



关注景气底部品种，探寻高成长个股标的

——化工行业2023年年度策略报告

核心观点：

- 稳增长政策持续发力，我国经济增长韧性可期** 2022年以来，受到国际复杂严峻形势、国内疫情多发散发等因素影响，我国经济出现了一定波动，但整体延续复苏态势，彰显强大发展韧性。面对我国经济下行压力，党中央、国务院陆续出台了一系列稳经济政策，推动经济回稳向好。随着近期疫情防控政策持续优化，各项促消费政策、稳投资/稳地产政策的显效发力，我国经济持续恢复向好具备诸多有利条件，2023年经济增长韧性可期。
- 高油价、弱需求影响化工盈利，未来有望迎来边际改善** 高油价抬升原料成本、下游需求整体疲弱双重压力挤压下，基础化工和石油化工板块三季度盈利承压回落。考虑到四季度油价环比回落，大多数产品价格、价差进一步下跌，同时叠加库存转化方面的损失，预计盈利仍将承压；但多数周期品价差已处于历史底部区间。结合供需两端，我们认为，2023年油价重心或有回落，预期 Brent 原油价格在 80-90 美元/桶，行业面临成本压力将有所缓解。同时，疫情防控持续优化、金融支持地产政策“三箭齐发”、美联储加息幅度有望放缓等“三大拐点”逐步显现，将刺激化工终端消费需求抬升，行业盈利有望迎来边际改善。
- 把握需求边际改善机会，关注景气底部品种** 考虑到成本、需求有望改善，看好炼化、化纤、轮胎龙头表现；重点推荐中国石化（600028.SH）、荣盛石化（002493.SZ）、东方盛虹（000301.SZ）、新凤鸣（603225.SH）、桐昆股份（601233.SH）、赛轮轮胎（601058.SH）、森麒麟（002984.SZ）、玲珑轮胎（601966.SH）等。房企融资“三箭齐发”，看好地产竣工端产业链；重点推荐中泰化学（002092.SZ）、龙佰集团（002601.SZ）、合盛硅业（603260.SH）等。三代制冷剂配额即将落地，行业盈利改善确定性较强；重点推荐三美股份（603379.SH）、巨化股份（600160.SH）、永和股份（605020.SH）等。
- 关注成长确定性机会，探寻高成长个股标的** “双碳”目标下，龙头企业凭借资金、研发、能效水平、管理能力等优势有望通过规模化扩张长期受益；重点推荐项目审批落地、成长确定性强的华鲁恒升（600426.SH）、万华化学（600309.SH）、合盛硅业（603260.SH）等，同时推荐低估值、强化产业布局的广汇能源（600256.SH）、国恩股份（002768.SZ）等。技术破垄断下，芳纶、碳纤维、成核剂国产替代正当时；重点推荐泰和新材（002254.SZ）、中复神鹰（688295.SH）、光威复材（300699.SZ）、上海石化（600688.SH）、呈和科技（688625.SH）等。低碳化进程持续推进，看好气凝胶全产业链企业竞争优势和国内生物柴油龙头出口潜力；重点推荐晨光新材（605399.SH）、宏柏新材（605366.SH）、卓越新能（688196.SH）等。
- 风险提示** 原料价格大幅上涨的风险，下游需求不及预期的风险，项目达产不及预期的风险等。

化工行业

推荐 (维持评级)

分析师

任文波

8610-80927675

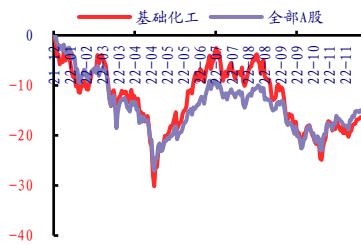
renwenpo_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520080001

特此鸣谢：翟启迪

市场表现

2022.12.9



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

 【银河化工】2022年度中期策略报告_化工行业
 _重视盈利确定性机会，推荐周期改善与成长类
 标的_20220629

 【银河化工】2022年度春季策略报告_化工行业
 _行业景气分化，建议配置低估与成长_20220311

 【银河化工】2022年度投资策略报告_化工行业
 _低碳绿色发展，业绩和估值双提升_20211215

 【银河化工】2021年中期投资策略报告_化工行
 _业_需求引领景气，布局成长、把握周期
 _20210609

 【银河化工】2021年度投资策略报告_化工行
 _业_成本与成长，塑造行业发展新业态_20201214

投资摘要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

供需博弈下，预计 2023 年油价重心回落，行业成本端压力有所缓解。

疫情防控优化、稳增长政策持续发力下，经济活动、居民消费需求弹性恢复。

炼化主营产品、化纤、轮胎，PVC、钛白粉、有机硅，制冷剂等供需格局改善。

龙头企业规模扩张、国产替代稳步推进。

投资建议：

把握需求边际改善机会，关注景气底部品种，建议关注三条投资主线：

1) 成本、需求有望改善，看好炼化、化纤、轮胎龙头表现。油价回落、需求向好预期下，看好炼化行业景气向上机会；纺服需求存回升预期，成本压力释放或助化纤底部反转；需求提升叠加成本回落，轮胎盈利有望持续改善。重点推荐中国石化 (600028.SH)、荣盛石化 (002493.SZ)、东方盛虹 (000301.SZ)、新凤鸣 (603225.SH)、桐昆股份 (601233.SH)、赛轮轮胎 (601058.SH)、森麒麟 (002984.SZ)、玲珑轮胎 (601966.SH) 等。

2) 房企融资“三箭齐发”，看好地产竣工端产业链。目前 PVC 全行业亏损，看好景气底部向上表现；钛白粉盈利处历史底部，原料价格回落、需求跟进下盈利或边际改善；需求存修复预期，看好一体化有机硅龙头表现。重点推荐中泰化学 (002092.SZ)、龙佰集团 (002601.SZ)、合盛硅业 (603260.SH) 等。

3) 三代制冷剂配额即将落地，行业盈利改善确定性较强。重点推荐三美股份 (603379.SH)、巨化股份 (600160.SH)、永和股份 (605020.SH) 等。

关注成长确定性机会，探寻高成长个股标的，建议关注三条投资主线：

1) 传统化工龙头规模扩张，关注成长确定性机会。在“双碳”目标背景下，龙头企业凭借资金实力、技术研发实力、先进能效水平和生产管理经验等方面的优势有望通过规模化扩张实现长期受益。重点推荐项目审批落地、成长确定性强的华鲁恒升 (600426.SH)、万华化学 (600309.SH)、合盛硅业 (603260.SH) 等。同时，推荐低估值、强化产业布局的龙头企业广汇能源 (600256.SH)、国恩股份 (002768.SZ) 等。

2) 技术破垄断下，芳纶、碳纤维、成核剂国产替代正当时。需求增长、国产替代共振，看好芳纶龙头企业成长表现；下游需求多点开花，碳纤维国产替代正当时；成核剂需求稳步增长，行业龙头引领国产替代。重点推荐泰和新材 (002254.SZ)、中复神鹰 (688295.SH)、光威复材 (300699.SZ)、上海石化 (600688.SH)、呈和科技 (688625.SH) 等。

3) 低碳化进程持续推进，气凝胶、生物柴油迎发展机遇。双碳目标打开气凝胶成长赛道，看好全产业链企业竞争优势；欧洲低碳化进程持续推进，看好国内生物柴油龙头出口潜力。重点推荐晨光新材 (605399.SH)、宏柏新材 (605366.SH)、卓越新能 (688196.SH) 等。

行业表现的催化剂：

油价高位回落，下游需求向好，新建项目如期达产等。

主要风险因素：

原料价格大幅上涨的风险，下游需求不及预期的风险，项目达产不及预期的风险等。

目 录

一、稳增长政策持续发力，我国经济增长韧性可期.....	1
(一) 我国经济延续复苏态势，彰显强大发展韧性	1
(二) 稳增长政策持续加码，2023年经济增长韧性可期	2
二、高油价、弱需求影响化工盈利，未来有望迎来边际改善.....	4
(一) 高油价抬升原料成本，行业面临第一重盈利压力	4
(二) 下游需求整体疲弱，行业面临第二重盈利压力	4
(三) 双重压力挤压下，Q3行业盈利回落	5
(四) Q4预计盈利仍将承压，2023年有望迎来边际改善.....	8
三、把握需求边际改善机会，关注景气底部品种.....	12
(一) 成本、需求有望改善，看好炼化、化纤、轮胎龙头表现	12
(二) 房企融资“三箭齐发”，看好地产竣工端产业链	16
(三) 三代制冷剂配额即将落地，行业盈利改善确定性较强	21
四、关注成长确定性机会，探寻高成长个股标的.....	25
(一) 传统化工龙头规模扩张，关注成长确定性机会	25
(二) 技术破垄断下，芳纶、碳纤维、成核剂国产替代正当时	26
(三) 低碳化进程持续推进，气凝胶、生物柴油迎发展机遇	31
五、投资建议	35
(一) 估值处在历史底部，2022Q3基金配置比例回落	35
(二) 投资建议	36
六、风险提示	37
插图目录	38
表格目录	39

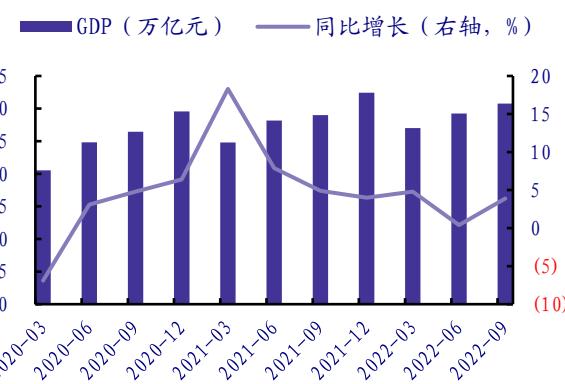
一、稳增长政策持续发力，我国经济增长韧性可期

(一) 我国经济延续复苏态势，彰显强大发展韧性

2022年以来，受到国际复杂严峻形势、国内疫情多发散发、高温干旱等因素影响，我国经济出现了一定波动。特别是二季度，GDP同比仅增长0.4%，增速大幅下降；随着疫情有效控制以及一系列稳经济政策发力，我国经济持续恢复，三季度GDP同比增长3.9%，较二季度加快3.5个百分点，彰显我国经济强大韧性。

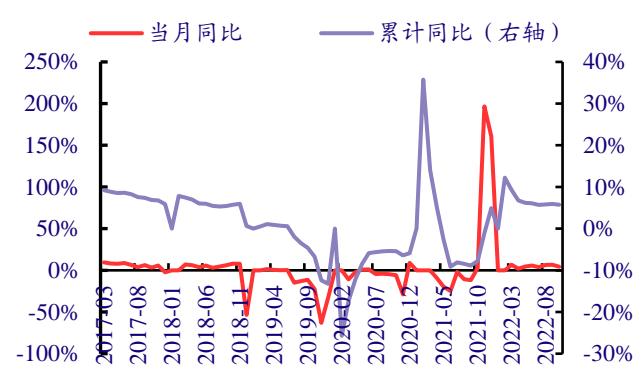
10月我国经济复苏势头有所放缓，但整体延续恢复发展态势。单就10月而言，我国部分经济指标有所回落，但累计来看总体保持平稳。10月，我国固定资产投资、社会消费品零售总额、货物出口总额（人民币计）同比增速分别为4.3%、-0.5%、7.0%（11月0.9%），较前值均有所回落。1-10月，我国固定资产投资同比增长5.8%，较1-9月回落0.1个百分点；基础设施投资（不含电力）同比增长8.7%、制造业投资增长9.7%，明显快于全部投资增速。我国社会消费品零售总额同比增长0.6%，增速较1-9月回落0.1个百分点。1-11月，我国货物出口总额（人民币计）同比增长11.9%，增速较1-10月回落1.1个百分点。

图1：我国单季度GDP及同比增速



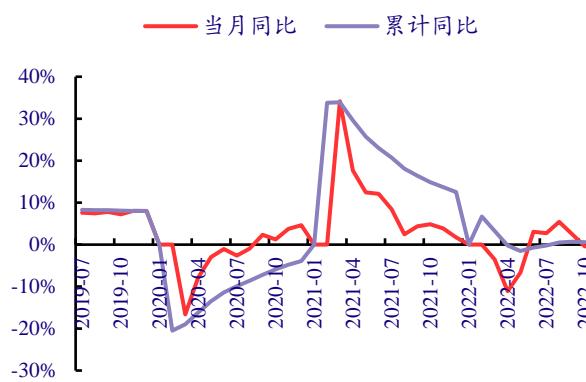
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：我国固定资产投资同比增速



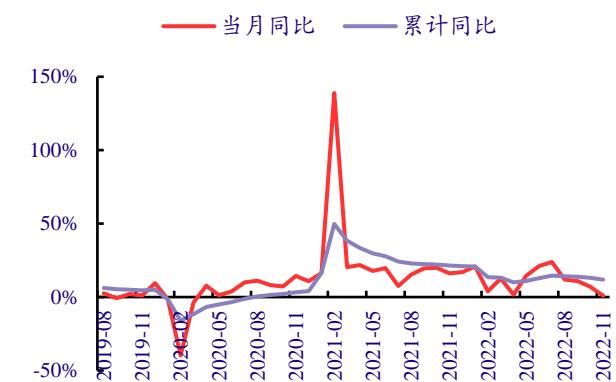
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：我国社会消费品零售总额同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

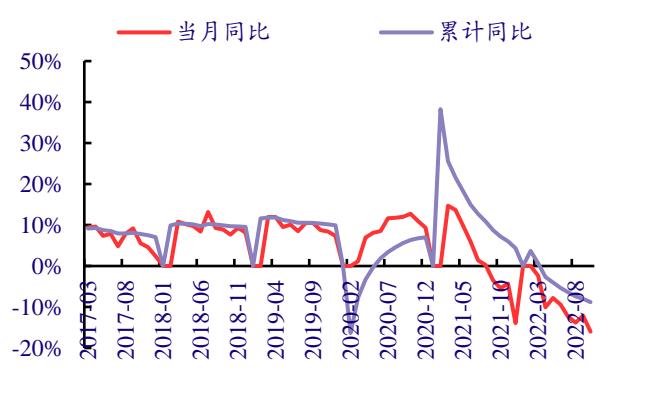
图4：我国货物出口总额（人民币计）同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

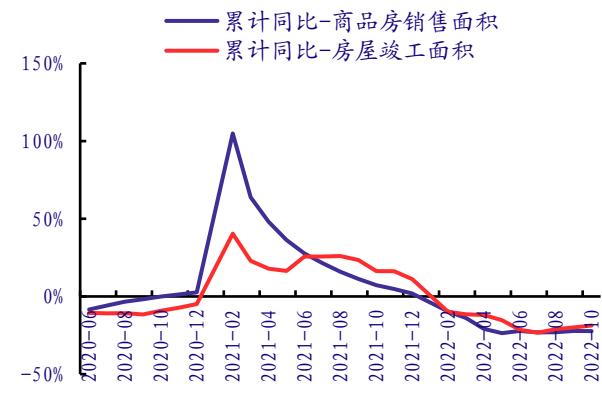
房地产作为国民经济中的重要行业，今年以来持续调整下行。1-10月，我国房地产开发投资完成额同比下降8.8%，其中10月下降16.0%。从销售来看，商品房销售面积同比下降22.3%，与1-9月基本持平。从竣工来看，房屋竣工面积降幅收窄，1-10月同比下降18.7%，较1-9月收窄1.2个百分点，连续3个月降幅收窄。整体来看，房地产市场呈现下行态势，但出现了一定积极变化。

图5：我国房地产开发投资完成额同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

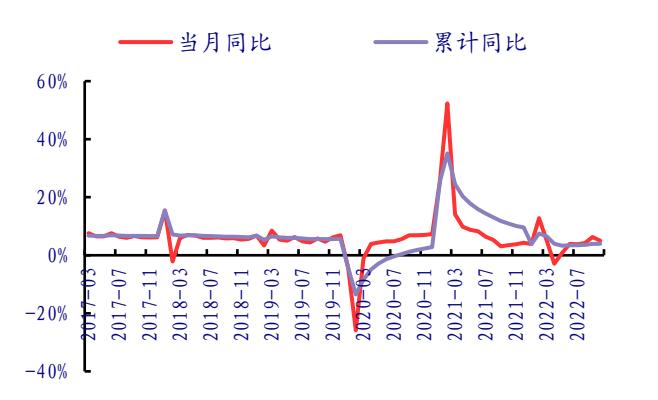
图6：我国房地产销售和竣工面积同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

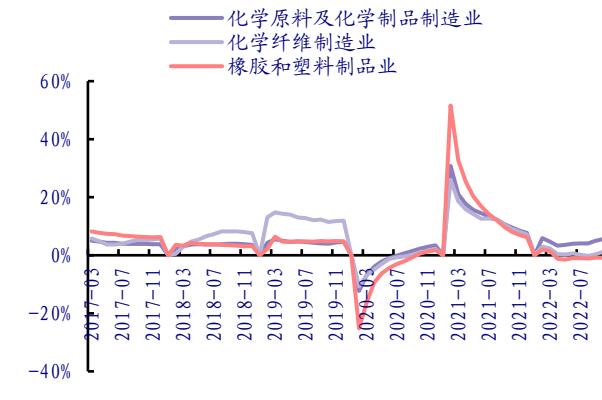
从工业增加值来看，我国工业生产持续复苏。1-10月，我国规模以上工业增加值同比增长4.0%，较1-9月增加0.1个百分点。具体到化工子行业，如化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业等，分别同比增长5.6%、1.2%、-0.8%，盈利承压。

图7：我国规模以上工业增加值同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：我国化工子行业工业增加值同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）稳增长政策持续加码，2023年经济增长韧性可期

2022年以来，面对我国经济下行压力，党中央、国务院陆续出台了一系列稳经济政策，推动经济回稳向好。尽管疫情对经济的不利影响仍将存在，但随着疫情防控政策的持续优化，各项促消费政策、稳投资/稳地产政策的显效发力，我国经济持续恢复向好具备诸多有利条件，2023年经济增长韧性可期。

优化调整疫情防控政策，高效统筹疫情防控和经济社会发展。11月11日和12月7日，

国务院联防联控机制综合组先后发布《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》和《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，持续提高防控的科学精准水平，最大程度保护人民群众生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对群众生产生活秩序和经济社会发展的影响。随着疫情防控优化措施的不断调整和有效落实，有利于维护正常生产生活秩序，有利于消费企稳回升和经济循环畅通。

促消费、稳投资政策效果逐步显现，预期消费将逐步改善、投资保持稳定增长。促消费政策正在接续发力，国家和地方频频出台促消费举措，加快推动消费市场回暖。如，鼓励绿色智能家电消费、加大汽车消费补贴、发放新一轮消费券等。稳投资政策持续加力，重大项目加快推进，有利于基础设施投资和制造业投资稳定增长。从先行指标来看，1-10月新开工项目计划总投资同比增长23.1%，增速连续两个月加快。

房地产政策力度不断加码，促进市场稳定健康发展。2022年以来房地产行业基本面持续承压，政策支持力度亦不断加码。11月11日，人民银行、银保监会联合发布了《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》，包含16条内容，涉及开发贷款、信托贷款、债券融资、“保交楼”、受困房地产企业风险处置、个人住房贷款展期等诸多领域。16条内容覆盖面广、针对性强，政策力度显著加大，将对促进房地产市场平稳健康发展产生积极影响。自上述通知出台后，各项支持政策正在加速推进和兑现。11月21日，人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会，研究部署金融支持稳经济大盘政策措施落实工作，拟向6家商业银行推出2000亿元“保交楼”再贷款。11月23日，中国银行间市场交易商协会发文称，已对龙湖集团、美的置业、金辉集团三家民营房企发债信用增进函，合计支持三家企业发行近50亿元的中票。11月28日，证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施，包括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。此外，多家银行已开始落实政策，深化银企合作，与房企签约，向房企提供授信额度。随着稳地产保交楼政策持续发力，房地产迎来边际改善预期，预计2023年地产销售温和复苏，并有望带动投资增长。

表1：金融支持地产系列政策梳理

“第一支箭” (信贷融资)	11月21日	央行拟增设2000亿元“保交楼”专项再贷款。
	11月24日	8月政策性银行推出的2000亿元“保交楼”专项借款资金已基本投放至项目。
	11月24日	国有六大行向17家优质房企授信超1.2万亿元。
	11月25日	中国人民银行全面降准0.25个百分点，释放长期资金约5000亿元，利好房地产等重点领域。
“第二支箭” (债券融资)	11月1日	交易商协会与房地产业协会联合召开民营房企座谈会，增信支持民营房企发债持续推进。
	11月8日	交易商协会：预计可支持约2500亿元民营企业债券融资。
	11月23日	“金融16条”支持房地产市场平稳健康发展，保持债券融资基本稳定。
	11月23日	首批民营房企获增信，龙湖、金辉、美的置业共获47亿元增信。
“第三支箭” (股权融资)	11月25日	万科、金地、新城控股、龙湖、美的置业、旭辉控股6家房企披露1080亿元储架式注册发行。
	11月21日	在金融街论坛年会上，证监会主席易会满表达了资本市场支持房地产市场平稳健康发展的政策态度。
	11月28日	证监会：恢复上市房企和涉房上市公司再融资。

资料来源：新华财经，中国银河证券研究院

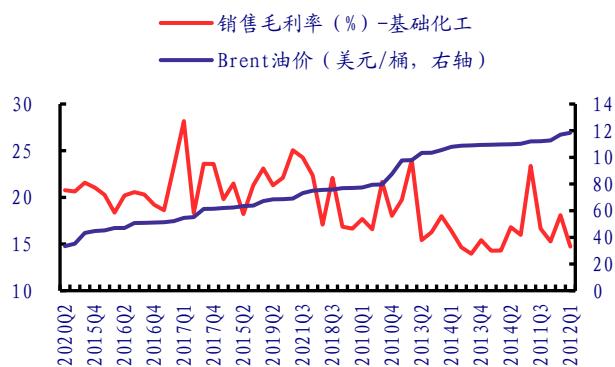
二、高油价、弱需求影响化工盈利，未来有望迎来边际改善

(一) 高油价抬升原料成本，行业面临第一重盈利压力

化工行业很多原料都是直接或间接来自于原油，油价的高低对行业盈利能力影响很大。从 Brent 油价与基础化工和石油化工毛利率走势来看，通常低油价利好行业盈利能力提升，高油价则导致盈利能力受损；但需关注在油价持续下跌和上涨过程中的原料库存转化损益。

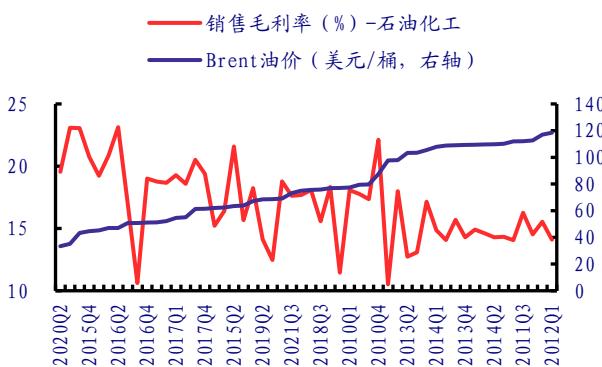
22Q3 Brent 原油均价为 97.7 美元/桶，基础化工和石油化工毛利率分别为 19.7% 和 10.5%。同比来看，油价均价上涨 33.4%；基础化工和石油化工毛利率分别下降 4.5 和 7.1 个百分点；高油价下行业盈利能力受到挤压。环比来看，油价均价下降 12.8%；基础化工和石油化工毛利率分别下降 3.7 和 3.5 个百分点；尽管 22Q3 油价回落缓和行业成本压力，但在油价下行过程中库存转化损失挤压行业盈利。当然，除原油成本外，供需关系也是影响价差的因素之一。

图 9：不同油价下基础化工行业盈利水平



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：不同油价下石油化工行业盈利水平



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 下游需求整体疲弱，行业面临第二重盈利压力

化工下游产业众多，如地产、家电、汽车、纺服等。随着经济增速放缓，化工下游产业链增速下滑明显，与之配套的化工品面临较大的需求压力，迎来高原料成本之外的第二重压力。

特别是房地产市场，如前所述，我国地产呈现下行趋势。1-10 月，我国商品房销售额 10.9 万亿元，同比下降 26.1%，较 1-9 月收窄 0.2 个百分点；销售面积同比下降 22.3%，与 1-9 月基本持平；竣工面积同比下降 18.7%，较 1-9 月收窄 1.2 个百分点。地产产业链相关的 PVC、钛白粉、有机硅等产品价格连续下滑，甚至出现亏损现象；纯碱、MDI、减水剂等产品盈利下滑。

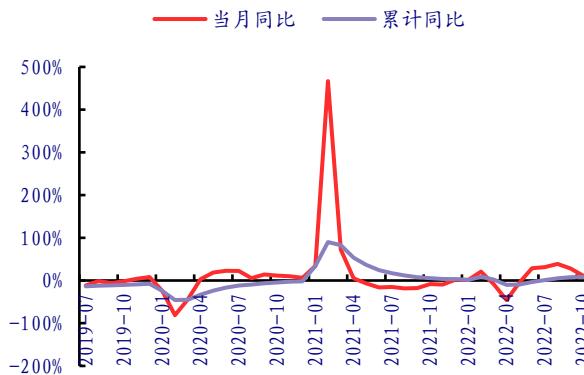
汽车产销数据表现亮眼。汽车市场在购置税减半等政策促进、新能源汽车高速增长、汽车出口势头良好等因素拉动下，1-10 月我国汽车产销量分别同比增加 7.9% 和 4.6%，较 1-9 月分别扩大 0.5 和 0.3 个百分点。其中，1-10 月新能源汽车产销量同比均增长 110% 左右。

家电数据表现相对疲弱。1-10 月，我国家用电器和音像器材类社会消费品零售总额 7168 亿元，同比下降 0.8%，表现弱于整体社零数据；家电出口额 727 亿美元，同比下降 11.5%。1-10 月，我国白电（空调、家用洗衣机、家用电冰箱）产量同比增加 3.0%，1-9 月为 2.7%。其

中,1-10月空调产量同比增长3.2%、家用冰箱同比下降3.3%、家用洗衣机产量同比增长3.7%。彩电数据表现较好,1-10月产量同比增长9.1%。

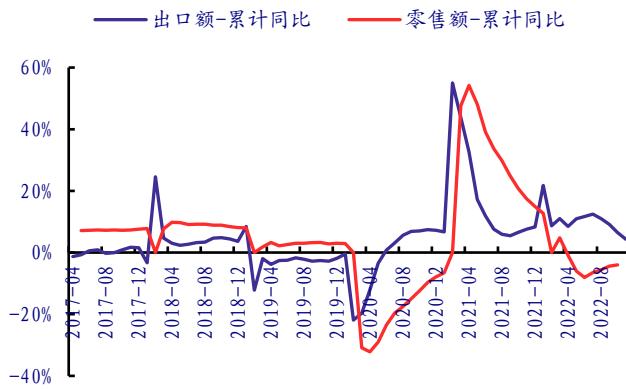
纺织服装内外需承压,出口增速放缓、国内零售负增长。1-11月,我国纺织服装出口额2976亿美元,同比增长4.3%,1-10月6.5%,增速放缓。1-10月,服装、鞋帽、针纺织品类零售总额10414亿元,同比下降4.4%,1-9月-4.0%,降幅有所扩大。受消费低迷影响,我国布和纱产量同样下滑明显,1-10月分别同比下降5.2%和6.3%。

图 11: 我国汽车产量同比增速



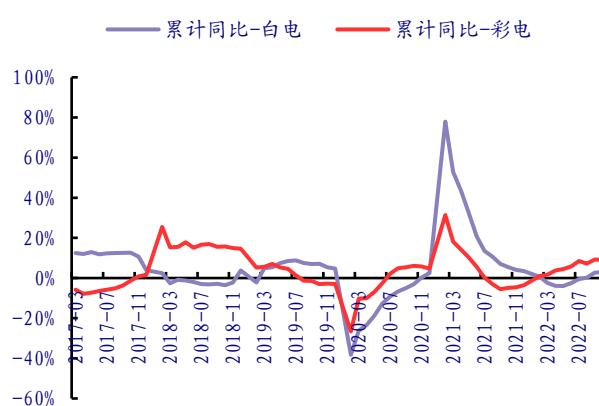
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13: 我国纺织服装出口和国内零售同比增速



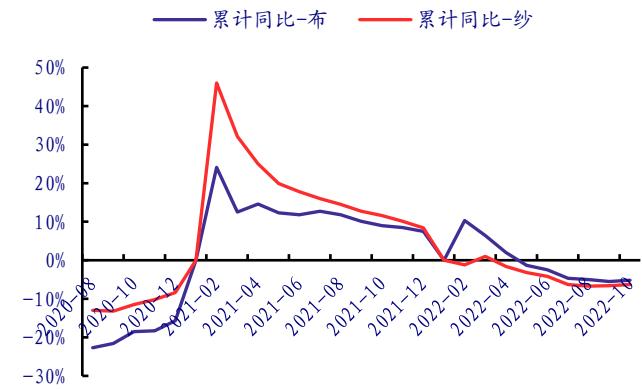
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: 我国主要家电产量累计同比变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 我国布和纱产量同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 双重压力挤压下, Q3 行业盈利回落

就行业整体而言,在高原料成本、下游需求不佳双重压力挤压下,22Q3行业盈利承压回落。其中,基础化工板块22Q3实现营业收入6244亿元,同比增长10.9%;归母净利润536亿元,同比下降18.6%;石油化工板块22Q3实现营业收入11167亿元,同比增长14.1%;归母净利润90.9亿元,同比下降73.9%。我们认为,基础化工Q3盈利整体表现不佳主要系国内疫情扰动等因素影响下下游需求恢复不及预期,同时成本处于高位,尤其是部分子行业面临高

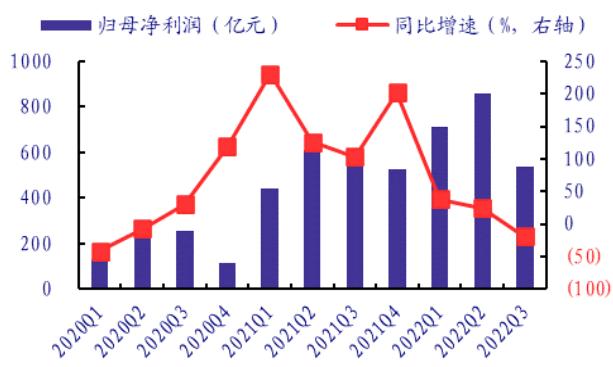
成品库存的不利影响，在需求和成本的双重压力下，行业盈利回落。而石油化工 Q3 盈利不佳除成本和需求影响外，主要还与油价下跌带来的原料库存转化损失有关。

图 15：基础化工行业单季度营收及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 17：基础化工行业单季度归母净利润及同比增速

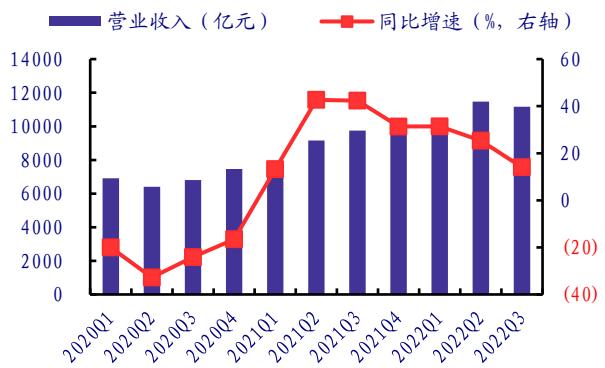


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

在基础化工 33 个细分子行业中，新材料赛道成长性凸显，传统周期步入历史底部区域。从归母净利润指标来看，22Q3 归母净利润同比提升和下降的子行业比例分别为 48.5% 和 51.5%；环比提升和下降的比例分别为 6.1% 和 93.9%。同比来看，碳纤维（+323.5%）、钾肥（+133.6%）、民爆用品（+128.8%）、锂电化学品（+113.7%）、氟化工（97.0%）等子行业表现较好，而粘胶（-115.8%）、日用化学品（-111.4%）、氨纶（-99.1%）、绵纶（-99.0%）、复合肥（-94.6%）、涤纶（-73.5%）、氮肥（-65.0%）等子行业表现较差。但环比来看，仅有碳纤维（+234.2%）和锂电化学品（+1.6%）归母净利润实现正增长，而粘胶（-128.5%）、日用化学品（-109.9%）、氨纶（-97.9%）、锦纶（-97.4%）、复合肥（-97.4%）、涤纶（-90.0%）等子行业归母净利润跌幅居前。我们认为，碳纤维、锂电化学品分别受益于国产替代、新能源行业高景气周期带来的增长；而纺织服装、房地产行业持续弱势表现，带动相关子行业盈利下滑。

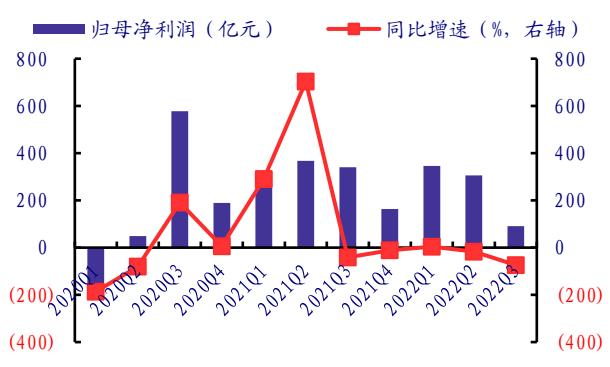
从毛利率指标来看，22Q3 毛利率同比提升和下降的子行业比例分别为 21.2% 和 78.8%；环比提升和下降的比例分别为 15.2% 和 84.9%。同比来看，钾肥（+19.9 个百分点）、食品及饲料添加剂（+2.0 个百分点）、民爆用品（+1.7 个百分点）等毛利率同比有所上涨，而氨纶（-31.2

图 16：石油化工行业单季度营收及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 18：石油化工行业单季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

个百分点)、钛白粉 (-14.5 个百分点)、氯肥 (-13.5 个百分点)、聚氨酯 (-13.2 个百分点)、有机硅 (-12.5 个百分点) 等毛利率下滑明显。环比来看, 钾肥 (+6.0 个百分点)、涤纶 (+1.1 个百分点)、轮胎 (+1.0 个百分点) 等毛利率抬升, 而氨纶 (-15.4 个百分点)、氯肥 (-10.0 个百分点)、钛白粉 (-5.9 个百分点)、氯碱 (-5.8 个百分点)、纯碱 (-4.7 个百分点) 等毛利率下降明显。我们认为, 氨纶毛利率大幅下降主要与高成品库存对应的高原料成本以及弱纺织需求相关; 钛白粉、氯碱和纯碱等子行业毛利率下降则是受地产需求低迷拖累; 氯肥主要系煤价上涨, 终端市场需求疲软因素所致。

表 2: 基础化工子行业 22Q3 盈利情况

序号	子行业名称	归母净利润 (亿元)	同比	环比	毛利率 (%)	同比变化 (%)	环比变化 (%)
1	碳纤维	5.52	323.6%	234.2%	49.0	-6.1	-2.3
2	锂电化学品	60.88	113.7%	1.6%	18.3	-8.7	-3.2
3	改性塑料	8.37	64.3%	-2.5%	13.5	0.8	-1.7
4	轮胎	7.08	38.6%	-8.6%	15.0	-0.2	1.0
5	民爆用品	20.19	128.8%	-17.3%	30.7	1.7	-1.5
6	其他化学原料	65.58	62.2%	-18.5%	28.4	-0.1	-4.3
7	其他化学制品III	29.71	7.9%	-23.0%	17.9	-4.0	-2.6
8	橡胶制品	8.84	11.1%	-24.6%	11.5	0.5	0.6
9	其他塑料制品	8.52	85.9%	-30.6%	13.1	-3.8	0.0
10	食品及饲料添加剂	22.91	69.4%	-30.8%	25.5	2.0	-4.6
11	涂料油墨颜料	2.48	862.5%	-30.8%	24.2	-1.9	0.4
12	电子化学品	9.32	-2.7%	-30.9%	31.6	-0.1	-1.3
13	氟化工	15.99	97.0%	-33.1%	21.4	0.4	-2.6
14	钛白粉	10.20	-46.1%	-34.1%	24.6	-14.5	-5.9
15	农药	43.92	80.3%	-34.1%	25.5	0.6	-0.9
16	聚氨酯	33.62	-45.3%	-35.0%	13.0	-13.2	-3.4
17	钾肥	51.16	133.6%	-36.5%	86.2	19.9	6.0
18	无机盐	6.40	31.7%	-37.0%	27.2	-0.4	-6.6
19	磷肥及磷化工	30.79	-1.0%	-37.04%	20.2	-3.3	-2.9
20	纯碱	25.12	-6.3%	-37.1%	33.6	-3.8	-4.7
21	合成树脂	16.66	-20.7%	-38.5%	22.2	-10.4	-6.4
22	有机硅	4.25	-36.5%	-42.4%	20.0	-12.5	-3.1
23	橡胶助剂	2.12	28.1%	-53.2%	8.6	-2.5	-4.2
24	膜材料	5.70	-43.5%	-54.0%	14.7	-8.1	-5.6
25	氯碱	19.28	-51.0%	-62.7%	14.9	-5.7	-5.8
26	氯肥	19.20	-65.0%	-67.7%	12.0	-13.5	-10.0
27	印染化学品	3.48	-64.3%	-74.3%	22.3	-8.4	-4.4
28	涤纶	0.44	-73.5%	-90.0%	5.4	-2.7	1.1
29	复合肥	0.54	-94.6%	-97.4%	12.1	-2.5	-1.7
30	绵纶	0.07	-99.0%	-97.4%	9.2	-11.8	-6.3
31	氨纶	0.21	-99.1%	-97.9%	6.2	-31.2	-15.4
32	日用化学品	-0.88	-111.4%	-109.9%	27.6	-8.7	-6.5
33	粘胶	-1.19	-115.8%	-128.5%	13.1	-9.9	-4.8

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(四) Q4 预计盈利仍将承压, 2023 年有望迎来边际改善

1. 预期 Q4 行业盈利仍将承压

Q4 主要产品价格下跌为主。在我们重点跟踪的 181 个产品价格中, 年初以来共有 59 个产品价格实现上涨, 占比 32.6%。从 22Q4 均价来看, 59 个产品价格环比上涨, 占比 32.6%; 115 个产品价格环比下跌, 占比 63.5%。价格环比涨幅较大的产品有盐酸、炭黑、无烟煤、原煤、TDI、碳酸锂、萤石、煤焦油、丙烯腈、R134a 等。我们认为, Q4 化工品价格普遍下跌主要系原料端成本回落和需求依然疲弱所致。一方面, 原油价格回落带动部分产品价格重心下移; 另一方面, 四季度国内疫情反复, 叠加出口走弱, 化工品需求承压。此外, 随着原料端价格回落, Q4 也将面临库存转化损失的影响。

表 3: 重点关注产品 Q4 价格环比涨幅前 30

名称	单位	当前价格 (12 月 9 日)	年初以来 涨幅	22Q4 均价	环比
盐酸 (海化集团)	元/吨	340	-43.3%	340	26.2%
炭黑 (N220, 浙江)	元/吨	12600	50.0%	12641	20.7%
无烟煤 (Q7000, 河南)	元/吨	2070	0.0%	2070	20.3%
原煤 (Q5200, 内蒙)	元/吨	975	54.8%	1033	19.7%
烟煤 (Q5500, 西安)	元/吨	1367	48.3%	1316	18.4%
丙酮 (华东)	元/吨	5950	11.2%	5859	18.4%
TDI (T80, 华东)	元/吨	16900	7.6%	20509	17.6%
液氨 (山东鲁北)	元/吨	4493	22.3%	3998	15.8%
碳酸锂 (电池级, 安泰科)	万元/吨	57	103.6%	55	14.8%
萤石 (华东)	元/吨	3400	20.4%	3078	14.8%
碳酸锂 (工业级, 安泰科)	万元/吨	53	103.8%	53	13.5%
煤焦油 (华东)	元/吨	6600	35.6%	6350	12.8%
DEG (上海石化)	元/吨	6050	19.8%	5705	12.4%
丙烯腈 (CCFEI)	元/吨	9300	-33.6%	10704	12.3%
R134a (浙江巨化)	元/吨	23000	-17.9%	24743	12.3%
甲醇 (华东)	元/吨	2755	6.8%	2885	12.1%
三氯甲烷 (山东金岭)	元/吨	2350	-46.0%	3394	12.1%
二甲醚 (山西)	元/吨	4240	21.1%	4227	11.5%
苯胺 (华东)	元/吨	10650	6.5%	12739	11.1%
三聚磷酸钠 (华东)	元/吨	9300	11.4%	9429	11.0%
萘 (山东)	元/吨	5450	13.5%	5855	10.5%
磷酸铁锂 (国产)	元/吨	172000	67.0%	171771	9.9%
硫酸铵 (N>20.5%, 山东)	元/吨	1330	-4.3%	1421	9.3%
苯酐 (华东)	元/吨	7800	11.4%	9171	9.1%
DOP (华北)	元/吨	9400	-2.6%	9886	8.6%
邻二甲苯 (华东)	元/吨	8200	30.2%	9127	8.4%
烧碱 (32% 离子膜, 山东)	元/吨	1085	12.4%	1154	7.9%
R22 (浙江巨化)	元/吨	18500	8.8%	18500	7.9%
金属硅 (441#, 贵州)	元/吨	20350	-12.9%	21232	7.8%
尼龙 66 (注塑, 平顶山神马 EPR27)	元/吨	23000	-40.3%	25160	7.8%

资料来源: Wind、卓创资讯, 中国银河证券研究院

表 4: 重点关注产品 Q4 价格环比跌幅前 30

名称	单位	当前价格 (12月9日)	年初以来 涨幅	22Q4 均价	环比
液氯 (全国)	元/吨	-422	-146.9%	76	-68.8%
DMF (华南)	元/吨	5850	-65.0%	6957	-36.9%
棉短绒 (江苏)	元/吨	3810	-45.0%	4147	-36.2%
醋酸乙烯 (山东)	元/吨	7950	-38.8%	8120	-24.9%
四氯乙烯 (华东)	元/吨	7200	-21.5%	9380	-23.6%
硫酸钾 (50%粉, 山东)	元/吨	3750	-2.6%	3727	-22.6%
丁二烯 (山东)	元/吨	6625	48.9%	7342	-22.0%
PVA (四川维尼纶)	元/吨	14500	-34.4%	15685	-21.5%
EVA (山东)	元/吨	13500	-28.2%	18683	-21.2%
氯化钾 (57%粉, 山东)	元/吨	3200	1.6%	3285	-20.1%
POM (M90, 云天化)	元/吨	14200	-29.7%	14509	-19.3%
IPDI (华南)	元/吨	52500	-30.9%	55143	-17.7%
PET 切片(瓶级, 华东)	元/吨	6785	-12.7%	7153	-17.0%
SAP (华南)	元/吨	9500	-29.6%	10266	-15.4%
维生素 A (50 万 IU/g, 国产)	元/千克	94	-65.4%	99	-15.2%
复合肥 (45%CL, 山东)	元/吨	3050	7.0%	3047	-14.6%
维生素 D3 (50 万 IU/g, 国产)	元/千克	53	-48.8%	55	-14.0%
燃料油 (上期所)	元/吨	2422	-11.8%	2794	-13.7%
苯 (华东)	元/吨	6525	-10.9%	7181	-13.6%
复合肥 (45%S, 山东)	元/吨	3300	6.1%	3251	-13.2%
丙烯酸 (华东)	元/吨	6500	-44.4%	6853	-13.1%
钛白粉 (金红石型, 全国)	元/吨	14970	-23.6%	15050	-12.1%
顺丁橡胶 (BR9000, 中油华东)	元/吨	10300	-28.5%	11547	-12.1%
苯乙烯 (华东)	元/吨	8260	-4.1%	8351	-11.9%
PC (注塑, LG 化学 1303-15)	元/吨	19500	-22.0%	19500	-11.1%
丙二醇 (华东)	元/吨	7600	-53.1%	8283	-10.9%
碳酸二甲酯 (华东)	元/吨	5500	-35.3%	5986	-10.9%
二甲基环硅氧烷 (DMC) (全国)	元/吨	16850	-34.3%	17568	-10.7%
二氯甲烷 (山东)	元/吨	2340	-60.4%	2710	-10.7%
醚后碳四 (燕山石化)	元/吨	5300	11.6%	5669	-10.4%

资料来源: Wind、卓创资讯、中国银河证券研究院

Q4 价差表现依旧延续弱势。在我们重点跟踪的 140 个产品价差中, 年初以来, 共有 32 个产品价差上涨, 占比 22.9%。从 22Q4 均价来看, 49 个产品价差环比上涨, 占比 35.0%; 91 个产品价差环比下跌, 占比 65.0%。价差涨幅较大的产品有三聚氰胺价差 (尿素)、己内酰胺价差 (苯)、炭黑价差 (煤焦油)、己二酸价差 (苯)、粘胶短纤价差 (棉短绒)、DOP 价差 (邻二甲苯)、聚酯切片 (有光) 价差 (PTA)、ABS 价差 (烯烃)、柴油价差 (石油)、TDI 价差 (甲苯) 等。我们认为, Q4 大多数化工品价格、价差进一步下跌, 同时叠加库存转化方面的损失, 行业盈利仍将承压; 但多数周期品价差已处于历史底部区间, 建议密切关注上游原料端、下游需求端等变化带来的边际改善, 静待行业景气反转。

表 5: 重点关注产品 Q4 价差环比涨幅前 30

名称	单位	当前价差 (12月9日)	年初以来 涨幅	22Q4 均价	环比
三聚氰胺价差 (尿素)	元/吨	-251	-112.6%	131	1411.4%
己内酰胺价差 (苯)	元/吨	767	-68.7%	1193	109.0%
炭黑价差 (煤焦油)	元/吨	1380	979.8%	1846	105.6%
己二酸价差 (苯)	元/吨	1223	-78.2%	2108	103.2%

粘胶短纤价差 (棉短绒)	元/吨	5016	2538.0%	4898	73.8%
DOP 价差 (邻二甲苯)	元/吨	217	-60.4%	338	48.1%
聚酯切片 (有光) 价差 (PTA)	元/吨	612	-7.0%	745	43.0%
丁苯橡胶价差 (丁二烯)	元/吨	3566	-43.5%	3248	35.9%
ABS 价差 (烯烃)	元/吨	3375	-46.5%	3733	35.1%
柴油价差 (石油)	元/吨	2893	-5.8%	3221	31.8%
环己酮价差 (苯)	元/吨	2495	-39.6%	2531	31.8%
TDI 价差 (甲苯)	元/吨	11769	4.7%	14738	30.5%
尿素价差 (气头)	元/吨	-449	-269.9%	-405	29.7%
SBS 价差 (丁二烯)	元/吨	5378	-3.0%	5754	26.6%
氨纶价差 (PTMEG)	元/吨	15360	-18.6%	14238	25.2%
三聚磷酸钠价差 (磷矿石)	元/吨	4984	-2.2%	5097	24.7%
R134a 价差 (萤石)	元/吨	10844	-25.5%	13068	24.0%
聚酯切片 (半光) 价差 (PTA)	元/吨	512	6.0%	603	22.7%
苯酐价差 (邻二甲苯)	元/吨	10	-99.0%	500	21.6%
PMMA 价差 (MMA)	元/吨	5700	34.1%	5402	20.9%
涤纶短纤价差 (PTA)	元/吨	1037	-10.4%	1215	18.8%
辛醇价差 (丙烯)	元/吨	3320	-20.6%	3431	18.0%
锦纶切片价差 (苯)	元/吨	1913	-45.9%	2169	16.8%
烷基化汽油价差 (碳四)	元/吨	1125	-2.2%	1243	15.0%
顺丁橡胶价差 (丁二烯)	元/吨	3543	-64.1%	4058	14.8%
环氧乙烷价差 (石油)	元/吨	3113	-23.1%	2533	14.5%
三氯甲烷价差 (甲醇)	元/吨	1551	-56.9%	2557	12.1%
LLDPE 价差 (石油)	元/吨	3697	-16.7%	2654	10.8%
粘胶长丝价差 (棉短绒)	元/吨	35216	21.8%	34723	10.7%
丙烯价差 (丙烷)	美元/吨	117	81.1%	73	10.3%

资料来源: Wind、卓创资讯, 中国银河证券研究院

表 6: 重点关注产品 Q4 价差环比跌幅前 30

名称	单位	当前价差 (12月9日)	年初以来 涨幅	22Q4 均价	环比
乙二醇价差 (煤)	元/吨	-1353	-195.6%	-1740	-212.3%
聚丙烯价差 (甲醇)	元/吨	-97	-112.8%	-443	-166.6%
PVC 价差 (电石)	元/吨	-79	-108.2%	-130	-160.0%
LLDPE 价差 (甲醇)	元/吨	232	-80.5%	-212	-135.0%
PTA 价差 (对二甲苯)	元/吨	260	-53.7%	-31	-109.8%
醋酸乙烯价差 (电石)	元/吨	966	-65.3%	971	-72.5%
DMF 价差 (煤)	元/吨	1339	-90.2%	2614	-64.5%
丁二烯价差 (碳四)	元/吨	925	232.1%	1038	-62.4%
PET 切片 (瓶级) 价差 (PTA)	元/吨	1047	-45.1%	953	-49.7%
二甲基环硅氧烷价差 (硅)	元/吨	3886	-66.0%	4030	-44.3%
聚丙烯价差 (煤)	元/吨	1960	-55.3%	1640	-42.9%
PVA 价差 (电石)	元/吨	4808	-53.1%	5934	-40.7%
环氧乙烷价差 (甲醇)	元/吨	877	-55.1%	824	-37.8%
涤纶长丝 (POY) 价差 (PX)	元/吨	1410	-20.1%	930	-37.3%
苯价差 (石油)	元/吨	2127	-33.7%	1820	-34.3%
丙烯酸丁酯价差 (丙烷)	元/吨	2061	-45.6%	1905	-33.7%
TPEG 价差 (甲醇)	元/吨	2139	-37.5%	2031	-33.5%
LLDPE 价差 (煤)	元/吨	2289	-52.5%	1871	-33.5%
四氯乙烯价差 (电石)	元/吨	3659	-25.7%	5828	-32.7%
EVA 价差 (甲醇)	元/吨	5330	-43.8%	10188	-32.3%
PET 切片 (瓶级) 价差 (石油)	元/吨	3371	-26.4%	2991	-30.7%
碳酸二甲酯价差 (PO)	元/吨	3988	-69.7%	4483	-29.9%

丙烯酸价差 (丙烷)	元/吨	2468	-66.1%	2563	-28.9%
碳酸二甲酯价差 (EO)	元/吨	2815	-54.5%	3044	-28.6%
锦纶切片价差 (己内酰胺)	元/吨	1138	7.2%	964	-24.7%
PC 价差 (双酚 A)	元/吨	10410	2.6%	7862	-24.5%
丙烯酸异辛酯价差 (丙烷)	元/吨	1582	-64.0%	1760	-23.2%
二氯甲烷价差 (甲醇)	元/吨	1210	-75.1%	1527	-22.8%
涤纶长丝 (POY) 价差 (PTA)	元/吨	1187	-7.5%	956	-21.2%
二甲醚价差 (煤)	元/吨	828	-36.1%	611	-20.6%

资料来源: Wind、卓创资讯, 中国银河证券研究院

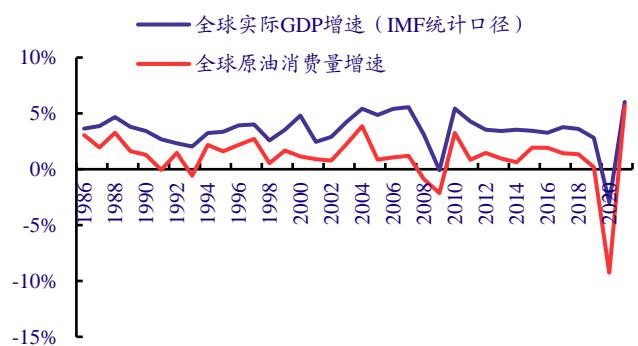
2. 油价回落、需求向好预期下, 2023 年行业盈利有望边际改善

2022 年国际油价先扬后抑, 重心抬升。其中, 上半年供给端主导国际油价, 尤其是俄乌冲突爆发, 市场担忧俄罗斯原油产量大幅下降; 下半年美联储激进加息引发市场对远期经济衰退的担忧, 需求端主导国际油价。展望 2023 年国际油价走势, 仍需从供需两端来看, 具体分析如下:

供给端, 一方面, OPEC+自今年 11 月份开始执行减产 200 万桶/日的计划, 预计将持续到 2023 年年底; 另一方面, 俄罗斯石油和石油产品受欧盟等价格限制影响, 产量下降程度仍存不确定性。12 月 2 日, 欧盟、七国集团 (G7) 和澳大利亚宣布批准对俄罗斯海运石油设置 60 美元/桶的价格上限 (允许两个月修改一次价格), 俄罗斯表示不会接受最高限价。从设置的价格上限和目前打折销售的俄罗斯乌拉尔原油价格来看, 对俄罗斯石油出口形成的影响或有限。2023 年 2 月 5 日起, 欧盟将对俄罗斯石油产品实施限价, 限价高低也将影响俄罗斯原油生产和出口情况。我们认为, 地缘政治博弈下, 原油供应端仍具有较大的不确定性, 需密切关注 OPEC+产量政策调整及执行情况、俄罗斯原油出口情况、伊核谈判进展、美国产量恢复速度等。

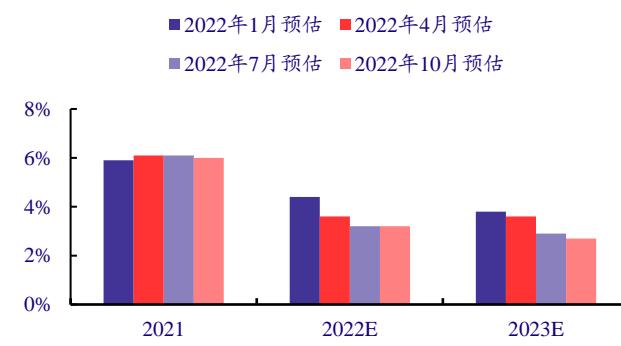
需求端, 受全球经济衰退预期影响, 原油消费增速放缓, 需求端仍将压制油价上行高度。从历史数据来看, 全球原油消费增速与全球实际 GDP 增速呈现明显的正相关关系。受俄乌冲突、新冠疫情反复、全球主要央行加息等多重因素影响, IMF 持续下调 2023 年全球经济增速预期。据 10 月 IMF 最新报告显示, 2023 年全球经济增速预计为 2.7%。EIA、IEA、OPEC 最新预测显示, 2023 年全球石油需求增量分别为 100、161、225 万桶/日, 尽管增量数据不一, 但均有所下调。我们认为, 2023 年油价重心或有回落, 预期 Brent 原油价格在 80-90 美元/桶, 行业面临的成本压力将有所缓解。

图 19: 全球实际 GDP 增速与原油消费量增速



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 20: IMF 全球经济增速预期



资料来源: IMF, 中国银河证券研究院

表 7: EIA、IEA、OPEC 对全球石油需求预测

需求 (百万桶/日)	2020	2021	2022E	2023E
EIA	92.71	97.56	99.82	100.82
需求增量		4.85	2.26	1.00
IEA	91.52	97.66	99.78	101.39
需求增量		6.14	2.12	1.61
OPEC	91.19	97.03	99.57	101.82
需求增量		5.84	2.54	2.25

资料来源: EIA、IEA、OPEC, 中国银河证券研究院

宏观“三大拐点”显现, 2023 年化工盈利有望迎边际改善。化工品需求与宏观经济紧密相关。当前宏观层面“三大拐点”正逐步显现, 一是疫情防控持续优化, 在科学、精准防控下, 经济活动、居民消费等有望复苏; 二是金融支持地产政策“三箭齐发”, 稳地产保交楼政策持续推进下, 房地产有望迎来修复; 三是美联储加息幅度有望放缓, 海外需求紧缩压力逐步释放。我们认为, 宏观层面“三大拐点”逐步显现, 将刺激化工终端消费需求抬升; 叠加油价重心下移, 化工品成本压力缓解, 行业盈利有望迎来边际改善。

三、把握需求边际改善机会, 关注景气底部品种

(一) 成本、需求有望改善, 看好炼化、化纤、轮胎龙头表现

1. 油价回落、需求向好预期下, 看好炼化行业景气向上机会

油价对炼化行业的影响在上文中已进行过详细阐述, 主要系油价高低对成本端的影响, 以及油价持续上涨和下跌过程中的库存转化损益, 不再过多赘述。除油价外, 下游需求也将对炼化盈利带来显著影响。

从油价来看, 我们预计, 2023 年 Brent 油价重心较 2022 年约 100 美元/桶均价有所回落, 行业成本端压力将有所缓解; 22Q4 仍存在一定的库存转化损失, 23Q1 及以后有望从趋弱走向库存转化收益。从需求来看, 疫情防控优化下, 居民出行和消费需求有望弹性恢复, 带动炼化相关主营产品需求抬升。整体来看, 原料端成本回落叠加下游需求恢复预期背景下, 炼化主营产品价差有望扩大, 带来行业景气度提升。重点推荐中国石化 (600028.SH)、荣盛石化 (002493.SZ)、东方盛虹 (000301.SZ) 等。

表 8: 炼化产业链主要产品价差 (元/吨)

名称	12月9日	全年	Q1	Q2	Q3	Q4
Brent 油价 (美元/桶)	76.1	100.0	97.9	112.0	97.7	90.6
汽油价差						
2018	-	3304	3178	3067	3697	3167
2019	-	2766	2973	2407	2876	2732
2020	-	2496	2417	2288	2599	2694
2021	-	3566	3055	3791	3631	3736
2022	2529	3127	4004	2747	3008	2649
柴油价差						
2018	-	2349	1866	2173	2695	2529
2019	-	2494	2149	2200	2812	2682

2020	-	2257	2333	2497	2098	2133
2021	-	2439	1838	2267	2368	3238
2022	2893	2623	2716	2252	2444	3221
煤油价差						
2018	-	1309	1274	1197	1217	1511
2019	-	1273	1229	1153	1291	1339
2020	-	536	1173	331	330	313
2021	-	632	505	534	615	897
2022	2534	2044	987	1994	2749	2462
PE 价差						
2018	-	5332	5822	5524	4878	5096
2019	-	4141	5037	4170	3838	3506
2020	-	4509	3749	4469	4656	5143
2021	-	4555	4946	4346	4386	4568
2022	3697	2829	3771	2547	2395	2657
PP 价差						
2018	-	5544	5353	5310	5288	6192
2019	-	4957	5488	4744	4942	4600
2020	-	5104	3915	5358	5288	5823
2021	-	4789	5399	4856	4656	4283
2022	3368	2665	3349	2442	2454	2426
PX 价差						
2018	-	4440	3711	3503	4841	5719
2019	-	3783	5005	3749	3230	3100
2020	-	2354	3225	2213	2123	1883
2021	-	2796	2443	2788	3195	2755
2022	3052	3335	2895	3595	3480	3402
EG 价差						
2018	-	4780	5443	4965	4885	3798
2019	-	2516	2861	2113	2427	2638
2020	-	2324	2568	2278	2172	2333
2021	-	2941	3154	2725	2971	2924
2022	1345	1188	2035	1134	831	693

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 纺服需求存回升预期, 成本压力释放或助化纤底部反转

目前化纤盈利处在历史底部区间。2022 年以来, 我国涤纶长丝、粘胶短纤、氨纶等化纤产品景气下滑, 盈利能力大幅下降, 主要原因在于: 一方面, 油价大幅上涨带动原材料成本抬升; 另一方面, 国内疫情反复拖累纺服消费需求。成本向下游传导不畅, 化纤产品价差被大幅压缩。

表 9: 化纤产业链主要产品价差 (元/吨)

名称	12月9日	全年	Q1	Q2	Q3	Q4
POY 价差 (PX)						
2018	-	1622	1410	1788	1791	1440
2019	-	1395	1166	1468	1671	1244
2020	-	1174	1582	1223	846	1204
2021	-	1605	1637	1728	1380	1700
2022	962	1144	1316	1035	1214	956
粘胶短纤价差						
2018	-	6189	6370	6262	6301	5821

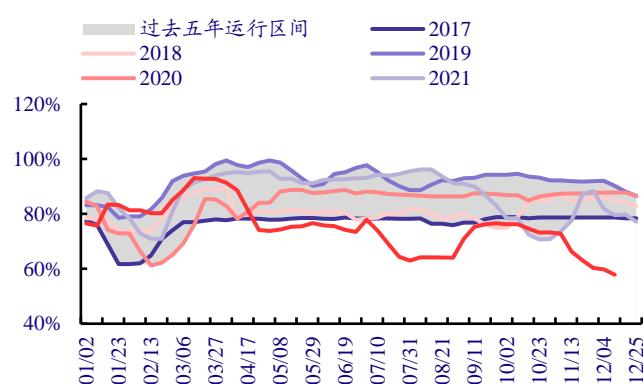
2019	-	4558	5142	4373	4576	4167
2020	-	3285	3619	2830	2606	4175
2021	-	4836	6429	4024	3816	5260
2022	4410	4348	4610	4653	4137	3964
氯纶价差						
2018	-	15224	15864	15092	14441	15552
2019	-	14563	15268	14394	14083	14595
2020	-	15373	14705	14819	14385	17651
2021	-	30479	23000	28695	38598	30399
2022	15360	13314	16424	11699	11374	14238

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

内外需修复叠加成本压力释放,化纤盈利有望边际改善。一方面,国际油价重心有所回落,化纤行业成本压力有望逐步释放;另一方面,随着疫情防控逐步优化,国内纺织服装消费有望迎来复苏;海外通胀压力缓解下需求亦有望改善。我们认为,当前化纤价差已处历史底部区域,进一步下探空间不大;随着成本压力逐步释放,叠加国内外纺织服装消费需求修复,化纤盈利有望边际改善。

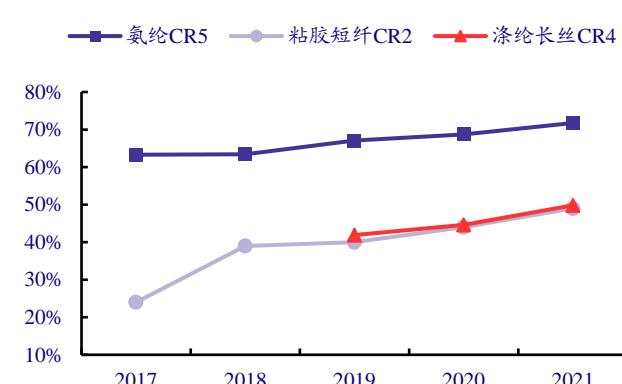
优质化纤龙头企业仍在积极扩张产能以抢占市场份额,同时落后小产能因能耗高、成本高等原因面临淘汰,行业集中度将进一步集中。如,涤纶和氨纶仍处在产能扩张周期,新增产能主要集中在龙头企业;粘胶短纤仍处在过剩产能消化期,且持续有小产能退出。看好相关龙头企业景气底部向上且兼具成长性方面的投资机会,重点推荐新凤鸣(603225.SH)、桐昆股份(601233.SH)等。

图 21: 我国涤纶长丝行业开工率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 22: 我国氨纶、粘胶短纤、涤纶长丝产能集中度



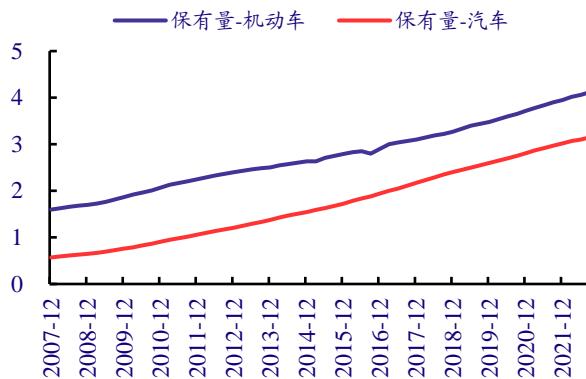
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

3. 需求提升叠加成本回落, 轮胎盈利有望持续改善

国内轮胎消费有望持续改善。一方面,5月31日,财政部和税务总局发布了《关于减征部分乘用车辆购置税的公告》,对购置日期在2022年6月1日至2022年12月31日期间内且单车价格(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。政策刺激效果显著,6-10月我国汽车产量、销量分别同比增长25.2%和23.0%。9月26日,财政部、税务总局、工业和信息化部联合发布《关于延续新能源汽车免征车辆购置税政策的公告》,延长新能源汽车免征购置税期限至2023年12月31日。我们认为,汽车购置税优惠政策等将

刺激汽车产销保持在较高水平，在配套市场国产品牌轮胎渗透率有望逐渐提升。另一方面，我国机动车保有量持续增长，已达 4.12 亿辆，创历史新高，汽车后市场前景广阔；疫情防控优化下出行需求有望回升，轮胎市场替换需求或受提振。

图 23：全国机动车和汽车保有量（亿辆）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 24：汽车产量及累计同比（万辆，%）



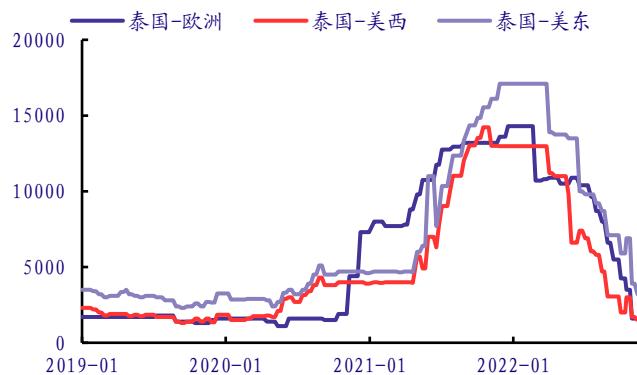
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

海运费大幅回落，基本回落至疫情前水平。2021 年，轮胎海外需求开始恢复，但受新冠疫情影响，港口拥堵、船员短缺、集装箱供应不足问题突出，供需失衡下海运费价格大幅上涨，叠加原料成本抬升，行业盈利回落。2022 年以来，随着海外各国放松疫情管控，港口劳动力供应逐步回升，运转效率加快，拥堵度下降，全球海运费价格高位回落。截至 12 月 7 日，泰国至欧洲、泰国至美西、泰国至美东海运费分别为 1600 美元/FEU (40 英尺集装箱)、1500 美元/FEU 和 3200 美元/FEU，较年初分别回落 88.8%、88.4% 和 81.3%。其中，泰国至欧洲运费较疫情前正常水平持平，泰国至美西、泰国至美东运费已低于疫情前正常水平。

橡胶价格见顶回落，轮胎成本压力逐步释放。轮胎生产的原材料包括天然橡胶、合成橡胶、炭黑、骨架材料和其他辅料等。主体材料包含天然橡胶和合成橡胶；炭黑是具备补强填充功能的配合剂；骨架材料和胎圈钢丝主要由钢丝及纤维帘布组成，可给予内外胎足够的强度。合成橡胶以顺丁橡胶和丁苯橡胶为主，其生产的主要原料涉及丁二烯和苯乙烯，两者均为石油下游产品，合成橡胶的价格与原油价格密切相关。2022 年下半年以来，受国际油价下跌影响，合成橡胶价格高位回落。天然橡胶和合成橡胶存在部分替代性，因此其价格跟随回落。炭黑价格则受原料高温煤焦油影响而持续上涨。据公开报道显示，从轮胎的原料用量构成来看，半钢轮胎中天然橡胶、合成橡胶、炭黑用量占比分别约为 20%、25% 和 28%；全钢轮胎中天然橡胶、合成橡胶、炭黑用量占比分别约为 38%、5% 和 23%。基于主要原料用量占比及价格变动情况，预计天然橡胶、合成橡胶成本下降可对冲炭黑成本上涨，轮胎企业成本压力正逐步释放。



图 25: 泰国集装箱运价 (美元/FEU)



资料来源: TNSC, 中国银河证券研究院

图 26: 橡胶、炭黑价格走势 (元/吨)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

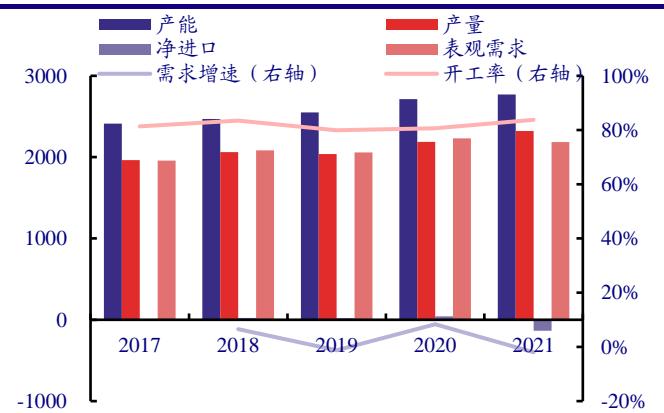
整体来看,海运费价格回落至疫情前正常水平,叠加原材料价格回落,轮胎成本端压力大幅缓解;考虑到轮胎价格有望回落以及海外通胀压力缓解,海外轮胎替换需求将逐步释放,叠加国内需求持续改善,轮胎行业盈利将向上修复。重点推荐行业龙头赛轮轮胎 (601058.SH)、森麒麟 (002984.SZ)、玲珑轮胎 (601966.SH) 等。

(二) 房企融资“三箭齐发”,看好地产竣工端产业链

1. 目前 PVC 全行业亏损,看好景气底部向上表现

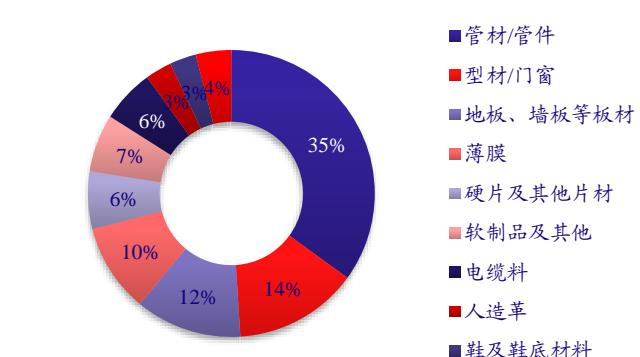
内需、出口疲弱,目前 PVC 全行业亏损。PVC 需求与房地产行业密切相关,从我国 PVC 粉需求分布来看,管材/管件占比为 35%、型材/门窗占比为 14%、地板和墙板等板材占比为 12%,三类需求合计占比达 61%,且主要体现在房地产施工后段和竣工装修阶段。2022 年 6 月以来,国内地产施工和竣工等下游表现不佳,PVC 内需走弱,同时出口数据疲弱;烧碱利润较好,生产企业“以碱补氯”,PVC 价格不断震荡走低;虽然电石法开工率不断走低,但受限于 PVC 疲弱的终端需求,目前全行业不论是自产电石还是外购电石生产 PVC 都出现严重亏损,处在历史谷底,企业主要依赖烧碱盈利补贴。

图 27: 我国 PVC 供需情况 (万吨/年)



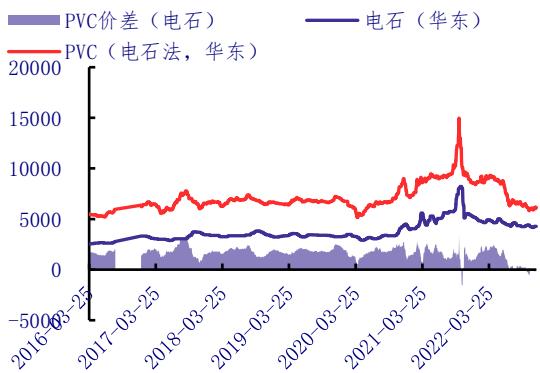
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图 28: 我国 PVC 粉下游需求分布情况



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图 29: PVC 价格/价差走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 30: 电石法 PVC 开工率 (%)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

中长期来看, 电石供需偏紧, PVC 价格存成本支撑。电石属于高耗能行业, 其新建产能受到严格控制, 基本要通过等量或减量置换的方式来获取。根据《电石行业“十四五”高质量发展指南》指引, 2025 年电石产能要控制在 4000 万吨/年以内。此外, 电石行业能效水平方面的要求将有助于淘汰落后产能。2022 年 BDO 项目预期投产较多, 但实际投产不及预期, 电石未出现供需偏紧的格局。预计 2023-2024 年 BDO 将迎来产能集中释放期, 显著带动电石需求抬升。中长期来看, 双碳目标下电石产能受到严格约束, 同时需求有望受地产修复和 BDO 投产拉动; 在供需格局趋紧背景下, 电石价格重心有望抬升, 进而对 PVC 带来成本支撑。

表 10: 2022-2024 年我国 BDO 产能扩张情况 (万吨/年)

公司名称	产能	预计投产时间
宁夏五恒化学	11.6	2022/6
乌海君正硅铁	60	2023/12
虹科新材料	30 (顺酐法)	2023/12
东华天业	30	2024/03
恒力大连新材料	30	2023/12
内蒙古三维新材料	30	2023/12
宁夏永泰化学	30	2024/06
华恒能源	24	2023/01
内蒙古东源科技	20	2022/12
重庆鸿庆达	20	2024/03
新疆新业	14	2023/01
惠州宇新新材料	12 (顺酐法)	2023/08
山东辰海新材料	12 (顺酐法)	2024/06
新疆美克	10	2022/12
蓝山屯河	10	2023/12
万华四川	10	2022/12
旭科新材料	10 (顺酐法)	2024/06
新疆国泰	10	2024/03
新疆曙光绿华	10	2024/03
山西同德	2.4	2023/12
合计	385.6	

资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

整体来看, 目前 PVC 全行业呈现亏损, 亏损格局预计难以持久。电石需求有望受 BDO 拉

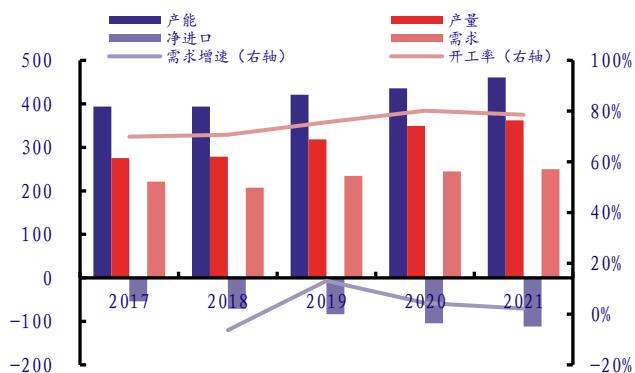
动，供需存趋紧趋势，有望带来 PVC 成本支撑。同时，随着稳增长保交楼政策的推进，PVC 需求存在改善预期。重点推荐电石基本自给且拥有自备电厂的煤-电石-PVC 产业链一体化企业中泰化学（002092.SZ），除具备周期属性之外，公司布局电石、BDO 等项目带来成长属性。

2. 钛白粉盈利处历史底部，原料价格回落、需求跟进下盈利或边际改善

钛白粉，化学名称为二氧化钛，具有高折射率、理想的粒度分布、良好的遮盖力和着色力，是一种性能优异的白色颜料，广泛应用于涂料、塑料、造纸、印刷油墨、橡胶等，是世界无机化工产品中销售额最大的三种商品之一，仅次于合成氨和磷酸。

目前钛白粉盈利处历史底部区域。我国钛白粉主流生产工艺为硫酸法和氯化法。其中，硫酸法工艺主要生产原料为钛精矿和硫酸；氯化法工艺主要生产原料为高钛渣、氯气、石油焦。2022 年以来，钛精矿、高钛渣价格高位运行，石油焦等价格涨幅较大，钛白粉生产成本整体处在高位。从需求端来看，钛白粉下游涂料、塑料、造纸和其他需求占比分别为 60%、20%、10% 和 10%。受房地产竣工表现不佳拖累，钛白粉需求走弱，价格持续走低，目前处在盈利历史底部，甚至有企业出现亏损现象。

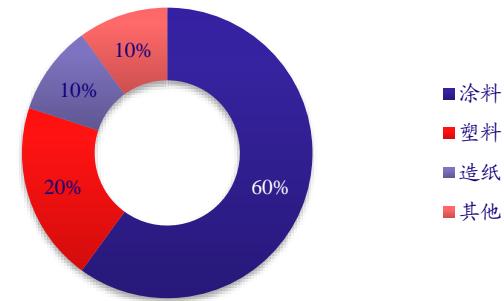
图 31：钛白粉供需情况（万吨/年）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

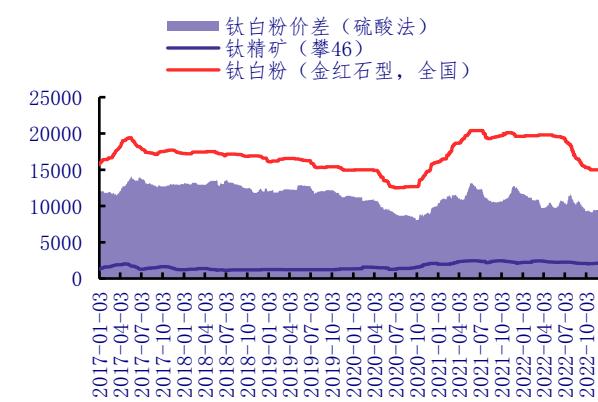
图 32：钛白粉下游消费结构

图 32：钛白粉下游消费结构



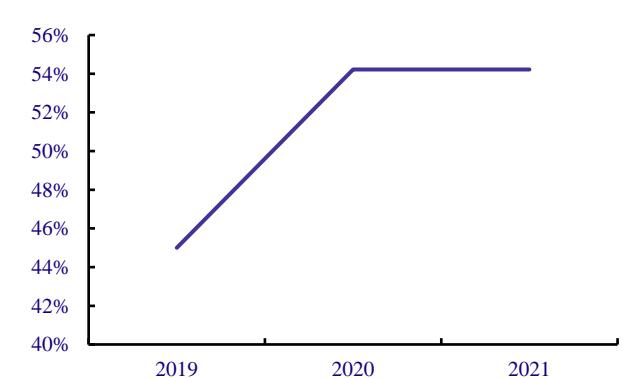
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 33：硫酸法钛白粉价格/价差走势（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 34：钛白粉行业产能集中度（CR8）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

行业集中度有望持续提升。随着产业及环保政策趋严，对钛白粉生产和能耗提出更高的要

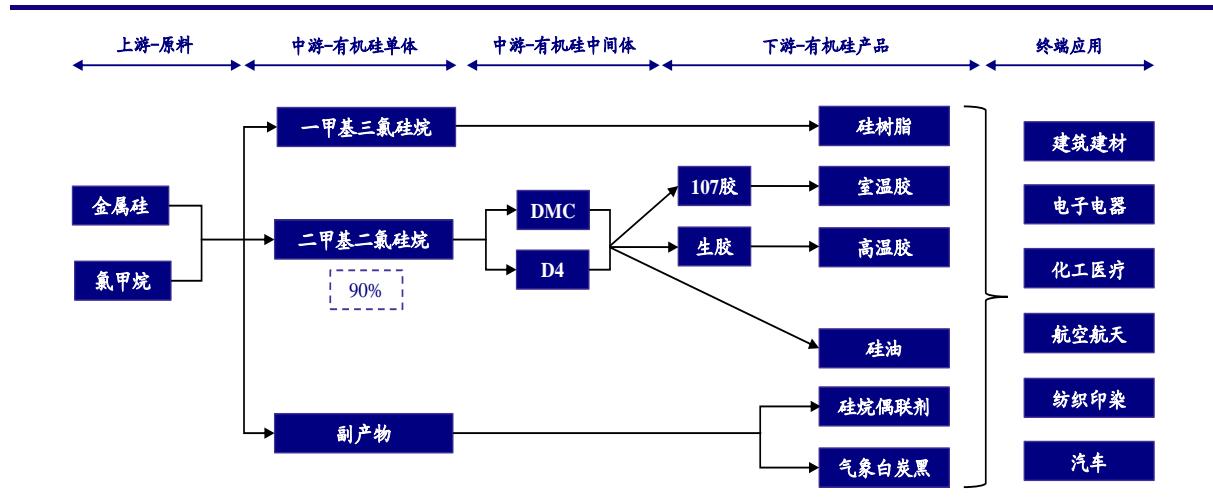
求。国家发改委颁布实施的《产业结构调整指导目录（2019 年本）》中，限制新建硫酸法钛白粉，鼓励新建单线产能 3 万吨/年及以上的氯化法钛白粉生产线。随着环保政策的实施，环保成本上升，中小型生产商被迫关停或限制生产，同时拥有氯化法核心技术的领先钛白粉生产商将享受利好政策带来的竞争优势，从而进一步提高其市场份额，行业集中度有望不断提升。

原料价格回落、需求逐步跟进，钛白粉盈利有望边际改善。目前钛白粉原材料高钛渣、石油焦、硫磺等价格逐步回落，缓解行业成本端压力。内需方面，随着国内疫情防控优化，稳地产政策持续推进，建筑涂料和工业涂料需求有望修复，同时汽车行业对钛白粉需求保持旺盛。外需方面，1-10 月我国钛白粉出口量 117 万吨，同比增长 11.1%，部分钛白粉企业外贸订单表现强劲。我们认为，目前钛白粉处在盈利底部，继续下探空间不大；随着原料端成本回落以及未来需求边际改善，钛白粉价格将企稳回升，盈利将向上修复。重点推荐拥有硫酸法和氯化法工艺并进行产业链规模扩张的钛白粉龙头企业龙佰集团（002601.SZ）。

3. 需求存修复预期，看好一体化有机硅龙头表现

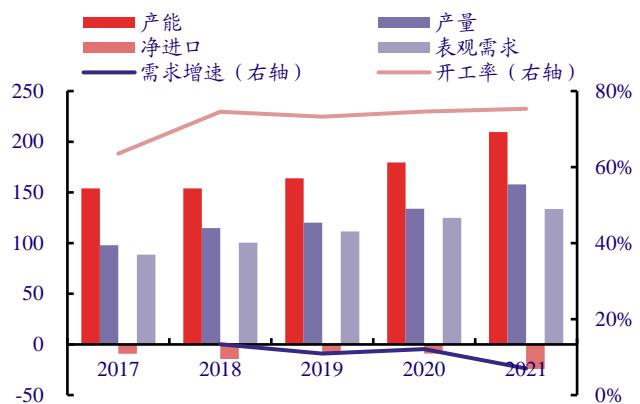
有机硅是指含有硅碳键（Si-C）且至少有一个有机基团是直接与硅原子相连的一大类化合物，包括各类小分子化合物和高分子聚合物。其中，以硅氧键（-Si-O-Si-）为骨架组成的聚硅氧烷，是有机硅化合物中为数最多、应用最广的一类，约占总用量的 90%以上。有机硅结构独特，兼备了无机材料与有机材料的性能，包括耐高温、耐低温、防潮、绝缘、耐腐蚀、耐老化及生理惰性等；产品种类多样，包括硅树脂、室温胶、高温胶、硅油、硅烷偶联剂、气象白炭黑等，广泛应用于建筑建材、电子电器、化工医疗、航空航天、纺织印染、汽车等领域。

图 35：有机硅上下游产业链

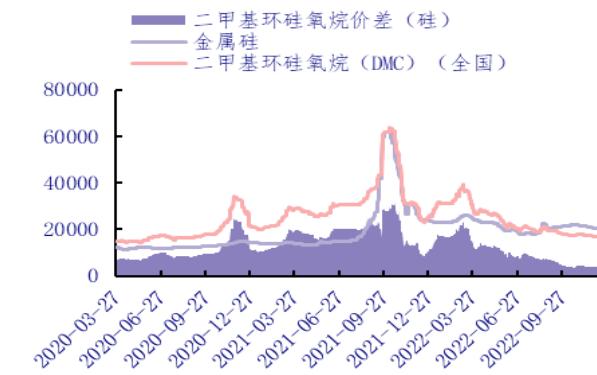


资料来源：SMM，中国银河证券研究院

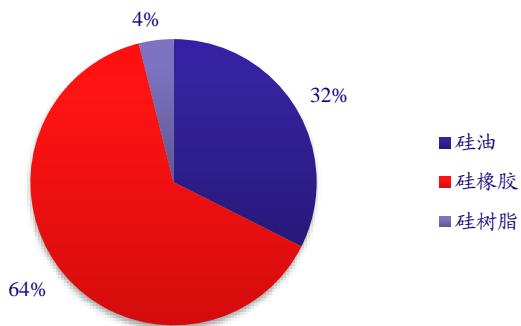
有机硅中间体盈利陷入低谷，行业开工率逐步走低，供应压力将有所缓和。目前以外采工业硅为原料的有机硅企业处在亏损状态，主要系供给增多和需求走弱所致。一方面，今年二季度以来国内新增 95 万吨/年单体产能相继达产，行业供应逐步增多。另一方面，受经济尤其是房地产发展放缓影响，以建筑胶、混炼胶为主的传统下游需求增速下降。随着有机硅价格/价差逐步走低，部分非一体化装置陷入亏损，行业主动停车和减产现象不断增加。11 月有机硅中间体开工率为 68.5%，较去年同期下降 17.6 个百分点，开工率创下近五年同期新低。我们认为，行业自发减产有助于修复供需平衡，有机硅价差已处底部区间，进一步下跌空间有限。

图 36: 有机硅中间体供需情况 (万吨/年)


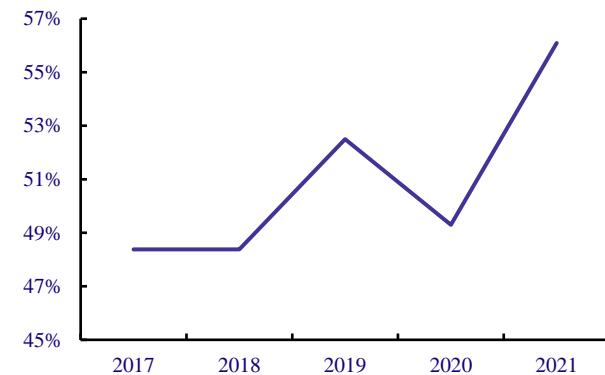
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 38: 有机硅中间体价格/价差走势 (元/吨)


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 37: 有机硅中间体消费结构


资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 39: 有机硅中间体行业产能集中度 (CR4)


资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

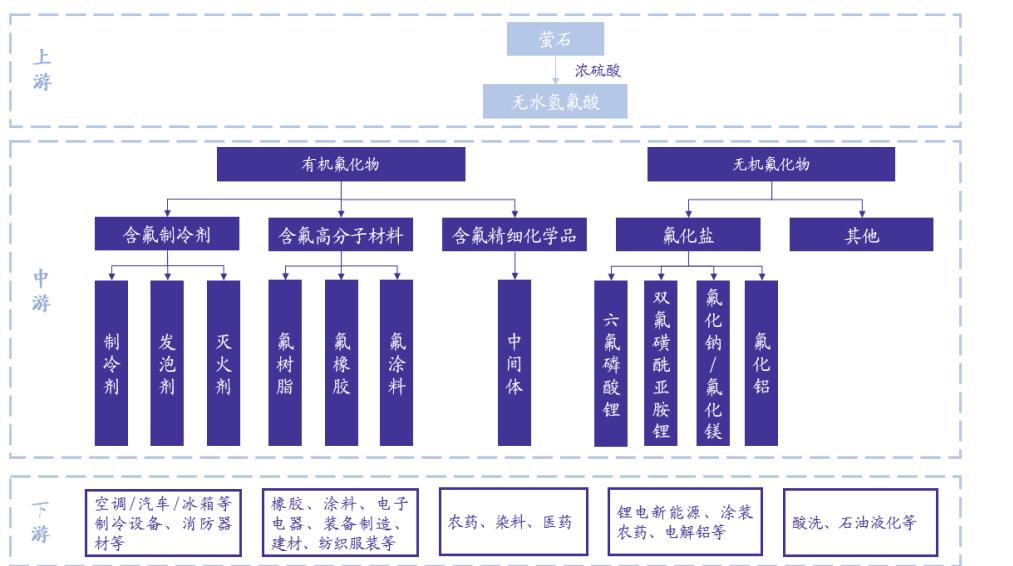
有机硅行业集中度趋于提升。卓创资讯数据显示，2021年我国有机硅中间体产能集中度 (CR4) 为 56.1%，较 2017 年提升了 7.7 个百分点。国家发改委颁布实施的《产业结构调整指导目录（2019 年本）》中，新建初始规模小于 20 万吨/年、单套规模小于 10 万吨/年的甲基氯硅烷单体生产装置，10 万吨/年以下（有机硅配套除外）和 10 万吨/年及以上、没有副产四氯化碳配套处置设施的甲烷氯化物生产装置属于“限制类”项目。未来我国有机硅中间体生产将继续呈现向规模化、一体化的龙头企业集中的趋势，低效、同质化产能将加速退出，行业集中度有望快速提升。

稳增长政策刺激需求修复，有机硅盈利有望边际改善。据 SMM 数据显示，有机硅终端应用中，建筑建材行业需求占比为 34%；其次为电子电器、化工医疗、纺织等领域。随着我国稳增长政策持续发力，地产竣工等经济活动有望回暖，将带动有机硅需求边际改善，盈利有望底部向上修复。考虑到有机硅仍处扩产周期，看好产业链一体化龙头企业的竞争优势，重点推荐合盛硅业（603260.SH）。

(三) 三代制冷剂配额即将落地，行业盈利改善确定性较强

氟元素化学性质极为活泼，且具有较强氧化性，可以与多种有机物或无机物化合，进而得到有机氟化物或无机氟化物。氟化物细分品类众多，且通常具有良好的稳定性，因而被广泛应用于电子电器、装备制造、新能源、建筑建材、制冷设备、消防器材、医药、农药等多个领域。作为全球第二大萤石资源储量国，我国基于丰富的上游资源多年来大力扶持氟化工产业发展，并将其列为我国战略性新兴产业之一。

图 40：氟化工上下游产业链



资料来源：永和股份招股说明书，中国银河证券研究院

二代制冷剂陆续退出，四代制冷剂应用受限，三代制冷剂将在中长期内占据主导市场。制冷剂是氟化工行业占比最重的细分品类，截至目前已发展至第四代。第一代制冷剂 CFCs 因严重破坏臭氧层且具有高全球变暖潜值，在《蒙特利尔议定书》的约束下已于 2010 年全面淘汰。以 R22 为代表的二代制冷剂 HCFCs 相较 CFCs 对臭氧层的破坏力更小，但全球变暖潜值较高，发达国家已于 2020 年削减其 99.5% 的制冷用途供应量，预计于 2030 年全面削减；我国等发展中国家以 2009-2010 年产销量为基准现已削减二代制冷剂 35% 的供应量，预计 2025 年将进一步缩减至 67.5%，到 2040 年全面削减。三代制冷剂 HFCs 不破坏臭氧层，但部分品类全球变暖潜值依旧较高。2016 年《蒙特利尔议定书》基加利修正案》正式通过，HFCs 被列入管控范围，我国于 2021 年 6 月正式接受该修正案，并于 2021 年 9 月 15 日正式对我国生效。现发达国家已开始陆续削减三代制冷剂的供应，我国等发展中国家将以 2020-2022 年为基准年，2024 年起配额管控三代制冷剂的生产与消费，2029 年起正式削减供应。四代制冷剂全球变暖潜值较低且不破坏臭氧，但由于目前四代制冷剂生产、转换、应用成本远高于三代制冷剂，现只少量应用于高端车型空调系统，加之在海外龙头企业专利保护限制下，我国尚不能大规模生产应用四代制冷剂，国内企业也大多处于技术储备阶段。整体来看，在二代制冷剂大幅退出制冷市场、四代制冷剂短期难以规模推广背景下，未来一段时间内三代制冷剂将作为主流品类主导制冷剂市场。

表 11: 制冷剂分类

所属产品代际	产品名称	特点及现状	主要产品	ODP	GWP	主要应用领域
第一代	氯氟烃类 (CFCs)	严重破坏臭氧层, 全球范围内已淘汰并禁产	R11、R12、R113、R114、R115、R500、R502	很高	很高	工业制冷、气雾剂、发泡剂等
第二代	氢氯氟烃 (HCFCs)	长期来看严重破坏臭氧层, 发达国家已接近完全淘汰, 发展中国家进入减产阶段	R22 R123 R142b R141b	0.055 0.02-0.06 0.065 0.11	1810 77 2310 725	工业制冷、家用空调、含氟高分子材料原材料 工业制冷 工业制冷、PVDF 原材料 发泡剂
第三代	氢氟烃 (HFCs)	对臭氧层无影响, 但温室效应远高于二氧化碳和第二代制冷剂; 目前少部分发达国家处于淘汰初期, 发展中国家即将配额管控	R134a R125 R32 R143a R152a R227ea R404a R410a	0 0 0 0 0 0 0	1430 3500 675 4470 124 3220 3800 1997	家用/汽车空调、工业制冷、冰箱冰柜、气雾剂、发泡剂 家用空调、工业制冷 家用空调、工业制冷 工业制冷 气雾剂 气雾剂、消防器材 工业制冷 家用空调
第四代	氢氟烯烃 (HFOs) 碳氢天然工质制冷剂 (HCs)	不含氟工质制冷剂, 环境友好度高, 但制冷效果和安全性不如前代, 制冷剂本身、相关专利与设备成本高, 易燃	R1234yf R1234ze R600a R290		0 较低	汽车空调 发泡剂 冰箱冰柜 工业制冷、家用空调

备注: ODP 指大气臭氧消耗潜能值, GWP 指全球变暖潜能值; 指标基准: R11 的 ODP 值为 1 个单位, 二氧化碳的 GWP 为 1 个单位

资料来源: 永和股份招股说明书、生态环境部, 中国银河证券研究院

表 12: 第二代、第三代制冷剂淘汰时间表

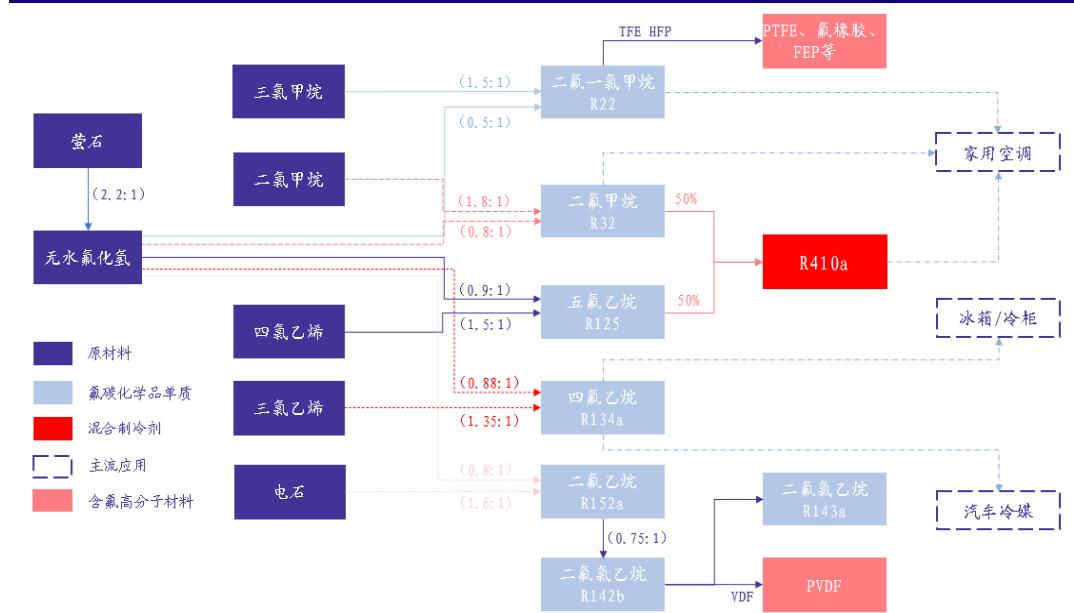
年份	《蒙特利尔议定书第二代制冷剂淘汰时间表》		第三代制冷剂淘汰时间表		
	发展中国家 (包括中国)	发达国家	发展中国家 (包括中国)	大部分发达国家	欧盟
2010	基准年	削减 75%			
2011					可用制冷剂种类受限
2013	冻结在 2009-2010 年平均水平	削减 90%		2011-2013 年基准年	
2015	削减 10%				开始削减
2016					
2017					GWP>150 制冷剂禁止用于新出厂车型
2018					削减至基数的 63%
2019				削减 10%	
2020	削减 35%	削减 99.5%, 仅留 0.5% 供维修	2020-2022 年基准年		R404a 禁止用于商用制冷机
2022					削减至基数的 45%
2024			冻结消费与生产	削减 40%	削减至基数的 31%
2025	削减 67.5%				R410a 禁止用于单元空调制冷机
2029			削减 10%	削减 70%	
2030	削减 97.5%, 仅留 2.5% 供维修	完全淘汰			累计削减 79%
2034				削减 80%	

2035	削减 30%	
2036		削减 85%
2040	削减 50%	削减 85%
2045	削减 80%	

资料来源：《蒙特利尔议定书》、《蒙特利尔议定书（基加利修正案）》、百度百科，中国银河证券研究院

空调产量持续增长，有望驱动主流制冷剂需求抬升。制冷剂可用于家用空调、工业制冷、汽车空调、冰箱冰柜、消防器材、发泡剂、气雾剂等多个领域，其中家用空调对于制冷剂的需求占比近 80%，冰箱冰柜、汽车空调次之。R22 是二代制冷剂中主要用于家用空调的细分品类，随着 ODS（制冷）用途二代制冷剂进入配额管理，三代制冷剂 R32 和 R410a（50% R32、50% R125 混配而成）作为 R22 的替代品，在新增家用空调市场领域的需求逐步释放。现 R22 除维修需求外，主要作为中间体进一步用于生产 PTFE、FEP、氟橡胶等含氟高分子材料，且作原材料用途的 R22 生产销售不受配额约束。因此，在含氟高分子材料的需求支撑下，即使 R22 已陆续退出制冷市场，但近年其需求量依旧保持着稳中有增的良好态势。三代制冷剂 R134a 则主要用于满足冰箱冷柜及汽车的制冷需求。2020 年以来我国空调、汽车产量陆续回升，而冰箱、冷柜产量出现了不同程度的下降。未来随着疫情对宏观经济影响的削弱，以及国内地产竣工回暖、城镇化率提升、农村渗透率提升等，预计我国空调产量仍将持续增长，汽车、冰箱、冷柜等产量有望在一定范围内波动，整体上会增加对主流制冷剂的需求。

图 41：主流制冷剂产业链

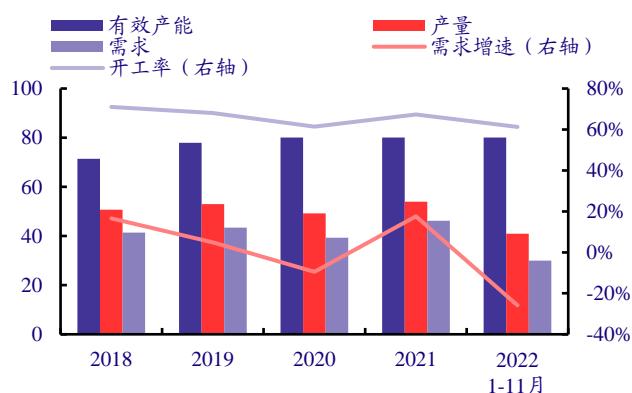


资料来源：Bainfo，中国银河证券研究院

基准年即将告一段落，三代制冷剂盈利改善确定性较强。受《基加利修正案》HFCs 削减日程及配额管理预期影响，为在配额管理阶段获取可观的配额，我国生产企业 2018 年以来纷纷大幅扩产，并在 2020-2022 年基准年间增加三代制冷剂销量以抢占市场份额。一方面，空调、冰箱冰柜等下游需求增速放缓难以消化大规模的新增产能；另一方面，基于二代制冷剂经验，为提前抢占 2024 年及以后三代制冷剂市场份额，2020 年起企业普遍有意让利销售三代制冷剂，导致近些年三代制冷剂市场显著供过于求，产品价格回落，盈利水平下滑明显，甚至部分品类长时间亏损。2021 年下半年，受部分甲烷氯化物原材料紧缺、海内外订单需求旺盛、能

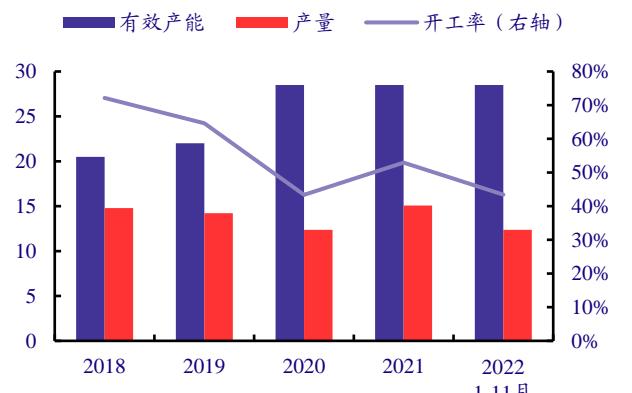
耗双控下制冷剂短期供应紧张等因素影响，R32、R125、R134a等主流三代制冷剂价格及价差出现了阶段性反弹。2021年末至今，因供应紧张状态缓解，供大于求状态下制冷剂价格及价差再度回落，现处于筑底震荡阶段。整体来看，包括我国在内的发展中国家三代制冷剂配额基准年已进入尾声，2023年起制冷剂生产企业或将不再让利销售，且行业产能扩张已基本结束；随着发达国家开始逐渐削减配额，海外存量设备维修需求有望带来国内三代制冷剂出口增加；同时由于制冷剂在空调、汽车等领域成本占比较低，下游可接受的价格弹性较大，且需求有望小幅提升。我们预计，随着市场份额争夺结束，在配额管理约束下，三代制冷剂供需格局将明显改善，2023年制冷剂价格有望快速提高，实现盈利向上修复。

图 42: R22 供需情况 (万吨/年)



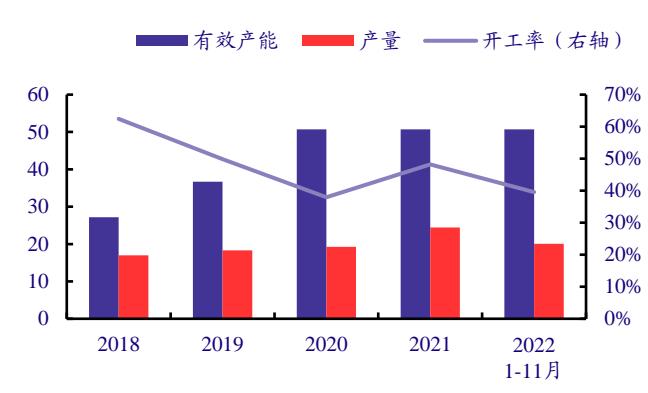
资料来源: Baiinfo, 中国银河证券研究院

图 44: R125 供需情况 (万吨/年)



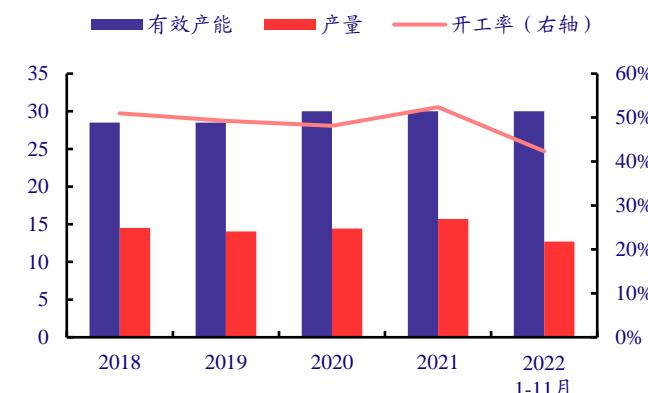
资料来源: Baiinfo, 中国银河证券研究院

图 43: R32 供应情况 (万吨/年)



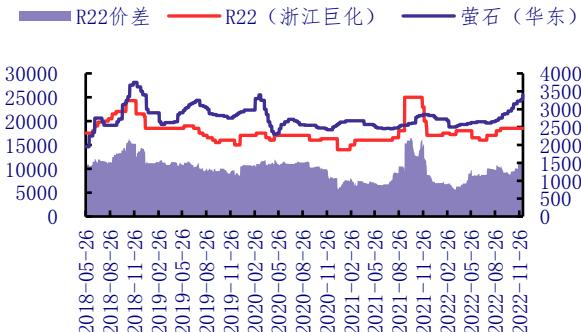
资料来源: Baiinfo, 中国银河证券研究院

图 45: R134a 供应情况 (万吨/年)



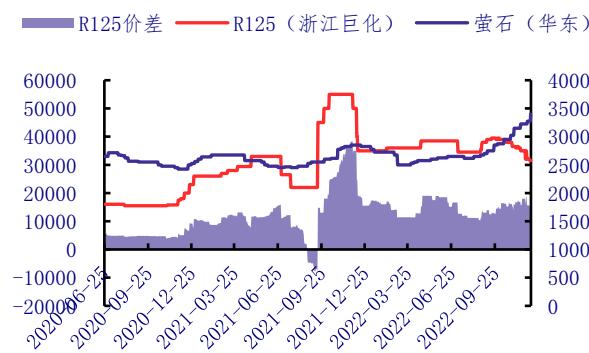
资料来源: Baiinfo, 中国银河证券研究院

图 46: R22 价格/价差走势 (元/吨)



资料来源: Wind、卓创资讯, 中国银河证券研究院

图 47: R125 价格/价差走势 (元/吨)



资料来源: Wind、卓创资讯, 中国银河证券研究院

在未来中长期三代制冷剂主导市场，行业供需格局有望逐步改善的背景下，建议关注拥有三代制冷剂产能布局的头部企业，重点推荐三美股份 (603379.SH)、巨化股份 (600160.SH)、永和股份 (605020.SH) 等。

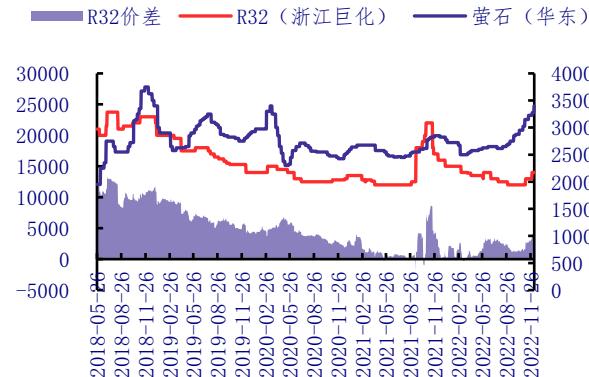
四、关注成长确定性机会，探寻高成长个股标的

(一) 传统化工龙头规模扩张，关注成长确定性机会

传统化工行业技术成熟，产业规模大，在顺周期背景下具有显著的规模效益；但往往也具有更高的能耗总量，石化、化工等行业均被列为“两高”项目。“双碳”目标下，石化、化工等行业面临更加严格的政策壁垒。

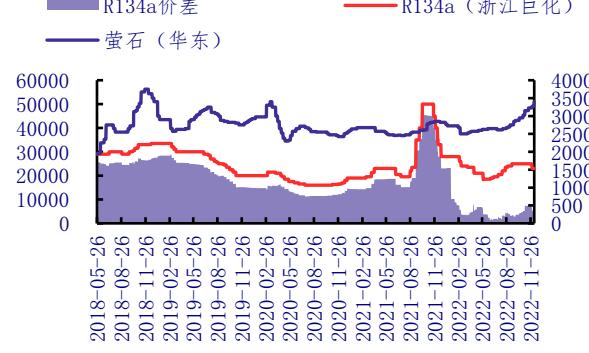
国务院发布《2030 年前碳达峰行动方案》，要求坚决遏制“两高”项目盲目发展，对产能已饱和的行业，按照“减量替代”原则压减产能；对产能尚未饱和的行业，提高准入门槛等。2021 年 12 月的中央经济工作会议中指出，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制。2022 年 11 月，国家发改委、国家统计局发布《关于进一步做好原料用能不纳入能源消费总量

图 50: R32 价格/价差走势 (元/吨)



资料来源: Wind、卓创资讯, 中国银河证券研究院

图 52: R134a 价格/价差走势 (元/吨)



资料来源: Wind、卓创资讯, 中国银河证券研究院

控制有关工作的通知》。通知指出，用于生产非能源用途的烯烃、芳烃、炔烃、醇类、合成氨等产品的煤炭、石油、天然气及其制品等，属于原料用能范畴；若用作燃料、动力使用，不属于原料用能范畴。

国家要求新增原料用能不纳入能源消费总量控制，这与限制“两高”项目盲目发展并不矛盾。一方面，相关产业发展仍必须符合产业规划和政策、必须履行必要的审批程序、必须在能效方面达到先进水平，并有效控制碳排放和污染物排放，准入门槛提高。另一方面，通过释放能源消费“增量”指标，利于加快前期申报项目的审批落地，同时可优化布局更多优质项目，促进健康有序高质量发展。

我们认为，在“双碳”目标背景下，龙头企业凭借资金实力、技术研发实力、先进能效水平和生产管理经验等方面的优势有望通过规模化扩张实现长期受益。重点推荐项目审批落地、成长确定性强的华鲁恒升（600426.SH）、万华化学（600309.SH）、合盛硅业（603260.SH）等。同时，推荐低估值、强化产业布局的龙头企业广汇能源（600256.SH）、国恩股份（002768.SZ）等。

表 13：传统化工龙头企业投资逻辑和预期成长性

公司名称	投资逻辑	成长性预期
华鲁恒升	德州+荆州基地产能扩张，打开公司新的成长空间	德州基地持续项目布局。荆州基地打开成长空间，一期计划建设 100 万吨/年尿素、100 万吨/年醋酸、15 万吨/年混甲胺和 15 万吨/年 DMF 等项目预计 2023 年投产；二、三期项目将以一期项目为平台，生产高端化工新材料、精细化工和氢能产品；同时计划投资建设 10 万吨/年 NMP 装置、20 万吨/年 BDO 装置、3 万吨/年 PBTA 等及配套设施，以及 10 万吨醋酐及配套设施等
万华化学	倾力打造三大产业集群，龙头成长属性突出	聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大板块将进一步扩张。积极推进宁波、福建、烟台等地 MDI、TDI、聚醚多元醇建设项目，远期聚氨酯产能有望达 700 万吨/年以上；拟建设聚氨酯产业链一体化-乙烯二期项目，包含 120 万吨/年乙烯产能，下游布局裂解汽油、芳烃、丁二烯、PE、PP、POE 等产品，已获核准；未来 2-3 年着重布局聚烯烃改性、PC 改性、电池材料、尼龙 12、柠檬醛、可降解塑料等新材料项目等
合盛硅业	“双硅”产能持续扩张，纵向延伸进军多晶硅领域	2021 年产能基础上，在新疆和云南在建 80 万吨/年工业硅和 80 万吨/年（折合单体）有机硅项目；进军多晶硅领域，20 万吨/年高纯多晶硅项目于 2022 年开始建设，一期 10 万吨/年计划在 2023 年上半年投产等
广汇能源	强资源属性低估标的，产能扩张迎接成长	公司白石湖矿区、马朗煤矿、东部矿区煤炭资源储量丰富，保供政策驱动下，三大矿区煤炭产量有望加速释放；启东 LNG 周转能力计划从 2021 年 300 万吨/年提升至 2025 年 1000 万吨/年，助力贸易气业务扩张等
国恩股份	低估值改性塑料龙头，内生外延赋能成长	传统主业预计保持 10%-30% 增长；一期 60 万吨/年 PS 项目预计年内投产，将贡献显著业绩增量；重点开发新能源复合材料实现在巧克力超薄电池包的应用，未来将成为公司复合材料板块重要一极等

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

（二）技术破垄断下，芳纶、碳纤维、成核剂国产替代正当时

1. 需求增长、国产替代共振，看好芳纶龙头企业成长表现

芳纶全称为“芳香族聚酰胺纤维”，是一种新型高科技合成纤维，主要包括间位芳纶（芳纶 1314）、对位芳纶（芳纶 1414）、杂环芳纶，具有超高强度、高模量和耐高温、耐酸耐碱、重量轻等优良性能，广泛应用于国防军工、交通运输、电子通讯、轮胎橡胶、安全防护、体育休闲、环境保护等领域。

图 48: 芳纶特性及下游主要应用领域

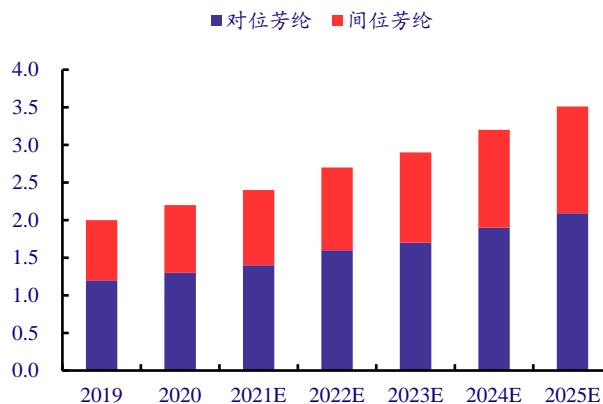
应用领域	主要产品	特性	图例	应用领域	主要产品	特性	图例
间位芳纶	汽车工业 阻燃防护	汽车内饰 防护服装、防火座椅套	可长期耐受200多度的高温，空气中难以点燃、不自燃、无毒无味，尺寸稳定性好 使防护服装遇火不产生熔滴、高火自熄、超强耐磨、柔软舒适，可有效避免烧伤、烫伤等火灾危险造成的伤害	汽车工业 轨道交通 防护	刹车片 手套	耐磨性、耐高温性，取代石棉 耐切割、耐刺、耐摩擦、耐高温等，比高韧性的聚酯或聚酰胺手套的强度高2-3倍，防割等级可达5级	 
	环境环保	高温烟尘过滤袋	可长期在204°C高温环境中使用，具有较高的过滤精度、极低的收缩率		防弹	质量大幅度减轻，防护面积增加，舒适性提高，样式美观，成型性好	
	信息通信	新型手机电池	优异的耐高温和绝缘性能，耐热温度可以达到210°C 耐穿刺和耐磨特性		汽车胶管	出色的热稳定性好和耐化学性，增强散热器、变速箱和涡轮增压器胶管	
芳纶纸	航空工业 轨道交通	蜂窝新材料	1) 可用于飞机雷达罩以及舱门、地板、行李架、货仓、隔墙等大刚性次受力结构部件；2) 高速列车、双层列车、地铁、轻轨、游轮及快艇等交通工具的天棚、窗框、行李架、隔板、地板、门板及橱柜等内饰部件，是目前广泛采用的有效节能、减重材料	对位芳纶 汽车工业	同步带 轮胎（胎体、带束层、冠带层）	高模量和耐磨性 增加轮胎强度、耐摩擦、易散热的作用	 
	电子电气	变压器	变压器中线圈、线组层间绝缘材料、绝缘套、部件间、导线及接头用绝缘材料、电机和发电机中线圈、槽间、相间、匝间、线端终端绝缘材料；电缆和导线绝缘、核动力设备的绝缘材料等		耳机线、数据线、医疗导线等缆材的骨架增强	避免损害，延长线材使用寿命，维护线材的灵敏度，保持数据传输的可靠性和稳定性	 
	电机	电机	具有优异的耐热保护及机械强度，应用于包括交流、直流电动机的嵌线和成型线圈		光缆	使光缆的强度更高、更耐用，能够抵抗极端温度，承受放电、闪电、冰雪地壳以及其他潜在自然危害的袭击	

资料来源：泰和新材官网，中国银河证券研究院

国内企业技术破局，打破国外垄断地位。芳纶产能主要被国际大公司占据，杜邦是全球绝对龙头企业，合计产能占 50%左右，日本帝人排在第 2 位；中国产能占比不足，约 20%左右。我国从上世纪 70 年代开始芳纶研发工作；90 年代晨曦化工研究院、上海市人造纤维研究室、上海大学合成纤维研究室、沈阳新华橡胶密封件厂等企业研发和生产制造的对位芳纶性能已贴近国际水准，但批量生产能力仍然匮乏；随后技术研发和工业生产不断破局。其中，泰和新材是国内芳纶技术研发和应用的佼佼者，已发展成为我国芳纶绝对龙头企业。2004 年公司一举完成 500 吨/年对位芳纶产业化项目建设，实现对位芳纶规模化生产，使中国跻身于世界少数几个芳纶生产国之列；2007 年芳纶纸产业化项目建成投产；2011 年千吨级对位芳纶产业化项目正式投产；2020 年 3000 吨/年高性能对位芳纶工程项目投产。

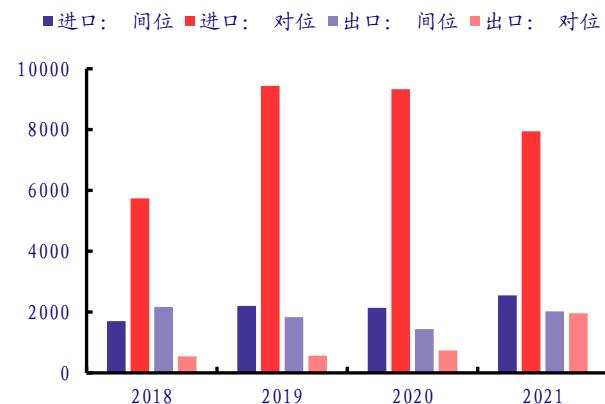
我国芳纶需求稳健增长，进口替代空间广阔。近年来，我国芳纶需求保持稳健增长。据统计，2020 年我国芳纶需求 2.2 万吨，同比增长 10.0%。其中，对位芳纶需求约 1.3 万吨，同比增长 13.0%，近 5 年复合增速 12.2%。随着《防护服装阻燃服》(2021.8.1 实施) 和《个体防护装备配备规范》(2022.1.1 实施) 等强制性国家标准的发布和实施，产业工装对间位芳纶的需求将大幅增加；芳纶涂覆隔膜较陶瓷膜性能优异，若实现商业推广普及，也将带动间位芳纶需求提升；5G 建设、防弹防护等领域将带动对位芳纶需求不断增长。预计未来几年，我国芳纶市场需求仍将保持 10%左右的增长。另外，随着我国对位芳纶产品质量提升以及扩产放规模，一方面将大幅替代国外进口、替代空间广阔，另一方面出口量也将持续提升；芳纶纸方面，我国已实现芳纶纸规模化生产，随着国内高科技产业快速发展，芳纶纸需求不断增加，国产替代也势在必行。

图 49: 我国芳纶需求及预测 (万吨/年)



资料来源: 华经产业研究院, 中国银河证券研究院

图 50: 我国芳纶 (纱+短纤) 进出口情况 (吨/年)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

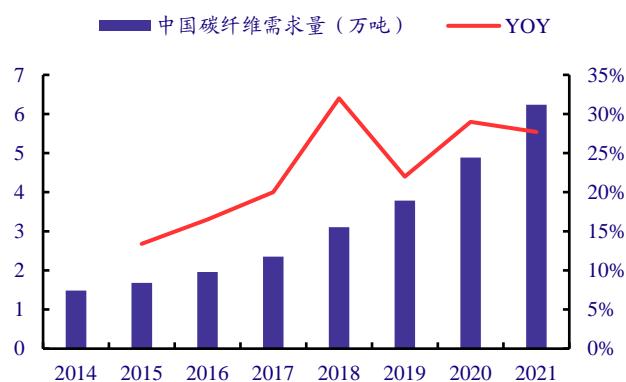
看好产业工装、防弹防护、5G 建设等领域带来芳纶需求持续增长, 特别是对位芳纶进口替代和出口增加带来的投资机会。重点推荐依托自主技术优势持续扩张芳纶产能的龙头企业泰和新材 (002254.SZ)。目前氨纶处在行业景气底部, 预计基本没有下探空间; 芳纶有技术壁垒、市场门槛高, 公司技术成熟、可量产, 支撑公司扩产上规模, 由国内龙头向国际龙头迈进; 公司积极布局芳纶涂覆隔膜, 潜在渗透空间非常广阔。

2. 下游需求多点开花, 碳纤维国产替代正当时

碳纤维是由聚丙烯腈 (或沥青、粘胶) 等有机纤维在高温环境下裂解碳化形成的含碳量高于 90% 的碳主链结构无机纤维, 其具备出色的力学性能和化学稳定性, 密度比铝低、强度比钢高, 是目前已大量生产的高性能纤维中具有最高的比强度和最高的比模量的纤维, 具有质轻、高强度、高模量、导电、导热、耐腐蚀、耐疲劳、耐高温、膨胀系数小等一系列其他材料所不可替代的优良性能。碳纤维在航空航天、风电叶片、体育休闲、压力容器、碳/碳复合材料、交通建设等领域广泛应用, 是国民经济发展不可或缺的重要战略物资。

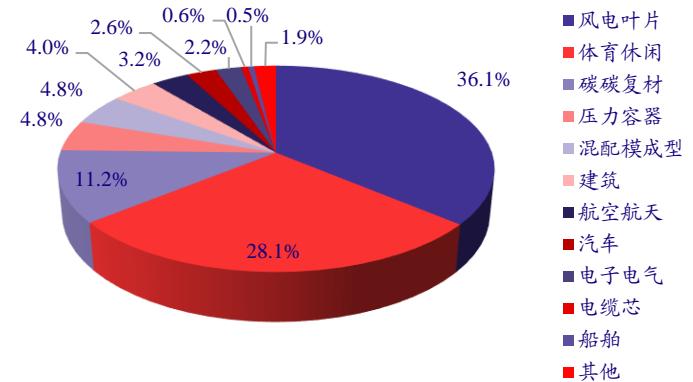
风电、光伏、氢能等强势驱动, 我国碳纤维需求有望维持高增长。据赛奥碳纤维统计数据, 2021 年我国碳纤维总需求为 6.24 万吨, 同比增长 27.7%; 2014-2021 年, 我国碳纤维需求年均复合增速为 22.8%。据我们测算, 2025 年我国碳纤维消费量有望超过 15 万吨, 对应 2021-2025 年年均复合增速为 24.8%; 其中风电、碳/碳复材和压力容器等领域预期增长较快。随着我国“双碳”政策的持续推进, 在风电、光伏、氢能等新能源驱动下, 未来风电叶片、碳/碳复材、压力容器等领域对碳纤维需求有望维持高速增长。

图 51：我国碳纤维需求量及增速



资料来源：赛奥碳纤维，中国银河证券研究院

图 52：我国碳纤维需求分布情况



资料来源：赛奥碳纤维，中国银河证券研究院

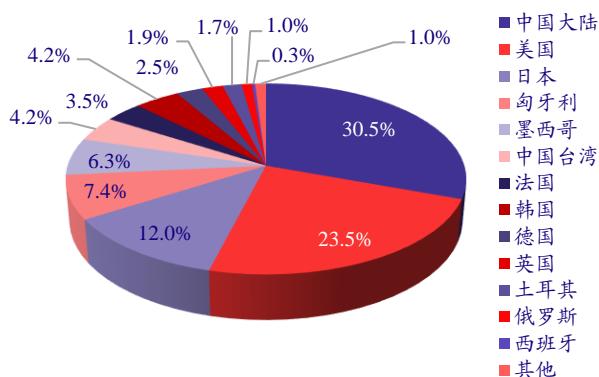
表 14：我国各领域碳纤维需求测算（吨/年）

年度	2019	2020	2021	2025E	2021-2025 年年均复合增速
风电叶片	13800	20000	22500	77035	36.0%
体育休闲	14000	14600	17500	27537	12.0%
碳/碳复材	1200	3000	7000	14560	20.1%
压力容器	1500	2200	3000	9749	34.3%
混配模成型	1500	2000	3000	7324	25.0%
建筑	2000	2200	2500	3934	12.0%
航空航天	1100	1700	2000	3498	15.0%
汽车	700	1200	1600	3318	20.0%
电子电气	800	1200	1400	2050	10.0%
电缆芯	500	400	400	400	0.0%
船舶	100	120	300	500	13.6%
其他	640	731	1179	1500	6.2%
我国碳纤维总需求	37840	49351	62379	151404	24.8%

资料来源：CWEA、赛奥碳纤维、CPIA、金博股份、中汽协等，中国银河证券研究院

龙头企业逐步突破技术封锁，碳纤维进口替代空间广阔。国际碳纤维技术和市场常年被日本和美国企业垄断。我国碳纤维研究虽然起步较早，但由于工艺基础薄弱、装备技术落后等原因，碳纤维质量低、性能稳定性差，聚丙烯腈基碳纤维国产化技术长期处在较低水平。进入21世纪后，我国碳纤维产业取得了较快发展，涌现出一批优秀企业，实现了技术突破。10月我国首个万吨级48K大丝束碳纤维工程第一套国产线投料试车，走向规模化生产。2021年全球碳纤维产能20.8万吨，其中美国和日本产能分别为48.7万吨和25.0万吨，产能占比分别为23.5%和12.0%。尽管2021年我国碳纤维运行产能首次超越美国，但受产品性能、质量及成本等因素影响，我国碳纤维进口量为3.31万吨，进口依存度高达53.1%。随着我国高端碳纤维技术不断突破，以及行业向生产规模化和稳定化发展，我国碳纤维进口依存度趋于下降，国产替代空间广阔。

图 53: 全球碳纤维运行产能分布



资料来源: 赛奥碳纤维, 中国银河证券研究院

基于未来风电、碳/碳复材、压力容器等领域需求高速增长预期, 重点推荐我国民用纤维龙头中复神鹰 (688295.SH), 以及全产业布局发展的光威复材 (300699.SZ)、实现万吨级大丝束突破的上海石化 (600688.SH) 等。

3. 成核剂需求稳步增长, 行业龙头引领国产替代

成核剂是一种用于提高聚丙烯等不完全结晶树脂材料结晶度, 加快其结晶速率的高分子材料助剂, 可改善树脂制成品的光学性能、力学性能、热变形温度等。目前成核剂主要应用在高性能树脂和改性塑料的制造, 产品可满足食品接触材料、医疗器械、医药包装、婴幼儿用品、锂电池材料、汽车部件、家居家电用品、建筑材料等行业对产品性能、安全、环保提升的需要。

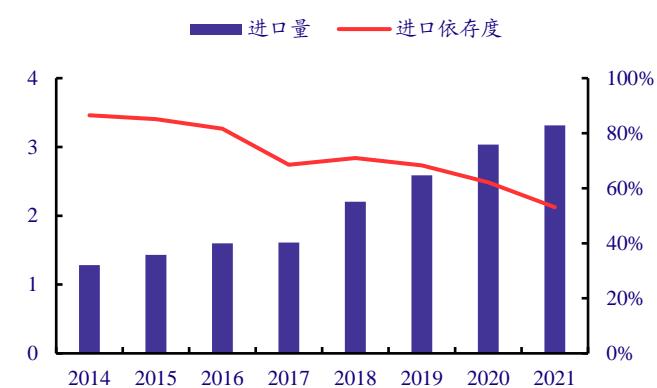
表 15: 不同功能成核剂功能及应用简介

成核剂产品系列	功能	应用的重点产品方向	终端应用领域
透明成核剂	可显著提高树脂的透明性, 雾度降低 60%以上, 同时树脂的热变形温度和结晶温度提升 5-10℃, 弯曲模量提升 10%-15%, 缩短成型周期, 提高生产效率, 保持产品尺寸稳定性	高熔融指数聚丙烯	食品接触材料; 医疗器械; 婴幼儿用品; 家居家电用品等
增刚成核剂	可显著提高树脂的机械性能, 弯曲模量和弯曲强度可提高 20%以上, 热变形温度可提高 15-25℃, 结晶温度、冲击强度等各方面均有全方位的均衡提升, 平衡收缩, 降低制品翘曲变形	高熔融指数聚丙烯; 新型高刚性高韧性高结晶聚丙烯; 车用薄壁改性聚丙烯材料	汽车部件; 家居家电用品等
β晶型增韧成核剂	可以高效诱导 β 晶型聚丙烯的生成, β 晶型转化率达 80%以上, 可显著提高聚丙烯树脂的抗冲击强度, 提升幅度可达 3 倍以上	高熔融指数聚丙烯; 新型高刚性高韧性高结晶聚丙烯; β 晶型聚丙烯	医疗器械; 汽车部件; 锂电池材料; 家居家电用品; 建筑材料等

资料来源: 呈和科技招股说明书, 中国银河证券研究院

聚丙烯产量提升叠加高性能化趋势, 促进成核剂需求稳步增长。据卓创资讯统计数据所示, 2016-2019 年, 我国成核剂需求量从 4600 吨增长至 6800 吨, 年均复合增速达 13.9%。我国成核剂需求的增长, 一方面受益于国内聚丙烯产能扩张带来产量的提升, 另一方面受益于消费者对高性能聚丙烯需求的提升。2016-2019 年, 我国聚丙烯产能、产量持续增长, 对应年均复合增速分别为 6.6% 和 8.1%, 同期成核剂需求增速为 13.9%, 表明国内聚丙烯生产正发生结

图 54: 我国碳纤维进口量及依存度 (万吨/年)

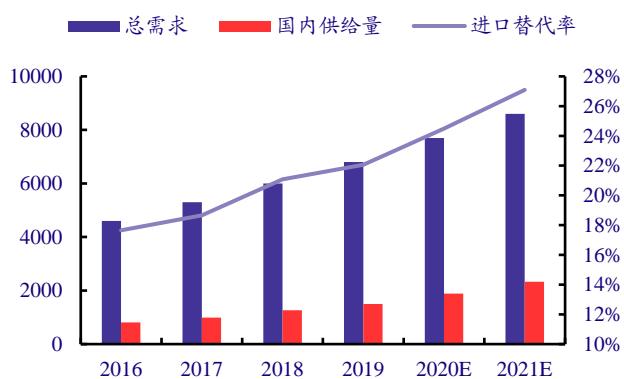


资料来源: 赛奥碳纤维, 中国银河证券研究院

结构性变化，高性能聚丙烯占比逐步提升。考虑到我国聚丙烯产量持续提升，以及高性能产品需求增加，预计我国成核剂需求将保持 10%左右的需求增速，至 2025 年成核剂需求有望达到 12100 吨。

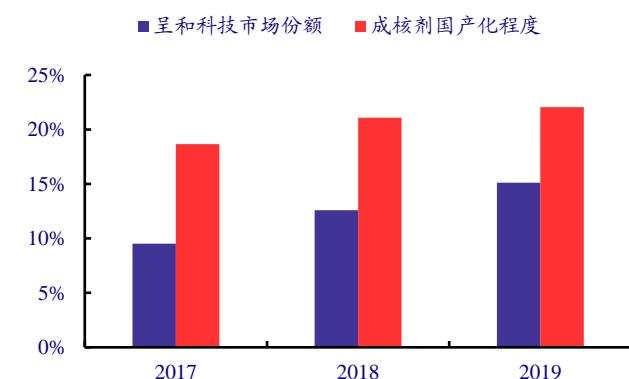
成核剂国产化率稳步提升，国产替代空间广阔。由于国外先进厂商对成核剂开发使用存在先发优势，国外先进品牌长期占据我国成核剂市场的主导地位。但近年来国产成核剂发展迅速，产业处于国产替代的关键阶段。据卓创资讯统计数据显示，我国成核剂进口替代率逐年提升，2019 年我国成核剂国内供给量约为 1500 吨，国产化率 22.1%，较 2016 年提升 4.4 个百分点。随着国内厂商在工艺研究和应用开发方面不断发力，预计我国成核剂进口替代率将进一步提升。

图 55：我国成核剂需求、供给及进口替代率（万吨/年）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 56：成核剂国产化程度与呈和科技市场份额



资料来源：呈和科技招股说明书，中国银河证券研究院

在成核剂需求稳健增长和国产替代空间广阔背景下，**重点推荐国内成核剂绝对龙头呈和科技（688625.SH）**。公司已具备超过 200 种不同型号的成核剂、合成水滑石及复合助剂规模化生产能力，较国内其他厂家，产品线齐全，拥有为下游优质客户提供一站式原料供应的能力。国内市场方面，公司已是中国石化、中国石油、中海壳牌、延长石油等大型能源化工企业的合格供应商，正不断实现成核剂的进口替代；海外市场方面，公司成功进入北欧化工、博禄化工、利安德巴塞尔、HMC、TPC 等国际知名石化企业的供应链，与国际先进品牌展开竞争。目前拥有成核剂单剂与合成水滑石单剂产能 9200 吨/年、复合助剂产能 7800 万吨/年，在建 16600 吨/年成核剂单剂与合成水滑石单剂、20000 吨/年复合助剂项目预计于 2023 年投产。公司以“多牌号+全方位服务”引领进口替代，随着新产能的逐步释放，公司行业龙头地位将进一步巩固。

（三）低碳化进程持续推进，气凝胶、生物柴油迎发展机遇

1. 双碳目标打开气凝胶成长赛道，看好全产业链企业竞争优势

气凝胶是目前已知导热系数最低、密度最低的固体材料，因轻若薄雾颜色泛蓝，又被称为“蓝烟”；具有超长的使用寿命、超强的隔热性能、超高的耐火性能等，被誉为“改变世界的神奇材料”。

由于气凝胶超强隔热等性能，早期主要应用在航天、军工和国防领域，随后逐步扩展至石

化、工业、建筑、交通、日用等领域；在电极载体材料、催化材料、传感材料、纳米灭菌材料、药物释放等诸多新兴领域均有广泛研究。目前气凝胶下游集中在工业管道保温，如油气项目、工业隔热，以及建筑建造隔热等。随着应用领域的不断拓宽，新能源汽车、日用户外等领域市场也将逐渐打开。

图 57：气凝胶下游主要应用领域



资料来源：埃力生官网、华陆新材官网、爱彼爱和官网、岩谷科技官网，中国银河证券研究院

“政策+标准”持续出台，推动产业健康高质发展。在“双碳”目标背景下，我国持续出台相关文件，一方面继续坚决遏制“两高”项目盲目发展，另一方面持续推进节能降碳绿色转型。气凝胶是国家基础战略性前沿新材料，对降低碳排放、实现“双碳”目标具有重要战略意义。国家和地方密集出台多项政策，同时出台保险补偿机制等，大力鼓励气凝胶行业发展。同时气凝胶标准不断出台，推动行业规范高质发展。2018年9月1日，我国第一个气凝胶材料国家标准《纳米孔气凝胶复合绝热制品》正式实施，适用于工业及建筑领域用纳米孔二氧化硅基气凝胶复合绝热产品，其他类型也可参考使用。初步统计，目前出台1项国家标准、1项行业标准和21项团体标准，2项团体标准正立项研究。随着气凝胶的优越性能逐步被市场认可，不同领域、不同用途气凝胶标准的出台有助于打开气凝胶下游市场的广阔消费空间。

气凝胶应用灵活宽泛，下游需求空间广阔。气凝胶形态多样，包括气凝胶毡、板、布、纸、颗粒、粉末、涂料和异形件等，产品多样化赋予其更加灵活宽泛的下游应用。其中，气凝胶毡产量最大、应用最广，用于管道、储罐、炉体、交通、建筑等保温隔热。IDTechEXResearch 数据显示，我国气凝胶下游应用中占比最多的为油气项目，约占56%；其次是工业隔热占18%、建筑制造占9%、交通运输占8%。油气和工业隔热仍将是气凝胶应用的主战场，建筑建造、交通运输和新兴领域将成为未来增长较快的领域。相比传统保温材料，气凝胶毡具有使用温度范围更广、隔热更优、厚度更薄（传统材料的1/3-1/5）、更抗腐蚀、憎水率高、使用寿命长达15年（传统材料3-5年）、更防火等优点。采用气凝胶方案，虽然前期一次性投资成本较高，但综合考虑气凝胶更长的使用寿命以及通过节约能源和运行维护费用，通常2-4年左右可以完全回收成本。

表 16: 石化装置中常用保温材料对比

项目名称	气凝胶绝热毡	硅酸镁纤维毡	普通硅酸铝纤维制品	岩棉制品	玻璃棉制品
使用温度/°C	-846	<700	<950	<400	<300
体积密度/ (kg/m ³)	210-230	90-110	96-128	80-120	80-100
耐火不燃性	耐火、不燃	耐火、不燃	耐火、不燃	不燃	不燃
导热系数/ (W/m·K)	常温 0.021 300°C 0.036 500°C 0.072	常温 0.030 400°C 0.052 600°C 0.078	常温 0.042 400°C 0.075 600°C 0.089	常温 0.044 400°C 0.09 600°C 0.122	常温 0.048 400°C 0.099 600°C 0.133
化学稳定性	优良	优良	优良	良好	良好
有机物含量/%	无	无	无	≤5	3 月 6 日
应用对比	隔热更优, 厚度更薄, 更抗腐蚀, 吸水率高, 使用寿命长达 15 年, 更防火	保温效果好, 施工方便, 使用寿命长, 应用前景好	保温效果好, 施工方便	使用温度低, 所含树脂超过 200°C 碳化, 制品整体性丧失且污染环境。	

资料来源: CNKI、宏柏新材官网、中凝科技官网, 中国银河证券研究院

降成本、扩规模助力行业迎接风口。气凝胶的生产成本主要集中在硅源(原料)、设备折旧(干燥)及能耗(干燥)方面。因此,气凝胶降成本主要从干燥成本和原料成本着手。目前主流路线采用有机硅源+超临界干燥,低成本无机硅源+常压干燥技术具有广阔发展前景。在原料端,多晶硅行业有望成为潜在重要原料来源。随着多晶硅价涨引发产能扩张浪潮,四氯化硅供应有望大幅增加,除回用外,其他用途的供应有望提升,对应气凝胶原料成本有望降低。此外,多家企业入局气凝胶行业,推动行业产能加速扩充,有助于通过上规模来降低生产成本,未来产业链一体化的企业或将凭借成本优势和渠道优势脱颖而出。

在政策支持下,基于气凝胶产品巨大的市场空间,多家企业入局气凝胶行业,推动行业产能加速扩充。随着气凝胶行业产能的扩张,未来产业链一体化的企业或将凭借成本优势和渠道优势脱颖而出。重点推荐拥有上游原材料资源,切入气凝胶赛道,具备全产业链显著成本优势的晨光新材(605399.SH)、宏柏新材(605366.SH)。在气凝胶方面,晨光新材在江西九江分别布局了 2000 吨/年和 50000 吨/年项目;在安徽铜陵布局了 5000 吨/年项目;另外,拟在宁夏中卫建设气凝胶项目。宏柏新材在江西乐平布局了 1 万方/年功能性气凝胶项目。

2. 欧洲低碳化进程持续推进, 看好国内生物柴油龙头出口潜力

生物柴油通常指由植物油、动物油脂、餐饮废油等为原料,利用物理或化学的方法而制备出的一种液体燃料,具有低硫和无芳,十六烷值高、燃烧性能好,可直接或与石油基柴油调配后使用,是典型“绿色能源”,受到世界各国广泛关注。生物柴油通常以酯化/酯交换反应制备,也可通过催化加氢方式获取。

欧盟引领全球生物柴油消费。目前,美国、巴西等国生物柴油基本自己自足,欧盟是全球最大的生物柴油消费市场,也是最大的生物柴油进口区域。据 USDA 统计数据显示,2021 年欧盟生物柴油消费量为 1507 万吨、进口量 265 万吨,进口依存度为 17.6%;2016-2021 年消费量年均复合增长 6.0%、进口量年均复合增长 26.5%。欧盟生物柴油需求总量和消费结构的变化将对全球生物柴油贸易产生重大影响。

表 17: 欧盟生物柴油供需平衡表 (万吨/年)

年度	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
期初库存	46	45	50	77	57	58	60
产量	1117	1237	1300	1391	1350	1334	1322
其中: 氢化可再生柴油产量	174	207	231	250	308	299	305
进口量	82	143	355	367	303	265	278
出口量	72	117	218	348	191	91	94
消费量	1128	1258	1411	1430	1462	1507	1506
期末库存	45	50	77	57	58	60	60

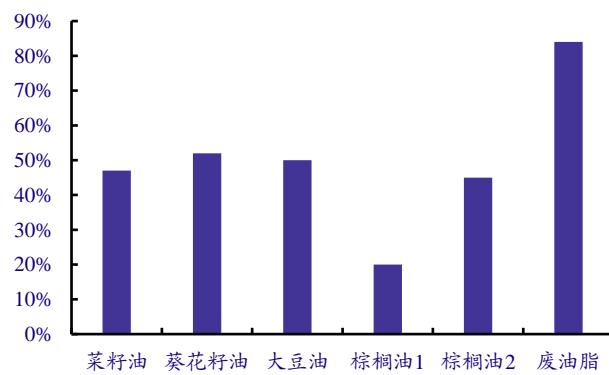
注: 为便于分析, 按照 1MT=1169L 进行转换

资料来源: USDA, 中国银河证券研究院

可再生能源指令 (REDII) 修订或提振欧盟生物柴油消费总量。随着全球低碳化进程的推进, 各国纷纷出台政策加速能源转型, 包括提高对生物柴油混掺标准、比例等。2022 年 9 月, 根据修订后的 REDII, 至 2030 年欧盟可再生能源将占全部能源消费总量的 45%, 较此前 40% 目标再次提高 5 个百分点。其中, 2030 年可再生能源在交通运输业中的占比需达到 29%, 较此前 26% 目标再次提高 3 个百分点, 包括生物柴油在内的可再生能源消费迎来新的机遇。

欧盟生物柴油消费结构面临调整, 废油脂制生物柴油备受青睐。2022 年 9 月欧洲议会投票通过从 2023 年起禁止使用棕榈油和大豆油作为生物柴油生产的原料, 较最初设定的淘汰日期 2030 年提前。主要系近 10 年以来, 东南亚、南美洲国家为增加棕榈、大豆等油料作物而砍伐森林、开辟种植地, 造成大片林地流失, 违背了欧盟低碳环保的政策初衷。双倍减排的优势使得废油脂制取的生物柴油备受青睐, 近些年来生物柴油原料废油脂使用量逐步抬升。据 REDII 显示, 废油脂制取的生物柴油减排比例达 84%, 菜籽油、葵花籽油、大豆油、棕榈油 1、棕榈油 2 制取的生物柴油减排比例分别为 47%、52%、50%、20% 和 45%。

图 58: 各类生物柴油温室气体减排比例 (默认值)

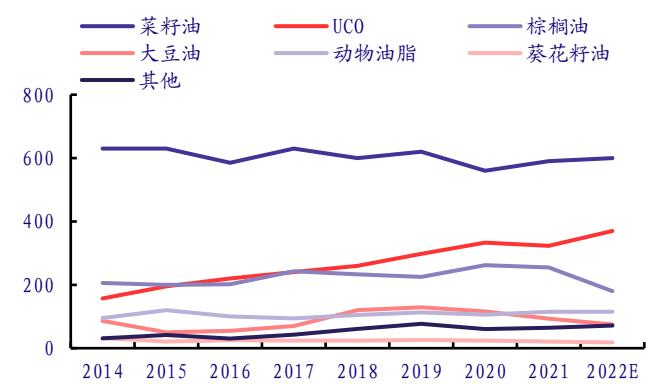


资料来源: 欧盟可再生能源指令 (REDII), 中国银河证券研究院

备注: 棕榈油 1 指开放式排放生产的棕榈油, 棕榈油 2 指采用甲烷捕集工艺生产的棕榈油

由于各地资源禀赋差异, 生物柴油原料不同, 欧洲以菜籽油为主、美国以大豆油为主、东南亚以棕榈油为主, 我国奉行“不与人争粮”政策, 主要采用废油脂为原料生产生物柴油。随着欧盟对废油脂制生物柴油需求的逐步提升, 我国生物柴油出口迎来机遇期, 重点推荐国内

图 59: 欧盟生物柴油原料使用量 (万吨/年)



资料来源: USDA, 中国银河证券研究院

废油脂制生物柴油龙头卓越新能(688196.SH)。公司在福建拥有四个生物柴油生产基地,合计产能40万吨/年;两个生物基绿色材料生产基地,主要产品为生物酯增塑剂、环保型醇酸树脂、工业甘油,合计产能9万吨/年。公司年产10万吨生物柴油生产线项目预计于2022年四季度完成项目建设并进行试生产;20万吨烃基生物柴油项目、20万吨生物柴油和生物基增塑剂建设项目建设持续推进,公司生物柴油产能将有望翻倍。此外,在低碳背景下,公司战略延伸布局生物基材料,包括5万吨/年天然脂肪醇项目、5万吨/年丙二醇项目、5万吨/年脂肪酸项目、10万吨/年合成树脂项目等。

五、投资建议

(一) 估值处在历史底部, 2022Q3 基金配置比例回落

2022年以来,受原材料价格高位、下游需求不佳等不利因素影响,基础化工和石油化工走势表现与A股基本相当。截至12月9日,基础化工和石油化工分别累计下跌16.3%、12.2%,跑输A股1.4、跑赢A股2.8个百分点。其中,基础化工在30个一级行业中排名21位;石油化工在108个二级子行业中排名43位。

图 60: 年初至今基础化工和全部A股收益率表现(%)

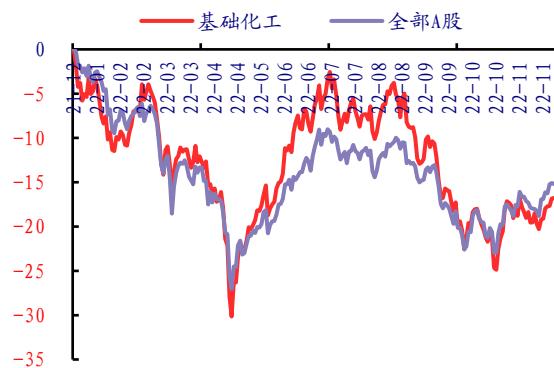
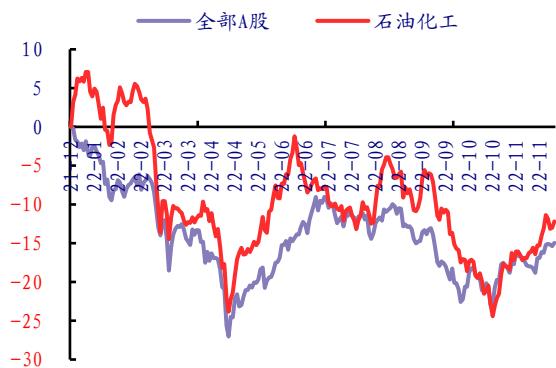


图 61: 年初至今石油化工和全部A股收益率表现(%)

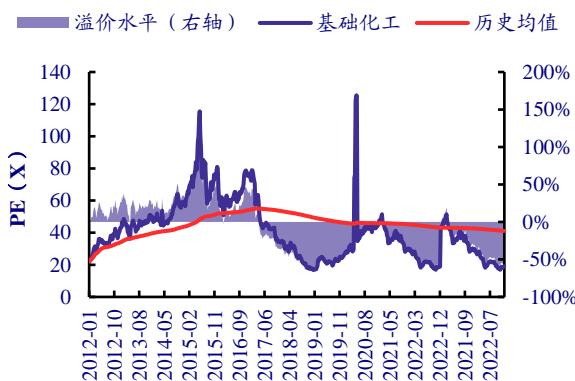


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

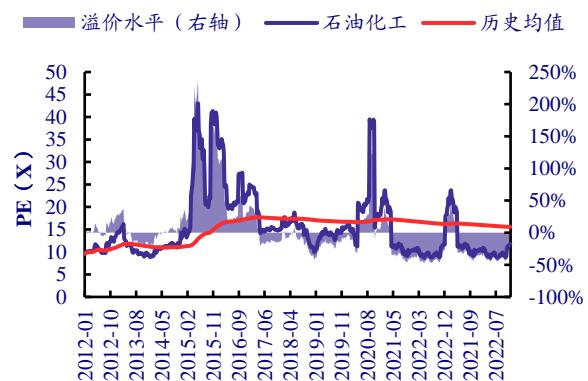
从估值来看,截至12月9日,基础化工和石油化工PE(TTM)分别为19.1x、11.8x,较2012年以来的历史均值41.1x、15.6x溢价水平分别为-53.5%、-24.2%,估值分位数处在5.9%、37.0%,当前时点处在近十年的历史低位水平,配置价值凸显。

图 62: 2012 年至今基础化工估值相较历史均值变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

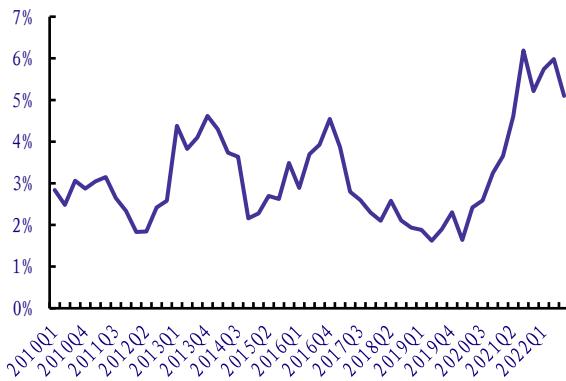
图 63: 2009 年至今石油化工估值相较历史均值变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

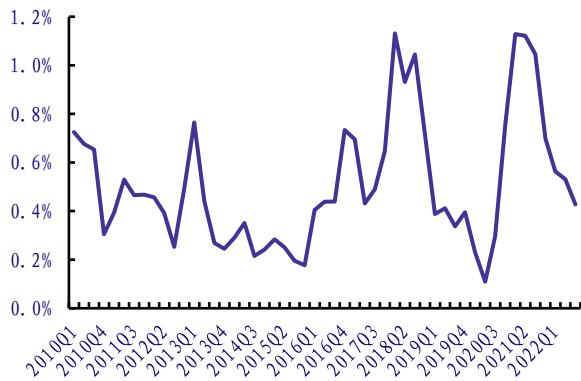
2020Q2 以来，公募基金重仓持有基础化工市值占比逐渐提升，2021Q3 达到历史峰值后震荡回落；2022Q3 持仓占比 5.1%，环比下降 0.9 个百分点。2022Q3 基础化工流通 A 股市值占全部 A 股 5.6%，环比下降 0.2 个百分点。石油化工持仓占比自峰值下降较大，2022Q3 达到 0.43%，环比下降 0.1 个百分点。2022Q3 石油化工流通 A 股市值占全部 A 股 1.5%，环比增加 0.1 个百分点。

图 64: 公募基金重仓股基础化工持仓比例变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 65: 公募基金重仓股石油化工持仓比例变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 投资建议

三季度，受高油价带来的原料成本抬升、下游产业链需求疲弱双重压力影响，基础化工和石油化工板块盈利承压回落。考虑到四季度油价环比回落，大多数产品价格、价差进一步下跌，同时叠加库存转化方面的损失，行业盈利预计仍将承压；但多数周期品价差已处于历史底部区间。

结合供需两端，我们认为，2023 年油价重心或有回落，预期 Brent 原油价格在 80-90 美元/桶，行业面临的成本压力将有所缓解。同时，疫情防控持续优化、金融支持地产政策“三箭齐发”、美联储加息幅度有望放缓等“三大拐点”逐步显现，将刺激化工终端消费需求抬升，行业盈利有望迎来边际改善。

具体投资建议如下：

一、把握需求边际改善机会，关注景气底部品种，建议关注三条投资主线：

1) 成本、需求有望改善，看好炼化、化纤、轮胎龙头表现。油价回落、需求向好预期下，看好炼化行业景气向上机会；纺服需求存回升预期，成本压力释放或助化纤底部反转；需求提升叠加成本回落，轮胎盈利有望持续改善。重点推荐中国石化 (600028.SH)、荣盛石化 (002493.SZ)、东方盛虹 (000301.SZ)、新凤鸣 (603225.SH)、桐昆股份 (601233.SH)、赛轮轮胎 (601058.SH)、森麒麟 (002984.SZ)、玲珑轮胎 (601966.SH) 等。

2) 房金融资“三箭齐发”，看好地产竣工端产业链。目前 PVC 全行业亏损，看好景气底部向上表现；钛白粉盈利处历史底部，原料价格回落、需求跟进下盈利或边际改善；需求存修复预期，看好一体化有机硅龙头表现。重点推荐中泰化学 (002092.SZ)、龙佰集团 (002601.SZ)、合盛硅业 (603260.SH) 等。

3) 三代制冷剂配额即将落地，行业盈利改善确定性较强。重点推荐三美股份 (603379.SH)、巨化股份 (600160.SH)、永和股份 (605020.SH) 等。

二、关注成长确定性机会，探寻高成长个股标的，建议关注三条投资主线：

1) 传统化工龙头规模扩张，关注成长确定性机会。在“双碳”目标背景下，龙头企业凭借资金实力、技术研发实力、先进能效水平和生产管理经验等方面的优势有望通过规模化扩张实现长期受益。重点推荐项目审批落地、成长确定性强的华鲁恒升 (600426.SH)、万华化学 (600309.SH)、合盛硅业 (603260.SH) 等。同时，推荐低估值、强化产业布局的龙头企业广汇能源 (600256.SH)、国恩股份 (002768.SZ) 等。

2) 技术破垄断下，芳纶、碳纤维、成核剂国产替代正当时。需求增长、国产替代共振，看好芳纶龙头企业成长表现；下游需求多点开花，碳纤维国产替代正当时；成核剂需求稳步增长，行业龙头引领国产替代。重点推荐泰和新材 (002254.SZ)、中复神鹰 (688295.SH)、光威复材 (300699.SZ)、上海石化 (600688.SH)、呈和科技 (688625.SH) 等。

3) 低碳化进程持续推进，气凝胶、生物柴油迎发展机遇。双碳目标打开气凝胶成长赛道，看好全产业链企业竞争优势；欧洲低碳化进程持续推进，看好国内生物柴油龙头出口潜力。重点推荐晨光新材 (605399.SH)、宏柏新材 (605366.SH)、卓越新能 (688196.SH) 等。

六、风险提示

原料价格大幅上涨的风险，下游需求不及预期的风险，项目达产不及预期的风险等。

插图目录

图 1: 我国单季度 GDP 及同比增速	1
图 2: 我国固定资产投资同比增速	1
图 3: 我国社会消费品零售总额同比增速	1
图 4: 我国货物出口总额 (人民币计) 同比增速	1
图 5: 我国房地产开发投资完成额同比增速	2
图 6: 我国房地产销售和竣工面积同比增速	2
图 7: 我国规模以上工业增加值同比增速	2
图 8: 我国化工子行业工业增加值同比增速	2
图 9: 不同油价下基础化工行业盈利水平	4
图 10: 不同油价下石油化工行业盈利水平	4
图 11: 我国汽车产量同比增速	5
图 12: 我国主要家电产量累计同比变化	5
图 13: 我国纺织服装出口和国内零售同比增速	5
图 14: 我国布和纱产量同比增速	5
图 15: 基础化工行业单季度营收及同比增速	6
图 16: 石油化工行业单季度营收及同比增速	6
图 17: 基础化工行业单季度归母净利及同比增速	6
图 18: 石油化工行业单季度归母净利及同比增速	6
图 19: 全球实际 GDP 增速与原油消费量增速	11
图 20: IMF 全球经济增速预期	11
图 21: 我国涤纶长丝行业开工率	14
图 22: 我国氨纶、粘胶短纤、涤纶长丝产能集中度	14
图 23: 全国机动车和汽车保有量 (亿辆)	15
图 24: 汽车产量及累计同比 (万辆, %)	15
图 25: 泰国集装箱运价 (美元/FEU)	16
图 26: 橡胶、炭黑价格走势 (元/吨)	16
图 27: 我国 PVC 供需情况 (万吨/年)	16
图 28: 我国 PVC 粉下游需求分布情况	16
图 29: PVC 价格/价差走势	17
图 30: 电石法 PVC 开工率 (%)	17
图 31: 钛白粉供需情况 (万吨/年)	18
图 32: 钛白粉下游消费结构	18
图 33: 硫酸法钛白粉价格/价差走势 (元/吨)	18
图 34: 钛白粉行业集中度	18
图 35: 有机硅上下游产业链	19
图 36: 有机硅中间体供需情况 (万吨/年)	20
图 37: 有机硅中间体消费结构	20
图 38: 有机硅中间体价格/价差走势 (元/吨)	20

图 39: 有机硅中间体行业集中度	20
图 40: 氟化工上下游产业链	21
图 41: 主流制冷剂产业链	23
图 42: R22 供需情况 (万吨/年)	24
图 43: R32 供应情况 (万吨/年)	24
图 44: R125 供需情况 (万吨/年)	24
图 45: R134a 供应情况 (万吨/年)	24
图 46: R22 价格/价差走势 (元/吨)	25
图 47: R125 价格/价差走势 (元/吨)	25
图 48: 芳纶特性及下游主要应用领域	27
图 49: 我国芳纶需求及预测 (万吨/年)	28
图 50: 我国芳纶 (纱+短纤) 进出口情况 (吨/年)	28
图 51: 我国碳纤维需求量及增速	29
图 52: 我国碳纤维需求分布情况	29
图 53: 全球碳纤维运行产能分布	30
图 54: 我国碳纤维进口量及依存度 (万吨/年)	30
图 55: 我国成核剂需求、供给及进口替代率 (万吨/年)	31
图 56: 成核剂国产化程度与呈和科技市场份额	31
图 57: 气凝胶下游主要应用领域	32
图 58: 各类生物柴油温室气体减排比例 (默认值)	34
图 59: 欧盟生物柴油原料使用量 (万吨/年)	34
图 60: 年初至今基础化工和全部 A 股收益率表现 (%)	35
图 61: 年初至今石油化工和全部 A 股收益率表现 (%)	35
图 62: 2012 年至今基础化工估值相较历史均值变化	36
图 63: 2009 年至今石油化工估值相较历史均值变化	36
图 64: 公募基金重仓股基础化工持仓比例变化	36
图 65: 公募基金重仓股石油化工持仓比例变化	36

表格目录

表 1: 金融支持地产系列政策梳理	3
表 2: 基础化工子行业 22Q3 盈利情况	7
表 3: 重点关注产品 Q4 价格环比涨幅前 30	8
表 4: 重点关注产品 Q4 价格环比跌幅前 30	9
表 5: 重点关注产品 Q4 价差环比涨幅前 30	9
表 6: 重点关注产品 Q4 价差环比跌幅前 30	10
表 7: EIA、IEA、OPEC 对全球石油需求预测	12
表 8: 炼化产业链主要产品价差 (元/吨)	12
表 9: 化纤产业链主要产品价差 (元/吨)	13
表 10: 2022-2024 年我国 BDO 产能扩张情况 (万吨/年)	17

表 11: 制冷剂分类	22
表 12: 第二代、第三代制冷剂淘汰时间表	22
表 13: 传统化工龙头企业投资逻辑和预期成长性	26
表 14: 我国各领域碳纤维需求测算 (吨/年)	29
表 15: 不同功能成核剂功能及应用简介	30
表 16: 石化装置中常用保温材料对比	33
表 17: 欧盟生物柴油供需平衡表 (万吨/年)	34

分析师承诺及简介

分析师：任文坡，中国石油大学（华东）化学工程博士。曾任职中国石油，高级工程师，8年实业工作经验。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业研究。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐曼玲 010-80927722tangmanling_bj@chinastock.com.cn