

# 行业去库存，精细化工迎来发展良机

## ——基础化工行业2023年策略报告

行业评级：看好

2022年12月05日

分析师

李辉

邮箱

lihui01@stocke.com.cn

执业证书编号

S1230521120003

# 目录

CONTENTS

**01** 行业回顾：景气见顶回落，库存压力显现

**02** 疫情和地产政策调整，看好内需复苏

**03** 投资策略

**04** 重点公司

**05** 风险提示

# 01

行业回顾：景气见顶回落，库存压力  
显现

图1：化工行业营业收入变动情况

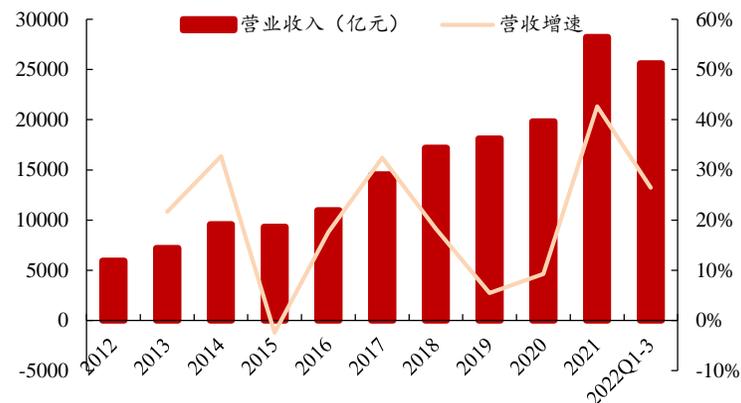


图2：化工行业归母净利润变动情况



图3：化工行业毛利率及净利率情况

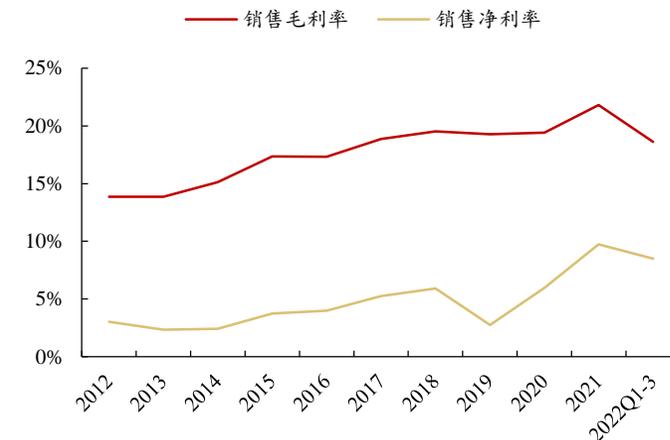


图4：化工PPI高位回落

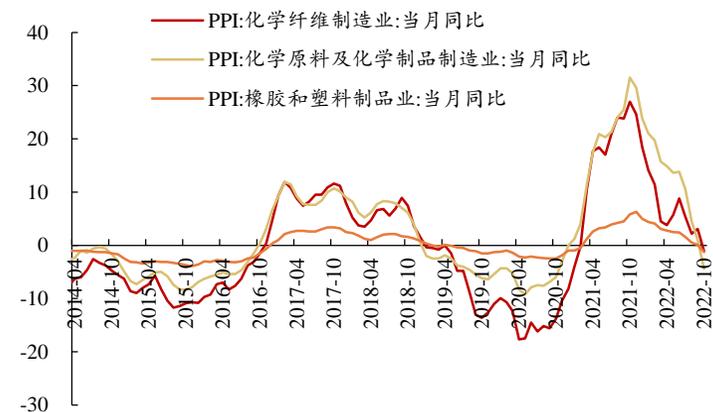


图5：化工品价格指数高位回落



2022年前三季度基础化工行业实现营业收入25586亿元，同比增长26.44%，实现归母净利润2173亿元，同比增长1.79%。销售毛利率及净利率分别为18.62%和8.49%。Q3以来受价格下跌的影响，收入利润增速和盈利能力下行。

价格见顶回落，内需主要受地产、汽车、纺织服装等增长放缓所致。

图6：地产景气持续下行

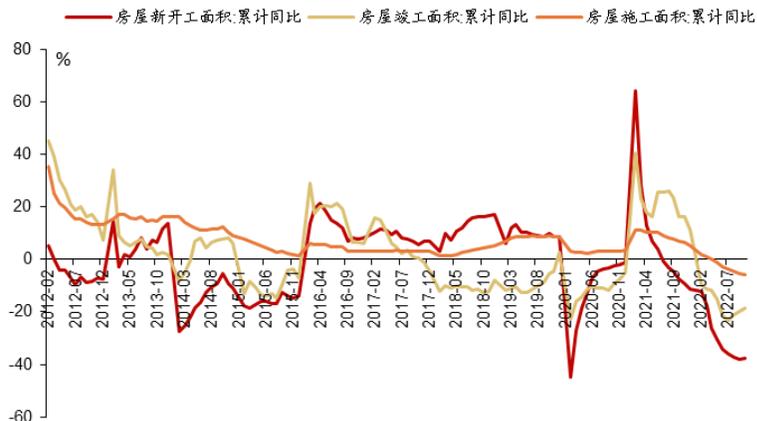


图7：汽车产量见底回升

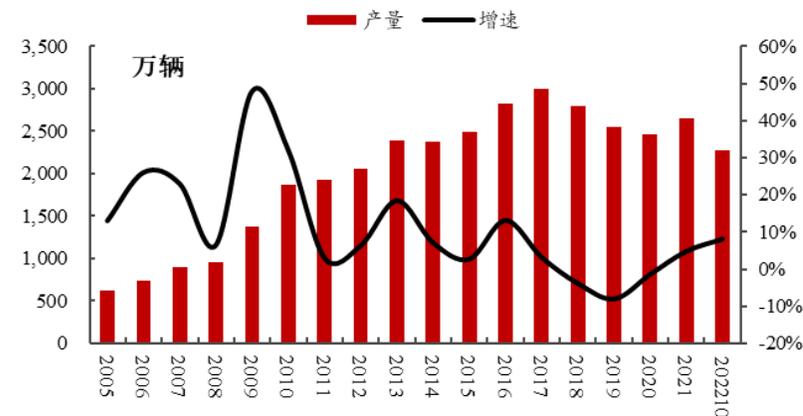
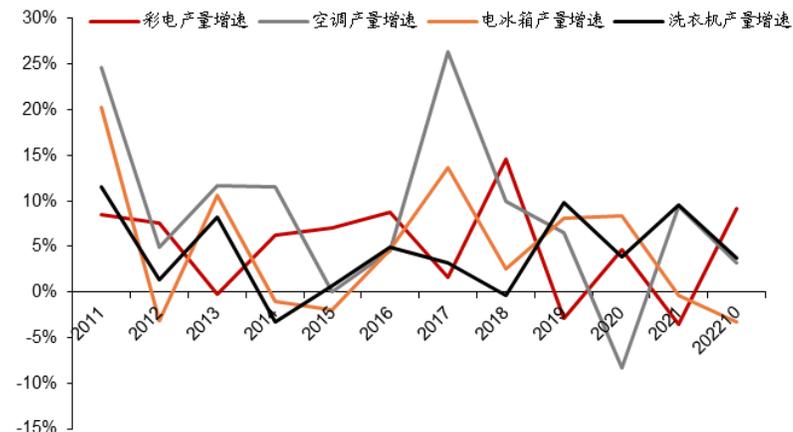


图8：纺织服装行业增速回落



图9：家电除彩电外增速均回落



出口见顶回落  
 俄乌战争导致能源价格高企影响消费能力，美元大幅加息等因素，预计明年全球大概率衰退，IMF预计2023年全球经济增长率仅为2.7%。

图10：美国库存消费比数据显示库存压力上升

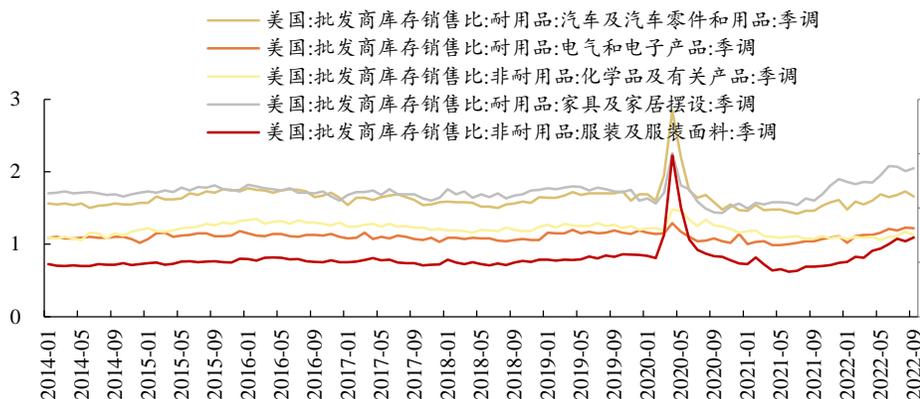


图11：中国化工行业出口增速见顶回落



图12：原油及天然气价格高企

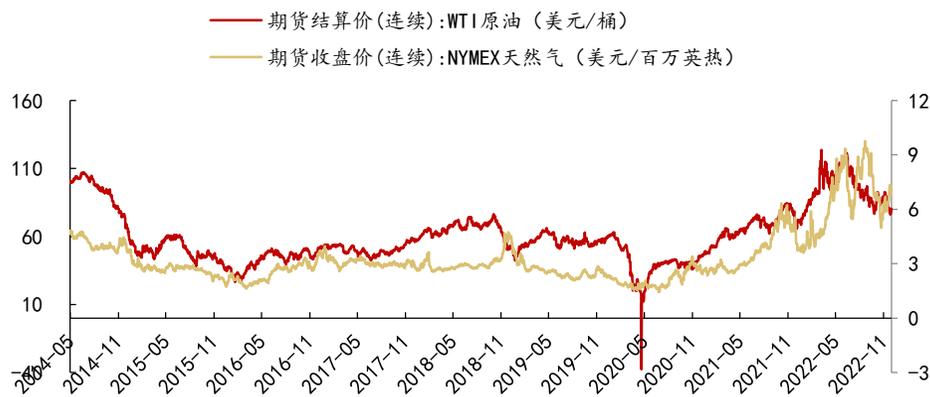


图13：IMF预计2023全球经济增长率

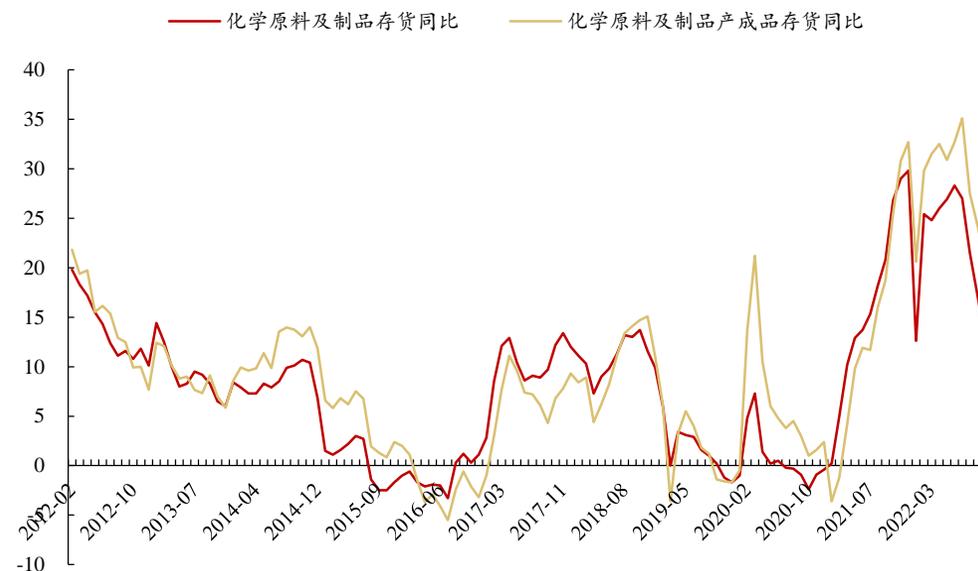
	2022年		2023年	
	1月预测结果	10月预测结果	1月预测结果	10月预测结果
全球	4.40	3.20	3.80	2.70
发达经济体	3.90	2.40	2.60	1.10
美国	4.00	1.60	2.60	1.00
欧元区	3.90	3.10	2.50	0.50
德国	3.80	1.50	2.50	-0.30
法国	3.50	2.50	1.80	0.70
意大利	3.80	3.20	2.20	-0.20
西班牙	5.80	4.30	3.80	1.20
日本	3.30	1.70	1.80	1.60
英国	4.70	3.60	2.30	0.30
加拿大	4.10	3.30	2.80	1.50
其他发达经济体	3.60	2.80	2.90	2.30
新兴市场和发展中经济体	4.80	3.70	4.70	3.70
中国	4.80	3.20	5.20	4.40

内外需增速放缓，行业库存压力逐渐显现。Q3行业进入主动去库存阶段

图14：收入增长放缓，主动去库存阶段



图15：产成品库存压力较大



20年疫情和21年双碳政策影响化工行业投资增速，22年行业投资增速企稳回升，化学原料与制品/化纤行业前10月固定资产投资完成额分别同比增长20.4%和27%；基础化工行业上市公司前三季度固定资产同比增长20.1%；需求下行，产能上行，明年行业供需格局或将恶化

图16：化工行业固定资产投资增速处于相对高位



图17：上市公司固定资产同比大幅增长

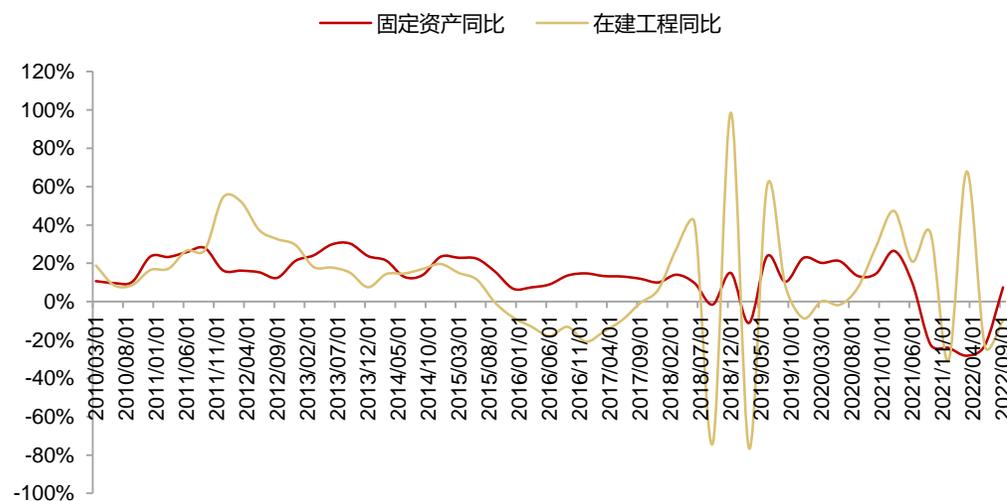


表1：主要化工品产能及预计新建产能及开工率统计

		产能 (万吨)								开工率				
		2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2017	2018	2019	2020	2021
C1	乙二醇	833.7	1045.7	1065.7	1553.9	2090.9	2537.4	2877.4	2877.4	78%	65%	65%	53%	56%
	DMF	99	99	99	96	96	107	127	127	66%	75%	69%	66%	72%
	辛醇	249	257	249	249	249	271	271	271	62%	71%	78%	72%	84%
	醋酸	855	900	935	945	1006	1081	1321	1451	89%	87%	76%	74%	69%
C3	环氧丙烷	329.7	329.7	341.7	345.7	404.7	457.7	656.7	656.7	69%	78%	77%	77%	79%
	丙烯酸	311.2	273.5	313.5	319.5	353.5	342	342	392	58%	62%	66%	69%	58%
	丙烯酸丁酯	220	225	266	262	288	288	288	360	0%	0%	0%	22%	50%
G4	MTBE	2036	2158	2240	2260	2260	2270	2270	2270	57%	55%	58%	56%	62%
芳烃	己内酰胺	363	370	401	433	539	569	779	779			73%	76%	69%
	己二酸	219	227	234.5	255	275	294	310	310	64%	62%	62%	58%	69%
氯碱	烧碱	3971	4035	4158	4284.5	4581.6	4698.6	4721.6	4751.6	85%	85%	83%	85%	85%
	PVC	2473.5	2484.5	2486.5	2602	2614	2657	2897	2897	72%	81%	69%	76%	85%
	纯碱	3119	3140	3290	3327	3416	3455	4215	4215	87%	81%	83%	77%	80%
化肥	尿素	7972	7466	7467	7260	7234	7295	8029	8081	73%	69%	70%	77%	77%
	磷肥 (MAP)	2700	2840	2427	2299	2289	2320	2320	2320	86%	60%	61%	53%	54%
	磷肥 (DAP)	2600	2505	2505	2529	2519	2519	2519	2519	67%	59%	54%	56%	54%
	钾肥 (氯化)	860	860	860	860	860	860	860	860	83%	77%	74%	82%	68%
磷化工	磷矿石	11948	11224	10705	12439.5	12523.5	12523.5	12523.5	12523.5	124%	95%	89%	72%	82%
	黄磷	158.6	149.95	145.45	141.25	143.75	144.75	144.75	144.75	56%	54%	44%	55%	48%
农药	草甘膦	72.5	72.5	72.5	73	76	81	81	83.5	70%	76%	80%	77%	82%
	草铵膦	1.75	2.25	3	4.1	4.6	8.2	8.2	8.2	87%	88%	70%	45%	37%
聚氨酯	纯MDI	336	336	336	346	396	396	445	505	57%	64%	71%	64%	72%
	TDI	84	84	119	144	142	142	188	188	66%	66%	71%	70%	80%
化纤	涤纶长丝	2226	3070	3298	3525	3649	3842	4547	4547	88%	74%	87%	78%	82%
	涤纶短纤	697	740	780	815	835	878	1151	1211	74%	75%	79%	81%	80%
	涤纶工业丝	204	209	225.4	284.4	305.4	305.4	305.4	305.4	83%	83%	83%	66%	75%
	氨纶	74.89	82.59	91.79	94.79	103.79	111.69	131.69	138.69	72%	76%	72%	80%	80%
	粘胶短纤	400.5	469.5	483.5	490.5	513	513	513	538	79%	74%	75%	72%	72%
塑料	PC	88	126	166	194	265	265	265	265	72%	69%	61%	51%	42%
	PMMA	27	27	35	30.5	51	51	51	51	65%	63%	51%	78%	55%
橡胶	炭黑	735.2	776.2	795.2	800.2	854.2	851.2	906.2	936.2	55%	62%	64%	61%	64%
涂料	钛白粉	358.4	362.9	425.9	434.4	459.1	483.1	594.1	614.1	80%	81%	77%	79%	80%
硅化工	有机硅中间	136.5	139	151.5	167.5	187.5	265	342.5	382.5	72%	85%	76%	76%	76%

化工子行业产能扩充分化较大：

己内酰胺、纯碱、尿素、涤纶、氨纶、钛白粉、有机硅中间体等行业未来产能新增较大；

丙烯酸、MTBE、磷肥、钾肥、黄磷等行业新增产能较少或几乎没有新增；

表2：年初至今主要化工品涨跌幅情况

产品分类	细分品种	年初至今涨幅	产品分类	细分品种	年初至今涨幅	产品分类	细分品种	年初至今涨幅	产品分类	细分品种	年初至今涨幅
基础化工品	丁二烯	58.9%	碳酸酯	PC	-33.3%	磷化工	磷矿石	61.4%	维生素	维生素B5	28.3%
	甲苯	30.1%		DMC	-46.0%		黄磷	-18.9%		色氨酸	24.6%
	硝酸	21.2%		DEC	-53.8%		磷酸	-27.9%		固体蛋氨酸	3.9%
	甲醇	16.2%		EMC	-55.9%		磷酸一铵	14.1%		维生素K3	0.0%
	丙酮	11.3%		EC	-65.1%		尿素	8.4%		维生素E	-5.7%
	甲醛	5.8%	氯碱	液碱	29.0%	合成氨	8.0%	液体蛋氨酸		-7.7%	
	重质纯碱	5.6%		电石	-24.4%	复合肥	5.3%	维生素B2		-11.5%	
	原油	2.4%		PVC	-29.8%	磷酸二铵	1.8%	维生素B6		-17.9%	
	乙醇	0.3%		液氯	-104.0%	氯化钾	1.7%	安赛蜜		-21.1%	
	异丙醇	0.0%		氟化工	萤石	15.3%	硫酸钾	-5.4%		维生素B1	-26.5%
	丙烯	-5.8%	氢氟酸		-2.7%	氯化铵	-8.3%	赖氨酸		-26.7%	
	小苏打	-5.9%	PVDF		-15.6%	农药	草甘膦	-37.6%		维生素B12	-28.8%
	苯乙烯	-7.2%	氟橡胶		-25.6%	草铵膦	-40.6%	三氯蔗糖	-31.3%		
	环氧乙烷	-7.7%	化纤		PX	32.6%	TDI	13.0%	维生素B9	-39.4%	
	纯苯	-8.2%		PTA	9.8%	环氧丙烷	-12.2%	维生素C	-44.7%		
	乙烯	-13.7%		粘胶短纤	7.3%	纯MDI	-14.4%	维生素D3	-47.8%		
	苯酚	-16.8%		涤纶长丝	-5.6%	己二酸	-27.2%	维生素B3	-48.1%		
	钛白粉	-22.3%		聚酯瓶片	-9.0%	聚合MDI	-33.9%	维生素A	-62.9%		
	乙二醇	-22.4%		PA6	-14.7%	DMF	-64.0%				
	PVA	-30.0%		丙烯腈	-18.8%	BDO	-69.9%				
双酚A	-33.7%	氨纶40D		-38.8%							
硫酸	-42.3%	氨纶20D		-48.4%							
醋酸	-43.1%										
丙烯酸	-43.2%										

今年以来大宗商品价格整体呈回落趋势：

碳酸酯、化纤、农药、维生素板块跌幅较大；

丁二烯、PX等偏上游石化产品、磷矿石、萤石、维生素B5、色氨酸等产品涨幅较大

化工行业大部分价差在年内保持下跌趋势，仅部分产品价差出现较大幅度上涨：

乙二醇-烟煤差、PVC-电石、三聚氰胺-尿素、钛白粉-金红石矿等价差由年初正值转负，整体盈利水平大幅度下降。

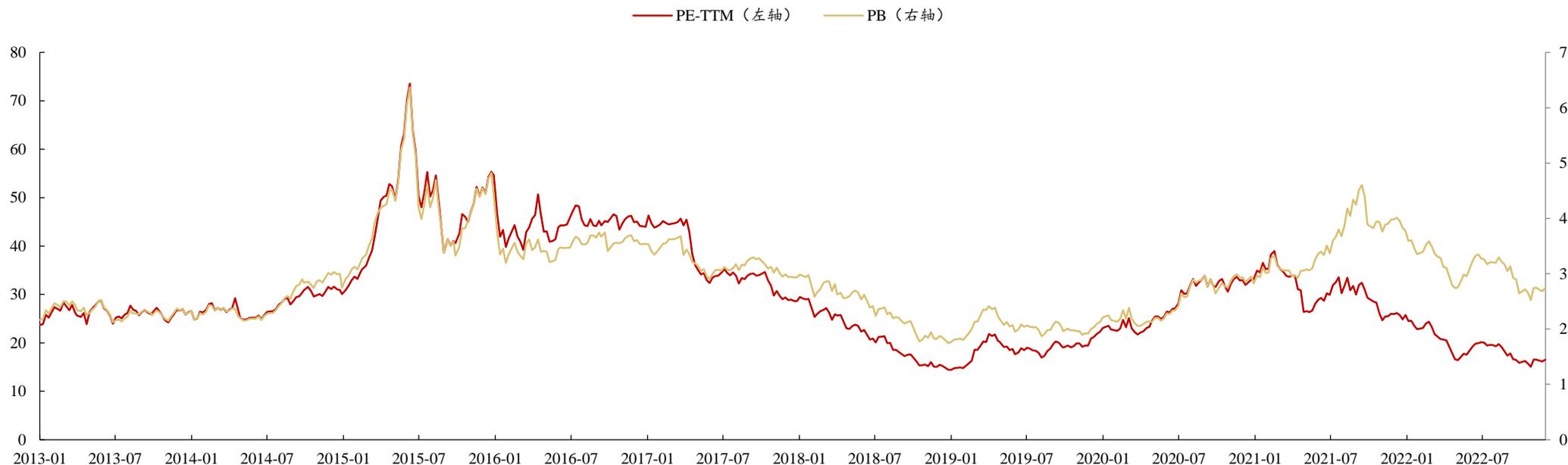
二甲醚-甲醇、腈纶短纤-丙烯腈、草甘膦-甘氨酸-多聚甲醛-甲醇-黄磷等价差出现较大幅度的上涨；

总体而言今年由于上游资源品价格在历史较高水平，导致整体下游产品的价差大部分出现下滑，仅有少部分细分单品价差存在上涨情况。

表3：主要大宗品历史价差分位数统计

板块	产品价差	单位	本周	上周	周涨幅	年初	年内涨幅
酚醛	双酚A-苯酚-丙酮	元/吨	2588	2754	-6.0%	7319	-64.6%
聚酯	PTA-PX价差	元/吨	111	(81)	-236.8%	666	-83.4%
醇类	乙二醇-乙烯	元/吨	132	78	68.8%	1424	-90.7%
	乙二醇-烟煤差	元/吨	(1439)	(1769)	-18.6%	1892	-176.1%
	甲醇-原料煤	元/吨	924	668	38.2%	1340	-31.1%
	二甲醚-甲醇	元/吨	230	358	-35.8%	51	351.0%
	醋酸-甲醇	元/吨	1510	1421	6.3%	4578	-67.0%
	PVA-电石价差	元/吨	7022	6980	0.6%	10542	-33.4%
	DMF-甲醇-液氨	元/吨	913	1347	-32.2%	11786	-92.3%
氯碱	PVC-电石	元/吨	(473)	(693)	-31.7%	91	-619.7%
	PVC-乙烯	元/吨	3203	3106	3.1%	5079	-36.9%
纯碱	轻质纯碱-原盐-动力煤	元/吨	1644	1574	4.4%	1312	25.3%
	重质纯碱-原盐-动力煤	元/吨	1744	1674	4.1%	1662	4.9%
聚氨酯	苯胺-纯苯-硝酸	元/吨	2085	1894	10.0%	1718	21.3%
	聚合MDI-苯胺-甲醛	元/吨	5518	5790	-4.7%	13466	-59.0%
	聚合MDI-纯苯-甲醛	元/吨	8652	8782	-1.5%	16181	-46.5%
	纯MDI-苯胺-甲醛	元/吨	8918	9690	-8.0%	13166	-32.3%
	纯MDI-纯苯-甲醛	元/吨	12052	12682	-5.0%	15881	-24.1%
	TDI-甲苯	元/吨	12790	13094	-2.3%	12238	4.5%
	BDO-顺酐	元/吨	1390	1610	-13.7%	19200	-92.8%
	环氧丙烷-丙烯	元/吨	3071	3326	-7.7%	4205	-27.0%
化纤	硬泡聚醚-环氧丙烷	元/吨	4560	4420	3.2%	4140	10.1%
	涤纶POY-PTA-乙二醇	元/吨	677	382	77.2%	1311	-48.4%
	涤纶FDY-PTA-乙二醇	元/吨	1977	1732	14.1%	1808	9.3%
	粘胶短纤-溶解浆	元/吨	4050	4100	-1.2%	6775	-40.2%
	PA6-己内酰胺	元/吨	9933	9428	5.4%	6557	51.5%
	PA66-己二酸	元/吨	24416	25258	-3.3%	40388	-39.5%
	腈纶短纤-丙烯腈	元/吨	7388	6636	11.3%	5040	46.6%
橡胶	乙烯焦油-煤焦油	元/吨	(650)	(650)	0.0%	-900	27.8%
	炭黑-煤焦油	元/吨	1225	1225	0.0%	1483	-17.4%
塑料	PC-双酚A	元/吨	7350	6830	7.6%	6065	21.2%
	BOPET-聚酯切片	元/吨	2056	1943	-2.0%	4018	-48.8%
化肥	国内尿素-无烟煤-动力煤	元/吨	1687	1654	2.0%	1572	7.3%
	三聚氰胺-尿素	元/吨	(3671)	(3819)	-3.9%	4066	-190.3%
	硝酸铵-液氨	元/吨	1523	1533	-0.7%	1759	-13.4%
	磷酸一铵(国内)-磷矿石-硫酸-液氨	元/吨	880	796	10.6%	2053	-57.1%
	磷酸二铵(国内)-磷矿石-硫酸-液氨	元/吨	1059	928	14.1%	1785	-40.7%
	复合肥价差	元/吨	157	221	-29.1%	238	-34.1%
	三聚磷酸钠-黄磷-轻质纯碱差	元/吨	7256	7256	0.0%	5410	34.1%
农药	草甘膦-甘氨酸-多聚甲醛-甲醇-黄磷	元/吨	40996	42524	-3.6%	29091	40.9%
	吡虫啉-CCMP	元/吨	70000	64000	9.4%	102000	-31.4%
钛白粉	金红石型钛白粉-钛精矿-硫酸	元/吨	9456	9378	0.8%	12558	-24.7%
	钛白粉-金红石矿	元/吨	(510)	(510)	0.0%	19600	-102.6%
有机硅	DMC-金属硅-甲醇价差	元/吨	5554	5545	0.2%	15062	-63.1%

图18：基础化工行业PE及PB情况



当前基础化工行业整体估值处于历史较低水平，截至2022年12月2日基础化工整体板块PE、PB分别为16.53、2.75，市盈率处于近10年3.59%的历史分位，市净率处于近10年21.66%的历史分位。

# 02 明年展望：疫情和地产政策 调整，看好内需复苏

表4：各地防疫政策变化

时间	地区	发布内容
12.1	石家庄	石家庄市疫情防控总指挥部办公室发布通告，自12月1日起，桥西区、长安区、裕华区、新华区、高新区、循环化工园区实施分区分级差异化防控，有序恢复生产生活秩序
11.30	广州	广州海珠、天河、番禺、荔湾等区陆续发布通告，宣布解除所有疫情防控临时管控区。广州除划定的高风险区单元、楼栋外，其他区域按低风险区或常态化防控措施管理。
11.30	重庆	重庆中心城区和梁平区将按照“分区分类、由点及面、逐步放开”思路，由各区根据疫情发展形势，实行差异化防控措施。其他区县在风险可控前提下，逐步实行常态化防控
	北京	北京市政府新闻发言人徐和建介绍，自2022年11月30日起，对全市长期居家老人、居家办公和学习人员、婴幼儿等无社会面活动的人员，如果无外出需求，可以不参加社区核酸筛查。
11.30	成都	进写字楼只查72h核酸，回小区不需查核酸

受疫情影响，国内10月工业、消费、投资、进出口等指标增速均较9月份有所回落。10月份，规模以上工业增加值同比实际增长5.0%，社会消费品零售总额同比下降0.5%，全国固定资产投资(不含农户)同比增长5.8%，比1-9月份回落0.1个百分点。全国房地产开发投资同比下降8.8%；

11月11日，国家卫健委发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》，进一步优化新冠肺炎疫情防控措施，我国进入疫情科学精准防控时期。

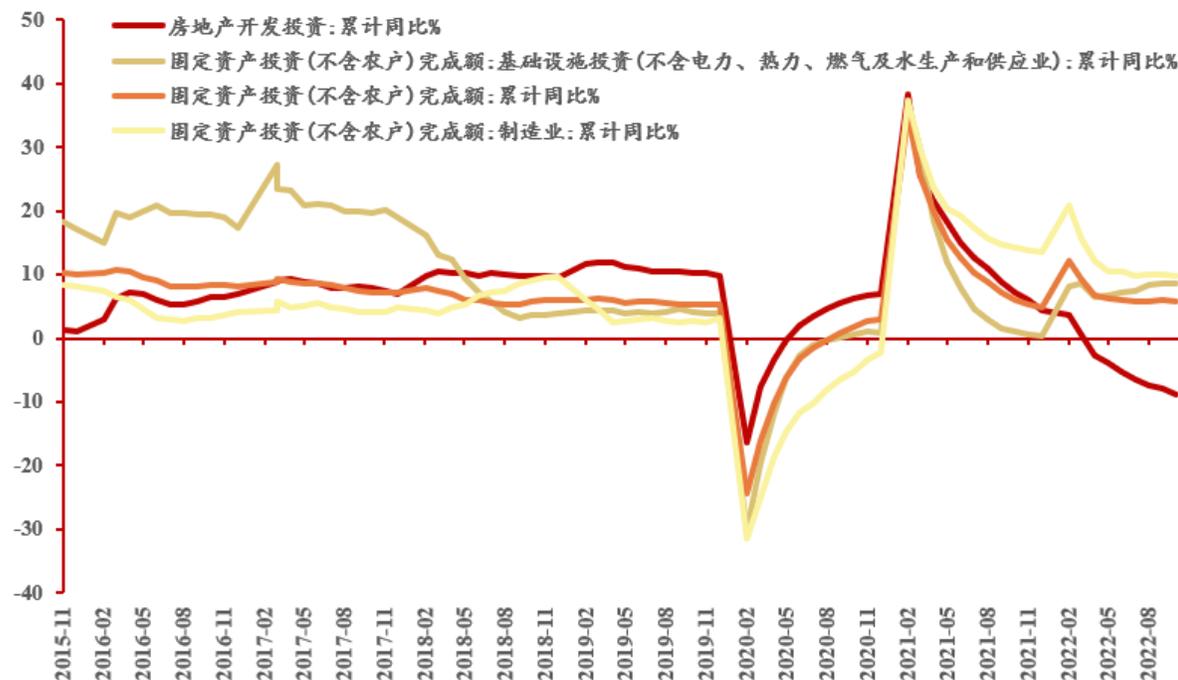
表5：优化疫情防控“二十条”措施

	调整前	调整后
<b>密接</b>	7天集中隔离 3天居家健康监测	5天集中隔离 3天居家隔离
<b>次密接</b>	7天居家隔离	不在判定密接的次密接
<b>高风险区外溢人员</b>	7天集中隔离	7天居家隔离
<b>风险区</b>	“高、中、低”三类	“高、低”两类
<b>常态化管理</b>		一般不按行政区域开展全员核酸检测 对风险岗位，重点人员开展核酸检测，不得扩大核酸检测范围
保留落地检		
<b>结束闭环作业的高风险从业人员</b>	7天集中隔离或7天居家隔离	5天居家健康监测
<b>入境航班</b>	登机前48h内 2次核酸阴性证明	取消入境航班熔断机制 登机前48h内1次核酸阴性证明
<b>入境重要人员、体育团组</b>		点对点转至免隔离闭环管理区
<b>入境人员</b>		明确阳性判断标准为检测Ct值<35 对解除集中隔离时检测Ct值35-40的人员进行风险评估
	7天集中隔离 3天居家健康监测	5天集中隔离 3天居家隔离
<b>加大“一刀切”层层加码问题整改力度</b>	严禁随意封校停课、停工停产停诊、“静默”管理、长时间不解封整治、逐一排查不合理风控行为 不得擅自要求事关产业链全局和涉及民生保供的重点企业停工停产 避免因疫情滞留，不得拒绝接受滞留人员返回	
<b>能力建设</b>	加快提高疫苗加强免疫接种覆盖率，特别是老年人群 做好新冠药物储备、急救药品和医疗设备储备	
<b>坚持动态清零方针</b>	坚持动态清零，决不能造成放松疫情防控甚至放开“躺平”的误读坚决打赢常态化疫情防控攻坚战	

表6：房企融资“三支箭”一个月内全部落地

时间	文件/机构	内容
2022年11月8日	银行间市场交易商协会	继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。预计可支持约2500亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。
2022年11月14日	《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》	监管账户内资金达到住房和城乡建设部门规定的监管额度后，房地产企业可向商业银行申请出具保函置换监管额度内资金。
2022年11月21日	中国人民银行、银保监会	因城施策实施好差别化住房信贷政策，支持刚性和改善性住房需求；用好民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）支持民营房企发债融资；完善保交楼专项借款新增配套融资的法律保障、监管政策支持等，推动“保交楼”工作加快落实。
2022年11月21日	易会满主席在2022金融街论坛年会上的主题演讲	密切关注房地产行业面临的困难挑战，支持实施改善优质房企资产负债表计划，继续支持房地产企业合理债券融资需求，支持涉房企业开展并购重组及配套融资，支持有一定比例涉房业务的企业开展股权融资。
2022年11月23日	《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》	<p><b>金融支持房地产“十六条”政策</b></p> <p><b>稳定房地产开发贷款投放：</b>支持个人住房贷款合理需求；稳定建筑企业信贷投放；支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期；保持债券融资基本稳定；保持信托等资管产品融资稳定；<b>支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款；鼓励金融机构提供配套融资支持；</b>做好房地产项目并购金融支持；积极探索市场化支持方式；<b>鼓励依法自主协商延期还本付息；</b>切实保护延期贷款的个人征信权益；延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排；<b>阶段性优化房地产项目并购融资政策；</b>优化住房租赁信贷服务；拓宽住房租赁市场多元化融资渠道。</p>
2022年11月23日	银行间市场交易商协会	中债增进公司在民企债券融资支持工具（“第二支箭”）政策框架下，出具对龙湖集团、美的置业、金辉集团三家民营房企发债信用增进函，拟首批分别支持三家企业发行20亿元、15亿元、12亿元中期票据，后续将根据企业需求提供持续增信发债服务。
2022年11月28日	中国证监会	<p><b>“新五条”政策</b></p> <p>恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用。</p>

图19：基建、地产及制造业固定资产投资累计增速



在房地产市场出现总体下行、房地产企业资金来源受阻的背景下，近一个月内，金融支持房地产市场政策密集出台。我们认为随着稳增长政策逐步发力，基建、地产及制造业固定资产投资有望加速，内需有望逐步改善。

图20：油价走势



原油、动力煤价格出现回落，大部分下游产品盈利有望改善；

磷矿石价格依然高位，磷化工板块持续受压；

图21：国内煤炭价格走势



图22：磷矿石价格走势



# 03

## 投资策略及建议

图23：维生素价格跌至十几年来低位

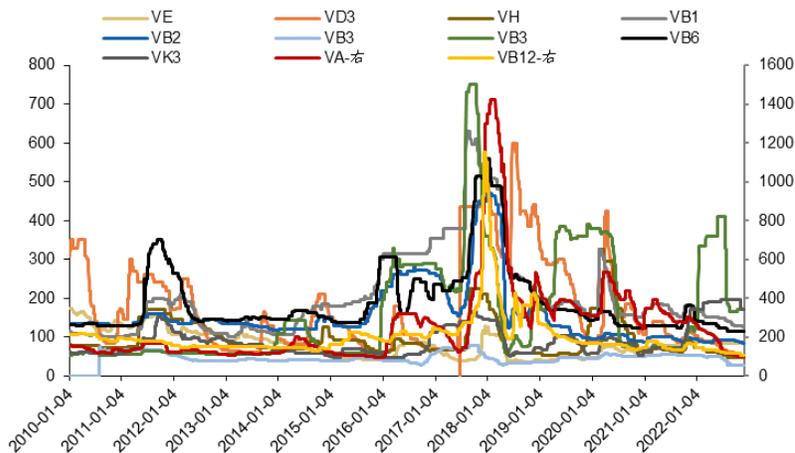


图24：21年维生素出口大幅增长导致22年国外去库存

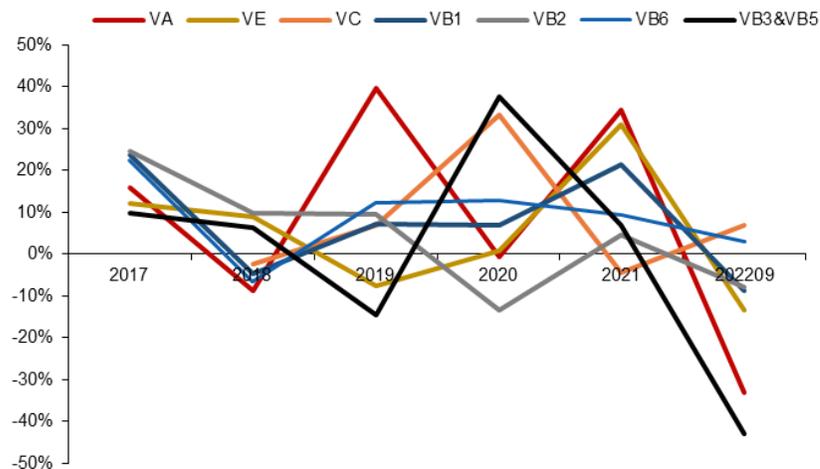
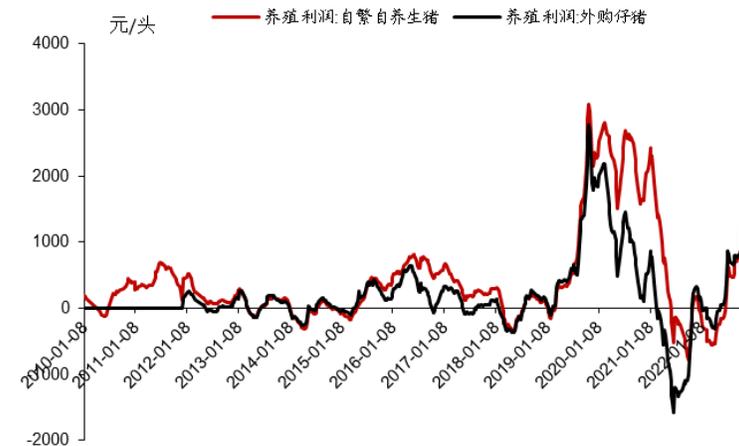


图25：养殖盈利回升



21年受双碳限电影响，海外加大补货力度维生素出口大幅增长，22年海外去库存。国内受养殖周期影响内需不振，国外库存去化与国内猪周期共振，看好23年维生素需求，产品价格位于10多年底部。推荐新和成，关注安迪苏（feedkind明年投产）和浙江医药。

图26：我国成年人超重率、肥胖率不断提升

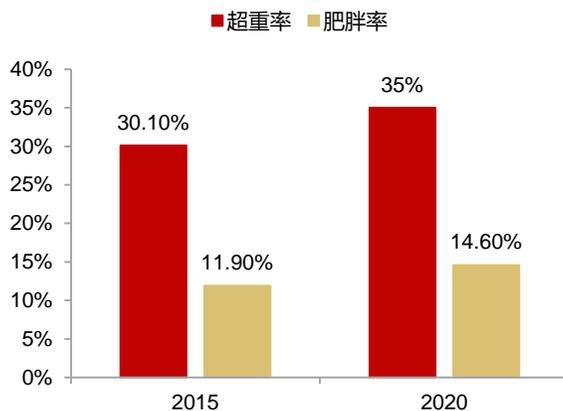


图27：人工甜味剂价甜比存在优势

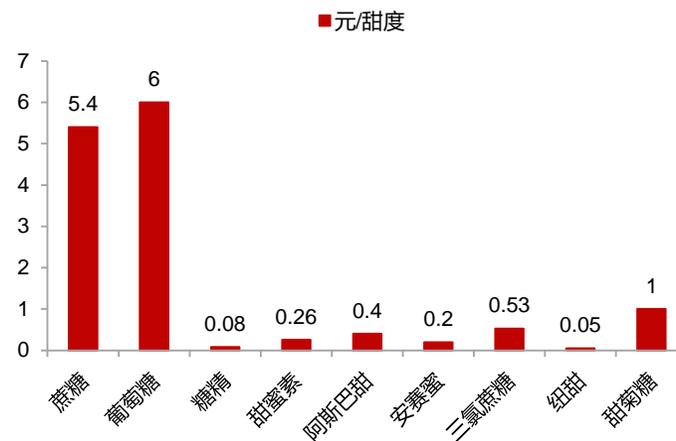


图28：2010-2020年代糖消费占比不断提高

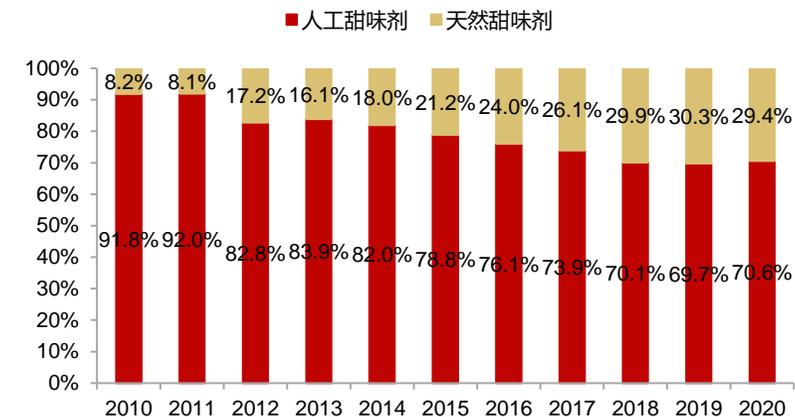
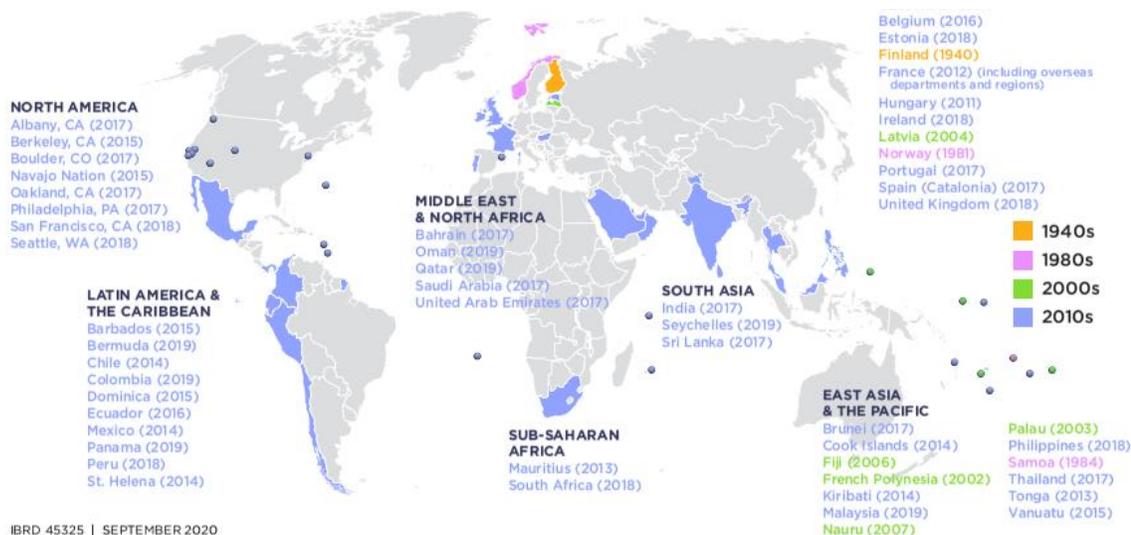


图29：世界征收“糖税”的国家



过量摄入添加糖等导致的超重和肥胖已成为不少国家严重的社会问题，随着人们健康意识的提升、代糖的高性价比，以及全球越来越多的国家开始征收糖税，近十年来人工甜味剂的消费占比不断提升。推荐醋化股份，关注金禾实业。

图30：面板价格企稳回升

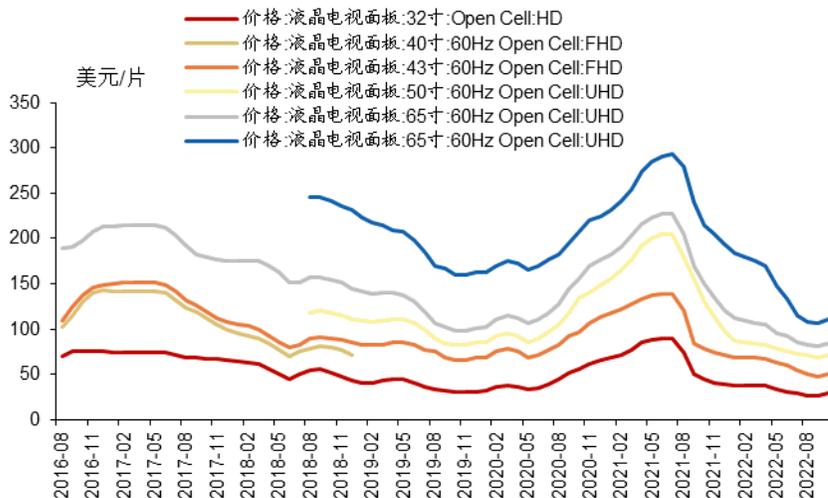


图31：中国面板出货量降幅趋缓

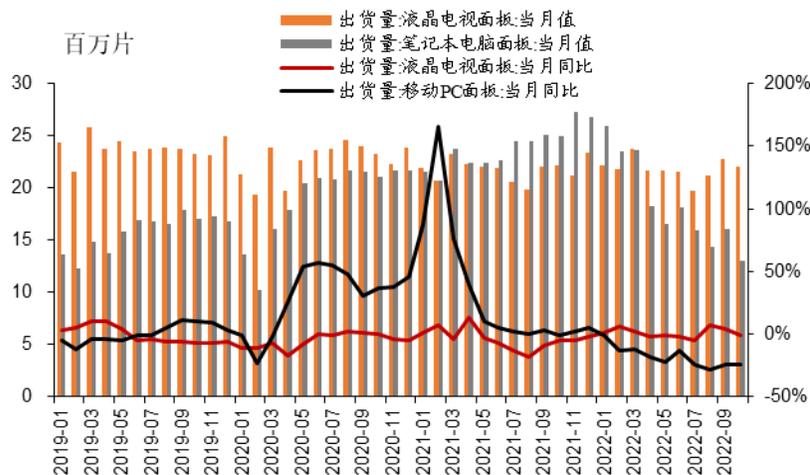
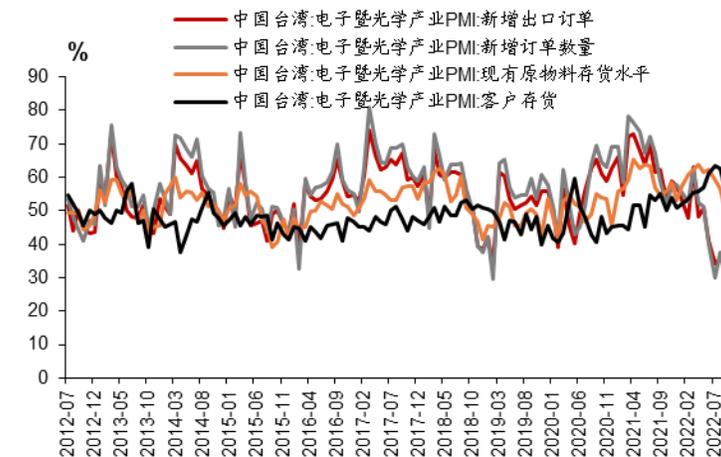


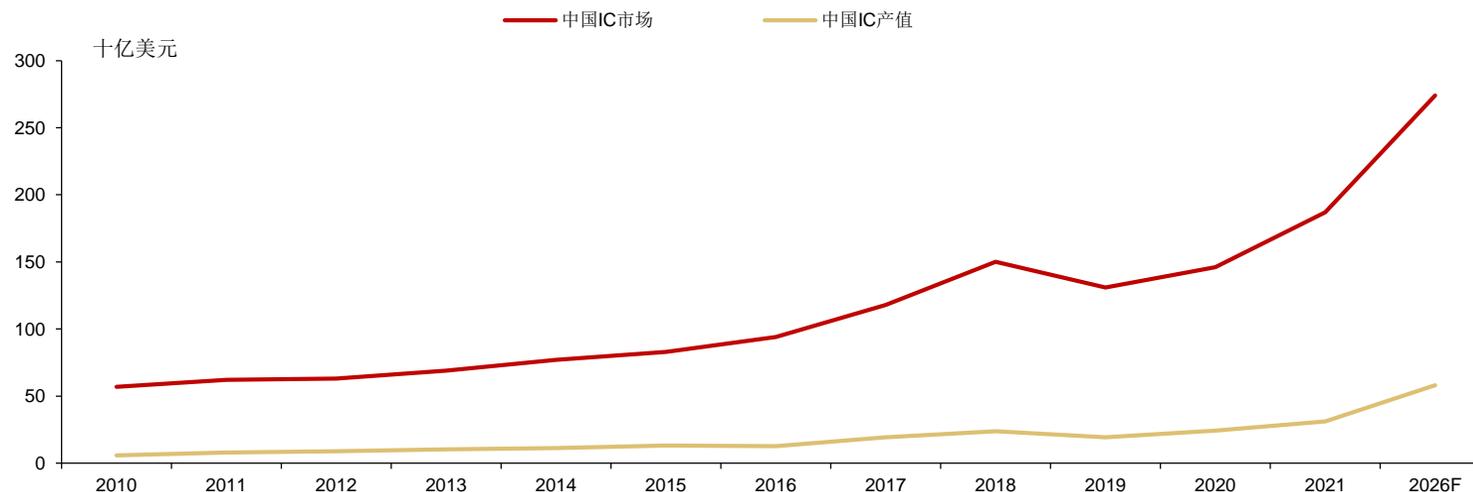
图32：台湾电子产业订单降幅收窄库存见顶回落



20年消费电子需求爆发，22年库存压力下，厂商减产去库存。液晶面板价格10/11月分别环比+4.53%/4.34%，需求出现复苏去库存后消费电子景气有望回升，关注相关电子化学品、功能膜需求复苏+进口替代的机遇。

推荐东材科技（光学基膜+电子树脂龙头），关注长阳科技（反射膜全球龙头），关注万润股份等

图33：中国大陆芯片市场及产值快速增长



20年消费电子需求爆发，22年库存压力下，厂商减产去库存，需求出现复苏

去库存后消费电子景气有望回升，关注相关电子化学品、功能膜需求复苏+进口替代的机遇。

推荐新宙邦（芯片用氟化液国内唯一供应商，半导体化学品细分龙头）、金宏气体（电子特气+电子大宗气体国内龙头）

国内市场，随着国内疫情防控持续优化，叠加国家将汽车消费作为稳经济最重要的抓手之一，我们认为轮胎行业有望受益于汽车销量的逐步恢复。

海外市场，当前海运费价格以及海外经销商库存均已呈回落态势，边际利好海外出口端盈利及发货。推荐赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟。

图36：轮胎产业链上下游

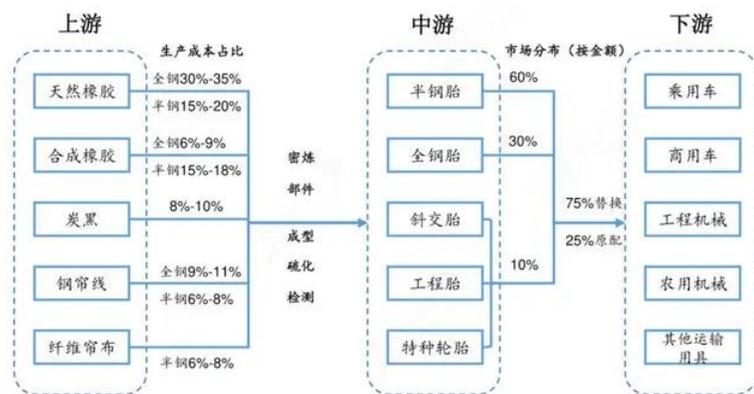


图34：汽车销量情况 (万辆, %)

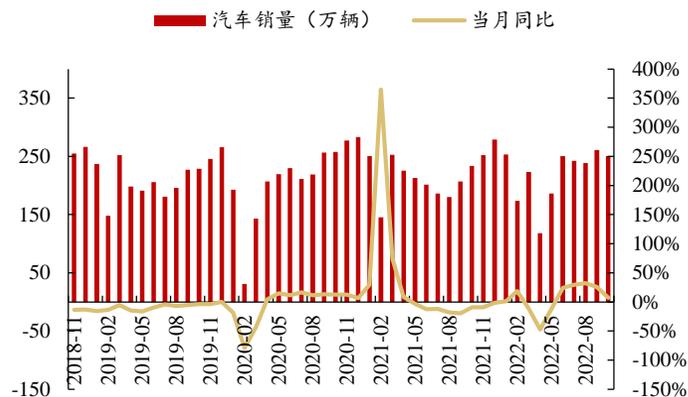


图35：海运费回落(美元/FEU)

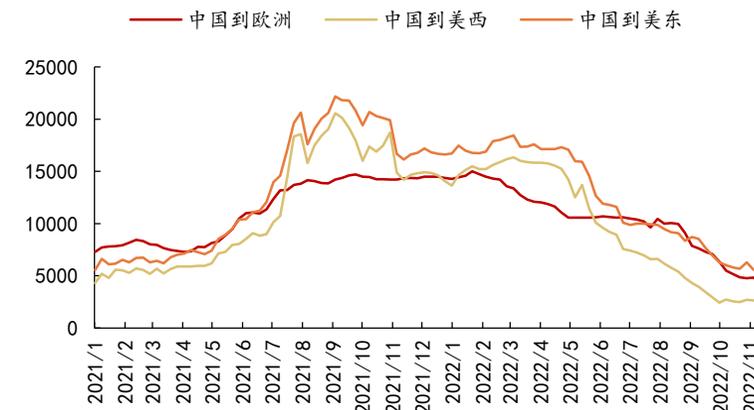
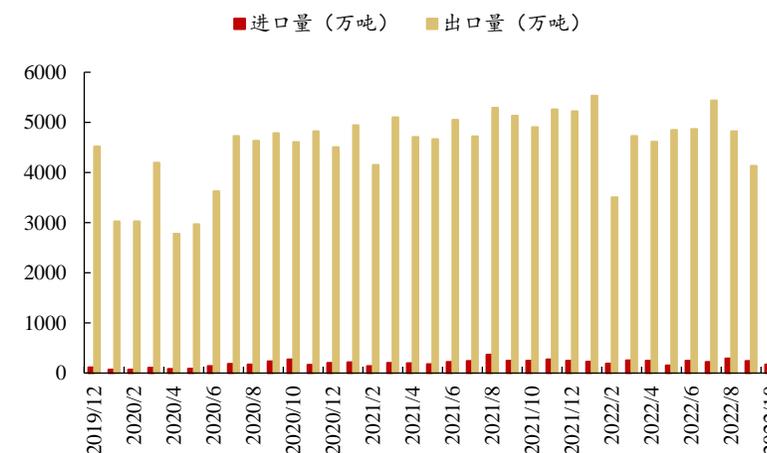


图37：轮胎行业开工率回升企稳 (%)



图38：轮胎行业进出口数据 (万吨)



04

重点公司

图39：新产品收入占比持续提升

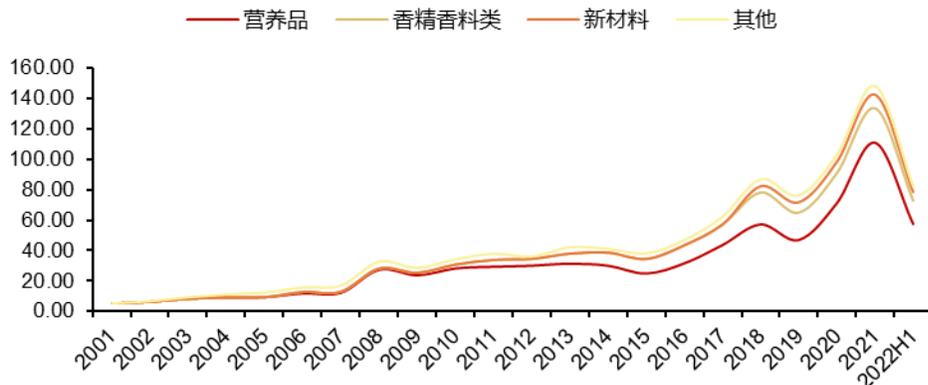


图40：公司投资大幅增长

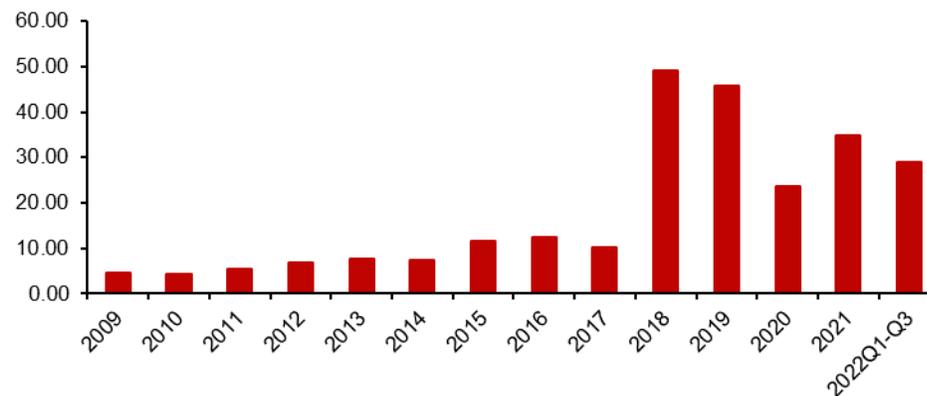


图41：VA下跌VE上涨

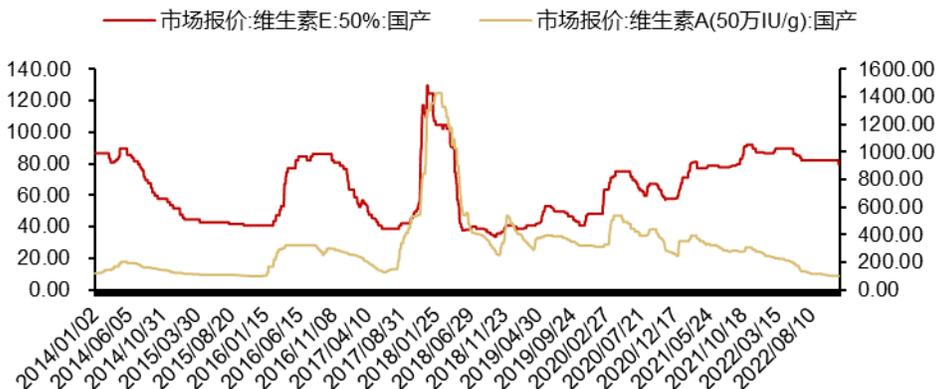
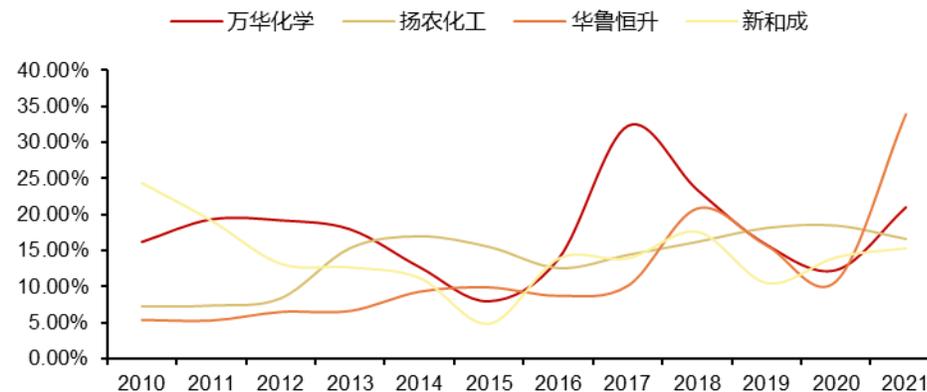


图42：ROIC对比



公司是精细化工龙头，多个产品市场份额位居全球前列；随着新项目投产，维生素利润占比降低，业绩稳定性增强，估值和业绩均有望提升，参考帝斯曼和扬农化工，合理估值20倍PE以上；2022-2024年净利润预计为45.87/55.77/76.99亿。公司三期员工持股和回购成本均高于现价，股价安全边际高

图43：公司产品线不断拓宽

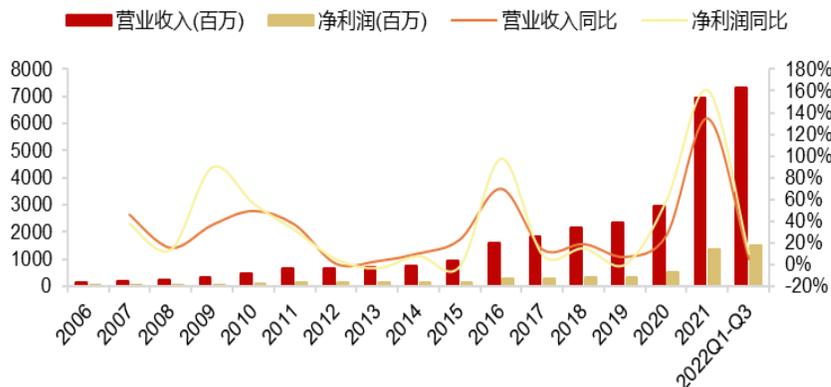


图44：公司氟化工业务保持较高盈利能力



图45：氟化工产业链

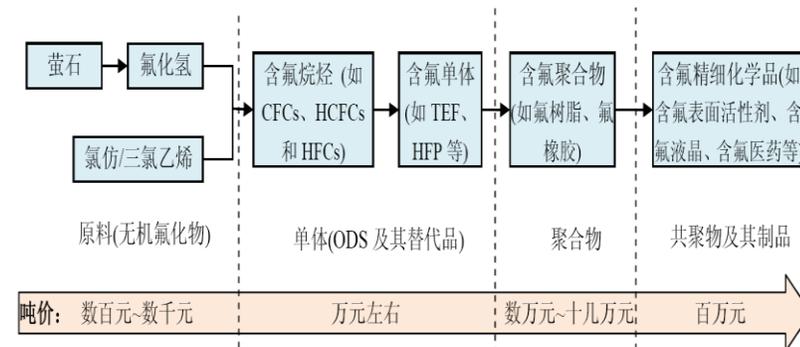


图46：全球半导体冷却液3M市场份额高达80%

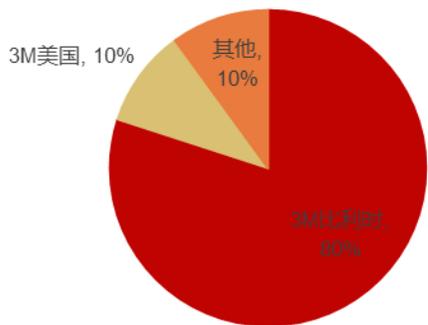


表7：近几年氟化工投资项目汇总

项目	投资额	达产收入	主要产品
海斯福一期	2 亿	8.98 亿	全氟聚醚/三氯丙酮酸乙酯/乙基四氢糠基醚/乙氧基五氟环三磷腈各 100 吨、二氟磷酸锂 200 吨、乙酸二氟乙酯 20 吨、五氟丙酸 2 吨
海斯福二期	5.25 亿	21.18 亿	高端氟精细化学品 1.59 万吨（其中全氟聚醚 500 吨）
海德福	10 亿	18 亿	聚四氟乙烯 2800 吨、PFA 500 吨、全氟磺酸树脂 100 吨、四氟磺内酯 100 吨、氢氟醚 1000 吨

公司聚焦功能化学品，是国内锂电电解液和电子化学品领域龙头，进入国际巨头供应链，研发实力强行业龙头地位稳固。上市以来收入利润持续快速增长。今年起多个项目陆续进入投产期，有望进入新一轮快速增长期。

图47：产能扩张收入持续增长

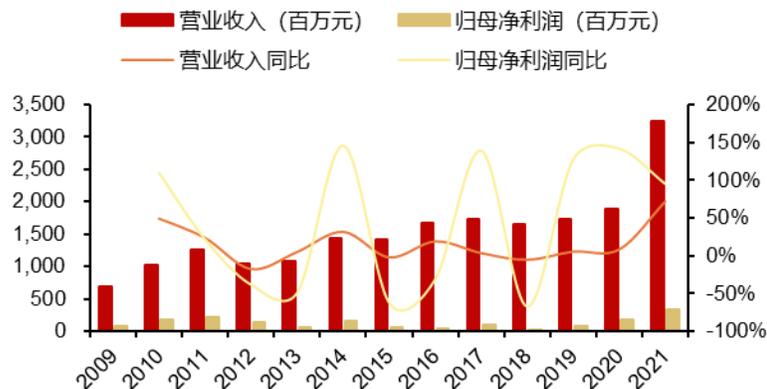


图48：公司毛利主要由绝缘材料和光学膜贡献

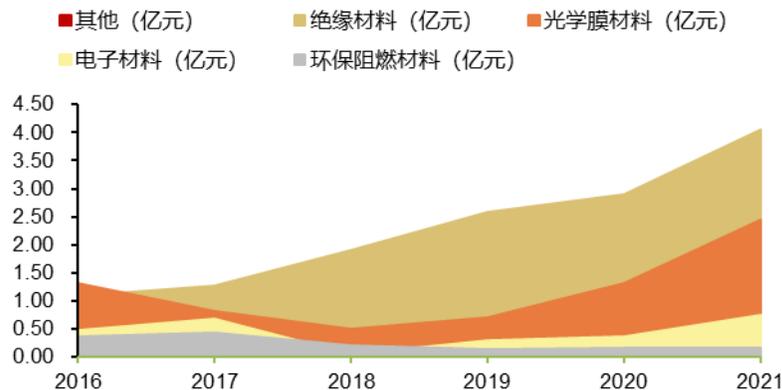


图49：中国每年进口聚酯功能膜30多万吨



图50：中国进口环氧树脂30多万吨

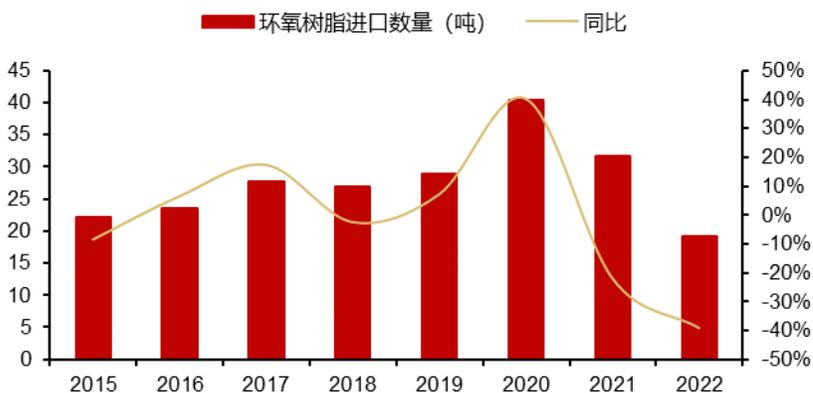


表8. 东材科技公司现有及在建项目

基地	产能	产品	在建
绵阳小观基地	4.54	聚丙烯膜、聚酯膜	
绵阳塘汛基地	8.81	层膜压制品等	在建5200吨高频高速树脂
绵阳东林基地			在建2万吨光学膜2万吨光伏膜
南通海安基地	6	光学膜	在建2万吨光学膜2万吨光伏膜2.5万吨偏光片用光学基膜
连云港	0.8	绝缘油漆	电子树脂改造项目
胜通光科	4	光学膜	在建2万吨MLCC用光学基膜
山东艾蒙特	4	电子树脂	规划6万吨电子级环氧树脂和16万吨酚醛树脂
成都创新中心			在建3000吨聚丙烯电容膜，规划2.5万吨光学膜

公司是国内功能膜及电子树脂细分领域龙头，研发能力强，有望成为新材料平台型公司。预计公司2022-2024年净利润分别为4.16/5.48/7.85亿。公司把握时机迅速扩产，今年多个项目将陆续投产，下游需求快速增长且进口替代空间大。

图51：公司收入利润持续稳定增长



图52：公司销量增长近几年明显加速

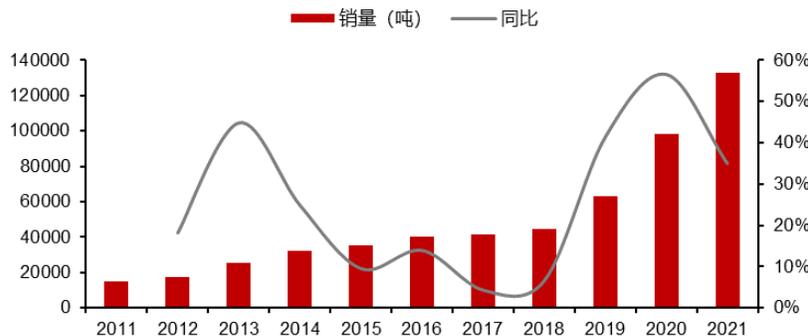


图53：工业胶毛利占比快随提升

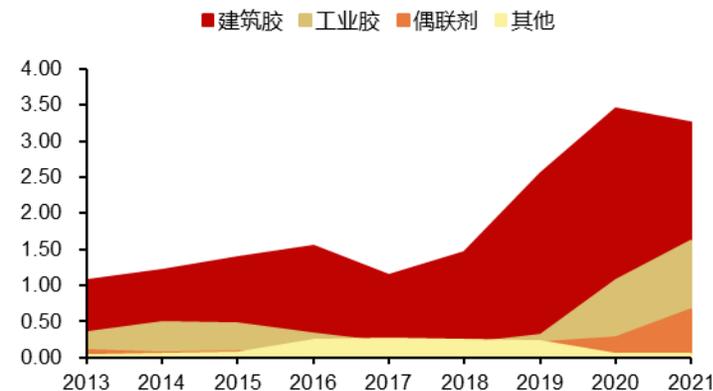
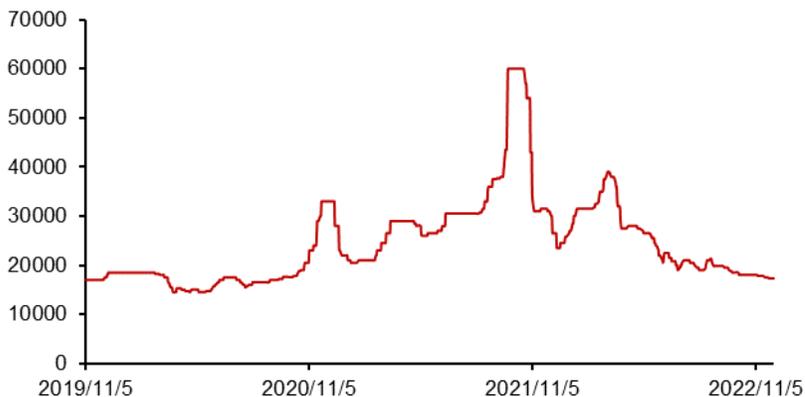


图54：近几年盈利能力受原料成本影响波动



图55：原料DMC产能释放价格大幅回落



公司是国内有机硅密封胶行业龙头，市场份额持续快速提升。地产政策三箭齐发，明年竣工面积有望明显增长，受益于地产后周期建筑胶需求有望复苏。光伏和锂电行业蓬勃发展，光伏锂电用密封胶需求快速增长；电子胶等进口替代市场大。预计公司2022-2024年净利润分别为2.67/3.85/5.12亿。

公司是国内煤化工龙头企业，依靠低成本战略穿越周期。

布局荆州基地，公司成长再添动力。2021年，公司着手打造荆州现代煤化工基地，首批布局2个项目，建设期均预计为36个月，重点包括：

1) 投资59.24亿元的园区气体动力平台项目，根据公司年报，预计最终产品全部外售后可增厚公司年收入52亿元、利润总额7亿元；

2) 投资56.04亿元的合成气综合利用项目，根据公司年报，项目投产后预计将增厚公司营收59.68亿元，利润总额6.26亿元。我们看好公司荆门项目布局，认为第二基地落地一方面有利于助力公司业绩长期成长。

图56：营收结构（亿元）

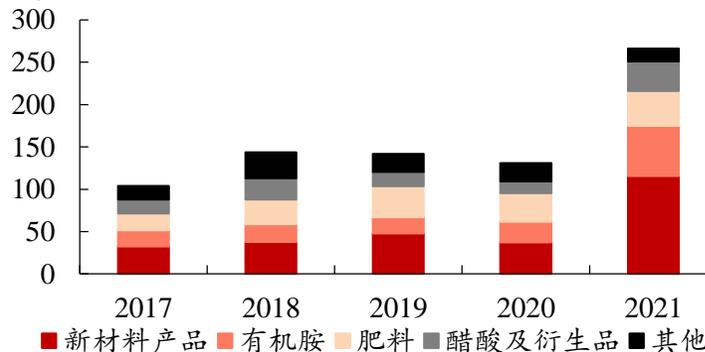


图58：公司在建工程及固定资产（亿元）

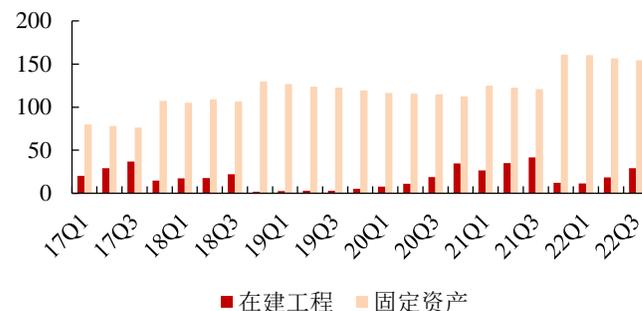


图60：公司现金流情况（亿元）

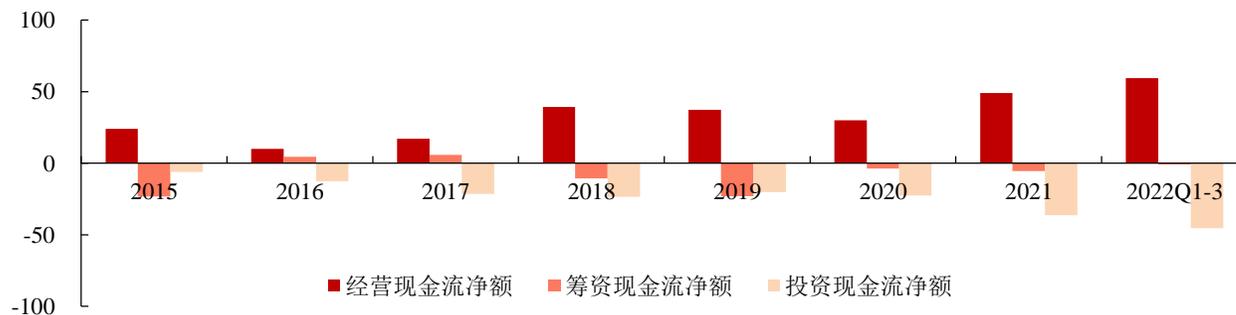


图57：销售毛利率和净利率（%）

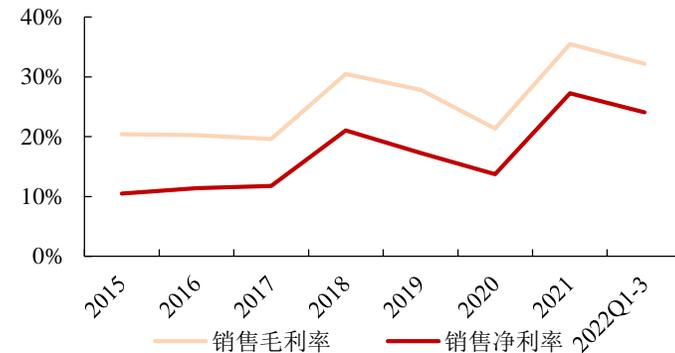


图59：公司资产负债率（%）



公司是国内优秀的轮胎企业，随着国内轮胎企业竞争力的逐步提升，民族轮胎品牌迎来发展机遇。目前公司的竞争优势正逐步扩大，我们看好公司业绩持续增长的同时，认为公司具备成为国际一流轮胎企业的潜力。

根据公司公告，公司拟发行可转债募集资金不超过20.09亿元，用于越南年产300万套半钢子午线轮胎、100万套全钢子午线轮胎及5万吨非公路轮胎项目及柬埔寨年产900万套半钢子午线轮胎项目，我们认为随着公司募集资金到位，公司新项目建设速度有望加快，公司今年2月还公布了柬埔寨165万条全钢胎项目，随着公司柬埔寨半钢、全钢和越南三期产能建设完成，将持续赋能公司成长，我们持续看好公司成长。

图61：营收结构（亿元）

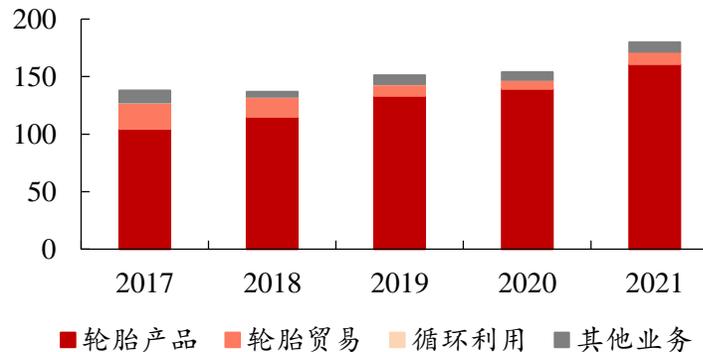


图63：公司在建工程及固定资产（亿元）

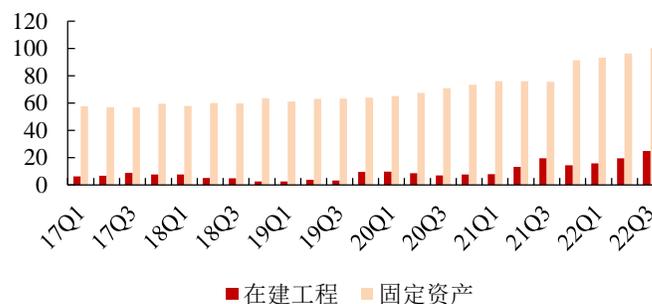


图65：公司现金流情况（亿元）

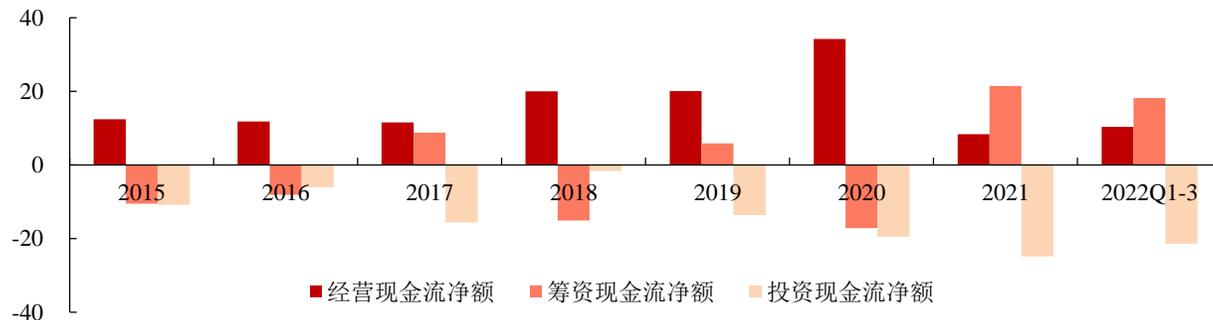


图62：销售毛利率和净利率（%）

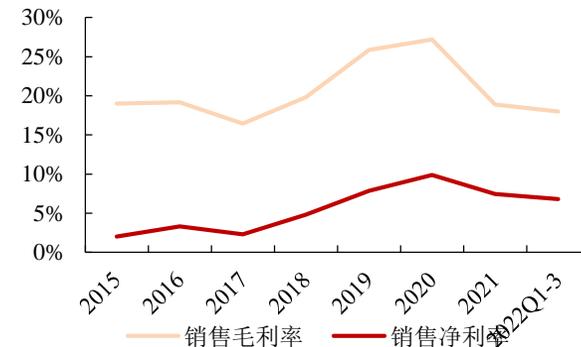


图64：公司资产负债率（%）



玲珑轮胎为国内优秀的轮胎企业，公司立足于配套、零售、国际化多线并行的发展理念，其品牌价值和市场地位持续提升，我们认为随着公司配套端持续发力，叠加海外基地有序推进，公司正向国际一流轮胎企业迈进。

公司配套市场持续发力，已成功配套通用五菱全系，比亚迪秦、宋、元、海洋四大系列，雷诺日产，东风本田、广汽本田，一汽红旗等新能源车企，2022H1公司新能源乘用车配套量同比+86%；卡客车全钢胎配套方面，大众旗下商用车品牌SCANIA、MAN，上半年实现四款产品量供。

此外公司多个在建项目稳步推进，长春工厂扩建14万套非公路轮胎项目；湖北荆门基地三期项目开始扩建；海外塞尔维亚基地6月完成硫化机安装调试且首模轮胎下线，为公司产品配套欧洲市场迈出战略性一步。多个项目的开展为公司稳中求进夯实基础，为长远发展储备动能。

图66：营收结构（亿元）



图67：销售毛利率和净利率（%）

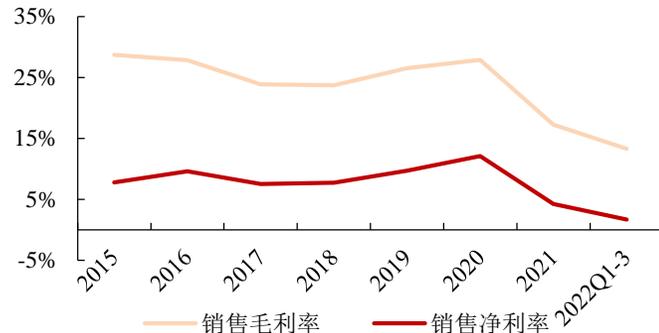


图68：公司在建工程及固定资产（亿元）

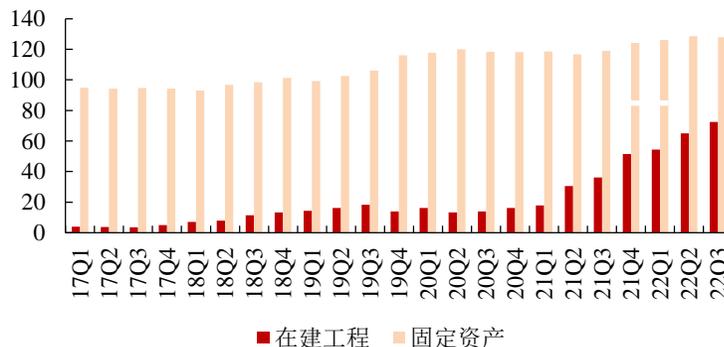
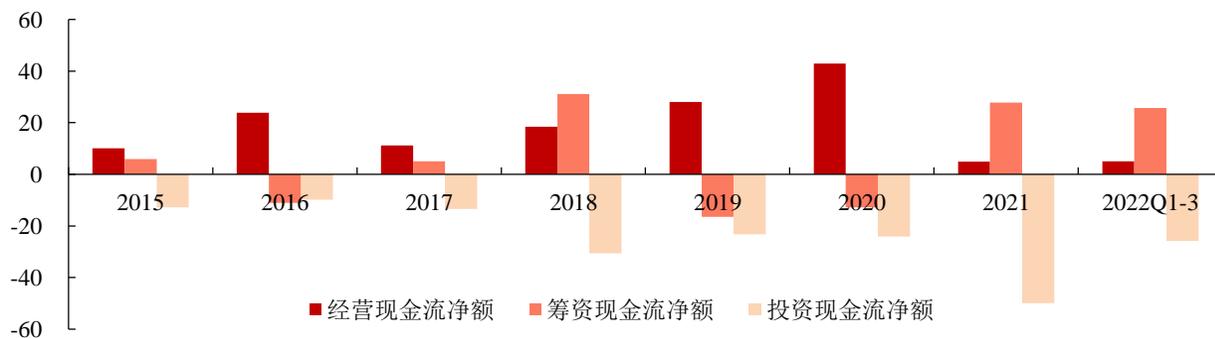


图69：公司资产负债率（%）



图70：公司现金流情况（亿元）



森麒麟作为国内轮胎行业龙头企业之一，通过发力智能制造及智慧营销，品牌价值和市场地位有望持续提升，并且随着泰国二期产能的逐步释放，公司未来三年有望维持业绩快速增长。

公司当前拥有半钢胎产能2200万条/年（青岛基地1200万条/年、泰国基地1000万条/年）。公司泰国二期年产600万条高性能半钢胎及200万条高性能全钢胎扩建项目目前已建成投产，产能处于爬坡期，同时公司正加快推进欧洲智能制造基地年产1200万条高性能半钢胎建设规划。我们认为随着公司泰国二期的产能释放及欧洲基地的开工建设，公司有望加速成长。

图71：营收结构（亿元）

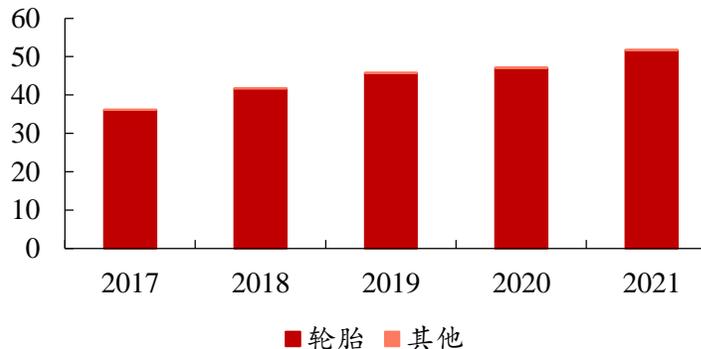


图72：销售毛利率和净利率（%）

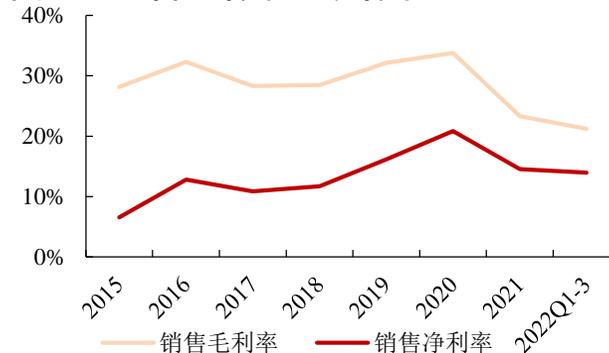


图73：公司在建工程及固定资产（亿元）

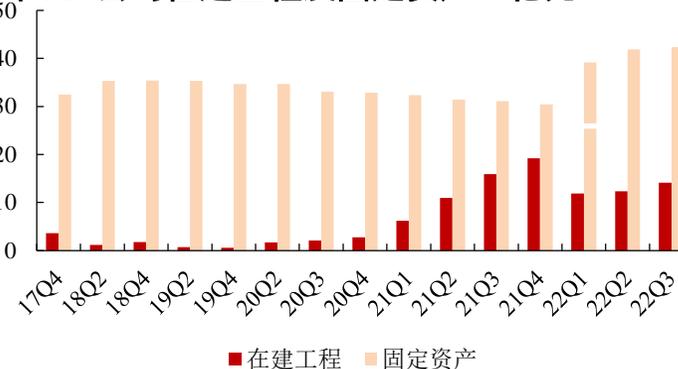
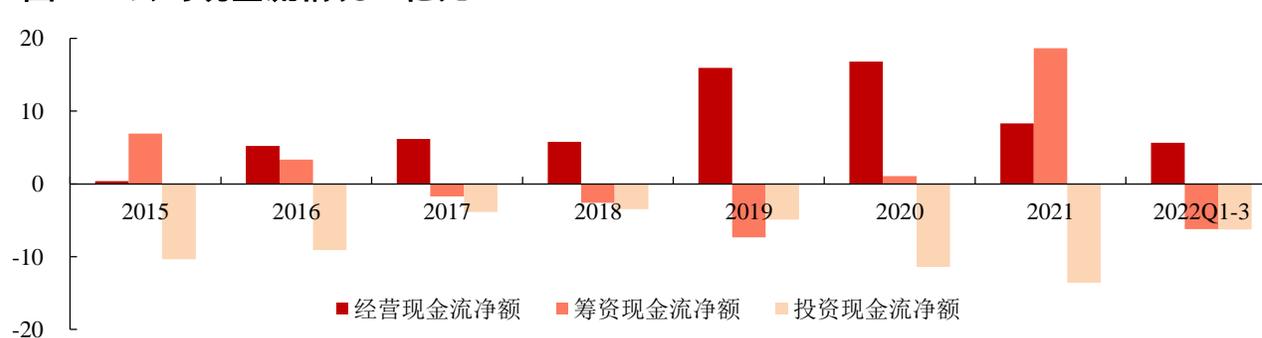


图74：公司资产负债率（%）



图75：公司现金流情况（亿元）



**长坡厚雪的黄金赛道。**气体行业需求增速高于GDP增速，根据华经产业研究院，2021年全球市场9432亿元，我国为1477亿，预计2017-2021年复合增速分别达6.98%和14.62%。国际气体龙头公司市值为100+亿元，成长空间大。

**集中度高盈利能力强。**根据华经产业研究院，2020年全球四大电子特气龙头在中国的电子特气市场份额超86%，国际巨头毛利率50%，净利率10%以上。公司是国内民营气体龙头，渠道优势明显，毛利率40%左右，净利率10%-17%，现金流大幅高于净利润。内生扩张+外延并购收入快速增长，原料气价格回落趋稳+空分产能建设，公司毛利率逐渐改善，盈利能力逐步提升。

**电子气体进口替代空间广阔。**半导体用电子特气和大宗气体市场均超百亿。晶圆厂大幅扩产气体需求将加速增长。公司切入国内龙头中芯国际供应链，成为打破国际垄断的少数企业。

图76：公司业绩快速增长

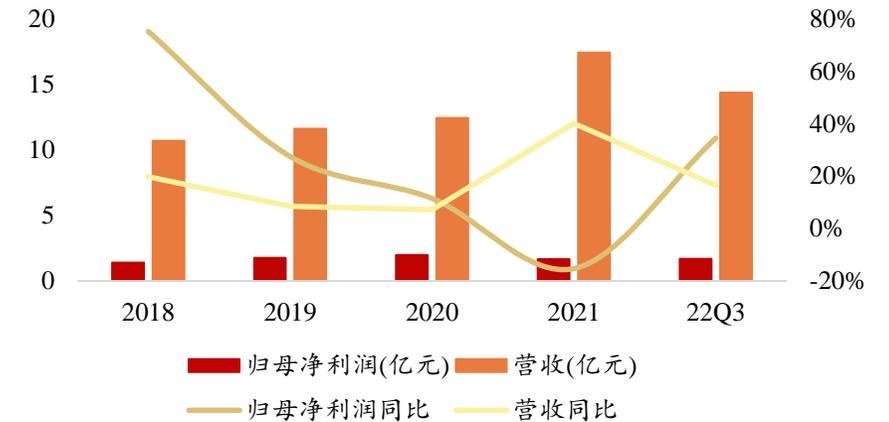


图77：大宗气体价格见顶回落（单位：元/吨）

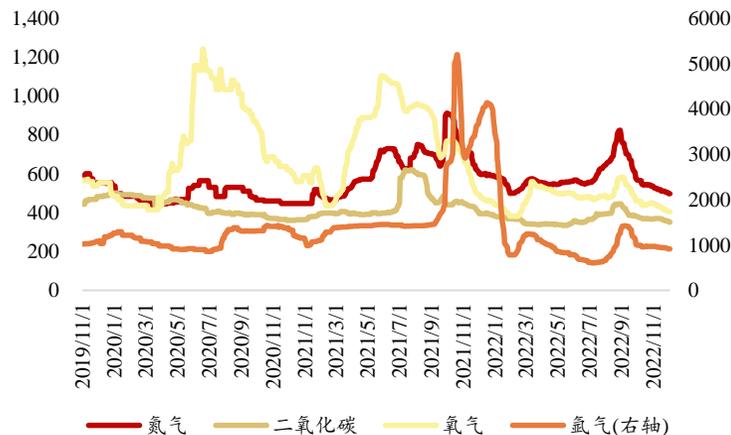


图78：2020年中国电子特气市场份额

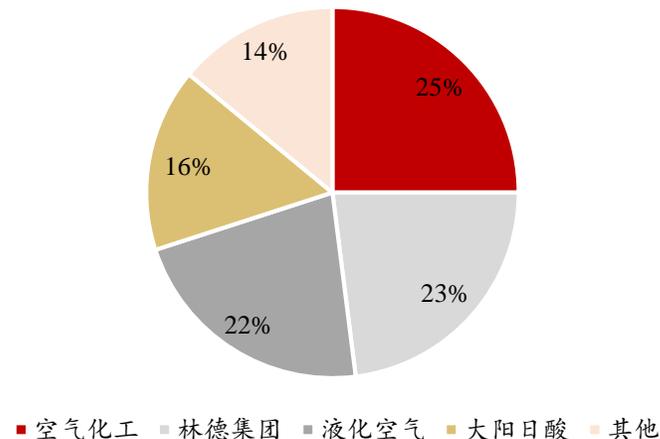


图79：电子气体是半导体第二大耗材

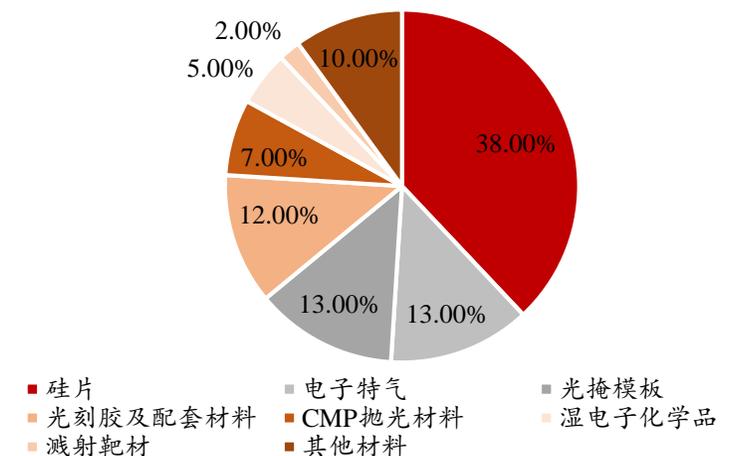


图80：公司历年营收结构（亿元）

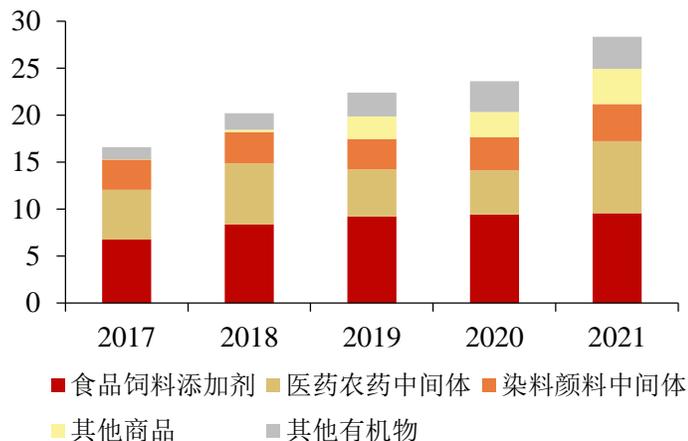


图81：销售毛利率和净利率（%）

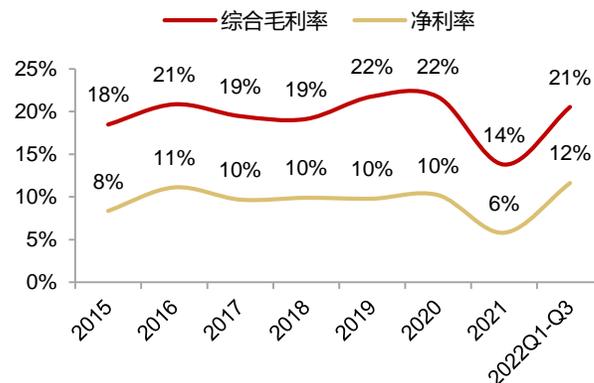


图82：醋酸原材料价格2022年出现明显回落

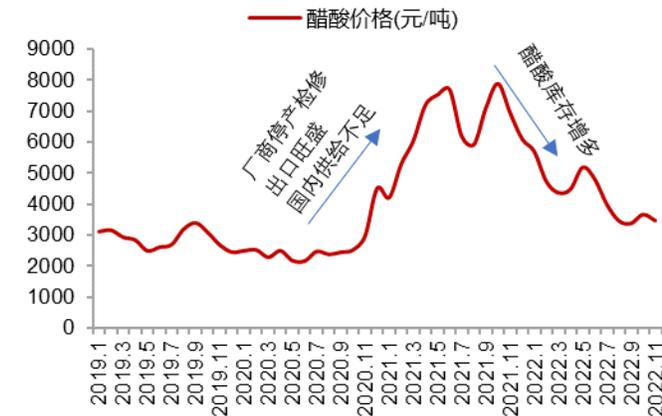


图83：公司资产投入迅猛扩张，预计未来将有较大产能释放

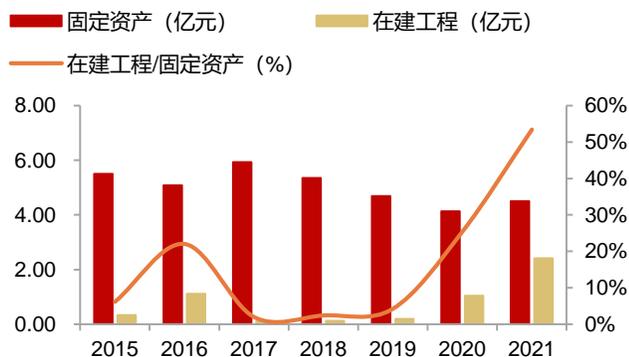
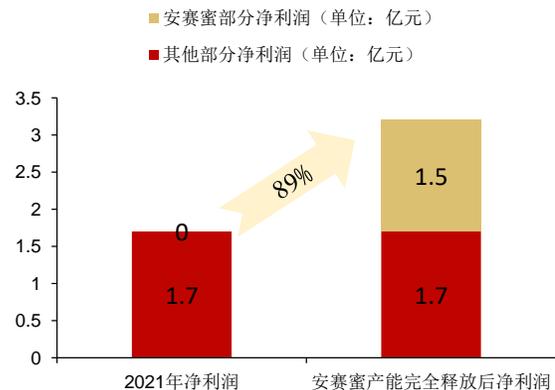


图84：醋化新增1.5万吨安赛蜜产能完全释放后预计驱动公司净利润增长超89%



公司是醋酸及吡啶衍生物细分龙头，深耕高附加值精细化工产业。预计公司食品防腐剂业务行业格局和盈利稳定增长，随着新项目安赛蜜和固雅木等投产，推动公司收入和利润保持快速增长。

图85：公司历年营收结构（亿元）

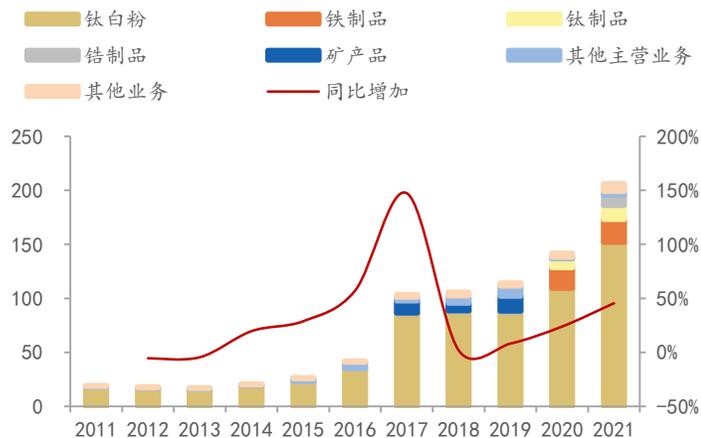


图86：公司主要产品产销量及库存

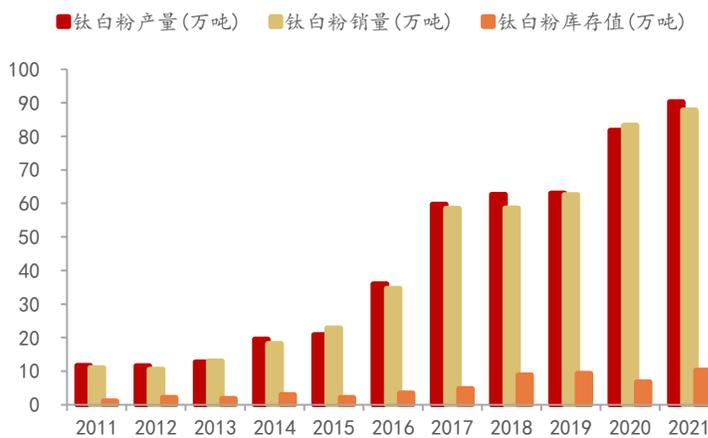


图87：钛白粉产品价格成本对比



图88：公司未来产业新布局

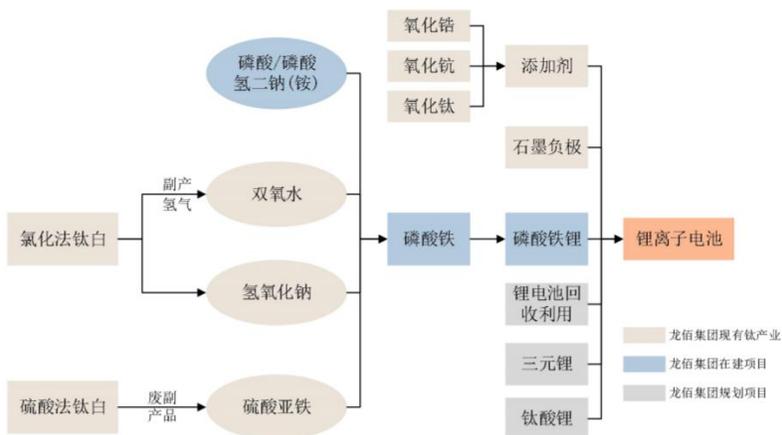


表9：公司未来产业规划

时间	公告名称	涉及产品	产能情况
2021.07.26	关于与湖北万润新能源成立合资公司建设10万吨磷酸铁生产线的公告	磷酸铁	总共10万吨
2021.08.13	关于投资建设年产20万吨锂离子电池材料产业化项目的公告	磷酸铁锂	一期5万吨（试生产） 二期5万吨（2023E） 三期10万吨（2024E）
2021.08.13	关于投资建设年产10万吨锂离子电池用人造石墨负极材料项目的公告	石墨负极材料	一期2.5万吨（试生产） 二期7.5万吨（2023E）
2021.08.13	关于投资建设年产20万吨电池材料级磷酸铁项目的公告	磷酸铁	一期5万吨（已投产） 二期5万吨（2022末投产） 三期10万吨（2024E）
2021.11.30	关于投资建设年产20万吨锂离子电池负极材料一体化项目的公告	石墨负极材料	一期5万吨（2022末建成） 二期5万吨（2023E） 三期10万吨（2024E）
2022.01.18	关于投资建设年产15万吨电子级磷酸铁锂项目的公告	磷酸铁锂、磷酸铁	总共15万吨（2023E）
2022.07.13	关于投资建设钒钛铁精矿碱性球团湿法工艺年产3万吨五氧化二钒创新示范工程公告	五氧化二钒	一期1.5万吨（2023E） 二期1.5万吨（2024E）

公司全球钛产业链龙头企业，目前拥有钛白粉产能151万吨，为全球第一。未来公司布局磷酸铁、磷酸铁锂、石墨负极材料、五氧化二钒等新项目打开新空间。同时结合2023年房地产需求反转，公司钛白粉营收有望快速增长。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表10：重点公司盈利预测

细分行业	证券代码	证券名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	股本 (亿股)	净利润 (亿元)			EPS			PE			PB
			2022/12/2			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
食品饲料添加剂	002001.SZ	新和成	19.8	612	30.91	45.87	55.77	76.99	1.48	1.80	2.49	13	11	8	2.7
	603968.SH	醋化股份	22.01	45	2.04	4.23	5.23	6.28	2.07	2.56	3.07	11	9	7	2.2
精细化工新材料	300037.SZ	新宙邦	40.87	303	7.42	18.50	20.18	28.13	2.49	2.72	3.79	16	15	11	3.9
	002254.SZ	泰和新材	20.95	143	6.84	5.21	8.76	11.62	0.76	1.28	1.70	28	16	12	3.7
农药	300796.SZ	贝斯美	21.23	43	2.01	1.53	1.93	2.57	0.76	0.96	1.28	28	22	17	2.7
磷化工	600141.SH	兴发集团	31.07	345	11.12	61.55	64.53	66.84	5.54	5.80	6.01	6	5	5	1.8
轮胎	601966.SH	玲珑轮胎	20.15	298	14.77	8.03	16.44	29.82	0.54	1.11	2.02	37	18	10	1.6
	601058.SH	赛轮轮胎	9.67	296	30.63	13.17	20.21	26.48	0.43	0.66	0.86	22	15	11	2.5
	002984.SZ	森麒麟	32	208	6.50	9.69	15.35	20.73	1.49	2.36	3.19	21	14	10	2.9
纯碱	600409.SH	三友化工	6.62	137	20.64	12.09	20.36	27.06	0.59	0.99	1.31	11	7	5	1.0
膜材料	600063.SH	皖维高新	6.61	143	21.59	18.13	20.04	21.84	0.84	0.93	1.01	8	7	7	1.9
	601208.SH	东材科技	12.74	117	9.17	4.16	5.48	7.85	0.45	0.60	0.86	28	21	15	3.0
炭黑	605183.SH	确成股份	18.95	79	4.17	3.99	4.74	5.85	0.96	1.14	1.40	20	17	14	3.1
有机硅	300041.SZ	回天新材	17.46	75	4.31	3.32	4.25	5.59	0.77	0.99	1.30	23	18	13	3.0
	300019.SZ	硅宝科技	17.19	67	3.91	2.67	3.85	5.12	0.68	0.98	1.31	25	17	13	3.2
电子特气	688106.SH	金宏气体	21.57	105	4.86	3.34	5.08	6.28	0.69	1.05	1.29	31	21	17	3.8

●资料来源：浙商证券研究所

●注：除泰和新材和金宏气体盈利预测为wind一致预期外，其余均为浙商化工预测

### **宏观经济风险**

倘若疫情，贸易战等因素反复带来宏观经济增速回落，出行和生产活动下降或将导致化工品需求下滑，带来商品价格下行风险。

### **原材料价格波动风险**

上游原材料价格的剧烈波动会扰乱企业的生产节奏，给企业的成本管控以及产品定价带来压力，从而影响企业的利润。

### **技术路线迭代风险**

今年以来合成生物学等工艺得到市场广泛关注，倘若技术持续革新，或将影响当前部分化工行业竞争格局。

### **环保政策风险**

日益趋严的环保政策和环保督查或将导致化工企业生产停产或减产。

### **安全事故风险**

安全事故等不可抗力因素会导致供需失衡，影响企业生产及盈利能力。

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>