面临能源危机导致的困境，这带给万华巨大的替代机遇期；二是万华在经济低迷期仍坚持扩张异氰酸酯、石化等大宗品产能，提升市场份额，虽然目前宏观经济不佳使得市场对这部分增量预期较低，但等到需求触底回升时，这些新项目将带来更大的业绩弹性。

### 3.2.2 皇马科技

皇马科技是国内特种聚醚行业的领先企业。特种聚醚产品差异化程度很大，应用领域非常广泛，涵盖衣食住行等各方面，且在下游中成本占比较小。特种聚醚产品特色是产品利润率较好，但单个品种收入利润体量较小，只有掌握的品种足够多，才能具备持续投入开发新品驱动增长的能力。皇马相对国内同行，在规模与品类上已经具备明显优势，且研发投入一直较大，是最有潜力持续成长的企业。2022 年，公司的聚醚胺和 MS 树脂等产品顺利投放，上半年对业绩行程良好拉动。虽然三季度受到宏观经济影响，公司盈利出现环比下滑，但我们认为企业长期发展的竞争力并没有削弱。展望 2023 年，公司的聚醚胺和 MS 树脂等有望进一步放量，特种聚醚产品有望在海外竞争对手收缩的情况下出现超预期增长。

### 3.2.3 利安隆

利安隆是国内高分子抗老化剂龙头企业，在主业稳步增长的情况下，凭借自身在产品开发、工艺技术、营销网络、研发人才等方面的优势进入润滑油添加剂行业，充分发挥两条业务线的协同性，抓住国内润滑油添加剂行业的供应链自主可控机会来发展第二曲线成长。今年公司正式入主康泰后，其业务经营明显向好发展，二期项目也即将在今年四季度投产，加码第二曲线成长。抗老化剂业务方面，下游聚烯烃扩产以及光伏、风电、5G、电动车轻量化等新兴领域带来了国内抗老化剂市场增量和新配方的需求，同时海外欧洲、印度-南亚市场也存在进一步开拓的机会，珠海、内蒙古、衡水、中卫多基地的有序产能建设配合积极的市场开拓，我们继续看好公司未来抗老化剂板块的持续成长。

## 3.3 龙头企业周期性复苏可能性

### 3.3.1 中国海油

中国海油是 A 股最为纯正的油气标的，2021 年公司油气销营业收入占比超 90%。今年国际油价大涨，公司业绩也有所体现。前三季度公司实现归母净利润 1087.7 亿元，同比+105.7%。我们判断，明年国际油价处于高位震荡，公司的业绩将直接受益于高油价。降本增效方面，截至 2022Q3，公司桶油成本 30.29 美元/桶，在国际油价大幅上涨的背景下仅比 2021 同期增长了 1.30%。剔除掉桶油税金后的桶油成本仅 25.52 美元/桶，较 2021Q3 同期还下降了 5.3%，可见公司降本增效的效果。同时，公司保持“增储上产”的力度，2022 年公司计划资本支出 900-1000 亿元，截至 2022Q3 的资本开支达 686.9 亿元，有 6 个新项目投产，共获得 14 个新发现并成功评价 20 个含油气构造。我们认为公司在 A 股具有稀缺性，且股息率高，在高油价背景下有望持续受益。

### 3.3.2 荣盛石化&恒力石化

今年是民营炼化投产后极为困难的一年，三季度恒力石化和恒逸石化均出现了亏损，荣盛的业绩也大幅下滑。无论是国内的民营炼厂还是海外的民营炼厂均受到了宏观周期的影响。三季度原油从 120 美元/桶跌至 90 美元/桶，造成巨额的原油库存损失。加之需求疲软，产销低迷等一系列不利因素才导致了如此的景气低点。站在当下，我们认为应当更为长远的看待民营炼化。虽然当下

是景气低点，但各家企业并未放慢扩张的脚步。其中，浙石化投资 641 亿元建设高端新材料项目，投资 192 亿元建设高性能树脂项目，投资 345 亿元新增 140 万吨/年乙烯及下游化工装置项目。恒力则布局锂电隔膜、BOPET 薄膜等新能源新材料项目。恒逸石化也规划了文莱炼化二期项目。景气低点时，民营炼化夯实资产，迎接景气度回归时的再次腾飞。

### 3.3.3 华鲁恒升

华鲁恒升是成本优势最强的煤化工企业之一，公司在工程技术及管理等方面的突出能力使其在长期处于红海竞争的煤化工行业中用有领先的 ROE 水平，且业绩稳定性穿越行业景气波动。公司基于低成本煤气化平台的扩张提升，从上市初的单一氮肥企业成长为综合性煤化工龙头，下游领域覆盖衣食住行四大需求，并已进入新一轮下游延伸的资本开支期。尤其是公司基于煤气化成本优势切入新能源材料赛道，30 万吨碳酸二甲酯项目品质可达到电子级并已成功切入新能源客户，未来还有扩产计划，并有望重塑行业供给格局。德州本部还将持续延伸合成气下游产品，而近年“走出去”的湖北荆州第二基地明年有望投产，基础煤气化平台有序推进，下游新能源材料产品延伸方案也陆续出台，将进一步打开成长空间。目前看，华鲁主要产品中除尿素这一与“食”产业链高度相关的产品景气相对坚挺外，其他与“衣住行”相关的产品因需求低迷都基本处于底部。

### 3.3.4 新和成

新和成今年的表现随着欧洲能源危机起起伏伏，同时 VA 价格的回落，以及维生素需求的疲软也使得公司单三季度的业绩出现同比环比的下滑。不过，我们认为，维生素的下游偏刚需，需求的下降不比地产链的相关品种。且近期行业内企业也纷纷提高维生素报价，价格有望出现拐点。长期来看，公司的核心竞争力在于创新能力，围绕营养品、香精香料、高分子新材料、原料药等业务解决了多项“卡脖子”的技术问题。公司努力打造“化工+”“生物+”两大平台，产品线不断丰富。未来储备的项目有己二腈、PPS 三期、黑龙江生物发酵二期、15 万吨蛋氨酸项目、光气项目等，依旧具备长期成长性。

### 3.3.5 宝丰能源

宝丰能源是煤化工领域的核心资产，公司目前拥有 120 万吨/年煤制烯烃和 700 万吨/年焦炭产能。9 月 22 日，生态环境部公告受理内蒙古宝丰煤基新材料有限公司绿氢与煤化工耦合碳减排创新示范项目，标志着公司内蒙古 300 万吨项目取得实质性进展。未来新建项目包括 300 万吨/年煤焦化多联产项目，宁东三期 100 万吨/年煤制烯烃及 C2-C5 综合利用制烯烃项目，内蒙古煤基新材料有限公司绿氢与煤化工耦合碳减排创新示范项目（一期 300 万吨）以及宁东四期 50 万吨/年煤制烯烃项目。若规划产能如期投产，未来公司将拥有 570 万吨/年煤制烯烃产能和 700 万吨/年焦炭产能，成长空间巨大。

### 3.3.6 桐昆股份

今年对于涤纶长丝企业来说也是极其困难的一年，桐昆这样的龙头企业也在三季度出现了亏损，我们认为，三季度出现亏损的主要原因在于行业库存高企，下游需求不及预期，市场预期的圣诞节订单旺季也并没有出现。同炼化企业一样，桐昆在行业景气度低点也没有放慢扩张的脚步，扩张长丝产能，当行业景气反转后，有望进一步扩大市占率。从估值角度来看，桐昆 11 月中旬 PB 仅 0.88 倍，历史最低 PB 为 0.7 倍，发生在 13、14 年。当时的长丝仍处于行业洗牌阶段，格局远不如现在。当前位置的桐昆股份是性价比极高的长期配置标的。

### 3.3.7 卫星化学

卫星化学是轻烃化工领域的龙头企业，在 C2 和 C3 领域均有一体化的布局。我们长期看好碳中和的背景下轻烃化工的竞争优势，原因有两点：1.轻烃路线的能耗低，过程排放低，因此自身扩产更加容易。2.轻烃的原料属于富氢原料，生产过程中副产蓝氢，可为公司向下游延伸至涉及加氢反应的产品提供极其廉价的氢气。尤其是在向 C1 产业链（产品如合成氨、甲醇等）延伸的过程中，蓝氢路线将造就成本曲线最左侧的产能。虽然 2022 年，受到下游需求和原料上涨双重冲击，公司业绩下滑较多，不过公司长期发展的动力随着乙烯二期项目投产得到了显著强化，后续新项目的落地和需求复苏都将成为反弹的催化剂。

## 3.4 其他

### 3.4.1 金禾实业

金禾实业是全球人工高倍甜味剂龙头，规模成本优势领先，下游对接减糖新消费的确定性趋势，成长赛道优质，甜味剂需求有望迎来增长爆发的拐点。公司三氯蔗糖、麦芽酚新产能将陆续放量，目前主力食品添加剂产品价格已在高位维持，行业供需格局预期修复企业挺价动力明显，在需求快速放量的确定性趋势下，公司将持续享受量价齐升；前期受疫情影响的下游需求也有望快速恢复。公司配套三氯蔗糖的 3 万吨 DMF 项目已投产，将进一步提升产业链优势；定远基地二期总计 99 亿的投资还有望扩充公司优势产品序列及拓展能力圈，保障未来几年的成长性。

### 3.4.2 三联虹普

三联虹普是一家聚酰胺和 rPET 工程建设 EPC 服务商，两大行业均处于高速发展期，有大量的工程建设需求。聚酰胺方面，PA6 的产能扩张得益于上游己内酰胺的国产化关键技术突破，PA66 的产能扩张得益于我国己二腈生产技术有望在 2022 年内获得突破。我们统计得到，截至三季报公司今年公告的新签订单达 14.2 亿元，创下历史新高。我们认为，在 rPET 和 PA66 两大行业大发展的背景下，公司有望持续获得订单。

## 4、风险提示

- 1) 油价波动风险：如油价短期大幅上涨或暴跌，将对相关产业链盈利产生较大影响；
- 2) 疫情变化不及预期风险：随着疫情常态化，全球经济活动逐渐恢复正常，如果疫情发生重大变化，对供给和需求的预期也会造成较大改变。
- 3) 政治风险：如贸易摩擦加剧等不可控因素影响，经济需求大幅下滑，将影响行业整体盈利水平。
- 4) 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。比如产能数据统计可能存在误差、产能投放进度可能不及预期、假设条件发生变化可能导致产量、开工率等预测结果产生偏差等。

### 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，资产管理、私募业务合计持有华鲁恒升(600426.SH)、皇马科技(603181.SH)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](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。