

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

从需求出发，寻找确定性的增长

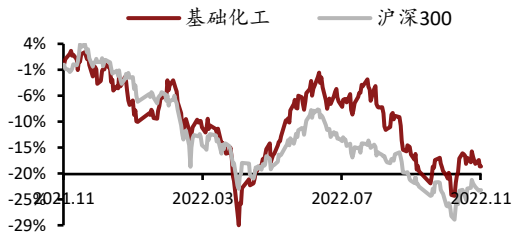
——基础化工行业年度策略

证券研究报告-行业年度策略

同步大市(维持)

基础化工相对沪深 300 指数表现

发布日期：2022 年 11 月 25 日



资料来源：中原证券

相关报告

《基础化工行业深度分析：化工行业整体面临下行压力，锂电、钾肥、民爆等行业增长态势较好》 2022-11-21

《基础化工行业月报：化工品价格整体回调，产业链下游有望受益》 2022-11-07

《基础化工行业月报：化工品价格有所提升，围绕三条主线布局》 2022-10-10

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

- 2022 年以来，受通胀上行，美联储加息等因素影响，全球经济的面临较大的下行压力。同时国内疫情复发以及房地产下行等因素，对我国经济带来较大冲击。在通胀和疫情等因素冲击下，化工行业整体有所承压，利润增速呈逐步放缓的态势。前三季度各板块分化较为明显，受大宗原材料大幅上涨的推动，上游原料端的子行业收入、利润表现相对较好，而偏产业链下游的子行业则在成本上升和下游需求疲软的影响下整体承压。
- 2020 年以来化工行业固定资产投资力度明显提升，为供给带来一定增量。今年以来行业需求较为疲软，未来有望边际复苏。随着双碳政策的持续推进，化工行业有望加快产业结构的调整转型，推动行业进入高质量发展的新阶段。具有优质园区与产业链一体化等优势，技术与规模领先，环保、安全措施完善的龙头企业有望实现强者恒强，不断扩大市场份额，实现内生性的成长。
- 寻找需求具有保障的周期行业：全球粮食价格高位运行，农业耕种意愿较高，有望拉动农化领域需求。其中农药的供给总体处于收缩态势，产业结构不断优化，行业景气有望维持在较高水平。磷矿石的需求有望在磷肥和新能源的拉动下保持增长，磷矿石的供给则呈收缩态势，磷矿资源稀缺性的不断提升，推动磷化工行业景气的上行。随着我国汽车产业的崛起，国产轮胎有望凭借配套优势实现进一步发展，提升在全球轮胎市场的份额。国际海运成本的下降和原材料价格的下行则有望提升轮胎行业盈利水平。
- 精选优质成长：部分化工新材料由于下游应用属于新兴领域，其需求正处于快速增长，或者受益国产替代，市场面临快速增长的机遇。受益芯片国产化的浪潮，未来电子化学品板块成长空间可观，确定性较强，建议关注国产替代进程较快的半导体材料企业。在节能减排的大趋势下，生物柴油有望替代传统的化石基材料，具有可观的成长空间。
- 维持行业“同步大市”的投资评级。投资策略上建议关注万华化学、华鲁恒升、桐昆股份、卫星化学等一体化龙头企业以及农药、磷化工、轮胎、半导体材料、生物柴油等领域的投资机会。

风险提示：下游需求不及预期、行业产能大幅扩张、原材料价格大幅上涨

内容目录

1. 前三季度化工行业回顾	5
1.1. 行业保持较快增长，景气出现分化	5
1.2. 化工行业二级市场表现：2022 年整体跑输市场	8
2. 2023 年化工行业展望	10
2.1. 固定资产投资快速增长，龙头企业保持扩产态势	10
2.2. 下游需求呈下滑态势，未来有望边际复苏	12
2.3. 海外地缘局势推动油气价格高位运行	13
2.4. 双碳目标引领行业高质量发展	14
2.4.1. 双碳目标将对我国制造业带来深远影响	14
2.4.2. 碳中和背景下高耗能企业发展受限，推动行业格局优化	15
2.4.3. 行业格局重塑，龙头企业竞争优势进一步提升	17
2.5. 行业进入发展新阶段，精选价值与周期成长投资机会	18
3. 周期板块：关注需求有保障的农化以及轮胎行业	18
3.1. 农化板块：粮食价格高位运行，农化需求具有保障	18
3.1.1. 农药产业结构不断优化，景气有望维持	18
3.1.2. 化肥：磷矿供给紧张态势有望延续	20
3.2. 轮胎：国产汽车崛起，轮胎产业迎来发展机遇	22
4. 成长主线：国产替代与新领域驱动，新材料需求方兴未艾	24
4.1. 国产替代推动电子化学品迎来成长机遇	24
4.2. 绿色能源成大趋势，生物柴油迎来发展良机	26
5. 投资策略与重点公司	27
5.1. 维持行业“同步大市”的投资评级	27
5.2. 行业投资主线及重点公司	28
6. 风险提示	29

图表目录

图 1: GDP 增长态势	5
图 2: 工业增加值同比增速	5
图 3: 化学原料及制品业收入利润增速	5
图 4: 化学行业价格指数	5
图 5: 中信基础化工板块单季度毛利率与净利率（整体法）	6
图 6: 近一年基础化工指数表现	9
图 7: 2022 年以来基础化工三级子行业行情表现（截至 11 月 18 日）	9
图 8: 化学原料及制品业固定资产投资增速	10
图 9: 基础化工板块在建工程	11
图 10: 基础化工板块在建工程占总资产比重	11
图 11: 房地产新开工面积与销售面积累计增速	12
图 12: 房地产投资累计增速	12
图 13: 汽车产量累计增速	13
图 14: 彩电、空调产量增速	13
图 15: 冰箱、洗衣机产量增速	13
图 16: 布产量累计增速	13
图 17: WTI 原油价格	14
图 18: 布伦特原油价格	14
图 19: 我国碳排放水平	16
图 20: 我国碳排放结构	16
图 21: 全球食品价格指数	18
图 22: 全球农产品价格高位运行	18
图 23: 全球粮食库存	19
图 24: 全球农药市场规模	19
图 25: 中信农药行业业绩	19
图 26: 农药行业 PPI	20
图 27: 我国农药原药产量	20
图 28: 磷酸铁锂产量快速增长	20
图 29: 全球磷矿石储量格局	21
图 30: 全球磷矿石生产格局	21
图 31: 我国磷矿石产量	22
图 32: 国内磷矿石价格	22
图 33: 我国汽车年产量	22
图 34: 我国轮胎年产量	22
图 35: 我国汽车出口量	23
图 36: 我国新能源汽车产量、出口量	23
图 37: 中信轮胎行业收入利润	23
图 38: 中信轮胎行业单季度盈利能力	23
图 39: 波罗的海货运指数	24
图 40: 中国出口集装箱货运指数 CCFI	24
图 41: 橡胶价格走势	24
图 42: 子午轮胎成本结构	24
图 43: 电子信息制造业工业增加值增速	25

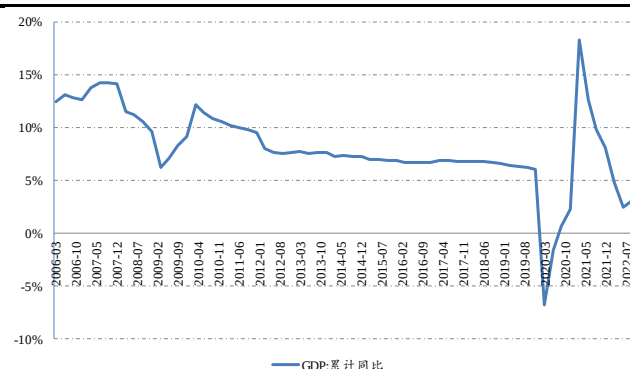
图 44: 我国半导体材料规模及增速.....	25
图 45: 我国集成电路进口形势.....	25
图 46: 半导体材料市场结构.....	26
图 47: 我国半导体材料占全球比重不断提升	26
图 48: 全球生物柴油生产格局.....	27
图 49: 全球生物柴油消费格局.....	27
图 50: 化工行业整体估值	28
图 51: 中信一级行业估值对比.....	28
表 1: 2022 年前三季度基础化工各子行业营收、利润和毛利率变化	6
表 2: 2022 年第三季度基础化工各子行业营收、利润和毛利率变化	8
表 3: 2022 年以来基础化工板块个股领涨、领跌情况	10
表 4: 2022Q3 基础化工各行业在建工程	11
表 5: 各国碳达峰和碳中和目标.....	14
表 6: 我国关于碳中和相关表态	15
表 7: 部分省市碳中和相关政策.....	16
表 8: 我国能耗双控政策演进.....	17
表 9: 我国磷矿石产业相关政策.....	21
表 10: 欧盟可再生能源指令中生物燃料相关内容	27
表 11: 重点公司估值分析表	28

1. 前三季度化工行业回顾

1.1. 行业保持较快增长，景气出现分化

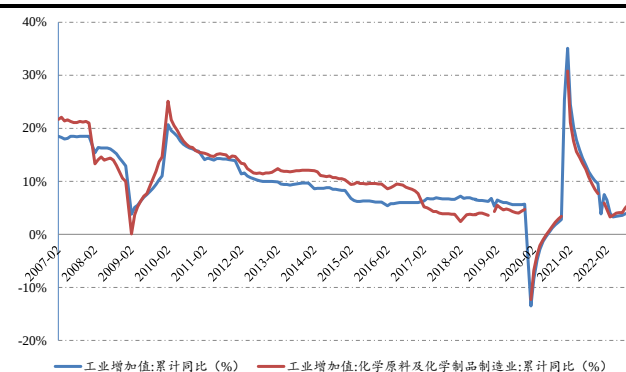
2022 年以来，原油等大宗资源价格上涨对全球经济带来较大的通胀压力，美联储持续加息进一步加大了全球经济的下行压力。全球经济的下游需求受到压制。同时我国多地疫情复发，对各行各业的生产和运输、消费等经济活动造成较大冲击，加上房地产需求下行等因素，对我国经济带来较大冲击。今年前三季度，我国 GDP 同比增长 3.00%，增速较去年同期下降 6.8 个百分点，环比提升 0.5 个百分点。从工业增加值来看，1-10 月份全国规模以上工业增加值同比增长 4.0%，增速同比下降 6.9 个百分点，环比提升 0.1 个百分点。

图1：GDP增长态势



资料来源：中原证券、wind

图2：工业增加值同比增速

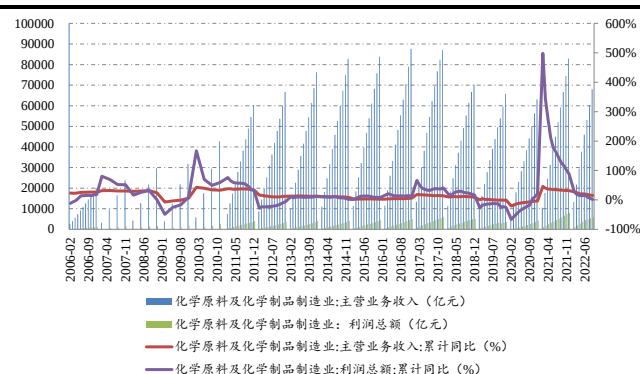


资料来源：中原证券、wind

2022 年以来，在原油等上游资源成本推动下，化工产品价格仍保持上涨态势，推动了行业收入和利润的增长，但利润增速总体低于收入增速，显示出成本上升对利润带来的压制。三季度以来，在全球经济下行压力下，化工品价格回落幅度较大，行业收入、利润增速进一步下滑。今年 1-9 月，化学原料及化学制品制造业实现营业收入 67999.1 亿元，同比增长 15.20%，实现利润总额 5009.2 亿元，同比增长 1.60%，增速呈现快速下滑的态势。

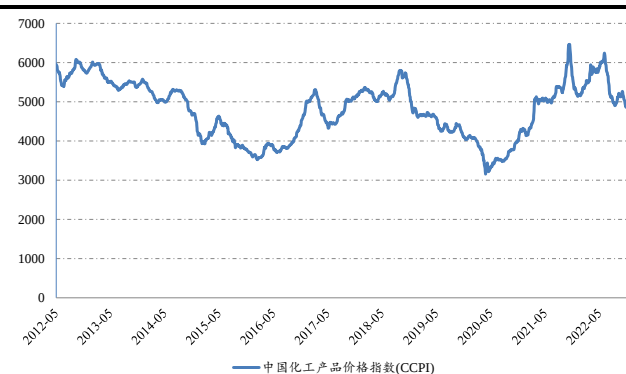
从化工产品价格上看，今年受俄乌冲突等因素影响，原油、煤炭、天然气等能源价格持续走高，上半年化工产品价格进入新一轮上涨态势。但下半年以来，受需求下滑影响，化工产品价格下跌幅度较大。截止 2022 年 11 月 18 日，中国化工产品价格指数 CCPI 为 4884 点，今年以来累计下跌 5.22%，较 6 月高位下跌 21.77%。

图3：化学原料及制品业收入利润增速



资料来源：中原证券、wind

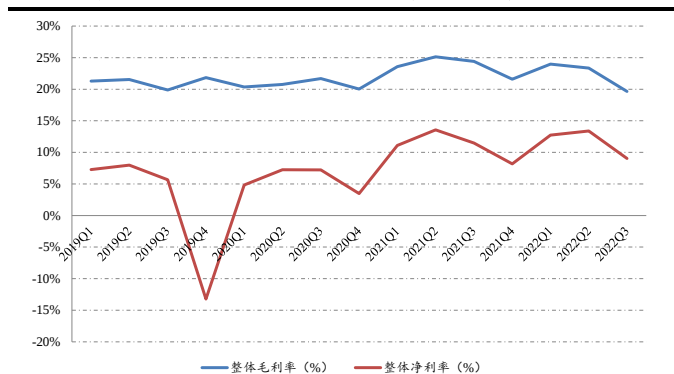
图4：化学行业价格指数



资料来源：中原证券、wind

从整体盈利能力来看，三季度中信基础化工板块整体毛利率为 19.66%，同比下滑 4.75 个百分点，环比下滑 3.69 个百分点。行业整体净利率为 9.03%，同比下滑 2.46 个百分点，环比下滑 4.36 个百分点。2022 年以来，受原材料成本上升以及行业需求下滑等因素影响，基础化工行业的盈利能力持续下滑。

图5：中信基础化工板块单季度毛利率与净利率（整体法）



资料来源：中原证券、wind

从子行业来看，基础化工各板块分化较为明显，一方面受大宗原材料价格上涨的推动，上游原料端的子行业收入、利润增长相对较好，而偏产业链下游的子行业则在成本上升和下游需求疲软的影响下整体承压。此外部分子行业受下游需求旺盛，行业景气处于高位，带动业绩大幅增长。

今年前三季度，基础化工 33 个子行业中 30 个子行业的收入同比实现增长，3 个行业收入同比出现下滑。其中锂电化学品、钾肥、碳纤维、民爆用品、氟化工等行业，受益于下游需求旺盛以及产品价格的上涨，收入增速较快。涂料油墨、氨纶、粘胶、氮肥和轮胎行业营收增速较低，分别同比下滑 5.29%、5.11%、0.81%和增长 3.76%、4.93%。净利润方面，16 个子行业净利润实现增长，17 个子行业净利润同比下滑。其中钾肥、氟化工、民爆用品、锂电化学品和无机盐行业净利润增速较快，粘胶、锦纶、氨纶、印染化学品和涤纶行业净利润下滑幅度较大。毛利率方面，前三季度各子行业毛利率多数出现下滑。钾肥、氟化工、无机盐、民爆用品、食品及饲料添加剂等行业，受益于产品价格的上涨，毛利率提升幅度较大。

总体来看，钾肥、氟化工、民爆用品、锂电化学品、无机盐、食品及饲料添加剂、碳纤维、农药、磷肥及磷化工、纯碱等行业受益于需求与产品价格上涨，利润实现快速增长，纺织产业链及橡胶、塑料制品等下游板块，受需求低迷，上游原材料成本上行等因素，盈利下滑态势较为明显。

表1：2022年前三季度基础化工各子行业营收、利润和毛利率变化

	营业总收入 (亿元)	同比	净利润 (亿元)	同比	毛利率 (%)	同比增减
氮肥	1,246.81	3.77%	134.87	-15.72%	19.31%	-5.67%
钾肥	316.68	137.45%	177.67	237.98%	80.53%	20.52%
复合肥	755.18	21.12%	34.94	10.20%	13.25%	-1.66%
农药	1,668.25	36.03%	189.82	89.66%	26.82%	2.16%
磷肥及磷化工	1,013.00	27.50%	116.57	82.42%	22.36%	2.75%

涤纶	230.53	16.80%	3.46	-39.24%	6.03%	-5.69%
氨纶	199.41	-5.11%	24.16	-60.57%	19.66%	-19.49%
粘胶	296.62	-0.81%	5.47	-73.72%	15.33%	-8.62%
锦纶	177.25	10.20%	7.22	-61.32%	13.46%	-8.58%
碳纤维	41.18	77.82%	14.04	96.86%	46.73%	-3.75%
纯碱	434.45	38.27%	93.33	59.64%	35.06%	1.59%
氯碱	1,299.39	10.29%	109.06	-14.17%	17.92%	-2.46%
无机盐	140.61	27.22%	24.42	111.22%	31.12%	5.82%
其他化学原料	1,023.01	38.64%	223.78	39.33%	31.86%	-0.82%
钛白粉	271.65	14.44%	40.52	-23.42%	28.70%	-9.13%
日用化学品	437.16	27.83%	18.15	-23.90%	31.69%	-7.71%
民爆用品	403.60	46.60%	58.24	163.31%	31.57%	3.52%
涂料油墨颜料	216.13	-5.29%	7.26	-2.79%	23.39%	-0.82%
印染化学品	271.30	11.81%	25.49	-40.29%	25.17%	-7.11%
其他化学制品III	1,160.40	45.73%	106.67	37.74%	20.24%	-2.57%
食品及饲料添加剂	563.12	36.85%	84.98	103.59%	28.19%	3.50%
电子化学品	249.31	18.42%	34.09	38.55%	32.52%	0.23%
锂电化学品	1,773.10	139.78%	212.29	129.34%	20.57%	-2.09%
氟化工	357.62	45.96%	52.96	207.69%	24.90%	6.11%
有机硅	139.91	37.55%	18.12	20.20%	23.20%	-6.66%
聚氨酯	1,389.00	22.08%	141.16	-29.79%	16.55%	-12.26%
橡胶助剂	184.86	25.69%	8.64	-38.41%	10.83%	-7.21%
改性塑料	607.85	12.50%	25.54	-10.25%	14.52%	-1.12%
合成树脂	455.02	16.16%	65.49	-11.81%	26.25%	-7.25%
膜材料	315.14	19.56%	27.94	-5.24%	18.67%	-4.84%
其他塑料制品	349.06	38.56%	28.54	97.51%	13.92%	-5.36%
轮胎	552.08	4.93%	16.52	-36.17%	13.99%	-3.26%
橡胶制品	911.96	11.62%	30.65	-25.96%	11.81%	-1.92%

资料来源：中原证券、互联网

从三季度态势来看，2022年第三季度各子行业中，27个子行业营业收入同比实现增长，6个子行业同比下滑。其中锂电化学品、钾肥、民爆用品、其他化学制品和橡胶助剂行业收入快速增长，氨纶、氮肥、复合肥、锦纶、涂料油墨颜料和粘胶行业收入下滑幅度较大。净利润方面，钾肥、民爆用品、锂电化学品、氟化工和食品及饲料添加剂等行业收入快速增长，氨纶、粘胶、锦纶、印染化学品等纺织服装产业链以及氮肥、复合肥、聚氨酯、钛白粉、有机硅等行业下滑幅度较大。环比来看，仅锂电化学品等少数行业营收、利润实现增长，大多数子行业环比均出现下滑。

毛利率方面，9个子行业毛利率同比提升，24个子行业毛利率同比下滑。其中钾肥行业毛利率同比大幅提升19.93个百分点，食品及饲料添加剂、民爆用品、农药和改性塑料行业毛利率提升幅度居前，氨纶、钛白粉、氮肥、聚氨酯、有机硅、锦纶和粘胶等行业毛利率下滑幅度较大。总体来看，产业链上游原料端的化工品种盈利能力总体提升或保持稳定，位于产业链下游的纺织服装和地产产业链上的化工品种受需求下滑、价格下跌以及成本上升等因素影响，盈

利能力多数下滑。

表2：2022年第三季度基础化工各子行业营收、利润和毛利率变化

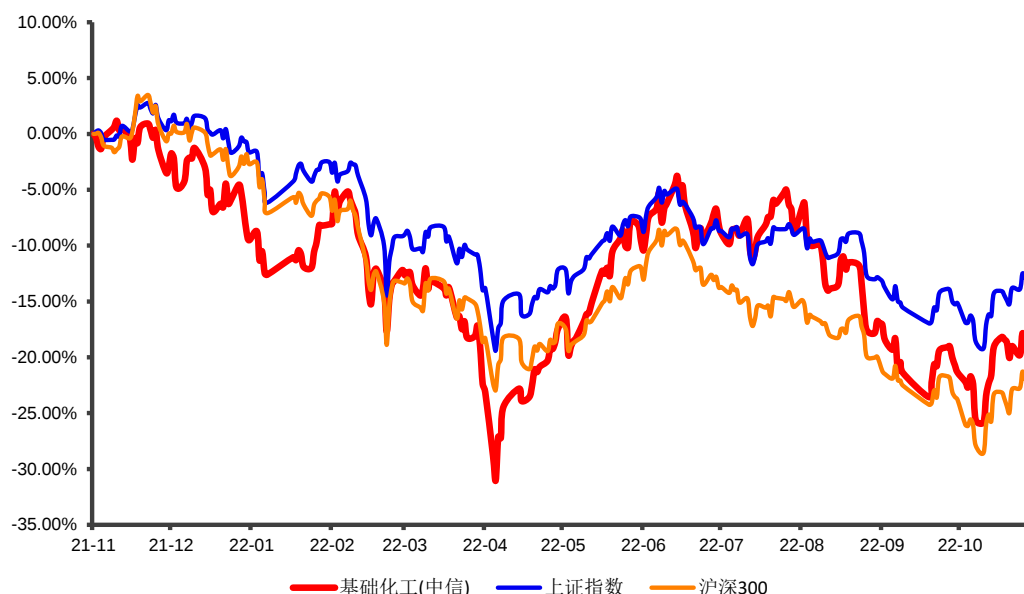
	营业总收入(亿元)	同比	净利润(亿元)	同比	毛利率(%)	同比增减
氮肥	372.86	-14.76%	19.20	-65.00%	12.00%	-13.47%
钾肥	90.90	55.57%	51.16	133.58%	86.22%	19.93%
复合肥	184.90	-9.89%	0.54	-94.60%	12.08%	-2.52%
农药	526.71	30.70%	46.09	72.16%	25.40%	1.36%
磷肥及磷化工	337.83	16.73%	30.79	-0.33%	20.24%	-3.11%
涤纶	84.30	23.47%	0.44	-218.51%	5.36%	-2.66%
氨纶	61.03	-24.84%	0.21	-99.07%	6.24%	-31.20%
粘胶	97.73	-6.12%	-1.19	-115.84%	13.09%	-9.89%
绵纶	52.34	-9.54%	0.07	-99.02%	9.15%	-11.84%
碳纤维	13.21	35.21%	4.81	82.38%	47.38%	0.22%
纯碱	128.43	3.32%	25.12	-6.30%	33.57%	-3.82%
氯碱	396.26	4.53%	19.28	-50.97%	14.86%	-5.71%
无机盐	45.79	17.36%	6.40	31.73%	27.17%	-0.43%
其他化学原料	338.54	15.10%	65.23	-7.16%	28.36%	-6.60%
钛白粉	83.51	-0.79%	10.20	-46.11%	24.61%	-14.51%
日用化学品	140.76	24.52%	-0.88	-117.34%	27.60%	-8.66%
民爆用品	150.09	49.28%	20.19	128.83%	30.68%	1.73%
涂料油墨颜料	79.18	-7.23%	2.58	-953.74%	24.07%	0.55%
印染化学品	84.89	2.80%	3.48	-64.29%	22.32%	-8.44%
其他化学制品III	400.65	41.65%	29.66	5.27%	18.02%	-4.11%
食品及饲料添加剂	182.97	29.99%	23.64	89.34%	25.42%	1.88%
电子化学品	80.04	2.10%	9.32	-2.69%	31.57%	-0.05%
锂电化学品	698.27	142.68%	70.92	93.59%	17.64%	-5.43%
氟化工	124.76	35.47%	15.99	81.99%	21.39%	0.38%
有机硅	45.14	14.33%	4.25	-36.46%	20.04%	-12.53%
聚氨酯	441.15	4.92%	33.62	-45.27%	12.97%	-13.17%
橡胶助剂	66.25	36.63%	2.12	28.08%	8.59%	-2.53%
改性塑料	215.51	13.75%	8.42	103.25%	13.53%	0.84%
合成树脂	148.91	8.98%	16.66	-26.12%	22.21%	-8.56%
膜材料	102.55	8.72%	5.70	-41.61%	14.73%	-8.10%
其他塑料制品	119.54	32.20%	8.75	153.12%	13.32%	-3.91%
轮胎	199.51	18.22%	7.08	38.60%	15.00%	-0.16%
橡胶制品	300.91	11.43%	9.01	12.98%	11.58%	0.58%

资料来源：中原证券、互联网

1.2. 化工行业二级市场表现：2022 年整体跑输市场

2022 年以来，截至 11 月 18 日，中信基础化工指数下跌 19.03%，跑输上证综指 4.13 个百分点，跑赢沪深 300 指数 4.02 个百分点，表现在 30 个中信一级行业中排名第 21 位，行业表现弱于 2021 年。2021 年中信基础化工指数上涨 48.05%，在 30 个中信一级行业中排名第 2 位。

图 6：近一年基础化工指数表现

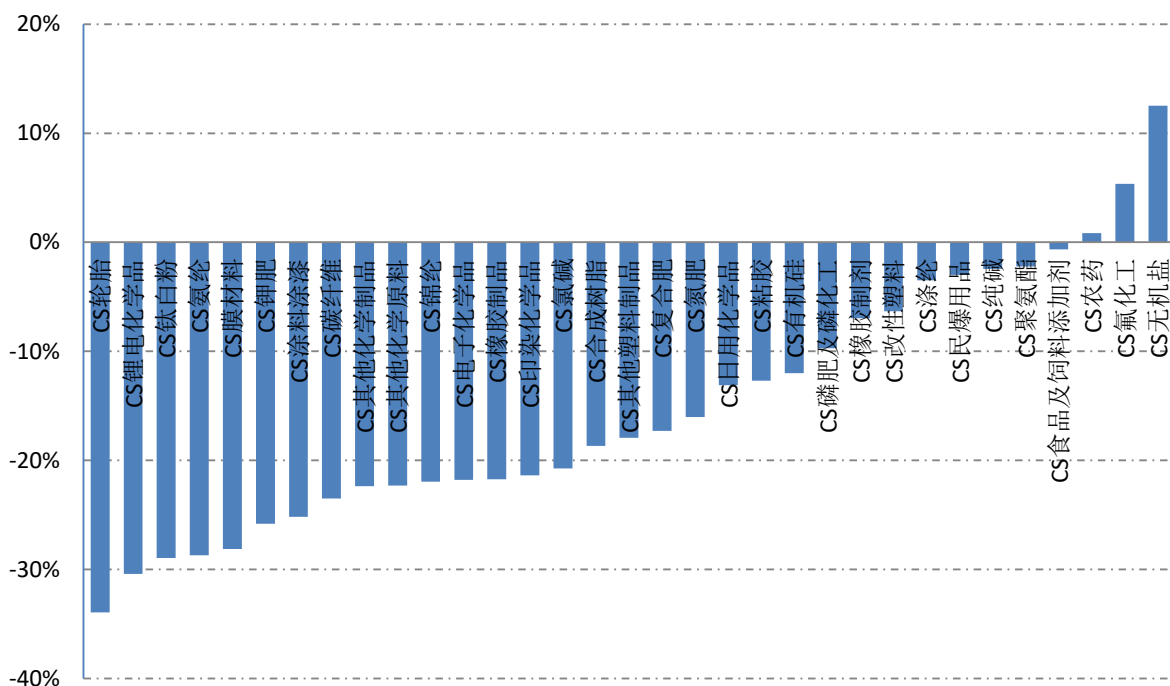


资料来源：中原证券、wind

从子行业来看, 2022 年以来, 33 个中信三级子行业中, 3 个子行业上涨, 30 个子行业下跌, 其中无机盐、氟化工、农药行业表现居前, 分别上涨 12.53%、5.36%和 0.83%, 轮胎、锂电化学品和钛白粉表现居后, 分别下跌 33.94%、30.42%及 28.94%。

个股方面, 基础化工板块 448 只个股中, 117 支股票上涨, 331 支下跌。壺化股份、瑞丰新材、金石资源、元琛科技、宏柏新材位居涨幅榜前五位, 涨幅分别为 98.48%、84.67%、82.46%、80.84%和 74.71%。

图 7：2022 年以来基础化工三级子行业行情表现（截至 11 月 18 日）



资料来源：中原证券、wind

表3：2022年以来基础化工板块个股领涨、领跌情况

涨跌幅前 10			涨跌幅后 10		
证券代码	证券简称	涨跌幅 (%)	证券代码	证券简称	涨跌幅 (%)
003002.SZ	壶化股份	98.48	002810.SZ	山东赫达	-57.58
300910.SZ	瑞丰新材	84.67	301206.SZ	三元生物	-55.45
603505.SH	金石资源	82.46	300225.SZ	金力泰	-54.73
688659.SH	元琛科技	80.84	002326.SZ	永太科技	-54.11
605366.SH	宏柏新材	74.70	300538.SZ	同益股份	-53.18
603086.SH	先达股份	66.58	002585.SZ	双星新材	-52.41
603051.SH	鹿山新材	60.15	688148.SH	芳源股份	-51.96
688560.SH	明冠新材	59.67	603192.SH	汇得科技	-51.74
603938.SH	三孚股份	59.26	835185.BJ	贝特瑞	-51.21
688722.SH	同益中	53.69	688669.SH	聚石化学	-51.08

资料来源：中原证券、wind

2. 2023 年化工行业展望

2.1. 固定资产投资快速增长，龙头企业保持扩产态势

2018 年下半年以来，化工行业固定资产投资增速有所恢复，但增速总体处于低位。2020 年下半年开始，随着行业景气逐步上行，行业固定资产投资增速亦开始较快增长。2021 年行业固定资产投资总额同比增长 15.7%，增速创 2013 年以来的新高。今年以来，行业盈利水平处于高位，盈利规模不断增长，行业投资力度明显提升。1-10 月，化学原料及化学制品制造业固定资产投资继续保持较快增长，投资额累计同比增长 20.4%，实现了快速增长。考虑到化工行业 1 年半至 2 年的投产周期，此轮景气周期伴随的新产能投放预计将在 2023 年陆续释放，为行业带来一定的供给压力。

图8：化学原料及制品业固定资产投资增速

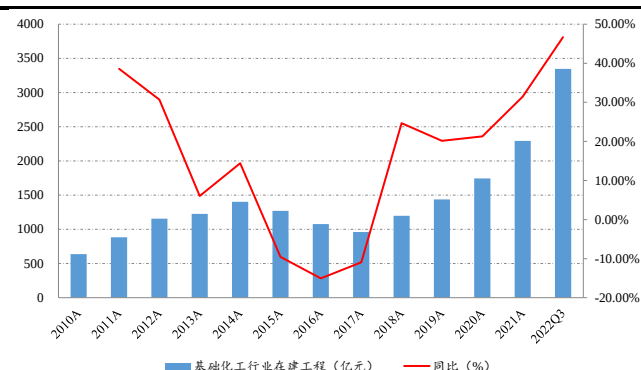


资料来源：中原证券、wind

从上市公司在建工程来看，2022 年三季度末基础化工板块在建工程合计 3345.31 亿元，同比增加 1078.81 亿元，增长 47.60%，增速自 2021 年以来连续提升。在建工程占总资产比重为 9.31%，同比提升 1.35 个百分点。在建工程占总资产的比重自 2017 年以来持续提升。上市公司总体属于各自子行业中的龙头企业，可见目前化工的龙头企业固定资产投资热情较高。由于扩产主要集中在龙头企业，预计此轮行业产能的投放相对有序。随着龙头企业规模优势与竞争力

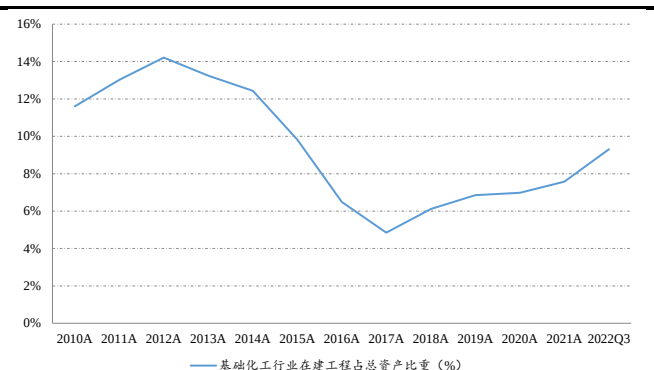
的不断提升，未来行业的集中度将进一步集中于龙头企业，强者恒强成为行业的重要特征。

图9：基础化工板块在建工程



资料来源：中原证券、wind

图10：基础化工板块在建工程占总资产比重



资料来源：中原证券、wind

从具体子行业来看，2022 年三季度基础化工各子行业中，23 个子行业在建工程同比增长，氟化工、锂电化学品、碳纤维、改性塑料、其他化学制品、合成树脂、钛白粉等行业在建工程同比增幅较大。从绝对规模上看，聚氨酯、氮肥、锂电化学品、农药、氯碱等行业在建工程规模较大。

表 4：2022Q3 基础化工各行业在建工程

三级子行业	2022Q3 在建工程（亿元）	2021Q3 在建工程（亿元）	在建工程同比
氮肥	289.39	166.64	73.66%
钾肥	13.00	20.79	-37.49%
复合肥	40.27	28.61	40.78%
农药	216.49	150.72	43.64%
磷肥及磷化工	97.84	62.57	56.37%
涤纶	7.05	8.50	-17.09%
氨纶	21.86	12.27	78.09%
粘胶	24.44	31.56	-22.58%
绵纶	50.45	30.74	64.12%
碳纤维	18.34	8.20	123.70%
纯碱	75.56	42.63	77.25%
氯碱	203.72	131.74	54.64%
无机盐	19.47	20.75	-6.20%
其他化学原料	225.09	202.41	11.20%
钛白粉	74.18	38.51	92.64%
日用化学品	18.93	23.76	-20.32%
民爆用品	23.92	44.58	-46.35%
涂料油墨颜料	47.30	42.13	12.29%
印染化学品	49.00	49.66	-1.34%
其他化学制品III	206.46	104.70	97.19%
食品及饲料添加剂	72.92	78.47	-7.08%
电子化学品	59.49	46.57	27.74%
锂电化学品	233.15	95.47	144.22%
氟化工	85.64	28.14	204.30%
有机硅	11.97	20.27	-40.96%

聚氨酯	437.74	310.51	40.98%
橡胶助剂	19.94	11.03	80.85%
改性塑料	151.59	75.40	101.05%
合成树脂	159.19	80.78	97.06%
膜材料	80.60	55.62	44.92%
其他塑料制品	29.28	30.03	-2.49%
轮胎	113.36	89.31	26.93%
橡胶制品	167.70	129.10	29.90%

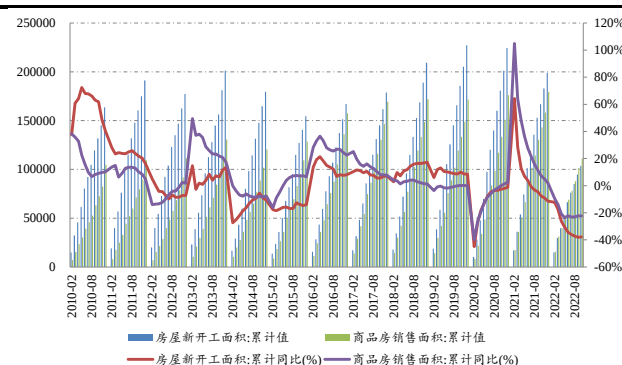
资料来源：中原证券、wind

2.2. 下游需求呈下滑态势，未来有望边际复苏

从房地产领域的需求来，2021 年上半年以来，受房地产调控政策收紧的影响，房地产的各项数据出现快速下滑，对化工需求亦造成拖累。从开工、销售和房地产投资的数据来看，2021 年全国房地产开工和销售面积分别为 19.89 亿和 17.94 亿平方米，分别同比下滑 11.4% 和增长 1.9%，增速呈现逐月下滑的态势。今年 1-10 月，房地产开工和销售面积分别为 10.37 和 11.12 亿平方米，同比下滑 37.80% 和 22.30%，面临较大的下行压力。房地产固定资产投资方面，2021 年全国房地产固定资产投资 14.76 万亿元，同比增长 4.4%，今年 1-10 月，房地产固定资产投资 11.39 万亿，同比下滑 8.8%。总体来看，房地产行业仍处于景气大幅下行的阶段。

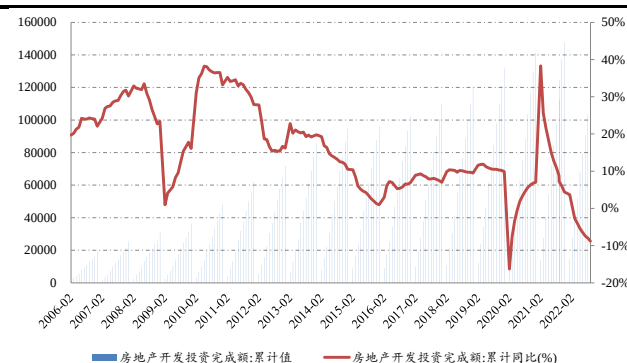
为提振经济，今年 4 月以来房地产政策开始逐步转向，各地限购、限贷逐步放开，首付比例和房贷利率均开始下调，同时对房地产企业的融资需求亦有所放开。随着相关托底政策的推出，未来房地产行业下行的趋势有望得到缓解，需求面存在一定边际复苏的空间。

图11：房地产新开工面积与销售面积累计增速



资料来源：中原证券、wind

图12：房地产投资累计增速



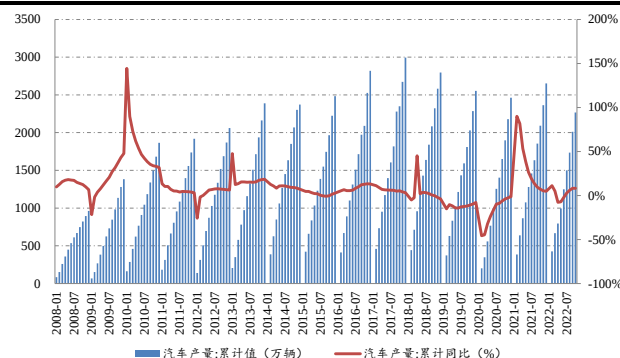
资料来源：中原证券、wind

今年 5 月以来，为提振经济刺激消费，财政部、税务总局发布了减征部分乘用车购置税的通知，对购置日期在今年 6 月 1 日至 12 月 31 日且单车价格（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。此外各地政府也出台了刺激汽车消费的补贴政策，大力拉动了国内汽车的产销。今年 1-10 月，我国汽车累计产量 2266.8 万辆，同比增长 8.1%。汽车产业作为宏观经济的重要支撑，预计未来汽车领域的消费刺激政策仍将陆续出台，推动我国汽车产销有维持较好态势，从而对产业链相关化工品带来拉动。

家电方面，2021 年我国彩电产量 1.85 亿台，同比下滑 3.6%；空调产量 2.18 亿台，同比增长 9.4%；冰箱产量 8992.1 万台，同比下滑 0.4%；洗衣机产量 8618.5 万台，同比增长 9.5%。今

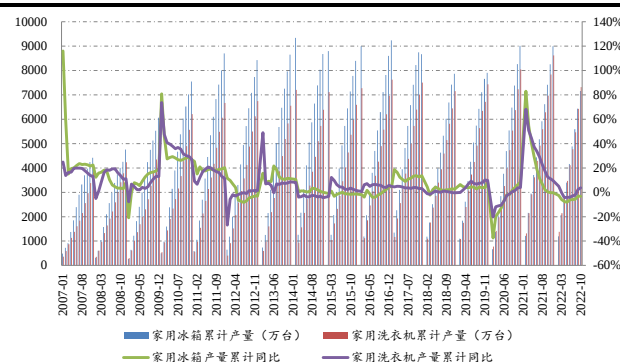
年1-10月，我国彩电产量1.61亿台，同比增长9.1%，空调产量1.9亿台，同比增长3.2%，家用冰箱产量7159万台，同比下滑3.3%，洗衣机产量7318万台，同比增长3.7%。从增速上看，主要家电产量增速均呈回升的态势。纺织服装方面，2021年我国布产量396.1亿米，同比增长7.5%，纱产量2873.7万吨，同比增长8.4%。今年1-10月，我国布产量299.9亿米，同比增下滑5.2%，纱产量2209.5万吨，同比下滑6.3%。受内外需求下行影响，纺织服装领域下滑幅度较大。总体来看，化工各领域的需求较为疲软。未来随着各项促进消费的刺激政策陆续施行，下游需求有望得到复苏。

图 13：汽车产量累计增速



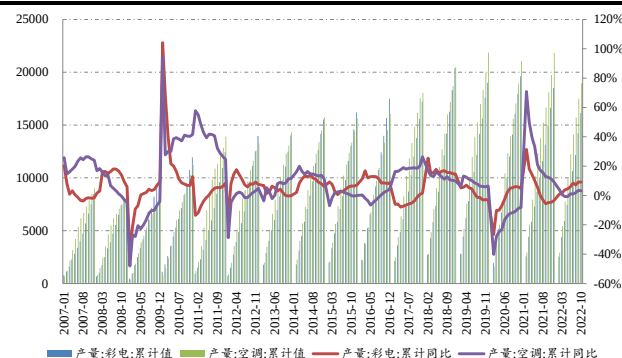
资料来源：中原证券、wind

图 15：冰箱、洗衣机产量增速



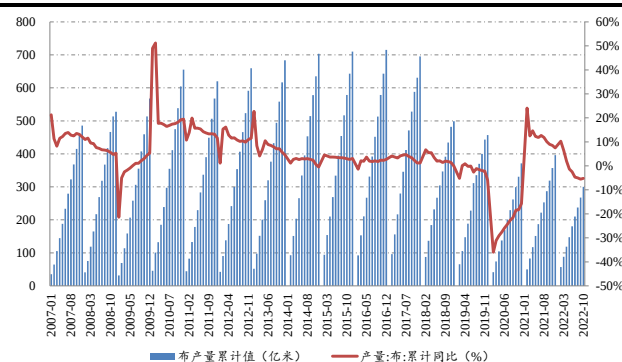
资料来源：中原证券、wind

图 14：彩电、空调产量增速



资料来源：中原证券、wind

图 16：布产量累计增速



资料来源：中原证券、wind

2.3. 海外地缘局势推动油气价格高位运行

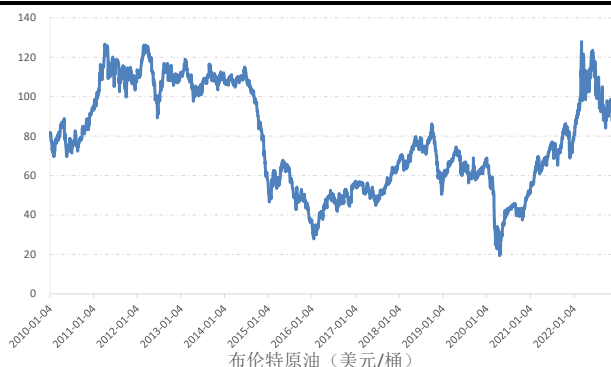
2022年2月底以来，受俄乌局势影响，欧美等国对俄罗斯的制裁加剧了国际原油供应紧张的态势，推动油价上涨至110美元/桶以上的高油价区间，WTI原油一度上涨至130.5美元/桶，布伦特油价一度上涨至139.13美元/桶的高位，创2008年以来的高位。下半年以来，受美联储加息以及全球经济下行导致的需求下滑等因素影响，原油价格高位回落。截止2022年11月18日，WTI原油报收80.08美元/桶，布伦特原油报87.62美元/桶，总体维持较高水平。

图17: WTI原油价格



资料来源：中原证券、wind

图18: 布伦特原油价格



资料来源：中原证券、wind

从原油供需的基本面来看，供需的紧缺是油价上涨的主要驱动因素，而地缘政治局势则进一步加剧了原油供应的紧张态势，抬升了原油价格波动区间。俄罗斯是仅次于美国的全球第二大原油生产国，2020年的原油产量为1050万桶/天，占全球产量的13%。同时，俄罗斯也是全球最大原油出口国，2020年日均原油出口量为465万桶，占全球原油出口的11%，仅次于OPEC组织。由于俄罗斯原油在国际原油供应中的重要地位，俄乌局势将持续对国际原油的供需带来巨大影响。

此外，由于全球油气巨头近年来持续绿色转型，资本开始持续处于低位，难以为原油供给带来有效增量。预计未来全球原油供给仍将保持紧张态势，国际油价高位运行的可能性较大。

2.4. 双碳目标引领行业高质量发展

2.4.1. 双碳目标将对我国制造业带来深远影响

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

表5: 各国碳达峰和碳中和目标

国家	碳达峰时间	碳中和时间	政策目标
美国	2007年	2050年	到2035年，通过向可再生能源过渡实现无碳发电；到2050年，实现碳中和
欧盟	1990年	2050年	计划在2050年前实现“气候中立”，立法确定“气候中立”目标
德国	1990年	2050年	2030年实现温室气体排放总量较1990年至少减少55%，到2050年实现温室气体净零排放
英国	1991年	2050年	修订的《气候变化法》，确立到2050年实现温室气体“净零排放”，即实现碳中和的目标
法国	1991年	2050年	国民议会于2019年6月27日投票将净零目标纳入法律。新成立的气候高级委员会建议法国必须将减排速度提高三倍，以实现碳中和目标。

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

资料来源：中原证券、互联网

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

表6：我国关于碳中和相关表态

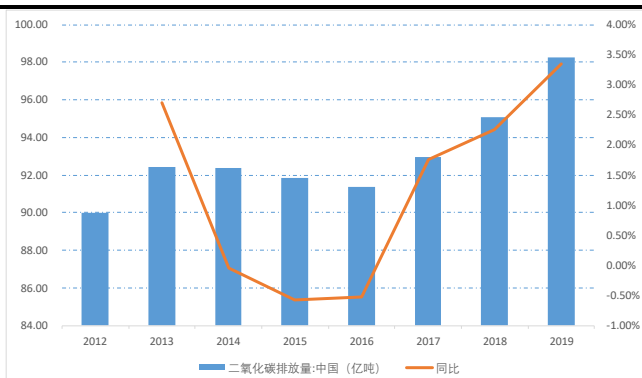
时间	会议/政策文件	内容
2020年9月	联合国大会	习近平总书记在第七十五届联合国大会上提出：“中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于2030 年前达到峰值，争取在2060 年前实现碳中和。”
2020 年12 月	气候雄心峰会	习近平总书记宣布，到2030 年，中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比2005 年下降65%以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到25%左右，森林蓄积量将比2005 年增加60亿立方米，风电、太阳能发电总装机容量将达到12亿千瓦以上。
2020 年12 月	中央经济工作会议	我国二氧化碳排放力争2030年前达到峰值，力争2060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

资料来源：中原证券、互联网

2.4.2. 碳中和背景下高耗能企业发展受限，推动行业格局优化

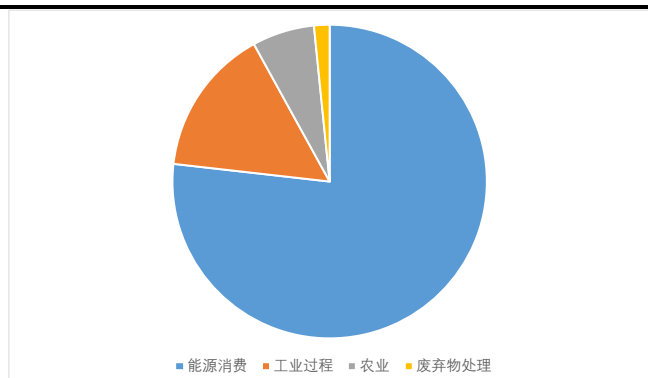
我国是全球最大的碳排放国，根据 IEA 数据，2019 年中国二氧化碳排放量近 100 亿吨，占全球的 28.76%，年均复合增长率 2.1%。从我国碳排放结构来看，能源消费和工业生产过程是最主要的碳排放来源。2019 年我国能源消费、工业过程碳排放量占比分别为 76.8%、15.2%，此外农业占比 6.4%，其中能源领域碳排放主要来自于化石燃料的燃烧。

图19：我国碳排放水平



资料来源：中原证券、wind

图20：我国碳排放结构



资料来源：中原证券、wind

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

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

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

表7：部分省市碳中和相关政策

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

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

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

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

资料来源:中原证券、互联网

2.4.3. 行业格局重塑,龙头企业竞争优势进一步提升

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

表8:我国能耗双控政策演进

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

资料来源:中原证券、互联网

在能耗双控的双约束下,政策指标趋严和电力成本抬升这两大问题将持续冲击高耗能行业,未来产业结构优化和过剩产能处置有望加快,推动行业格局的重塑。随着行业格局的持续优化,龙头企业的竞争优势有望进一步凸显。一方面在限电限产的大背景下,龙头企业能够凭借技术、管理等方面的优势,能耗更低,从而实现更高的开工率和更低的成本;另一方面在行业能耗及碳排放成本提升的大背景下,龙头企业的成本控制能力更强,从而获得更大的成本优势。因此

未来具有优质园区与产业链一体化等优势，技术与规模领先，环保、安全措施完善的龙头企业有望实现强者恒强，不断扩大市场份额，实现内生性的成长。

2.5. 行业进入发展新阶段，精选价值与周期成长投资机会

在双碳政策的推动下，未来化工行业在供给和需求面都将迎来巨大变化，行业有望进入发展的新阶段。对周期行业而言，建议从需求面着手，一方面关注在农产品涨价拉动下，需求具有保障的农化板块，另一方面关注受益国产汽车崛起，需求具有增长空间的轮胎板块。随着双碳目标的不断推进，化工行业节减排的要求将不断提升，推动行业落后产能的淘汰，行业市场份额持续向龙头企业集中。建议关注万华化学、华鲁恒升、桐昆股份、卫星化学等优质的一体化行业龙头。

部分化工新材料由于下游应用属于新兴领域，其需求正处于快速增长，或者受益国产替代，市场面临快速增长的机遇，可以从精选具有市场或技术优势的优质成长股。受益芯片国产化的浪潮，未来电子化学品板块成长空间可观，确定性较强；生物柴油由于原料来源广泛且可再生、燃烧性能好、环保效果减排效果佳，具有可观的成长空间。

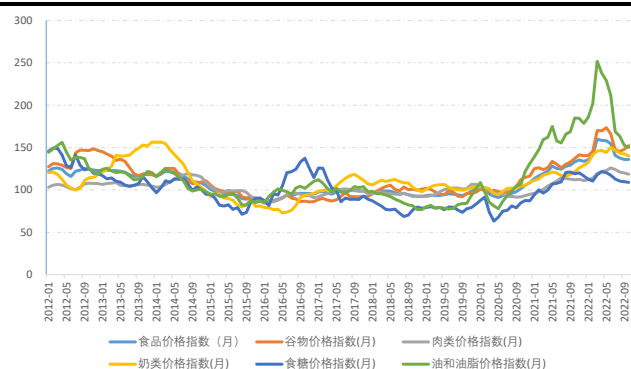
3. 周期板块：关注需求有保障的农化以及轮胎行业

3.1. 农化板块：粮食价格高位运行，农化需求具有保障

3.1.1. 农药产业结构不断优化，景气有望维持

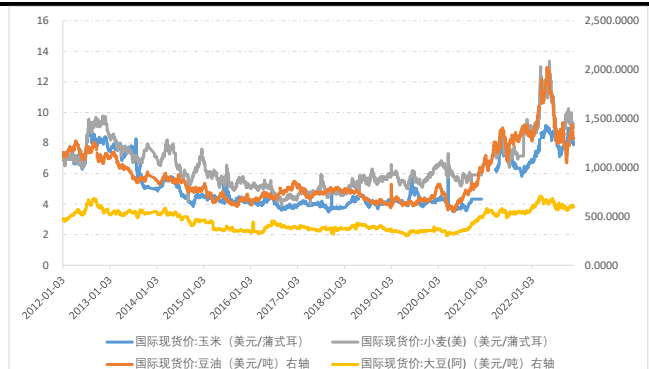
2020 年以来，受疫情因素导致全球粮食生产下降、全球货币宽松等因素影响，全球农产品价格呈现不断上涨的态势。从全球食品价格指数看，2020 年下半年以来食品价格指数持续上升，一度上涨至 10 年来的高位。今年尽管受美联储加息等因素影响，全球粮食价格出现回落，但在俄乌冲突以及高温干旱等因素对供给的冲击下，全球农作物价格仍保持在较高位置。其中油脂、谷物类价格指数仍高于 2012 年以来的最高位。

图21：全球食品价格指数



资料来源：中原证券、wind

图22：全球农产品价格高位运行

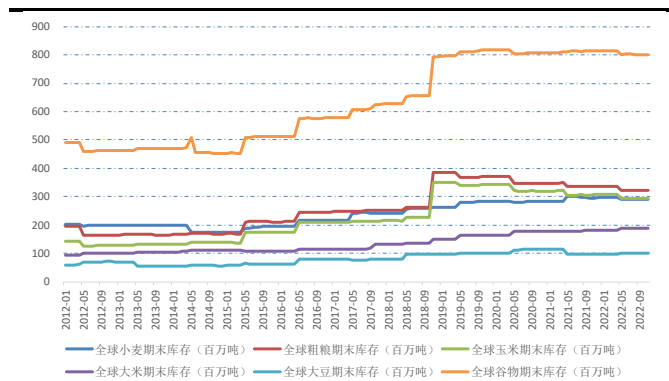


资料来源：中原证券、wind

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

预计短期内农产品价格的价格仍将高位运行。

图23：全球粮食库存

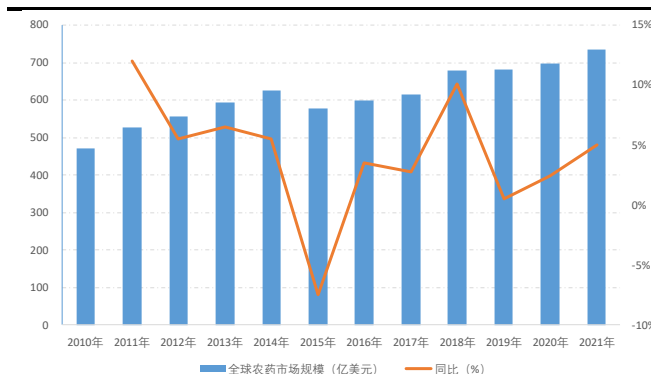


资料来源：中原证券、wind

在农产品价格的高位运行的情况下，农作物的种植意愿与农化产品的使用意愿有望得以提升，进而拉动农化产品的需求。根据美国农业部数据，2023 年全球大豆、小麦、玉米等农作物的种植面积均有 2%-5% 的提升，从而推升农药与化肥等农化产品的需求。

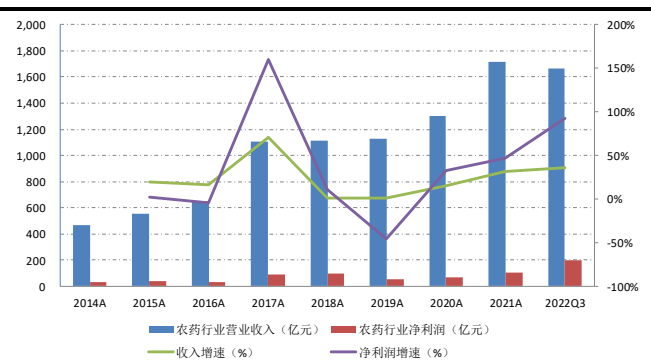
2010 以来，全球农药市场稳步增长，规模从 471.7 亿美元增长至 734.2 亿美元，复合增长率 4.10%。整体呈现增长趋势。2020 年以来，受农产品等大宗商品价格上涨驱动，全球农药市场增速有所提升。在需求拉动和价格上涨的推动下，农药板块上市公司收入和业绩也从 2020 年开始重回增长轨道。2021 年中信农药行业上市公司实现营业收入合计 1645.15 亿元，同比增长 32.73%，实现净利润 98.23 亿元，同比增长 46.84%。今年前三季度，农药行业实现营收合计 1668.25 亿元，同比增长 36.03%，净利润 200.99 亿元，同比增长 93.03%，增速进一步提升。

图24：全球农药市场规模



资料来源：中原证券、Phillips McDougall

图25：中信农药行业业绩



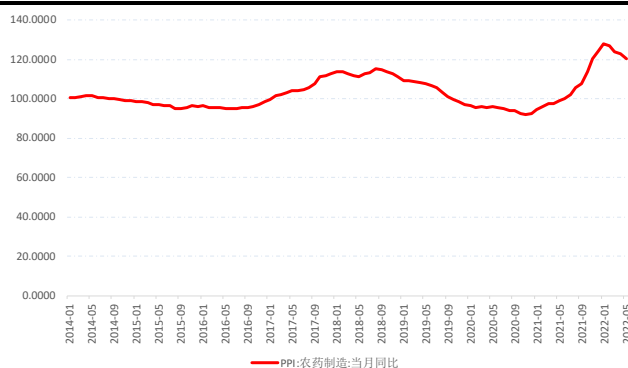
资料来源：中原证券、wind

近年来农药行业的供给总体处于收缩态势。农药行业因产污排污量较大，属于重点监业的行业。2018 年以来，我国环保监管力度进一步提升，环保税、排污许可证制度等长效机制建立，进一步提高农药行业进入门槛，推动供给端的收紧。新《农药管理条例》等机制的建立，进一步推动行业落后产能的淘汰。2022 年，农药行业十四五规划正式制定，我国农药生产将进一步向清洁化、低碳化、循环化发展。

在监管的收紧及在政策的驱动下，我国农药产业品种和结构正在不断优化。一些传统的高毒低效农药品种被逐步淘汰，高效低毒的新型农药得到大力发展。随着行业结构的优化，我国

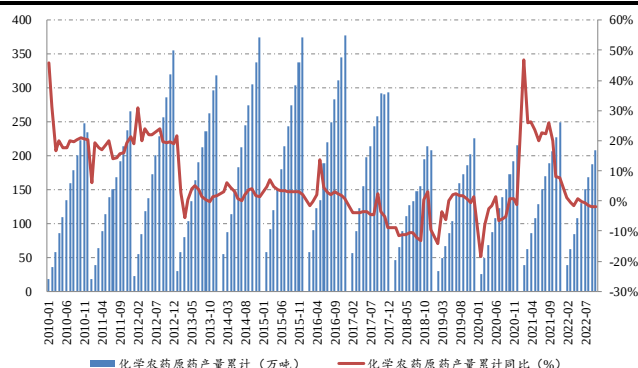
农药产业在经过 2014/2015 年的高峰期后，产量持续处于收缩状态。今年前 10 月，我国农药原药产量 208 万吨，同比下滑 1.8%，较 2015 年前 10 月产量下降 31.5%。

图26：农药行业PPI



资料来源：中原证券、wind

图27：我国农药原药产量



资料来源：中原证券、wind

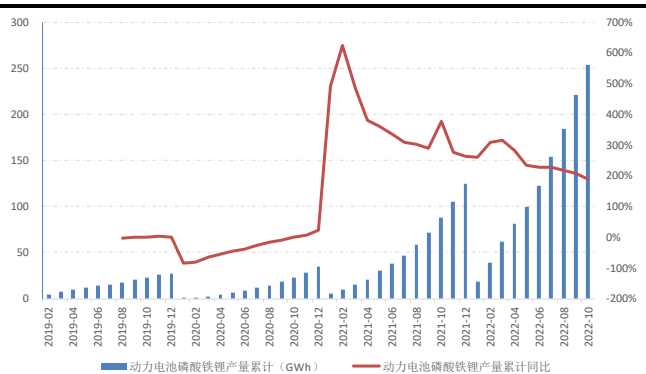
在农药产业行业结构优化的过程中，一些技术落后、环保安全措施不完善的小企业将不断被淘汰出市场，行业竞争格局持续好转。对于技术领先，一体化程度高，具有较强的创新能力和成本控制力的龙头企业而言，有望受益于行业集中度的提升。在此过程中，凭借其竞争优势等扩大市场份额，获得长期成长空间。短期来看，未来农化领域需求预计将保持较好态势，推动农药需求的提升。在供给面保持收紧态势的情况下，行业景气有望维持。

3.1.2. 化肥：磷矿供给紧张态势有望延续

磷矿石是磷化工产业链的源头。通过湿法磷酸工艺，可以将磷矿石加工成磷酸一铵、磷酸二铵等化肥。通过黄磷作为中间体，可以生产热法磷酸、磷酸盐、草甘膦等一系列产品，广泛应用于日化、食品、电子、医疗、农药、建材等行业。磷矿石是磷化工产业的最上游，在产业链中具有至关重要的地位。

磷矿石的下游需求主要来自于磷肥，磷肥领域的需求占磷矿石需求的70%以上。在全球粮食价格上涨和各国对粮食安全的重视不断提升的大背景下，未来磷肥领域的需求具有保障，有望对磷矿石的需求提供有力支撑。此外，随着双碳目标的推进，新能源领域的动力电池、储能等领域有望大幅拉动磷酸铁锂的需求，从而为磷矿石需求提供增量。

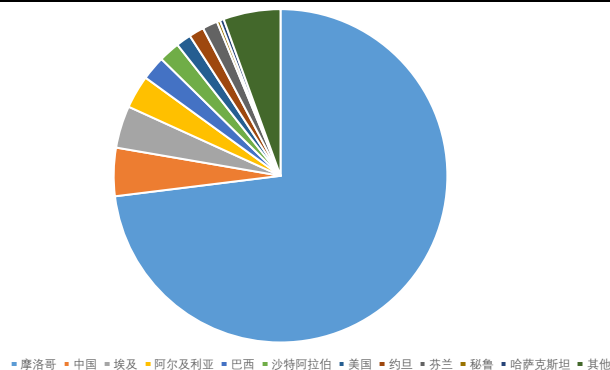
图28：磷酸铁锂产量快速增长



资料来源：中原证券、wind

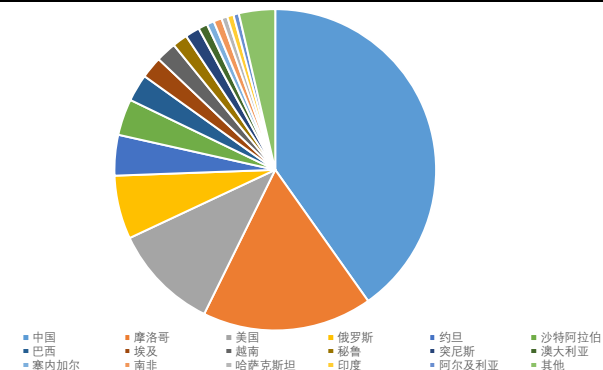
全球磷矿石储量主要集中于摩洛哥、中国、中东以及北美等地。其中摩洛哥储量最高，约占全球储量的 70%，中国储量位居全球第二，占全球储量的 4.8%。从产量上看，我国是全球最主要的磷矿石生产国，2021 年总产量 1.03 亿吨，约占全球产量的 40%。

图29：全球磷矿石储量格局



资料来源：中原证券、USGS

图30：全球磷矿石生产格局



资料来源：中原证券、USGS

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

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

表9：我国磷矿石产业相关政策

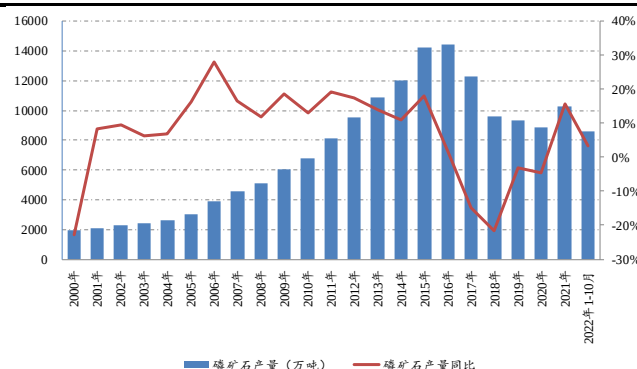
时间	发布机构	政策内容
2001年	国土资源部、财政部	将磷矿石列为“2010年后不能满足国民经济发展需求的20个矿种”之一，并取消磷矿出口退税
2006年	财政部	为限制磷矿肆资源外流，征收磷矿出口关税
2008年	商务部	自2009年开始将磷矿石纳入出口配额许可证管理，当年配额150万吨
2016年	国土资源部	将磷矿石纳入24种“战略性矿产目录”之一，限制开采总量
2016年	财政部、国税局	对磷矿石行业实行资源税改革，由“从量征收”改为“从价定率”
2019年	生态环境部	重点围绕磷矿、磷化工以及磷石膏库三个领域，加速出清产业规模小、污染不达标等落后产能
2022年	工信部	推进中低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

资料来源：中原证券、政府网站

磷矿石在开采，加工过程中均会对环境造成一定污染，其开采过程中会产生的尾矿、废石、

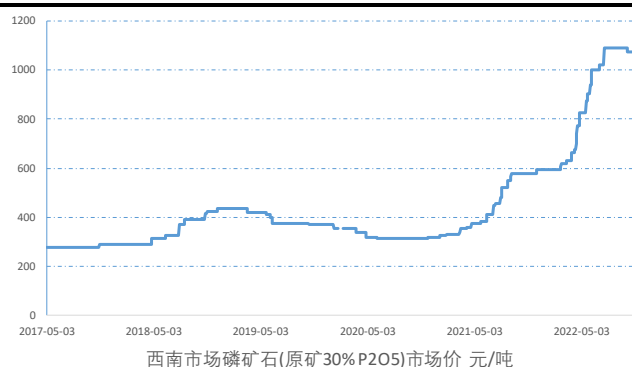
废渣、磷石膏等固体废物，长期露天堆放会导致雨水将废弃物中的磷、氟化物、重金属等污染物渗透入地下土壤和周边的河流水域。由于磷矿中含有较高水平的天然放射性元素，其开采过程中的废水、废渣处置不当还会带来放射性污染。2016 年以来，随着长江生态保护上升到国家战略，沿岸省份加大了“三磷”整治力度。由于我国磷矿的主产区云贵川鄂四省均位于长江经济带，磷矿开采领域的环保压力大幅提升，落后产能逐步退出，磷矿石产量开始下滑。2017 年我国磷矿石产量 1.23 亿吨，同比下滑 14.6%。2018 年-2021 年，我国磷矿石产量总体稳定在 1 亿吨左右。今年 1 到 10 月，我国磷矿石产量 8570.6 万吨，同比增长 3.3%。

图31：我国磷矿石产量



资料来源：中原证券、wind

图32：国内磷矿石价格



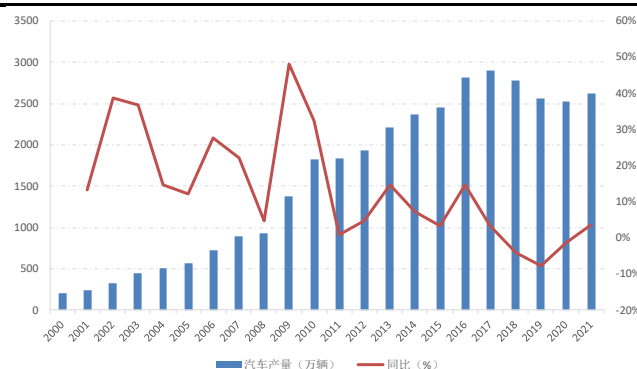
资料来源：中原证券、wind

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

3.2. 轮胎：国产汽车崛起，轮胎产业迎来发展机遇

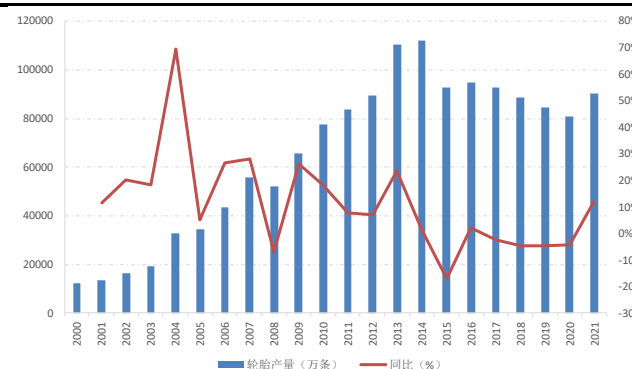
轮胎产业是汽车产业链的重要组成部分，其发展与汽车产业密切相关。自中国加入 WTO 以来，我国的轮胎产业随着汽车产业一同实现了快速发展。2000 年-2021 年，我国轮胎产量自 1.2 亿条增长至 9.0 亿条，复合增速达 10.54%。在产量快速增长的同时，我国轮胎企业也凭借低成本优势，不断扩大市场份额，实现了发展壮大。在 2022 年度全球轮胎 75 强中，有 34 家轮胎企业来自中国，在世界轮胎产业中占据一席之地。

图33：我国汽车年产量



资料来源：中原证券、wind

图34：我国轮胎年产量

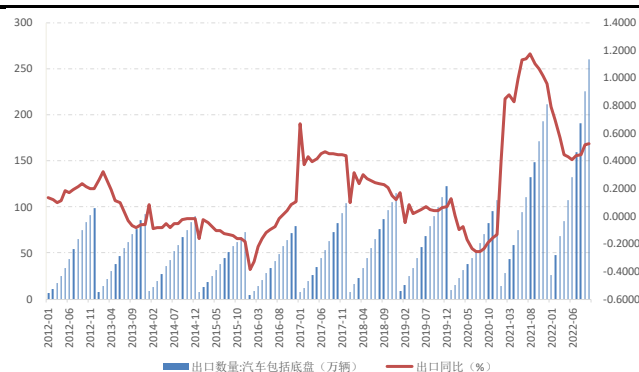


资料来源：中原证券、wind

近年来，我国汽车产业的竞争力不断增强，在全球市场的份额不断增长，推动了汽车出口的大幅提升。2021 年我国汽车出口 212 万辆，同比增长 95.90%。今年我国汽车出口继续保持旺盛态势，前 10 月汽车出口总量达 261 万辆，同比增长 52.80%。出口量超过德国，成为全球第二大汽车出口国。

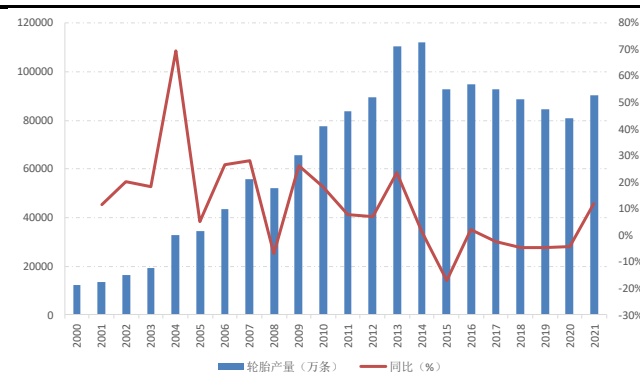
我国汽车产业竞争力的提升有多方面的因素，一方面经过多年积累，我国汽车在外观、质量可靠性及智能化方面大幅提高，产品综合竞争力不断增强；另一方面海外车企受疫情等因素冲击导致供应链短缺，产能大幅减少，中国车企凭借供应链稳定、齐全的优势，提升了市场占有率；此外在全球新能源汽车的浪潮下，我国汽车产业在政策扶持和新能源产业链的配套优势下，实现新能源汽车产销的快速增长，在全球新能源汽车领域位居领先地位。

图35：我国汽车出口量



资料来源：中原证券、wind

图36：我国新能源汽车产量、出口量

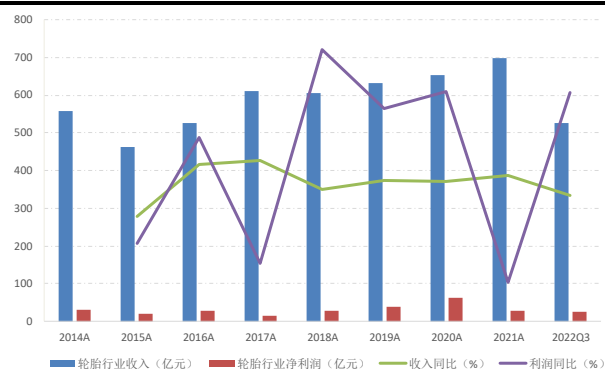


资料来源：中原证券、wind

随着我国汽车产业的崛起，国产汽车产业链有望迎来新一轮的发展机遇。国产轮胎有望通过为国产汽车配套的方式，提升在全球轮胎市场的份额。同时通过为新车配套的广告效应，进一步实现替换市场的领域的增长。总体来看，我国轮胎产业面临较好的发展机遇。

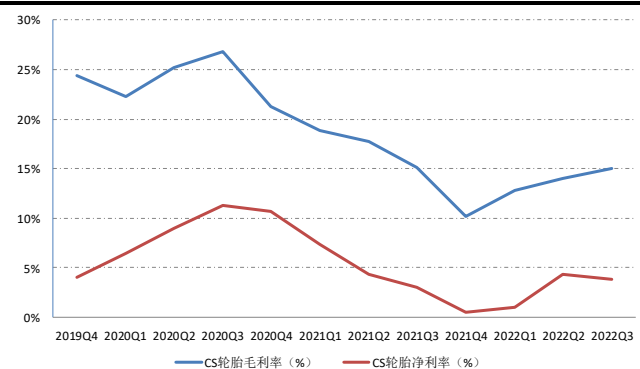
2018 年以来，受天然橡胶价格低位运行，国内企业海外项目落地等因素驱动，我国轮胎行业收入、利润迎来一轮上升趋势。2021 年以来，受海运费大幅上涨以及原材料成本上升等因素影响，轮胎行业盈利能力承压，业绩出现较大下滑。与此同时，大量行业内的中小企业由于亏损，面临破产退出的局面。

图37：中信轮胎行业收入利润



资料来源：中原证券、wind

图38：中信轮胎行业单季度盈利能力



资料来源：中原证券、wind

2020 年以来的海运价格大幅上行，主要还是由于运力的短期错配造成的阶段性影响。今年

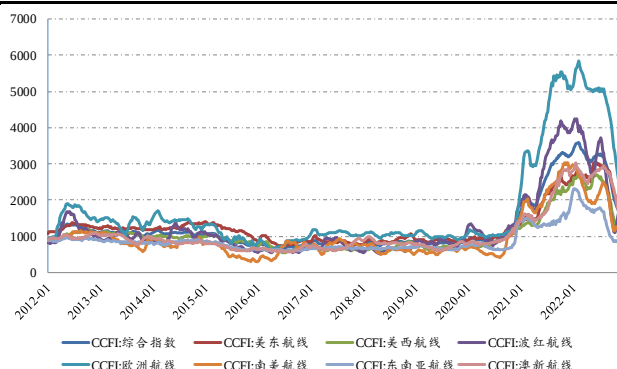
以来，随着全球运力的提升，叠加经济下行背景下需求的下滑，全球海运价格快速回落。从波罗的海货运指数以及中国出口集装箱货运指数等航运指数来看，目前全球海运价格已大幅回落，基本恢复至 2021 年初的水平。随着海运成本的下降，轮胎企业的盈利有望上行。

图39：波罗的海货运指数



资料来源：中原证券、wind

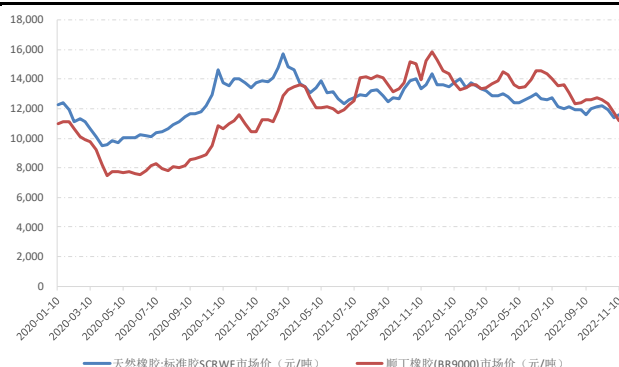
图40：中国出口集装箱货运指数CCFI



资料来源：中原证券、wind

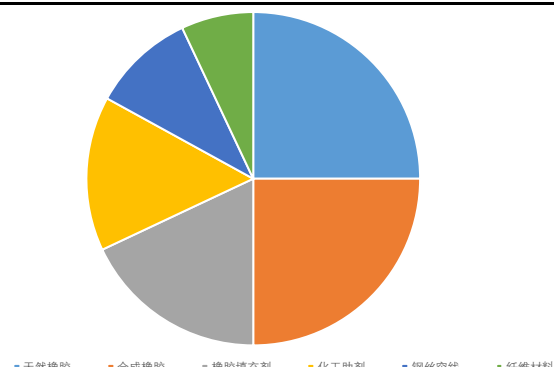
从轮胎的原材料来看，2022 年以来轮胎最主要的原材料天然橡胶和合成橡胶价格均持续回落，其中合成橡胶价格回落幅度较大。在大宗商品价格下行的背景下，轮胎的其他材料价格亦存在下行空间，有望进一步降低轮胎企业的成本，推动盈利的上行。

图41：橡胶价格走势



资料来源：中原证券、wind

图42：子午轮胎成本结构



资料来源：中原证券、cnki

随着海运与原材料成本的下行，轮胎企业盈利有望底部反转。在中国汽车产业快速发展的带动下，未来国产轮胎有望不断提升全球市场份额，需求具有较大提升空间。中国的轮胎企业实力有望进一步提升，迎来长期发展良机。

4. 成长主线：国产替代与新领域驱动，新材料需求方兴未艾

4.1. 国产替代推动电子化学品迎来成长机遇

我国是全球电子大国，电子制造业规模位居全球第一。2012 年到 2021 年，我国电子信息制造业增加值年均增速达 11.6%，营业收入从 7 万亿元增长至 14.1 万亿元，在工业中的营业收入占比连续九年保持第一。主要消费电子产品手机、微型计算机、彩电等产量均占全球一半以上。2022 年 1-10 月，我国规模以上电子信息制造业增加值同比增长 9.5%，保持了快速增长的态势。

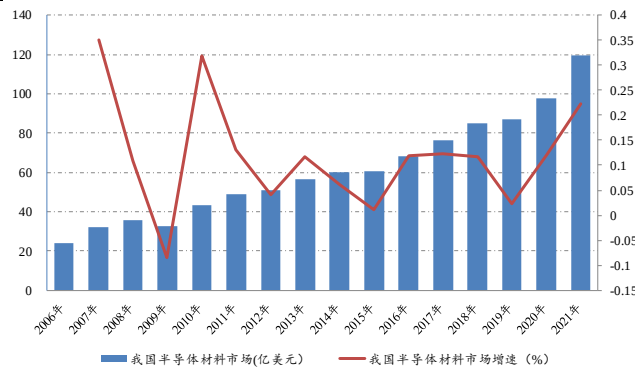
我国电子制造产业的庞大规模也带来了上游半导体材料的巨大需求，我国半导体材料市场亦保持了快速发展。2006-2021 年我国半导体材料规模从 23.8 亿美元增长至 119.3 亿美元，年复合增长率 11.33%，增速超过全球增长水平，也超过电子产业增速。

图43：电子信息制造业工业增加值增速



资料来源：中原证券、UNSD

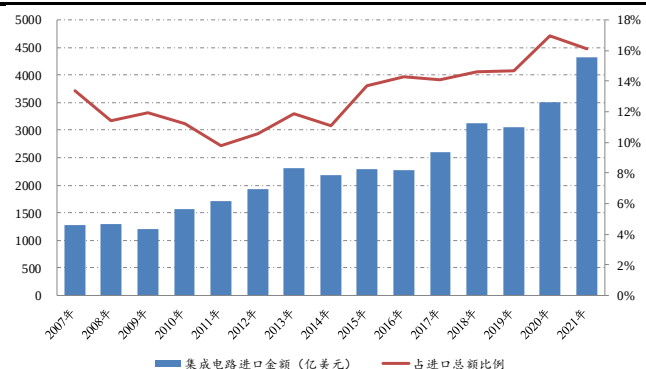
图44：我国半导体材料规模及增速



资料来源：中原证券、UNSD

与庞大的电子产业规模相比，我国集成电路产业却较为薄弱，自给率不到 20%，90%以上的高端芯片依赖进口。近年来集成电路一直是我国进口金额最大的商品。2021 年我国集成电路进口金额达 4325.6 亿美元，同比增长 23.57%，占总进口额的 16.09%。

图45：我国集成电路进口形势

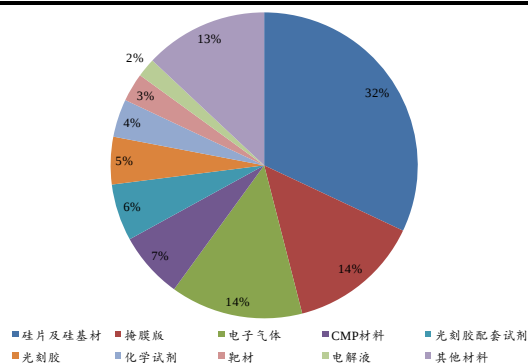


资料来源：中原证券、UNSD

与集成电路产业类似，我国集成电路所需的半导体材料同样依赖进口。由于集成电路材料在下游成本中占比不大，但对产品性能影响却很大，因此下游客户对产品价格敏感度不高，更看重产品的质量、稳定性，存在很高的技术壁垒。2021 年我国半导体材料市场总量 119.3 亿美元，占全球市场总量的 18.6%，近年来占比持续提升。但与我国电子产业 40%以上的市场份额相比，半导体材料的自给率依然较低，其中高端领域半导体材料的整体国产化率不到 10%。

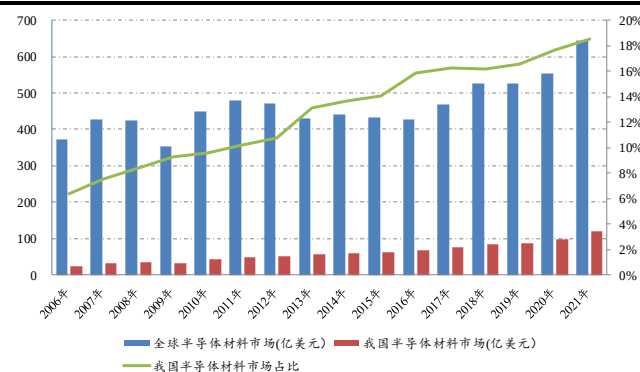
集成电路及其配套材料是电子制造产业的核心环节，附加值最高。集成电路依赖进口，严重制约了我国电子制造业的竞争力，也不利于国家的信息安全。因此提高集成电路及配套半导体材料的自给率，实现芯片国产化是未来电子产业发展的必然趋势，相关的电子化学品材料国产化空间广阔。

图46：半导体材料市场结构



资料来源：中原证券、UNSD

图47：我国半导体材料占全球比重不断提升



资料来源：中原证券、UNSD

近年来，集成电路产业的发展一直是国家政策扶持的重点领域。2018年以来，美国不断加大对我国半导体产业的出口限制力度，愈发凸显了实现集成电路领域自主可控的重要性。近年来中央与地方政府关于集成电路领域的扶持政策密集出台，同时通过成立国家集成电路产业基金的方式，大力扶持集成电路产业，主要投向集成电路芯片制造业，兼顾芯片设计、封装测试、设备和材料等产业。未来集成电路产业有望在政策和资金扶持下，实现国产化的快速发展。

在集成电路产业的带动下，半导体相关的电子化学品领域也实现了飞跃式发展，生产规模和供应能力不断提高，产品质量与国外相比差距也越来越小。相比进口产品，国产半导体化学品成本较低，此外由于临近下游生产企业，配套供应稳定，服务响应即时。凭借这些优势，我国电子化学品企业开始逐步走向市场。近期美国对我国半导体先进制程领域的限制进一步加码，短期内或对我国半导体领域的投资带来一定冲击，长期看我国半导体材料的国产化进程将进一步加速。

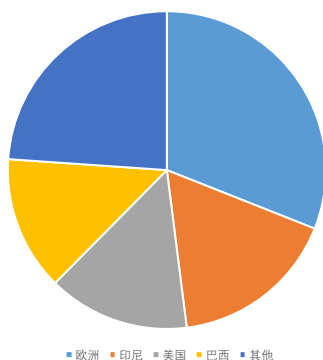
目前涉足半导体化学品的企业主要集中在光刻胶、电解液、高纯试剂、CMP抛光材料、电子特气、PCB化学品等领域。其中高端产品主要集中在集成电路领域，主要包括硅和硅基材料、光刻胶、高纯化学试剂、电子气体、靶材、抛光液、清洗液等。在政策、资金的扶持下，我国电子化学品企业有望在突破技术壁垒之后，迎来市场的快速增长。

4.2. 绿色能源成大趋势，生物柴油迎来发展良机

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

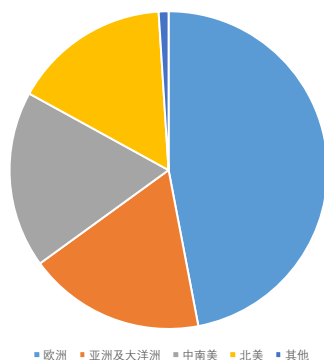
根据联合国统计司的数据，2020年全球生物柴油产量约4000万吨，2010-2020年的产量年复合增长率约7.5%，欧洲、印尼、美国、巴西等为主要生产国家和地区，其中欧洲为最大的生产地区。从需求面看，由于2009年开始实施的RED政策驱动，欧洲的生物柴油需求为全球最大，年消费量约1900万吨，占全球消费量的近50%。由于需求量高于生产量，欧洲又是全球最大的生物柴油进口地区，年进口量达300万吨。

图48：全球生物柴油生产格局



资料来源：中原证券、UNSD

图49：全球生物柴油消费格局



资料来源：中原证券、UNSD

2018 年欧盟出台了《可再生能源指令》(RED II)，并于 2021 年正式执行，大幅推动了生物柴油的需求。该指令提出了 2021-2030 年可再生能源发展的目标和规划，欧盟将进一步优化生物燃料结构，鼓励以废弃资源综合利用的油脂原料生产的先进生物燃料。2022 年 9 月，《可再生能源指令》(RED II) 的最新修订案获得投票通过，该提案进一步提议到 2030 年温室气体减排目标提升到 55%，2050 年前实现碳中和，可再生能源在最终能源总消费总量中的份额从 32% 上升到 45%，可再生燃料在交通运输领域的占比从 14% 上升到 26%，对应生物柴油需求量预计超 4000 万吨，较现有需求量大幅提升。从具体细则看，以废弃油脂、动物油为主的生物柴油减排属性较好，是未来发展的重点，同时明确限制粮食基的生物柴油，其占比不能高于 7% 或比 2020 年比例高一个 pct，高间接土地利用变化风险（包括棕榈油）的占比到 2030 年要减少到 0%”。未来欧洲对生物柴油的需求增量将主要来自于基于废油脂的生物柴油，其需求量有望大幅提升，亦有望为中国的生物柴油企业打开市场空间。

表10：欧盟可再生能源指令中生物燃料相关内容

	RED I	RED II	RED II（修订版）
可再生能源最终消费占比	2020年20%	2030 年 32%	2030 年 45%
可再生能源在交通运输中	2020年10%	2030 年 14%	2030 年 26%
粮食基生物燃料		7%或比 2020 年高一个百分点	7%或比 2020 年高一个百分点
生物燃料原料要求	PART A（先进生物燃料）	2022 年 0.2% 2025 年 1% 2030 年 3.5%	2022 年 0.2% 2025 0.5% 2030 年 2.2%
	PART B（废弃油脂）	2030 年 1.7%	2030 年 1.7%

资料来源：中原证券、互联网

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

5. 投资策略与重点公司

5.1. 维持行业“同步大市”的投资评级

从行业估值情况来看，截止 2022 年 11 月 18 日，中信化工板块 TTM 市盈率（整体法，剔除负值）为 16.29 倍。2010 年以来，行业估值平均水平为 30.98 倍，目前估值水平低于历史平均水平。与其他中信一级行业横向对比，化工板块估计在 28 个行业中位居 14 位，维持行业“同

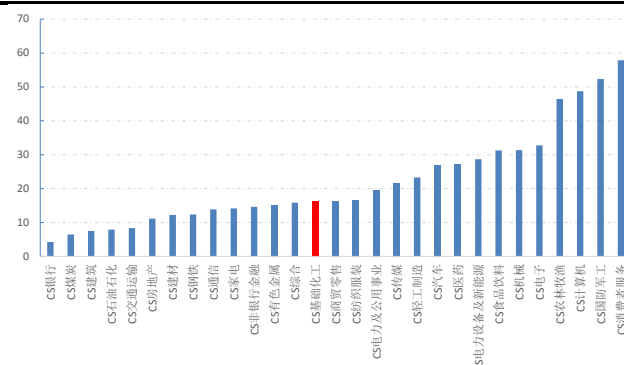
步大市”的投资评级。

图50：化工行业整体估值



资料来源：中原证券、wind

图51：中信一级行业估值对比



资料来源：中原证券、wind

5.2. 行业投资主线及重点公司

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

周期行业关注农药、磷化工和轮胎行业：全球粮食价格高位运行，农业耕种意愿较高，有望拉动农化领域需求。其中农药的供给总体处于收缩态势，产业结构不断优化，行业景气有望维持在较高水平。磷矿石的需求有望在磷肥和新能源的拉动下保持增长，磷矿石的供给则呈收缩态势，磷矿资源稀缺性的不断提升，推动磷化工行业景气的上行。建议关注农药领域的龙头扬农化工(600486)、利尔化学(002258)，建议关注磷矿资源丰富的磷化工企业兴发集团(600141)和云天化(600096)。随着我国汽车产业的崛起，国产轮胎有望凭借配套优势实现进一步发展，提升在全球轮胎市场的份额。国际海运成本的下降和原材料价格的下行则有望提升轮胎行业盈利水平，建议关注赛轮轮胎(601068)和玲珑轮胎(601966)。

精选优质成长：受益芯片国产化的浪潮，未来电子化学品板块成长空间可观，确定性较强，建议关注国产替代进程较快的抛光垫企业鼎龙股份(300054)、电子气体企业昊华科技(600378)。在节能减排的大趋势下，生物柴油有望替代传统的化石基材料，具有可观的成长空间，建议关注卓越新能(688196)。

表 11：重点公司估值分析表

公司名称	每股收益（元）			每股净资产（元）	收盘价（元）	市盈率（倍）			投资评级
	2021A	2022E	2023E			2020A	2021E	2022E	
万华化学	7.85	5.66	7.09	23.58	86.52	11.02	15.29	12.20	买入
华鲁恒升	3.42	3.17	3.43	12.31	30.59	8.94	9.65	8.92	增持
桐昆股份	3.04	1.04	1.98	15.09	14.16	4.66	13.62	7.15	买入
卫星化学	1.78	1.19	2.13	5.98	14.07	7.90	11.82	6.61	买入
扬农化工	3.94	6.38	7.26	27.10	102.51	26.02	16.07	14.12	-
利尔化学	1.34	2.40	2.64	8.52	19.63	14.65	8.18	7.44	-

云天化	1.98	3.41	3.54	8.56	20.93	10.57	6.14	5.91	-
赛轮轮胎	0.43	0.49	0.75	3.87	9.01	21.02	18.39	12.01	增持
鼎龙股份	0.23	0.42	0.62	4.31	22.48	97.74	53.52	36.26	-
昊华科技	0.98	1.23	1.49	8.44	44.20	45.10	35.93	29.66	-
卓越新能	2.87	4.47	5.25	23.02	64.80	22.58	14.50	12.34	增持

资料来源：中原证券、wind（股价为 2022 年 11 月 24 日收盘价）

6. 风险提示

下游需求复苏不及预期；

行业产能大幅扩张；

能源价格大幅上涨。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

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

重要声明

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

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

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

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

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

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。