

强于大市

化工行业 2023 年度策略

需求有望复苏，看好一体化龙头与新材料等中长期发展

展望 2023 年，国内外需求有望迎来复苏。当前行业估值处于低位。维持行业强于大市评级，推荐关注四条投资主线。

支撑评级的要点

- 2022 年全球经济增长放缓。2022 年 1-9 月，化学原料与化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业等一级子行业营收及利润总额增速均有所回落。相比于此前的库存周期，当前库存水平更高，且国内外需求均较弱，本轮主动去库存的周期或延长。2022 年国际大宗商品价格大幅上涨后由高位波动下行，行业 PPI 持续回落。截至 2022 年 11 月 18 日，重点跟踪的化工产品中 2022 年年内均价较 2021 年均价上涨的产品占 59.4%。
- 需求端，当前下游需求低迷，未来内外需有望复苏，稳增长等政策有望后续发力，地产等产业链相关化学品需求有望向好。农业领域，农产品价格相对高位，粮食安全关注度提升，全球农化产业或将维持相对景气。出口方面，海外特别是欧洲等地能源价格高企，有利于国内部分化工品出口。在国内民营石化等项目陆续投产后，国内石化乃至多个化工子行业在全球竞争力持续提升。另一方面，半导体、新能源、航空航天、军工等领域关键材料的自主化日益关键，相关领域的优秀企业迎来发展良机。
- 供给端，自疫情以来，各子行业的固定资产投资完成额累计同比于 2020 年触底，此后冲高回落。2022 年前三季度化工行业在建工程为 8,983.52 亿元，同比增长 14.02%，中国石化、中国石油、东方盛虹、万华化学、荣盛石化、恒力石化、桐昆股份在建工程合计占比 71.55%。中长期来看，行业集中度持续提升，未来龙头企业将获得更多市场份额与更高盈利水平。
- 成本端，2022 年上半年受俄乌冲突影响，国际油价突破上行；2022 年下半年受美联储持续加息，全球经济衰退担忧加剧，以及欧洲经济低迷，中国需求偏弱等因素影响，国际油价较二季度略有回落，但仍处于历史高位水平。我们认为 2023 年原油供需关系趋于平衡，供应紧张的局面将逐步缓解，原油价格重心有望高位回落，预计全年价格区间为 60-90 美元/桶，2023 年下半年布伦特原油价格或将降至 75 美元/桶以下，但需要警惕 OPEC 减产政策、俄乌冲突、国内疫情防控政策变化等因素可能对油价带来的意外冲击。

投资建议

- 截至 2022 年 11 月 25 日，SW 基础化工（2021 年版）市盈率（TTM 剔除负值）为 14.50 倍，处在历史（2002 年至今）的 4.15% 分位数，市净率为 2.31 倍，处在历史水平的 33.40% 分位数；SW 石油石化（2021 年版）市盈率（TTM 剔除负值）为 11.47 倍，处在历史（2002 年至今）的 1.60% 分位数，市净率为 1.28 倍，处在历史水平的 3.73% 分位数。当前板块处于历史估值低位。受全球宏观经济和疫情等因素影响，2022 年下半年行业景气度较为低迷，预计未来宏观经济环境向好，需求端有望复苏，维持行业强于大市评级。带有成长属性的新材料企业有望穿越需求波动周期，一体化龙头企业当前进入长线布局时点。建议关注以下投资线索：
 - 1、龙头企业抗风险能力强，欧洲高能源背景下有望受益，关注新能源新材料领域持续延伸。推荐：万华化学、新和成、华鲁恒升。
 - 2、民营石化公司盈利有望触底向好。油价有所回落后，看好国内民营石化公司的长期发展，并看好民营炼化公司进入新能源、高性能树脂、可降解塑料等极具成长性的新材料领域。推荐：荣盛石化、东方盛虹、卫星化学、桐昆股份，关注：恒力石化。
 - 3、国产替代需求迫切，新材料有望延续高景气。下游新增产能逐渐投放，预计半导体、新能源材料等企业产销将持续保持旺盛。推荐：万润股份、晶瑞电材、雅克科技、蓝晓科技、国瓷材料、安集科技、皇马科技、光威复材，关注：鼎龙股份、华特气体。
 - 4、氟化工景气度有望向好，农药等预计维持较高景气。三代制冷剂配额即将落地，新能源产业快速发展，氟化工相关产品需求扩张，优质氟化工企业将受益。农药企业产能扩张产品升级，持续成长性值得期待。推荐：巨化股份、利尔化学、联化科技，关注：先达股份。另外，“稳增长”下基建有望持续发力，部分建筑结构材料企业将受益。推荐：苏博特。

评级面临的主要风险

- 油价下跌风险；环保政策变化带来的风险；经济异常波动；国内疫情持续时间超预期；全球经济低迷。

相关研究报告

- 《化工行业周报 20220605：原油持续上行，丁二烯、磷矿石价格上涨》 20220605
- 《化工行业周报 20220529：天然气价格创新高，磷矿石价格上涨》 20220529
- 《化工行业周报 20220522：布伦特与 WTI 价差转负，尿素价格上涨》 20220522

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

基础化工**证券分析师：余嫄嫄**

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

联系人：徐中良

(8621)20328516

zhongliang.xu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122050006

目录

行业数据回顾及展望	8
全球宏观经济增速放缓	8
2022 年 1-9 月行业营收与 PPI 指数同比增速回落，利润有所分化	9
需求端展望：当前下游需求低迷，未来内外需有望复苏	13
供给端展望：产能持续向优势龙头企业集中	15
成本端：2023 年供需矛盾趋缓，国际油价有望回落	17
2022 年前三季度基础化工及石油石化行业业绩表现	20
当前化工行业位于低估值区间	27
小结及展望	28
优质龙头公司与民营油气公司的扩张与产业链延伸	30
欧洲制造业或加速外移，中国化工产业优势有望凸显	30
龙头企业抗风险能力强，新能源材料布局加速	32
民营大炼化盈利有望触底向好	34
推荐个股	36
自主可控日益关键，关键新材料迎来发展良机	38
“十四五”期间新材料产业将保持高增速	38
半导体材料进口替代持续推进	38
下游面板景气度有望触底向好，显示材料国产替代持续进行	42
碳纤维：下游风电发展推动需求提升，原材料成本有望下降	45
吸附分离材料：新能源产业发展拉动吸附提锂需求	48
推荐个股	50
农药产能扩张产品升级，氟化工景气度有望向好	52
农产品价格维持相对高位利好农化需求，农药产能扩张产品升级	52
三代制冷剂配额即将落地，下游复苏叠加新能源提升氟化工需求	55
推荐个股	60
投资建议	61
风险提示	63
附表	65

图表目录

图表 1. 摩根大通全球制造业 PMI (截至 2022 年 10 月)	8
图表 2. 发达经济体制造业 PMI (截至 2022 年 10 月)	8
图表 3. 中国制造业 PMI (截至 2022 年 11 月)	8
图表 4. 2022 年下半年多数发达与新兴市场经济体 PMI 下滑至收缩区间.....	8
图表 5. IMF 预测全球 GDP 增长率 (%)	9
图表 6. 全球主要经济体出口增速 (截至 2022 年 6 月)	9
图表 7. 化工一级子行业营业收入同比增速 (截至 2022 年 9 月)	10
图表 8. 化学原料及化学制品利润总额 (截至 2022 年 9 月)	10
图表 9. 化学纤维制造业利润总额 (截至 2022 年 9 月)	10
图表 10. 橡胶和塑料制品业利润总额 (截至 2022 年 9 月)	10
图表 11. 化学工业 PPI 当月同比 (截至 2022 年 10 月)	10
图表 12. 化学原料及化学制品制造业和化学纤维制造业 PPI 当月同比 (截至 2022 年 10 月)	10
图表 13. 主要化工产品价格情况	11
续图表 13. 主要化工产品价格情况	12
图表 14. 化学原料及制品制造业历史产成品存货 (截至 2022 年 9 月)	13
图表 15. 化学纤维制造业产成品存货 (截至 2022 年 9 月)	13
图表 16. 橡胶和塑料制品业产成品存货 (截至 2022 年 9 月)	13
图表 17. 工业企业产成品存货累计同比 (截至 2022 年 9 月)	13
图表 18. 国内汽车产量及同比增速 (截至 2022 年 10 月)	14
图表 19. 国内汽车销量累计同比 (截至 2022 年 10 月)	14
图表 20. 国内房地产施工、竣工、新开工面积累计同比 (截至 2022 年 10 月)	14
图表 21. 国内家电产品产量累计同比 (截至 2022 年 10 月)	14
图表 22. 我国出口金额当月同比 (截至 2022 年 10 月)	14
图表 23. 我国 PMI 新出口订单指数 (截至 2022 年 10 月)	14
图表 24. 2021 年我国出口占比较高的化工产品	15
图表 25. 化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比 (截至 2022 年 10 月)	16
图表 26. 化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比 (截至 2022 年 10 月)	16
图表 27. 塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比 (截至 2022 年 10 月)	16
图表 28. 2022 年三季度末化工行业上市公司在建工程占比	16
图表 29. 化工上市公司在建工程情况	16
图表 30. 化工上市公司 (剔除“两油”) 在建工程情况	16

图表 31. 国际原油期货价格走势	17
图表 32. 世界石油需求预测	17
图表 33. 原油供需平衡表	17
图表 34. OECD 成员国陆上商业石油储备情况	18
图表 35. OECD 商业石油库存水平	18
图表 36. 美国商业原油库存水平	18
图表 37. 日本商业原油库存水平	19
图表 38. 欧盟+英国+挪威石油库存水平	19
图表 39. OPEC+减产协议	19
图表 40. 基础化工板块经营数据分析	20
图表 41. 基础化工板块经营数据 2022 年三季度同环比情况	20
图表 42. 基础化工各子行业营业收入 2022 年前三季度同比与 2022 年 Q3 同环比 ...	21
图表 43. 基础化工各子行业归母净利润 2022 年前三季度同比与 2022 年 Q3 同环比	22
图表 44. 2016 年前三季度-2022 年前三季度基础化工行业销售毛利率、销售净利率走势	22
图表 45. 2016 年前三季度-2022 年前三季度基础化工行业 ROE (摊薄) 走势	22
图表 46. 2020 年前三季度-2022 年前三季度基础化工行业销售毛利率、销售净利率、 ROE (摊薄) 走势	23
图表 47. 2022 年前三季度基础化工子行业各指标及同比增长	24
图表 48. 2022 年前三季度相较于 2021 年前三季度同比上升的子行业	24
图表 49. 石油石化行业 2022 年前三季度经营数据分析	25
图表 50. 石油石化行业 2022 年三季度同比及环比情况	25
图表 51. 石油石化行业子行业 2022 年前三季度营收变化	26
图表 52. 石油石化行业 2022 年前三季度归母净利润变化	26
图表 53. 2022 年前三季度石油石化行业子板块各指标及同比变化	26
图表 54. 2002-2022 年 11 月申万基础化工指数、申万石油石化指数与沪深 300 指数	27
图表 55. SW 基础化工指数市盈率 TTM、市净率	27
图表 56. SW 石油石化指数市盈率 TTM、市净率	27
图表 57. 欧洲化石能源价格走势	30
图表 58. 2022 年全球各地电力成本增长率	31
图表 59. 石油、天然气需求变化预测 (2021-2030)	31
图表 60. 部分欧洲化工巨头在华新增投资	31
图表 61. 优秀龙头企业资本开支情况	32
图表 62. 龙头企业 ROE (摊薄) 情况	32
图表 63. 龙头企业研发支出占收入比重	32

图表 64. 优秀龙头企业在新材料领域布局及进展	33
图表 65. 恒逸石化、荣盛石化、恒力石化、东方盛虹营业收入及增速	34
图表 66. 恒逸石化、荣盛石化、恒力石化、东方盛虹归母净利润及增速	34
图表 67. 涤纶长丝价差变化	34
图表 68. 民营大炼化项目投产情况	35
图表 69. PX 及 PTA 产能变化	35
图表 70. 国内乙烯供需情况及预测	36
图表 71. 2022 年大炼化企业烯烃产业链新增项目	36
图表 72. 主要推荐的化工龙头及民营炼化上市公司	37
图表 73. 近年国内部分新材料相关规划和支持政策	38
图表 74. 全球半导体产业销售额	39
图表 75. 台股半导体材料营收	39
图表 76. 全球半导体晶圆制造材料市场规模占比	39
图表 77. 中国半导体晶圆制造材料市场规模占比	39
图表 78. 全球半导体材料市场规模	40
图表 79. 半导体材料国产化情况	40
图表 80. 2022 年三季度我国半导体材料、电子化学品业绩情况	41
图表 81. 2020-2022 年前三季度电子化学品公司营收	41
图表 82. 2020-2022 年前三季度半导体材料公司营收	41
图表 83. 电子化学品、半导体材料行业在建工程/固定资产比值	42
图表 84. 电子化学品、半导体材料重点企业在建工程/固定资产比值	42
图表 85. 全球 LCD 面板价格已触底	42
图表 86. OLED 平板显示模组进出口价格	42
图表 87. TFT 液晶面板全球营收当月值	43
图表 88. 全球 OLED 材料销售金额	43
图表 89. 全球 AMOLED 材料营收预测	43
图表 90. 我国 OLED 终端材料市场规模	44
图表 91. 光刻胶应用占比	44
图表 92. 国内面板光刻胶公司产能情况	44
图表 93. 显示材料市场规模与相关上市公司	45
图表 94. 全球碳纤维需求量	45
图表 95. 2021-2026 年全球风电新增装机容量 (GW)	45
图表 96. 全球不同应用碳纤维需求量及单价	46
图表 97. 不同型号碳纤维价格 (国产：华东)	46
图表 98. 碳纤维进口数量与单价 (截至 2022 年 10 月)	46

图表 99. 全球碳纤维运行产能及扩产计划 (千吨)	47
图表 100. 丙烯腈为生产碳纤维重要原材料.....	47
图表 101. 碳纤维与丙烯腈价差图	47
图表 102. 吸附分离材料国内外主要厂商	48
图表 103. 近三年新能源汽车月度产销量	48
图表 104. 近三年动力电池月度装车量及同比	48
图表 105. 国产电池级碳酸锂平均价格 (截至 2022 年 11 月)	49
图表 106. 蓝晓科技签订盐湖提锂项目.....	49
图表 107. 2017-2024 年色谱填料行业全球市场规模	50
图表 108. 2018 年全球色谱填料行业竞争格局	50
图表 109. 主要推荐的新材料上市公司.....	51
图表 110. 全球粮食价格.....	52
图表 111. 全球粮食需求增长率与 GDP 增长率比较	52
图表 112. 世界粮食库存及库存销售比 (除中国外)	52
图表 113. 我国农药产量 (截至 2022 年 10 月)	53
图表 114. 我国农药出口情况 (截至 2022 年 9 月)	53
图表 115. 农药行业在建工程走势	53
图表 116. 2022 年前三季度农药行业公司在建工程前六	53
图表 117. 扬农化工、利尔化学、联化科技、先达股份在建工程	54
图表 118. 扬农化工、利尔化学、联化科技、先达股份在建工程/固定资产比值	54
图表 119. 2017-2021 年先达股份国内外销售收入	54
图表 120. 先达股份各项业务收入占比.....	54
图表 121. 第三代制冷剂配额削减过程.....	55
图表 122. 第三代制冷剂价格走势图	56
图表 123. 2018-2022 年 R125 历史产能	56
图表 124. 2018-2022 年 R32 历史产能	57
图表 125. R134a 历史产能统计	57
图表 126. 我国空调和家用冰箱产量 (截至 2022 年 10 月)	58
图表 127. 我国汽车销量 (截至 2022 年 10 月)	58
图表 128. 含氟精细化工品主要种类和应用领域	58
图表 129. 我国新能源汽车销量 (截至 2022 年 10 月)	59
图表 130. 全球六氟磷酸锂需求量预测.....	59
图表 131. 含氟聚合物主要种类和应用领域	59
图表 132. 我国 PVDF 需求量预测	60
图表 133. 2021 年 PVDF 下游需求结构	60

图表 134. 主要推荐的农药及氟化工上市公司	60
图表 135. 报告中提及上市公司估值表.....	64
附录图表 136. 化工行业上市公司列表.....	65

行业数据回顾及展望

全球宏观经济增速放缓

2022年全球经济增长放缓明显。2022年摩根大通全球制造业采购经理人指数（PMI）持续下跌，9月、10月PMI分别为49.8%、49.4%。2022年多个G20经济体的PMI持续跌至荣枯线附近，10月日本及美国ISM制造业PMI分别下滑至50.7%、50.2%，欧元区制造业PMI跌至46.4%。国家统计局数据显示，2022年7-11月我国制造业PMI分别为49.0%、49.4%、50.1%、49.2%、48.0%，PMI数据在荣枯线附近震荡。国际货币基金组织（IMF）预计占全球产出三分之一以上国家的经济将在今年或明年的部分时间出现收缩，经济增速放缓已波及全球。

图表1. 摩根大通全球制造业PMI（截至2022年10月）



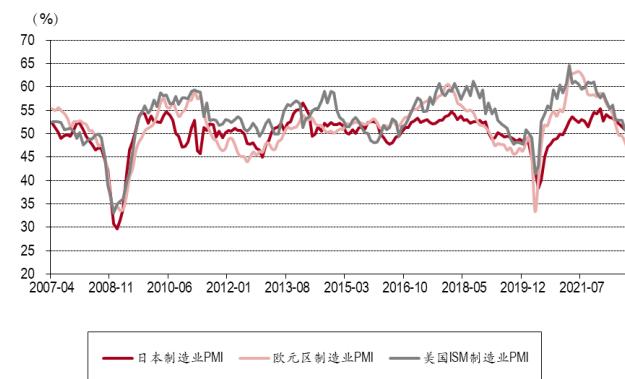
资料来源：万得，中银证券

图表3. 中国制造业PMI（截至2022年11月）



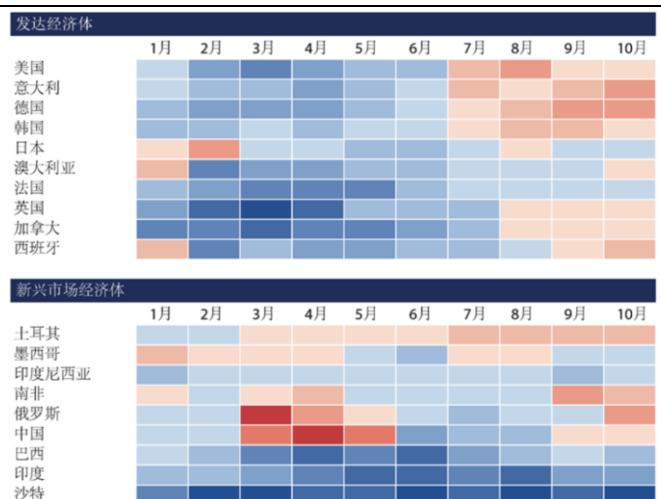
资料来源：国家统计局，中银证券

图表2. 发达经济体制造业PMI（截至2022年10月）



资料来源：万得，中银证券

图表4. 2022年下半年多数发达与新兴市场经济体PMI下滑至收缩区间



资料来源：国际货币基金组织，中银证券

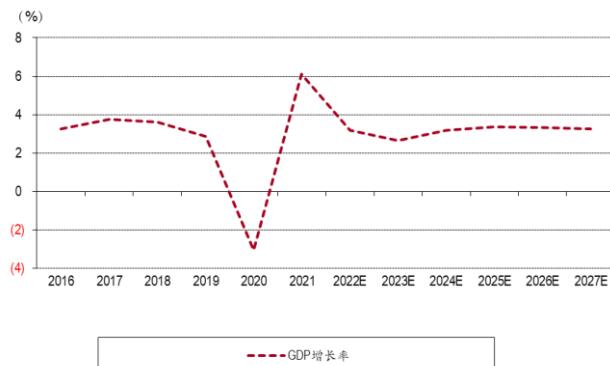
注1：蓝色表示扩张，红色表示收缩

注2：除加拿大、印尼、韩国、墨西哥和土耳其（这些国家仅为制造业数据）外，其他国家的数据均为综合数据。因数据限制，图中不包括阿根廷

2022年10月11日，国际货币基金组织（IMF）发布最新一期《世界经济展望》，报告中将2023年全球经济增长的预测值从7月的2.9%下调至2.7%，并认为增长放缓至2%以下的可能性为25%。

出口层面，全球主要经济体的出口增速在2021年快速上行后大幅回落，目前主要经济体中美国、欧盟、中国出口增速仍保持正增长，日本出口增速偏弱，2022年二季度同比下滑2.29%。

图表5. IMF预测全球GDP增长率（%）



资料来源：IMF，中银证券

图表6. 全球主要经济体出口增速（截至2022年6月）



资料来源：万得，中银证券

2022年1-9月行业营收与PPI指数同比增速回落，利润有所分化

2022年1-9月，国内化学原料与化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业等子行业营业收入保持增长态势，然而同比增速在2021年大幅提升后不断回落，其中化学原料与化学制品制造业营收增速由27.7%下降至15.2%，化学纤维制造业营收增速由14.6%下降至7.7%，橡胶和塑料制品业营收增速由5.5%下降至0.5%。

行业利润总额方面，2022年1-9月化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业利润总额受国际能源价格高企以及国内疫情等影响同比分别下降62.5%、11.1%；化学原料及化学制品利润总额同比增长1.2%，相较于2021全年88.4%的增速大幅回落，一方面由于2021年基数偏高，另一方面俄乌冲突等影响带来的大宗商品价格波动也导致不同子行业盈利分化。

价格方面，自2021年化工PPI指数当月同比增速加速冲顶后，2022年1-10月化工PPI指数同比增速持续回落，2022年10月化工PPI、化学原料及化学制品制造业PPI、化学纤维制造业PPI同比增速均由升转降，分别为-2.6%、-4.4%、-1.1%。从具体产品价格来看，截至2022年11月18日，2022年年内均价较2021年均价上涨的产品占59.4%，涨幅超过30%的占比15.8%，其中6个品种均价同比上涨超50%，分别是NYMEX天然气、离子膜烧碱、浆粕阔叶浆、磷矿石、氯化钾、纯吡啶。综合以上信息，2022年国际大宗商品价格大幅上涨后由高位波动下行。2022年三季度受全球宏观增长放缓、成本端支撑减弱、下游需求疲软等影响，国内石油和天然气开采业、化学原料和化学制品制造业等相关产品价格回落，叠加去年高基数效应，PPI持续下行。

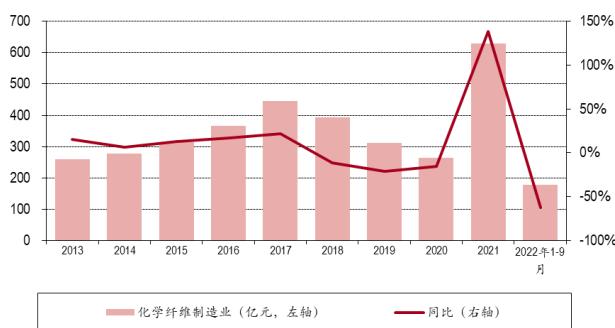


图表 7. 化工一级子行业营业收入同比增速 (截至 2022 年 9 月)



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 化学纤维制造业利润总额 (截至 2022 年 9 月)



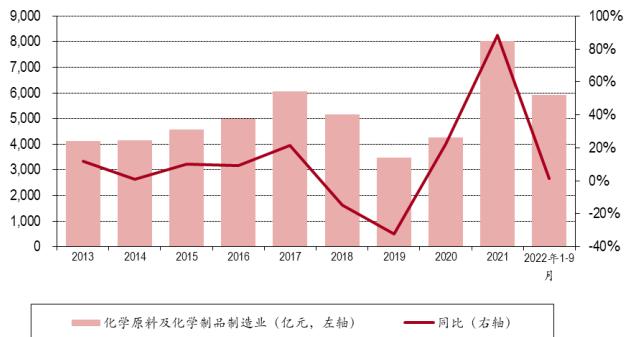
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 化学工业 PPI 当月同比 (截至 2022 年 10 月)



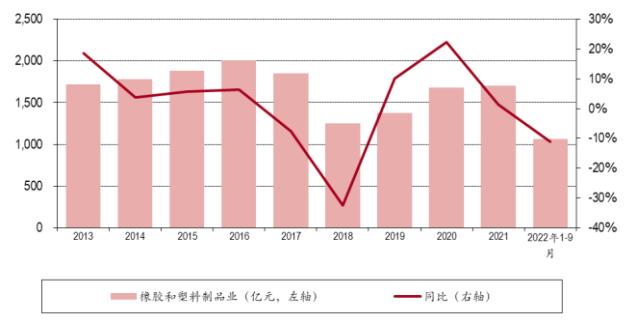
资料来源：万得，中银证券

图表 8. 化学原料及化学制品利润总额 (截至 2022 年 9 月)



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 橡胶和塑料制品业利润总额 (截至 2022 年 9 月)



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 化学原料及化学制品制造业和化学纤维制造业 PPI 当月同比 (截至 2022 年 10 月)



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 主要化工产品价格情况

品种	单位	最新价格	本年内均价	上年均价	同比(%)
WTI 原油	美元/桶	81.64	96.68	67.93	42.32
NYMEX 天然气	美元/mbtu	6.37	6.60	3.68	79.15
石脑油 (新加坡)	美元/桶	75.97	85.06	70.61	20.46
纯苯 (FOB 韩国)	美元/吨	817.83	1,060.36	913.36	16.09
苯乙烯 (FOB 韩国)	美元/吨	994.50	1,227.79	1,157.98	6.03
乙烯 (东南亚 CFR)	美元/吨	880.00	1,084.22	1,001.41	8.27
丙烯 (韩国 FOB)	美元/吨	825.00	1,012.05	1,015.90	(0.38)
丁二烯 (东南亚 CFR)	美元/吨	670.00	1,061.96	974.23	9.00
天然橡胶 (上海地区)	元/吨	12,150.00	12,597.52	13,424.66	(6.16)
丁苯橡胶 (华东 1502)	元/吨	10,850.00	12,042.31	13,260.96	(9.19)
顺丁橡胶 (华东)	元/吨	11,500.00	13,644.10	13,282.37	2.72
LLDPE (余姚 7042/吉化)	元/吨	8,650.00	8,755.99	8,619.10	1.59
PP (余姚市场 J340/扬子)	元/吨	8,500.00	10,000.78	9,552.19	4.70
乙二醇	元/吨	3,873.00	4,654.50	5,235.79	(11.10)
甲醇 (长三角)	元/吨	2,780.00	2,738.96	2,683.09	2.08
二甲醚 (长三角)	元/吨	4,250.00	4,022.02	3,763.73	6.86
煤焦油 (山西)	元/吨	6,417.00	5,362.14	3,673.02	45.99
炭黑 (黑猫 N330)	元/吨	11,200.00	9,583.23	7,901.51	21.28
PVA	元/吨	14,300.00	20,530.43	18,447.89	11.29
醋酸乙烯 (华东)	元/吨	8,200.00	12,665.06	12,720.75	(0.44)
醋酸 (华东)	元/吨	2,950.00	4,066.15	6,562.38	(38.04)
醋酐 (华东)	元/吨	5,800.00	7,276.40	10,621.10	(31.49)
轻质纯碱 (华东)	元/吨	2,700.00	2,724.88	2,227.44	22.33
重质纯碱 (华东)	元/吨	2,800.00	2,868.63	2,390.93	19.98
离子膜烧碱 (30%折百)	元/吨	4,286.67	4,470.64	2,976.22	50.21
PVC(华东电石法)	元/吨	5,850.00	7,676.65	9,164.85	(16.24)
PVC(华东乙烯法)	元/吨	6,275.00	8,183.74	9,949.55	(17.75)
液氯 (长三角)	元/吨	(65.00)	837.59	1,545.06	(45.79)
盐酸 (长三角 31%)	元/吨	230.00	454.16	580.19	(21.72)
电石 (华东)	元/吨	4,010.00	4,488.19	5,189.10	(13.51)
原盐 (山东海盐)	元/吨	375.00	385.75	291.68	32.25
EDC(长三角)	元/吨	260.00	584.55	748.45	(21.90)
DMF (华东)	元/吨	6,300.00	12,635.71	12,972.60	(2.60)
甲苯 (华东)	元/吨	7,490.00	7,587.27	5,645.15	34.40
苯胺 (华东)	元/吨	10,650.00	12,244.69	10,906.71	12.27
甲醛 (华东)	元/吨	1,350.00	1,418.54	1,501.32	(5.51)
甲乙酮 (华东)	元/吨	8,800.00	10,940.53	8,874.18	23.28
己二酸 (华东)	元/吨	9,450.00	11,499.38	10,709.71	7.37
BDO (长三角)	元/吨	14,500.00	21,235.09	23,467.95	(9.51)
环氧丙烷 (华东)	元/吨	9,500.00	10,534.78	16,903.56	(37.68)
硬泡聚醚 (华东)	元/吨	9,500.00	10,470.81	14,434.38	(27.46)
软泡聚醚 (华东散水)	元/吨	9,600.00	10,731.68	17,111.99	(37.29)
聚合 MDI (华东)	元/吨	14,300.00	17,837.42	20,179.52	(11.61)
纯 MDI (华东)	元/吨	18,200.00	21,131.06	22,286.99	(5.19)
TDI (华东)	元/吨	17,500.00	18,304.27	14,189.18	29.00
浆粕阔叶浆中国 CFR	美元/吨	2,300.00	1,984.53	1,014.07	95.70
棉短绒 (华东)	元/吨	4,100.00	5,840.68	5,945.82	(1.77)
粘胶短纤(华东)	元/吨	13,200.00	14,035.56	13,610.96	3.12
粘胶长丝(华东)	元/吨	42,500.00	41,875.78	37,723.29	11.01
对二甲苯 (PX 东南亚)	美元/吨	986.33	1,125.39	852.01	32.09
PTA(华东)	元/吨	5,720.00	6,130.05	4,702.85	30.35
PET 切片(华东)	元/吨	6,725.00	7,355.98	6,195.00	18.74
涤纶短纤(华东)	元/吨	7,289.00	7,864.45	7,022.66	11.99
涤纶 FDY(华东)	元/吨	7,550.00	8,405.17	7,622.88	10.26

资料来源：百川盈孚，卓创资讯，中银证券

注：截止 2022 年 11 月 18 日

续图表 13. 主要化工产品价格情况

品种	单位	最新价格	本年内均价	上年均价	同比(%)
锦纶 FDY (华东)	元/吨	16,200.00	17,924.38	18,351.23	(2.33)
PTMEG(华东)	元/吨	21,000.00	33,222.44	39,631.51	(16.17)
氯纶 40D(华东)	元/吨	35,000.00	43,894.10	67,340.27	(34.82)
己内酰胺(CPL)	元/吨	12,250.00	13,402.10	13,911.10	(3.66)
丙烯腈	元/吨	11,400.00	10,791.46	14,479.32	(25.47)
PA66 (华东)	元/吨	24,000.00	28,534.16	39,246.58	(27.30)
磷矿石 (摩洛哥)	美元/吨	314.00	271.16	140.73	92.68
磷矿石(湖北 28%)	元/吨	1,010.00	833.85	492.27	69.39
黄磷 (四川)	元/吨	29,800.00	33,359.63	26,808.77	24.44
磷酸 (澄星 85%)	元/吨	9,000.00	10,671.43	7,876.99	35.48
三聚磷酸钠 (兴发 95%)	元/吨	9,500.00	8,654.04	6,993.70	23.74
硫磺(CFR 中国现货价)	美元/吨	132.50	233.93	179.99	29.96
硫酸(浙江巨化 98%)	元/吨	400.00	734.55	628.97	16.79
DAP(西南工厂褐色)	元/吨	3,465.00	3,761.91	3,117.18	20.68
MAP(四川金河 55%)	元/吨	3,050.00	3,468.17	2,821.58	22.92
液氨 (河北新化)	元/吨	4,300.00	4,280.09	3,869.86	10.60
尿素(华鲁恒升(小颗粒))	元/吨	2,610.00	2,701.43	2,419.12	11.67
尿素(波罗的海小粒装)	美元/吨	530.00	597.27	459.35	30.03
硝酸(华东地区)	元/吨	2,900.00	2,499.84	2,471.23	1.16
硝酸铵 (陕西兴化)	元/吨	3,000.00	3,220.96	2,421.75	33.00
氯化钾(青海盐湖 60%)	元/吨	3,880.00	4,234.25	2,714.85	55.97
硫酸钾 (罗布泊 51%粉)	元/吨	3,500.00	4,444.41	3,542.47	25.46
草甘膦(长三角)	元/吨	51,000.00	64,477.02	50,523.29	27.62
联苯菊酯	万元/吨	26.50	29.75	26.24	13.36
草铵膦	万元/吨	19.25	23.52	24.36	(3.44)
高效氯氟菊酯	万元/吨	19.50	21.34	21.83	(2.27)
贲亭酸甲酯	万元/吨	6.50	7.23	6.00	20.55
维生素 A	元/千克	97.50	169.18	316.23	(46.50)
维生素 E	元/千克	82.50	85.59	80.00	6.99
蛋氨酸	元/吨	21,600.00	21,587.89	20,483.26	5.39
纯吡啶(华东)	元/吨	40,000.00	33,178.57	21,956.16	51.11
多氟多氟化铝	元/吨	10,350.00	10,008.70	9,144.38	9.45
多氟多冰晶石	元/吨	6,800.00	6,403.57	5,128.22	24.87
二氯甲烷 (华东)	元/吨	2,600.00	3,915.52	4,364.87	(10.29)
三氯乙烯 (华东)	元/吨	9,141.00	10,101.40	10,835.21	(6.77)
无水氢氟酸 (华东)	元/吨	10,850.00	10,559.32	10,274.66	2.77
萤石粉 (华东)	元/吨	3,225.00	2,782.38	2,613.56	6.46
R125 (浙江高端)	元/吨	14,000.00	19,319.88	35,295.89	(45.26)
R22 (巨化)	元/吨	19,000.00	17,574.53	17,824.66	(1.40)
R134a (巨化)	元/吨	25,500.00	23,616.46	26,958.63	(12.40)
丙酮 (华东)	元/吨	5,925.00	5,527.25	6,579.06	(15.99)
苯酚 (华东)	元/吨	8,750.00	10,353.03	8,845.21	17.05
双酚 A (华东)	元/吨	11,850.00	15,171.89	22,399.04	(32.27)
环氧氯丙烷 (华东)	元/吨	8,500.00	15,229.19	14,757.81	3.19
金属硅	元/吨	21,150.00	21,135.25	23,228.90	(9.01)
甲基环硅氧烷	元/吨	17,800.00	24,656.52	31,506.30	(21.74)
钛白粉 (R型, 长三角)	元/吨	13,600.00	16,534.32	17,343.97	(4.67)

资料来源：百川盈孚，卓创资讯，中银证券

注：截止 2022 年 11 月 18 日

从库存数据来看，在 2020 年疫情之后，化学原料及制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业产成品均经历了累库、去库、库存触底、再次补库、再次去库存的周期。相比于此前的库存周期，当前库存水平更高，且国内外需求均较弱，本轮主动去库存的周期或延长。

图表 14. 化学原料及制品制造业历史产成品存货 (截至 2022 年 9 月)



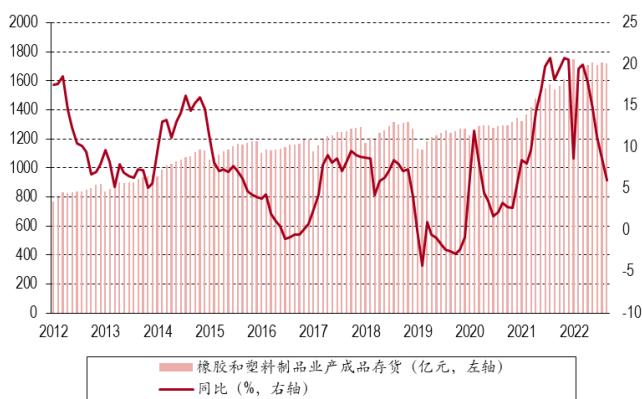
资料来源：万得，中银证券

图表 15. 化学纤维制造业产成品存货 (截至 2022 年 9 月)



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 橡胶和塑料制品业产成品存货 (截至 2022 年 9 月)



资料来源：万得，中银证券

图表 17. 工业企业产成品存货累计同比 (截至 2022 年 9 月)



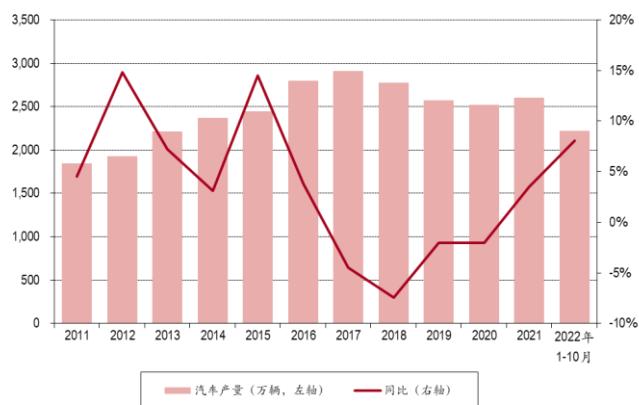
资料来源：万得，中银证券

需求端展望：当前下游需求低迷，未来内外需有望复苏

从国内市场来看，2022 年 1-10 月汽车产量为 2,222.86 万辆，同比增长 8.09%，销量同比增长 4.60%。2022 年汽车市场受疫情反复等影响，终端市场承压，但随着国家稳经济政策、车辆购置税减征政策等加快落实，汽车市场缓慢复苏。2022 年 1-10 月国内房地产市场处于低位，地产施工、竣工、新开工面积累计同比均大幅下降。受海外通胀高企影响出口、地产行业低迷、疫情抑制消费需求等因素影响，我国家电市场持续疲软，2022 年 1-10 月彩电、空调产量累计同比相较于 2021 年年初出现大幅下降，家用冰箱产量累计同比均为负值。

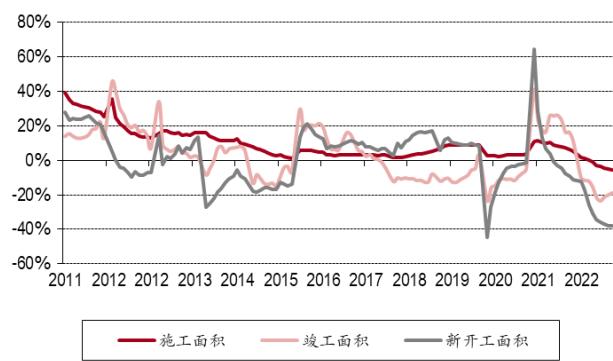


图表 18. 国内汽车产量及同比增速（截至 2022 年 10 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 国内房地产施工、竣工、新开工面积累计同比（截至 2022 年 10 月）



资料来源：万得，中银证券

从出口情况来看，2022 年 1-10 月我国出口金额当月同比波动回落，10 月出口金额同比下滑 0.3%。此外，2022 年 1-10 月我国 PMI 新出口订单指数均位于 50% 荣枯线以下。

图表 22. 我国出口金额当月同比（截至 2022 年 10 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 19. 国内汽车销量累计同比（截至 2022 年 10 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 21. 国内家电产品产量累计同比（截至 2022 年 10 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 23. 我国 PMI 新出口订单指数（截至 2022 年 10 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 24. 2021 年我国出口占比较高的化工产品

化工子行业	产品	出口量 (万吨)	出口占比 (%)
基础化工	异丙醇	11.93	38.52
	丙二醇	13.89	42.04
磷化工	六偏磷酸钠	6.47	42.48
	三聚磷酸钠	17.73	46.63
钛白粉	钛白粉	131.16	40.89
橡胶助剂	促进剂	15.93	44.65
氟化工	聚四氟乙烯	3.53	48.53
化肥	磷酸一铵	378.59	32.38
	磷酸二铵	625.47	49.97
化学纤维	粘胶长丝	11.81	73.36
	涤纶短纤	94.71	24.47
聚氨酯	丁酮	14.24	39.63
	聚合 MDI	101.37	38.27
其他	柠檬酸	106.72	84.73
	燃料油	1,919.42	50.92

资料来源：万得，百川盈孚，中银证券

化工行业下游需求及出口有望复苏。2022 年需求端表现低迷，随着美联储加息逐步放缓、国内稳经济一揽子政策和接续措施加快落地见效，2023 年国内外需求有望整体复苏。2022 年 11 月 11 日，国务院下发《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》，随着疫情防控措施的优化，宏观经济环境有望逐渐改善，化工行业下游需求或持续提升；11 月 13 日，央行、银保监会联手出台十六条措施支持房地产市场平稳健康发展，产业链相关化学品需求有望向好。未来随着国内疫情逐步得到控制，国内化工产品出口有望迎来复苏。另外，受到俄乌冲突、欧洲天然气供需格局紧张、海外能源价格高企等因素影响，欧洲化工品生产成本大幅上涨，海内外价差拉大，有利于我国化工品出口。

供给端展望：产能持续向优势龙头企业集中

自疫情爆发以来，化工行业各子行业的固定资产投资完成额累计同比于 2020 年触底，此后冲高回落。化学原料及化学制品制造业、塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比于 2021 年一季度达到极高峰值后回落，化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比则于 2022 年一季度达到极高峰值后回落。根据国家统计局数据，2022 年 1-10 月化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比增长 20.4%，化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比增长 27.0%，塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比增长 8.6%。

从化工行业上市公司在建工程数据来看，2022 年前三季度化工行业在建工程为 8,983.52 亿元，较 2021 年前三季度同比增长 14.02%。从主要企业在建工程看，2022 年三季度末中国石油在建工程为 2,474.70 亿元，较去年同期增长 79.34 亿元；中国石化在建工程为 1,799.90 亿元，较去年同期增长 365.36 亿元；东方盛虹在建工程为 756.36 亿元，较去年同期增长 352.84 亿元；万华化学在建工程为 421.99 亿元，较去年同期增长 140.67 亿元，对全行业在建工程增长均有较大贡献。2022 年前三季度中国石化、中国石油、东方盛虹、万华化学、荣盛石化、恒力石化、桐昆股份在建工程较高，合计占比达到 71.55%，新增产能持续向龙头企业集中，未来行业集中度将继续提升。

图表 25. 化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比 (截至 2022 年 10 月)



资料来源：万得，中银证券

图表 27. 塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比 (截至 2022 年 10 月)



资料来源：万得，中银证券

图表 29. 化工上市公司在建工程情况



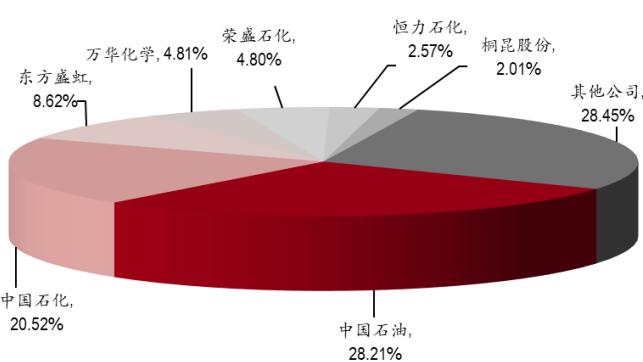
资料来源：万得，中银证券

图表 26. 化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比 (截至 2022 年 10 月)



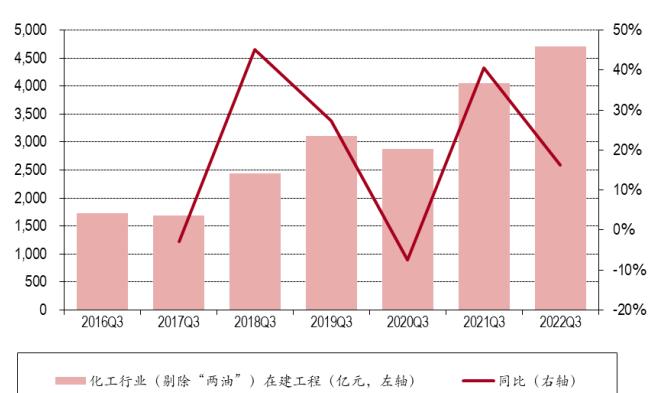
资料来源：万得，中银证券

图表 28. 2022 年三季度末化工行业上市公司在建工程占比



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 化工上市公司 (剔除“两油”) 在建工程情况



资料来源：万得，中银证券

成本端：2023年供需矛盾趋缓，国际油价有望回落

2022年国际油价高位运行。截至2022年11月21日，2022年WTI原油连续合约收盘价均价为96.53美元/桶，同比上涨63.27%，Brent原油均价为101.15美元/桶，同比上涨62.00%。2022年上半年，受俄乌冲突影响，国际油价突破上行，期货市场，布伦特主力合约最高价格一度接近140美元/桶，创下近10年的最高价格。2022年下半年，受美联储持续加息，全球经济衰退担忧加剧，以及欧洲经济低迷，中国需求偏弱等因素影响，国际油价较二季度略有回落，但仍处于历史高位水平。

图表 31. 国际原油期货价格走势

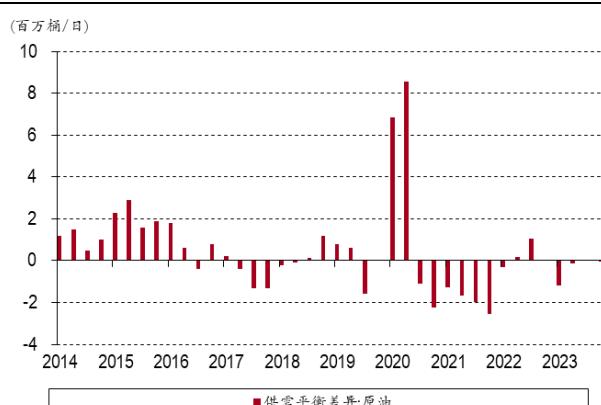


原油需求增速放缓。2023年全球原油需求有望继续提升，但增速放缓，11月份OPEC月报数据预测，2022年全球日均原油需求为9,957万桶，同比增长255万桶，2023年全球总需求有望达到1.018亿桶/日，同比增长224万桶/日；EIA在11月份的《短期能源展望》中预测，2022年全球日均原油需求为9,983万桶，2023年全球原油需求为1.01亿桶/日。展望后市，传统能源相比于新能源，依然具有明显的成本优势及品质优势，化石能源在能源结构中的占比保持稳定，全球能源总需求整体保持增长态势，但是由于多国央行采取紧缩的货币政策，以及地缘政治冲突对全球供应链造成持续冲击，全球经济下行的风险持续加大，原油需求增幅收窄，且存在下调空间。

图表 32. 世界石油需求预测

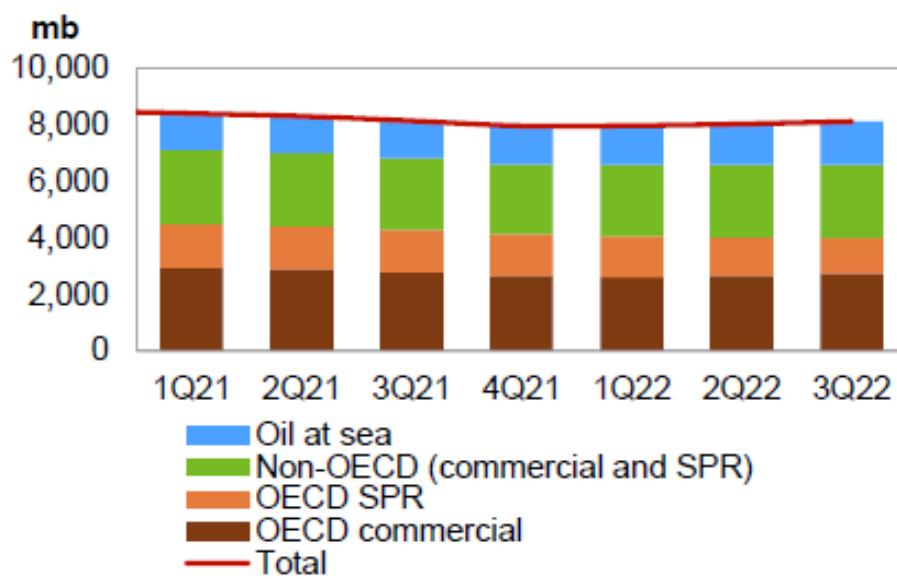


图表 33. 原油供需平衡表



全球原油库存仍处于低位水平。全球原油库存一般由经合组织（OECD）战略原油库存（SPR）、商业原油库存、海上浮仓、以及非经合组织原油库存构成，根据 OPEC 的统计数据，截止到 2022 年三季度末，全球原油库存为 809.6 亿桶，相比于年初增加了 1.58 亿桶，但仍处于历史低位水平。分结构来看，经合组织、美国、日本的商业原油库存二季度以来持续回升，逐步接近或达到近五年的低位水平线附近，这主要是由于多国持续释放战略储备原油补充商业原油库存，参考 OPEC 的统计数据，2022 年以来，美国、欧洲、亚太地区战略储备原油累计分别减少 1.76 亿桶、3,100 万桶、2,900 万桶。

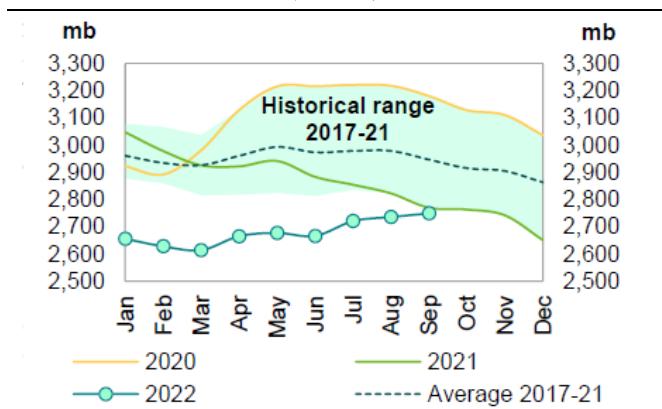
图表 34. OECD 成员国陆上商业石油储备情况



Sources: Argus Media, EIA, Euroilstock, IEA, METI and OPEC.

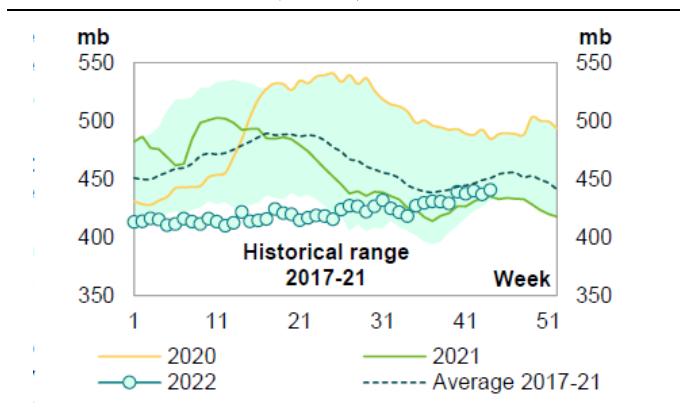
资料来源：OPEC、EIA、IEA、JODI、中银证券
注：截至 2022 年 11 月

图表 35. OECD 商业石油库存水平



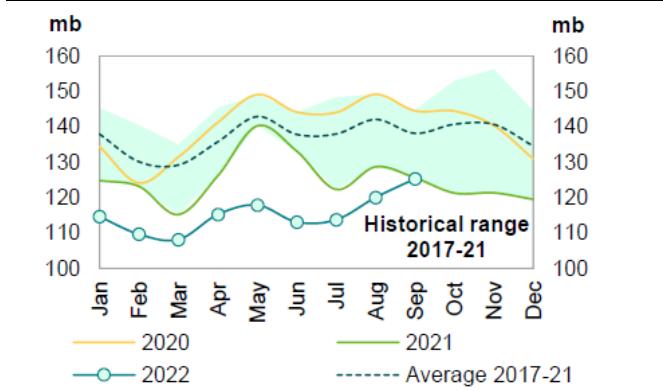
资料来源：EIA、OPEC、中银证券
注：截至 2022 年 11 月

图表 36. 美国商业原油库存水平



资料来源：OPEC、中银证券
注：截至 2022 年 11 月

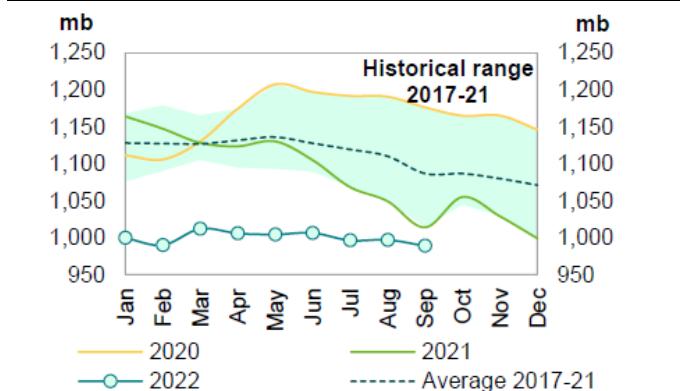
图表 37. 日本商业原油库存水平



资料来源: OPEC, 中银证券

注: 截至 2022 年 11 月

图表 38. 欧盟+英国+挪威石油库存水平



资料来源: OPEC, 中银证券

注: 截至 2022 年 11 月

供应端, OPEC 油气产量存在提升空间, 但需关注政策变化。以第 19 次 OPEC+部长级会议公布的有效产能为基准, 截止到 2022 年 10 月份, OPEC+的合计闲置产能超过 500 万桶/日, 其中 OPEC 和非 OPEC 成员国各拥有近 250 万吨的闲置产能, 考虑到俄罗斯受西方制裁影响, 其闲置产能在 2023 年难以有效释放, OPEC 将成为明年油气资源供应增加的主要来源。但值得注意的是, 高油价使 OPEC 成员国获利丰厚, 其主动增产的动机不强。OPEC+在 10 月份的部长级会议中再次宣布减产计划, 根据会议内容, 计划将 19 个参与国的总产量水平从 2022 年 8 月的目标产量下调 200 万桶/日, 其中, OPEC 组织的 10 个成员国目标产量下调 127.3 万桶/日, 非 OPEC 的 9 个参与国下调 72.7 万桶/日。展望后市, 全球油气产能整体充裕, OPEC 成员国油气产量存在提升空间, 但在俄乌冲突得到有效缓解以前, OPEC 政策变化或对全球原油增产节奏产生影响。

图表 39. OPEC+减产协议

(千桶/日)	8 月份目标产量	减产幅度	减产后目标产量	10 月份实际产量
阿尔及利亚	1,055	(48)	1,007	1,036
安哥拉	1,525	(70)	1,455	1,067
刚果	325	(15)	310	257
赤道几内亚	127	(6)	121	74
加蓬	186	(9)	177	214
伊拉克	4,651	(220)	4,431	4,572
科威特	2,811	(135)	2,676	2,804
尼日利亚	1,826	(84)	1,742	1,057
沙特阿拉伯	11,004	(526)	10,478	10,838
阿联酋	3,179	(160)	3,019	3,186
欧佩克-10 国合计	26,689	(1,273)	25,416	25,105
非欧佩克合计	17,167	(727)	16,440	15,120
OPEC+	43,856	(2,000)	41,856	40,225

资料来源: OPEC, 中银证券,

2023 年供需矛盾趋于缓解, 国际油价有望重心回落。多国央行推行紧缩的货币政策, 俄乌冲突对全球供应链的冲击持续发酵, 欧美经济衰退的风险不断累积, 需求端, 全球原油需求增幅有望进一步放缓, 供应端, 全球原油产量仍有提升空间, 但 OPEC 政策变化或对原油增产节奏产生影响, 整体来看, 我们认为, 2023 年, 原油供需关系趋于平衡, 供应紧张的局面将逐步缓解, 原油价格重心有望高位回落, 预计全年价格区间为 60-90 美元/桶, 2023 年下半年布伦特原油价格或将降至 75 美元/桶以下, 但需要警惕 OPEC 减产政策、俄乌冲突、国内疫情防控政策变化等因素可能对油价带来的意外冲击。

2022 年前三季度基础化工及石油石化行业业绩表现

2022 年前三季度基础化工行业营收及归母净利润环比均下降

根据申万 2021 年版基础化工分类，剔除掉 B 股、部分主业脱离化工业务及近三年上市财务数据披露不完整的上市公司，整合电子化学品与半导体材料子行业，本报告共汇总并分析基础化工板块 289 家上市公司（见附表）。2022 年前三季度原油及天然气价格有所回落但仍维持高位震荡，主要化工品价格高企，全行业营收及归母净利润同比仍呈上升趋势。2022 年前三季度基础化工板块营业收入合计 15,034.42 亿元，同比增长 18.99%；实现归母净利润合计 1,636.55 亿元，同比增长 5.26%。单季度来看，2022 年前三季度基础化工行业下游需求端较为疲软，地缘政治、欧洲能源危机等导致原材料成本压力上行，行业单季度营收和盈利均环比下滑，整体业绩承压。22Q3 基础化工板块上市公司实现营业收入 4,819.70 亿元，同比增长 6.97%，环比下降 11.41%；实现归母净利润 376.73 亿元，同比下降 29.04%，环比下降 44.92%。

图表 40. 基础化工板块经营数据分析

	2022 年前三季度	2021 年前三季度	2020 年前三季度	2019 年前三季度
营收（亿元）	15,034.42	12,634.78	9,370.19	9,439.92
增速（%）	18.99	34.84	(0.74)	
归母净利润(亿元)	1,636.55	1,554.76	610.53	671.73
增速（%）	5.26	154.66	(9.11)	

资料来源：万得，中银证券

图表 41. 基础化工板块经营数据 2022 年三季度同环比情况

	2022 年 Q3	2022 年 Q2	2021 年 Q3
营业收入（亿元）	4,819.70	5,440.67	4,505.57
2022Q3 环比 2022Q2（%）	(11.41)		
2022Q3 同比 2021Q3（%）	6.97		
归母净利润（亿元）	376.73	683.90	530.90
2022Q3 环比 2022Q2（%）	(44.92)		
2022Q3 同比 2021Q3（%）	(29.04)		

资料来源：万得，中银证券

2022 年前三季度基础化工多数子行业营业收入同比仍上涨。分子行业来看，统计的 35 个子行业中，有 32 个子行业 2022 年前三季度营业收入较 2021 年同期实现正增长，其中 15 个子行业涨幅超过 20%，2 个子行业涨幅超过 50%。钾肥、非金属材料、无机盐子行业增长居前，同比增速分别为 124.08%、91.22%、49.10%。钾肥产品价格上涨及下游需求旺盛，行业内亚钾国际、藏格矿业、盐湖股份在 2022 年前三季度营收同比分别大幅增长 449.90%、172.11%、118.01%。前三季度有 3 个子行业的营业收入同比减少，氨纶、其他塑料制品、涂料油墨的营业收入同比跌幅分别为 7.53%、6.59%、2.28%。单季度来看，有 22 个子行业 22Q3 营业收入相比于 21Q3 有所增长，其中非金属材料子行业涨幅达 102.11%；13 个子行业 22Q3 营业收入同比 21Q3 下降，其中氨纶子行业同比跌幅为 25.15%。

2022 年三季度基础化工各子行业营业收入较二季度环比出现较大下滑。因需求较弱以及原材料成本高企，行业整体景气度下行。统计的 35 个子行业中，仅有 8 个子行业环比实现正增长，其中 4 个子行业营收环比增幅超过 10%，分别为粘胶、非金属材料、胶黏剂及胶带、半导体材料，分别环比上涨 19.74%、19.18%、14.87%、11.99%。27 个子行业环比出现负增长，其中复合肥子行业环比跌幅超过 40%。

22Q3 多数子行业营业收入与 19Q3 相比仍有明显增长。22Q3 基础化工行业景气度虽有所下行，但 35 个子行业中，仍有 31 个子行业的营收相比于疫情前 19Q3 有所增长，其中 22 个子行业涨幅超过 50%，7 个子行业涨幅超过 100%。非金属材料子行业营收涨幅达 346.45%，主要因为索通发展和石英股份 2022 年 Q3 营收相比于 19Q3 增幅分别为 416.65%、245.35%。

图表 42. 基础化工各子行业营业收入 2022 年前三季度同比与 2022 年 Q3 同环比

子行业名称	22前三季度同比21前三季度	22Q3同比21Q3	22Q3同比19Q3	22Q3环比22Q2	子行业名称	22前三季度同比21前三季度	22Q3同比21Q3	22Q3同比19Q3	22Q3环比22Q2
钾肥	124.08%	51.11%	54.72%	(29.87%)	粘胶	14.65%	23.12%	72.22%	19.74%
非金属材料	91.22%	102.11%	346.45%	19.18%	电子化学品	14.14%	3.70%	95.66%	(2.35%)
无机盐	49.10%	27.43%	148.75%	(18.45%)	纯碱	13.64%	(3.84%)	31.59%	(17.67%)
氟化工	37.57%	27.46%	84.35%	(1.65%)	氮肥	12.48%	(9.84%)	27.53%	(22.40%)
农药	34.19%	33.85%	47.07%	(11.37%)	其他橡胶制品	11.93%	10.69%	69.47%	6.49%
有机硅	33.07%	(4.89%)	105.20%	(21.93%)	改性塑料	9.47%	10.65%	51.27%	7.11%
磷肥及磷化工	30.22%	14.68%	56.59%	(14.37%)	纺织化学品	8.30%	0.07%	(30.08%)	(11.31%)
其他化学原料	29.55%	(5.29%)	126.22%	(15.83%)	膜材料	6.98%	0.04%	3.22%	(5.91%)
复合肥	27.26%	(9.94%)	(1.51%)	(42.03%)	半导体材料	6.04%	2.37%	53.68%	11.99%
炭黑	26.52%	40.20%	64.12%	(1.53%)	锦纶	5.05%	(14.75%)	(5.67%)	(15.40%)
胶黏剂及胶带	25.89%	23.53%	125.22%	14.87%	涤纶	4.44%	8.79%	57.08%	7.32%
民爆制品	25.18%	23.99%	51.32%	(6.80%)	合成树脂	3.74%	(1.77%)	24.18%	(0.25%)
橡胶助剂	23.76%	24.57%	52.74%	(1.61%)	煤化工	2.87%	(10.70%)	44.22%	(13.16%)
食品及饲料添加剂	22.87%	18.74%	54.04%	(5.87%)	氯碱	1.74%	(2.07%)	(23.84%)	(16.04%)
其他化学制品	22.50%	16.35%	74.68%	(7.41%)	涂料油墨	(2.28%)	(8.05%)	17.42%	(14.85%)
聚氨酯	19.74%	2.53%	134.32%	(12.48%)	其他塑料制品	(6.59%)	(9.58%)	7.68%	2.98%
其他化学纤维	17.66%	(6.95%)	26.01%	(10.06%)	氨纶	(7.53%)	(25.15%)	199.29%	(5.80%)
钛白粉	16.64%	2.09%	84.83%	(11.97%)					

资料来源：万得，中银证券

注：子行业按照 2022 年前三季度营收同比 2021 年前三季度降序排序

钾肥、氟化工等子行业归母净利润增长明显，化纤行业盈利能力下滑。35 个子行业中，17 个子行业 2022 年前三季度归母净利润同比增长，其中 2 个子行业归母净利润同比涨幅超 100%。因下游需求旺盛、产品价格提升，钾肥子行业盈利空间增大，2022 年前三季度归母净利润同比涨幅达 229.48%，主要原因为藏格矿业、盐湖股份 2022 年前三季度归母净利润同比增幅分别为 404.89%、225.20%，亚钾国际和东方铁塔增幅也均超 100%。受益于成本压力、局部供应紧缩以及下游需求带动，氟化工产品价格上涨、行业盈利能力改善，2022 年前三季度归母净利润同比涨幅为 113.67%，主要原因为巨化股份 2022 年前三季度归母净利润同比增长 557.25%。另一方面，18 个子行业的归母净利润同比减少，涤纶、氨纶、锦纶子行业归母净利润同比跌幅分别为 94.26%、70.21%、68.93%，粘胶子行业归母净利润转亏，主要原因为原材料价格上涨、下游纺织行业需求较弱，化纤行业整体盈利能力下滑。单季度来看，16 个子行业 22Q3 归母净利润同比 21Q3 有所增长，其中改性塑料涨幅达 212.64%；15 个子行业 22Q3 归母净利润同比 21Q3 下降，涂料油墨跌幅为 85.91%；另有氨纶、锦纶、涤纶、复合肥 4 个子行业的 22Q3 单季度归母净利润同比 21Q3 转亏。

多数子行业 22Q3 归母净利润相比于 19Q3 有较大改善，部分子行业盈利承压。受疫情影响，22Q3 有 12 个子行业的归母净利润相比于 19Q3 有所下滑，粘胶、涂料油墨、纺织化学品子行业分别下跌 377.48%、90.39%、84.06%，氨纶、涤纶、锦纶、复合肥子行业 22Q3 归母净利润相比于 19Q3 转亏。其他子行业均有不同程度的上涨。归母净利润有显著改善的子行业分别为钾肥、磷肥及磷化工、非金属材料，归母净利润涨幅分别达 6,443.04%、743.05%、544.11%，另有氮肥子行业 22Q3 相比于 19Q3 扭亏为盈。

图表 43. 基础化工各子行业归母净利润 2022 年前三季度同比与 2022 年 Q3 同环比

子行业名称	22前三季度同比21前三季度	22Q3同比21Q3	22Q3同比19Q3	22Q3环比22Q2	子行业名称	22前三季度同比21前三季度	22Q3同比21Q3	22Q3同比19Q3	22Q3环比22Q2
钾肥	229.48%	128.44%	6443.04%	(35.93%)	其他化学制品	(4.11%)	(35.68%)	35.93%	(35.24%)
氟化工	113.67%	21.12%	128.28%	(21.05%)	改性塑料	(5.48%)	212.64%	46.69%	10.02%
农药	93.00%	157.35%	95.96%	(33.28%)	胶黏剂及胶带	(8.67%)	46.37%	0.31%	(20.74%)
非金属材料	92.64%	120.04%	544.11%	7.21%	膜材料	(9.77%)	(39.02%)	(9.05%)	(46.17%)
无机盐	87.16%	21.39%	380.79%	(46.74%)	其他橡胶制品	(15.48%)	(32.10%)	(3.49%)	13.89%
磷肥及磷化工	83.63%	(4.57%)	743.05%	(39.40%)	其他化学原料	(20.12%)	(31.76%)	(10.41%)	(72.38%)
其他化学纤维	79.61%	38.83%	167.79%	(38.58%)	钛白粉	(26.69%)	(50.73%)	(1.84%)	(38.60%)
食品及饲料添加剂	62.53%	44.84%	74.65%	(30.06%)	聚氨酯	(30.48%)	(46.01%)	37.08%	(35.35%)
民爆制品	44.59%	23.69%	29.35%	(38.98%)	煤化工	(30.93%)	(35.93%)	45.01%	(64.32%)
橡胶助剂	30.07%	97.52%	47.23%	(28.55%)	氯碱	(34.08%)	(61.63%)	38.86%	(59.38%)
电子化学品	24.24%	(5.07%)	32.66%	(43.86%)	纺织化学品	(42.76%)	(67.76%)	(84.08%)	(77.52%)
纯碱	22.72%	4.79%	382.83%	(25.53%)	涂料油墨	(54.01%)	(85.91%)	(90.32%)	(79.11%)
半导体材料	22.54%	26.48%	112.99%	(7.96%)	炭黑	(54.50%)	(9.43%)	21.48%	(58.66%)
其他塑料制品	15.22%	2.62%	(6.11%)	(47.23%)	锦纶	(68.93%)	转亏	转亏	转亏
有机硅	10.81%	(54.30%)	181.79%	(41.98%)	氨纶	(70.21%)	转亏	转亏	转亏
复合肥	9.42%	转亏	转亏	转亏	涤纶	(94.26%)	转亏	转亏	转亏
氮肥	0.42%	(52.86%)	扭亏为盈	(61.56%)	粘胶	转亏	23.44%	(377.48%)	60.39%
合成树脂	(0.32%)	0.04%	10.88%	(10.89%)					

资料来源：万得，中银证券

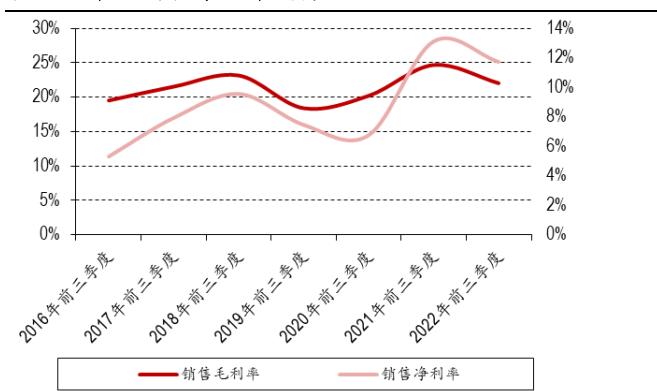
注：子行业按照 22 年前三季度归母净利润同比 21 年前三季度降序排序。粘胶子行业 22Q3 与 22Q2 归母净利润均为负值，故不列入环比增长分析

归母净利润环比大幅下降。2022 年三季度环比二季度来看，35 个子行业中，仅有 3 个子行业归母净利润实现增长，分别为其他橡胶制品、改性塑料、非金属材料，环比涨幅分别为 13.89%、10.02%、7.21%。27 个子行业的归母净利润环比减少，涂料油墨子行业环比跌幅达 79.11%，主要原因为飞鹿股份等公司均出现归母净利润环比大幅下降的情况。电子化学品与半导体材料归母净利润环比亦有所下滑，跌幅分别为 43.86% 和 7.96%。多数子行业 2020 年前三季度至 2022 年前三季度归母净利润年化增速明显，其中化肥板块大幅增长，磷肥及磷化工、氯肥、钾肥子行业归母净利润年化增速分别达 593.84%、211.82%、177.48%。

2022 年前三季度基础化工行业盈利能力承压

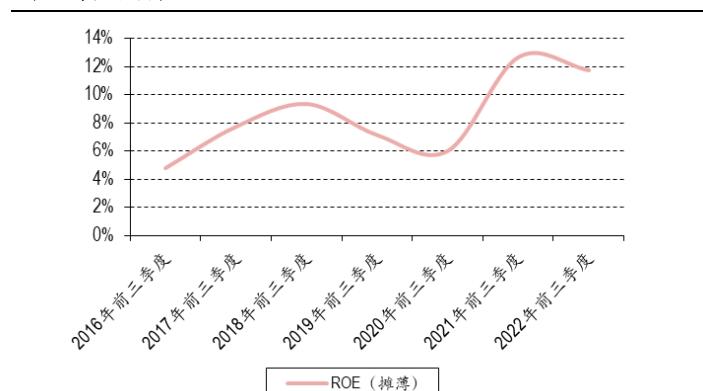
受上游化工品价格仍处于高位、下游开工率受限抑制需求影响，基础化工板块部分子行业 2022 年前三季度盈利能力有所回落。2022 年前三季度基础化工行业销售毛利率、销售净利率分别为 22.02% 和 11.74%，同比分别下降 2.62pcts 和 1.39pcts。2022 年前三季度 ROE（摊薄）为 11.73%，同比 2021 年前三季度下降 0.93pcts。环比来看，2022 年三季度全行业销售毛利率、销售净利率、ROE 环比二季度分别下降 4.35pcts、4.98pcts、2.39pcts。

图表 44. 2016 年前三季度-2022 年前三季度基础化工行业销售毛利率、销售净利率走势



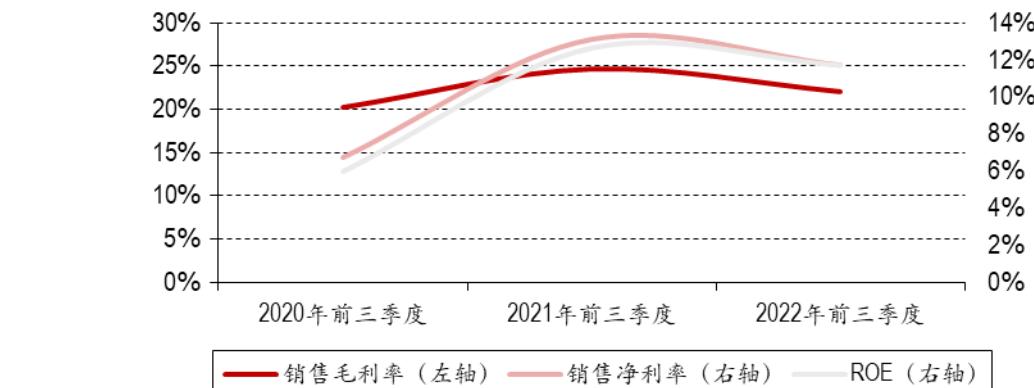
资料来源：万得，中银证券

图表 45. 2016 年前三季度-2022 年前三季度基础化工行业 ROE（摊薄）走势



资料来源：万得，中银证券

图表 46. 2020 年前三季度-2022 年前三季度基础化工行业销售毛利率、销售净利率、ROE（摊薄）走势



资料来源：万得，中银证券

分子行业来看，2022 年前三季度 35 个子行业中除粘胶外均实现了盈利（ROE 大于零），钾肥、磷肥及磷化工、有机硅、聚氨酯、氮肥子行业的盈利能力居前，ROE（摊薄）分别为 36.38%、23.77%、17.83%、17.22%、17.04%。从销售毛利率来看，毛利率最高的子行业为钾肥，销售毛利率达 77.31%，藏格矿业、盐湖股份、亚钾国际在 2022 年前三季度毛利率均高于 70%。其他子行业中，无机盐、其他化学纤维 2022 年前三季度销售毛利率均高于 30%。从营运能力来看，2022 年前三季度应收账款周转率和存货周转率最高的子行业分别为纯碱和氯碱。

从变化来看，2022 年前三季度销售毛利率相较于 2021 年前三季度实现增长的子行业有 10 个，其中钾肥子行业同比提升 21.28pcts；下滑的子行业有 25 个，其中氨纶和聚氨酯子行业销售毛利率下滑幅度居前，同比分别下降 21.42pcts、12.09pcts，主要原因为上游原材料及能源价格上涨、下游消费需求疲软，毛利率水平有所压缩。环比来看，22Q3 仅有 4 个子行业的销售毛利率相较于 22Q2 有所提升，分别为钾肥、其他橡胶制品、粘胶、胶黏剂及胶带，分别提升 4.95pcts、3.16pcts、1.38pcts、0.38pcts；氨纶、其他化学原料、煤化工子行业销售毛利率分别下滑 15.24pcts、11.51pcts、10.19pcts。2022 年前三季度 ROE（摊薄）相较于 2021 年前三季度实现增长的子行业有 15 个，钾肥子行业的 ROE（摊薄）提升最为明显，较 2021 年同期提升 17.55pcts。

图表 47. 2022 年前三季度基础化工子行业各指标及同比增长

板块名称	销售毛利率 (%)	2022 年前三季度毛利 度毛利率同比 2021 年前三季度 22Q2(pcts)		ROE (摊 薄) (%)	2022 年前三季度 度 ROE 同比 2021 年前三季度 度 (pcts)		应收账款 款周转率 (pcts)	2021 年前三季度 度应收账款 周转率 (次)	2022 年前三季度 度存货周 转率 (次)	2021 年前三季度 度存货周 转率 (次)
		22Q3 率环比 (pcts)	毛利 度 (pcts)		应收账款 度 (pcts)	应收账款 周转率 (次)				
纯碱	26.75	(1.74)	(2.84)	16.47	1.93	41.11	39.08	7.77	8.06	
氯碱	17.46	(4.42)	(4.20)	7.09	(4.62)	12.37	12.57	10.21	12.23	
煤化工	20.39	(9.79)	(10.19)	10.76	(5.87)	29.27	27.23	8.06	7.20	
钛白粉	27.18	(9.24)	(4.95)	11.91	(5.90)	8.83	8.37	2.98	3.58	
无机盐	31.19	3.92	(4.60)	12.20	3.30	11.82	9.24	5.30	5.69	
其他化学原料	19.17	(8.53)	(11.51)	13.12	(6.02)	25.08	23.76	6.74	7.61	
氨纶	16.88	(21.42)	(15.24)	7.49	(22.60)	7.86	10.43	4.29	4.46	
涤纶	6.09	(5.44)	(2.86)	0.61	(9.42)	21.79	23.89	7.35	10.48	
锦纶	16.14	(9.87)	(7.35)	5.70	(12.69)	9.34	7.65	6.55	6.61	
粘胶	7.71	(4.94)	1.38	(3.24)	(5.94)	4.63	6.15	4.03	2.78	
其他化学纤维	30.49	8.31	(7.55)	16.86	5.00	17.29	18.06	5.48	8.78	
纺织化学品	25.31	(6.98)	(4.63)	4.16	(3.28)	4.46	4.19	0.57	0.53	
氟化工	24.43	2.60	(2.92)	13.11	5.89	7.42	6.91	4.75	5.19	
胶黏剂及胶带	12.62	(2.68)	0.38	3.26	(0.96)	3.63	3.72	3.90	4.23	
聚氨酯	16.64	(12.09)	(3.42)	17.22	(11.12)	12.85	12.62	5.70	5.95	
民爆制品	25.65	(0.83)	(0.61)	6.55	1.37	1.97	1.78	6.51	7.35	
食品及饲料添加剂	28.20	2.48	(4.80)	13.24	3.89	8.63	8.51	3.92	4.15	
涂料油墨	21.59	(5.82)	(0.50)	3.22	(3.81)	2.84	2.91	2.17	2.76	
有机硅	29.53	(4.29)	(2.01)	17.83	3.24	10.92	9.63	3.50	3.93	
其他化学制品	15.01	(2.08)	(1.83)	7.99	(1.06)	6.82	6.35	4.97	5.21	
氯肥	22.57	(2.75)	(9.27)	17.04	(3.69)	26.88	21.31	8.87	10.78	
复合肥	16.49	(3.05)	(1.17)	9.24	0.78	27.12	21.84	3.33	3.72	
钾肥	77.31	21.28	4.95	36.38	17.55	22.46	10.11	2.42	2.32	
磷肥及磷化工	24.91	3.64	(4.13)	23.77	3.31	20.72	19.43	5.27	5.83	
农药	28.30	2.23	(1.21)	13.16	5.49	4.53	4.10	2.46	2.37	
改性塑料	14.98	(0.91)	(1.95)	8.00	(1.24)	4.75	5.08	4.15	4.77	
合成树脂	18.40	(2.19)	(1.22)	6.63	(1.08)	2.29	2.60	2.72	3.42	
膜材料	21.38	(4.97)	(4.14)	5.75	(0.84)	4.67	4.72	2.61	2.89	
其他塑料制品	18.83	(2.15)	(0.14)	6.12	0.42	3.43	3.72	3.11	3.69	
炭黑	7.73	(9.14)	(5.12)	5.13	(6.45)	3.70	4.08	6.25	6.38	
橡胶助剂	26.23	0.22	(1.12)	11.90	0.51	3.04	3.11	5.32	6.42	
其他橡胶制品	23.01	(4.46)	3.16	5.14	(1.86)	1.90	2.01	2.88	2.75	
非金属材料	20.76	(1.82)	(4.10)	15.60	5.73	6.15	5.40	2.50	2.62	
电子化学品	27.18	0.49	(2.72)	7.99	1.19	3.38	3.27	3.11	3.56	
半导体材料	15.35	2.89	(1.21)	4.47	(0.05)	7.20	8.15	4.02	4.99	

资料来源：万得，中银证券

图表 48. 2022 年前三季度相较于 2021 年前三季度同比上升的子行业

上升的指标	板块名称
销售毛利率	钾肥、其他化学纤维、无机盐、磷肥及磷化工、半导体材料、氟化工、食品及饲料添加剂、农药、电子化学品、橡胶助剂
净资产收益率	钾肥、氟化工、非金属材料、农药、其他化学纤维、食品及饲料添加剂、磷肥及磷化工、无机盐、有机硅、纯碱、民爆制品、电子化学品、复合肥、橡胶助剂、其他塑料制品
存货周转率	粘胶、煤化工、纺织化学品、其他橡胶制品、钾肥、农药
应收账款周转率	钾肥、无机盐、氯肥、复合肥、锦纶、非金属材料、有机硅、民爆制品、农药、煤化工、其他化学制品、氟化工、磷肥及磷化工、纺织化学品、其他化学原料、钛白粉、纯碱、电子化学品、聚氨酯、食品及饲料添加剂

资料来源：万得，中银证券

注：按与 2021 年前三季度同比涨幅排序

2022 年前三季度石油石化行业营收持续增长，利润向上游集中

根据申万 2021 年版石油石化分类，剔除掉 B 股、部分主业脱离化工业务及近三年上市财务数据披露不完整的上市公司，本报告共汇总并分析石油石化行业 40 家上市公司（见附表）。2022 年前三季度原油及主要化工品价格维持高位，石油石化行业营收及归母净利润同比均保持正增长，行业营收合计达 59,326.81 亿元，同比增长 26.60%，行业归母净利润为 2,105.51 亿元，同比增速为 15.12%，但利润增幅较上半年收窄 10.76pcts。

图表 49. 石油石化行业 2022 年前三季度经营数据分析

	2022 年前三季度	2021 年前三季度	2020 年前三季度	2019 年前三季度
营收（亿元）	59,326.81	46,863.25	35,752.43	46,537.19
增速（%）	26.60	31.08	(23.17)	
归母净利润(亿元)	2,105.51	1,828.96	599.39	1,063.25
增速（%）	15.12	205.14	(43.63)	

资料来源：万得，中银证券

单季度来看，2022 年第三季度石油石化行业呈现增收不增利的特点，第三季度行业总营收为 20,446.88 亿元，同比上升 18.27%，环比二季度基本持平，增幅为 0.48%；行业总归母净利润为 537.51 亿元，同比减少 7.76%，环比二季度减少 32.75%。

图表 50. 石油石化行业 2022 年三季度同比及环比情况

	2022 年 Q3	2022 年 Q2	2021 年 Q3	2019Q3
营业收入（亿元）	20,446.88	20,349.31	17,288.87	15,722.70
同比 2021 年 Q3（%）	18.27			
2022Q3 环比 2022Q2	0.48			
同比 2019 年 Q3（%）	30.05			
归母净利润（亿元）	537.51	799.22	582.74	314.65
同比 2021 年 Q3（%）	(7.76)			
2022Q3 环比 2022Q2（%）	(32.75)			
同比 2019 年 Q3（%）	70.83			

资料来源：万得，中银证券

2022 年前三季度石油石化子行业景气度分化，油强化弱特征凸显

根据申万 2021 年版石油石化分类，石化行业涵盖炼油化工、油品及石化贸易、其他石化、油气开采、油田服务、以及油气及炼化工程等六个细分板块。2022 年前三季度，各板块营收同比变化分别为 +27.2%、+99.9%、-2.2%、+63.8%、-16.5%、以及 +18.3%。其中，三季度各板块营收环比变化为 +0.8%、+19.7%、-7.2%、-2.8%、+0.7%、以及 -16.8%。近两年平均复合增速分别为 29.6%、77.7%、14.1%、34.9%、10.1%、16.5%。单看三季度，仅油品石化贸易及油气开采板块营收环比实现正增长。



图表 51. 石油石化行业子行业 2022 年前三季度营收变化

子行业名称	22前三季度同比21前三季度	22Q3同比21Q3	22Q3环比22Q2	20前三季度-22前三季度 CAGR
炼油化工	27.2%	18.6%	0.8%	29.6%
油品石化贸易	99.9%	106.3%	19.7%	77.7%
其他石化	(2.2%)	(10.3%)	(7.2%)	14.1%
油气开采	63.8%	66.4%	2.8%	34.9%
油田服务	16.5%	18.7%	(0.7%)	10.1%
油气及炼化工程	18.3%	4.5%	(16.8%)	16.5%

资料来源：万得，中银证券

2022 年前三季度，炼油化工、油品及石化贸易、油气开采、油田服务、以及油气及炼化工程板块归母净利润同比增长，涨幅分别为 14.8%、196.5%、473.7%、39.3%以及 15.8%，其他石化板块归母净利润则同比下滑，降幅为 68.5%。单三季度而言，仅油品石化贸易及油田服务板块归母净利润实现环比正增长，涨幅分别为 12.0%和 10.9%，其他石化板块则由盈转亏。

图表 52. 石油石化行业 2022 年前三季度归母净利润变化

子行业名称	22前三季度同比21前三季度	22Q3同比21Q3	22Q3环比22Q2	2020前三季度-2022前三季度 CAGR
炼油化工	14.8%	9.8%	(34.6%)	91.7%
油品石化贸易	196.5%	136.4%	12.0%	210.8%
其他石化	(68.5%)	转亏	转亏	(10.8%)
油气开采	473.7%	4484.8%	(13.4%)	380.8%
油田服务	39.3%	61.8%	10.9%	17.2%
油气及炼化工程	15.8%	17.2%	(35.0%)	142.1%

资料来源：万得，中银证券

分板块来看，2022 年前三季度，受益于油气价格突破上行，油气开采板块销售毛利润高达 61.34%，同比增长 13.67pcts，ROE（摊薄）为 11.76%，同比增长 9.25pcts。对比而言，其他石化及炼油化工板块业绩偏弱，前三季度，其他石化板块毛利润仅为 6.49%，同比降低 4.67pcts，ROE（摊薄）为 4.38%，同比降低 10.03pcts。炼油化工板块毛利润率为 17.52%，同比下降 1.90pcts，ROE（摊薄）仅为 8.11%，同比基本持平。如果剔除中石油、中石化的影响，炼化板块毛利润率为 10.72%，同比下降 6.98pcts，ROE（摊薄）仅为 5.98%，同比减少 9.50pcts。

图表 53. 2022 年前三季度石油石化行业子板块各指标及同比变化

板块名称	销售毛利率 (%)	毛利率同比 2021 年前三季度 (pcts)	ROE (摊薄) (%)	ROE 同比 2021 年前三季度 (pcts)	应收账款周转率 (次)	存货周转率 (次)
炼油化工	17.52	(1.90)	8.11	0.64	38.89	8.29
油品石化贸易	25.62	2.22	25.77	14.74	17.37	14.78
其他石化	6.49	(4.67)	4.38	(10.03)	16.48	7.12
油气开采	61.34	13.67	11.76	9.25	4.31	12.64
油田服务	10.78	0.26	6.11	1.63	3.19	16.92
油气及炼化工程	7.89	(1.09)	3.20	0.42	4.46	5.47

资料来源：万得，中银证券

当前化工行业位于低估值区间

2022年1-11月,SW基础化工指数累跌14.70%,跑赢沪深300指数6.95pcts;SW石油化工指数累跌8.94%,跑赢沪深300指数12.71pcts。截至2022年11月25日,SW基础化工(2021年版)市盈率(TTM剔除负值)为14.50倍,处在历史(2002年至今)的4.15%分位数,市净率为2.31倍,处在历史水平的33.40%分位数;SW石油化工(2021年版)市盈率(TTM剔除负值)为11.47倍,处在历史(2002年至今)的1.60%分位数,市净率为1.28倍,处在历史水平的3.73%分位数。当前板块处于历史估值低位。

图表 54. 2002-2022年11月申万基础化工指数、申万石油石化指数与沪深300指数



资料来源: 万得, 中银证券

图表 55. SW 基础化工指数市盈率 TTM、市净率



资料来源: 万得, 中银证券

图表 56. SW 石油石化指数市盈率 TTM、市净率



资料来源: 万得, 中银证券

小结及展望

2022年全球经济增长放缓。2022年1-9月，化工行业化学原料与化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业等一级子行业营收保持增长态势，然而同比增速在2021年大幅提升后不断回落。

2022年1-9月，化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业利润总额同比分别下降62.5%、11.1%，化学原料及化学制品利润总额同比增长1.2%。行业利润总额增速大幅回落，一方面由于2021年基数偏高，另一方面俄乌冲突等影响带来的大宗商品价格波动也导致不同子行业盈利分化。从库存数据来看，相比于此前的库存周期，当前库存水平更高，且国内外需求均较弱，本轮主动去库存的周期或延长。

产品价格方面，2022年国际大宗商品价格大幅上涨后由高位波动下行。2022年三季度受全球宏观增长放缓、成本端支撑减弱、下游需求疲软等影响，国内石油和天然气开采业、化学原料和化学制品制造业等相关产品价格涨幅回落，叠加去年高基数效应，PPI持续下行。截至2022年11月18日，重点跟踪的化工产品中2022年内均价较2021年均价上涨的产品占59.4%，涨幅超过30%的占比15.8%，其中6个品种均价同比上涨超50%，分别是NYMEX天然气、离子膜烧碱、浆粕阔叶浆、磷矿石、氯化钾、纯吡啶。

三季度行业盈利环比下降：2022年前三季度基础化工行业营收同比增长18.99%，归母净利润同比增长5.26%；行业销售毛利率、销售净利率为22.02%、11.74%，同比分别下降2.62pcts、1.39pcts；行业ROE（摊薄）为11.73%，同比下降0.93pcts；三季度基础化工行业营收环比二季度下降11.41%，归母净利润环比下降44.92%，销售毛利率、销售净利率、ROE环比二季度分别下降4.35pcts、4.98pcts、2.39pcts。2022年前三季度石油石化行业营收同比增长26.60%，归母净利润同比增长15.12%；ROE（摊薄）为8.12%，同比上升0.65pcts；行业平均毛利率、平均净利润率分别为17.21%、3.97%，同比分别下降1.74pcts和0.79pcts；三季度石油石化行业营收环比二季度基本持平，归母净利润环比下降32.75%；行业平均毛利率、平均净利率环比二季度分别降低3.23pcts、1.51pcts。

展望2023年：

需求端来看，当前下游需求低迷，未来内外需有望复苏。受海外通胀高企、疫情抑制消费需求等因素影响，我国汽车、地产、家电等市场持续疲软态势，疫情过后需求端有望迎来复苏，尤其需关注稳增长等政策后续发力。随着国家防疫政策的优化，宏观经济环境有望逐渐改善，化工行业下游需求或持续提升，地产等产业链相关化学品需求有望向好。农业领域，农产品价格相对高位，粮食安全关注度提升，全球农化产业或将维持相对景气。另外，受到俄乌冲突、欧洲天然气供需格局紧张、海外能源价格高企等因素影响，欧洲化工品生产成本大幅上涨，海内外价差拉大，有利于我国化工品出口。在国内民营石化等项目陆续投产后，国内石化乃至多个化工子行业在全球竞争力持续提升。另一方面，半导体、新能源、航空航天、军工等领域关键材料的自主化日益关键，相关领域的优秀企业迎来发展良机。

供给端来看，自2019年末疫情爆发以来，化工行业各子行业的固定资产投资完成额累计同比于2020年触底，此后冲高回落。化学原料及化学制品制造业、塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比于2021年一季度达到极高峰值后回落，化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比则于2022年一季度达到极高峰值后回落。根据国家统计局数据，2022年1-10月化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比增长20.4%，化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比增长27.0%，塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比增长8.6%。

从化工行业上市公司在建工程数据来看，2022年前三季度化工行业在建工程为8,983.52亿元，较2021年前三季度同比增长14.02%。2022年前三季度中国石化、中国石油、东方盛虹、万华化学、荣盛石化、恒力石化、桐昆股份在建工程较高，合计占比达到71.55%，新增产能持续向龙头企业集中，未来行业集中度将继续提升。中长期来看，行业集中度持续提升，未来龙头企业将获得更多市场份额与更高盈利水平，我们对于行业中优秀龙头企业的长期发展与表现更加乐观。

成本端，2022年上半年受俄乌冲突影响，国际油价突破上行；2022年下半年受美联储持续加息，全球经济衰退担忧加剧，以及欧洲经济低迷，中国需求偏弱等因素影响，国际油价较二季度略有回落，但仍处于历史高位水平。2023年全球原油需求有望继续提升，但增速放缓。当前全球原油库存仍处于低位水平。供应端，OPEC油气产量存在提升空间，但需关注政策变化。基于以上考虑，我们认为**2023年原油供需关系趋于平衡，供应紧张的局面将逐步缓解，原油价格重心有望高位回落**，预计全年价格区间为60-90美元/桶，2023年下半年布伦特原油价格或将降至75美元/桶以下，但需要警惕OPEC减产政策、俄乌冲突、国内疫情防控政策变化等因素可能对油价带来的意外冲击。

从估值的角度，截至2022年11月25日，SW基础化工（2021年版）市盈率（TTM剔除负值）为14.50倍，处在历史（2002年至今）的4.15%分位数，市净率为2.31倍，处在历史水平的33.40%分位数；SW石油石化（2021年版）市盈率（TTM剔除负值）为11.47倍，处在历史（2002年至今）的1.60%分位数，市净率为1.28倍，处在历史水平的3.73%分位数。当前板块处于历史估值低位。

受全球宏观经济和疫情等因素影响，2022年下半年行业景气度较为低迷，预计未来宏观经济环境向好，需求端有望复苏，维持行业**强于大市**评级。带有成长属性的新材料企业有望穿越需求波动周期，一体化龙头企业当前进入长线布局时点。建议关注以下投资线索：

- 1、龙头企业抗风险能力强，欧洲高能源背景下有望受益，关注新能源新材料领域持续延伸。推荐：万华化学、新和成、华鲁恒升。
- 2、民营石化公司盈利有望触底向好。油价有所回落后，看好国内民营石化的长期发展，并看好民营炼化公司进入新能源、高性能树脂、可降解塑料等极具成长性的新材料领域。推荐：荣盛石化、东方盛虹、卫星化学、桐昆股份，关注：恒力石化。
- 3、国产替代需求迫切，新材料有望延续高景气。下游新增产能逐渐投放，预计半导体、新能源材料等企业产销将持续保持旺盛。推荐：万润股份、晶瑞电材、雅克科技、蓝晓科技、国瓷材料、安集科技、皇马科技、光威复材，关注：鼎龙股份、华特气体。
- 4、氟化工景气度有望向好，农药等预计维持较高景气。三代制冷剂配额即将落地，新能源产业快速发展，氟化工相关产品需求扩张，优质氟化工企业将受益。农药企业产能扩张产品升级，持续成长性值得期待。推荐：巨化股份、利尔化学、联化科技，关注：先达股份。另外，“稳增长”下基建有望持续发力，部分建筑结构材料企业将受益。推荐：苏博特。

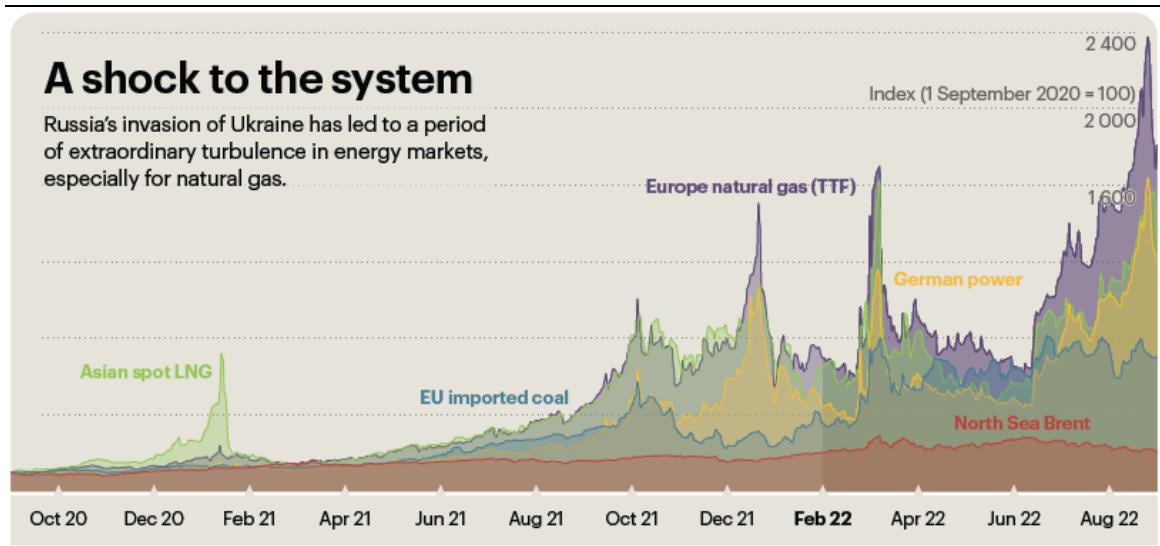
优质龙头公司与民营油气公司的扩张与产业链延伸

欧洲制造业或加速外移，中国化工产业优势有望凸显

俄乌冲突重塑全球供应链，欧洲化工制造业有望加速外移。受俄乌冲突影响，截止到 2022 年 11 月 22 日，荷兰 TTF 天然气期货价格同比上涨 238.21%，欧洲 ARA 三港动力煤现货价同比上涨 134.47%，欧洲布伦特原油价格上涨 42.10%。短期来看，俄乌冲突造成欧洲能源供应危机，原油、天然气、煤炭价格持续上行，加剧欧洲经济衰退风险。长期来看，全球能源供应体系有望重塑，一方面，欧洲将提高 LNG 在天然气供应中的占比，并加速传统能源向新能源转型的步伐，两者都会提升欧洲的能源供应成本；另一方面，俄罗斯的管道天然气将由欧洲转向亚太地区，尤其是中国和印度。近年中国与俄罗斯的管道天然气业务高速发展，中俄东线天然气管道于 2019 年末启动，2021 年已实现供气 100 亿立方，设计的年总输气量为 380 亿立方米，未来几年输气量还将稳步提升。2022 年以来，中俄新增远东管线合作计划，该管道的设计年供应量为 100 亿立方米，此外，途经中蒙俄三国的西伯利亚 2 号管道项目取得进展，该管线有望额外增加 500 亿立方/年的输气量。未来，我国天然气进口有望来源更加多元化，成本更加低廉。

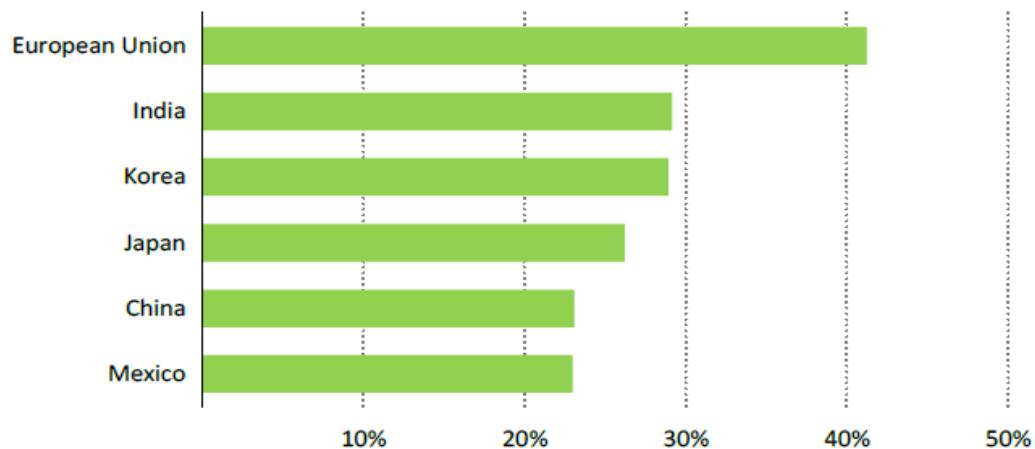
根据国际能源署 (IEA) 2022 年全球能源展望的数据，预计到 2030 年，欧洲和美国的石油天然气消费量都将持续减少，中国的油气消费量将继续增长。对于化工产业而言，原油、天然气、煤炭是最主要的上游原料，我们认为，全球化工制造业的重心或将进一步向亚太地区转移，相比于欧洲，中国的成本优势及市场优势将持续增强。

图表 57. 欧洲化石能源价格走势



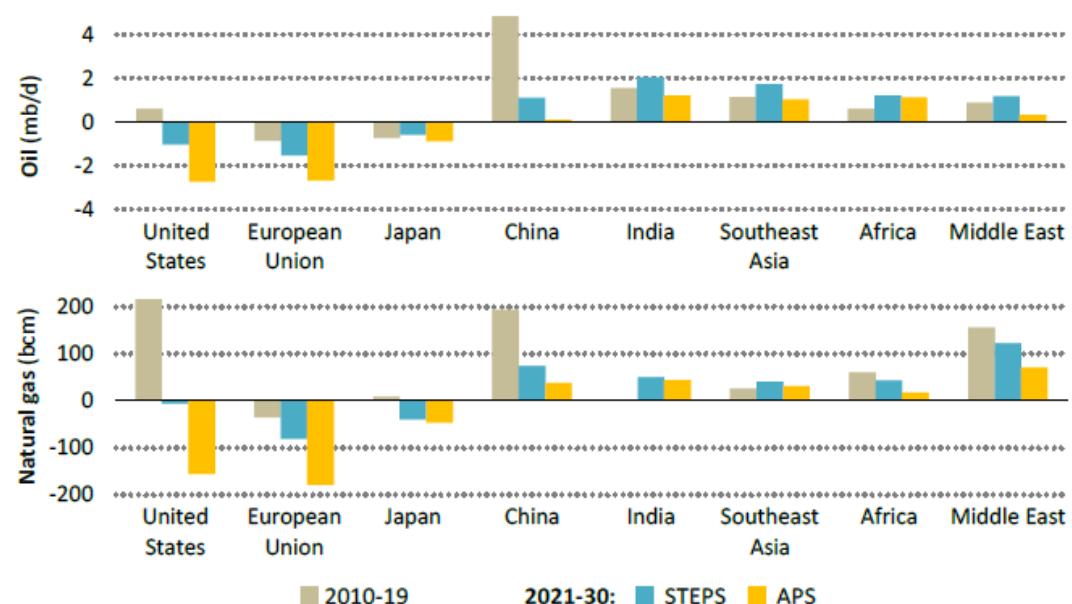
资料来源：IEA，中银证券

图表 58. 2022 年全球各地电力成本增长率



资料来源: IEA, 中银证券

图表 59. 石油、天然气需求变化预测 (2021-2030)



资料来源: IEA, 中银证券

图表 60. 部分欧洲化工巨头在华新增投资

企业	项目名称	投资规模	进展
巴斯夫	湛江一体化基地	约 100 亿欧元	在建, 计划于 2030 年建成
英力士	与中国石化一系列合资合作协议	70 亿美元	2022 年 7 月份新签拟建
壳牌	中海壳牌惠州三期乙烯项目	56 亿美元	2022 年 9 月份新签拟建
英威达	己二腈生产基地项目	70 亿元	2022 年 11 月份建成落地
科思创	水性聚氨酯分散体 (PUD) 和弹性体项目、聚碳酸酯回收再生材料共混生产的物理回收 (MCR) 生产线项目	数千万欧元	在建, 计划于 2024 年竣工建成
科莱恩	Exolit® OP 无卤阻燃剂工厂	6,000 万瑞士法郎	在建, 预计 2023 年竣工

资料来源: 证券时报, 中国石化新闻网, 中银证券

龙头企业抗风险能力强，新能源材料布局加速

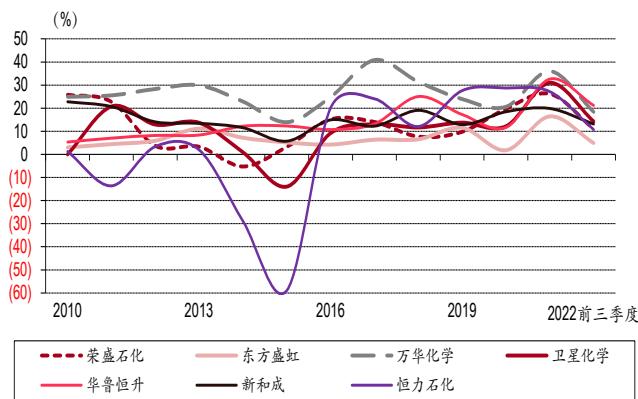
优秀企业持续扩张，资本开支稳定增长。2022年以来，东方盛虹、万华化学、恒力石化在建工程增加明显，新和成、华鲁恒升在建工程稳健增长，荣盛石化完成较大规模的在建工程向固定资产转化。优秀龙头企业不仅在原有主营业务上持续扩产，同时保持着偏高或者持续上升的研发支出占比，为其寻求新的发展领域，在新材料相关领域进行布局提供技术储备和支持，具备较高的成长性，同时，在海外化工产业向国内转移的趋势下，国内龙头企业有望受益。

图表 61. 优秀龙头企业资本开支情况

	在建工程 (亿元)				固定资产 (亿元)			
	2019	2020	2021	2022年三季度	2019	2020	2021	2022年三季度
荣盛石化	431.8	881.9	1,085.5	420.8	712.7	860.0	1,233.5	2,029.9
东方盛虹	30.2	137.7	599.7	756.4	133.5	137.7	311.9	375.3
万华化学	240.7	232.6	293.5	422.0	374.8	563.7	652.3	668.2
卫星化学	46.5	121.0	78.9	81.5	40.7	45.4	127.4	152.6
华鲁恒升	5.4	34.7	12.4	29.1	119.3	112.5	160.8	154.4
新和成	61.0	13.3	29.8	34.6	77.7	139.1	143.2	164.9
恒力石化	242.9	42.0	77.8	225.3	830.8	1,218.5	1,227.3	1,196.6

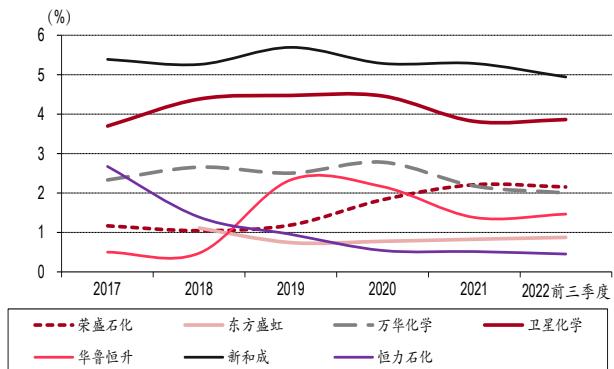
资料来源：万得，各公司公告，中银证券

图表 62. 龙头企业 ROE (摊薄) 情况



资料来源：万得，中银证券

图表 63. 龙头企业研发支出占收入比重



资料来源：万得，中银证券

依托产业链优势，龙头企业抗风险能力优异。受制于成本上行，需求疲软，三季度万华化学、华鲁恒升、新和成归母净利润环比分别下滑 35.61% 和 50.76%、21.12%，而同期基础化工行业、氮肥行业归母净利润分别下滑 44.92% 和 61.56%。极端行情下，龙头企业依托产业链一体化带来的成本优势及产品协同优势，盈利能力明显强于行业平均水平，业绩韧性再次凸显。

延伸原有产业链，布局新能源材料。龙头企业业务扩张的方向主要有两个，其一，以现有业务为核心，扩充主力产品产能的同时向产业链上下游其他相关产品延伸，旨在通过产品间的协同优势，降低整体运营成本，进一步扩大公司的行业优势。其二，加大新材料，尤其是新能源材料的产业布局，其中包括光伏、锂电、风电等化工原材料，航空航天、汽车、机械等高端工程材料，以及可降解塑料、生物合成等新兴材料。

2022年以来，化工龙头企业的新材料业务进展迅速，浙石化 30 万吨/年的光伏级 EVA 产品顺利投放市场，东方盛虹 800 吨 POE 试装置完成建设，万华化学 4 万吨尼龙 12 项目正式投产运行。当前，化工龙头企业在新能源材料产业已具备一定影响力，华鲁恒升拥有国内电子级 DMC 最大产能，万华化学在 POE 光伏粒子国产化方面具备技术领先优势，东方盛虹、荣盛石化跻身全球光伏 EVA 胶膜粒子一流供应商行列。未来，化工龙头企业在新能源材料的影响力将持续提升。

图表 64. 优秀龙头企业在新材料领域布局及进展

龙头企业	新材料	应用领域	进度
荣盛石化	EVA	光伏胶膜	控股子公司浙石化 30 万吨已投产, 未来规划新增产能 70 万吨
	POE	光伏胶膜	控股子公司浙石化规划新增产能 40 万吨
	DMC	锂电池电解液溶剂	20 万吨产能已投产, 未来规划新增产能 20 万吨
	丙烯腈	碳纤维, 工程塑料	浙石化 52 万吨产能已投产,
东方盛虹	双酚 A/PC	工程塑料, 粘胶剂	PC 浙石化 52 万吨产能已投产
	EVA	光伏胶膜	斯尔邦 EVA 产能约 30 万吨/年, 其中光伏级 EVA 年产能超 20 万吨, 未来规划新增产能 70 万吨
	丙烯腈	碳纤维, 工程塑料	已有产能 78 万吨, 明年预计新增 26 万吨
	POE	光伏胶膜	800 吨中试项目于 9 月底投产, 未来的远期规划是 50 万吨产能
万华化学	超分子量聚乙烯	锂电隔膜	2 万吨产能有望年底建成投产
	PBAT	可降解塑料	18 万吨规划产能, 上游配套 34 万吨顺酐产能, 30 万吨 BDO 产能
	三元正极材料	锂电池	1 万吨/年已投产
	磷酸铁锂	锂电池	5 万吨/年在建
	PA12	高端尼龙	4 万吨产能于三季度投产
	PBAT	可降解塑料	6 万吨/年产能已投产
	POE	光伏胶膜, 薄膜等	中试产品已出, 规划工业产能 40 万吨/年
	NMP	锂电池组分	8 万吨/年 NMP 项目仍在建
卫星化学	双氧水	光伏、半导体	现有年产能 22 万吨, 能达到 G1、G2 标准, 在建年产能 25 万吨, 计划达到 G3、G4 级
	VC/FEC	锂电池电解液溶剂添加剂	绿色新材料产业园项目有序推进
	EAA	电池电极和隔膜	与韩国 SK 合建产能 4 万吨/年
	长链 α-烯烃/POE	生物燃料, 光伏胶膜	年产 1,000 吨 α-烯烃工业试验装置项目预计年底完成建设并试生产
华鲁恒升	DMC	锂电池电解液溶剂	已有产能为 30 万吨/年, 在建产能 30 万吨/年
	PBAT	可降解塑料	目前仍在建: 公司拟在德州园区建 12 万吨/年 PBAT 可降解塑料项目, 荆州项目包括 3 万吨/年 PBAT
	尼龙 66	工程塑料, 合成纤维	规划年产能 8 万吨
	NMP	锂电池组分	荆州项目 10 万吨/年 NMP
新和成	PPS	风电材料等	PPS 三期年产 7,000 吨项目试车进展顺利, 负荷逐步提升
	PPA 等	尼龙产业链	正在中试
	DMC	锂电池电解液溶剂	规划产能 20 万吨
恒力石化	PBAT	可降解塑料	已有产能 3.3 万吨, 在建的 45 万吨产能有望于 2022 年底建成投产
	锂电隔膜	锂电池	年产能达 16 亿平方米的湿法锂电池隔膜生产线, 预计 2023 年 6 月份完成设备交付

资料来源: 各公司公告, 中银证券

注: 进度信息摘自各公司 2022 中报及公司公告

相比传统化工领域, 新材料行业多具有技术壁垒高、利润空间大、应用场景细化等特点。同时, 新材料的下游客户验证及产品推广往往具有更长的时间周期, 化工龙头企业在向新材料产业扩张的过程中, 公司的产品运营能力以及组织管理能力也会面临新的挑战。因此, 化工龙头企业新材料产业扩张的步伐或呈现稳中有进的特点, 加上新材料下游需求持续增长, 部分新材料供应紧张的局面仍有望延续。

民营大炼化盈利有望触底向好

高成本叠加弱需求，民营大炼化盈利触底。2022年，原油及主要化工品价格持续高位，同时新增产能陆续放量，大炼化企业营收保持高速增长，前三个季度，恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、东方盛虹合计营收达5,655.32亿元，同比增长39.12%。但受制于国内疫情影响反复，终端需求疲软，化工品价格向下游传导受阻，企业盈利大幅下滑，恒力石化、恒逸石化、荣盛石化前三季度净利润同比下滑均超40%，恒力石化、恒逸石化三季度甚至由盈转亏。我们认为，原料价格剧烈波动以及终端需求意外走弱，是特殊时期的短期情况，而且，短期的景气度下滑有助于加速行业落后产能出清，行业盈利持续恶化的风险不大，民营大炼化业绩已阶段性触底。

图表 65. 恒逸石化、荣盛石化、恒力石化、东方盛虹营业收入及增速

(单位：亿元)	2022年前三季度	同比(%)	2022年Q3	2022Q3同比(%)	2022Q3环比(%)
恒逸石化	1,233.16	27.54	660.01	15.43	110.23
荣盛石化	2,251.18	74.03	774.91	72.43	(1.94)
恒力石化	1,703.90	12.48	512.15	9.17	(22.13)
东方盛虹	467.08	86.26	164.66	75.43	(0.02)

资料来源：万得，各公司公告，中银证券

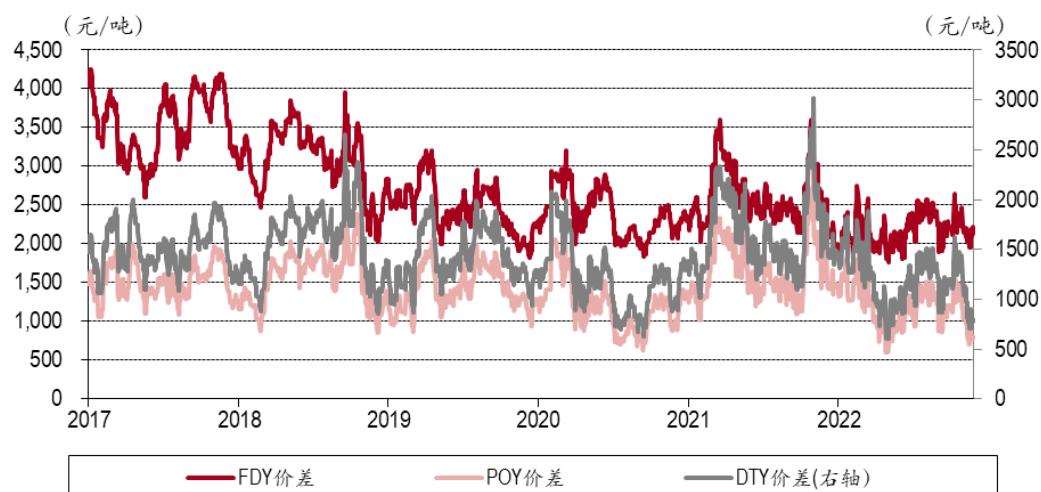
图表 66. 恒逸石化、荣盛石化、恒力石化、东方盛虹归母净利润及增速

(单位：亿元)	2022年前三季度	同比(%)	2022年Q3	2022Q3同比(%)	2022Q3环比(%)
恒逸石化	13.17	(57.27)	(4.96)	转亏	转亏
荣盛石化	54.51	(46.15)	0.84	(97.64)	(96.27)
恒力石化	60.87	(52.12)	(19.39)	转亏	转亏
东方盛虹	15.77	10.24	(0.59)	转亏	转亏

资料来源：万得，各公司公告，中银证券

需求修复叠加成本下行，盈利有望快速修复。聚酯是芳烃产业链下游主要产品，当前POY、FDY、DTY等产品价差均处于2017年以来的最低水平，此外苯乙烯、聚丙烯、聚氯乙烯、环氧丙烷等烯烃产业链化工品，行业毛利润跌至盈亏线附近。展望明年，随着国内稳增长政策落地，房地产、家电等行业终端需求改善，烯烃产业链盈利有望提升至合理水平，同时，预期疫情冲击减弱，海外经济合作增加，纺织服装行业出口业务有望回暖，以及国际地缘政治冲突缓解，原油价格企稳回落，民营大炼化企业的盈利有望迎来快速修复。

图表 67. 涤纶长丝价差变化



资料来源：CCF，中银证券

大炼化核心竞争力依然突出。相比于传统炼化企业，炼化一体化企业具有以下优势：一、规模化优势，降低投资成本；二、石油资源利用率高，降低原料成本；三、产品结构调整灵活，降低经营成本；四、产品种类丰富，可满足市场的多样化需求；五、大化工平台优势，具备更强增长潜力。目前全球主要炼化生产基地主要集中在美国墨西哥湾、日本东京湾、新加坡裕廊岛、韩国蔚山、沙特朱拜勒和延布、比利时安特卫普等地，多为炼化一体化生产基地，民营大炼化是国内稀缺的具备国际竞争力的优质炼厂。

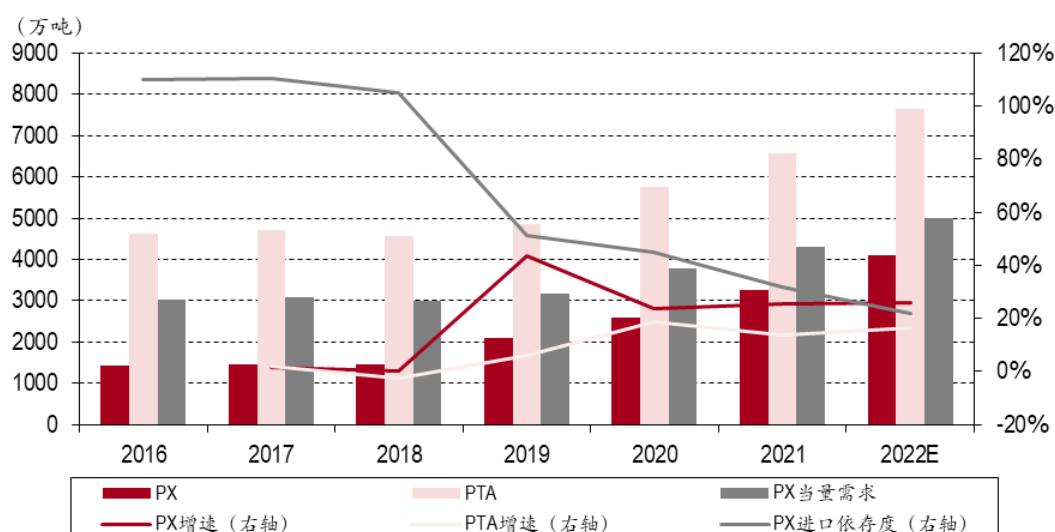
图表 68. 民营大炼化项目投产情况

公司	炼化项目	原油一次加工能 (万吨)	主要产品	投产时间
恒逸石化	文莱 PMB 项目	800	成品油 600 万吨、芳烃 200 万吨	2019 年 11 月
荣盛石化和 桐昆股份	浙石化一期	2,000	汽油 378 万吨、柴油 173 万吨、航空煤油 284 万吨、PX 400 万吨、 纯苯 452 万吨、150 万吨乙烯及下游聚乙烯、苯乙烯、MMA、PC 等	2019 年 12 月
荣盛石化和 桐昆股份	浙石化二期	2,000	成品油 820 万吨、纯苯 60 万吨、苯乙烯 400 万吨、PX 400 万吨、 乙烯及下游聚乙烯、聚丙烯、PC、C4C9 树脂橡胶等	2021 年 12 月
恒力石化	恒力炼化	2,000	汽油 460 万吨、柴油 161 万吨、航空煤油 370 万吨、PX 450 万吨、 纯苯 97 万吨、聚丙烯 43 万吨	2019 年 3 月
东方盛虹	盛虹炼化	1,600	汽油 240 万吨、柴油 200 万吨、航空煤油 150 万吨、PX 280 万吨、 苯乙烯、EVA、丙烯腈等	2022 年 5 月

资料来源：各公司公告，中银证券

民营炼化上游项目逐步完成投产，第一阶段发展目标达成。盛虹炼化常减压蒸馏装置于 2022 年 5 月份进行投料，1,600 万吨/年炼化一体化项目有望于四季度完成全流程开车。届时，以恒力石化、荣盛石化、东方盛虹为代表的民营炼化企业全部完成投产，原油-PX-PTA-涤纶丝的产业链将彻底打通。2019 年以来，民营大炼化项目累计为国内市场新增 PX 产能 1,530 万吨、乙烯产能 680 万吨，有效提升了国内 PX、乙烯自给率，并推动恒力石化成为全球最大的 PTA 生产企业，荣盛石化成为全球 PX 龙头企业，我国聚酯化纤产业链的全球竞争力得到进一步巩固提升。

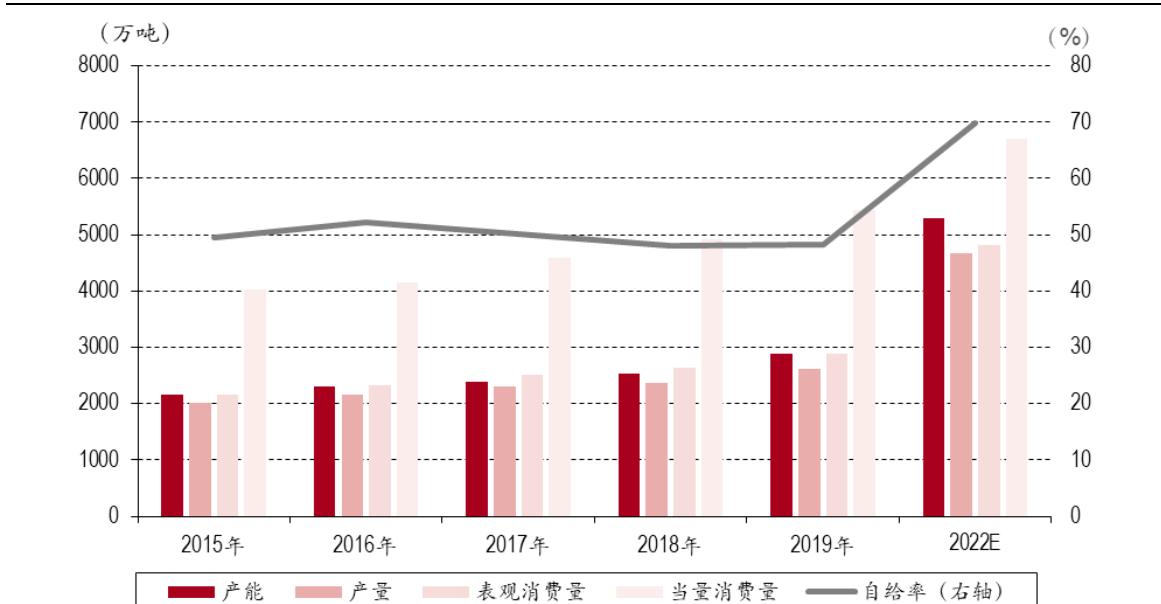
图表 69. PX 及 PTA 产能变化



资料来源：CCF，中银证券

进军烯烃及下游新材料，成长空间延续。根据中国石油集团经济技术研究院《国内外油气行业发展报告》的相关数据，2021年我国乙烯产能增加850万吨/年，自给率提升至66.2%。近年来，我国烯烃供应能力虽有增加，但远不能满足下游化工产业高质量发展的要求，未来仍有较大的提升空间。民营大炼化企业积极向烯烃产业链进军，加大下游产业链布局，2022年以来，仅荣盛石化和恒力石化两家企业在烯烃产业链的新增投资就超过1,500亿元。大炼化企业在烯烃产业链加码布局，一方面可以进一步提升国内烯烃产业的自给率，另一方面，可以进一步优化其产品结构，增加高附加值品种占比，促进主营业务向新材料产业升级。相比于国内其他烯烃生产企业，大炼化企业具有显著的规模优势、原料优势、资本优势，未来，烯烃及下游新材料有望成为民营大炼化新的业务增长点。

图表 70. 国内乙烯供需情况及预测



资料来源：中国石油和化学工业联合会，中银证券

图表 71. 2022 年大炼化企业烯烃产业链新增项目

企业	烯烃产业链部分在建项目	投资规划 (亿元)
恒力石化	160 万吨/年精细化工项目	155.9
	160 万吨/年高性能树脂及新材料项目	199.88
	140 万吨/年乙烯及下游化工装置	345
荣盛石化	高性能树脂项目	192
	高端新材料	641

资料来源：各公司公告，政府环评网站，中银证券

推荐个股

- 1、龙头企业抗风险能力强，欧洲高能源背景下有望受益，关注新能源新材料领域持续延伸。推荐：**万华化学、新和成、华鲁恒升**。
- 2、民营石化公司盈利触底向好，并看好民营炼化公司进入新能源、高性能树脂、可降解塑料等极具成长性的新材料领域。推荐：**荣盛石化、东方盛虹、卫星化学、桐昆股份**，关注：**恒力石化**。

图表 72. 主要推荐的化工龙头及民营炼化上市公司

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	每股净收益 (元/股)		市盈率 (x)		推荐逻辑
				2022E	2023E	2022E	2023E	
002001.SZ	新和成	买入	20.09	1.3	1.55	15.41	12.93	·维生素产销量稳健，价格有望企稳回暖。 ·多个精细化工产品项目进度稳步推进。
600426.SH	华鲁恒升	买入	32.52	3.55	3.77	9.16	8.63	·新材料项目陆续投产，DMC、PBAT等材料持续放量。 ·荆州基地进入全面建设阶段，增量可期。
002648.SZ	卫星化学	买入	15.83	1.13	1.82	8.68	12.06	·主要产品产销形势良好，业绩有望维持稳健增长。 ·C2、C3产品产能继续增加，新材料产品布局正在加快。
600309.SH	万华化学	买入	91.2	5.5	6.42	16.59	14.2	·海外成本高企，聚氨酯出口有望受益。 ·新材料项目稳步投产。
002493.SZ	荣盛石化	买入	13.25	0.65	1.04	20.52	12.79	·浙石化产能释放，新材料布局加速。 ·“炼化-聚酯-新材料”产业链矩阵蓄势待发，一体化优势明显。
000301.SZ	东方盛虹	买入	14.14	1.04	2.01	13.54	7.03	·EVA维持高景气，有望贡献业绩弹性。
601233.SH	桐昆股份	买入	15.19	2.16	2.98	7.03	5.10	·聚酯产业链有望回暖，新产能陆续投产。

资料来源：万得，中银证券

注：股价截至 12 月 5 日

自主可控日益关键，关键新材料迎来发展良机

“十四五”期间新材料产业将保持高增速

新材料是支撑我国制造业升级换代的基础，在我国制造业转型道路上具有重要的战略意义。根据科技部数据，我国新材料产业相关的技术市场合同金额已由 2007 年的 142 亿元增至 2020 年的 1,220 亿元，年化增速达 18%。在新的国际形势下，部分国家对关键技术和产品的出口不断设置壁垒，我国新材料产业亟待在不同下游领域进行进口替代。

图表 73. 近年国内部分新材料相关规划和支持政策

颁布时间	单位	政策名称
2017/01	工信部、财政部、科技部	《新材料产业发展指南》
2017/04	科技部	《“十三五”材料领域科技创新专项规划》
2017/05	科技部	《“十三五”先进制造技术领域科技创新专项规划》
2017/11	发改委	《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020 年）》
2018/01	工信部、财政部、科技部	《国家新材料生产应用示范平台建设方案》
2018/01	工信部、财政部	《国家新材料测试评价平台建设方案》
2018/03	工信部、发改委、科技部等九部委	《新材料标准领航行动计划（2018—2020 年）》
2018/04	工信部、财政部	《国家新材料产业资源共享平台建设方案》
2020/12	工信部、银保监会	《关于开展重点新材料首批次应用保险补偿机制试点工作的通知》
2021/11	工信部	《重点新材料首批次应用示范指导目录（2021 年版）》
2022/03	工业和信息化部、国家发展和改革委员会、科学技术部等六部门	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》

资料来源：中国政府网，中华人民共和国科学技术部，国家发展改革委办公厅，中华人民共和国工业和信息化部，中华人民共和国财政部，中银证券

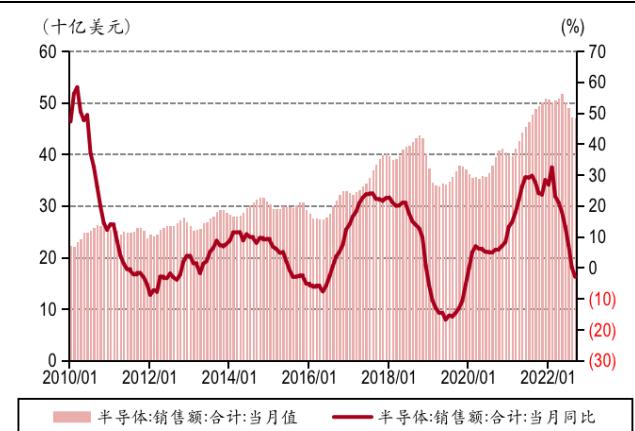
根据工信部《重点新材料首批次应用示范指导目录（2021 年版）》所罗列的 350 种新材料，新材料可分为先进钢铁材料、先进有色金属、先进化工材料、先进无机非金属材料等，其中化工新材料达 123 种，化工是新材料中占比最高的行业。

目前已有多个省份发布“十四五”新材料产业规划，2022 年 2 月印发的《安徽省“十四五”新材料产业发展规划》中指出，“十四五”期间安徽省新材料产值年均增速保持 20% 以上，力争 2025 年产值规模突破 1 万亿元；建成安徽省新材料研究院，新培育 5 家以上国家级创新平台、15 家以上省级创新中心、10 个以上创新联盟等科技创新载体；培育 3 家以上千亿级产值的行业龙头企业，20 家以上百亿级的行业优势企业，30 家以上国家级制造业单项冠军和隐形冠军企业，500 家以上高新技术企业；重点打造硅基新材料、先进化工材料、先进金属材料、高性能纤维及复合材料、生物医用材料 5 大千亿级产业集群。新材料产业的蓬勃发展将为布局新材料的化工企业带来快速成长的机会。

半导体材料进口替代持续推进

随着 5G、物联网、人工智能、智能驾驶、云计算和大数据、机器人和无人机等新兴领域的蓬勃发展，半导体产业具备长期成长性，但销量出现震荡。根据美国半导体产业协会数据，2021 年全球半导体产业销售额为 5541 亿美元，同比增长 25.73%；2022 年三季度全球半导体产业销售额为 1,410 亿美元，同比下降 2.62%，环比 2022 年二季度下降 7.54%，在 2022 年上半年强劲增长之后，受到全球疫情、经济衰退等影响，近几个月全球半导体产业销售有小幅下滑。

图表 74. 全球半导体产业销售额



资料来源：美国半导体产业协会，万得，中银证券

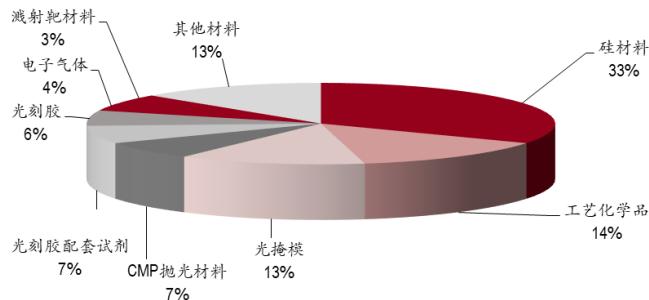
图表 75. 台股半导体材料营收



资料来源：万得，中银证券

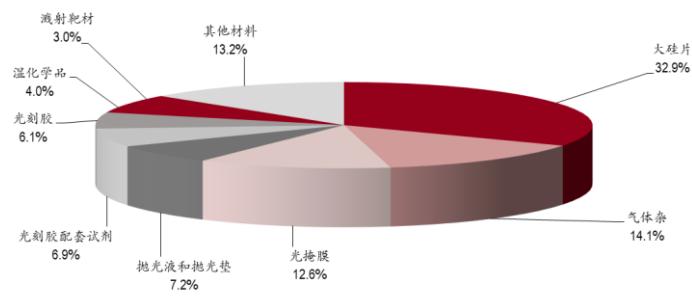
根据 SEMI，2022 年全球半导体材料市场将达 643 亿美元，较 2020 年的 553 亿美元增长了 16.27%，创历史新高。其中晶圆制造材料市场规模为 417 亿美元，同比增长 19.48%，大硅片、湿电子化学品、CMP 抛光材料和掩膜版的增长最为显著；封装材料市场规模为 239 亿美元，同比增长 16.5%，有机基板、引线框架和键合丝增长最为迅速。中国大陆作为全球第二大半导体材料市场 2021 年增长最快，同比增长 21.9%，规模达到 119.3 亿美元；中国台湾仍然是全球最大的半导体材料市场，2021 年市场规模为 147.1 亿美元，同比增长 15.7%。根据 SEMI 预测，2022 年，半导体材料市场整体规模预计将增长 8.6%，达到 698 亿美元，创历史新高。

图表 76. 全球半导体晶圆制造材料市场规模占比



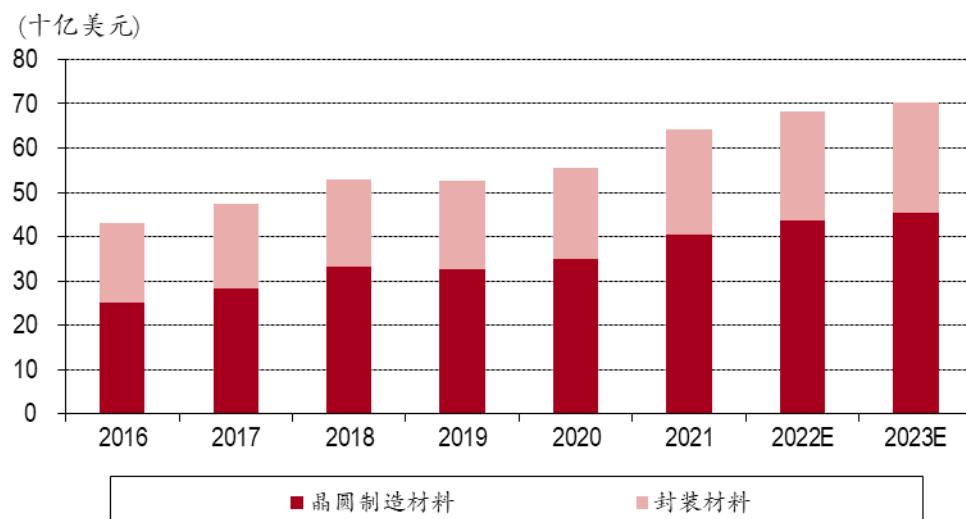
资料来源：SEMI，中银证券

图表 77. 中国半导体晶圆制造材料市场规模占比



资料来源：中商情报网，中银证券

图表 78. 全球半导体材料市场规模

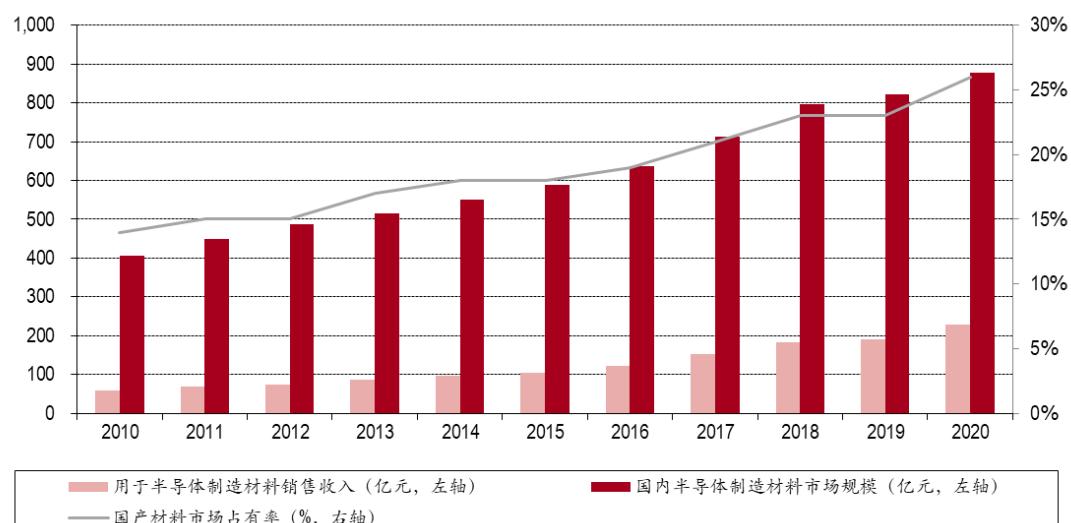


资料来源: SEMI, 中银证券

我国在集成电路设计和制造环节与全球领先厂商仍有较大差距，半导体材料国产化率不高。国内半导体制造材料国产化率近年提升较快，但除高纯试剂、电子特气等材料之外，国产化率总体仍处较低水平，尤其中高端产品仍主要依赖进口。以硅片为例，我国硅片产业起步较晚，国产化处于持续进阶阶段，全球市场主要由信越化学、SUMCO 等少数厂商主导，国内厂商在大尺寸硅片尤其是 12 英寸仍有巨大进步空间。在当前行业发展背景下，半导体材料与设备的国产替代重要性日益凸显，成长空间广阔。

美国限制加码导致供应短缺，自主可控刻不容缓。10 月 7 日，美国商务部下属的工业和安全局 (BIS) 发布多项对华出口管制措施，其中包括在美国国外生产的产品，旨在限制中国获得先进计算芯片、开发和维护超级计算机以及制造先进半导体的能力。关键材料的自主可控刻不容缓。

图表 79. 半导体材料国产化情况



资料来源: ICMtia, 中银证券

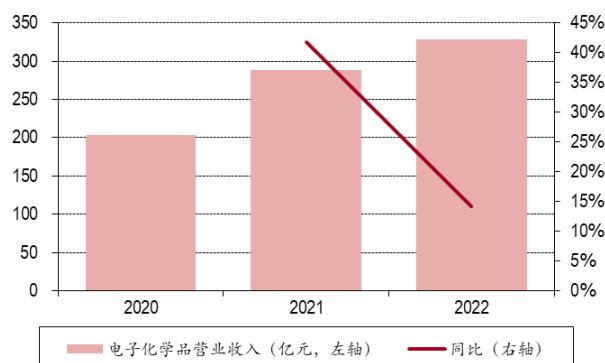
半导体材料、电子化学品营收向好，净利润略有下滑。2022 前三季度，我国半导体材料营业收入 219.29 亿元，同比增长 6.04%，归母净利润 13.90 亿元，同比增长 22.54%；电子化学品营业收入 329.04 亿元，同比增长 14.14%，归母净利润 39.44 亿元，同比增长 24.24%。三季度单季度来看，半导体材料营业收入同比增长 2.37%，环比增长 11.99%；归母净利润同比增长 26.48%，环比下降 7.96%。电子化学品营业收入同比增长 3.70%，环比下降 2.35%；归母净利润同比下降 5.07%，环比下降 43.86%。板块中公司与半导体相关业务增速保持较高态势，但受公司其他业务等影响，三季度总体盈利有所下滑。

图表 80. 2022 年三季度我国半导体材料、电子化学品业绩情况

	2020 年 Q3 归母净利润 (亿元)	2021 年 Q3 归母净利润 (亿元)	2022Q3 归母净利润 (亿元)	22Q3 环比 22Q2 (%)	22Q3 同比 21Q3 (%)
电子化学品	9.77	10.36	9.83	(43.86)	(5.07)
半导体材料	4.53	3.86	4.89	(7.96)	26.48
	2020 年 Q3 营业收入 (亿元)	2021 年 Q3 营业收入 (亿元)	2022 年 Q3 营业总收入 (亿元)	22Q3 环比 22Q2 (%)	22Q3 同比 21Q3 (%)
电子化学品	73.03	105.20	109.10	(2.35)	3.70
半导体材料	58.83	76.73	78.55	11.99	2.37
	2020 年 Q3 毛利率 (%)	2021 年 Q3 毛利率 (%)	2022 年 Q3 毛利率 (%)	22Q3 环比 22Q2 (%)	22Q3 同比 21Q3 (%)
电子化学品	31.90	26.42	25.65	(2.72)	(0.77)
半导体材料	13.41	12.33	14.92	(1.21)	2.58
	2020 年 Q3 ROE 薄 (%)	2021 年 Q3 ROE 薄 (%)	2022 年 Q3 ROE 薄 (%)	22Q3 环比 22Q2 (%)	22Q3 同比 21Q3 (%)
电子化学品	2.42	2.22	1.99	(1.60)	(0.23)
半导体材料	2.17	1.54	1.57	(0.24)	0.03

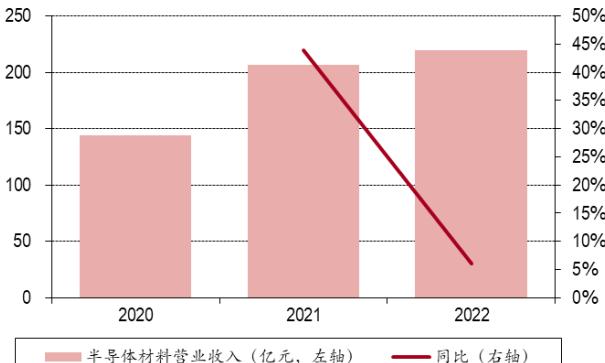
资料来源：万得，中银证券

图表 81. 2020-2022 年前三季度电子化学品公司营收



资料来源：万得，中银证券

图表 82. 2020-2022 年前三季度半导体材料公司营收



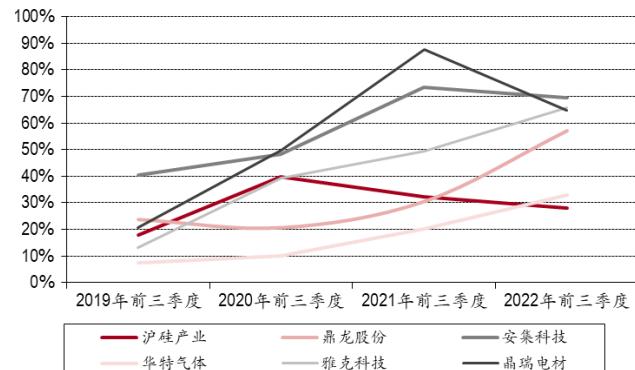
资料来源：万得，中银证券

图表 83. 电子化学品、半导体材料行业在建工程/固定资产比值



资料来源：万得，中银证券

图表 84. 电子化学品、半导体材料重点企业在建工程/固定资产比值



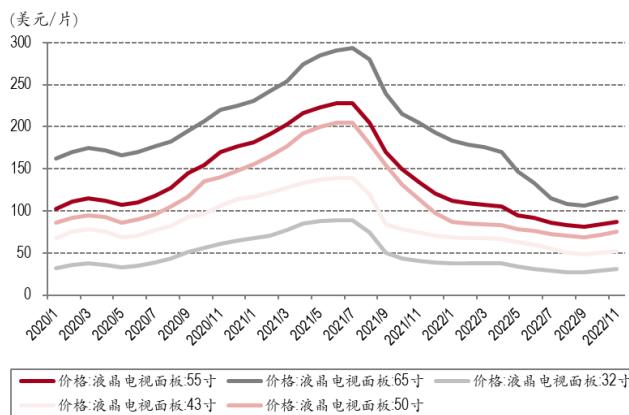
资料来源：万得，中银证券

下游面板景气度有望触底向好，显示材料国产替代持续进行

根据 DSCC 报告，第三季度在智能手机、智能手表、电视、平板电脑等应用市场，OLED 面板出货量、营收都出现下滑，其中智能手机 OLED 出货量同比减少 26%，面板收入同比减少 16%，但是在显示器、笔记本电脑、车载显示、游戏显示等应用市场出货量和营收均同比增长。

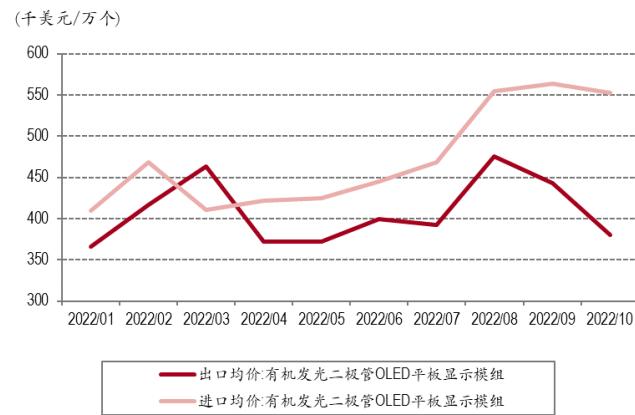
自 2021 年 8 月开始，由于新冠疫情反复、俄乌战争、海外通胀和欧洲能源危机交错影响，面板终端需求开始共振下行，至今已经呈现触底态势。从 2022 年 10 月开始，面板的价格开始呈现反弹，周期向上的拐点或正在呈现。

图表 85. 全球 LCD 面板价格已触底



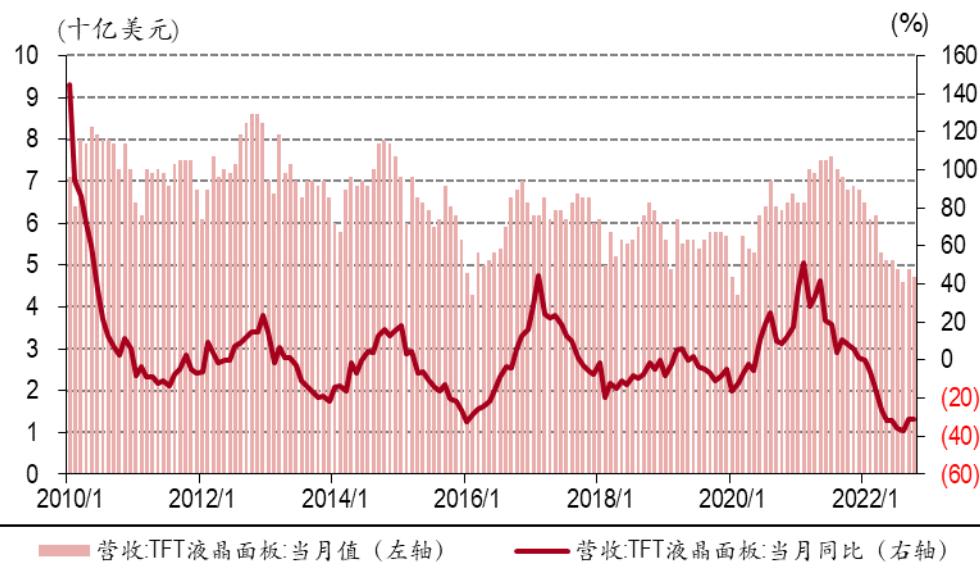
资料来源：万得，中银证券

图表 86. OLED 平板显示模组进出口价格



资料来源：万得，中银证券

图表 87. TFT 液晶面板全球营收当月值



资料来源：万得，中银证券

OLED 面板渗透率提升。近年来 OLED 面板在显示领域，尤其是智能手机显示屏领域的渗透率不断提升。TrendForce 在最新报告中指出，OLED 在手机市场的比重将由 2021 年的 42%，上升至 2023 年突破 50%。同时，Mini-LED 作为 LCD 技术的升级方向近年来得到了三星、TCL、华为、苹果等终端厂商的积极布局，被认为是未来主流显示技术的有力竞争对手。

根据中国光学光电子行业协会液晶分会（CODA）数据，全球新型显示行业 2021 年产值 2,472.84 亿美元，同比增长 13.1%，其中 TFT-LCD 面板产值达 992.42 亿美元，同比增长 25.4%。显示面板制造规模效应明显，产业链供应链结构复杂，物流、仓储成本偏高，区域集中发展优势明显。我国大陆地区面板生产能力和技术水平进一步提升，Omdia 预测 TFT-LCD 面板产能占比已达到全球的 60%，成为国际显示产业的重要一员。

液晶材料国产化率提升，需求量有望稳健增长。根据 CINNO 数据，2020 年我国混晶国产化率已达 60%，国产液晶材料内需、外需均呈上升趋势。目前我国显示行业材料正处于快速成长期，随着我国 LCD 面板快速成长为全球最大的生产和消费国，液晶材料国产化或将继续稳步上升。

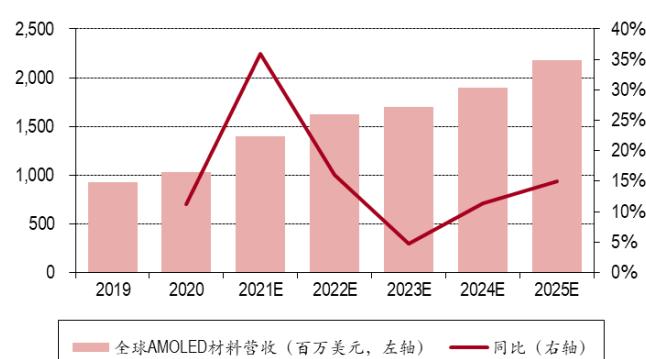
OLED 材料国产化率亟待提升。目前 OLED 有机发光材料主要市场份额仍掌握在国际企业手中，日韩厂商主要生产小分子发光材料，欧美厂商主要生产高分子发光材料。我国 OLED 有机发光材料厂商包括万润股份、奥来德、瑞联新材等，近年来发展迅速。

图表 88. 全球 OLED 材料销售金额



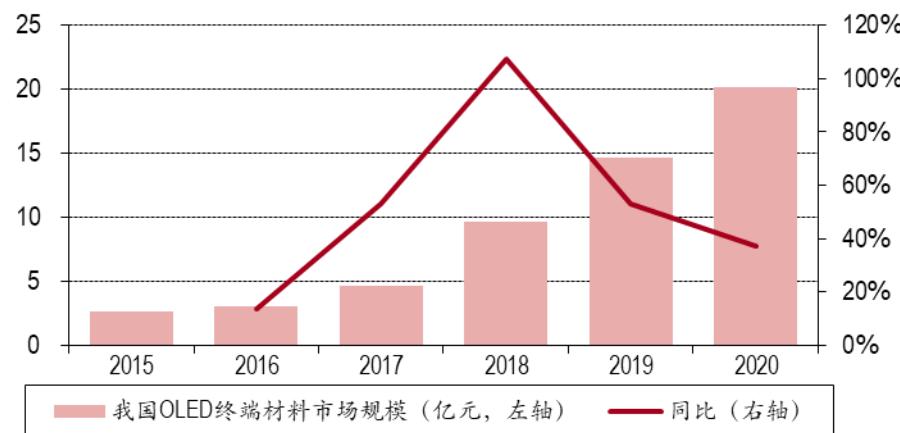
资料来源：Omdia，中银证券

图表 89. 全球 AMOLED 材料营收预测



资料来源：DSCC，中银证券

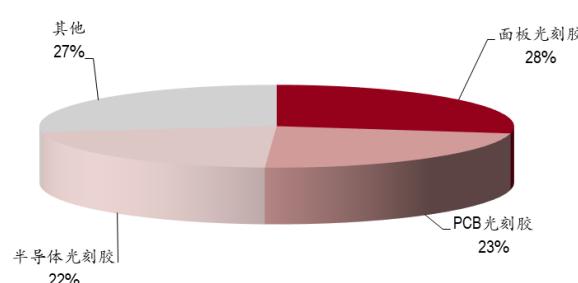
图表 90. 我国 OLED 终端材料市场规模



资料来源：万得，中银证券

面板光刻胶主要分为彩色光刻胶和黑色光刻胶、TFT 正性光刻胶、触摸屏用光刻胶三类。根据 Cision 预测，2022 年全球光刻胶市场规模将超过 105 亿美元，年化增长率约为 5%，其中面板光刻胶、PCB 光刻胶和半导体光刻胶的应用占比分别为 27.8%、23.0% 和 21.9%。未来伴随面板产能进一步向我国大陆地区集聚，我国显示用光刻胶市场规模仍将持续增长。

图表 91. 光刻胶应用占比



资料来源：Omdia，中银证券

图表 92. 国内面板光刻胶公司产能情况

企业	产能 (吨)	备注
雅克科技	6,000	3,000 吨正胶、3,000 吨彩胶；预计 2023 年彩胶、正胶各投产 9,840 吨
北旭电子	6,000	正胶
阜阳欣奕华	4,000	彩胶，可扩产至 8,000 吨
飞凯材料	5,000	4,500 吨正胶、500 吨负胶
容大感光	1,050	触摸屏用光刻胶、半导体用 g/i 线光刻胶等小批量生产；2022 年拟定增生产正胶
鼎材料科技	1,000	彩胶 (2018 年设计产能)
晶瑞电材	8,100	正胶、彩胶、触摸屏用光刻胶
江苏博砚	-	彩胶、黑胶

资料来源：DSCC，中银证券

显示材料企业业绩高增，看好上游液晶中间体、单体、混晶材料、OLED 材料、面板光刻胶等企业继续放量。我国企业在上游液晶中间体、单体产能布局已具备规模、成本优势，打入了 Merck、JNC 等国际一线混晶厂商的供应链体系，随着下游需求复苏，部分显示材料企业有望维持较高增速。

图表 93. 显示材料市场规模与相关上市公司

显示材料	2021 年国内市场规模 估计 (亿元)	A 股上市公司	其他公司
光学膜	498.56	激智科技, 长阳科技, 双星新材, 东材科技	日本东丽, 美国 3M
LCD 彩色滤光片	26.58	东旭光电	凸版印刷, 日本东丽, 日本 DIC
玻璃基板	103.00	东旭光电, 彩虹股份, 凯盛科技	康宁, AGC, NEG
靶材	241.80	江丰电子, 阿石创, 隆华科技	爱发科, 三井矿业, JX 日矿, 攀时
偏光片	160.83	三利谱, 深纺织, 杉杉股份	日东电工, 住友化学, LG 化学
面板光刻胶	93.30	雅克科技, 晶瑞电材, 容大感光, 飞凯材料	JSR, 日本信越, 住友化学, 东京应化
湿电子化学品	130.94	晶瑞电材, 江化微, 兴发集团, 巨化股份	关东化学, 德国默克, 住友化学
液晶材料	46.00	八亿时空, 飞凯材料, 诚志股份, 万润股份	德国默克, 日本 JNC, 日本 DIC
OLED 有机材料	33.60	奥来德, 瑞联新材, 强力新材	出光兴产, 德国默克, 美国 UDC, 陶氏化学
掩膜版	12.29 (1.95 亿美元)	清溢光电	凸版印刷, 日本 DNP, 台湾光罩, SKE

资料来源：贝哲斯信息咨询, QYResearch 《2022-2028 中国高性能溅射靶材市场现状研究分析与发展前景预测报告》, 中商产业研究院, 智研咨询, 中研网

碳纤维：下游风电发展推动需求提升，原材料成本有望下降

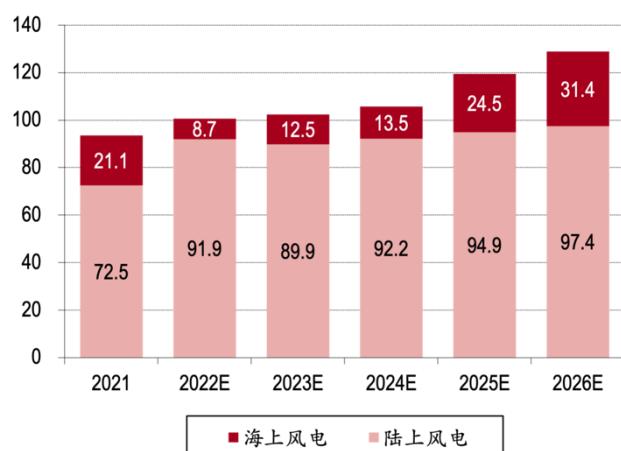
下游风电行业发展持续推动碳纤维需求走高。根据广州赛奥《2021 全球碳纤维复合材料市场报告》, 2025 年全球碳纤维需求量预计增长至 20.0 万吨, 2021-2025 年间复合年均增长率预计为 14.10%。2021 年风电叶片需求量为 3.3 万吨, 占比 28%, 为目前碳纤维最主要的下游产品。根据全球风能理事会 (GWEC) 发布的 2022 年版《全球海上风电报告》, 2021-2026 年风电新增装机容量复合年均增长率预计为 6.6%。2022 年海上风电新增量预计将减缓至 8.7 GW, 风电整体新增装机容量预计仍将持续增高, 推动中长期碳纤维需求提升。

图表 94. 全球碳纤维需求量



资料来源：2021 全球碳纤维复合材料市场报告, 中银证券

图表 95. 2021-2026 年全球风电新增装机容量 (GW)



资料来源：2022 年全球海上风电报告, 中银证券

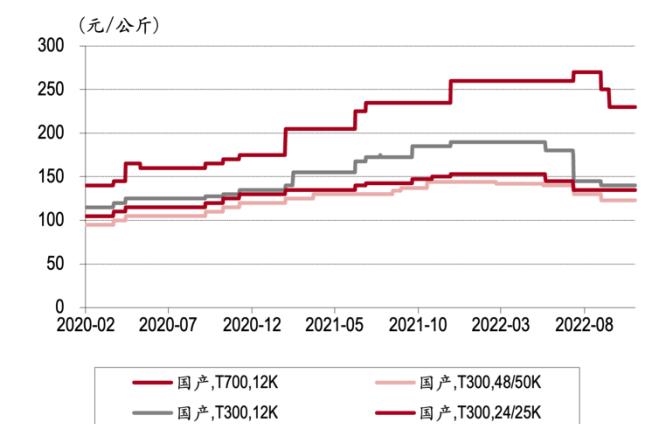
图表 96. 全球不同应用碳纤维需求量及单价

	航空	风电	体育	压力容器	混配模成型	汽车	碳复合材	建筑	电子电气	船舶	电缆芯	其他	合计
需求量 (千吨)	16.5	33	18.5	11	10.6	9.5	8.5	4.2	2	1.5	1.1	1.6	118
数量份额 (%)	14	28	15.7	9.3	9	8.1	7.2	3.6	1.7	1.3	0.9	1.4	100
单价 (美元/公斤)	72	16.8	27.6	24	21.6	21.6	21.6	24	27.6	27.6	27.6	24	-
需求金额 (百万美元)	1,188	554	511	264	229	205	184	101	55	41	30	38	3,400
金额占比 (%)	34.9	16.3	15	7.8	6.7	6	5.4	3	1.6	1.2	0.9	1.1	100

资料来源：2021 全球碳纤维复合材料市场报告，中银证券

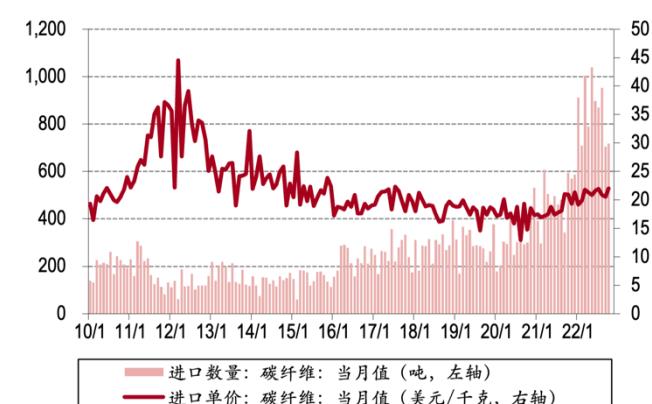
国产碳纤维价格有所回落，国内企业大举扩产。根据百川盈孚数据，2022年上半年碳纤维价格稳定增长，国产小丝束T700最高涨至270.00元/千克，同比上升14.89%。下半年由于国内供应量增加，碳纤维价格有所回落。进口方面，2022年1-10月碳纤维进口总量达8,596.35吨，相较于去年同期增长85.48%。2022年1-10月碳纤维进口平均单价为21.01美元/千克，与2021年全年进口均价相比上涨12.78%。根据《2021全球碳纤维复合材料市场报告》，东丽、卓尔泰克仍然占据主要市场，以2.91万吨的运行产能位居第一。后续吉林化纤集团（27,000吨）、常州新创碳谷（12,000吨）、中复神鹰（14,000吨）、宝旌（21,000吨）、光威复材（10,000吨）等国内企业陆续扩产。预计2023年各个产线扩产完成后，国内产能将以52.32%的占比反超国外。

图表 97. 不同型号碳纤维价格（国产：华东）



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 98. 碳纤维进口数量与单价（截至 2022 年 10 月）



资料来源：海关总署，万得，中银证券

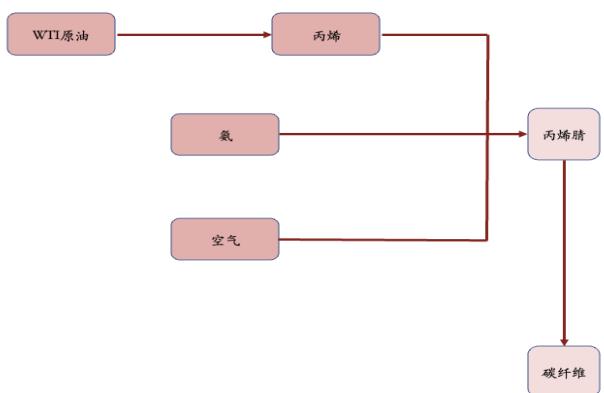
图表 99. 全球碳纤维运行产能及扩产计划 (千吨)

企业	运行产能 (千吨)	并购产能 (千吨)	扩产计划 (千吨)
东丽 (Toray) + 卓尔泰克 (Zottek)	29.1	28.4	6
吉林化纤	16		27
赫氏 (Hexcel)	16		
东邦帝人 (Toho/Teijin)	14.5		
三菱化学 (MCCFC)	14.3		
西格里 (SGL)	13		
中复神鹰	11.5		14
宝旌	10.5		21
台塑 (FPC)	8.8		
索尔维/氰特 (Solvay/Cytec)	7		
新创碳谷	6		12
恒神	5.5		20
光威复材	5.1		10
陶氏 (DowAksa)	3.6		10
晓星 (Hyosung)	4		18
太钢钢科	2.4		
UMATEX	2		
蓝星	2		
上海石化	1.5		12
中简科技	1.3		1
其他国内厂商	1.7		
其他海外厂商	3.5		
合计	179.3	28.4	151

资料来源：2021 全球碳纤维复合材料市场报告，中银证券

丙烯腈产能释放，碳纤维生产成本有望降低。碳纤维由丙烯腈聚合后高温碳化所得，根据中复神鹰及吉林碳谷披露，生产 1 吨碳纤维消耗丙烯腈约 1.96 吨。根据生意社统计，丙烯腈行业自 2021 年陆续新增 130 万吨产能，折合增速为 20.6%。叠加疫情对物流、下游 ABS 树脂需求的影响，丙烯腈供需错配，价格自年初开始下行。根据隆众资讯，预计 2023-2027 年仍有 300 万吨丙烯腈新产能投放，加上原油价格可能回落，碳纤维生产成本长期有望下降。

图表 100. 丙烯腈为生产碳纤维重要原材料



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 101. 碳纤维与丙烯腈价差图



资料来源：百川盈孚，中银证券

吸附分离材料：新能源产业发展拉动吸附提锂需求

吸附分离材料是一种功能高分子材料，能够实现高效提取、浓缩和精制，在下游生产过程中起到分离、纯化的作用，可广泛应用于金属提取、制药、水处理与超纯化、食品加工、节能环保、化工与催化等领域。以美国陶氏化学、德国朗盛、英国漂莱特、日本三菱化学为主的国际大型生产商以强大的资本实力和技术，长期垄断国内中高端市场和精细化市场的份额。以蓝晓科技为代表的国内企业凭借其强劲的综合实力和比肩国际厂商的精进技术，成为吸附分离材料行业国产化的领导者。

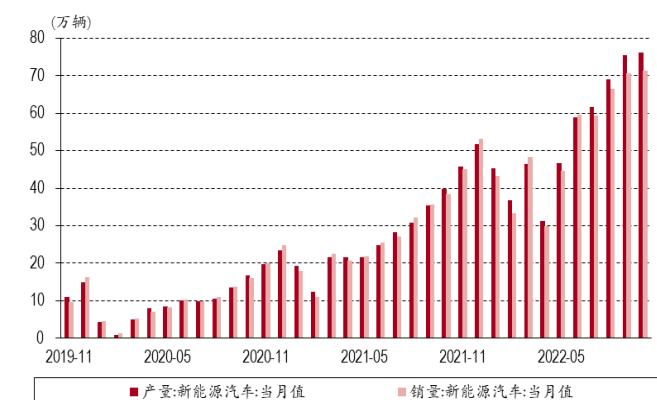
图表 102. 吸附分离材料国内外主要厂商

应用领域	国际厂商	国内厂商
金属提取	美国陶氏、住友化学等	蓝晓科技
制药	美国陶氏、日本三菱等	蓝晓科技、纳微科技、鲁抗立科
水处理	德国朗盛、漂莱特等	蓝晓科技、争光股份、江苏苏青、东大化工
食品加工	美国陶氏等	蓝晓科技、争光股份
节能环保	-	蓝晓科技、争光股份
化工催化	德国朗盛、日本三菱、漂莱特等	蓝晓科技

资料来源：各公司公告，蓝晓科技招股说明书，中银证券

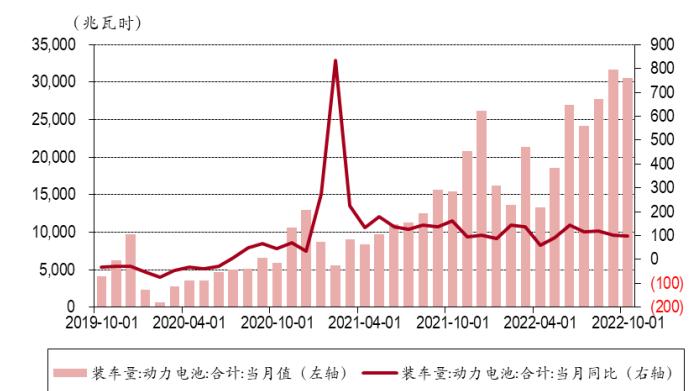
新能源产业拉动金属锂需求，金属提取行业迎来新机遇。根据中国汽车工业协会数据，2022上半年中国新能源汽车销量达到260万辆，同比增长120%。截至2022年10月，我国新能源汽车销量为76.20万辆，创历史新高。新能源汽车的需求带动动力电池需求，动力电池装车量持续提升。2022年10月动力电池装车量为30,542.50兆瓦时，同比增长98.10%，动力电池装车量的稳步提升将带动锂资源需求的持续释放。

图表 103. 近三年新能源汽车月度产销量



资料来源：中国汽车工业协会，万得，中银证券

图表 104. 近三年动力电池月度装车量及同比



资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，万得，中银证券

锂资源供不应求，碳酸锂价格高企。下游新能源汽车及动力电池需求快速扩张，锂盐需求保持旺盛。然而国内锂资源严重依赖海外进口，受海外锂矿供给受限影响，锂资源供应偏紧，碳酸锂价格水涨船高。最近一年内，国产电池级碳酸锂价格飞速攀升。截至2022年11月21日，国产电池级碳酸锂交易均价为57万元/吨，同比上涨182.88%。

图表 105. 国产电池级碳酸锂平均价格 (截至 2022 年 11 月)



资料来源：万得，中银证券

国家政策助力盐湖提锂技术发展，配套的吸附分离材料需求有望攀升。《“十四五”东西部科技合作实施方案》中指出，要提高盐湖钾、镁、锂等资源高值化开发利用技术与产业化水平，提升盐湖产业竞争力。我国盐湖锂资源虽然储量丰富，但盐湖卤水中镁锂比高，提锂难度大。因此，有效的盐湖提锂工艺及特异性的锂离子吸附分离材料的需求将更加强烈。

蓝晓科技在盐湖贫锂卤水资源提取碳酸锂的核心吸附剂与工艺技术上取得了双突破，其吸附分离法提锂技术能有效分离镁、锂离子，可组合模块式除杂、精制、回收单元，是解决中国盐湖高镁锂比、实现贫卤提锂、卤水直提的有效工业化方案，实现了对贫锂卤水资源中锂的经济性提取，并成功产业化。2021 年以来，作为全球领先的盐湖提锂技术提供商，公司紧紧抓住行业机遇，陆续签订多个盐湖卤水提锂产业化订单。

图表 106. 蓝晓科技签订盐湖提锂项目

签订项目	产品	产能	项目进展 (截至 2022Q3)
五矿盐湖一期	碳酸锂	1,000 t/a	已投产
五矿盐湖二期改扩建	碳酸锂	6,000 t/a	已投产
藏格锂业	碳酸锂	10,000 t/a	已投产
锦泰一期	碳酸锂	3,000 t/a	已投产
锦泰二期	碳酸锂	4,000 t/a	启动投产
金昆仑锂业	碳酸锂	5,000 t/a	安装中
西藏珠峰	碳酸锂	25,000 t/a	设备已完成出厂验收
金海锂业	碳酸锂	10,000 t/a	安装中
金纬新材料	碳酸锂	6,000 t/a	试生产
国能矿业	氢氧化锂	10,000 t/a	已完成技术方案，审批中
中蓝长化设计院（比亚迪）	碳酸锂	600 t/a	调试中

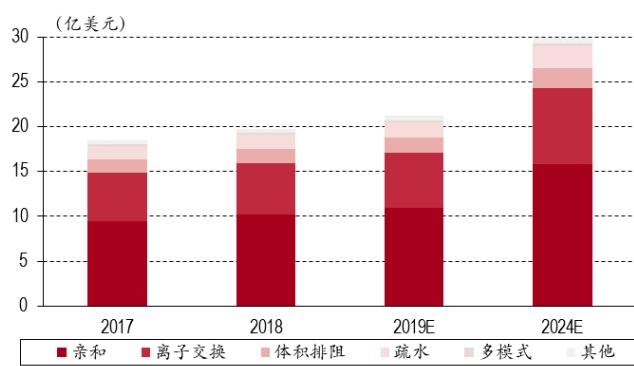
资料来源：公司公告，中银证券

新建产能逐步释放，国内多地、多功能产业园形成互补协同格局。2020 年公司新的生产线陆续投产，高陵新材料产业园聚焦特种品系，年产能 2.5 万吨、蒲城新材料产业园聚焦大应用品系，年产能 1.5 万吨。目前，公司吸附材料产能合计约 5 万吨，并有一定的柔性扩展空间，保障了未来 3-5 年的产能需求。

吸附分离材料在生物药的分离纯化中发挥关键作用。色谱/层析技术是目前分离复杂组分最有效的手段之一，可满足核酸、疫苗、抗体、重组蛋白等不同领域对生物制品的层析纯化需求。色谱填料/层析介质作为分离纯化的主要材料，其分离性能和质量直接影响分离纯化的效果，在生产流程中的地位显著。

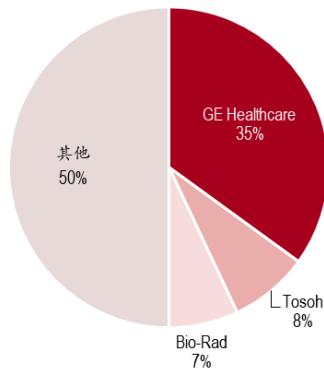
外资厂商处于主导地位，国产替代进程有望提速。 Markets and Markets 数据显示，2018 年全球色谱填料行业市场规模为 19.8 亿美元，2024 年全球市场规模有望达到 30 亿美元，预计 2019 年-2024 年年均复合增长率为 7.16%。在全球厂商中，2018 年 GE Healthcare 全球市占率高达 35%，日本东曹(Tosoh)全球市占率约为 8%，Bio-Rad 全球市占率约为 7%。目前三者共同占有全球 50% 的市场份额。然而在疫情冲击下，国外材料供给受限，国内新冠疫苗生产过程中的层析介质需求增加，在供需缺口的推动下，下游生物制药企业更倾向于使用供应更稳定、性价比更高的国产材料，行业国产化进程将加速。

图表 107. 2017-2024 年色谱填料行业全球市场规模



资料来源：Markets and Markets，纳微科技招股说明书，中银证券

图表 108. 2018 年全球色谱填料行业竞争格局



资料来源：Markets and Markets，纳微科技招股说明书，中银证券

层析介质研发创新加速，新产能逐步投放。 蓝晓科技第二代高耐碱性 ProteinA 亲和层析填料已完成多家客户抗体项目小试验证；mRNA 纯化亲和层析填料 oligo dT 及超大孔离子交换填料持续开发，完成部分客户测试。公司现已建成年产能 20,000 L/a 软胶生产线，新建 50,000 L/a 层析介质生产车间已完成土建，未来可以满足生物药市场扩张对于色谱填料和层析介质的需求。公司逐步突破国外在分离纯化材料方面的技术垄断，加速实现色谱填料和层析介质的国产替代进程，未来业绩增长可期。

推荐个股

基于下游行业高速发展与进口替代大背景，关键新材料领域迎来发展良机：

- 1、芯片面板等需求持续提升，泛半导体材料国产替代意义深远。推荐：晶瑞电材、雅克科技、万润股份、安集科技、沪硅产业、江丰电子，关注：鼎龙股份、华特气体。
- 2、受益于下游新能源汽车、光伏风电等行业高速发展，上游部分材料（如 EVA/DMC/NMP/PVDF/金属硅/阻燃剂/锂盐等）需求将持续高增。推荐：光威复材、蓝晓科技，关注：合盛硅业。
- 3、有能力进行进口替代或渗透率提升的方向。推荐：皇马科技、国瓷材料。

图表 109. 主要推荐的新材料上市公司

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	每股净收益 (元/股)		市盈率 (x)		推荐逻辑
				2022E	2023E	2022E	2023E	
300655.SZ	晶瑞电材	买入	16.03	0.28	0.41	56.51	39.25	<ul style="list-style-type: none"> ·高纯试剂与光刻胶扩产稳步推进，业绩步入高速增长期。 ·NMP 等新能源材料有望持续放量。
002409.SZ	雅克科技	买入	53.49	1.32	1.78	40.47	30.02	<ul style="list-style-type: none"> ·显示光刻胶业务放量明显，预计近年持续高增。 ·半导体前驱体业务技术壁垒高，公司是国内主要国产供应商。 ·LNG 保温材料业务预计将大幅增长。 ·公司 CMP 抛光液国产替代持续推进。
688019.SH	安集科技	买入	184.06	2.56	3.44	71.99	53.50	<ul style="list-style-type: none"> ·拟建设上海安集集成电路材料基地，目标建设集成电路领域特殊工艺用刻蚀液、新型配方工业化学品的规模化生产线。 ·环保材料与显示材料下游有望复苏向好。
002643.SZ	万润股份	买入	16.60	0.94	1.10	17.73	15.16	<ul style="list-style-type: none"> ·多个在建项目稳步推进，拟投资 18.05 亿元用于中节能万润（蓬莱）新材料一期建设项目。 ·光刻胶树脂及成品材料或不断实现突破。
300699.SZ	光威复材	买入	70.40	1.79	2.22	39.37	31.68	<ul style="list-style-type: none"> ·碳梁业务盈利能力修复，军品客户稳定。 ·包头项目持续推进，后续投产贡献增量。 ·特种表面活性剂国产替代持续推进。
603181.SH	皇马科技	买入	14.67	0.85	0.96	17.20	15.26	<ul style="list-style-type: none"> ·聚醚胺、MS 树脂项目持续放量。 ·原材料价格下降，盈利空间扩大。 ·硅片供应仍然偏紧，预计涨价持续，有望贡献业绩弹性。
688126.SH	沪硅产业	增持	19.85	0.08	0.11	252.20	179.55	<ul style="list-style-type: none"> ·12 英寸大硅片正片率稳定提升，盈利能力向好。 ·Okmetic、新傲科技 8 英寸硅片稳步扩产，成长性良好。 ·吸附分离材料产销量稳健增长，高附加值生命科学领域吸附分离材料不断实现突破。
300487.SZ	蓝晓科技	买入	71.99	1.39	1.99	51.77	36.11	<ul style="list-style-type: none"> ·在手盐湖提锂大订单充裕，新能源景气修复背景下有望贡献大量业绩增量。

资料来源：万得，中银证券

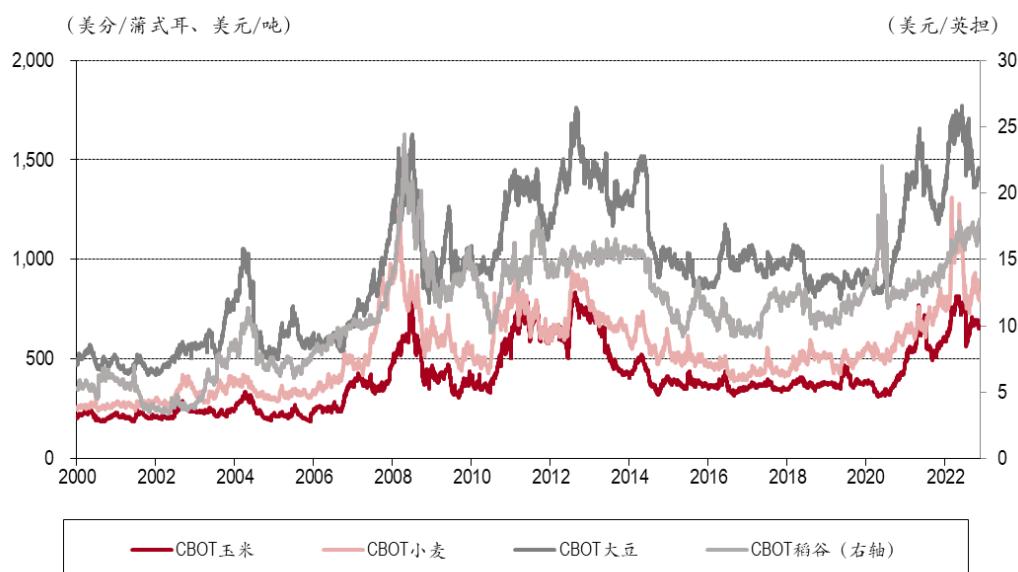
注：股价截至 12 月 5 日

农药产能扩张产品升级，氟化工景气度有望向好

农产品价格维持相对高位利好农化需求，农药产能扩张产品升级

农产品价格波动回调但仍位于高位区间，利好上游农化产品需求。截至 2022 年 11 月 23 日，CBOT 玉米和 CBOT 稻谷价格分别为 662.75 美分/蒲式耳、18.01 美元/英担，同比上涨 14.07%、24.89%。“粮食安全”要求叠加农产品高位价格，农化产品景气度预计仍将维持相对高位。

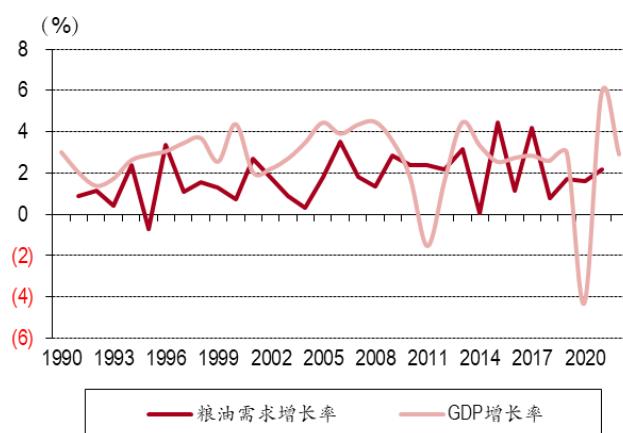
图表 110. 全球粮食价格



资料来源：万得，中银证券

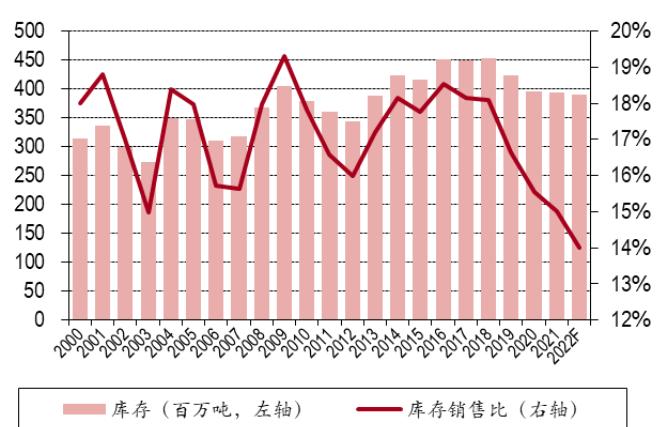
根据 Mosaic 数据，从全球粮食产品需求端来看，尽管疫情封控、航运费用大幅上涨，2021 年全球粮食需求仍保持正向增长，需求增长率维持在 2.20% 左右。从供应端来看，2022 年世界粮食整体产量增速放缓，全球粮食库存情况处于近年来的最低水平，库存消费比预计仅为 14%。总体而言，目前全球粮食库存及库存消费水平较低，处于近五年来的低位。

图表 111. 全球粮食需求增长率与 GDP 增长率比较



资料来源：Mosaic, USDA, World Bank, 中银证券

图表 112. 世界粮食库存及库存销售比 (除中国外)



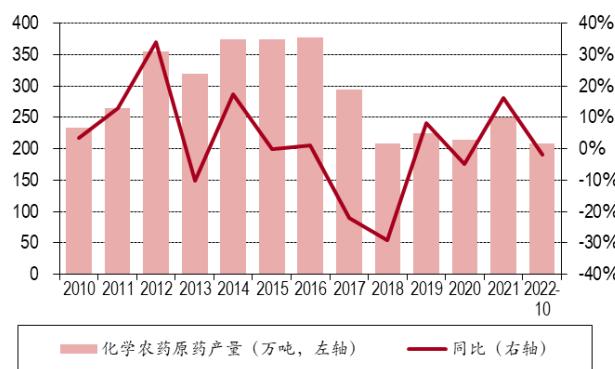
资料来源：USDA, 中银证券



农药龙头持续扩产提升市占率

农药产量小幅下降。自2016年下半年开始，从中央到地方保持安全重问责、环保严监管的高压态势，推动供给端收紧。2018年我国化学农药产量为208.30万吨，同比减少28.79%。2019-2021年农药原药产量保持稳定。2022年《“十四五”全国农药产业发展规划》指出，我国农药生产将进一步向清洁化、低碳化、循环化发展，推动落后产能的淘汰。2022年1-10月农药原药产量小幅下降，为208万吨，同比下降1.80%。2022年1-9月农药出口量（货物量）为221.87万吨，同比增长24.68%，农药出口量持续位于高位区间。

图表 113. 我国农药产量（截至 2022 年 10 月）



资料来源：国家统计局，中银证券

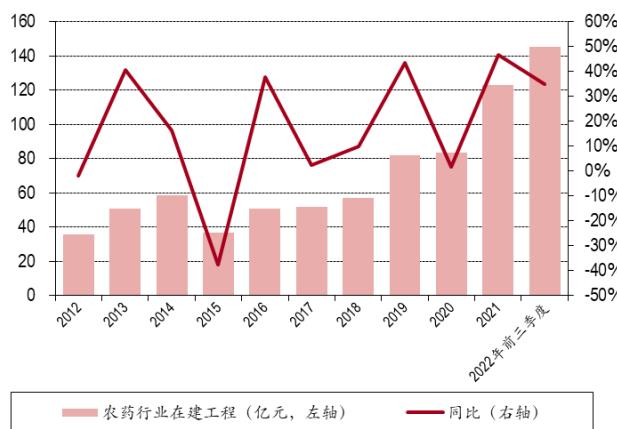
图表 114. 我国农药出口情况（截至 2022 年 9 月）



资料来源：曹兵伟《农药进出口月度情况（2022 年 9 月）》，海关总署，中国石油和化学工业联合会，中银证券

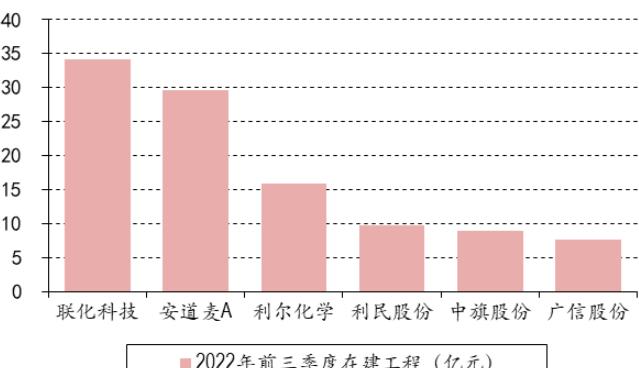
我国农药产能将向头部集中。农药合成污染大、对环保要求高，在监管收紧及政策驱动下，我国农药产业品种和结构正在不断优化，农药生产布局将进一步朝着绿色清洁发展。随着小企业的退出，未来我国农药产能将向头部持续集中。公司层面，利尔化学甲基二氯化磷、精草铵膦等项目的持续推进使其在全球草铵膦行业中的竞争优势逐渐提升；扬农化工优嘉三期、四期项目持续放量，并新增葫芦岛项目，依托优异的项目落地能力和技术实力打开新一轮成长空间，进一步巩固行业龙头地位。

图表 115. 农药行业在建工程走势



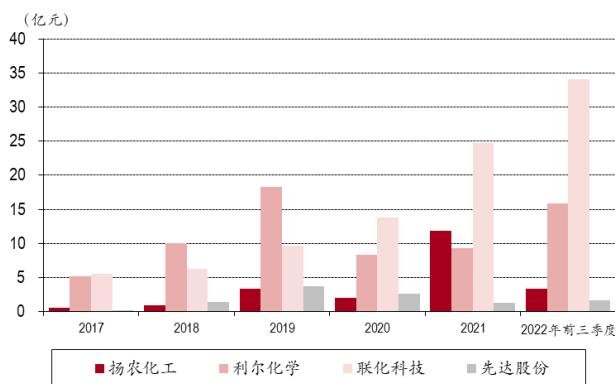
资料来源：万得，中银证券

图表 116. 2022 年前三季度农药行业公司在建工程前六



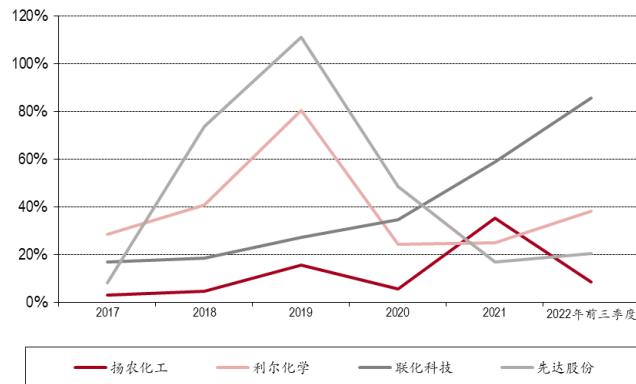
资料来源：万得，中银证券

图表 117. 扬农化工、利尔化学、联化科技、先达股份在建工程



资料来源：万得，中银证券

图表 118. 扬农化工、利尔化学、联化科技、先达股份在建工程/固定资产比值



资料来源：万得，中银证券

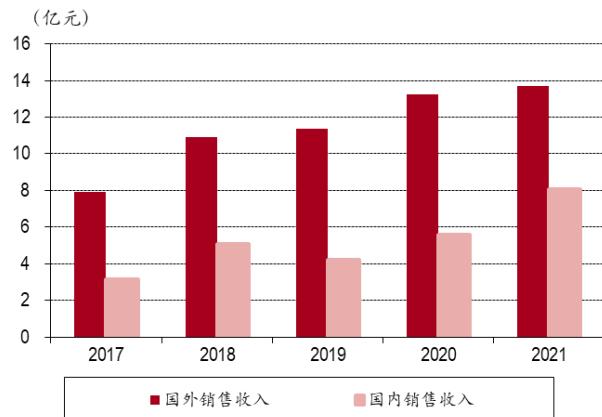
农药产品技术升级换代，竞争力不断提升

在全球食品安全和环保政策趋于严格的背景下，高效、低毒、清洁的农药品种将成为未来农药市场的发展趋势。农药龙头企业在不断扩产、提升市场份额的同时，也加大产品创新以提供新的业绩增长点。

精草铵膦 (L-草铵膦) 作为一种新型手性除草剂，在使用中能够大大减少原草铵膦中无效成分 (D-草铵膦) 进入环境，对提高农药利用率、减轻环境压力都具有十分重要的意义。利尔化学是国内首家掌握精草铵膦规模化合成关键技术的企业，拟在津市、荆州、广安等基地布局精草铵膦项目，其中荆州精草铵膦项目产能为 1 万吨/年，津市 2 万吨/年精草铵膦项目预计于 2023 年 6 月投产。精草铵膦市场前景广阔、潜力巨大，预计将带来不小的业绩增量。

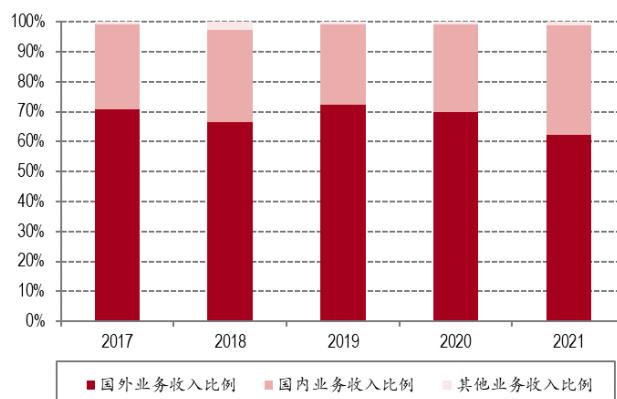
我国是全球最大的非专利农药生产国，国内农药企业以仿制药生产为主。先达股份坚持走农药创制之路，在创制农药领域成效显著。根据国家专利检索系统，截至 2022 年 12 月，先达股份及其子公司共拥有发明专利 88 项，其中创制新化合物喹草酮是全球范围内首个用于高粱田防除禾本科杂草的专利除草剂。另外，吡唑喹草酮和苯丙草酮两个创制新药有望于 2022 年和 2023 年推向市场，可为水稻禾本科抗性杂草防控提供新的有效解决方案。公司积极开拓海外市场，在欧盟、澳洲、北美、拉美等众多市场启动登记。创制药的国内外销售有望打开公司成长天花板。

图表 119. 2017-2021 年先达股份国内外销售收入



资料来源：万得，中银证券

图表 120. 先达股份各项业务收入占比



资料来源：万得，中银证券

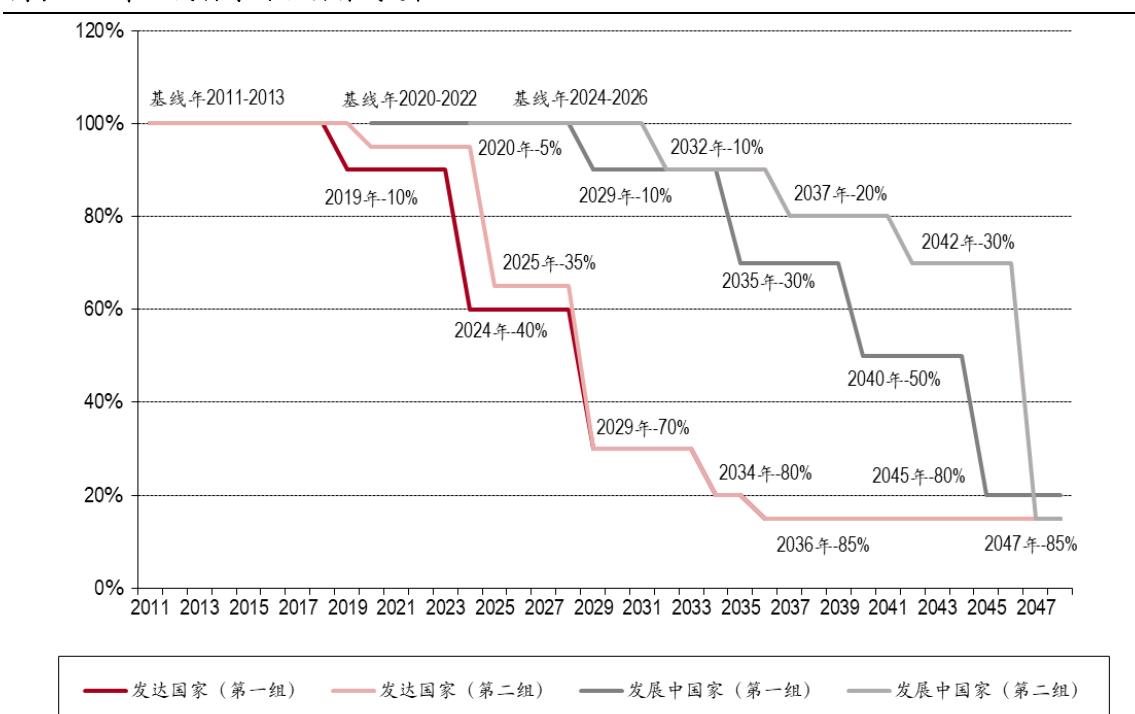
三代制冷剂配额即将落地，下游复苏叠加新能源提升氟化工需求

供给端：配额即将落地，三代制冷剂迎来拐点

我国制冷剂正处于二代加速淘汰，三代产能冻结时期。第二代 HCFCs 类氟制冷剂（以 R22 为代表）因破坏臭氧层且温室效应值较高，根据《蒙特利尔议定书》，发达国家自 2004 年开始冻结二代制冷剂产销量，2010 年开始削减，2030 年完全淘汰。对于中国等发展中国家，二代制冷剂作为非原料的产量和消费量已于 2013 年被冻结，计划于 2040 年以后完全淘汰，目前其生产配额也正处于削减进程中。第三代 HFCs 类氟制冷剂是目前主流的氟制冷剂品种，因其温室效应值较高，在其逐步替代二代制冷剂后，也将实行类似的逐步削减的配额制度。

三代制冷剂配额削减时点相较于二代普遍晚十年以上。根据《蒙特利尔议定书》基加利修正案规定，发达国家应在 2011-2013 年 HFCs 使用量平均值基础上，自 2019 年起削减 HFCs 的消费和生产，2036 年后将 HFCs 使用量削减至基准值 15% 以内；发展中国家应在 2020-2022 年 HFCs 使用量平均值基础上，2024 年冻结 HFCs 的消费和生产，自 2029 年开始削减，2045 年后将 HFCs 使用量削减至基准值 20% 以内。经各方同意，部分发达国家可自 2020 年开始削减，部分发展中国家可自 2028 年开始冻结、2032 年起开始削减。

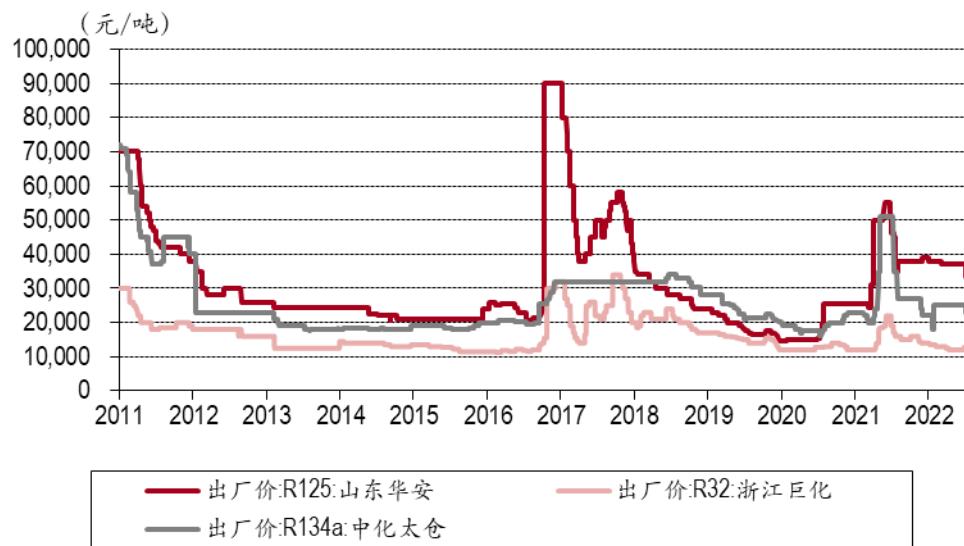
图表 121. 第三代制冷剂配额削减过程



资料来源：巨化股份 2020 年报，中银证券

近年来三代制冷剂产能快速扩张，力争在产能冻结前抢占配额。2015 年来，随着供给侧改革的推进，二代制冷剂生产配额快速减少，产品加速淘汰，产能向龙头集中。参考二代制冷剂的配额生产政策，2020-2022 年下游使用量的平均值将成为三代制冷剂生产配额的主要参考依据。为抢占市场并获得更多配额，2018 年来，各龙头制冷剂厂商快速扩张三代制冷剂产能。据百川盈孚统计，2022 年，R125、R32 和 R134a 的产能分别达 30.0 万吨、50.7 万吨和 33.5 万吨，相较于 2018 年分别增加 32%、86% 和 5%。价格方面，2021 年受原材料整体推涨影响，后由于下游需求较弱而供给端扩产较多，三代制冷剂价格逐步回落，R125、R32 和 R134a 价格分别为 3.35、1.28、2.30 万元/吨，其中 R32 价格处于近十年底部，R134a 亦处于多年价格低位。

图表 122. 第三代制冷剂价格走势图



资料来源: choice, 中银证券

R125 产能相对集中，主要用于混配制冷剂。R125 产能集中度 CR5 为 53%，CR10 为 83%，目前东岳、三美、巨化、华安等公司产能较为领先。R125 下游主要用于混配其他制冷剂，占比达 78%，也有 22% 用于灭火剂领域。R125 整体盈利情况较好，价格弹性较高，且受成本端推动更为明显。

图表 123. 2018-2022 年 R125 历史产能

企业	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
东岳化工	4	4	4	2.5	2.5
浙江巨化	4	4	4	4	3.5
山东华安	3	3	3	3	1
福建三美	3	3	3	2	2
中化近代-西安	2	2	2	0.8	0.8
飞源化工	2	2	2	0	0
乳源东阳光氟	2	2	2	2	3
常熟阿科玛大金	2	2	2	2	2
中化太仓	2	2	2	2	2
山东滨化	1	1	1	1	1
鲁西化工	1	1	1	1	1
江苏梅兰	1	1	1	1	1
江苏三美	1	1	1	1	1
常熟三爱富	1	1	1	1	1
临海利民	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
浙江永和	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
总产能 (万吨)	30	30	30	24.3	22.8

资料来源: 百川盈孚, 中银证券

R32 产能最大且相对集中，为最主要的空调制冷剂。R32 产能集中度 CR5 为 60%，CR10 为 82%，目前巨化股份产能占比最高，达 24%，东岳、三美、梅兰、联创、永和等处于第二梯队。R32 下游直接用于空调制冷的占比 70%，剩余 30% 用于混配其他制冷剂。R32 作为最主要的三代制冷剂，价格受到配额争夺的影响最早且最大，2022 年受供需及疫情运输等影响，价格持续低迷。

图表 124. 2018-2022 年 R32 历史产能

企业	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
浙江巨化	12	12	12	10	5.5
东岳化工	6.5	6.5	6.5	2.5	2.5
三美化工	5	5	5	1	1
江苏梅兰	4	4	4	2	2
内蒙永和	3	3	3	3	0
山东华安	3	3	3	1	1
飞源化工	3	3	3	3	2
乳源东阳光氟	2	2	2	2	2
山东新龙	2	2	2	2	2
浙江永和	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
江西中氟	1	1	1	1	0
青海西矿同鑫	1	1	1	1	1
山东华氟	1	1	1	1	1
鲁西化工	1	1	1	1	1
江西南氟	1	1	1	1	1
江西理文	1	1	1	1	1
临海利民	1	1	1	1	1
常熟三爱富	1	1	1	1	1
河北丰悦	1	1	1	1	1
总产能 (万吨)	50.7	50.7	50.7	36.7	27.2

资料来源：百川盈孚，中银证券

R134a 产能最为集中，是当前主流的汽车制冷剂。R134a 产能集中度 CR5 为 60%，CR10 为 90%，小企业参与较少，目前三美、巨化、中化等企业占据绝对头部，产能均在 5 万吨/年以上。R134a 下游汽车制冷剂占比达 44%，气雾剂用途占比 26%，工商制冷设备占比 12%，混配其他制冷剂占比 9%，药用气雾剂占比 9%。近年来汽车产销下滑明显，受供需错配影响，R134a 价格中枢整体下移。随着汽车产销回暖，R134a 价格有所反弹。

图表 125. R134a 历史产能统计

企业	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
浙江巨化	6	6	6	6	6
江苏三美	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
中化太仓	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
江苏康泰	3	3	3	3	3
山东华安	3	3	3	3	3
江西百炼	2	2	2	2	2
中化近代-西安	2	2	2	1	1
东岳化工	2	2	2	1.5	1.5
飞源化工	2	2	2	2	2
江苏梅兰	2	2	2	2	2
浙江三美	2	2	2	2	2
乳源东阳光氟	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
总产能 (万吨)	33.5	33.5	33.5	32	32

资料来源：百川盈孚，中银证券

需求端：制冷剂传统下游有望回暖，新能源提升高端氟产品需求

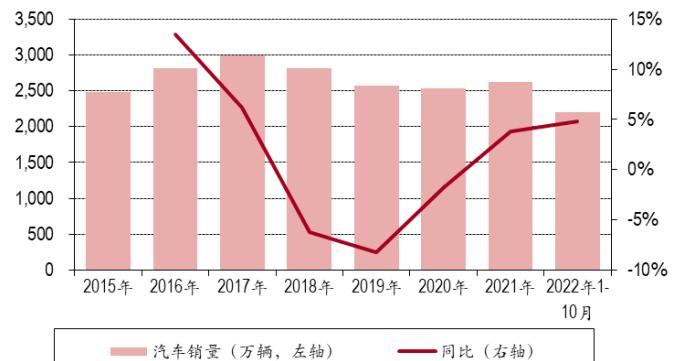
制冷剂传统下游需求稳中有进，随经济复苏有望平稳增长。空调产量受 2020 年新冠疫情扰动触底后逐步反弹，考虑到国内更新换代需求以及海外需求增长，整体需求将稳中有进。国内家用冰箱产量受下游房地产行业需求扰动，近两年产量有所下滑，但随着央行银保监会出台金融支持 16 条和证监会出台在股权融资方面的“新五条”等政策，预计 2023 年家用冰箱需求有望触底向好。国内汽车销量自 2021 年已扭头为增，预计随着新能源汽车的不断推广，汽车整体销量将保持平稳增长。

图表 126. 我国空调和家用冰箱产量（截至 2022 年 10 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 127. 我国汽车销量（截至 2022 年 10 月）



资料来源：万得，中银证券

含氟精细化学品发展前景广阔。含氟精细化学品主要包括含氟医药、含氟农药、含氟锂盐和含氟电子化学品等，产品附加值高、种类丰富、用途广泛，具有较大的发展空间。含氟精细化学品单品规模虽然较小，但品种较多，技术含量和附加价值高，且性能独特、不可或缺。目前国内含氟精细化学品空白品种较多，随着产品研发和应用拓展，预计将具有良好的成长空间。我国氟精细化工产业正逐步淘汰落后工艺、提高行业准入门槛，在提高基本精细化学品生产技术的基础上，重点向下游高附加值产品发展，特别是含氟医药、农药、液晶所需中间体的研发及近终端研究。

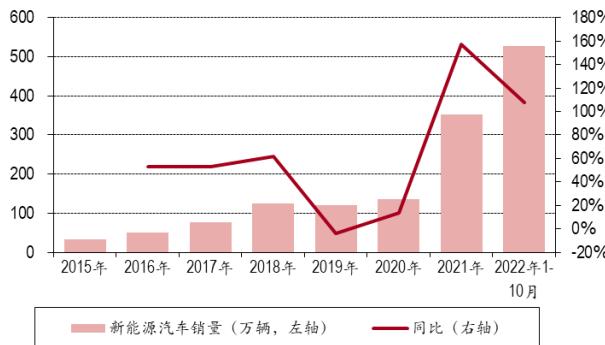
图表 128. 含氟精细化工品主要种类和应用领域

产品类型	应用领域	产品举例
含氟农药	农业	吡氟酰草胺、三唑酮草酯、敌草隆、利谷隆、氨基脲类除草剂等
含氟医药	医药行业	左氧氟沙星、环丙沙星、司帕沙星、西格列汀、索非布韦氟康唑、克林沙星、诺氟沙星等
含氟锂盐	锂电行业	六氟磷酸锂、双氟磺酰亚胺锂、二氟磷酸锂等
含氟电子化学品	半导体行业	氢氟醚、全氟聚醚、含氟电子特气、含氟液晶材料等

资料来源：中国氟硅有机材料工业协会《中国含氟精细化学品的发展现状综述》，中银证券

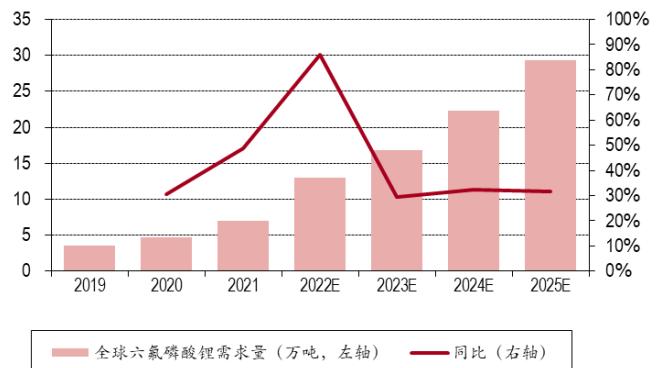
新能源车渗透率持续增长，带动六氟磷酸锂需求提升。六氟磷酸锂是目前商业化应用最广泛的锂电池溶质，具有良好的离子迁移数和解离常数、较高的电导率和电化学稳定性，以及较好的抗氧化性能和铝箔钝化能力，且能与各种正负极材料匹配。自 2020 年下半年以来，受新能源汽车行业拉动，下游需求快速增长，锂电池装机量迅猛上升，六氟磷酸锂供需趋紧，价格持续走高。随着新能源车渗透率持续提高以及电化学储能需求爆发，锂电池出货量将继续保持增长，六氟磷酸锂的需求仍将不断提升。根据 EVTank 测算，预计 2022 年全球六氟磷酸锂需求将达 13 万吨，同比增长 86%，2019-2025 年复合增长率达 42%。

图表 129. 我国新能源汽车销量（截至 2022 年 10 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 130. 全球六氟磷酸锂需求量预测



资料来源：EVTank，中银证券

含氟聚合物是氟化工行业中发展最快、最有前景的产业之一。氟聚合物处于产业链中后端，产品附加值高，是战略性新兴产业的重要支撑材料。以其优异的化学稳定性、耐热性、绝缘性、自润滑性、耐氧化性等独特性能，广泛应用于各领域。根据智研咨询，全球约 90% 的氟聚合物市场被 PTFE（聚四氟乙烯）系列、PVDF（聚偏二氟乙烯）系列、FEP（全氟乙烯丙烯共聚物）系列、FKM（氟橡胶）系列所占据。

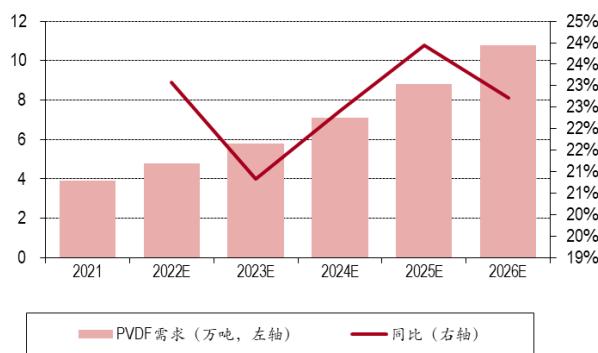
图表 131. 含氟聚合物主要种类和应用领域

中文名称	英文简称	下游应用
聚四氟乙烯	PTFE	几乎不溶于所有的溶剂、耐酸、耐碱、耐高温、摩擦系数极低，广泛应用于国防、原子能、石油、无线电、电力机械、化学工业等重要部门。
聚偏二氟乙烯	PVDF	在熔融和溶解性能上特别出色，可以用通用的加工设备进行模塑、挤塑和注塑等熔融加工，大量地被用作含氟涂料的生产和锂电池与太阳能电池的膜材料。
全氟乙烯丙烯共聚物	FEP	广泛应用于电气、电子、化工、航空、机械、医疗器械、宇航等尖端科学技术和国防工业等部门，适用于氟塑料各个应用领域，并可用于制作难于加工、形状复杂的制品。
氟橡胶	FEK	优异的耐高温、耐油、耐化学介质、耐酸碱性能，在所有橡胶弹性体材料中其综合性能较好，是尖端武器为代表的军工业和以航空航天为代表的高科技行业。

资料来源：永和股份招股书，中银证券

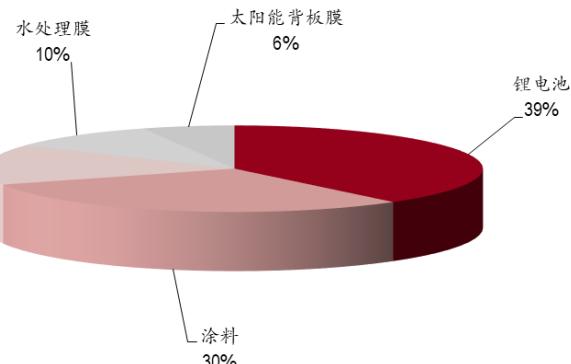
锂电、光伏蓬勃发展，PVDF 成为明星聚合物。聚偏氟乙烯树脂（PVDF）是 20 世纪 70 年代发展起来的具有优良综合性能的氟材料。根据智研咨询，PVDF 市场份额占比在全球含氟聚合物市场中排名第二。PVDF 树脂具有优良的耐化学腐蚀、耐高温、耐氧化、抗拉伸和抗冲击性能，被大量用作含氟涂料的生产。由于 PVDF 能在某些特定的溶剂中在室温条件下溶解或适度溶胀，同时也具有一定的粘性，能与颗粒复合制备成膜，被用作锂电池的粘结剂和太阳能电池背板薄膜，且没有成熟的替代升级方案。2021 年，在锂电、光伏等新能源的快速发展下，高性能的 PVDF 产品出现供给瓶颈，预计未来仍将维持高景气度。根据头豹研究院预测，PVDF 在 2021-2026 年需求将由 3.9 万吨增加至 10.8 万吨，年复合增长率达 23%。

图表 132. 我国 PVDF 需求量预测



资料来源：头豹研究院，中银证券

图表 133. 2021 年 PVDF 下游需求结构



资料来源：立鼎产业研究院，中银证券

氟化工行业景气度有望上行。三代制冷剂供给端受到配额影响，未来产能将逐步缩减；需求端，传统需求中空调与汽车平稳增长，冰箱受益于地产复苏，有望触底向好。同时，新兴应用领域明星产品频出。含氟精细化工品，产品附加值高，发展前景广阔，特别是受益于新能源发展的含氟电解质盐，景气度将继续维持高位；含氟聚合物性能优异，应用场景广泛，其中 PVDF 作为锂电池难以替代的粘结剂，需求量将持续高速增长。

推荐个股

- 1、农产品价格维持相对高位，全球播种面积稳定，粮食安全关注度提升，农药优秀公司持续产能扩张产品升级。推荐：利尔化学、联化科技，关注：先达股份。
- 2、氟化工景气度有望向好。三代制冷剂配额即将落地，新能源等产业快速发展，氟化工相关产品需求扩张，优质氟化工企业将受益。推荐：巨化股份。

图表 134. 主要推荐的农药及氟化工上市公司

公司代码	公司简称	评级	股价 (元/股)	每股净收益 (元/股)		市盈率 (x)		推荐逻辑
				2022E	2023E	2022E	2023E	
002258.SZ	利尔化学	买入	19.67	2.59	2.84	7.59	6.93	·草铵膦等产品需求及价格维持高位，精草铵膦等项目逐渐推进。 ·储备氯虫苯甲酰胺、唑虫草酯等多个潜力品种，看好长期成长。
002250.SZ	联化科技	买入	16.66	0.46	0.78	35.94	21.36	·植保业务营收稳步增长。 ·医药业务有望维持高增速。 ·新能源化学品产品将陆续投产贡献业绩增量。
600160.SH	巨化股份	买入	16.21	0.82	1.22	19.73	13.27	·三代制冷剂景气度或向上，公司盈利或持续改善。 ·PVDF 等新产品陆续放量，为跻身国际一流氟化工企业奠定坚实产业基础。

资料来源：万得，中银证券

注：股价截至 12 月 5 日

投资建议

2022年全球经济增长放缓。2022年1-9月，化工行业化学原料与化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业等一级子行业营收保持增长态势，然而同比增速在2021年大幅提升后不断回落。2022年1-9月，化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业利润总额同比分别下降62.5%、11.1%，化学原料及化学制品利润总额同比增长1.2%。行业利润总额增速大幅回落，一方面由于2021年基数偏高，另一方面俄乌冲突等影响带来的大宗商品价格波动也导致不同子行业盈利分化。从库存数据来看，相比于此前的库存周期，当前库存水平更高，且国内外需求均较弱，本轮主动去库存的周期或延长。

产品价格方面，2022年国际大宗商品价格大幅上涨后由高位波动下行。2022年三季度受全球宏观增长放缓、成本端支撑减弱、下游需求疲软等影响，国内石油和天然气开采业、化学原料和化学制品制造业等相关产品价格涨幅回落，叠加去年高基数效应，PPI持续下行。截至2022年11月18日，重点跟踪的化工产品中2022年内均价较2021年均价上涨的产品占59.4%，涨幅超过30%的占比15.8%，其中6个品种均价同比上涨超50%，分别是NYMEX天然气、离子膜烧碱、浆粕阔叶浆、磷矿石、氯化钾、纯吡啶。

三季度行业盈利环比下降：2022年前三季度基础化工行业营收同比增长18.99%，归母净利润同比增长5.26%；行业销售毛利率、销售净利率为22.02%、11.74%，同比分别下降2.62pcts、1.39pcts；行业ROE（摊薄）为11.73%，同比下降0.93pcts；三季度基础化工行业营收环比二季度下降11.41%，归母净利润环比下降44.92%，销售毛利率、销售净利率、ROE环比二季度分别下降4.35pcts、4.98pcts、2.39pcts。2022年前三季度石油石化行业营收同比增长26.60%，归母净利润同比增长15.12%；ROE（摊薄）为8.12%，同比上升0.65pcts；行业平均毛利率、平均净利润率分别为17.21%、3.97%，同比分别下降1.74pcts和0.79pcts；三季度石油石化行业营收环比二季度基本持平，归母净利润环比下降32.75%；行业平均毛利率、平均净利率环比二季度分别降低3.23pcts、1.51pcts。

展望2023年：

需求端来看，当前下游需求低迷，未来内外需有望复苏。受海外通胀高企、疫情抑制消费需求等因素影响，我国汽车、地产、家电等市场持续疲软态势，疫情过后需求端有望迎来复苏，尤其需关注稳增长等政策后续发力。随着国家防疫政策的优化，宏观经济环境有望逐渐改善，化工行业下游需求或持续提升，地产等产业链相关化学品需求有望向好。农业领域，农产品价格相对高位，粮食安全关注度提升，全球农化产业或将维持相对景气。另外，受到俄乌冲突、欧洲天然气供需格局紧张、海外能源价格高企等因素影响，欧洲化工品生产成本大幅上涨，海内外价差拉大，有利于我国化工品出口。在国内民营石化等项目陆续投产后，国内石化乃至多个化工子行业在全球竞争力持续提升。另一方面，半导体、新能源、航空航天、军工等领域关键材料的自主化日益关键，相关领域的优秀企业迎来发展良机。

供给端来看，自2019年末疫情爆发以来，化工行业各子行业的固定资产投资完成额累计同比于2020年触底，此后冲高回落。化学原料及化学制品制造业、塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比于2021年一季度达到极高峰值后回落，化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比则于2022年一季度达到极高峰值后回落。根据国家统计局数据，2022年1-10月化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比增长20.4%，化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比增长27.0%，塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比增长8.6%。

从化工行业上市公司在建工程数据来看，2022年前三季度化工行业在建工程为8,983.52亿元，较2021年前三季度同比增长14.02%。2022年前三季度中国石化、中国石油、东方盛虹、万华化学、荣盛石化、恒力石化、桐昆股份在建工程较高，合计占比达到71.55%，新增产能持续向龙头企业集中，未来行业集中度将继续提升。中长期来看，行业集中度持续提升，未来龙头企业将获得更多市场份额与更高盈利水平，我们对于行业中优秀龙头企业的长期发展与表现更加乐观。

成本端，2022年上半年受俄乌冲突影响，国际油价突破上行；2022年下半年受美联储持续加息，全球经济衰退担忧加剧，以及欧洲经济低迷，中国需求偏弱等因素影响，国际油价较二季度略有回落，但仍处于历史高位水平。2023年全球原油需求有望继续提升，但增速放缓。当前全球原油库存仍处于低位水平。供应端，OPEC油气产量存在提升空间，但需关注政策变化。基于以上考虑，我们认为**2023年原油供需关系趋于平衡，供应紧张的局面将逐步缓解，原油价格重心有望高位回落**，预计全年价格区间为60-90美元/桶，2023年下半年布伦特原油价格或将降至75美元/桶以下，但需要警惕OPEC减产政策、俄乌冲突、国内疫情防控政策变化等因素可能对油价带来的意外冲击。

从估值的角度，截至2022年11月25日，SW基础化工（2021年版）市盈率（TTM剔除负值）为14.50倍，处在历史（2002年至今）的4.15%分位数，市净率为2.31倍，处在历史水平的33.40%分位数；SW石油石化（2021年版）市盈率（TTM剔除负值）为11.47倍，处在历史（2002年至今）的1.60%分位数，市净率为1.28倍，处在历史水平的3.73%分位数。当前板块处于历史估值低位。

受全球宏观经济和疫情等因素影响，2022年下半年行业景气度较为低迷，预计未来宏观经济环境向好，需求端有望复苏，维持行业**强于大市**评级。带有成长属性的新材料企业有望穿越需求波动周期，一体化龙头企业当前进入长线布局时点。建议关注以下投资线索：

- 1、龙头企业抗风险能力强，欧洲高能源背景下有望受益，关注新能源新材料领域持续延伸。推荐：万华化学、新和成、华鲁恒升。
- 2、民营石化公司盈利有望触底向好。油价有所回落后，看好国内民营石化的长期发展，并看好民营炼化公司进入新能源、高性能树脂、可降解塑料等极具成长性的新材料领域。推荐：荣盛石化、东方盛虹、卫星化学、桐昆股份，关注：恒力石化。
- 3、国产替代需求迫切，新材料有望延续高景气。下游新增产能逐渐投放，预计半导体、新能源材料等企业产销将持续保持旺盛。推荐：万润股份、晶瑞电材、雅克科技、蓝晓科技、国瓷材料、安集科技、皇马科技、光威复材，关注：鼎龙股份、华特气体。
- 4、氟化工景气度有望向好，农药等预计维持较高景气。三代制冷剂配额即将落地，新能源产业快速发展，氟化工相关产品需求扩张，优质氟化工企业将受益。农药企业产能扩张产品升级，持续成长性值得期待。推荐：巨化股份、利尔化学、联化科技，关注：先达股份。另外，“稳增长”下基建有望持续发力，部分建筑结构材料企业将受益。推荐：苏博特。

风险提示

- (1) 油价下跌风险。影响油价走势的不确定性风险有增加的趋势，美联储加息频率、OPEC+减产协议退出或者重新协商、俄乌冲突加剧等因素都有可能给油价走势带来影响，甚至在个别时点会引起油价异常巨大的波动，并因此给行业政策、企业盈利带来负面影响。
- (2) 环保政策变化带来的风险。若干化工子行业的生产、加工过程都伴有污染物的产生，因此我国环保政策的设计和执行对于此类行业来讲事关重大，有可能给企业的正常运行、原材料的稳定供应、价格的走势都带来不可预计的影响。
- (3) 经济异常波动。化工产品与国计民生息息相关，经济发展和人民生活水平直接影响行业的下游需求。作为典型的周期性行业，化工行业又将面临供给侧改革的相关政策的影响。
- (4) 国内疫情持续时间超预期。国内疫情防控形势依然严峻复杂，疫情或在局部地区有所反弹，这将对国内需求复苏造成影响。
- (5) 全球经济低迷。当前全球经济的增长放缓，终端需求疲软，化工行业盈利或承压。

图表 135. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益 (元/股)			市盈率 (x)			最新每股净资产 (元/股)
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
002258.SZ	利尔化学	买入	19.67	157.45	1.34	2.59	2.84	14.69	7.59	6.93	9.63
002250.SZ	联化科技	买入	16.66	153.81	0.34	0.46	0.78	48.83	35.94	21.36	6.92
002001.SZ	新和成	买入	20.09	620.96	1.40	1.30	1.55	14.36	15.41	12.93	8.89
603916.SH	苏博特	买入	17.62	74.06	1.27	0.86	1.18	13.89	20.40	14.90	9.53
002643.SZ	万润股份	买入	16.60	154.44	0.67	0.94	1.10	24.63	17.73	15.16	6.30
002409.SZ	雅克科技	买入	53.49	254.57	0.70	1.32	1.78	75.99	40.47	30.02	12.82
300699.SZ	光威复材	买入	70.40	364.92	1.46	1.79	2.22	48.14	39.37	31.68	8.40
603181.SH	皇马科技	买入	14.67	86.36	0.76	0.85	0.96	19.28	17.20	15.26	4.01
300487.SZ	蓝晓科技	买入	71.99	241.24	1.41	1.39	1.99	50.93	51.77	36.11	9.76
600426.SH	华鲁恒升	买入	32.52	690.50	3.44	3.55	3.77	9.47	9.16	8.63	11.70
002648.SZ	卫星化学	买入	15.83	533.31	1.78	1.13	1.82	8.88	14.05	8.68	12.06
600309.SH	万华化学	买入	91.20	2,863.45	7.85	5.50	6.42	11.62	16.59	14.20	23.50
300655.SZ	晶瑞电材	买入	16.03	93.80	0.34	0.28	0.41	46.67	56.51	39.25	5.10
002493.SZ	荣盛石化	买入	13.25	1,341.63	1.27	0.65	1.04	10.46	20.52	12.79	5.12
000301.SZ	东方盛虹	买入	14.14	878.55	0.73	1.04	2.01	19.33	13.54	7.03	4.50
688126.SH	沪硅产业	增持	19.85	542.23	0.05	0.08	0.11	371.39	252.20	179.55	5.18
688019.SH	安集科技	买入	184.06	137.50	1.67	2.56	3.44	110.00	71.99	53.50	23.44
601233.SH	桐昆股份	买入	15.19	366.25	3.04	2.16	2.98	5.00	7.03	5.10	15.43
600160.SH	巨化股份	买入	16.21	437.63	0.41	0.82	1.22	39.46	19.73	13.27	5.03

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2022 年 12 月 5 日

附表
附录图表 136. 化工行业上市公司列表

子行业	股票代码	股票简称	子行业	股票代码	股票简称
炼油化工	000059.SZ	华锦股份	有机硅	002909.SZ	集泰股份
	000301.SZ	东方盛虹		300019.SZ	硅宝科技
	000698.SZ	沈阳化工		300821.SZ	东岳硅材
	000703.SZ	恒逸石化		300041.SZ	回天新材
	002493.SZ	荣盛石化		300727.SZ	润禾材料
	600028.SH	中国石化		600596.SH	新安股份
	600346.SH	恒力石化		603260.SH	合盛硅业
	600688.SH	上海石化		002211.SZ	ST 宏达
	601857.SH	中国石油		000881.SZ	中广核技
油品石化贸易	000096.SZ	广聚能源	其他化学制品	002453.SZ	华软科技
	000554.SZ	泰山石油		002455.SZ	百川股份
	600256.SH	广汇能源		002549.SZ	凯美特气
	600387.SH	ST 海越		002637.SZ	赣宇科技
其他石化	000637.SZ	茂化实华		002666.SZ	德联集团
	000819.SZ	岳阳兴长		002802.SZ	洪江新材
	000985.SZ	大庆华科		002809.SZ	红墙股份
	002221.SZ	东华能源		002810.SZ	山东赫达
	002408.SZ	齐翔腾达		002971.SZ	和远气体
	002476.SZ	宝莫股份		300109.SZ	新开源
	300135.SZ	宝利国际		300163.SZ	先锋新材
	600800.SH	渤海化学		300169.SZ	天晟新材
	601233.SH	桐昆股份		300174.SZ	元力股份
	603798.SH	康普顿		300405.SZ	科隆股份
油气开采	000968.SZ	蓝焰控股		300530.SZ	达志科技
	600759.SH	ST 洲际		300535.SZ	达威股份
	600777.SH	新潮能源		300641.SZ	正丹股份
油田服务	002207.SZ	准油股份		300721.SZ	怡达股份
	002629.SZ	仁智股份		300801.SZ	泰和科技
	002828.SZ	贝肯能源		600165.SH	新日恒力
	600871.SH	石化油服		600273.SH	嘉化能源
	600968.SH	海油发展		600500.SH	中化国际
	601808.SH	中海油服		603217.SH	元利科技
	603619.SH	中曼石油		603725.SH	天安新材
油气及炼化工 程	002554.SZ	惠博普		603822.SH	嘉澳环保
	300157.SZ	恒泰艾普		603867.SH	新化股份
	300164.SZ	通源石油		603906.SH	龙蟠科技
	300191.SZ	潜能恒信		603916.SH	苏博特
	600339.SH	中油工程		688179.SH	阿拉丁
	600583.SH	海油工程		688199.SH	久日新材
	603727.SH	博迈科		688398.SH	赛特新材
纯碱	000683.SZ	远兴能源		002591.SZ	恒大高新
	000707.SZ	双环科技		300214.SZ	日科化学
	600409.SH	三友化工		300596.SZ	利安隆
	000822.SZ	山东海化		688065.SH	凯赛生物
氯碱	000510.SZ	新金路		688196.SH	卓越新能

	000635.SZ	英力特	氮肥	300610.SZ	晨化股份
	000818.SZ	航锦科技		300637.SZ	扬帆新材
	002002.SZ	鸿达兴业		603181.SH	皇马科技
	002092.SZ	中泰化学		603722.SH	阿科力
	002386.SZ	天原股份		688357.SH	建龙微纳
	002748.SZ	世龙实业		000731.SZ	四川美丰
	600075.SH	新疆天业		000912.SZ	泸天化
	600277.SH	亿利洁能		600691.SH	阳煤化工
	600618.SH	氯碱化工		000422.SZ	湖北宜化
	601216.SH	君正集团		600426.SH	华鲁恒升
	601678.SH	滨化股份		600227.SH	圣济堂
	600319.SH	亚星化学	复合肥	000902.SZ	新洋丰
煤化工	000830.SZ	鲁西化工		002170.SZ	芭田股份
	000990.SZ	诚志股份		002470.SZ	ST 金正
	600623.SH	华谊集团		002538.SZ	司尔特
	600746.SH	江苏索普		002539.SZ	云图控股
	600844.SH	丹化科技		002588.SZ	史丹利
	600989.SH	宝丰能源		300387.SZ	富邦股份
	002274.SZ	华昌化工		000408.SZ	藏格矿业
钛白粉	600722.SH	金牛化工	钾肥	000792.SZ	盐湖股份
	000545.SZ	金浦钛业		000893.SZ	亚钾国际
	002136.SZ	安纳达		002545.SZ	东方铁塔
	002145.SZ	中核钛白		002895.SZ	川恒股份
	002601.SZ	龙佰集团		300505.SZ	川金诺
无机盐	600727.SH	鲁北化工	磷肥及磷化工	600078.SH	*ST 澄星
	002053.SZ	云南能投		600096.SH	云天化
	600328.SH	中盐化工		600141.SH	兴发集团
	600367.SH	红星发展		600470.SH	六国化工
	600714.SH	金瑞矿业		600331.SH	宏达股份
	600929.SH	雪天盐业		603077.SH	和邦生物
	603067.SH	振华股份		000525.SZ	ST 红太阳
其他化学原料	603299.SH	苏盐井神	农药	000553.SZ	安道麦 A
	603663.SH	三祥新材		002215.SZ	诺普信
	002109.SZ	兴化股份		002250.SZ	联化科技
	300082.SZ	奥克股份		002258.SZ	利尔化学
	430489.BJ	佳先股份		002391.SZ	长青股份
氯纶	002648.SZ	卫星化学		002496.SZ	辉丰股份
	603938.SH	三孚股份		002513.SZ	蓝丰生化
	000949.SZ	新乡化纤		002734.SZ	利民股份
涤纶	002064.SZ	华峰化学		002749.SZ	国光股份
	002254.SZ	泰和新材		002942.SZ	新农股份
	000936.SZ	华西股份	农药	300261.SZ	雅本化学
锦纶	002206.SZ	海利得		300575.SZ	中旗股份
	002427.SZ	*ST 尤夫		300796.SZ	贝斯美
	603225.SH	新凤鸣		600389.SH	江山股份
	000782.SZ	美达股份		600486.SH	扬农化工
粘胶	600810.SH	神马股份		600731.SH	湖南海利
	000420.SZ	吉林化纤		603086.SH	先达股份
其他化学纤维	600889.SH	南京化纤		603360.SH	百傲化学
	600063.SH	皖维高新		603585.SH	苏利股份

纺织化学制品	002054.SZ	德美化工	改性塑料	603599.SH	广信股份
	002440.SZ	闰土股份		603639.SH	海利尔
	300067.SZ	安诺其		603810.SH	丰山集团
	300107.SZ	建新股份		833819.BJ	颖泰生物
	300798.SZ	锦鸡股份		002324.SZ	普利特
	600352.SH	浙江龙盛		002768.SZ	国恩股份
	603188.SH	亚邦股份		002838.SZ	道恩股份
	603790.SH	雅运股份		002886.SZ	沃特股份
	603980.SH	吉华集团		300221.SZ	银禧科技
	002326.SZ	永太科技		300478.SZ	杭州高新
氟化工	002407.SZ	多氟多		300586.SZ	美联新材
	002915.SZ	中欣氟材		300644.SH	南京聚隆
	600160.SH	巨化股份		300716.SH	国立科技
	600378.SH	昊华科技		600143.SH	金发科技
	603379.SH	三美股份	合成树脂	002361.SZ	神剑股份
胶黏剂及胶带	603505.SH	金石资源		002395.SZ	双象股份
	002669.SZ	康达新材		300487.SZ	蓝晓科技
	603681.SH	永冠新材		603928.SH	兴业股份
	603683.SH	晶华新材		000859.SZ	国风新材
	002165.SZ	红宝丽		000973.SZ	佛塑科技
聚氨酯	300321.SZ	同大股份		002263.SZ	大东南
	600309.SH	万华化学		002341.SZ	新纶新材
	300200.SZ	高盟新材		002522.SZ	浙江众成
	603192.SH	汇得科技		002585.SZ	双星新材
	002037.SZ	保利联合	膜材料	002632.SZ	道明光学
民爆制品	002096.SZ	南岭民爆		300305.SZ	裕兴股份
	002226.SZ	江南化工		300806.SZ	斯迪克
	002246.SZ	北化股份		600135.SH	乐凯胶片
	002360.SZ	同德化工		688386.SH	泛亚微透
	002683.SZ	广东宏大		000920.SZ	沃顿科技
	002783.SZ	凯龙股份		002108.SZ	沧州明珠
	002827.SZ	高争民爆		002825.SZ	纳尔股份
	002917.SZ	金奥博		300180.SZ	华峰超纤
	603227.SH	雪峰科技		300218.SZ	安利股份
	603977.SH	国泰集团		300230.SZ	永利股份
食品及饲料添加剂	002562.SZ	兄弟科技	其他塑料制品	300243.SZ	瑞丰高材
	002597.SZ	金禾实业		600589.SH	ST榕泰
	300741.SZ	华宝股份		603330.SH	上海天洋
	600299.SH	安迪苏		300717.SZ	华信新材
	600866.SH	星湖科技		300539.SZ	横河精密
	603020.SH	爱普股份		002119.SZ	康强电子
	603968.SH	醋化股份		002409.SZ	雅克科技
涂料油墨	688089.SH	嘉必优	半导体材料	300666.SZ	江丰电子
	002166.SZ	莱茵生物		300706.SZ	阿石创
	600873.SH	梅花生物		600206.SH	有研新材
	603739.SH	蔚蓝生物		688233.SH	神工股份
	000565.SZ	渝三峡A		688126.SH	沪硅产业
涂料油墨	300225.SZ	金力泰		688138.SH	清溢光电
	300522.SZ	世名科技	电子化学品	002643.SZ	万润股份
	300665.SZ	飞鹿股份		300054.SZ	鼎龙股份

	300758.SZ	七彩化学		300346.SZ	南大光电
	603110.SH	东方材料		688019.SH	安集科技
	603823.SH	百合花		300398.SZ	飞凯材料
其他橡胶制品	002224.SZ	三力士		300236.SZ	上海新阳
	002381.SZ	双箭股份		300655.SZ	晶瑞电材
	300320.SZ	海达股份		688106.SH	金宏气体
	300587.SZ	天铁股份		688268.SH	华特气体
	300731.SZ	科创新源		300481.SZ	濮阳惠成
	300767.SZ	震安科技		002741.SZ	光华科技
	603033.SH	三维股份		603078.SH	江化微
橡胶助剂	300121.SZ	阳谷华泰		300576.SZ	容大感光
	603650.SH	彤程新材		603002.SH	宏昌电子
非金属材料	603612.SH	索通发展		002584.SZ	西陇科学
	603688.SH	石英股份		300429.SZ	强力新材
	603826.SH	坤彩科技		300446.SZ	乐凯新材
	688300.SH	联瑞新材		300537.SZ	广信材料
炭黑	002068.SZ	黑猫股份		300285.SZ	国瓷材料
	002442.SZ	龙星化工		300684.SZ	中石科技
	002753.SZ	永东股份			
	605183.SH	确成股份			

资料来源：万得，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371