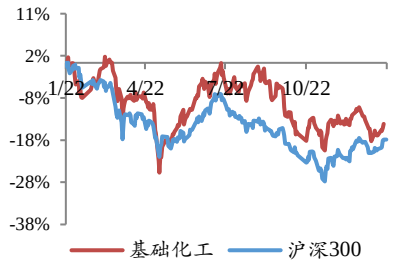
化工行业 1 月投资策略：需求预期改善是最强的催化剂

行业评级：增持

报告日期：2023-01-09

行业指数与沪深 300 走势比较



联系人：王强峰
执业证书号：S0010522110002
电话：13621792701
邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1.卫星化学及烯烃行业周度动态跟踪 2022-11-01

2.欧洲天然气价格下跌，PTA、制冷剂价差修复 2022-10-30

3.合成生物学周报：凯赛生物三季报出炉，植物源角鲨烯加速发展

主要观点：

● 2023 年化工行业 1 月投资策略：关注需求端修复

国际油价与天然气为主的大宗原料价格处于震荡下行区间，2023 年 1 月成本端压力或减小。成本端，大多数大宗化学品成本与原油天然气价格联系紧密。2022 年原油、天然气价格都经历了剧烈波动。2022 年四季度，欧洲天然气价格需求转淡，全球天然气价格下跌；全球紧缩周期来临，原油价格也趋于震荡下行。我们预计 2023 年 1 月的整体能源价格预计处于震荡下行区间，化工企业成本端压力将普遍减轻。

需求层面来看，地产、消费等需求修复，化工行业率先受益。2022 年下半年，从行业整体报表盈利情况来看，多数化工企业盈利承压。由于疫情反复影响消费及房地产等终端需求下滑，企业盈利收窄。当前来看，政策驱动楼市转暖预期强烈，同时后疫情时代消费需求逐步恢复正常，化工行业与地产、消费相关性强，将率先受益。当前来看，市场心态已有所转暖，下游逐渐恢复采购，化工品库存高位逐渐去化，价格也已逐渐企稳步入修复。

估值层面来看，2022 年下半年较多化工企业盈利整体承压，估值已来到相对低点，当前具有吸引力。

展望后市，我们认为从基本面和估值来看均可以加大布局力度。2023 年 1 月我们整体推荐配置思路是建议关注需求修复投资机会。**建议关注地产、汽车、纺服、食品、农化等赛道的需求复苏。**

地产链回暖带来的投资机会：近期政府多次释放楼市松绑信号，地产政策边际改善，地产链景气度有望修复，地产链化工品有望受益。**推荐【万华化学】、【美瑞新材】、【硅宝科技】;**

出行链复苏带来的投资机会：随着疫情管控政策逐渐开放，我们认为后疫情时代出行链将快速修复，汽车链相关化学品有望受益。**推荐【中触媒】、【泛亚微透】;**

纺服及上游修复带来的投资机会：疫后消费需求将迎来复苏，前期受损的纺服产业链有一定弹性，上游的尼龙、乙二醇等工业品将受益。**推荐【凯赛生物】、【卫星化学】;**

食品及营养品需求修复带来的投资机会：我们看好疫后食品、营养品需求修复。**推荐【华恒生物】、【新和成】;**

农化景气周期来临带来的投资机会：一季度是农化传统高景气窗口期，农药、化肥需求将边际回暖。**推荐【云天化】、【兴发集团】、【扬农化工】、【广信股份】**

● 纺服链：行业加速去库，关注凯赛生物、卫星化学

【凯赛生物】凯赛生物是合成生物学龙头企业，开创性布局生物基长链二元酸以及聚酰胺 56 等产品。短期看，疫情新政策下纺服、工程塑料行业开工率恢复，需求回暖业绩有望修复，目前公司 PA56 正向下游积极送样，同时山西生产基地也有望在年中投产，我们看好公司今年生物基

PA 打开大场景应用，业务有望修复,我们认为“碳中和”下生物制造赛道长坡厚雪，拥有长期配置价值。

【卫星化学】卫星化学是具有稀缺性的轻烃化工龙头。轻烃化工在碳中和背景下较其他路线有显著成本、能耗、环保优势。短期看，丙烷脱氢和乙烷裂解价差预期已经触底反弹,原料乙烷和丙烷价格显著下行。疫后纺服、地产需求回暖带动乙二醇、环氧乙烷需求预计于年后复苏，同时聚乙烯、聚丙烯等与宏观经济相关，随着疫情管控放开经济回暖，这些产品的需求将有所恢复。中长期看，公司后续项目规划明确，未来 3 年成长性确定。

- **地产链：政策持续催化，关注万华化学、美瑞新材、硅宝科技**

【万华化学】公司是全球聚氨酯行业龙头，目前处于业绩低位区间，短期看好 MDI、TDI 在国内地产修复以及海外能源成本高企背景下的价格反弹，目前 MDI 下游业者库存有限，MDI 价格有支撑，而随着地产及出行链的修复，我们预计未来 MDI 价格具有反弹空间。长期看好公司在 MDI、新材料投产方面对公司业绩估值双提升。目前公司乙烯二期审批通过，预计 2024 年 10 月陆续投产。万华福建 40 万吨 MDI 项目以及尼龙 12 项目也已经投产，2023 年柠檬醛及衍生物、HDI、顺酐、NMP 等新材料预计会陆续投产，新材料产能释放为公司打开持续成长空间。

【美瑞新材】公司是国内高端 TPU 产品头部企业，TPU 业务未来有望量价齐。短期看 TPU 价格已经处于历史低位，下跌空间有限，未来随着地产链及出行链的修复，TPU 在鞋材、管道等领域的应用预计有所修复，价格后续有望反弹。公司膨胀型 TPU、隐形车衣等高端 TPU 处于国内领先水平，未来产销量持续扩增。公司目前具有 8.5 万吨 TPU 产能，一期 10 万吨预计 2023 年陆续投产，为未来业绩提供增量。12 万吨聚氨酯一体化项目已经开工建设，预计 2024 年逐步投产， HDI 作为具有高技术壁垒、高利润回报的特种新材料，随着未来公司 HDI 项目建设与投产，公司业绩将继续实现高速增长。

【硅宝科技】公司现有有机硅密封材料产能约 13 万吨/年，居行业前列，随着募投项目的推进，预计今年年底前可形成 18 万吨/年有机硅密封胶产能，短期看，各地出台鼓励购房政策释放楼市松绑信号，地产链有望回暖,上游有机硅胶行业有望受益。公司头部品牌效益凸显，建筑胶近年市占率提升显著，今年加大拓展 To C 经销商，处于竣工段的密封胶有望迎来增长；工业胶方面，公司积极扩展下游客户，光伏及电子胶业绩有望进一步增厚，且确定性较高。未来公司硅基负极也将提供新的业绩增长点。

- **农化：一季度景气周期来临，关注云天化、兴发集团、广信股份、扬农化工**

【云天化】云天化是国内磷化工头部企业，丰厚磷矿储量提供优质稳定磷精矿，产业链一体化优势显著，短期看，近期是春耕备肥窗口期，国内肥料需求边际回暖，叠加化肥出口政策有望放松，化肥出口有望

提升，公司有望集中受益；同时依托自身磷矿优势，搭建氟化工增值产业链，带来持续业绩增量。此外积极布局电池新材料领域，2×20万吨/年磷酸铁项目将于 2023 年底建成投产，将有效优化公司产品结构，加速公司产业转型升级。

【兴发集团】兴发集团是国内磷化工优质龙头，后坪磷矿 200 万吨/年采矿工程预计于 2023 年建成投产，短期看，国内春耕农化需求边际回暖叠加化肥出口政策放宽将带动公司业绩提升，同时新材料板块项目也已陆续投产，进一步巩固一体化优势增厚利润；携手华友钴业建设新能源项目加速产业转型升级；持续布局湿电子化学品，其产品品质已达到全球最高等级 G5 级别，其控股子公司兴福电子分拆上市后将进一步增强公司湿电子化学品业务的盈利能力和竞争能力。

【扬农化工】扬农化工是从菊酯供应商到三大农药全覆盖的综合农药龙头。短期来看，一季度是农药旺季，公司生产菊酯产品的关键中间体均自成体系、配套完善，成本优势明显，且公司优嘉四期项目已全部安装完毕，将充分受益景气度上行。长期来看，公司优创项目有序推进，已完成选址、公司注册和第一次环评公示等工作，远期成长空间广阔。

【广信股份】公司是光气法农药龙头企业，坚持以光气在农药领域应用为业务核心，同时布局公司农药产品上游中间体对（邻）硝基氯化苯和邻苯二胺等，形成农药原药和精细化工品双轮驱动格局。短期来看，受益于一季度农药景气上行，完整的产业链有望增厚公司利润。且公司大部分项目预计在 2023 年开始贡献业绩。此外，公司继续上延下拓完善公司产业链，同时布局对氨基苯酚、香兰素等产品进军医药中间体和新材料领域，未来竞争力将进一步提升。

- **食品及营养品：消费持续改善，关注华恒生物、新和成**

【华恒生物】华恒生物是全球丙氨酸龙头企业，可广泛应用于日化、医药及食品添加剂等众多领域。短期来看，疫情新政策下国内对下游消费需求有望修复。公司突破厌氧发酵技术瓶颈，是国际首家微生物厌氧发酵规模化生产 L-丙氨酸的企业，有望集中受益。同时横向不断扩展产品矩阵，目前募投项目丙氨酸、缬氨酸已按计划部分投产，开始布局建设生物法 PDO 等项目，稳固自身合成生物学地位。

【新和成】新和成是国内维生素头部企业。目前国内维生素价格处于低位，短期看，部分企业 2022 年末停产将改善维生素市场供需格局，叠加下游需求逐步回暖，维生素市场有望得到修复。公司积极在营养品、新材料、香精香料等多领域布局，目前多个项目已形成销售收入，公司不断优化纵深产品矩阵，有利于提高公司综合竞争力，稳固自身行业地位。

- **出行链：疫后快速修复，关注泛亚微透、中触媒**

【中触媒】中触媒是国内分子筛催化剂行业领先企业，与巴斯夫建立了长期合作关系。短期看，国内防疫政策持续优化，将带动出行链显

著改善和脱硝分子筛需求提升，同时由于公司自身的产品质量及成本优势，巴斯夫不断扩大中触媒的销售区域至全球，业绩有望持续高增；HPPO 法制环氧丙烷今年进入放量周期，公司钛硅分子筛也有望实现快速增长；此外公司基于其强大的技术研发储备不断横向扩展产品矩阵，更多催化剂及精细化工品也在稳步推进中，成为公司新的增长引擎。

【泛亚微透】公司围绕 ePTFE 膜开发面向各种下游的应用产品，为汽车、消费电子及其他领域提供微透材料的解决方案，随着下游各利基市场的逐步突破，公司的成长性将凸显。同时，公司战略性切入气凝胶赛道，开启第二曲线，2023 年将成为业绩爆发性增长的一年，公司将成为 ePTFE+气凝胶双轮驱动的材料解决方案提供商。公司 2022 年业绩由于疫情导致的汽车供应链中断受损，2023 年业绩将修复。

● 风险提示

原油天然气价格大幅波动；
宏观经济下行；
各公司在建规划项目投产不及预期；
极端天气带来的不可抗力。

● 推荐公司盈利预测与评级：

公司	EPS（元）			PE			评级
	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
凯赛生物	1.46	1.47	1.78	42.52	42.23	34.88	买入
卫星化学	3.50	1.45	2.11	4.69	11.32	7.78	买入
万华化学	7.85	5.69	7.49	11.93	16.46	12.51	买入
美瑞新材	0.89	0.58	1.00	30.54	46.86	27.18	买入
硅宝科技	0.70	0.80	1.22	24.19	21.16	13.88	买入
云天化	1.98	3.41	3.54	10.57	6.14	5.91	买入
兴发集团	3.84	5.58	6.13	7.66	5.27	4.80	买入
广信股份	3.18	3.56	3.87	9.33	8.33	7.67	买入
扬农化工	3.94	6.15	7.48	26.95	17.27	14.20	买入
华恒生物	1.70	2.80	3.96	88.24	53.57	37.88	买入
新和成	1.68	1.24	1.64	11.46	15.52	11.74	买入
泛亚微透	0.95	0.89	1.96	68.42	73.03	33.16	买入
中触媒	1.01	1.03	1.61	38.16	37.42	23.94	买入

注：EPS 均为华安证券预测，股价截止 2023 年 1 月 6 日收盘

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 化工行业 1 月投资策略 **7**

2 建议关注需求复苏投资机会 **7**

2.1 纺服链：行业加速去库，关注凯赛生物、卫星化学 7
2.2 地产链：政策持续催化，关注万华化学、美瑞新材、硅宝科技 9
2.3 农化：一季度景气周期来临，关注云天化、兴发集团、广信股份、扬农化工 11
2.4 食品及营养品：消费持续改善，关注华恒生物、新和成 14
2.5 出行链：疫后快速修复，关注泛亚微透、中触媒 15

3 重点指标数据跟踪 **18**

4 风险提示： **23**

图表目录

图表 1 推荐上市公司及估值情况 17
图表 2 PMI 指数 18
图表 3 PMI 结构 18
图表 4 工业增加值 18
图表 5 固定资产投资额 18
图表 6 PPI 18
图表 7 CPI 18
图表 8 CCPI 指数 19
图表 9 CRB 商品指数 19
图表 10 原油、天然气价格（右轴为天然气） 19
图表 11 煤炭、螺纹钢价格（右轴为螺纹钢指数） 19
图表 12 进出口数量指数 20
图表 13 进出口金额累积同比 20
图表 14 房屋开工面积及竣工面积增速 20
图表 15 房地产开发投资完成额 20
图表 16 汽车产销量 20
图表 17 小家电零售额 20
图表 18 新能源汽车产销量 21
图表 19 太阳能电池产量 21
图表 20 化肥价格指数 21
图表 21 磷肥、钾肥、复合肥价格指数 21
图表 22 化纤价格指数 21
图表 23 化纤库存 21
图表 24 钛白粉价格指数 22
图表 25 玻璃玻纤价格指数 22
图表 26 农药价格指数 22
图表 27 纯碱价格指数 22
图表 28 MDI 价格指数 22
图表 29 新能源材料价格（右轴为碳酸二甲酯价格） 22
图表 30 CFFI：中国-欧洲 23
图表 31 CFFI：中国-北美 23
图表 32 规上企业利润总额 23
图表 33 全行业平均值：ROE 23

1 化工行业 1 月投资策略

国际油价与天然气为主的大宗原料价格处于震荡下行区间，2023 年 1 月成本端压力或减小。成本端，大多数大宗化学品成本与原油天然气价格联系紧密。2022 年原油、天然气价格都经历了剧烈波动。2022 年四季度，欧洲天然气价格需求转淡，全球天然气价格下跌；全球紧缩周期来临，原油价格也趋于震荡下行。我们预计 2023 年 1 月的整体能源价格预计处于震荡下行区间，化工企业成本端压力将普遍减轻。

需求层面来看，地产、消费等需求修复，化工行业率先受益。2022 年下半年，从行业整体报表盈利情况来看，多数化工企业盈利承压。由于疫情反复影响消费及房地产等终端需求下滑，企业盈利收窄。当前来看，政策驱动楼市转暖预期强烈，同时后疫情时代消费需求逐步恢复正常，化工行业与地产、消费相关性强，将率先受益。当前来看，市场心态已有所转暖，下游逐渐恢复采购，化工品库存高位逐渐去化，价格也已逐渐企稳步入修复。

估值层面来看，2022 年下半年较多化工企业盈利整体承压，估值已来到相对低点，当前具有吸引力。

展望后市，我们认为从基本面和估值来看均可以加大布局力度。2023 年 1 月我们整体推荐配置思路是**建议关注需求修复投资机会。建议关注地产、汽车、纺服、食品、农化等赛道的需求复苏。**

地产链回暖带来的投资机会：近期政府多次释放楼市松绑信号，地产政策边际改善，地产链景气度有望修复，地产链化工品有望受益。**推荐【万华化学】、【美瑞新材】、【硅宝科技】；**

出行链复苏带来的投资机会：随着疫情管控政策逐渐开放，我们认为后疫情时代出行链将快速修复，汽车链相关化学品有望受益。**推荐【中触媒】、【泛亚微透】；**

纺服及上游修复带来的投资机会：疫后消费需求将迎来复苏，前期受损的纺服产业链有一定弹性，上游的尼龙、乙二醇等工业品将受益。**推荐【凯赛生物】、【卫星化学】；**

食品及营养品需求修复带来的投资机会：我们看好疫后食品、营养品需求修复。**推荐【华恒生物】、【新和成】；**

农化景气周期来临带来的投资机会：一季度是农化传统高景气窗口期，农药、化肥需求将边际回暖。**推荐【云天化】、【兴发集团】、【扬农化工】、【广信股份】**

2 建议关注需求复苏投资机会

2.1 纺服链：行业加速去库，关注凯赛生物、卫星化学

【卫星化学】轻烃化工中长期优势显著，C2 及 C3 价差触底待修复，新材料成本+研发双轮驱动

乙烷价格下行，化工品迎来需求修复。乙烷本身供需宽松，此前价格高企是由于乙烷与天然气热值转换效应所致，当前时点美国 LNG 出口能力已来到极限，同时美国当地乙烷裂解一体化制聚乙烯已来到盈亏平衡状态。多重因素下我们认为乙烷价格长期趋势向下至平稳，短期高位震荡下行，拐点已现。根据我们的高频跟踪，截

止 12 月 30 日，乙烷价格已来到 31.50 美分/加仑，较高点 60 美分/加仑跌 47.50%，2023 年将逐渐回归历史低中枢价格。

从下游看，2022Q3 以来乙烯和丙烯下游需求不振。根据我们最新的周度跟踪数据显示，截至 12 月 30 日，C2 下游乙二醇、环氧乙烷、聚丙烯及苯乙烯产品价差已从历史 10%左右的分位数缓慢回升。在当前时点，乙烯和丙烯下游国内需求端也已度过最艰难的时候，随着疫后修复及地产回暖，下游主要产品的需求将回升。

后续项目规划明确，未来 3 年成长性确定。2022 年 8 月 29 日，公司发布进展公告，连云港石化有限公司年产 135 万吨 PE、219 万吨 EOE 和 26 万吨 ACN 联合装置项目二阶段工程于 2022 年 8 月 27 日全投料试生产后已成功产出合格产品，生产运行稳定，标志着连云港石化二阶段项目一次开车成功，项目已于 22Q4 开始带来较大业绩增量。 绿色化学新材料产业园一期项目等于 2022 年内陆续建成投产；平湖基地新能源新材料一体化项目正在筹备动工，将与丙烯酸配套形成完整的产业链。公司在建项目顺利推进，持续带动业绩增长。

原料成本优势+研发高投入双轮驱动，卫星加码新材料打开成长空间。2022Q2，公司 1000 吨/年 α-烯烃工业试验装置开工建设，包括 700 吨 1-辛烯，年产 300 吨 1-己烯，该项目将为公司筹划推进的 POE 项目提供原料。目前 POE 海外高度垄断，国内企业的进展基本还处在起步阶段。卫星化学前瞻性的布局 POE 及前端原料，率先完成赛道卡位。公司在 POE 领域的主要优势有：1）产业链齐全：POE 是通过聚乙烯和 α-烯烃共聚而来。对于聚乙烯而言，卫星拥有国内仅有的进口纯乙烷制乙烯装置，原料能够完全自给且其生产的乙烯成本位于行业成本最左侧。同时公司从 α-烯烃开始进行研发生产，确保未来 POE 生产中所有材料均自有，不受制于人。2）现金流充沛，研发投入高：卫星化学在 PDH 和乙烷裂解项目陆续上马后整体现金流比较充裕，有助于持续研发投入。

【凯赛生物】“碳中和”下生物制造大有可为。

生物法长链二元酸产能持续放量，产品有望继续主导市场。公司是全球生物法长链二元酸的主导供应商，目前拥有生物法长链二元酸 7.5 万吨产能，是全球唯一可以量产 DC10-18 的企业。同时，山西合成生物产业生态园区项目中年产 4 万吨生物法癸二酸项目已于 2022 年三季度建成投产。目前癸二酸传统生产方式为蓖麻油水解裂解制取，全球市场规模约为 11 万吨，公司该项目是全球首创的生物法癸二酸产业化项目，预计投产后将成为癸二酸市场的有力竞争者。随着公司生物法长链二元酸技术水平持续提高和癸二酸产能投产，预计公司将继续主导全球长链二元酸市场。

生物基聚酰胺产能落地在即，下游应用场景广泛。凯赛（乌苏）年产 5 万吨生物基戊二胺及年产 10 万吨生物基聚酰胺生产线已于 2021 年中期投产，生物基聚酰胺产品开发了 300 多家客户并开始形成销售，公司产品主要应用于民用丝、工业丝、无纺布、工程塑料、玻纤增强复合材料和碳纤维增强复合材料等领域。此外公司山西合成生物产业生态园区项目中年产 50 万吨生物基戊二胺、90 万吨生物基聚酰胺等项目将与下游产业链配套项目一并规划，预计 2023 年年底投产。公司生物基聚酰胺产品主要包括 PA56、PA510、PA5X 等，重点开发的聚酰胺 PA56 产品性能接近通用型聚酰胺 PA66，而目前生产 PA66 的上游原材料己二腈一直较依赖进口，PA56 作为一种新型生物基材料，其推广也将对改善我国关键材料对外进口依赖有着积极

作用，目前其产品性能和应用潜力逐渐为市场所接受和认可。此外，生物基戊二胺的原材料目前主要为玉米，相较于传统石化工艺有更显著的成本优势并且能够大量减少碳排放，同时公司还在积极探索以秸秆等生物废弃物代替玉米等粮食产物作为原材料的工艺技术，在“碳中和”大背景下，生物基聚酰胺有望迎来大场景应用。

新建玻纤项目落户山西综改区，“聚酰胺+玻璃纤维”协同效应显著。山西合成生物产业生态园是由山西综改区引进公司打造的合成生物全产业链集聚园区，目前公司的生物基聚酰胺与连续玻璃纤维或者碳纤维制成的复合材料，正在多个领域进行应用开发和测试，有望进入“以塑代钢、以塑代铝、以塑代塑”用于替代金属、替代热固型材料的大场景应用阶段。2022 年 6 月 30 日，中材科技全资子公司泰山玻璃纤维有限公司拟斥资 36.84 亿元，投建年产 30 万吨高性能玻璃纤维智能制造生产线项目，建设期 26 个月，建设地点位于山西省太原市山西转型综合改革示范区。公司在山西综改区规划的 90 万吨聚酰胺产能有望与园区新建的玻纤等项目实现生产、应用协同，加速带动公司玻纤增强复合材料的下游应用，拓展聚酰胺的应用领域，提升装置的经济效益。

2.2 地产链：政策持续催化，关注万华化学、美瑞新材、硅宝科技

【万华化学】聚氨酯全产业链寡头垄断，新材料多点推进持续发展

增加资本开支优化产品结构，巩固石化一体化产业链。公司依托世界级规模 PO/AE 一体化装置和大乙烯装置，不断拓宽 C2、C3、C4 产业链，实现产业链联动和价值链协同。2022 年 4 月，公司计划投资 231 亿建设蓬莱工业园高性能新材料一体化项目，主要建设 90 万吨/年丙烷脱氢、50 万吨/年聚醚、40 万吨/年 POCHP、30 万吨/年聚丙烯、30 万吨/年 EO、30 万吨/年 EOD 等项目，目前 90 万吨/年 PDH 项目已经开工，预计于 2024 年 6 月开始陆续投产。同时公司乙烯二期项目审批通过，乙烯二期采用乙烷+石脑油作为乙烯裂解原料，工艺成本相比丁烷+石脑油具有优势，同时芳烃为 MDI 工序纯苯提供原料。项目总投资 176 亿元，预计 2024 年 12 月建成投产。公司持续对自有产业链进行延伸，有望进一步降低产品生产成本，提高产品市场化竞争力。

公司福建 40 万吨 MDI 项目已经投产，随着地产链修复，MDI 价格后续有望反弹。公司目前 MDI 总产能 265 万吨，已经升级迭代到第六代技术，福建 40 万吨 MDI 装置已经于 2022 年底投产，后续有宁波 60 万吨技改项目预计将于 2023 年逐步投产，未来 2 年，全球只有万华有新增产能，继续维持全球 MDI 良好的竞争格局。TDI 方面，2022 年对万华福建 10 万吨 TDI 进行技改，预计 2023 年万华福建 TDI 产能将扩建到 25 万吨，同时综合成本有望进一步降低。临近春节，MDI 下游厂家库存处于偏低水平，场内现货流通释放有限，MDI 价格具有支撑。聚合 MDI 下游 71%应用于地产链，纯 MDI 下游 22%应用于鞋材，而随着地产及出行链的修复，我们预计未来 MDI 价格具有反弹空间。

新能源持续推进，新材料陆续落地投产，为公司持续发展供需业绩。公司锂电材料进程顺利，2020 年收购烟台卓能，在原有厂房和技术基础上开展锂电池材料的研发。2022 年初，1 万吨三元正极材料投产，5 万吨磷酸铁锂也已开工建设。近期公司与西藏矿业合作成立联合实验室进行盐湖高附加值产品研发、生产，未来有望建立盐湖提锂、材料制造、资源回收的全产业链闭环，共同打造盐湖开发更加强有

力的利润支柱。未来对内将进一步整合全公司资源，对外着重抢占市场，弥补没有上游锂资源的劣势。2022 年 10 月，公司 4 万吨 PA12 项目顺利投产，成为全球第二家掌握 PA12 全产业链生产技术的企业。2022 年 11 月，48 万吨双酚 A 投产，标志着公司 BPA-PC 全产业链贯通，为未来 PC 的进一步扩产打下基础。5 万吨磷酸铁锂预计 2023 年上半年投产，4.8 万吨柠檬醛预计 2023 年下半年投产。新材料的顺利投产，将为公司持续性发展贡献业绩。

【美瑞新材】国内高端化 TPU 行业龙头，布局 HDI 打开未来成长空间

公司产品结构优化，新材料快速发展。公司是国内高端 TPU 产品头部企业，2017 年至今，产品结构持续优化，特殊聚酯型、聚醚型、发泡型 TPU 占比逐年提升，从 2017 年占比 39.8%提升到 2019 年的 61.9%，在膨胀型 TPU、隐形车衣等高端 TPU 市场中处于国内领先水平。公司目前具有 8.5 万吨 TPU 产能，共计规划 20 万吨 TPU 新产能， 一期 10 万吨预计 2023 年陆续投产，为未来业绩提供增量。此外，公司与鹤壁煤化工合作，积极推进可降解材料 PBS，目前 PBS 已经实现量产供应，丰富了公司的环保产品线,为以后成功步入可降解材料行业以及提升公司竞争力奠定了基础。

全球 TPU 消费占比以亚太地区为主，随着地产链及出行链的修复，TPU 价格后续有望反弹。从全球范围看，TPU 需求差异化较大，2020 年亚太地区 TPU 消费占比为 60.3%,同时亚洲和澳洲地区的 TPU 消费增速高于全球平均增速。2016-2021 年我国 TPU 消费复合增长率达到 13.4%，远远高于全球平均增速水平。在低端市场 TPU 取代 PVC、EVA 等材料，高端市场在隐形车衣、膨胀鞋底等市场快速发展，市场前景广阔。短期看 TPU 价格已经处于历史低位，下跌空间有限。TPU 下游 39%应用于鞋材，14%应用于管材，未来随着地产链及出行链的修复，TPU 在鞋材、管道等领域的应用有所修复，价格后续有望反弹。

聚氨酯一体化项目开展，助力公司打开成长空间。公司旗下控股子公司美瑞科技（河南）有限公司共投资 15 亿元，聚氨酯一体化一期项目预计建设年产 12 万吨特种异氰酸酯（其中 HDI10 万吨，CHDI1.5 万吨，PPDI 0.5 万吨），年产 15 万吨硝基苯胺，年产 12 万吨苯二胺，年产 10 万吨环己烷二胺，配套公辅工程。目前项目已经处于开工建设阶段，预计 2024 年 HDI 一期项目投产，二期 HDI 项目远期规划 20 万吨。HDI 作为具有高技术壁垒、高利润回报的特种新材料，随着未来公司 HDI 项目建设与投产，公司业绩将继续实现高速增长。

【硅宝科技】成本下降+需求回暖双重利好，静待业绩持续改善

公司是国内有机硅密封胶行业头部企业。公司拥有 24 年的有机硅密封胶研发经验和专业的研究团队，现有有机硅密封材料产能约 13 万吨/年，主要产品包括建筑用胶、工业用胶和硅烷偶联剂。

上游原材料 107 胶价格等回落缓解密封胶成本压力，行业集中度有所提升。有机硅密封胶的原材料占比很高,大约为 90%,其上游原材料之一是 107 胶,约占成本的 60%,它的价格走势和有机硅密封胶价格走势基本一致。2021 年 107 胶等主要原材料价格持续上涨对有机硅密封胶生产企业成本产生较大压力。目前 107 胶等价格已逐渐回落，截至 2023 年 1 月 2 日，107 胶价格为 17000 元/吨，较去年均价下降约 30%，成本压力得到缓解。随着 2023 年有机硅新产能持续投放，预计 2024 年 107 胶价格将继续回落至

合理区间，有机硅密封胶生产企业利润空间有望提升。此外，由于此前上游原材料有效供给偏紧和原材料价格上涨，导致有机硅下游行业出现阶段性供需紧张，加速下游企业向头部集中，同时，随着国民消费水平提升，终端用户对品牌、质量、服务的要求不断提高，市场向头部企业集中的趋势愈发明显。

建筑胶市场需求稳步增长，公司近年来销量提升，市占率不断增长。存量市场方面，受益于城镇化进程推进和“城市更新计划”推动建筑用胶产品在幕墙、中空玻璃等领域的更新迭代；增量市场方面，有机硅密封胶性能优异，逐渐替代传统用胶，装配式建筑需求高增带动建筑用胶需求同步增长，预计 2025 年装配式建筑用胶将超 120 万吨，市场规模超 242 亿元，公司拥有多个知名品牌，同时与下游各领域龙头企业均有稳定合作，目前房地产行业需求回暖，叠加“品牌+头部对头部”效应，公司建筑用胶业绩有望稳定增长。

工业用胶蓬勃发展，“双碳”背景下新能源领域用胶需求爆发。在“双碳”背景下，光伏太阳能、新能源汽车等领域高速发展，带动工业用胶需求爆发，公司 2020 年收购拓利科技，提高自身在工业用胶领域的市场份额，同时成功进入世界 500 强中兴通讯等知名客户的供应链体系。此外公司还积极拓展硅烷偶联剂业务，提高高附加值产品产量。随着新能源领域多个行业飞速发展，公司积极拓展下游各领域龙头业务，有望持续受益。

硅基负极是下一代最具潜力的锂离子电池负极材料，公司持续加码布局，有望集中收益。硅基负极容量天花板超过石墨负极 10 倍，性能优异，是下一代最具潜力的锂离子电池负极材料，目前新能源电池需求高速增长。公司 2016 年起就开始进行硅基负极相关材料的研发，并于 2019 年建成 50 吨中试产线，2021 年设立全资子公司硅宝新能源建设 5 万吨/年锂电池用硅基负极材料及专用粘合剂项目。公司积极布局新能源、锂电池材料行业，大力发展硅基负极材料，未来有望打开第二成长曲线，逐步形成“双主业”发展模式，实现自身产业结构转型。

2.3 农化：一季度景气周期来临，关注云天化、兴发集团、广信股份、扬农化工

【云天化】磷化工行业头部企业，持续加码电池新材料领域

依托丰厚磷矿储量提供优质稳定的磷精矿，产业链一体化优势显著。公司是国内磷化工龙头企业，受益于云南省自然资源丰富的地理区位优势，储量位居国内首位，同时，公司拥有原矿生产能力 1450 万吨，擦洗选矿生产能力 618 万吨，浮选生产能力 750 万吨，是我国最大的磷矿采选企业之一。磷矿的丰厚储量为公司精细磷化工、磷酸铁生产提供了可靠的资源保障。2022 年 9 月 20 日，公司发布公告拟投资设立全资子公司云天矿产，注册资本 10 亿元，并以云天矿产为投资主体建设“电池新材料前驱体配套 450 万吨/年磷矿浮选项目”，预计项目投资总额 18.96 亿元。该项目将有助于公司充分发挥资源、技术和全产业链优势，提升中低品位磷矿利用水平，推进磷资源多元化深度开发利用，提高资源利用效率，保障公司精细磷化工、磷酸铁产业优质磷矿资源供应，进一步发挥自身一体化规模效应。

依托自身磷矿优势，搭建氟化工增值产业链。依托公司磷矿中富含的氟硅资源，按照“氟硅酸—氢氟酸—氟精细化学品—氟电子化学品”的增值路径，纵向延伸氟化工产业链。2022 年上半年，公司子公司 1 万吨/年氟硅酸镁项目、1500 吨/年医药中间体含氟硝基苯项目正常生产。参股公司生产销售的产品有食品级磷酸、无水氟

化氢、氟化铝等；参股公司六氟磷酸锂项目等生产线按计划推进。同时依托自身一体化产业链优势，公司成本也有望做到行业较低水平，非肥板块有望带来持续的业绩增量，打开利润成长空间。

积极布局电池新材料领域，加速产业转型升级。目前公司正在投资建设年产 50 万吨磷酸铁及配套装置项目，初步形成了产业规模。根据公司 2022 年 9 月 7 日公告，新建 10 万吨/年磷酸铁装置 8 月份已进入设备调试、试生产阶段，9 月进入全面投产阶段。配套设施 10 万吨/年精制磷酸一期、二期项目已经相继投产，20 万吨/年双氧水项目正在按计划推进。公司正积极加快 2×20 万吨/年磷酸铁项目的用地、建设报批等工作，计划于 2023 年底建成投产。根据 2022 年 9 月 29 日公告，公司与华友控股签订《关于磷酸铁、磷酸铁锂项目合作意向协议》。双方拟通过磷酸铁、磷酸铁锂产业合作，推动 50 万吨/年磷酸铁、50 万吨/年磷酸铁锂项目的建设和运营。2022 年 11 月 16 日公司募集资金不超过 50 亿元主要用于建设聚能新材 20 万吨/年磷酸铁项目和天安化工 20 万吨/年磷酸铁项目。公司持续布局电池新材料，将有效优化公司产品结构，提升资源配置效率，增强公司产品市场竞争优势和盈利能力，提升公司整体的资产收益水平，加速公司产业转型升级。

【兴发集团】持续加码湿电子化学品，成长板块蓄势待发

磷化工新建产能有序投产，携手华友钴业进军新能源板块。公司后坪磷矿 200 万吨/年采矿工程预计于 2023 年建成投产；贵州兴发 1 万吨/年二甲基二硫醚（DMDS）项目、内蒙兴发有机硅新材料一体化循环项目配套的 15 万吨/年废盐综合利用制烧碱装置、新疆兴发 5 万吨/年二甲基亚砜二期（2 万吨/年）项目、内蒙兴发有机硅新材料一体化循环项目配套的 5 万吨/年草甘膦装置于 2022 年 7 月底进入试运行。项目的有序投产将进一步巩固公司磷化工产业链一体化优势，并增厚盈利能力。此外，2021 年 11 月，兴发集团与华友钴业签订合作框架协议，计划建设 50 万吨磷酸铁、50 万吨磷酸铁锂及相关配套项目。公司与华友钴业合资子公司兴友科技 10 万吨/年磷酸铁项目稳步推进。兴发集团和华友钴业的合作，将双方优势互补，共同进军新能源产业链，对公司精细磷化工的转型升级和提升盈利水平有积极影响。

持续布局湿电子化学品，加速新能源材料板块放量。2022 年 12 月 27 日公司拟以自筹资金投资 8.8 亿元建设上海兴福电子化学品专区项目，包括 4 万吨/年超高纯电子化学品项目 5.7 亿元（3 万吨/年电子级硫酸装置及配套工程，1 万吨/年电子级功能性化学品装置及配套工程，公用工程等），电子化学品研发中心项目 3.1 亿元，项目建设周期 24 个月。湿电子化学品主要应用于半导体集成电路、平板显示和太阳能电池三大领域，根据公司公告，预计到 2025 年全球三大领域用湿电子化学品市场需求将达到 624 万吨，市场空间广阔。公司控股子公司兴福电子现有 6 万吨/年电子级硫酸生产线，经过多年自主发展，产品品质达到全球最高等级 G5 级别，2022 年 8 月 13 日，公司发布公告拟分拆兴福电子至科创板上市，分拆后兴福电子将成为兴发集团旗下独立的电子化学品业务上市平台，公司湿电子化学品高速发展，兴福电子 4 万吨/年 IC 级硫酸项目相继投运；2 万吨/年电子级双氧水、2 万吨/年电子级蚀刻液、3000 吨/年电子级清洗剂等项目稳步推进。公司依托自身优势，逐步打开主导客户销售渠道，同时持续布局湿电子化学品，新能源材料板块有望加速放量。

【广信股份】农药+精细化工双轮驱动，上延下拓完善一体化布局

光气法农药龙头公司，布局农药和精细化工双轮驱动产业链。公司是光气法农药龙头企业，坚持以光气在农药领域应用为业务核心，持续提升工艺技术水平和产品质量，陆续规划了杀菌剂、除草剂、杀虫剂新增产能，同时布局公司农药产品上游中间体对（邻）硝基氯化苯和邻苯二胺等，形成农药原药和精细化工品双轮驱动格局。利用光气生产农药，具有生产消耗少、成本低、污染少等优势。公司拥有 32 万吨/年光气许可产能，位居农药类民营企业首位。此外，公司继续上延下拓完善公司产业链，向上布局光气上游离子膜烧碱来降低成本，向下继续丰富农药产品类型，同时布局对氨基苯酚、香兰素等产品进军医药中间体和新材料领域。未来随着公司战略布局推进，竞争力将进一步提升。

持布局高价值高应用农药品种，丰富农药产品结构。公司当前的主营产品为多菌灵、甲基硫菌灵、敌草隆、草甘膦等。其中，公司多菌灵产品的 DAP 和 HAP 两项重要指标均优于 FAO 的标准，可进入欧美高端农药市场。甲基硫菌灵产品的含量可达到 97%以上，产品质量处于国内同类产品领先水平。先进的光气化反应合成技术显著提高了敌草隆产品的质量。三个产品在技术和规模上均处于行业领先水平。同时，公司继续发挥光气资源优势，拟开拓茚虫威、噻嗪酮、噁唑菌酮、嘧菌酯、噁草酮等高价值或高应用产品，产品结构进一步丰富。目前已有多项在建及规划项目，大部分项目预计在 2022-2023 年落地投产，届时将为带来公司丰厚的净利润。

硝基氯化苯下游产品拓展广阔，内沿外拓有望加速产业链布局。硝基氯化苯作为重要的基础有机氯中间体，下游衍生的精细化学品、中间体及化工新材料品种众多，其中许多化合物具有良好的发展势头和较高的附加值，目前公司通过自身技术储备和收购世星药化完成下游对氨基苯酚和香兰素布局。两者均具有良好的需求增量，且公司具有相关产品的规模优势和技术优势。未来公司可以依托对（邻）硝氯化苯资源，继续向下游医药、新材料领域拓展，丰富产品结构。且世星药化是邻氨基苯酚和邻硝基苯酚行业标准的起草单位，具备较强的技术研发实力，发明专利和实用新型专利共 10 项。未来有望助力公司加速硝基氯化苯领域布局。

【扬农化工】菊酯农药龙头企业，产能释放加速成长

扬农化工是综合性农药龙头。公司深耕菊酯，布局除草剂，延伸杀菌剂，从菊酯供应商到三大农药全覆盖的综合农药龙头，也是目前国内唯一的一家从基础化工原料开始，合成中间体并生产拟除虫菊酯原药的生产企业。公司生产菊酯产品的关键中间体均自成体系、配套完善，资源得到充分利用，与国内同行业企业相比，基于产业链配套完整的成本优势明显。公司上市近 20 年来，实现从千万利润到超过十亿利润的飞跃。

优嘉、优创项目有序推进，远期成长空间广阔。目前公司优嘉三期项目已全部投产，优嘉四期一阶段项目于 2022 年上半年投产，新增 3800 吨联苯菊酯产能已全面达产，目前优嘉四期二阶段项目已经完成设备安装，新增 7310 吨拟除虫菊酯产能，并逐步为公司贡献业绩增量。同时公司优创项目有序推进，2021 年 6 月，公司与葫芦岛市人民政府签订《葫芦岛市人民政府与江苏扬农化工股份有限公司大型精细化工项目投资协议》，该项目总投资 100 亿元，有望将延续优嘉项目的高速成长模式。2022 年 5 月，公司决定在葫芦岛经济开发区设立辽宁优创植物保护有限公司（暂定名），开始逐步推进葫芦岛精细化工项目。2022 年 9 月，公司公告优创项目已完成选址、公司注册等工作，现在一期项目正在报批。2022 年 12 月初，公司对葫芦岛项目进行第一次信息公示，总投资 42.14 亿元，将由辽宁优创植物保护有

限公司建设年产 15,650 吨农药原药及 7,000 吨农药中间体项目，产品涉及功夫菊酯、氟唑菌酰羟胺、啶菌噁唑等。优创项目的推进有助于解决子公司沈阳科创目前面临的瓶颈问题，优化公司的生产布局，形成南北均衡布局，打开远期成长空间，巩固公司龙头地位。

背靠控股股东先正达，看好集团内部协同发展。公司依托控股股东先正达，贸易业务得到较大提升，海外营收连续增长。2022 年上半年，公司海外营收 60.61 亿元，同比增长 81.74%。先正达集团植保业务单元由先正达中国植保、安道麦中国、扬农化工组成，是中国植保行业的领军者，建设有 6 大原药生产基地，6 大制剂工厂，5 大研发创新中心，其专利和非专利化合物数量均居全国第一。公司背靠控股股东先正达，有利于公司与先正达集团内其他农化企业的业务协同，实现多元化发展。

2.4 食品及营养品：消费持续改善，关注华恒生物、新和成

【华恒生物】持续扩充产品矩阵，加速布局合成生物学赛道

持续发力合成生物学赛道，拓宽公司产品矩阵。2022 年 9 月 12 日公司拟以自有资金 1000 万元对参股公司智合生物增资，此次增资完成后，公司持有智合生物 25%的股权并实际控制智合生物；同日，杭州欧合生物将其拥有的“发酵法生产丁二酸”的相关技术授权公司使用，独占实施许可期限为 20 年。智合生物拥有发酵法 1,3 一丙二醇、发酵法玫瑰精油等技术成果。丁二酸是一种重要的有机化工原料及中间体，传统的生产方法主要是应用石化法生产，而发酵法是利用可再生糖源和二氧化碳作为主要原料，在石油危机及环境污染的双重压力下，生物法能够节约大量的石油资源并且降低产生的污染，具有显著的成本和环保优势。10 月 28 日，公司定向增发 17.3 亿元用于投资建设生物基丁二酸项目、生物基苹果酸项目以及补充流动资金。目前募投项目巴彦淖尔交替生产丙氨酸、缬氨酸项目和秦皇岛发酵法丙氨酸技改扩产项目已按计划部分投产，相关产品经济性逐步呈现。此外，公司还在稳步推进巴彦淖尔基地年产 1.6 万吨三支链氨基酸及其衍生物项目和长丰基地年产 0.7 万吨 beta 丙氨酸衍生物项目，预计均将在 2023 年建成投产。公司持续发力合成生物学赛道，随着多个项目的稳步推进和陆续投产，公司将进一步丰富自身产品种类，增强公司在动物营养领域的核心竞争力，提高产业链的一体化程度，稳固自身合成生物学头部地位。

“产研学”合作模式助力公司研发能力，国际首家微生物厌氧发酵规模化生产 L-丙氨酸企业。公司搭建系统与合成生物中心，完善从菌种构建技术研发-小试中试放大-工厂大规模生产相结合的全产业链技术产业化路径，围绕发酵法和酶法两大技术平台，加速布局在研管线产品，形成合成生物技术相关的核心竞争力。公司突破厌氧发酵技术瓶颈，在国际上首次成功实现了微生物厌氧发酵规模化生产 L-丙氨酸产品，是行业内拥有厌氧发酵法生产 L-丙氨酸完整知识产权的优势企业之一。“碳中和”大背景下，生物制造以可再生的物质为原材料，生产过程绿色环保，可大幅减少二氧化碳排放：以 L-丙氨酸为例，每生产 1 吨 L-丙氨酸理论上二氧化碳排放减少到 0.5 吨，随着以碳税为代表碳中和政策逐步落地，会进一步拉开生物制造对传统工艺的成本优势，生物制造产业也将迎来更大的发展。目前多个在研项目进入中试小试阶段。公司未来还将继续加大对研发的高投入，持续发力合成生物学赛道，加速开发更多种生物基新产品，推动我国在生物制造领域的跨越式发展。

【新和成】多领域布局优化纵深产品矩阵，长期看好维生素下游需求恢复

国内维生素供需格局有望改善，下游需求回暖，维生素市场有望得到修复。欧洲和中国是全球重要的维生素供应基地，其中，欧洲维生素产能占全球产能约 45%。目前国内维生素整体价格处于历史低位，根据百川资讯，截至 2023 年 1 月 4 日，VA 价格为 100 元/公斤，较 2022 年年初下降 63.64%，VE 价格为 82 元/公斤，较 2022 年年初下降 5.75%，2022 年我国维生素行业整体较为疲软，主要是由于国内维生素产能持续扩张导致国内市场供大于需，2022 年年末部分维生素企业宣布停产，维生素供需格局有望得到改善。就下游需求端来看，维生素最大下游应用是动物饲料，新冠疫情政策调整后导致短期内屠宰企业开工率不及预期，消费偏弱，猪肉价格有所回调，截至 2023 年 1 月 3 日，生猪现货价 17.10 元/公斤，较 2022 年 10 月价格高点 27.48 元/公斤下降约 38%，猪肉价格回调导致短期内生猪补栏较为谨慎，但长期来看疫情将逐步好转，预计下游猪肉需求有望回暖，维生素市场有望得到修复，公司利润有望得到改善。

多领域布局，优化纵深产品矩阵。营养品板块，蛋氨酸二期 25 万吨/年其中 15 万吨装置正在设备安装过程中，预计 2023 年 6 月建设完成，达产后固体蛋氨酸产能将达 30 万吨，同时公司 1 月 3 日发布公告，拟以自有资金投入与中石化成立合资公司，建设 18 万吨/年液体蛋氨酸（折纯）的生产装置，该项目投资总额约为 25.9451 亿元，此次投资完成后公司持有合资公司 50%股权；3 万吨/年牛磺酸项目预计 2022 年底建设完成，2023 年一季度试车；5000 吨/年维生素 B6、3000 吨/年 B12 已经于 2022 年 6、7 月份试车完成，目前处于正常生产销售阶段。新材料板块，规划报批产能 3 万吨/年，现有年产能 15000 吨生产线正常生产销售，三期 7000 吨/年 PPS 已于 2022 年 6 月 18 日建设完全并试车，产品品质达到预期，预计 2022 年 9、10 月份负荷达到 80%-90%；己二腈项目已进入中试阶段，计划首期在山东基地安排 50000 吨/年建设。香精香料板块，5000 吨/年薄荷醇项目已于 2022 年 9 月建设完成并进行工艺段试车。公司坚持“化工＋”和“生物＋”的战略主航道，提升应用研究和应用服务能力，专注于营养品、香精香料、高分子新材料和原料药业务，坚持创新驱动，发展各类功能性化学品，加强技术平台和产业平台的建设，不断优化纵深产品矩阵，有利于提高公司综合竞争力，稳固自身行业地位。

2.5 出行链：疫后快速修复，关注泛亚微透、中触媒

【泛亚微透】深耕长尾利基市场，发力气凝胶第二曲线

ePTFE 空间广阔，国产替代+品类扩张需求旺盛。膨体聚四氟乙烯膜（ePTFE 膜）是一种非常优秀的防水、防尘、透气材料。公司核心产品 ePTFE 膜及其组件已在汽车、消费电子、新能源等领域完成了国产替代，毛利率较高。短期，消费电子 MEMs 膜、新能源车 CMD 泄压阀、质子交换膜等均有望成为公司利润增长亮点。中长期看，公司对标美国戈尔，戈尔 2021 年收入超过 40 亿美元，目前公司的营收规模不足其 2%，未来在医疗、航空航天、通信、电子赛道有广阔的拓展空间。研究戈尔的产品品类，我们可以发现，ePTFE 材料较多下游是基于对产品性质的理解进行应用开发而“创造”而出的，而非完全需求驱动的，且下游市场多具有多品类小批量的特点，符合长尾利基市场的定义。我们认为，泛亚微透是国内较少的投身长尾利基市场的领先者，能够基于 ePTFE 材料基础研究不断扩大下游品类。

气凝胶渠道及品类优势明显，打造第二成长曲线。气凝胶是保温性能最好的材料，在石油化工、航天军工、建筑建造、工业隔热、交通等领域有广泛应用。其中新能源车电池绝热和保温领域应用推广加速。泛亚微透通过收购大音希声 60%股权以及自建气凝胶产能完成从超低温到超高温的全温段覆盖。子公司大音希声拥有 12 万平产能，正在扩建新产能；本部建成的 25 万平/年气凝胶产能面向新能源车市场，有望在 2024 年正式投放市场。公司拥有从生产到加工的一体化技术，预计能够直接供应电池厂商。

【中触媒】催化剂龙头蓄势待发，产品矩阵丰富助力多元发展

中触媒是国内分子筛催化剂行业领先企业。公司拥有多年分子筛领域研发经验与专业科研团队，主要产品包括移动源脱硝分子筛和钛硅分子筛等催化剂，应用领域包括化工、能源和环保等多个板块。自 2009 年以来，公司陆续推出烯烃异构、己内酰胺、环氧丙烷等催化剂，2017 年推出移动源脱硝分子筛等，近 3 年来公司业绩复合增速接近 220%。其中移动源脱硝分子筛是公司的最主要业务，受益于国六等全球环保政策，公司与全球汽车尾气催化龙头巴斯夫建立了长期合作关系，移动源脱硝分子筛业务快速增长并贡献主要业绩增量。

移动源脱硝分子筛销售地区拓展至全球，业绩有望持续高增。受益于国六排放标准趋严，2023 年将全面实施国六标准，移动源脱硝分子筛市场需求广阔，2022 年 11 月 21 日，公司针对 2017 年签订的采购合同在新基础价格、采购量区间、价格公式等事项作出规定，其中中触媒分子筛销售区域有原亚太地区拓展为全球范围。巴斯夫在全球催化剂市场占比超过 25%，巴斯夫挑选供应商条件严、周期长，公司凭借自身优秀的科研实力成为其稳定的供货商，双方合作稳定且深入，此次协议修订使得中触媒获得除亚太地区以外的订单，是巴斯夫对公司移动源脱硝分子筛产品质量及生产能力的认可，有利于提升公司在工业催化剂行业的市场拓展力和综合竞争力。随着未来国六政策进一步推进，公司将拓宽自身在欧洲市场的发展空间，巩固公司的国内外市场地位，公司移动源脱硝分子筛业务有望放量，业绩有望实现较大增长。

HPPO 法制环氧丙烷进入扩产周期，钛硅分子筛有望带动业绩增长。公司的钛硅分子筛催化剂主要应用于 HAO 法制己内酰胺与 HPPO 法制环氧丙烷。HAO 法绿色环保，是目前的主流工艺，公司与海力化工、旭阳集团等知名化工企业均有稳定合作，同时已实现向聚源化学、卫星化学子公司江苏嘉宏新材料等国内环氧丙烷主要生产企业的销售，此外，公司还具有多种工艺包产品的核心技术，包括 HPPO 法环氧丙烷生产工艺包、丁酮肟生产工艺包、甲氧基丙酮生产工艺包等，公司的工艺包技术成熟，在市场上具备较强竞争力。能耗双控背景下，HPPO 法制环氧丙烷绿色环保，工艺优势显著，2023 年 HPPO 法将进入放量周期，随着 HPPO 法产能陆续投产，公司钛硅分子筛有望实现快速增长。

研发实力及技术储备强劲，丰富的产品矩阵提供业绩增长动力。公司注重研发投入，核心产品技术均为自主研发，公司及全资子公司目前共拥有 164 项专利，此外，公司还与国内多所知名院校签订了战略合作协议，这种“自主研发为主、产学研合作为辅”的研发模式能够充分发挥协同效应。公司目前已经形成了 MTO、MTP 催化剂等多项技术储备，同时积极布局固定源脱硝分子筛、乙二醇催化剂、光触媒催化剂、间甲酚等多个领域，积极拓展金属催化剂与精细化学品领域，多个在研项目均进入小试或中试阶段。公司两大募投项目“特种分子筛、环保催化剂、 汽车尾气净

化催化剂产业化项目”和“环保新材料及中间体项目”也在稳步推进当中。随着公司项目陆续投产，丰富的产品矩阵未来将给公司提供业绩增长动力。

图表 1 推荐上市公司及估值情况

证券简称	股价（亿元）	归母净利润（亿元）				市盈率			
	2023/1/6	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
凯赛生物	62.08	1.46	1.47	1.78	2.15	42.52	42.23	34.88	28.87
卫星化学	16.41	3.50	1.45	2.11	2.68	4.69	11.32	7.78	6.12
万华化学	93.68	7.85	5.69	7.49	8.31	11.93	16.46	12.51	11.27
美瑞新材	27.18	0.89	0.58	1.00	2.40	30.54	46.86	27.18	11.33
硅宝科技	16.93	0.70	0.80	1.22	1.76	24.19	21.16	13.88	9.62
云天化	20.93	1.98	3.41	3.54	3.97	10.57	6.14	5.91	5.27
兴发集团	29.40	3.84	5.58	6.13	6.44	7.66	5.27	4.80	4.57
广信股份	29.67	3.18	3.56	3.87	4.50	9.33	8.33	7.67	6.59
扬农化工	106.19	3.94	6.15	7.48	8.08	26.95	17.27	14.20	13.14
华恒生物	150.00	1.70	2.80	3.96	4.96	88.24	53.57	37.88	30.24
新和成	19.25	1.68	1.24	1.64	1.95	11.46	15.52	11.74	9.87
泛亚微透	65.00	0.95	0.89	1.96	2.75	68.42	73.03	33.16	23.64
中触媒	38.54	1.01	1.03	1.61	2.33	38.16	37.42	23.94	16.54

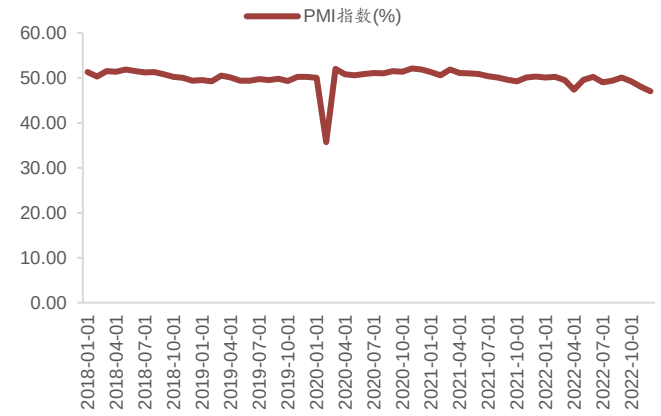
资料来源：iFinD、华安证券研究所

注：上市公司 EPS 均为华安证券预测，股价截止 2023 年 1 月 6 日收盘。

3 重点指标数据跟踪

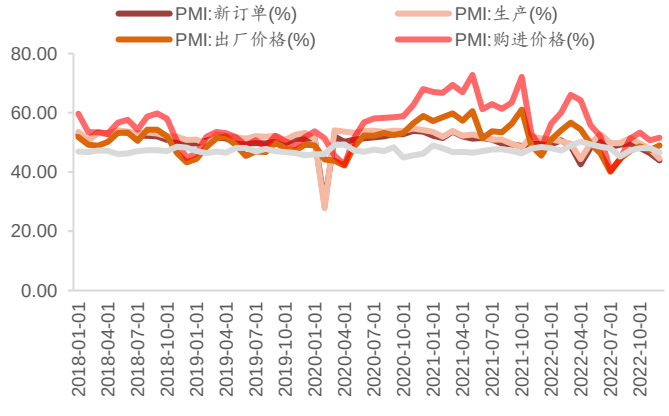
宏观总量指标

图表 2 PMI 指数



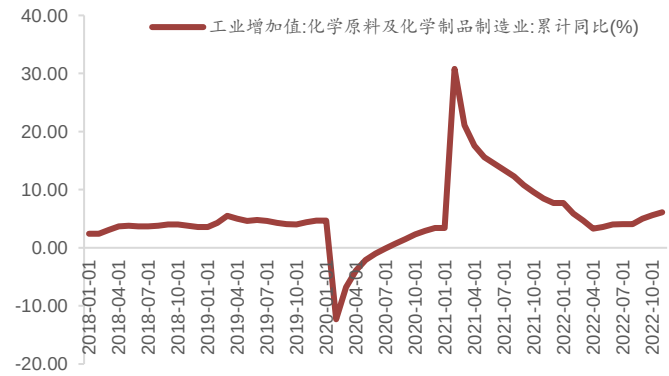
注：数据截止至 2022 年 12 月 31 日
资料来源：Choice，华安证券研究所

图表 3 PMI 结构



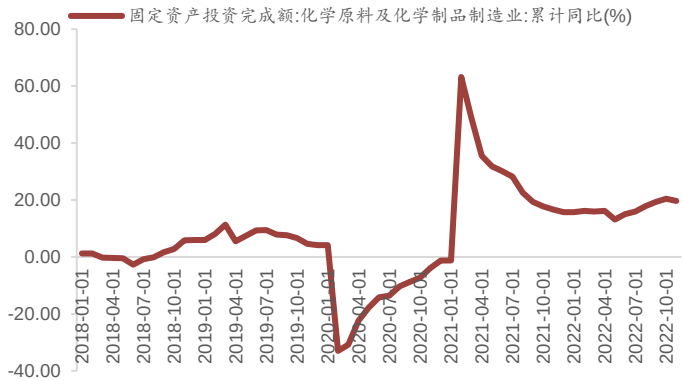
注：数据截止至 2022 年 12 月 31 日
资料来源：Choice，华安证券研究所

图表 4 工业增加值



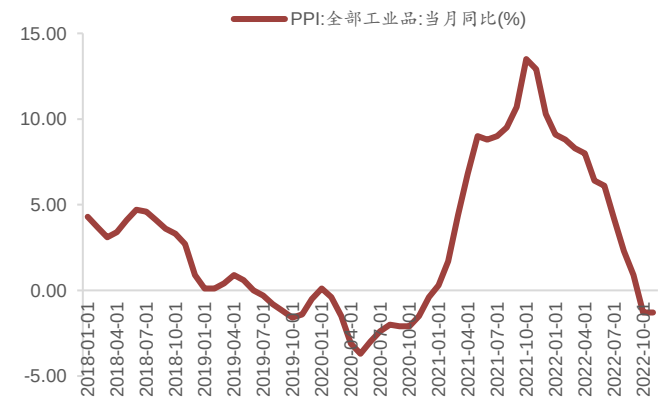
注：数据截止至 2022 年 11 月 30 日
资料来源：Choice，华安证券研究所

图表 5 固定资产投资额



注：数据截止至 2022 年 11 月 30 日
资料来源：Choice，华安证券研究所

图表 6 PPI



图表 7 CPI

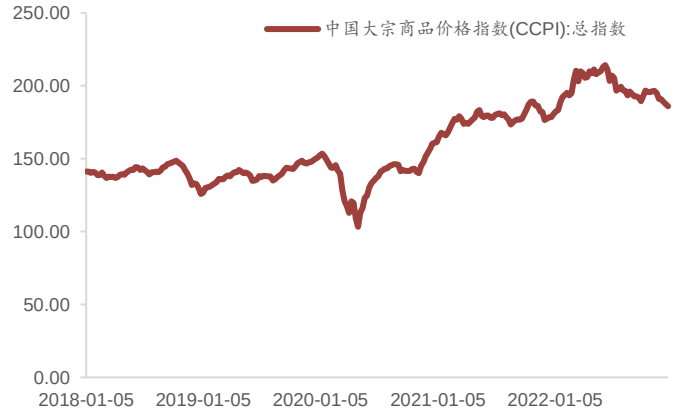


注：数据截止至 2022 年 11 月 30 日
资料来源：Choice，华安证券研究所

注：数据截止至 2022 年 11 月 30 日
资料来源：Choice，华安证券研究所

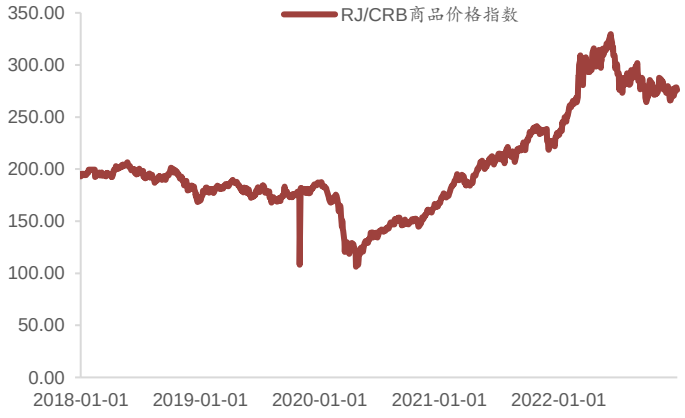
化工行业景气度观测指标

图表 8 CCPI 指数



注：数据截止至 2022 年 12 月 23 日
资料来源：Choice，华安证券研究所

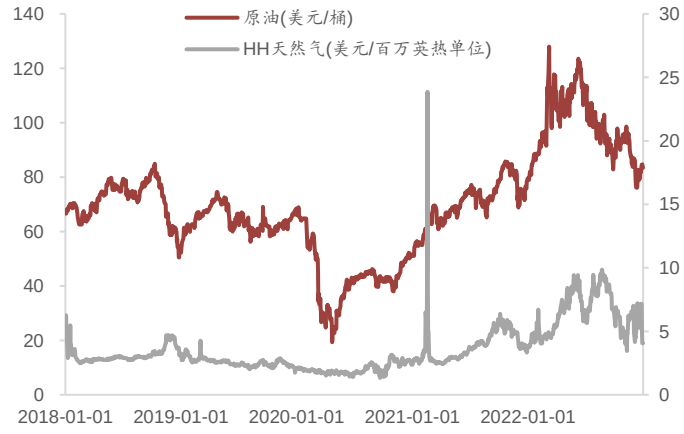
图表 9 CRB 商品指数



注：数据截止至 2022 年 12 月 29 日
资料来源：Choice，华安证券研究所

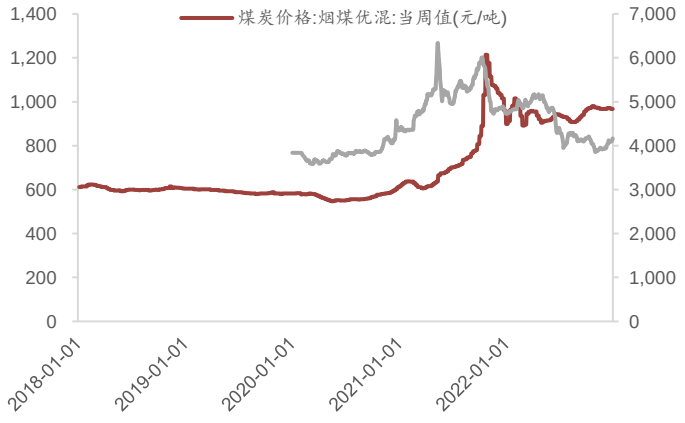
原材料价格观测指标

图表 10 原油、天然气价格（右轴为天然气）



注：数据截止至 2022 年 12 月 30 日
资料来源：iFinD，华安证券研究所

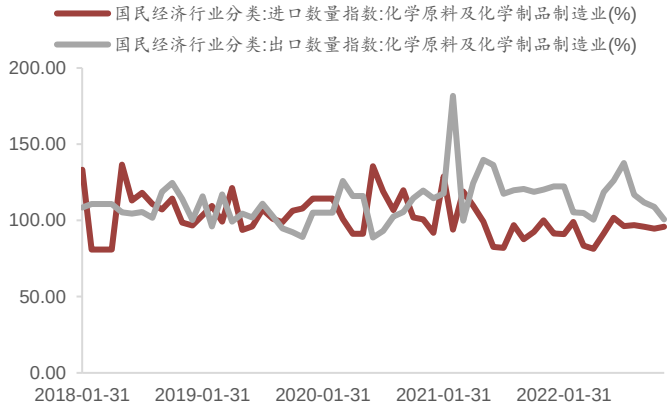
图表 11 煤炭、螺纹钢价格（右轴为螺纹钢指数）



注：数据截止至 2022 年 12 月 30 日
资料来源：iFinD，华安证券研究所

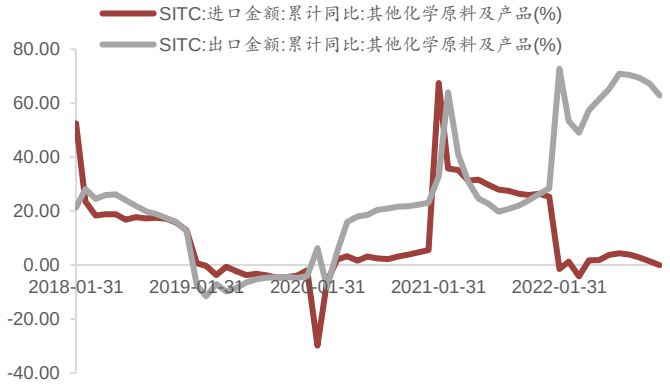
进出口观测指标

图表 12 进出口数量指数



注：数据截止至 2022 年 11 月 30 日
资料来源：Choice，华安证券研究所

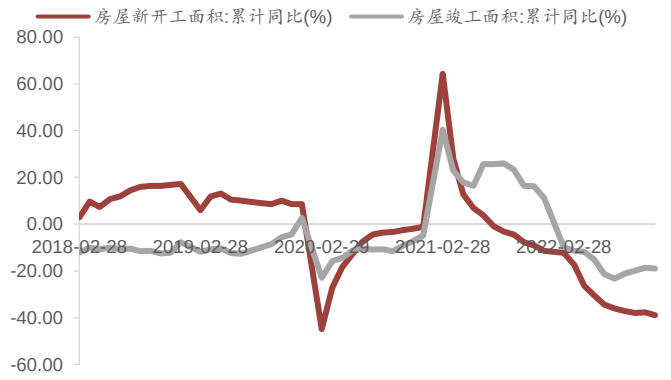
图表 13 进出口金额累积同比



注：数据截止至 2022 年 11 月 30 日
资料来源：Choice，华安证券研究所

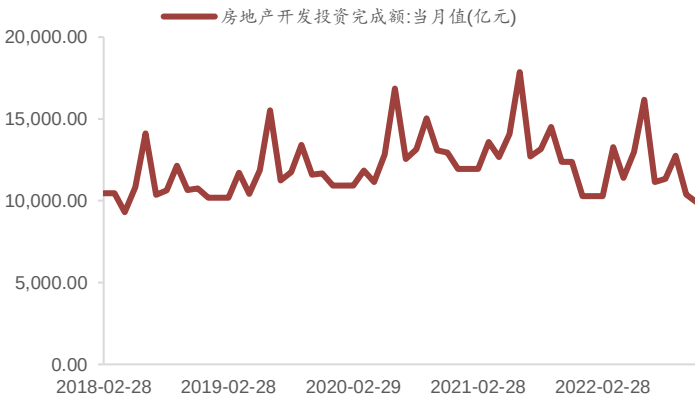
下游需求观测指标

图表 14 房屋开工面积及竣工面积增速



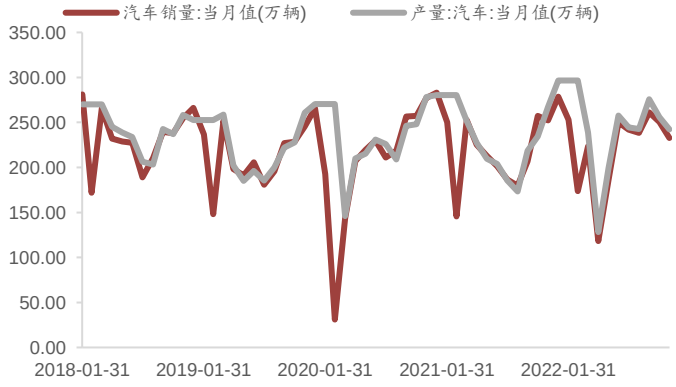
注：数据截止至 2022 年 11 月 30 日
资料来源：Choice，华安证券研究所

图表 15 房地产开发投资完成额



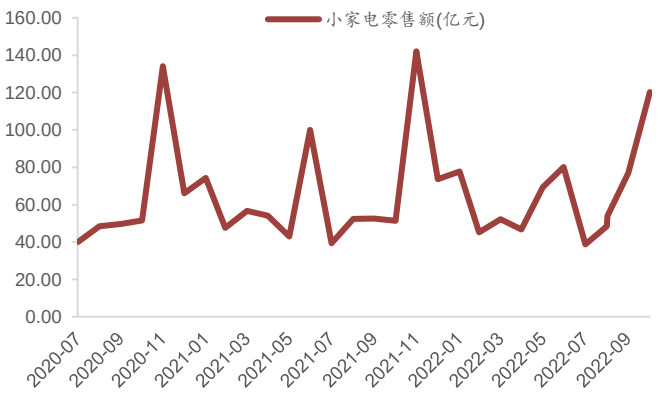
注：数据截止至 2022 年 11 月 30 日
资料来源：Choice，华安证券研究所

图表 16 汽车产销量



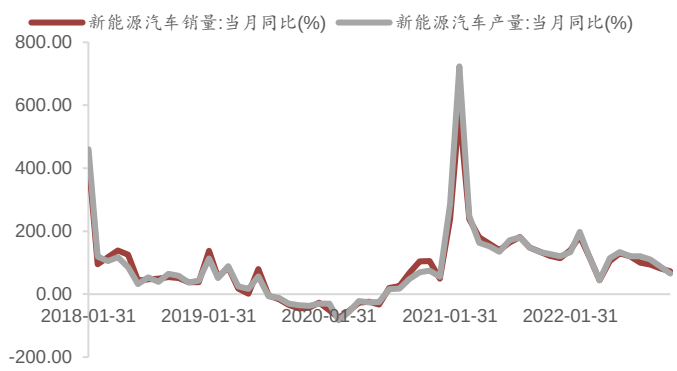
注：数据截止至 2022 年 11 月 30 日
资料来源：Choice，华安证券研究所

图表 17 小家电零售额



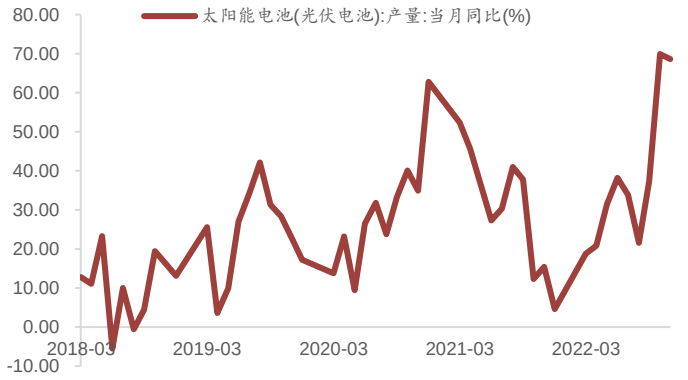
注：数据截止至 2022 年 11 月 30 日
资料来源：奥维罗盘，华安证券研究所

图表 18 新能源汽车产销量



注：数据截止至 2022 年 11 月 30 日
资料来源：Choice，华安证券研究所

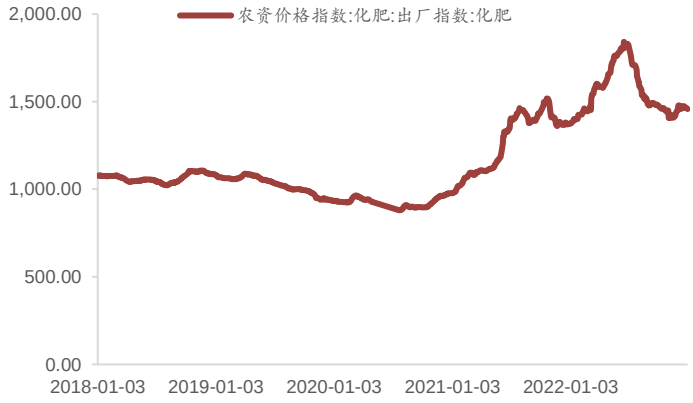
图表 19 太阳能电池产量



注：数据截止至 2022 年 11 月
资料来源：iFinD，华安证券研究所

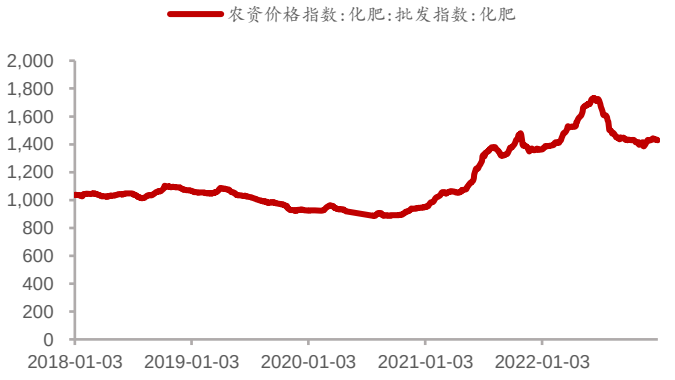
各细分行业景气度观测指标

图表 20 化肥出厂指数



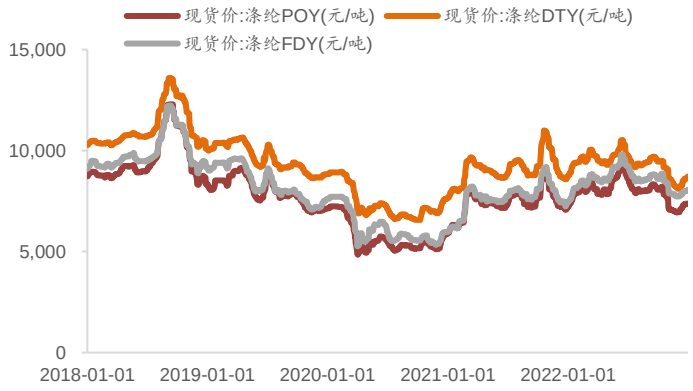
注：数据截止至 2022 年 12 月 30 日
资料来源：Choice，华安证券研究所

图表 21 化肥批发指数



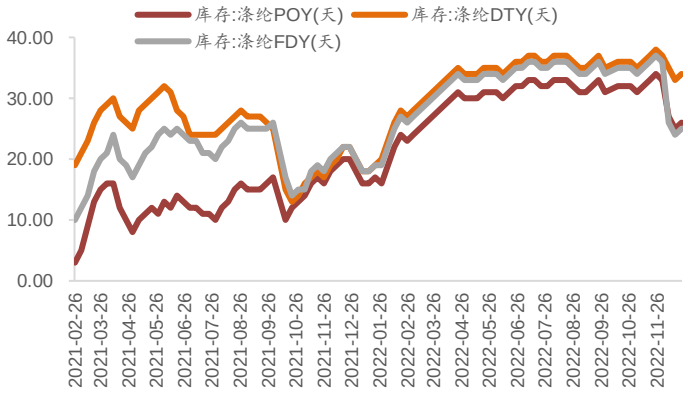
注：数据截止至 2022 年 12 月 30 日
资料来源：Choice，华安证券研究所

图表 22 化纤价格指数



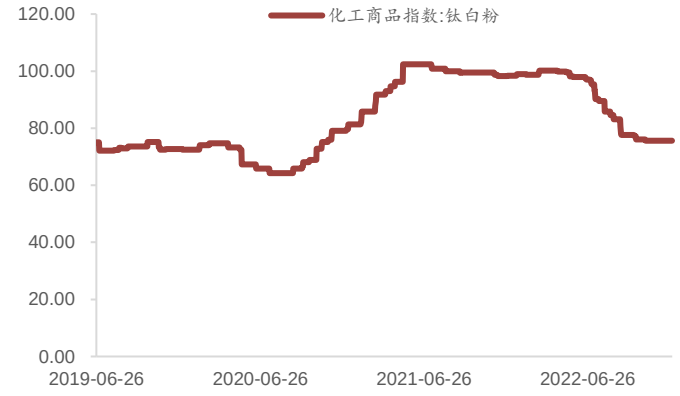
注：数据截止至 2022 年 12 月 30 日
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 23 化纤库存



注：数据截止至 2022 年 12 月 23 日
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 24 钛白粉价格指数



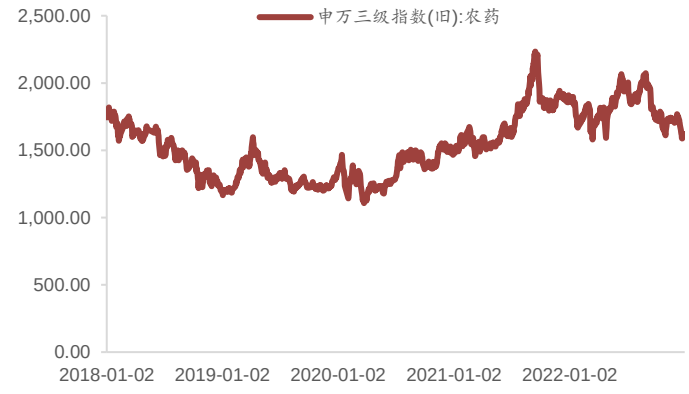
注：数据截止至 2022 年 12 月 31 日
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 25 玻璃玻纤价格指数



注：数据截止至 2022 年 12 月 30 日
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 26 农药价格指数



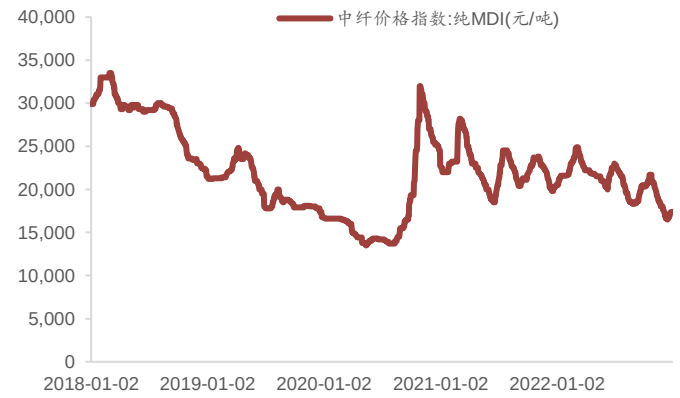
注：数据截止至 2022 年 12 月 30 日
资料来源：Choice，华安证券研究所

图表 27 纯碱价格指数



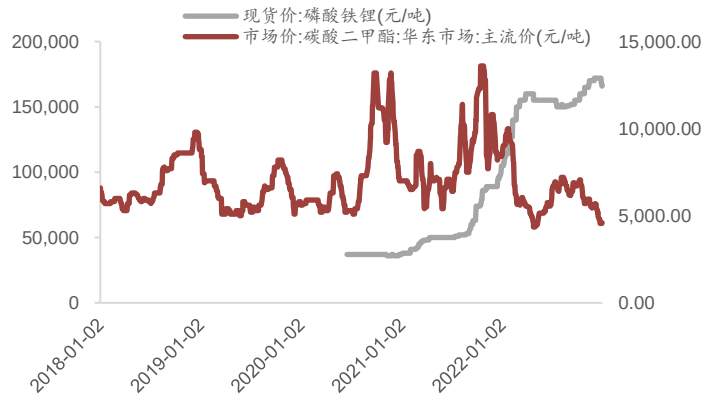
注：数据截止至 2022 年 12 月 30 日
资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 28 MDI 价格指数



注：数据截止至 2022 年 12 月 30 日
资料来源：Choice，华安证券研究所

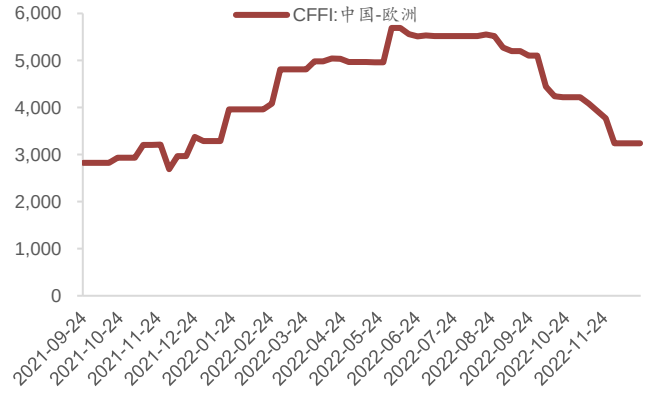
图表 29 新能源材料价格（右轴为碳酸二甲酯价格）



注：数据截止至 2022 年 12 月 30 日
资料来源：Choice，iFinD，华安证券研究所

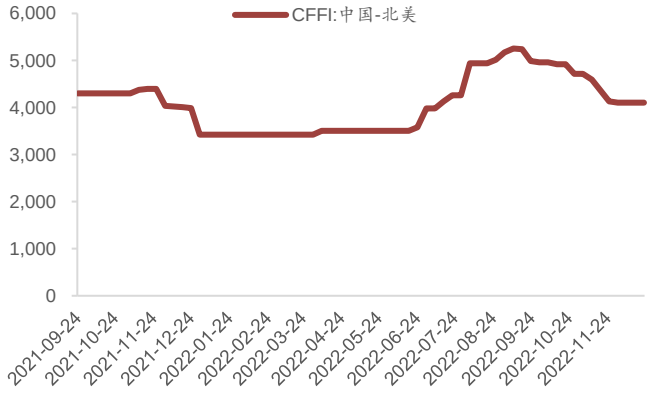
海运费观测指标

图表 30 CFFI：中国-欧洲



注：数据截止至 2022 年 12 月 23 日
资料来源：iFinD，华安证券研究所

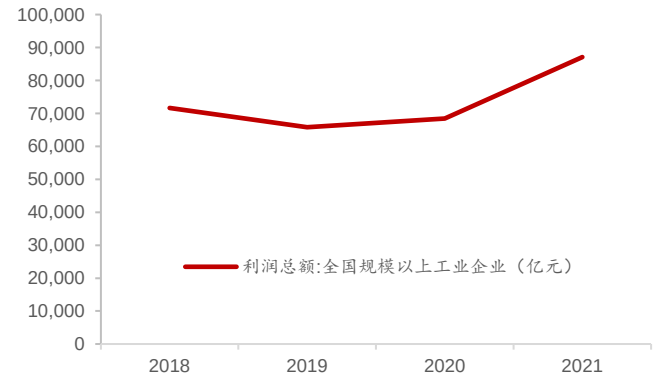
图表 31 CFFI：中国-北美



注：数据截止至 2022 年 12 月 23 日
资料来源：iFinD，华安证券研究所

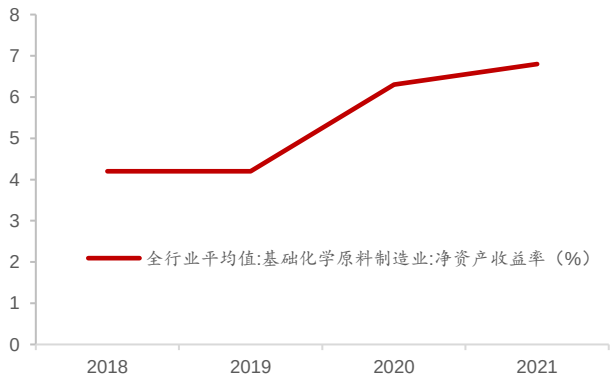
企业利润观测指标

图表 32 规上企业利润总额



注：数据截止至 2021 年
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 33 全行业平均值：ROE



注：数据截止至 2022 年 12 月 31 日
资料来源：iFinD，华安证券研究所

4 风险提示：

原油天然气价格大幅波动；

宏观经济下行；

各公司在建规划项目投产不及预期；

极端天气带来的不可抗力。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。