

证券研究报告

2023年01月10日

行业报告 | 行业投资策略

基础化工

基础化工行业2023年年度策略：凛冬将尽，且看春来

作者：

分析师 唐婕 SAC执业证书编号：S1110519070001

分析师 张峰 SAC执业证书编号：S1110518080008

分析师 郭建奇 SAC执业证书编号：S1110522110002

联系人 王兴佳



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：中性 维持

上次评级：中性

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

回顾2022年：新冠疫情持续肆虐、俄乌冲突爆发、全球通胀水平上升，多因素叠加下，国内外宏观需求出现持续下行；化工作为中游环节，**需求端**投资、地产低位持续下行，海外需求转弱导致出口下行，上游原材料价格受到俄乌冲突影响出现明显上行，上下游共同挤压下，景气回调明显；**供给端**来看，碳中和政策背景下，固定资产投资完成额同比有所回落，开工率在供需双重压力下持续下行；在供需背景下，中游化工产品价格回调明显，而上游原料高位盘整，中游价差水平跌至历史低位，库存水平先抬升至高位，后进入主动去库状态，目前仍处较高水平；从板块股价表现来看，Q2在原料价格上行和持续的业绩兑现中展现出明显的超额收益，而进入到Q3则出现明显板块性回调，行业整体处于低估值状态。

展望未来：**需求端**，地产及防疫政策调整，内需弱势但有回升预期，外需仍处下行阶段，需求主导方向由外转内；**供给端**，化工企业进入新一轮资本开支落地期，并向下游的产业链延伸，供给的快速扩张可能使化工品周期性恢复时间拉长；近年来逆全球化趋势导致一方面产业链向中国等国家转移，另一方面我国化工企业在产业变革中，也迎来了材料端国产化的机遇，随着技术积累和产业链延伸，化工企业向微笑曲线两端的扩张是化工企业下一轮产业投资的方向。我国依托能源成本优势、全产业链优势、市场和资源优势，有望承接全球精细化工供应链体系，未来精细化的发展趋势可能构成未来的主要投资方向。总的来看，随着疫情防控 and 地产等政策的调整，内需相关产业存复苏预期，建议关注消费、地产等产业复苏带来的投资机会。

摘要

投资策略：展望后市，我们主要推荐国际产业布局深刻变革周期下的投资机会。

①**引领发展**。从需求持续增长、需求复苏、产业未来发展潜力等角度，我们推荐代糖行业（金禾实业）、合成生物学（华恒生物）、催化剂行业（凯立新材、中触媒），同时建议关注新能源相关材料及纯碱行业。代糖行业需求向好，金禾实业充分受益于代糖行业发展，市场认知误区下成长定价有望回归。合成生物学在化工行业的应用将迎来广阔的发展空间，华恒生物是合成生物学细分领域全产业链龙头，产品矩阵持续拓宽，布局新应用场景。催化剂行业市场空间广阔，行业公司进入发展快车道，凯立新材（与金属与材料组联合覆盖）为贵金属催化剂龙头，医药领域受益于行业增长，提供利润成长基本盘；同时，基础化工领域PVC无汞化率先突破，布局PDH/乙二醇等大赛道有望国产替代，接力医药提供增长潜力。中触媒围绕分子筛催化剂在化工和工业领域逐个突破，对标UOP，提供催化解决方案工艺包，形成多元化盈利模式。

②**保障安全**：从粮食安全和制造业转移本土化等角度，我们推荐农药行业（扬农化工、润丰股份、广信股份）、显示材料（万润股份），同时建议关注磷肥和轮胎行业。扬农化工为国内具备全产业链能力的本土农药企业，形成“创制与仿制、生产与销售、原药与制剂”完整的一体化农药平台型企业。润丰股份“轻架构，快速响应”经营模式优势凸显，稳步推进全球营销网络完善与研发创新支撑的先进制造。广信股份土地资源丰富、在手资金充裕，且现有产品产业链优势较强，后续公司拥有多个农药项目及化工品项目规划，有望丰富其产品矩阵，提供新的增长动力。轮胎板块短期迎来原材料、集运等负面因素反转，中期海外扩张，长期新能源车带来的行业变化不容忽视，板块有望迎来反转。万润股份小分子化学合成研发能力是核心竞争力，商业化绑定全球巨头成为全行业龙头，时间换空间多产品突破提供稳步增长。

③**聚焦产业发展核心力量**：精细化工行业向“微笑曲线”两端延伸，龙头企业高质量产能持续扩张，我们推荐万华化学、华鲁恒升。MDI行业景气底部，有望迎来向上修复，万华化学是最优质的化工上市公司之一，持续高投入，布局新赛道。华鲁恒升成本优势明显，景气下行展现盈利韧性，未来大量资本开支逆势扩张，方向着重于“新能源、新材料”，成长方向明确。

风险提示：地缘政治冲突带来逆全球化风险；原油价格大幅波动风险；新冠疫情导致需求不及预期风险；安全环保风险

□ 回顾与展望：碳中和背景下能源新旧转换；供给冲击、需求收缩、预期偏弱

- **景气度：**国内宏观环境偏弱运行，化工行业景气2021年前高后低，进入2022年持续回落，各子行业分化明显，上游景气带动利润兑现
- **需求：**2022年整体疲态，房地产政策回暖，2023年消费需求修复或有空间
- **出口：**外需红利或逐步消退，外贸压力增加
- **供给：**海外开工高位，资本开支缩减，我国化工行业进入资本开支密集期，强度超越历史水平
- **库存：**位于较高水平，进入主动去库存阶段
- **总结：**需求偏弱+出口承压+供给增加，化工行业整体进入探底阶段
- **板块行情：**阶段性、结构性机会较多，22年来多数子行业下跌，行业低估值状态显现

□ 投资策略：寻找国际产业布局深刻变革周期下的投资机会

- **引领发展**
 - ✓ 需求修复及增长：新能源、代糖、地产复苏、纯碱
 - ✓ 产业未来增长：生物合成、催化剂
- **保障安全**
 - ✓ 全球农化维持较高景气，我国系全球农药供给主力；磷肥系出口拉动型肥种，期待冬去春来后的盈利修复
 - ✓ 我国能源成本及产业链优势凸显，有望承接制造转移：轮胎、显示材料
- **聚焦产业发展核心力量**
 - ✓ 龙头企业产业链扩张能力强，未来行业产能冗余情况下仍能大概率胜出

□ 推荐个股汇总

- **重点推荐：**万华化学、华鲁恒升、扬农化工、万润股份、金禾实业、华恒生物、凯立新材、润丰股份、广信股份、中触媒
- **建议关注：**远兴能源（纯碱）；云天化（磷肥）；玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟（轮胎）

回顾 与 展望

碳中和背景下能源新旧转换
供给冲击、需求收缩、预期偏弱

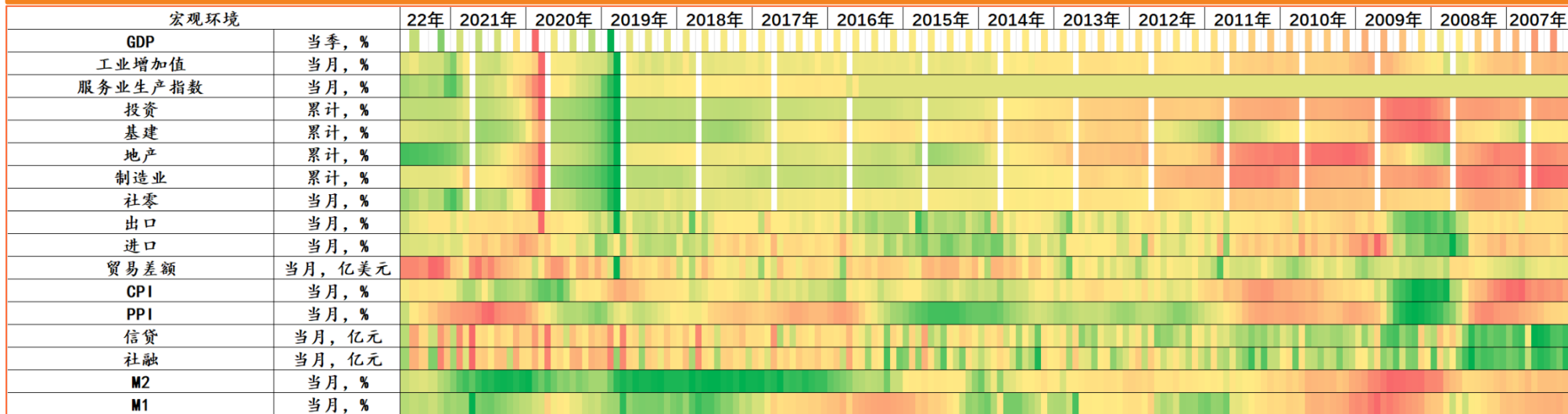
关键词：通胀、景气回落、分化、安全、全球产业布局再平衡

现状：弱需求、利润走弱、高库存、高投资，上下游分化

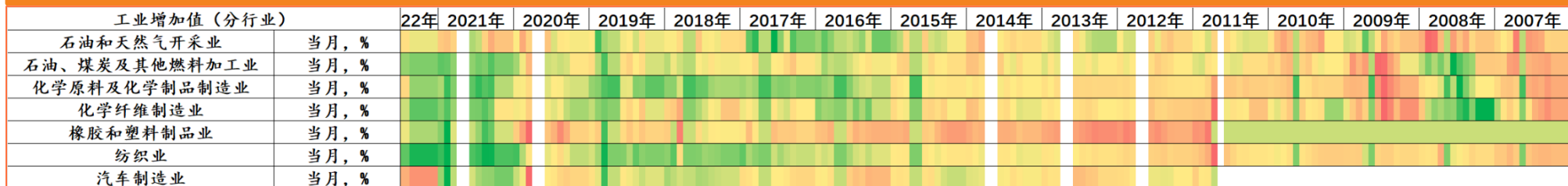


景气度：国内宏观环境偏弱运行，22年以来化工行业景气整体走弱

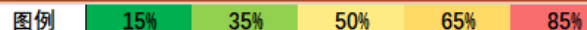
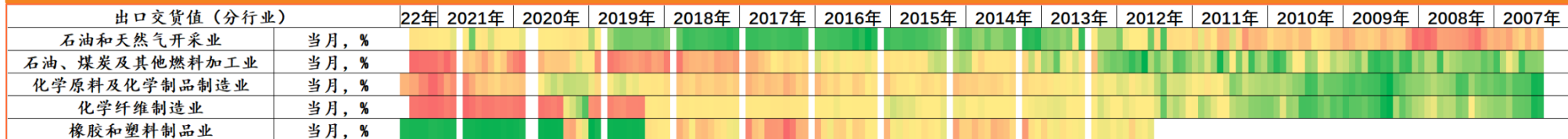
宏观环境回顾：偏弱运行



分板块工业增加值回顾

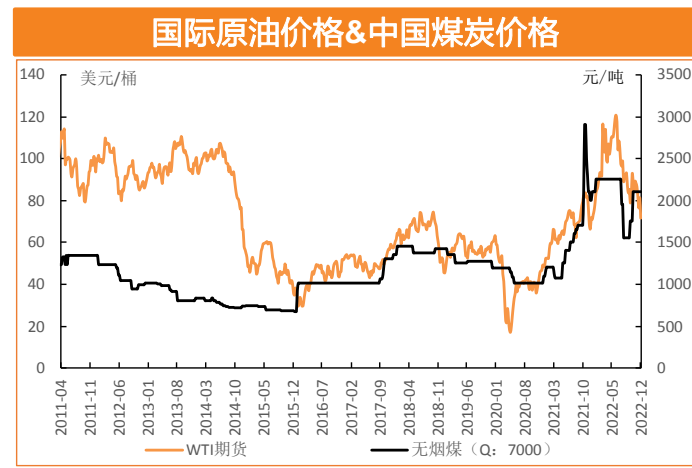
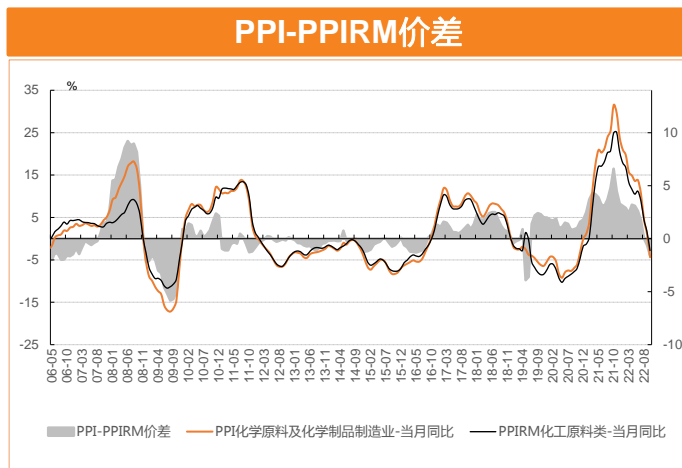
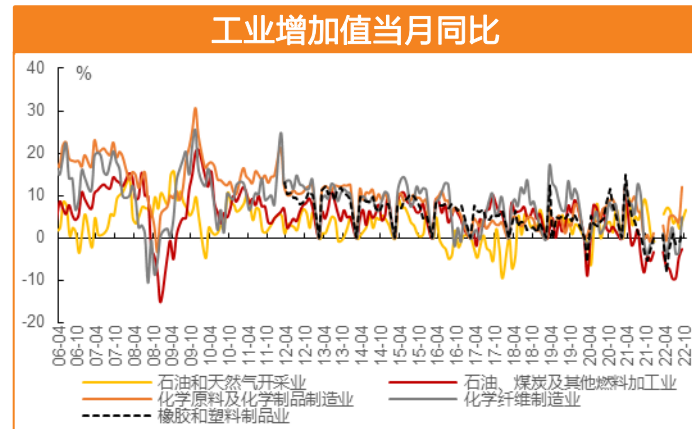
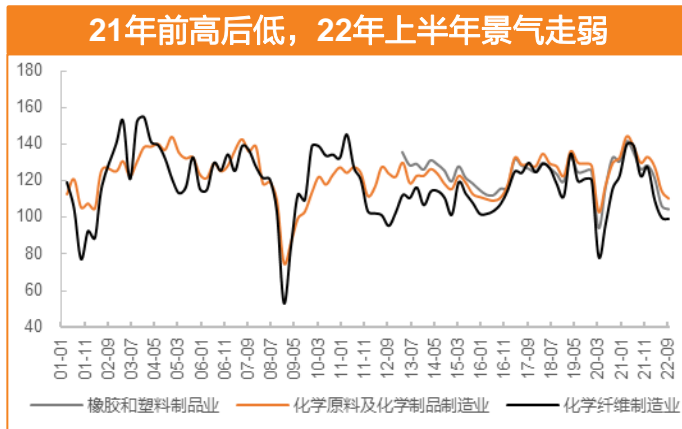


分板块出口情况回顾



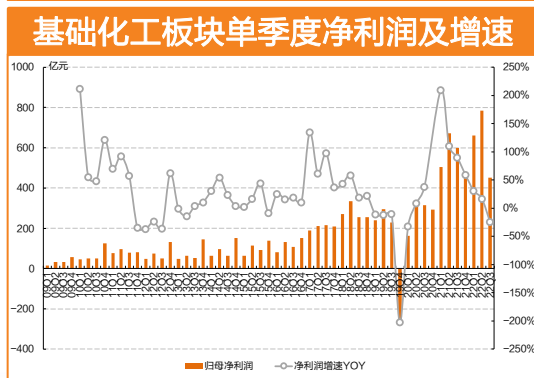
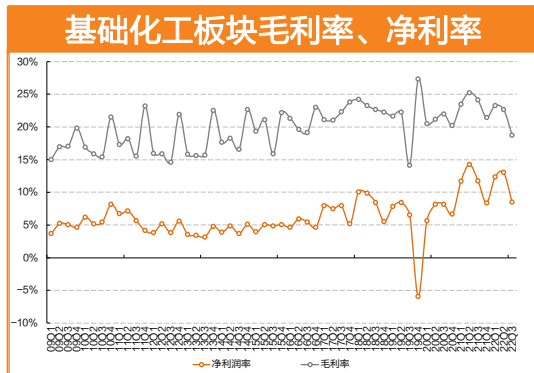
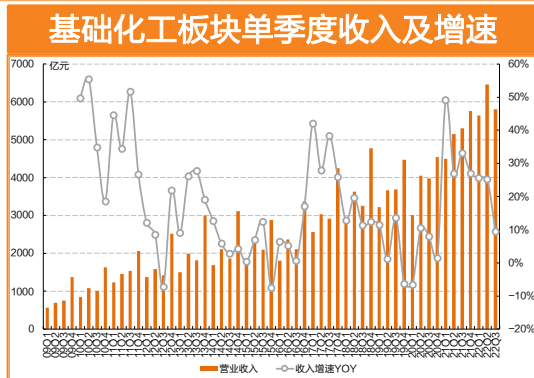
景气度：国内化工行业景气2021年前高后低，进入2022年持续回落

- 2021年，疫情冲击后经济复苏逐步走向尾声，化工行业景气度前高后低。
- 2022年以来，俄乌冲突实质性影响原油、天然气等原料，化肥等多种化学品供应，加之通胀等因素影响，中国煤炭价格维持高位，国际原油价格出现跳涨，下半年以来原油价格虽有回落，但在需求走弱、上游原料价格大幅上涨背景下，国内基础化工景气呈下行态势。



景气度：21年下半年起基础化工行业降速运行，上游景气带动利润兑现

- 从上市公司层面看，化工行业2021年下半年以来，上游能源价格高企、疫情反复、内需走弱、出口需求减速，下游传导不充分，基础化工板块营收、净利润增速走弱。
- 分子行业看，2022年前三季度及Q3单季度钾肥、农药、磷化工、碳纤维、无机盐、制冷剂、有机硅营收同比增速较快。其中，①农化行业全球供给受限于俄乌冲突影响，外加粮食价格维持高位等因素，钾肥、农药、磷化工等子行业2022年以来较为景气；②碳纤维则受益于下游风电叶片领域需求快速提升；③纯碱价格虽有所回落，但仍维持在历史较高水平；④制冷剂行业配额争夺接近尾声，行业格局逐步向好，且氟硅材料下游应用场景增多，氟化工和有机硅行业需求有所增长。



化工各子行业营收及净利润

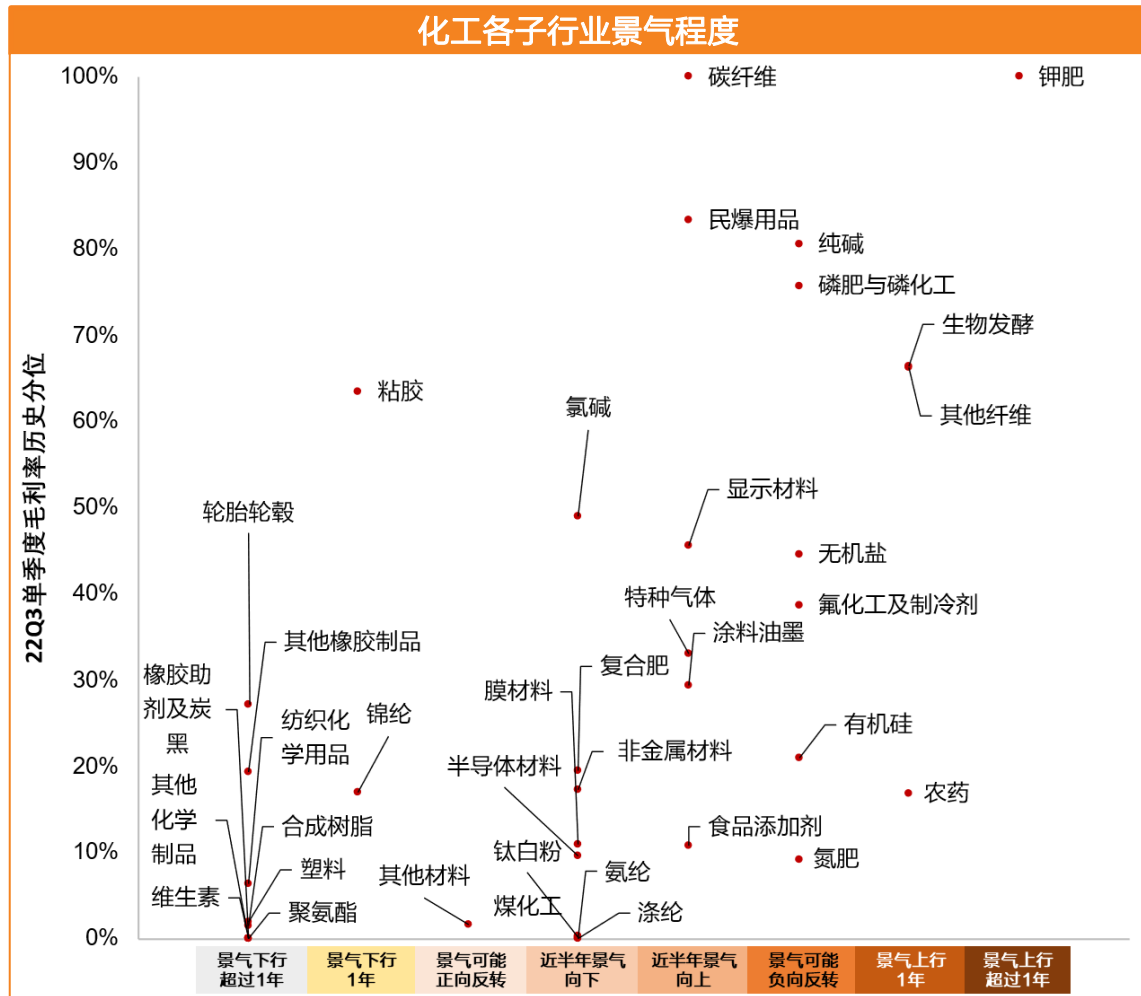
单位：亿元	营业收入 (亿元)		YOY		归母净利润 (亿元)		YOY	
	2022前三季度	2022Q3	2022前三季度	2022Q3	2022前三季度	2022Q3	2022前三季度	2022Q3
无机盐	415.30	127.01	76.4%	53.8%	50.60	10.70	112.2%	27.9%
其他材料	144.23	50.81	21.9%	5.8%	7.80	2.47	114.3%	24.1%
煤化工	1134.53	350.12	7.1%	-9.1%	158.58	26.83	-21.7%	-57.5%
纯碱	293.09	86.42	31.4%	4.3%	75.70	21.45	63.1%	-4.4%
氯碱	1486.72	456.03	3.2%	4.6%	130.48	24.36	-23.5%	-57.4%
氮肥	228.35	62.42	6.2%	10.0%	10.57	0.31	-18.1%	-92.5%
钾肥	337.21	98.04	133.1%	54.6%	183.90	53.34	234.1%	133.0%
复合肥	683.40	167.03	25.2%	6.2%	37.39	0.57	-10.2%	-36.1%
农药	1314.06	421.04	37.8%	37.2%	138.98	35.22	93.3%	155.2%
氨纶	284.64	87.11	-7.5%	25.2%	24.27	-2.68	-70.2%	-108.6%
锦纶	177.25	52.34	10.2%	-9.5%	7.22	0.07	-61.3%	-99.0%
涤纶	490.78	181.45	5.4%	0.1%	1.83	-1.96	-92.9%	-131.8%
粘胶	239.41	80.16	2.2%	-0.4%	8.40	1.84	6.2%	-7.5%
其他纤维	80.33	25.40	19.6%	2.8%	14.69	4.05	79.4%	52.4%
碳纤维	29.71	10.21	108.1%	69.8%	9.07	3.52	139.5%	137.9%
纺织化学用品	267.73	83.50	7.4%	-0.9%	25.36	3.41	-42.1%	-66.0%
聚氨酯	1685.72	553.67	27.5%	14.4%	156.85	39.62	-24.5%	-37.3%
生物发酵	239.16	76.07	27.3%	22.6%	42.25	11.34	109.1%	102.6%
氟化工及制冷剂	452.65	158.14	37.3%	27.1%	57.01	16.91	108.3%	21.8%
磷肥与磷化工	1029.21	341.97	31.3%	19.2%	127.40	34.80	86.3%	10.4%
有机硅	330.47	95.92	36.1%	5.4%	47.51	9.82	49.4%	-32.7%
合成树脂	160.85	54.67	5.7%	0.1%	12.46	4.42	-4.9%	11.2%
维生素	271.12	86.51	15.3%	1.8%	49.80	12.65	-3.6%	-17.1%
食品添加剂	179.80	60.55	13.0%	7.4%	32.75	10.76	16.3%	11.8%
民爆用品	403.60	150.09	46.6%	49.3%	58.24	20.19	163.3%	128.8%
涂料油墨	208.89	76.85	-6.3%	8.2%	8.11	2.82	-28.0%	19.3%
钛白粉	312.23	95.85	15.9%	0.9%	40.86	9.44	-28.3%	-53.4%
显示材料	79.82	23.06	14.5%	17.0%	12.08	2.52	17.8%	-35.0%
特种气体	35.15	12.81	23.5%	25.9%	4.59	1.89	19.7%	56.8%
半导体材料	199.56	66.51	10.2%	3.7%	18.92	4.55	36.1%	15.6%
膜材料	213.47	69.49	7.0%	0.0%	21.20	4.77	-12.3%	-39.7%
轮胎轮毂	599.58	215.42	6.2%	8.3%	23.14	8.93	-26.8%	29.9%
橡胶助剂及炭黑	213.99	76.19	25.3%	35.2%	12.92	3.42	-27.9%	22.5%
其他橡胶制品	95.19	33.72	10.4%	9.2%	7.92	2.83	-15.4%	-11.7%
塑料	1014.18	349.72	5.2%	2.9%	62.16	17.95	-7.1%	9.1%
其他化学制品	2015.46	678.88	23.7%	13.5%	127.68	25.84	-11.5%	-45.9%
其他化学原料	188.18	60.38	-2.2%	14.2%	17.52	2.15	-46.3%	-82.1%
非金属材料III	367.16	127.30	49.8%	21.5%	69.49	19.78	7.6%	-37.9%

景气度：各子行业分化明显，所处景气阶段差异较大

• 将化工各子行业（按上市公司样本数据）2022Q3单季度毛利率历史分位与过去四个季度毛利率同比变化趋势相结合，可以发现：

- ✓ 当前（22Q3）处于毛利率历史较高分位的行业（如钾肥、生物发酵、其他纤维等行业）在最近4个季度的毛利率同比保持增长，表明这些行业目前仍处于较高景气；
- ✓ 而橡胶助剂及炭黑、维生素、其他化学品制品等行业22Q3毛利率位于历史较低分位，且连续超过4个季度毛利率同比下滑，表明行业进入历史底部区间；
- ✓ 同时，还需要关注景气水平可能发生正向和负向反转的子行业。可能发生正向反转的行业有其他材料，主要包括催化剂、胶黏剂、导热材料等行业企业；而可能发生负向反转的行业主要有纯碱、磷化工、无机盐、氟化工、有机硅以及氮肥等。
（此处仅代表数据上的拐点，不代表对行业景气的预测观点）

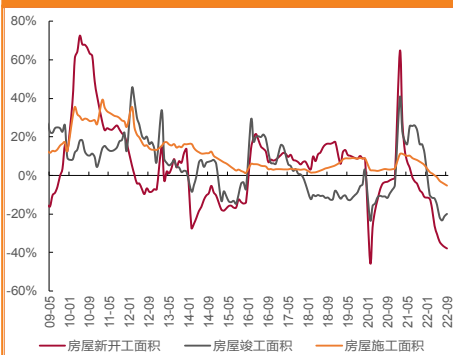
- 注：
- 景气上行/下行超过1年：连续超过4个季度毛利率同比增长/下降；
 - 景气上行/下行1年：连续4个季度毛利率同比增长且22Q3同比增长；
 - 景气可能正向/负向反转：连续4个季度毛利率同比增长/下降但22Q3同比拐点下降/增长；
 - 近半年景气向上/向下：无连续毛利率变动趋势而（或）最近两个季度同比增长/下降。



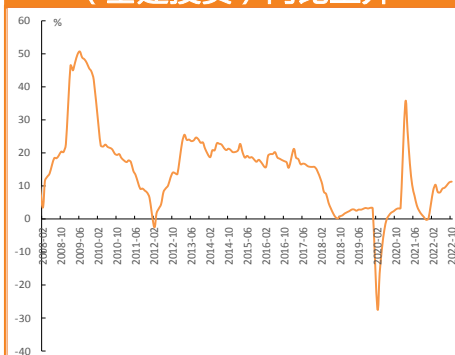
需求：2022年整体疲态，2023年消费需求修复或有空间

- 基建领域固定资产投资同比上升，下游家电领域需求基本稳定，汽车领域需求有所波动，房地产领域需求当前仍较弱。
- 新能源领域需求高位，新能源汽车销售21年实现台阶式增长；22年已接近尾声，新能源汽车、风电、光伏电池产量仍有较高增速。
- 受疫情反复的影响，22年消费整体偏弱（特别是二季度冲击明显），23年年初或有低基数效用；此外冬季疫情的扰动后，明年疫情对经济活动和生产活动的制约有望呈现缓解趋势。

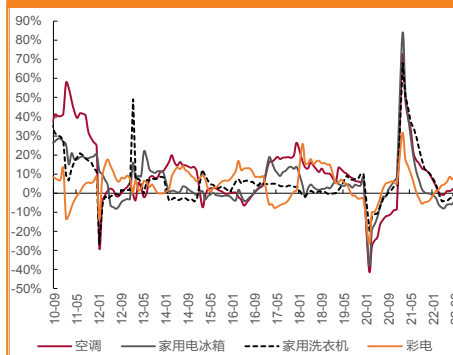
房地产开发面积同比下滑



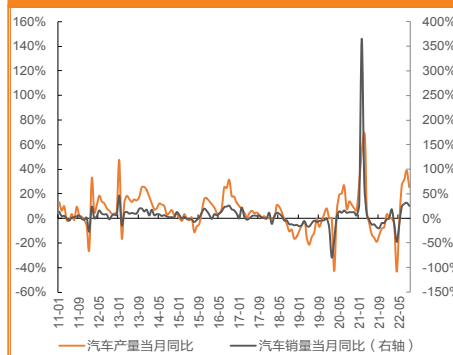
固定资产投资完成额 (基建投资) 同比上升



家电产量同比保持稳定



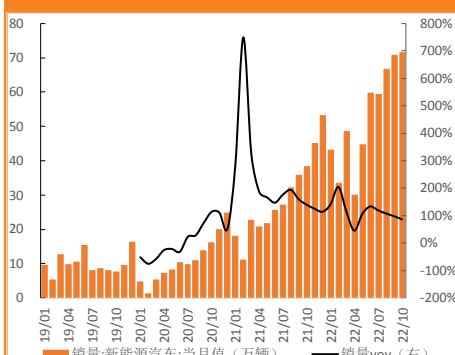
汽车产销量同比有所波动



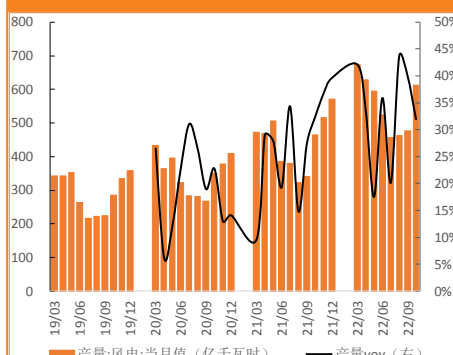
纺服产量同比下滑



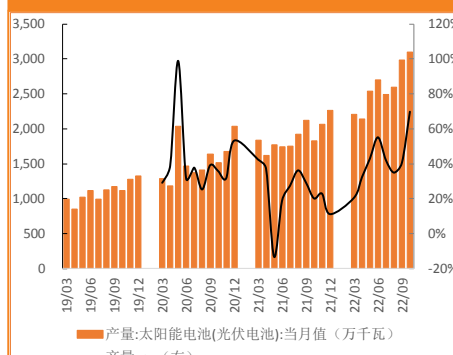
新能源汽车月销量



风电产量月度数据

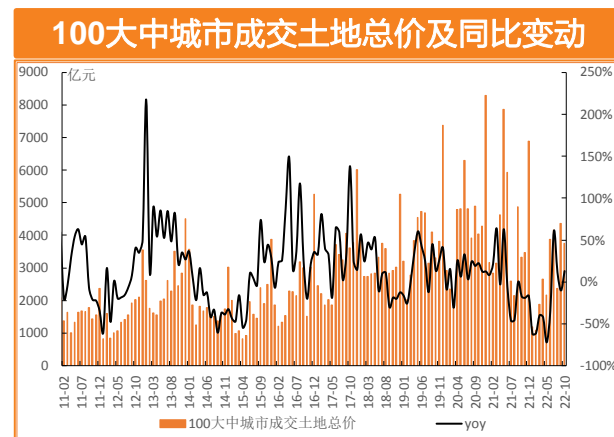
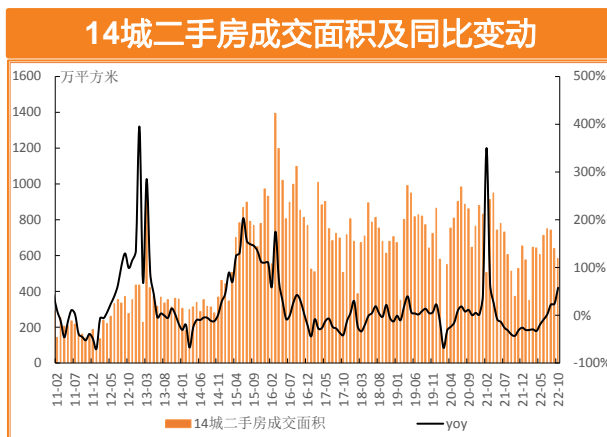
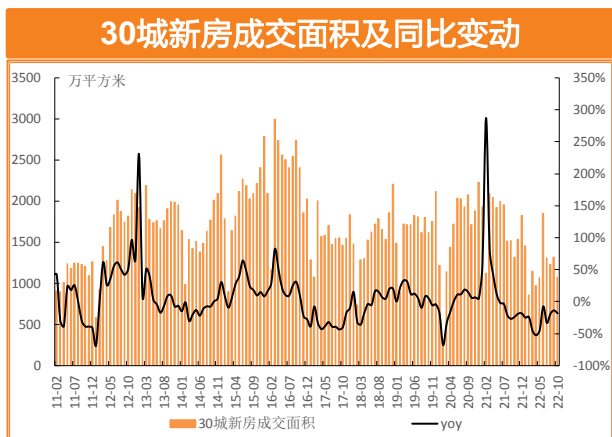


太阳能电池产量月度数据



需求：房地产政策回暖，2023年下游房地产需求或迎修复

- 在“房住不炒”的政策大背景下，我国30城新房成交面积同比数据自2021年5月以来已连续18个月下滑，14城二手房成交面积同比数据和100大中城市成交土地总价同比数据自2022Q3以来有所修复，房地产市场整体处于历史底部。
- 2022年11月底，房地产市场接连迎来信贷、债券、股权融资三大渠道的放宽政策，我们分析认为，信贷、债券、股权融资领域三大政策在一定程度上将促进房地产市场回暖，进而或对相关化工品消费的拉动效果；与此同时，需要结合观察实际需求增长情况，及相关化工品自身供需格局变化情况。

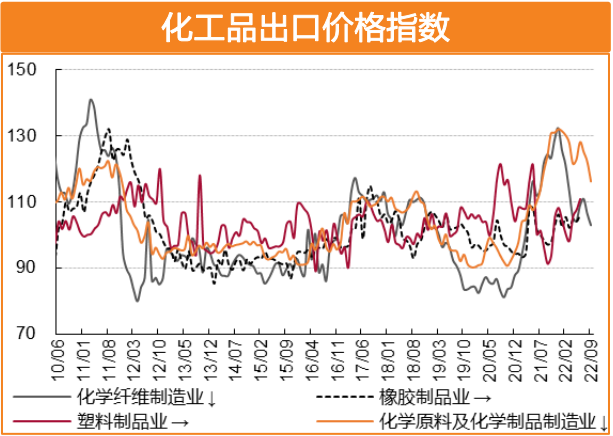
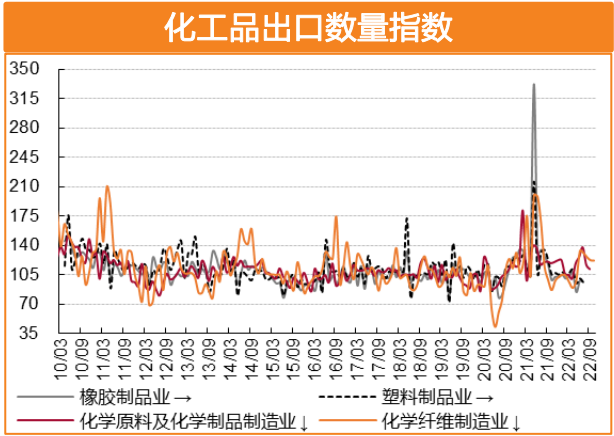
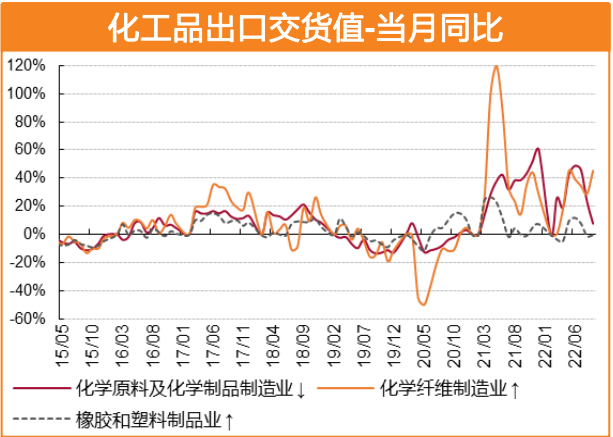
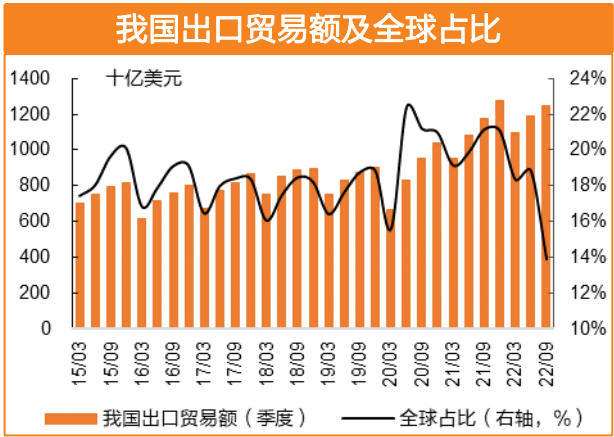


房地产信贷、债券、股权融资政策悉数落地

日期	事件	内容
2022.11.22	国务院常务会议	推进保交楼专项借款尽快全面落到项目，激励商业银行新发放保交楼贷款，加快项目建设和交付。
2022.11.23	中国人民银行、银保监会推出16条金融举措	稳定建筑企业信贷投放，支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期，保持债券融资基本稳定；积极做好“保交楼”金融服务，支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款，并鼓励金融机构提供配套融资支持；延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排，阶段性优化房地产项目并购融资政策
2022.11.28	证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，同时恢复上市房企和涉房上市公司再融资。

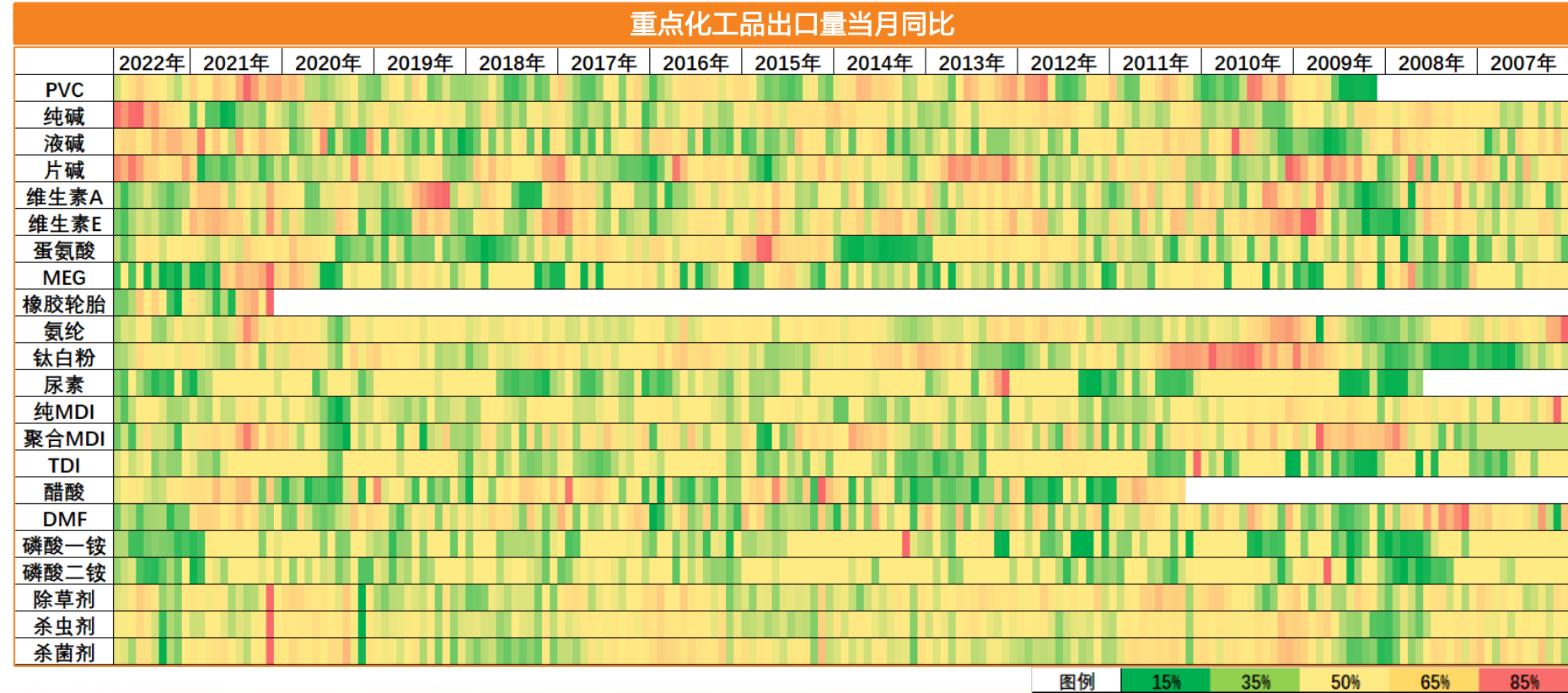
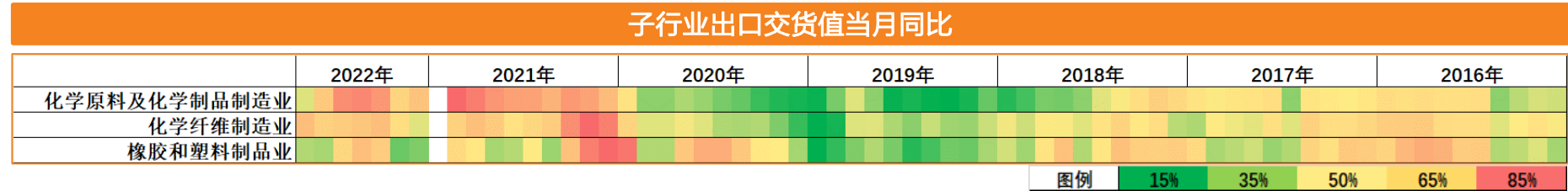
出口：外需红利或逐步消退，外贸压力增加

- 2020年，全球为缓解疫情带来的经济压力而快速扩张财政及货币政策，带来全球需求反弹
- 中国依托完善的化工产业链优势，及强大的生产能力，带动强劲出口，提升全球出口份额
- 2022年前三季度，我国出口贸易额逐季度提升，但全球占比有明显下降；其中上半年化工品出口数量指数增长，下半年以来回落；化工品出口价格指数方面，今年以来化学原料及制品和化纤行业整体呈现下降趋势。



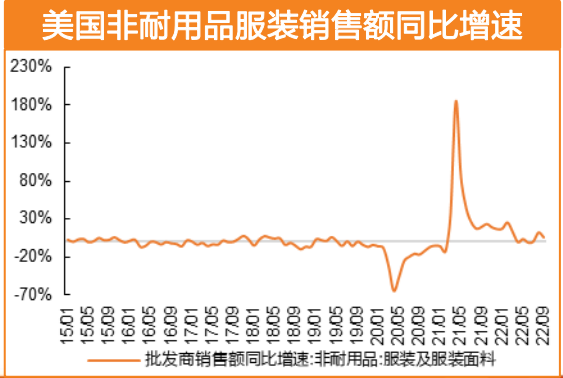
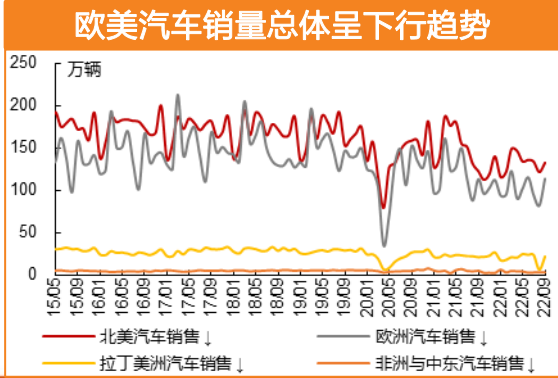
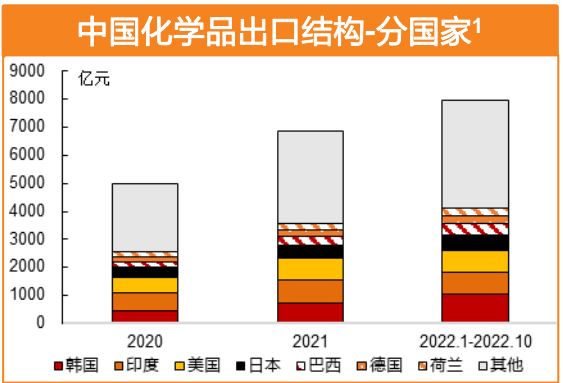
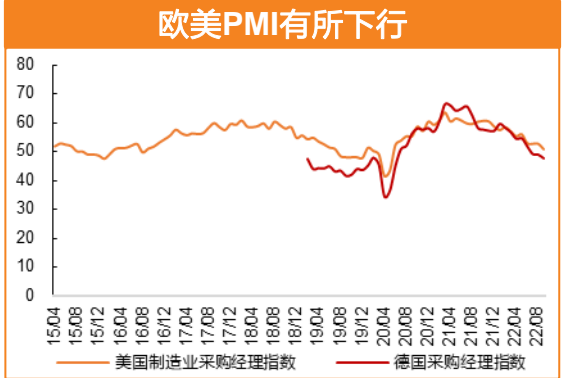
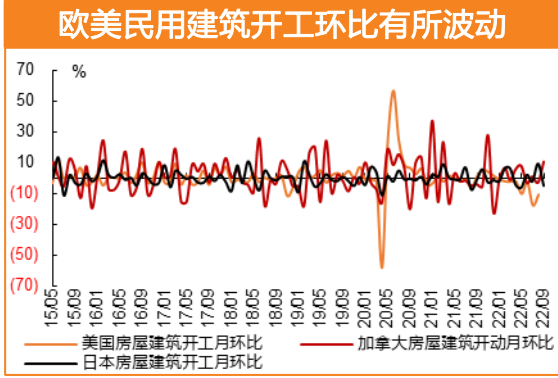
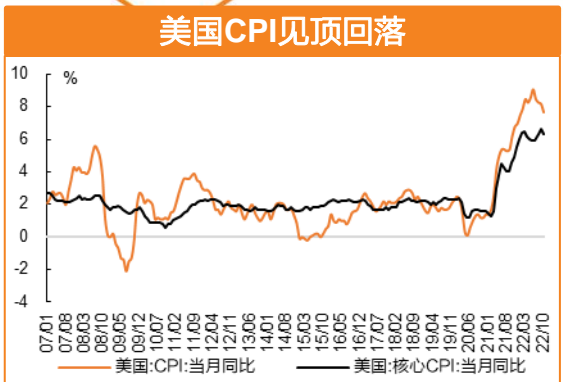
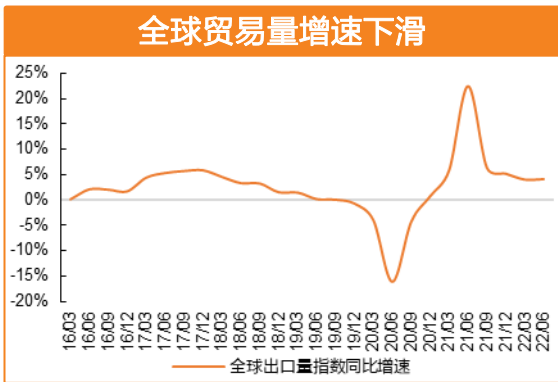
出口：外需红利或逐步消退，外贸压力增加

- 出口/外需：2022年前三季度分化明显，中下游产品出口放缓



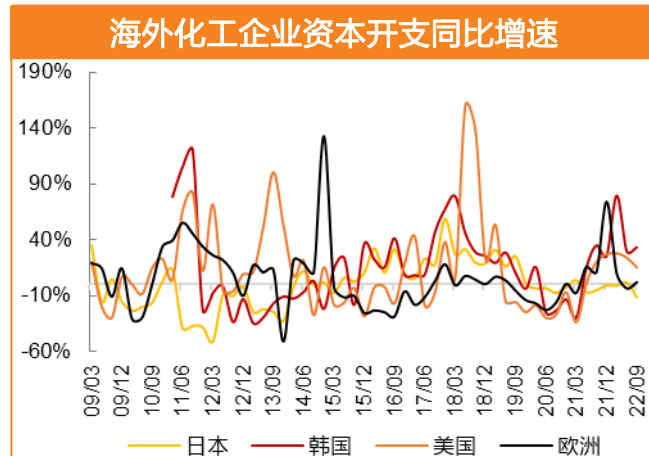
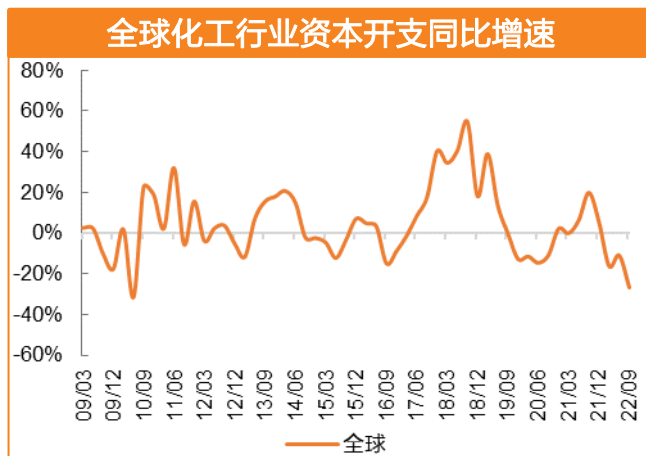
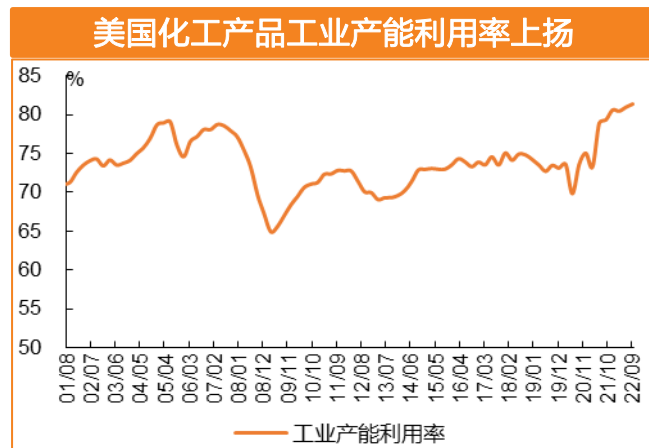
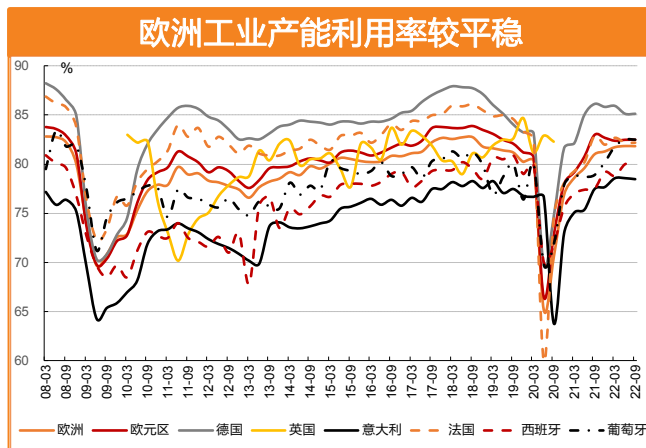
出口：外需红利或逐步消退，出口压力增加

- 欧美复苏进入尾声后，21年四季度以来全球贸易增速下滑，截至22Q2，全球出口量指数同比增速从21Q2的22.5%回落至4.1%，但价格仍处于高位，22Q3总出口额同比增速达到62.1%，为16年至今最高水平。
- 2022年1-10月中国的化学品出口主要依托韩国/印度/美国/日本/巴西等国拉动，分别占总出口额的12.9%/10.2%/9.7%/6.9%/5.1%。从同比增加额看，我国对韩国/美国/巴西/日本/印度的出口增加额较去年同期排在前列，分别同比增长77%/33%/86%/45%/23%。
- 主要经济体进入紧缩周期，海外（以欧美为主）需求增长或将明显放缓，或将对国内化学品出口造成较为持续的压力。



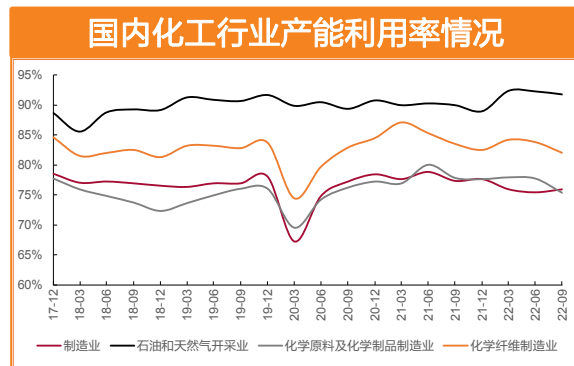
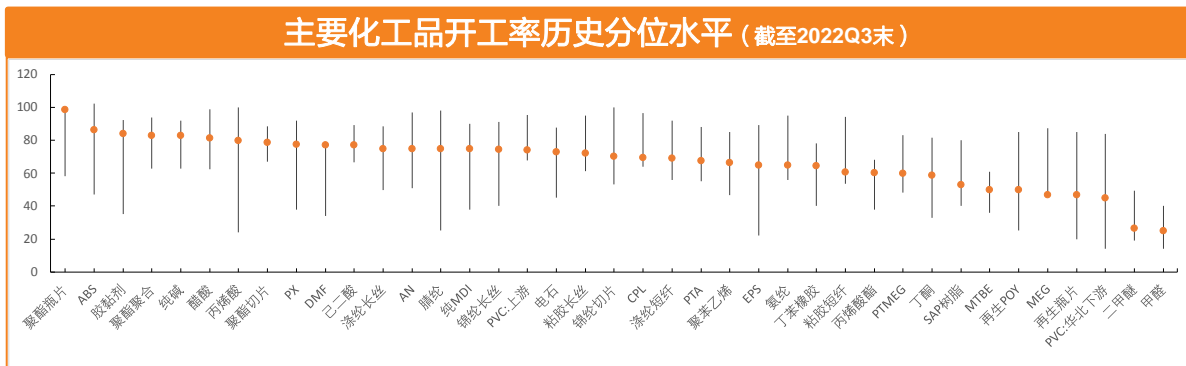
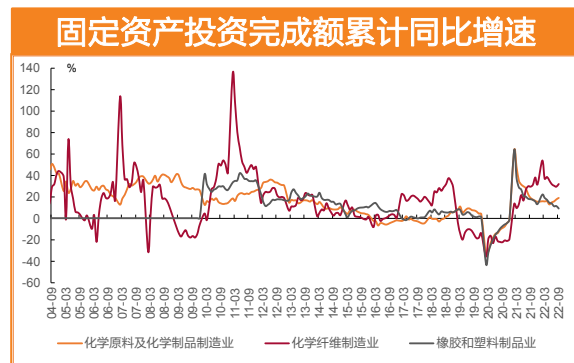
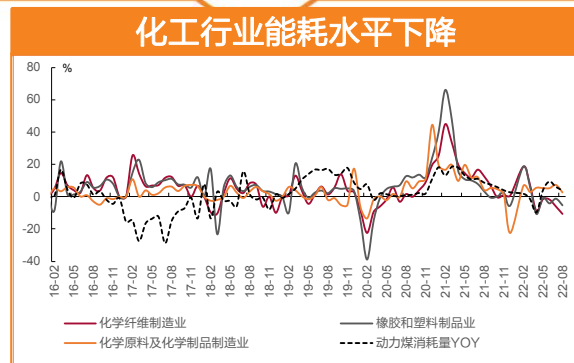
供给：海外开工高位，资本开支缩减

- 2022年以来，美国化工品工业产能利用率持续上扬，从Q1的80.43%上升至Q3的81.33%；同期欧洲国家工业产能利用率在天然气供给短缺的情况下整体较为平稳。
- 2022年年初至今（Q1-Q3），全球化工行业资本开支同比增速较21年明显回落，从过去10年看，2012、2015、2022为全球资本开支低点。
- 分地区看，22Q3美国/欧洲/日本/韩国的化工行业资本开支额同比增速分别为15%/2%/-11%/33%，增速较去年同期分别下滑4.9/9.1/6.4/1.6个百分点，反映了当前（22Q3）全球新增资本开支规模缩减，资本扩张速度减缓。



供给：中国化工行业进入资本开支密集期，强度超越历史水平

- 国内化工行业在21年Q4能耗双控政策影响下开工受限，22年Q1产能利用率短暂回升后，22年Q2、Q3受疫情等因素影响，下游消费不振，化工各子行业产能利用率环比有所下滑，22年Q3化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、石油和天然气开采业产能利用率分别为75.3%、82%、91.8%。从统计的细分产品看，截至22年Q3，产能利用率较高的化工品为聚酯瓶片、ABS、胶黏剂，而甲醛、二甲醚、PVC产能利用率较低。
- 从国内化工行业固定资产投资完成额来看，20年上半年受疫情影响，同比增速为负；21年上半年，得益于疫情得到迅速控制，原先受影响的生产项目恢复建设，增速转正并明显提升。21年下半年至22年Q1除化学纤维行业外，化学原料及化学制品和橡胶及塑料制品业增速有所回落。22年Q2以来，化学纤维行业增速也经历回落，Q3各子行业增速基本稳定。
- 从能耗水平上看，22年受疫情形势等影响，企业开工受限，行业能耗用量同比增速放缓。



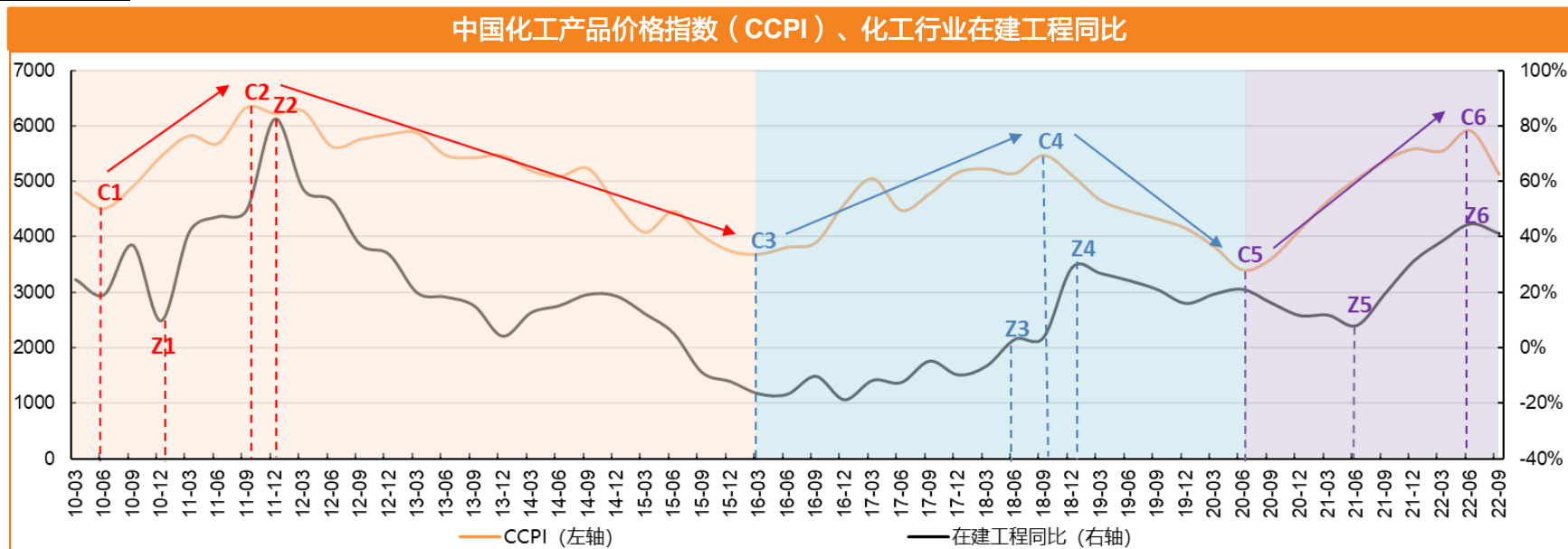
供给：中国化工行业进入资本开支密集期，绝对额超越历史水平

• 2010年以来，我国经历了三轮明显的**化工品价格周期**：

- ① C1-C2-C3（10-16年）的6年周期，此轮周期中**原油价格与化工品相对同步变动**；
- ② C3-C4-C5（16-20年）的5年周期，此轮周期是**低油价环境下化工品价格波动为主的周期**；
- ③ C5-C6（20-至今）的新一轮周期，此轮周期是在**高油价背景下的化工品价格周期**。

• 伴随着化工品价格周期性波动，化工企业的**资本开支（在建工程同比增速为标准）也经历了明显的周期性**：

- ① Z1-Z2（10-11年）在建工程同比增速由低位快速增长至超过80%，并自2010年Q1起连续15个季度维持在10%以上，此轮资本开支周期典型的特征是与化工品价格变动略滞后1个季度，幅度和持续程度很大程度上取决于价格波动，属于**产品价格驱动型资本开支周期**；
- ② Z3-Z4（18-19年）在建工程同比增速由负快速转正并保持在20%左右，此轮资本开支周期远晚于产品价格周期，主要原因在于：16-18年的供给侧改革平抑了企业资本开支意愿，并且此轮周期是低油价背景下的中游化工品周期，无成本支撑条件下企业资本开支意愿不足，此轮周期属于典型的**供给侧改革后龙头企业自主的扩张周期**；
- ③ Z5-Z6（21-22年）在建工程同比增速在21Q2触底后开启快速提升周期，并在22Q2超过40%，此轮周期较产品价格周期起点滞后超过1年，主要系20年新冠疫情和21年碳中和背景下，企业资本开支意愿较为滞后，而此轮资本开支随着化工品价格的见顶回落，高位已现拐点，属于**供需扰动下滞后的资本开支周期**。



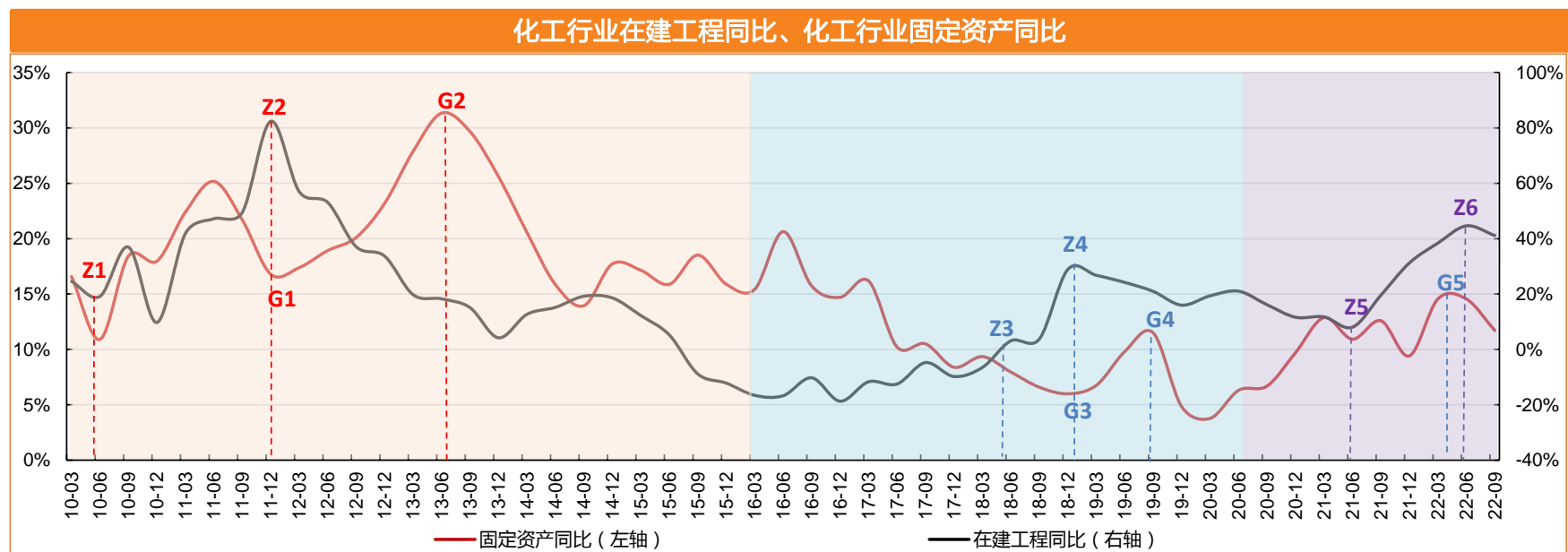
供给：中国化工行业进入资本开支密集期，绝对额超越历史水平

- 固定资产增长则出现了两轮周期，**而这两轮周期中，在建工程向固定资产的转变有明显差异：**

① G1-G2（11-13年）属于**典型的在建工程同步转固周期**，在建工程和固定资产增速周期起点和终点相差约6个季度，这符合多数化工品18个月的建设周期的规律；

② G3-G4-G5（19年-至今），此轮因供给侧改革和低油价背景，在建工程的快速增长以供给侧改革后龙头企业资本开支为主，快速爆发并持续时间较长；**但固定资产增长则相对没有规律性**，由多轮起伏组成，并持续至今，这也体现出龙头企业的产品选择性扩张和转固的规律：此轮资本开支周期中，化工企业向上做一体化原料建设，并伴随多个新基地布局，投产时间也不尽相同。

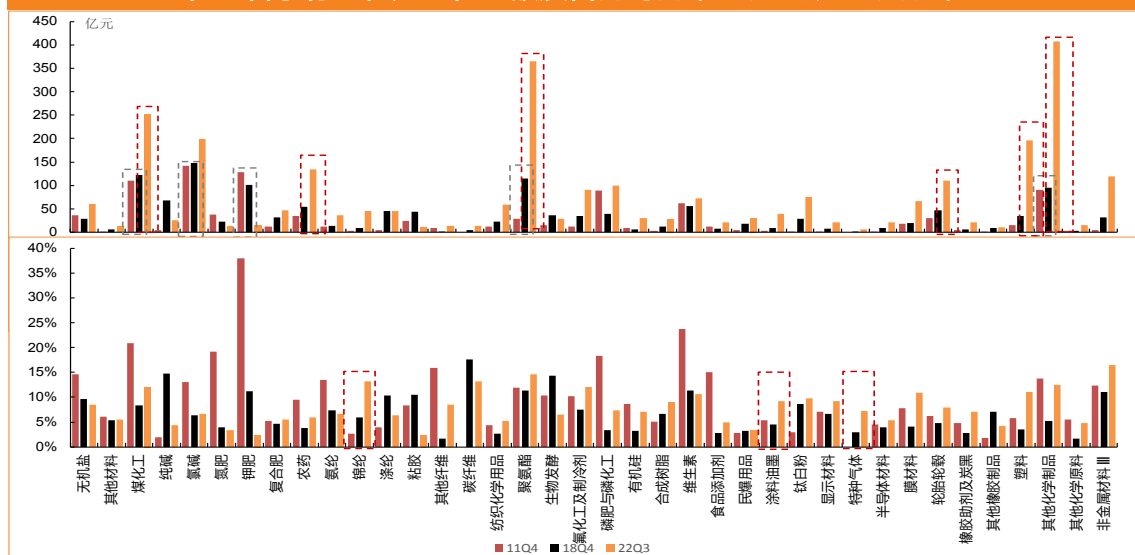
③ 展望未来固定资产：在2020年触底至2022年Q2见顶的新一轮产品价格周期背景下，化工企业的资本开支自21年Q2开始逐步向上，次轮资本开支从区间强度上超过了2018年第二轮周期，而从绝对额方面，此轮资本开支则超过历史两轮，为2010年以来最密集的资本开支周期，对应未来固定资产预计在**2023-2024年有新一轮快速增加**，未来供给增加压力较大。



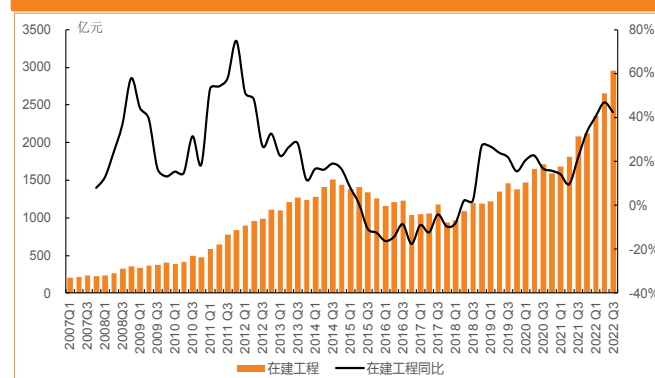
供给：中国化工行业进入资本开支密集期，强度超越历史水平

- 化工行业进入资本开支密集期，2022Q2在建工程同比增速高于2018Q4的增速高点。对比在建工程同比增速较快的2011Q4、2018Q4与2022Q2：
 - ✓ 整体来看，本轮在建工程金额大幅超过前两轮，但在建工程占比则相对较低（说明相对分散）
 - ✓ 本轮在建工程明显增多的行业有聚氨酯、煤化工、塑料、农药、轮胎等
 - ✓ 与以往两次资本开支方向不同：① 10-13年是上游企业原有产能的扩张；② 18-20年是龙头企业横向及向上一体化扩张；而③ 21年以来的资本开支方向，则是一体化企业向下游延伸产业链，向精细化工方向延伸的扩张。

化工各子行业在建工程金额及占比对比（上图为金额，下图为占比）



在建工程及同比增速



供给：中国化工行业进入资本开支密集期，绝对额超越历史水平

部分上市公司三轮资本开支的主要投向（单位：亿元）

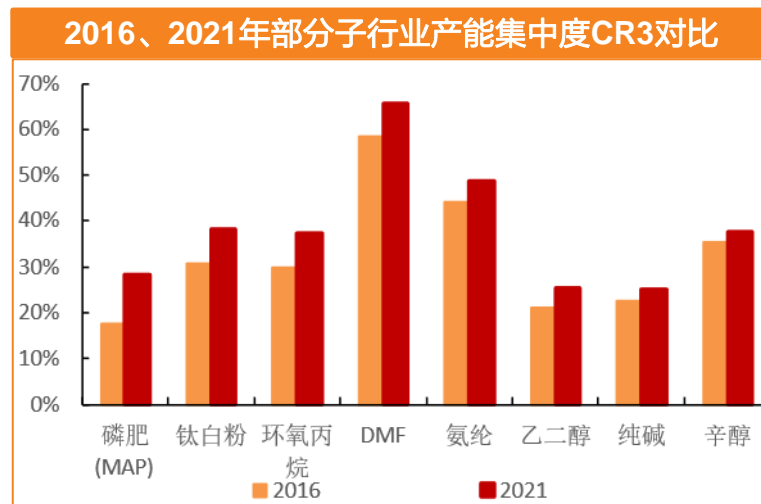
2011Q4					2018Q4					2022Q2				
企业	行业	重点在建项目	投向	投资额	企业	行业	重点在建项目	投向	投资额	企业	行业	重点在建项目	投向	投资额
盐湖股份	钾肥	金属镁一体化项目（百万吨钾肥综合利用三期）	钾肥	200	万华化学	聚氨酯	万华烟台工业园项目	石化	24	万华化学	聚氨酯	聚氨酯产业链延伸及配套项目	聚氨酯	480
圣济堂	化学制剂	金赤化工煤化工项目	煤化工	49	盐湖股份	钾肥	金属镁一体化项目	钾肥	432	中化国际	其他化学制品	江苏瑞恒碳三产业一期工程项目	PDH与C3产业链	139
云天化	磷肥及磷化工	呼伦贝尔煤化工项目（5080项目）	煤化工	46	宝丰能源	煤化工	无当年信息	—	—	金发科技	改性塑料	60万吨/年ABS及配套装置项目	ABS	107
安迪苏	维生素	20万吨/年有机硅单体工程/12万吨/年有机硅下游系列产品工程	有机硅	37	中泰化学	氯碱	托克逊能化高性能树脂产业园及配套基础设施建设项目	烧碱、PVC	33	宝丰能源	煤化工	内蒙古宝丰煤基新材料400万吨/年煤制烯烃项目	煤制烯烃	674
宝丰能源	煤化工	无当年信息	—	—	远兴能源	纯碱	50万吨/年合成氨联产50万吨/年尿素、60万吨/年联碱项目	合成氨、尿素、联碱	49	合盛硅业	非金属材料Ⅲ	新疆中部合盛硅业有限公司硅基新材料产业一体化项目（年产20万吨高纯多晶硅项目）	多晶硅	175
中泰化学	氯碱	阜康工业园二期	烧碱、PVC	47	新和成	维生素	年产25万吨蛋氨酸项目	蛋氨酸	54	卫星化学	其他化学制品	连云港石化公司年产135万吨PE、219万吨EOE和26万吨ACN联合装置项目	PE、EOE、ACN	335
湖北宜化	氯碱	新疆50万吨离子膜烧碱/60万吨聚氯乙烯项目	烧碱、PVC	75	鲁西化工	煤化工	退城进园一体化项目	合成氨	59	华谊集团	煤化工	广西华谊钦州化工新材料一体化基地项目	煤化工、轻烃裂解、盐化工、石油化工	130
华鲁恒升	煤化工	醋酸装置节能新工艺改造项目	煤化工	44	新凤鸣	涤纶	中益化纤年产120万吨智能化、低碳差别化纤维项目	涤纶	67	龙佰集团	钛白粉	年产3万吨转子级海绵钛智能制造技改项目	海绵钛	19
泸天化	氮肥	煤气化项目	煤化工	1	诚志股份	煤化工	南京60万吨MTO	煤制烯烃	36	玲珑轮胎	轮胎轮毂	塞尔维亚玲珑工程项目	轮胎	66
中盐化工	无机盐	100万吨纯碱项目	无机盐	22	卫星化学	其他化学制品	连云港石化公司年产320万吨/年轻烃综合加工利用项目	轻烃裂解、EO/EG、LLDPE、HDPE	325	中泰化学	氯碱	新疆中泰金晖科技有限公司年产30万吨BDO项目	BDO	51
天原股份	氯碱	海丰和锐二期项目	烧碱、PVC、水合肼	17	天原股份	氯碱	年产5万吨氯化法钛白粉项目	钛白粉	10	—	—	—	—	—
鲁西化工	煤化工	己内酰胺项目	己内酰胺	25	阳煤化工	氮肥	寿阳化工一期20万吨/期合成气制乙二醇技术改造项目	醇类	9	滨化股份	氯碱	碳三碳四综合利用项目	PDH等	129
三友化工	粘胶	青海碱业110万吨/年纯碱项目	纯碱	23	梅花生物	生物发酵	吉林梅花-白城基地	赖氨酸	23	鲁西化工	煤化工	(1)己内酰胺·尼龙6一期工程 (2)有机硅项目	(1)煤化工 (2)有机硅	(1)33 (2)33
万华化学	聚氨酯	宁波万华二期项目	MDI/TDI	35	—	—	—	—	—	神马股份	锦纶	一期10万吨聚碳酸酯项目	塑料	28

供给：中国化工行业进入资本开支密集期，强度超越历史水平

- 2016年起供给侧结构性改革、2019年“321”事件带来的安全与环保的整治、2021年以来“碳中和、碳达峰”政策，化工行业经历了三轮供给端的整合，对于安全环保不达标、高耗能及落后、分散的小产能进行了洗牌，一些化工子行业产能持续出清、产能集中度持续提升。
- 以丙烯酸丁酯、磷酸一铵、钛白粉、环氧丙烷、DMF、氨纶、乙二醇、纯碱和辛醇行业为例，2021年我国上述行业产能集中度CR3分别为45.1%、28.4%、38.2%、37.3%、65.6%、48.6%、25.3%、25.2%和37.6%，较2016年分别提升了10.9、10.6、7.4、7.4、7.0、4.4、4.1、2.5和2.2个百分点。
- 未来在产能集中度较高的背景下，新建产能的消化周期可能被拉长，需求端的景气情况对化工企业盈利状况的影响可能变大。

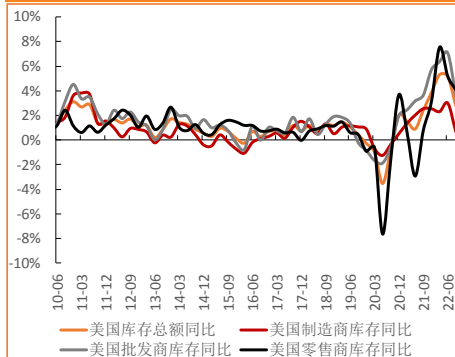
碳中和政策背景下，化工各子行业明确淘汰的产能	
行业	淘汰产能
炼油	①200万吨/年及以下常减压装置；②采用明火高温加热方式生产油品的釜式蒸馏装置；③低效产能按等量或减量置换的要求，通过上优汰劣、上大压小等方式加快退出
乙烯	①30万吨/年以下装置；②低效产能
对二甲苯	①单系列60万吨/年以下装置；②低效产能
煤化工	低效产能
合成氨	高温煤气洗涤水在开式冷却塔中与空气直接接触冷却工艺技术
电石	①内燃式电石炉；②引导长期停产的无效电石产能主动退出；③低效产能

注：低效产能是指能效水平在基准值以下，且无法通过节能改造达到基准值以上的产能



库存：位于较高水平，进入主动去库存阶段

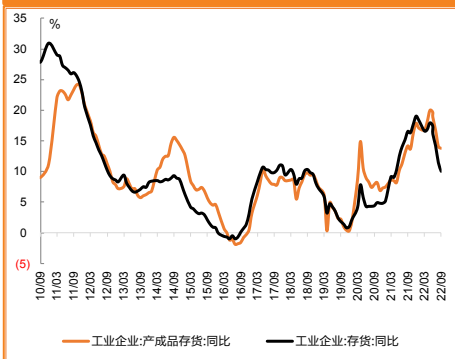
美国库存同比



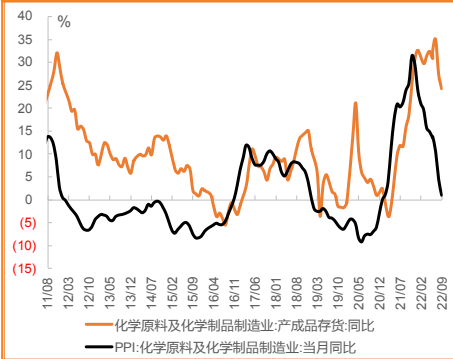
- 疫情以来，美国库存总额2020年同比大幅下降，2021年需求拉动及海运受阻情况下，库存总额同比快速增长，恢复至2019年的水平；2022年上半年，美国库存总额同比增速继续提升，但边际放缓；自2022年下半年以来，海外库存水平同比增速开始下降。分析来看，疫情前2019年美国库存总额同比增速其实已经处于下行阶段，疫情冲击导致上一轮去库存周期被打乱，而从2022年Q3的情况来看，美国未来一段时期仍将处于去库阶段。

- 2022Q1，受疫情反复、海外地缘政治冲突等多种外部不确定因素的影响，叠加下游需求增速放缓，我国化工子行业存货均同比持续上升；22Q2以来库存增速水平开始回落，行业进入主动去库存阶段；至22Q3末，偏下游橡胶制品行业库存同比下降较快，而偏上游的化学原料及制品行业、化学纤维行业去库存节奏稍慢，化工行业整体库存同比水平仍处在较高的位置。
- 值得关注的是，此轮去库存过程中，行业PPI下滑的速度较历史而言较快，但库存去化速度却较慢（说明难度较大）

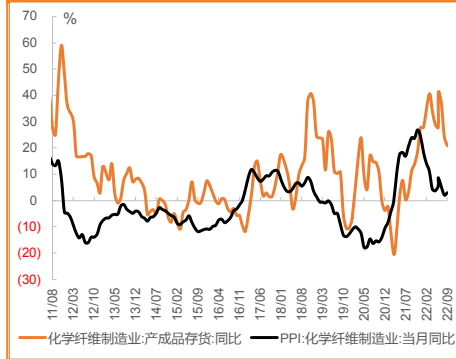
我国工业企业存货同比



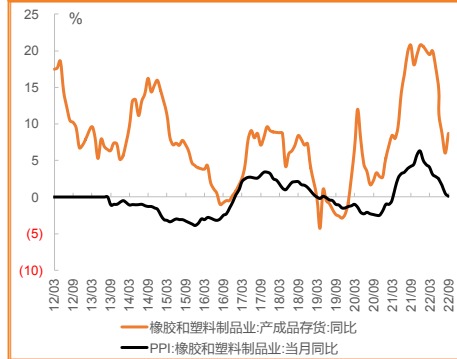
化学原料及制品行业库存与PPI



化学纤维行业库存与PPI



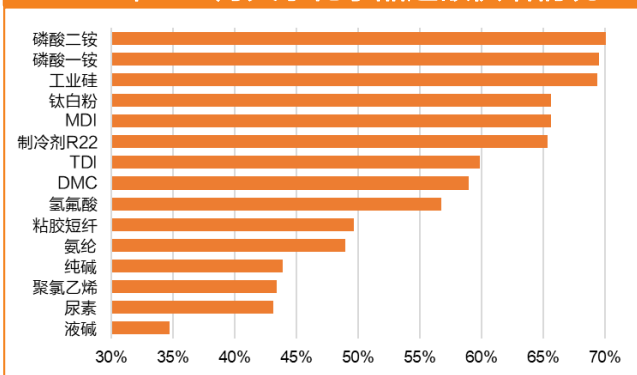
橡胶制品行业库存与PPI



总结：需求偏弱+出口承压+供给增加，化工行业整体进入探底阶段

- 2022年1-10月，大宗化学品产量供给与表观需求均同比有所收缩，整体上看，需求量同比下降的幅度大于同期供给规模的下降，反映供给水平相对过剩。
- 结合前文论述，需求偏弱+出口承压+供给增加的局面下，我们认为到当前阶段化工行业整体或进入历史底部区域。

2022年1-10月大宗化学品超额供给情况



1注：黄色越深代表2023新增产能占2022年产能比例越大；蓝色代表2023年暂无新增产能。

大宗化学品产能情况¹（单位：万吨）

行业	产品	产能	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
纯碱	纯碱	...	3119	3140	3290	3327	3416	3455	4215
氯碱	聚氯乙烯	...	2474	2485	2487	2602	2614	2657	2897
	液碱	...	4085	4186	4290	4482	4607	4633	4825
化纤	粘胶短纤	...	423	470	484	491	513	513	513
	氨纶	...	75	83	92	95	104	110	117
聚氨酯	MDI	...	336	336	336	346	396	396	436
	TDI	...	84	84	119	144	142	142	188
尿素	尿素	...	7972	7466	7467	7260	7234	7295	8029
磷化工	磷酸一铵	...	2700	2840	2427	2299	2289	2320	2320
	磷酸二铵	...	2600	2505	2505	2529	2519	2519	2519
硅化工	工业硅	...	566	582	566	518	528	623	801
	DMC	...	137	139	152	168	188	245	323
氟化工	制冷剂R22	...	73	73	79	80	80	80	80
	氢氟酸	...	203	225	232	236	253	287	351
钛白粉	钛白粉	...	358	369	426	434	459	483	594

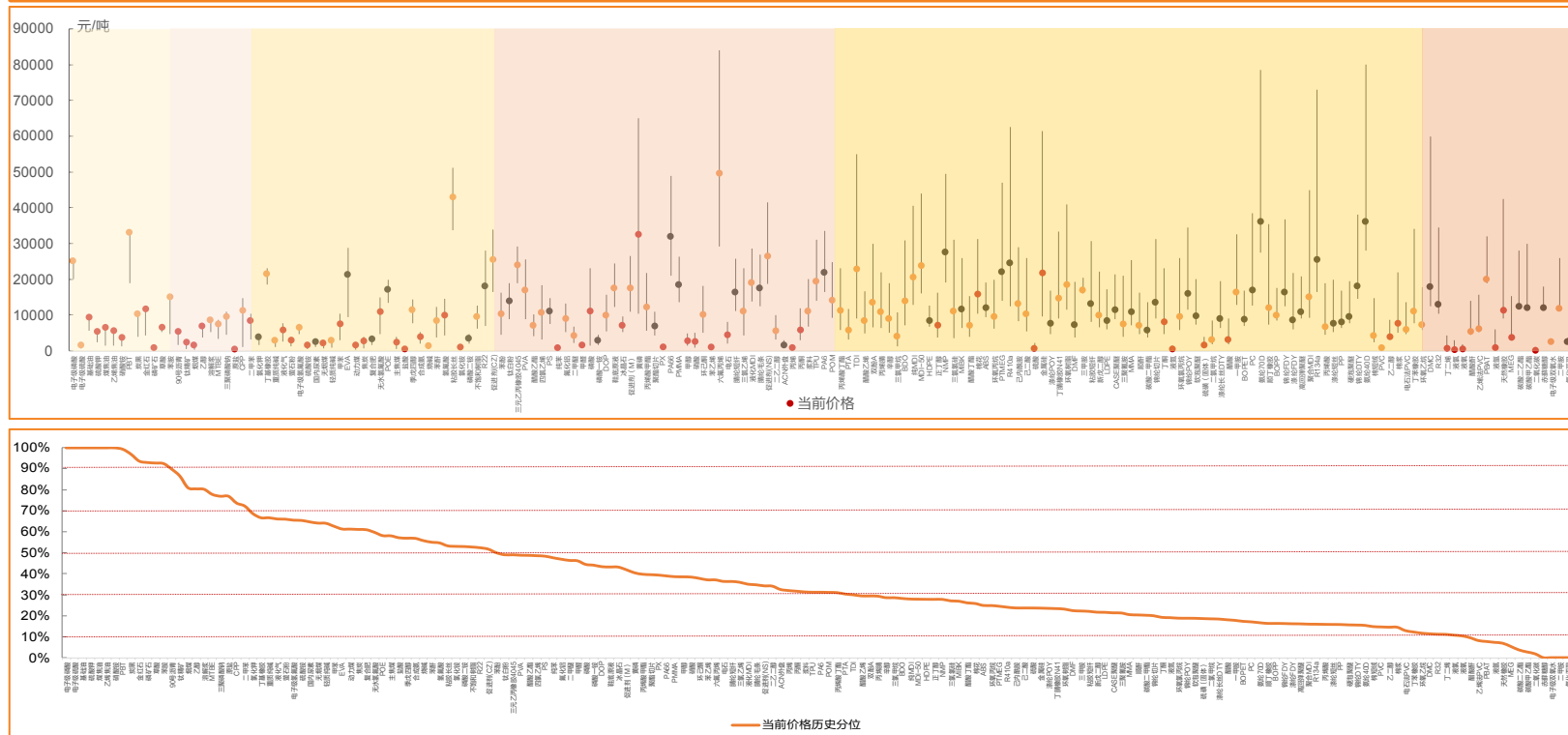
大宗化学品产量/需求量同比变动情况

行业	产品	供给/需求	趋势图	2018	2019	2020	2021	2022
纯碱	纯碱	产量供给		-5.8%	7.2%	-6.3%	6.3%	-8.5%
		表观需求		-5.0%	6.8%	-5.8%	8.6%	-12.7%
氯碱	聚氯乙烯	产量供给		2.8%	3.2%	3.9%	9.6%	-10.9%
		表观需求		4.6%	3.2%	5.2%	0.9%	-13.3%
	液碱	产量供给		-1.8%	2.6%	3.2%	6.7%	2.2%
		表观需求		-1.5%	3.9%	3.0%	6.0%	-1.9%
化纤	粘胶短纤	产量供给		9.1%	4.7%	-2.9%	5.5%	-12.4%
		表观需求		7.0%	6.3%	-5.7%	9.2%	-14.0%
	氨纶	产量供给		15.4%	5.2%	14.7%	9.8%	-12.7%
		表观需求		16.4%	4.7%	15.3%	9.2%	-13.7%
聚氨酯	MDI	产量供给		12.1%	10.8%	-7.3%	28.3%	-17.1%
		表观需求		52.8%	-14.5%	-4.1%	5.5%	-21.6%
	TDI	产量供给		1.8%	52.6%	19.7%	16.6%	-18.6%
		表观需求		13.0%	40.8%	4.8%	4.2%	-17.5%
尿素	尿素	产量供给		-12.0%	1.9%	7.4%	-0.8%	-7.0%
		表观需求		-8.8%	-3.1%	6.7%	-0.5%	-1.1%
磷化工	磷酸一铵	产量供给		-26.3%	-2.7%	-27.3%	2.9%	-17.7%
		表观需求		-28.8%	-2.4%	-32.8%	-9.6%	-1.7%
	磷酸二铵	产量供给		-10.9%	-13.4%	3.3%	-3.3%	-13.8%
		表观需求		-26.2%	-14.2%	17.7%	-12.6%	17.0%
硅化工	工业硅	产量供给		6.3%	-13.8%	0.1%	23.6%	3.1%
		表观需求		-5.0%	6.8%	-5.8%	8.6%	-12.7%
	DMC	产量供给		6.3%	-13.8%	0.1%	23.6%	3.1%
		表观需求		16.7%	1.9%	11.7%	-0.8%	2.4%
氟化工	制冷剂R22	产量供给		11.7%	4.5%	-10.8%	14.2%	-23.8%
		表观需求		16.6%	4.9%	-9.5%	17.6%	-27.9%
	氢氟酸	产量供给			0.0%	-18.6%	25.7%	3.9%
		表观需求			1.4%	-20.0%	27.3%	5.5%
钛白粉	钛白粉	产量供给		2.7%	11.4%	3.9%	7.6%	-14.3%
		表观需求		-0.7%	9.3%	-3.4%	7.8%	-22.0%

总结：需求偏弱+出口承压+供给增加，化工行业整体进入探底阶段

- 2022年以来，全球能源价格上涨推动化工行业生产成本提升，国内上游产品价格升至历史高位水平，如基础油、煤焦油、乙烯焦油等；位于历史价格中位水平的化工品多集中在中游产品，如PA6、丙烯酸、环己酮等；位于历史价格较低位水平的产品多集中于偏下游产品，如化纤、制冷剂。

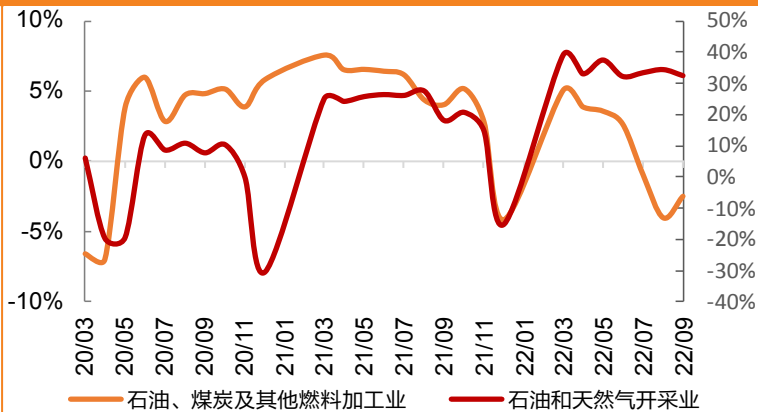
当前国内主要化工品价格及历史分位



注：数据截至2022年10月底。图中红色点为偏上游产品，黄色点为偏中游产品，黑色点为偏下游产品。

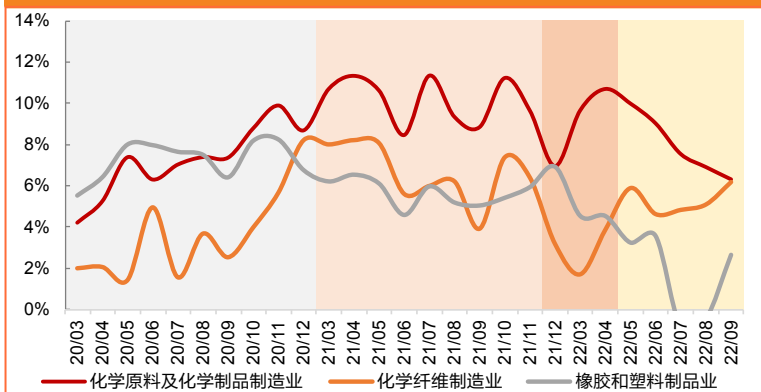
总结：需求偏弱+出口承压+供给增加，化工行业整体进入探底阶段

上游石油、天然气行业利润率提升，Q3有所回落

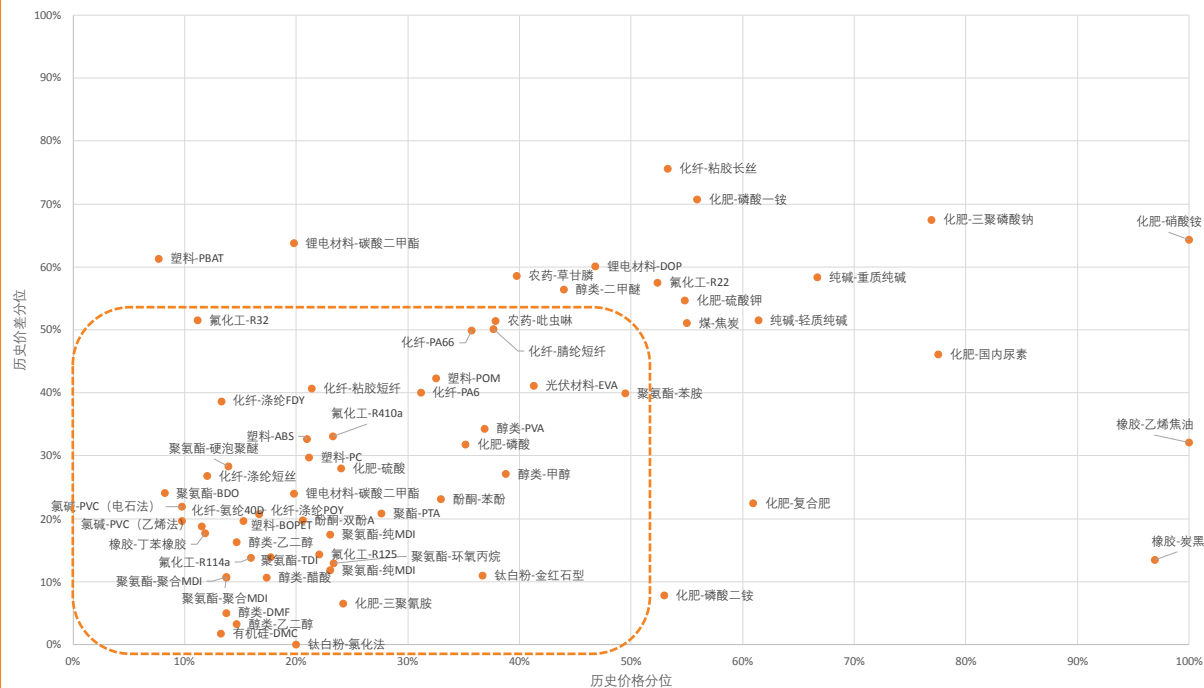


- 22Q1，化学原料企业利润率水平提升，而化纤制造业及橡胶和塑料制品利润水平同比下滑，化工行业盈利中枢整体向产业链上游转移。
- Q2-Q3，化学原料企业利润率明显下滑，化纤制造业及橡胶和塑料制品利润率则有所波动。整体来看，2022年以来化工各子行业利润率水平震荡向下。
- 从价差角度，偏下游化工品当前盈利状况仍位于历史较低位水平。

化工各子行业利润率震荡向下

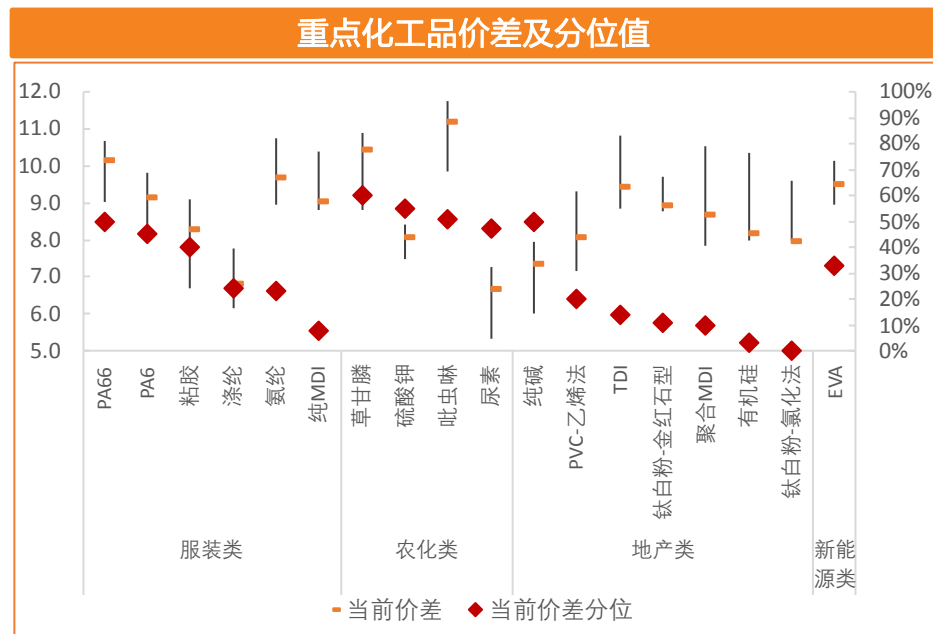
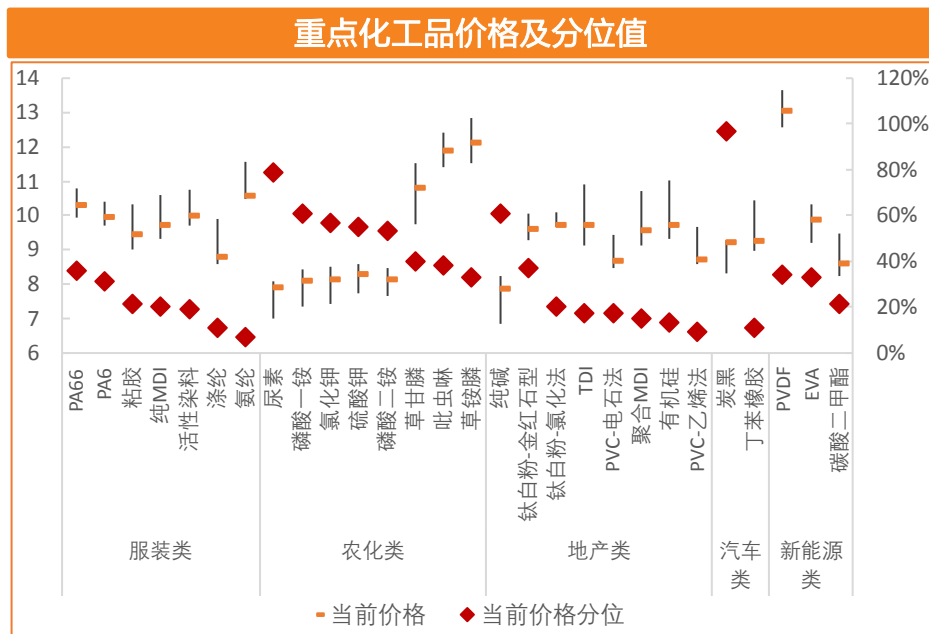


主要化工产品-当前价格价差历史分位



总结：需求偏弱+出口承压+供给增加，化工行业整体进入探底阶段

- 以衣、食、住、行和新能源类化工品的价格价差为观察对象，截至2022年12月初，农化类化工品价格分位值整体较高；其他类型化工品除纯碱、钛白粉、炭黑等个别产品外，价格分位值较低。
- 价差及分位值数据也反映出类似的显现那个，农化类化工品价差分位值较高而其他类型化工品价差分位值较低，这对应了2022年以来各子行业景气度的分化特征。
- 同时也应注意到，虽然横向比较下，农化类化工品价格及价差分位值较高，但纵向来看，农化类化工品价格价差多处于50%分位值附近，并没有出现过高的价格价差水平；而其他类型化工品的价格价差分位值从历史上看也是处于较低水平的。



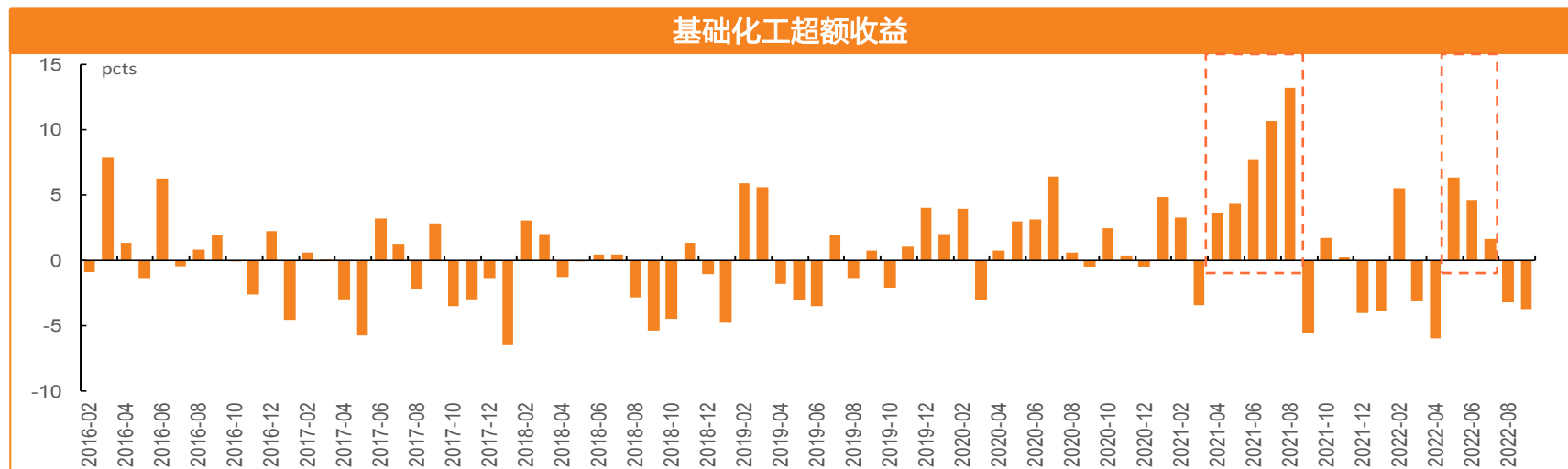
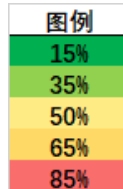
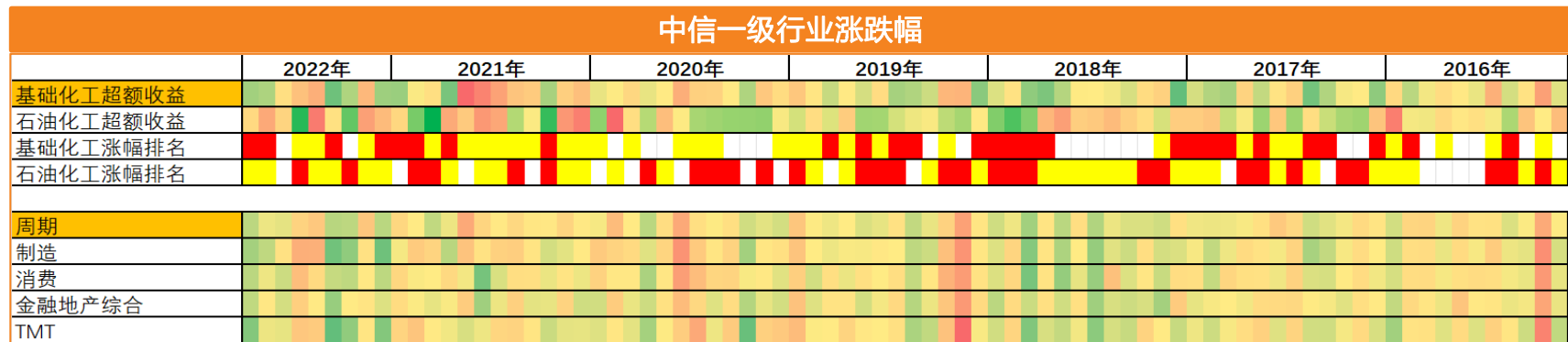
注：不同化工品价格、价差水平差异较大，此处对价格、价差数据做了对数处理。

板块行情



板块行情：2022年化工板块超额收益集中在Q2

板块行情：2021年连续5个月展现较强超额收益，2021Q4开始回调明显，2022年二季度有所反弹

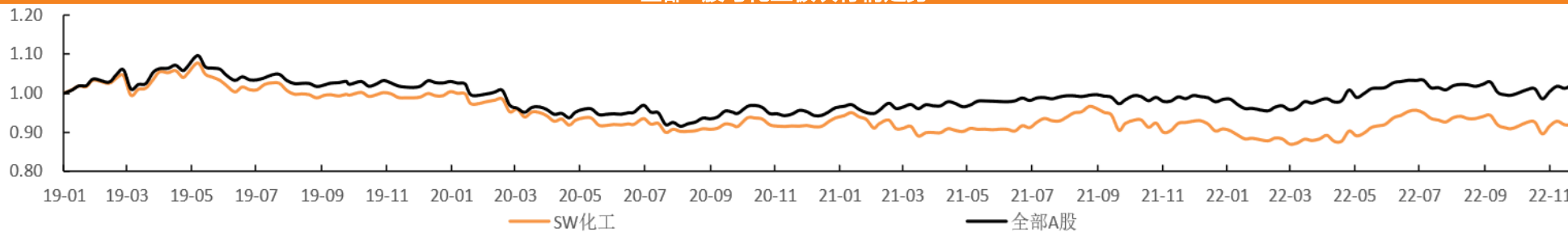


板块行情：阶段性、结构性机会较多，22年来多数子行业下跌

- 从子行业行情表现来看，2022年前三季度多数子行业下跌，其中涂料油漆油墨制造、合成革、氨纶板块跌幅居前，Q1、Q3表现较弱。而磷肥、维纶板块涨幅居前，其中磷肥板块延续了2021年来的较强走势。
- 2022年第三季度，除其他纤维板块外（主要是碳纤维概念），其他子行业均出现下跌，其中纯碱、玻纤、磷肥、涂料油漆油墨制造跌幅超过20%。
- 从全部A股和化工行业2019年以来的走势上看，近四年来化工行业整体表现不如大盘，2021年上半年分化加剧，下半年化工行业取得较大涨幅，2022年来板块与大盘走势再度分化。

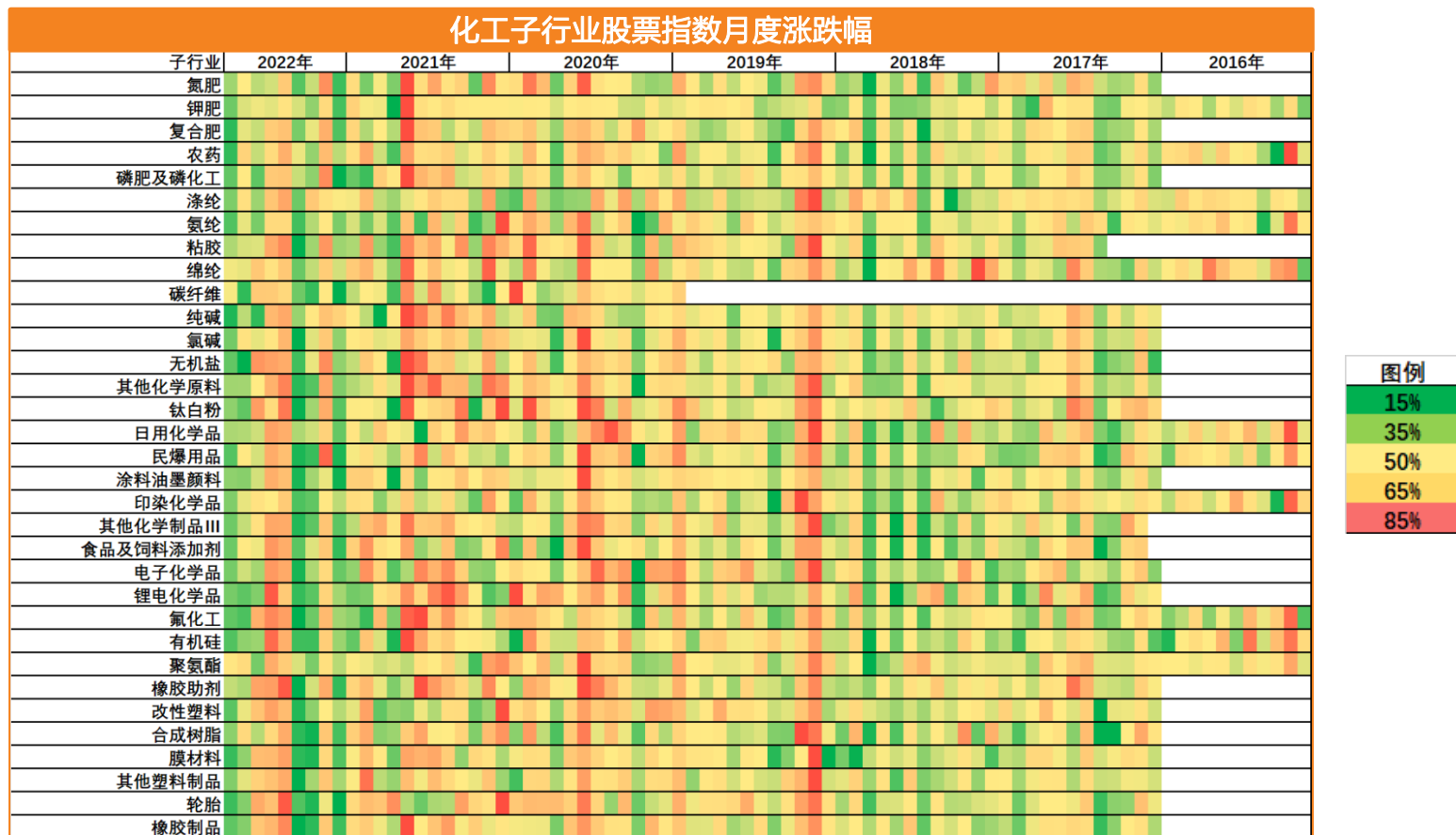
板块	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022前三季度	2021年	2019~2021年
纯碱	11%	37%	74%	-20%	16%	19%	-27%	-3%	137%	130%
氯碱	11%	19%	30%	8%	-8%	-1%	-13%	-21%	88%	128%
无机盐	-1%	23%	25%	-3%	4%	13%	-17%	-4%	49%	203%
其他化学原料	32%	22%	11%	7%	-10%	6%	-17%	-21%	65%	154%
氮肥	9%	14%	18%	-5%	4%	-6%	-6%	-9%	36%	166%
磷肥	17%	75%	70%	-18%	25%	20%	-23%	15%	190%	251%
钾肥	9%	58%	167%	29%	-10%	2%	-17%	-25%	314%	364%
复合肥	12%	7%	44%	-4%	-2%	5%	-18%	-18%	69%	133%
农药	5%	4%	2%	32%	-2%	17%	-6%	6%	41%	129%
日用化学产品	8%	37%	-20%	2%	-8%	17%	-10%	-6%	14%	108%
涂料油漆油墨制造	18%	17%	-22%	27%	-17%	16%	-22%	-32%	26%	442%
民爆用品	-8%	7%	20%	8%	1%	5%	-8%	-5%	21%	188%
纺织化学用品	3%	0%	0%	-5%	-12%	-5%	-9%	-24%	-4%	21%
氟化工及制冷剂	2%	52%	98%	-9%	-11%	5%	-8%	-12%	177%	337%
磷化工及磷酸盐	14%	34%	134%	-11%	-7%	37%	-21%	-2%	203%	230%
聚氨酯	16%	17%	14%	-8%	-19%	18%	-6%	-10%	43%	314%
玻纤	-3%	8%	21%	0%	-20%	20%	-24%	-28%	28%	255%
其他化学制品	1%	55%	24%	3%	-13%	11%	-15%	-20%	68%	301%
涤纶	10%	6%	8%	-10%	-17%	11%	-12%	-21%	14%	159%
维纶	19%	20%	27%	-6%	-1%	27%	-10%	13%	71%	176%
粘胶	31%	68%	0%	4%	-13%	-5%	-13%	-28%	113%	121%
氨纶	14%	24%	-12%	-11%	-13%	-2%	-17%	-30%	11%	141%
其他纤维	-11%	7%	2%	20%	-21%	-2%	20%	-10%	14%	281%
合成革	-1%	2%	3%	3%	-8%	-9%	-14%	-31%	11%	39%
改性塑料	8%	-4%	-12%	4%	-14%	8%	-7%	-15%	-8%	118%
其他塑料制品	1%	16%	1%	16%	-18%	4%	-13%	-24%	36%	109%
轮胎	29%	0%	-7%	14%	-26%	10%	-13%	-29%	51%	253%
其他橡胶制品	7%	23%	34%	11%	-19%	16%	-19%	-26%	89%	426%
炭黑	5%	23%	-3%	18%	-7%	17%	-6%	4%	37%	28%

全部A股与化工板块行情走势



板块行情：Q2各细分行业超额收益明显，进入Q3板块弱化

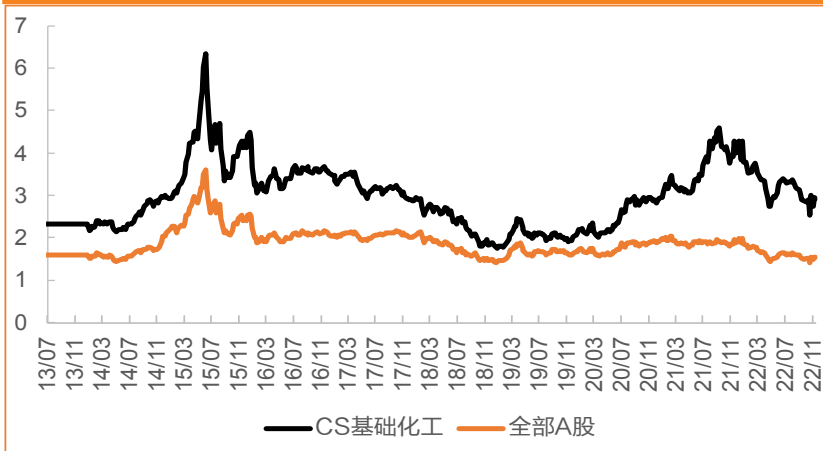
板块行情：2021年下半年多数化工子行业经历较大涨幅，2022年波动频繁，二季度行情表现较好



板块估值：行业估值回落，低估值状态显现

板块行情：2021Q4以来行业估值进入回落区间，2022年来绝大多数子行业估值下滑

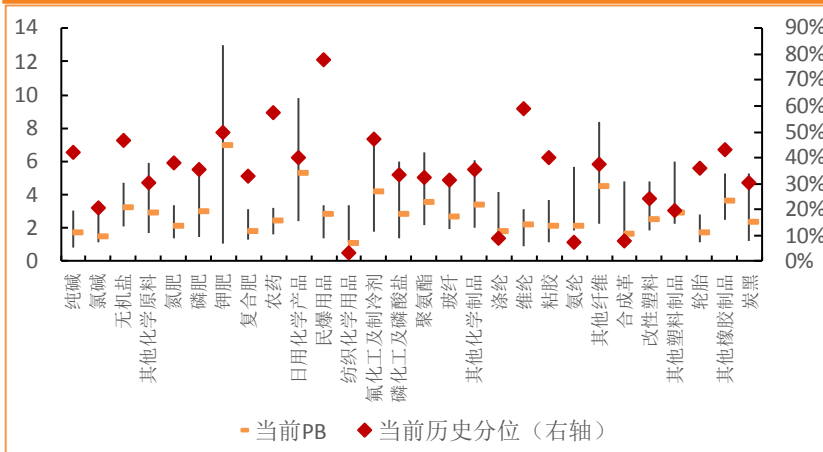
板块与大盘PB



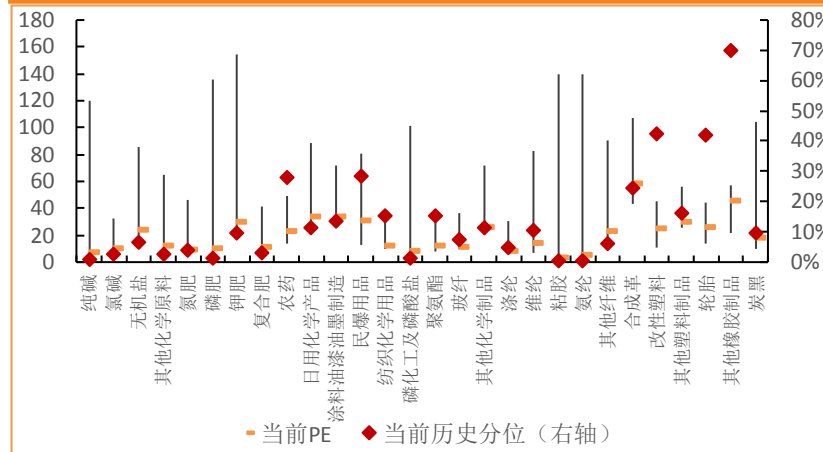
板块与大盘PE



化工各子行业PB (回溯区间为20170101~20221129)



化工各子行业PE (回溯区间为20170101~20221129)



注：涂料油漆油墨制造行业PB最高值过高，图中未展示该行业PB

注：氟化工及制冷剂行业PE最高值过高，图中未展示该行业PE

策略

寻找国际产业布局深刻变革周期
下的投资机会：
引领发展、保障安全、聚焦产业
发展核心力量



主线一：引领发展

需求端出发：新能源、代糖、地产复苏

产业未来成长：合成生物、核心催化剂

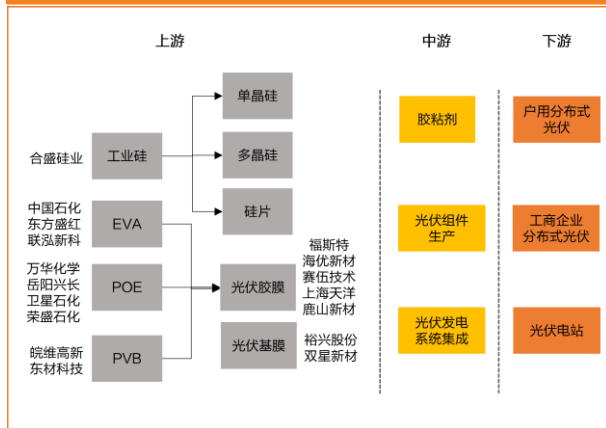


- 在全球产业趋势及国家政策的推动下，新能源领域需求仍将持续增长，推动行业继续快速发展。2022年至今，国家及地方政府陆续出台推动光伏、风电及锂电池等新能源领域的产业发展，例如今年6月，国家发改委印发的《“十四五”可再生能源发展规划》中明确，提出统筹推进陆上风电和光伏发电基地建设；加快推进以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电太阳能发电基地，以及有序推进海上风电基地建设等发展规划建议。

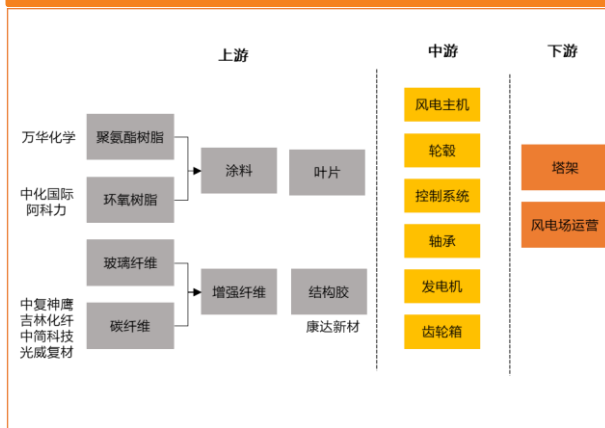
我国部分光伏、风电等新能源领域产业支持政策

领域	政策发布单位	发布时间	政策名称	涉及新能源领域内容
风电	国家能源局	2022.10.9	《能源碳达峰碳中和标准化提升行动计划》	加快完善风电、光伏等可再生能源标准；抓紧完善沙漠、戈壁、荒漠地区大型风电光伏基地建设有关技术标准，加快制定海上风电开发及多种能源综合利用技术标准，推动分散式风电、分布式光伏、户用光伏等就近开发利用相关标准制修订，建立完善光伏发电、光热发电标准体系。
风电	中华人民共和国国家发展和改革委员会	2022.6.1	《“十四五”可再生能源发展规划》	坚持生态优先、因地制宜、多元融合发展，在“三北”地区优化推动风电和光伏发电基地化规模化开发，在西南地区统筹推进水风光综合开发，在中东南部地区重点推动风电和光伏发电就地就近开发，在东部沿海地区积极推进海上风电集群化开发，稳步推动生物质能多元化开发，积极推动地热能规模化开发，稳妥推进海洋能示范化开发。
光伏	发展改革委办公厅，能源局综合司	2022.9.13	《促进光伏产业链健康发展有关事项》	大力推进风电和光伏发电基地化开发；积极推进风电和光伏发电分布式开发；统筹推进水风光综合基地一体化开发；稳步推进生物质能多元化开发；积极推进地热能规模化开发；稳妥推进海洋能示范化开发。
光伏	上海市人民政府	2022.7.28	《上海市碳达峰实施方案》	到2025年，可再生能源占全社会用电量比重力争达到36%。大力推进光伏大规模开发和高质量发展，坚持集中式与分布式并重，充分利用农业、园区、市政设施、公共机构、住宅等土地和场址资源，实施一批“光伏+”工程。
锂电	西安市人民政府	2022.1.4	《西安市“十四五”科技创新发展规划》	新能源汽车。重点发展纯电动和插电式混合动力乘用车、纯电动大客车等，加快高能量密度锂电池技术研发和转化，研制固态锂电池、石墨烯电池等新材料体系电池和氢燃料电池，加强动力电池和燃料电池系统短板技术攻关，发展基于可再生能源及先进核能的制氢技术。
锂电	广州市人民政府	2022.6.2	《广州市工业和信息化发展“十四五”规划》	重点发展新能源汽车用锂电池正极材料、隔膜材料、电解液和其他配套材料，提升镍钴锰三元系、磷酸铁锂等锂电池正极材料比能量和能量密度，加大对高镍三元材料和硅碳负极材料开展的电解液研发与生产，进一步提高锂电池包装、涂层等配套材料性能和发展水平。

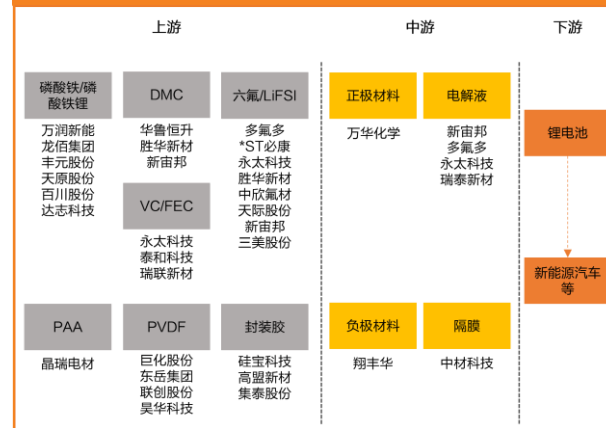
光伏产业链投资图谱



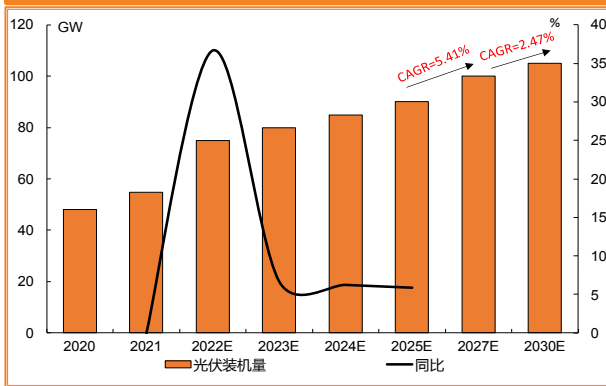
风电产业链投资图谱



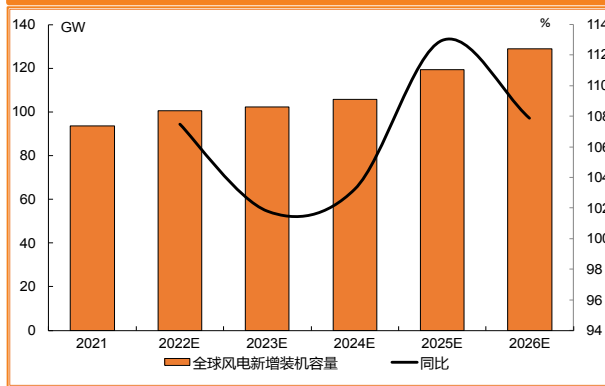
锂电池产业链投资图谱



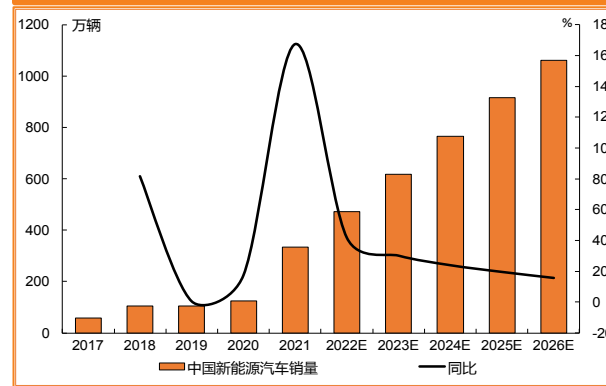
中国光伏新增装机量及预测



全球风电新增装机容量及预测



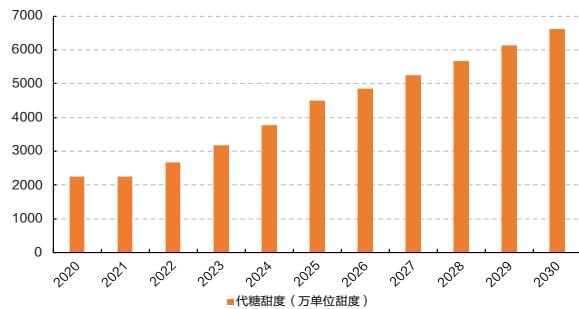
中国新能源汽车销量及预测



金禾实业：甜度战争中的处方者

- 根据我们测算，2030年代糖行业将取代蔗糖总甜度达到6000万单位甜度，占蔗糖消费量得29%，行业将保持11.43%的复合增速。
- 而代糖未来发展中，主要的甜度取代效应仍然以三氯蔗糖、甜菊糖苷等为主，低倍甜味剂阿洛酮糖具备成长潜力，金禾实业均有布局，掌握行业话语权。
- **盈利预测：**代糖行业发展较快，预计公司2022~2024年归母净利润为17.84/21.81/23.56亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**项目投资低于预期；安全、环保事件；产品价格快速下行；项目投资协议存在修改、解除和终止的风险；股权激励计划推进不及预期。

预计代糖行业将保持10%以上增速成长10年



布局爱乐甜产品，把握行业处方权

按中国人均每日摄糖30g计算每月摄糖约900g

白砂糖 900g ≈ 3600kcal

爱乐甜 900g = 0kcal

使用爱乐甜替代白砂糖每月减少的热量相当于约

慢跑9h 骑行14.4h

*按1g白砂糖约4卡路里计算

优质的甜味来源

赤藓糖醇

天然零热量的甜味来源，甜味高级不影响血糖波动身体无负担

甜菊糖

甜叶菊中精提的新型天然甜味来源，在全球食品和饮料的生产中广泛应用

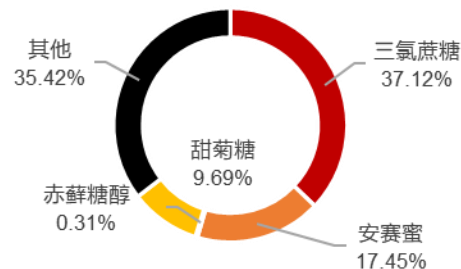
抗性糊精

水溶性膳食纤维维护肠道健康

蔗糖素

全球第五代口感无限接近白砂糖的功能甜味剂在全球约3000种以上的食品和饮料中广泛应用

主要的甜味取代仍以高倍代糖为主

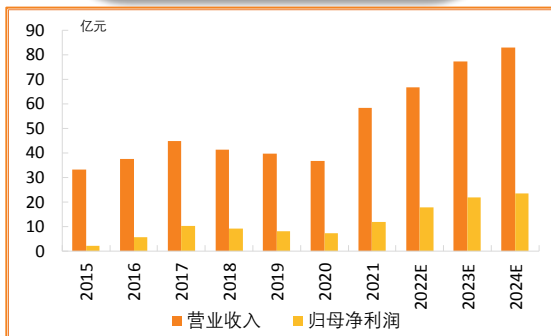


金禾在主流代糖中市占率全球第一

品种	金禾表现
三氯蔗糖	领先地位
安赛蜜	领先地位
甜菊糖苷	生物法独家突破
阿洛酮糖	国内第二家厂商

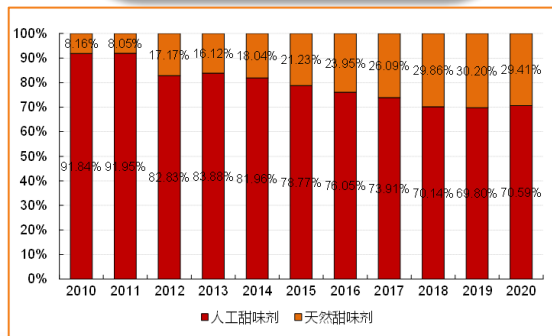
误区1：景气高点下行？

- 金禾发展经历过三个阶段：2016年为节点，安赛蜜开始盈利（利润中枢8亿）；2021年为节点，三氯蔗糖开始盈利（利润中枢15亿）；
- 三氯蔗糖需求向好，除金禾外无新增供给，价格下行可能性较小；
- 三氯蔗糖市场价格历史最高48万仅为报价，公司实际成交价格三个季度变化较小。



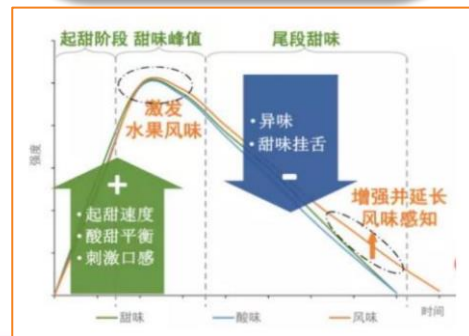
误区2：吃老本、没成长？

- 金禾2016-2022年资本开支集中在：1、固有产品的市占率提升；2、向上游补齐原材料降低成本；3、搭建化学+生物发酵双平台。
- 金禾未来成长迎来关键拐点：1、储备项目丰富；2、资金丰富；3、原材料丰富；4、化学-生物双平台搭建完成。



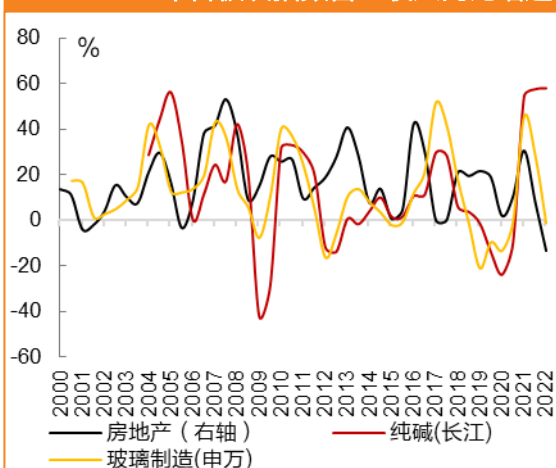
误区3：赤藓糖醇对三氯蔗糖替代？

- 赤藓糖醇饮料对行业是从0到1，原有三氯蔗糖未被取代；
- 赤藓糖醇因为价格、甜度、健康等原因使用后期与高倍甜味剂复配使用，反而促进三氯蔗糖使用；
- 赤藓糖醇使用的产品鲶鱼效应，推动了代糖行业发展和厂商的竞争，有利于整个代糖快速发展。

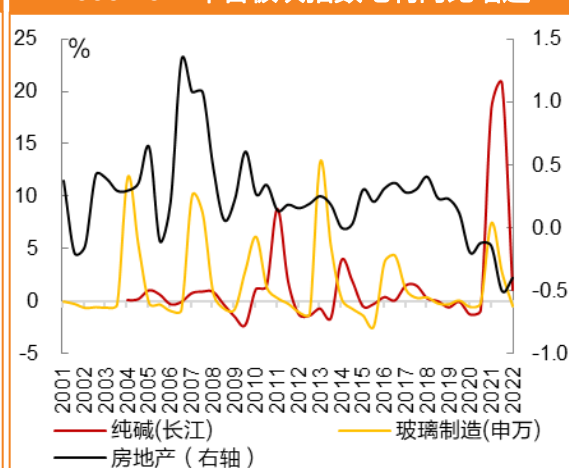


- 纯碱广泛应用于平板玻璃、无机盐、日用玻璃等行业，其中平板玻璃下游主要为建筑、房屋和汽车窗户等领域。2021年，我国玻璃领域合计占纯碱总需求的71.7%。
- 从历史上看，纯碱行业营业收入同比增速变动整体上受房地产行业增速变化的影响，但略滞后。2000-2010年，纯碱营收增速变动同样略滞后于玻璃行业，但2010后二者变动方向基本保持一致。在毛利同比增速方面，纯碱行业增速变动与玻璃行业情况较为同步。
- 从板块指数的市场表现上看，2012-2019年期间，纯碱、玻璃及房地产指数市场走势基本同步，但从2020年开始有所分化。具体表现为，由于房地产调控政策逐步收紧，房地产指数波动较为平稳；而纯碱行业供需格局在2021年得到明显改善，行业盈利水平快速提升，指数迅速上涨。
- 今年11月以来，疫情防控二十条、房地产融资政策“三支箭”悉数落地，疫情防控将更加精准，地产政策已经明显转向。展望2023年，预计纯碱行业下游需求持续复苏，行业有望受益。

2000-2022年各板块指数营业收入同比增速



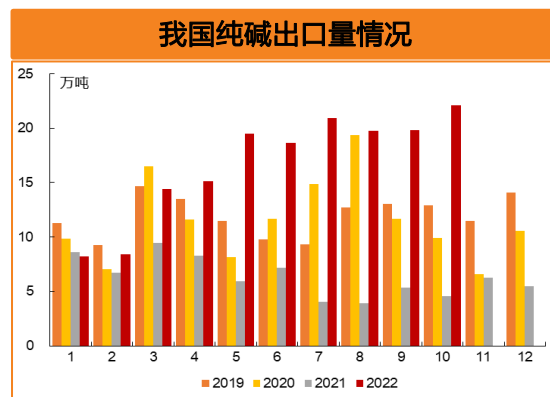
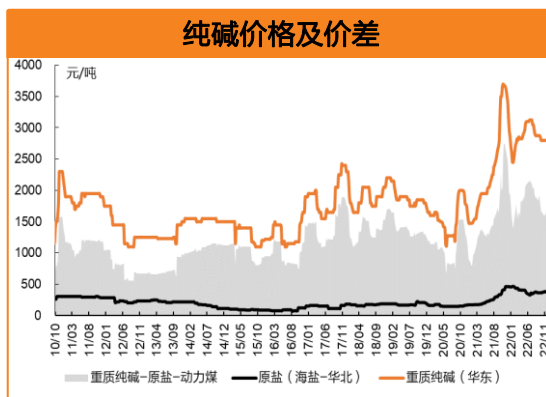
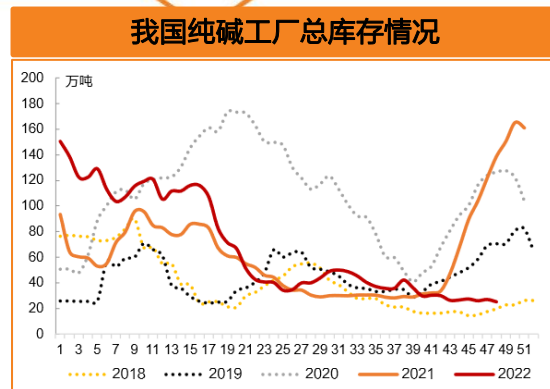
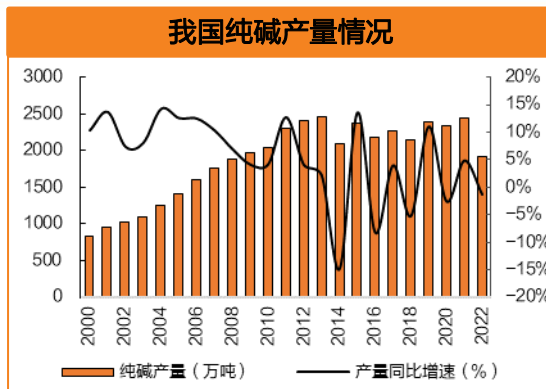
2000-2022年各板块指数毛利同比增速



房地产政策支持下，上游纯碱行业有望受益（各板块指数市场表现）



- 从供给上看，由于2021年底连云港130万吨产能退出市场，2022年1-10月我国纯碱产量为1923万吨，同比下降1.3%；在库存方面，今年以来行业持续去库存，库存降至历史五年较低水平。从价格上看，2022年纯碱价格整体仍位于历史高位，截至12月轻质/重质纯碱价格分别为2725/2850元/吨，位于历史62%/69%价格分位水平。
- 出口方面，今年全年纯碱出口维持高景气。从21年11月开始海外能源价格不断上涨，我国纯碱出口成本优势显现，国内纯碱出口量自今年二季度以来呈现同比明显增长态势。
- 展望明年，据百川盈孚估计，国内纯碱行业规划有新增产能640万吨；需求方面，下游光伏玻璃预计新增产能5万吨，同时地产行业边际复苏预计带来平板玻璃对纯碱的需求增量，供需再平衡过程需跟踪两者节奏变化。
- 建议关注：**远兴能源（国内天然碱龙头，2023年新增500万吨天然碱产能，具备明显成本优势）、三友化工（国内纯碱和粘胶短纤双龙头，规模经济效益显著）、山东海化（氨碱法龙头企业，卤水资源丰富，具备充足原料保障）。



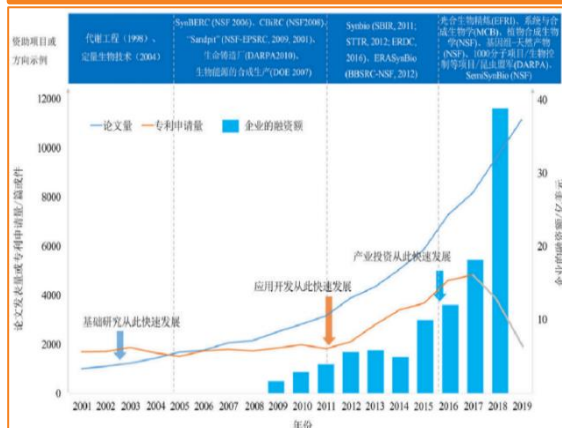
2022年纯碱上市公司工艺选择与产能规模

天然碱法氨碱法联碱法 产能规模 (万吨)			天然碱法氨碱法联碱法 产能规模 (万吨)		
山东海化	✓	300	金晶科技	✓	150
华昌化工		70	远兴能源	✓	180
中盐化工	✓	330 (氨碱法) 60 (联碱法)	和邦生物		110
三友化工	✓	340	苏盐井神	✓	70

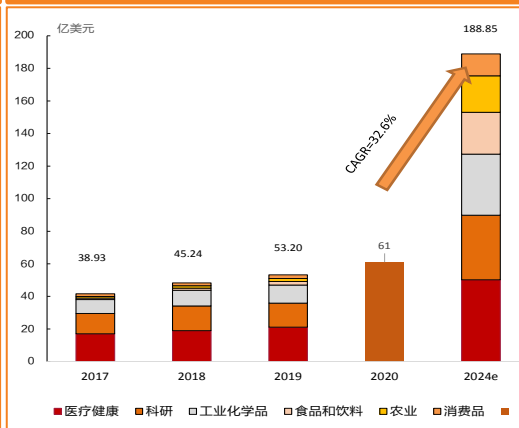
产业未来增长 合成生物学-其命维新，面向未来

- 多因素推动合成生物学快速发展，行业进入应用转化落地期。基础研究累积、关键使能技术突破、行业融资率攀新高等因素合力推动合成生物学行业进入应用转化落地期，且在化工行业的应用有望迎来广阔发展空间。
- 合成生物学在化工制造领域具备优势。（1）合成生物制造路线比传统石化路线反应过程更温和，更节能低碳；（2）部分生物法制造的产品具备显著的成本优势；（3）一些合成生物制造具备技术的先进性，在产品品质方面更具优势。
- 合成生物学在化工行业应用将迎来广阔发展空间。据CBInsights和Biospace统计，2020年全球合成生物学市场规模为61亿美元，而CBInsights预测，到2024年行业规模有望增长至189亿美元；从下游应用市场结构来看，医疗健康和工业化学品是合成生物学最为重要的两大应用领域。当前诸多化工企业已实现由生物制造生产化学品及燃料，基于合成生物学的化学品制造、生物能源产品开发，将有助于打破经济发展的资源环境瓶颈制约、构建新型可持续发展的绿色工业化道路。

论文发表、专利申请及企业融资情况



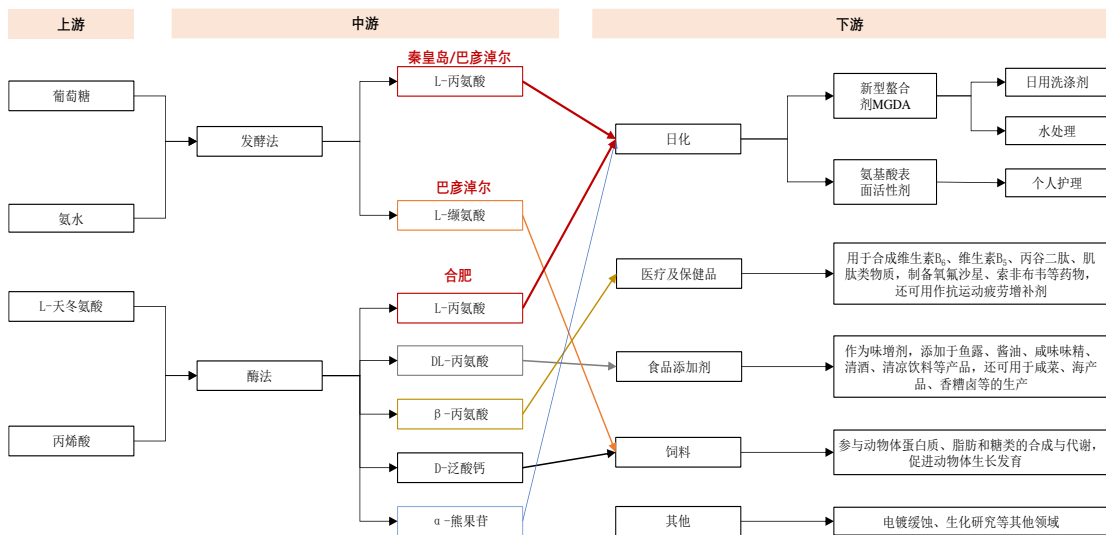
合成生物学市场规模（亿美元）



化学合成和合成生物制造对比

特征	化学合成	生物合成
定义	从简单分子形成大分子的人工过程	活生物体细胞内的酶催化多步骤过程，通过该过程底物被修饰或转化为更复杂的产物
反应本质	人工和化学工艺	自然/生物/生化过程
反应原料	多以石油化工等不可再生资源为原料	糖、淀粉、纤维素、二氧化碳等可再生碳资源
反应发生地	发生在生物体之外	发生在生物体内，建立细胞工厂（人工细胞）
反应装置	反应釜	小型摇瓶、大型发酵罐
反应条件	反应较剧烈，部分需要高温高压等条件	反应较温和
酶的作用	不需要酶催化	酶催化过程
产成本质	合成产生的有机或无机化合物	主要来自生物合成的有机化合物
复杂程度	简单或复杂的过程	多步骤且较复杂的过程
举例	由钠和氯合成氯化钠（NaCl）	氨基酸、脂肪酸、核酸和生物碱的形成

- 合成生物学细分领域全产业链龙头。**全球领先的通过生物制造方式规模化生产小品种氨基酸产品的企业之一，丙氨酸、缬氨酸系列产品生产规模位居国际前列。公司掌握核心菌种和酶厌氧发酵法，下游和巴斯夫、味之素、德之馨、帝斯曼等国际一流企业建立良好合作关系。
- 定向增发17.3亿元用于投建生物基丁二酸及苹果酸项目，公司产品矩阵持续拓宽。**公司于今年10月28日公告定增项目，募集资金净额将用于投建年产5万吨生物基丁二酸及生物基产品原料生产基地建设项目、年产5万吨生物基苹果酸生产基地建设项目及补充流动资金。项目将充分发挥公司已构建的合成生物平台研发和生物制造能力，增强盈利能力，推动业务横向扩展。
- 盈利预测与估值：**综合考虑公司新基地建设和未来产能投放情况，预计公司2022~2024年归母净利润分别为2.8、3.8、4.6亿元，维持“买入”的投资评级。
- 风险提示：**产品系列较为单一风险、主要产品应用领域较为集中风险、市场需求放缓及容量有限风险、主要产品销售价格下降风险。



2005	2009	2011	2016	2017	2019	2021	2022	2023-
酶法L-丙氨酸	酶法DL-丙氨酸	厌氧法L-丙氨酸	酶法β-丙氨酸	α-熊果苷	D-泛酸钙	L-缬氨酸	三支链氨基酸 丙氨酸衍生物	1, 3丙二醇 香精香料

- 催化剂是化学工业的“芯片”。可以说现代化学工业的发展总是与催化剂的应用联系在一起，催化剂的研究和开发，是化工业最核心的问题之一，**约有90%以上的工业过程涉及催化剂的使用**，包括化工、石化、生化、环保等多个领域。
- 催化剂行业是历史悠久且不断进步的高科技行业。包括炼油、合成氨等重要化学反应的发明均与催化剂的发明相关，可以说化学工业发展史就是一部催化剂发展史；而诺贝尔奖等前沿化学奖项多与催化剂相关。
- 全球千亿市场，真正的长坡赛道。根据市场研究机构Ceresana公司发表的研究成果显示，**2021年催化剂的总市场价值为220亿美元以上**。根据凯立新材招股说明书披露，我国催化剂年耗用量为42.6万吨。
- 重要催化剂产品掌握在海外龙头企业手中，国内企业亟待突破并完成自主、可控制。全球催化剂龙头公司巴斯夫催化剂部门、庄信万丰等均超千亿人民币收入，PDH、乙二醇等多数基础品种催化剂海外高度垄断，亟待国产化突破。

应用领域	贵金属催化剂主要供应商
石油重整催化剂	中国石油化工股份有限公司 石油化工科学研究院的PS-VI型催化剂是应用最广的连续重整催化剂。
烷烃异构化用贵金属催化剂	国外该类催化剂主要由UOP、Mobil、壳牌生产，国内则主要为中石化研发生产。
煤制乙二醇用钨氧化钼催化剂	日本高化学因工艺先进，催化剂性能好，占据国内主要市场份额。
烷烃脱氢用铂系催化剂	目前国内已经投产的丙烷和混合烷脱氢项目所用催化剂几乎全部都被国外公司所垄断。
PTA加氢精制用钨炭催化剂	国内市场进口催化剂主要有美国的CBA系列、意大利的MPB5-HD、日本的PTA-1500等铂碳催化剂。国内PTA加氢精制催化剂主要生产单位有中国石化上海石化科技开发公司和南化集团研究院等。
醋酸合成用碘化铯催化剂	国内市场主要由庄信万丰（Johnson Matthey）、贺利氏（Heraeus）、优美科（Umicore）等国外企业供应。
丁辛醇用铈系催化剂	丁辛醇装置所用铈催化剂基本是陶氏化学、英国戴维、日本三菱公司占据主要市场。
高纯氯乙酸用钨炭催化剂	70%市场约由巴斯夫提供。



全球化学前沿科技奖项多与催化剂相关

The Nobel Prize in Chemistry 2021

2020年度国家自然科学奖获奖项目目录

一等 奖

序号	项目	项目名称	主要完成人	提名者
1	7-103-1-01	单原子催化剂	侯自新 (中国科学院大连化学物理研究所)	中国科学院
		侯自新 (中国科学院大连化学物理研究所)	侯自新 (中国科学院大连化学物理研究所)	中国科学院
		侯自新 (中国科学院大连化学物理研究所)	侯自新 (中国科学院大连化学物理研究所)	中国科学院
2	7-103-1-02	不对称催化有机合成	侯自新 (复旦大学)	上海
		侯自新 (复旦大学)	侯自新 (复旦大学)	上海
		侯自新 (复旦大学)	侯自新 (复旦大学)	上海

The Nobel Prize in Chemistry 2021 was awarded jointly to Benjamin List and David W.C. MacMillan "for the development of asymmetric organocatalysis."

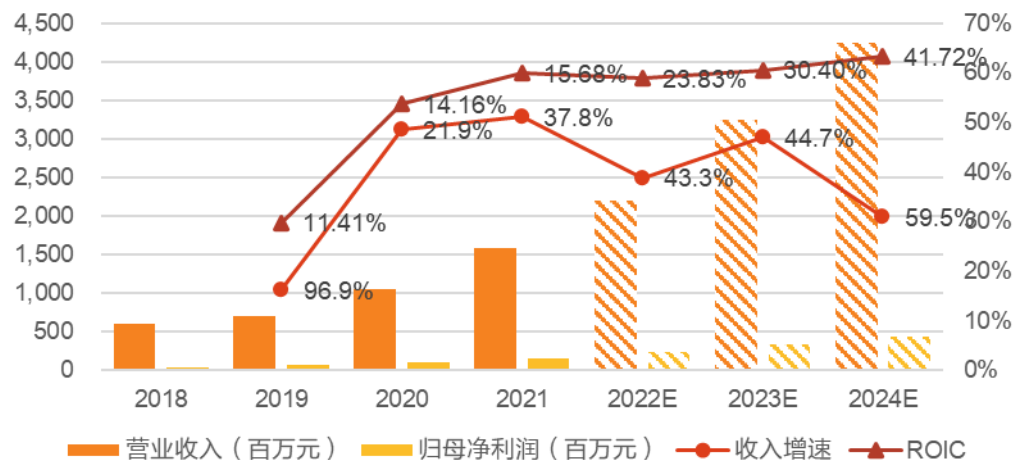
- 西北有色金属研究院旗下贵金属催化剂领域龙头公司，医药等精细化工领域头部企业，基础化工领域多个品种已有突破，催化剂大赛道中细分品种龙头公司。
- 医药领域龙头，受益于CXO增长，提供利润成长基本盘；基础化工提供爆发力，PVC无汞化率先突破，布局PDH/乙二醇等大赛道有望国产替代；高增速（2017-2021年，5年累计5倍增速，医药30%增速，基础化工单品种快速成长）；氢燃料电池广阔想象空间：贵金属催化剂是氢燃料电池关键材料。
- 盈利预测：2022-2024年归母净利润分别为2.4/3.4/4.3亿元，维持“买入”评级。（与金属与材料组联合覆盖）**
- 风险提示：**疫情导致的停工停产风险；PVC催化剂推进低于预期；贵金属价格大幅波动导致的收入大幅波动。

短期：医药提供30%增速，基本盘稳固；基础化工PVC等大赛道率先突破，提供爆发性

中期：基础化工多个潜力品种均有突破，关键材料国产替代

长期：以研发为基础，突破非贵金属催化剂、氢燃料电池等更大市场空间领域

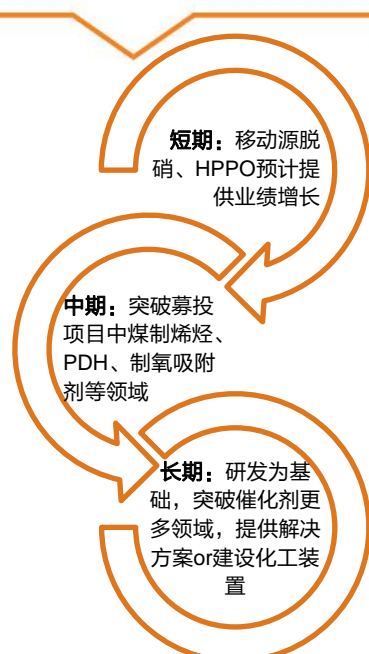
凯立新材年化50%利润增长，盈利能力行业顶级



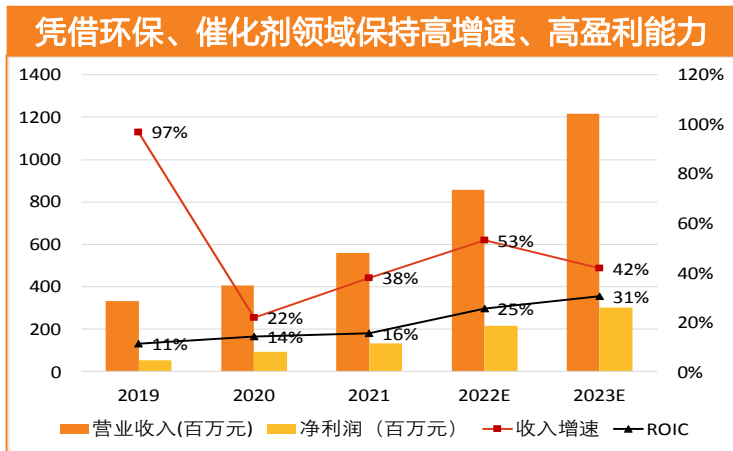
单位 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
1、医药板块收入	697.3	1,006.5	1,409.1	1,972.8	2,564.6
2、精细化工板块（除医药）收入	267.7	384.2	490.2	636.2	838.0
3、基础化工板块收入	50.6	158.8	285.0	611.3	822.4
4、环保板块收入	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
5、其他板块收入	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
6、其他收入	26.6	29.8	11.8	11.8	11.8
汇总	1,052.2	1589.3	2206.2	3242.1	4246.9
收入增速	48.52%	51.05%	38.81%	46.95%	30.99%

中触媒 分子筛催化剂赛道中的民营“心脏”

- 中触媒所涉及的催化剂领域属于化学工业中最核心的研究领域之一，虽然市场空间大，但技术推进到下游场景应用的难度也较大
- 全球环保政策下，移动源脱硝提供可预期的快速增长；围绕分子筛催化剂在化工和工业领域逐个突破，拓宽视野，实现从零到一的突破；对标UOP，提供催化解决方案工艺包，形成的多元化盈利模式；以研发为基础，在更广阔的催化前沿领域进一步突破。
- **盈利预测：2022-2023年归母净利润分别为2.16/3.03亿元，维持“买入”评级。**
- **风险提示：**客户过于集中和过多依赖于单个行业增长风险；技术选择偏差的风险；汇率波动风险；安全生产风险；环保政策变化风险；该股为次新股，流通股本较少，存在短期内股价大幅波动的风险；我们关于市场空间的测算存在主观性，或与实际值存在偏差；新能源汽车挤占市场风险；疫情引致的风险；下游客户经济周期变化风险。



	2021 (亿元, 吨)	2022 (亿元, 吨)	2023 (亿元, 吨)	备注
移动源脱硝分子筛	3.5 (1900)	3-4 (2400-2700)	5-6 (3500-4500)	客户包含巴斯夫，3年确定性5000吨销量
HPPO工艺包以及催化剂	0.5 (100)	1.2-1.8 (220-320)	2-3 (300-400)	卫星石化装置2022下半年投产，后续2-3套装置陆续落地
乙二醇	0	有所突破	0.3-0.5 (120-250)	
甲醇制甲醛	0	有所突破	0.2-0.4 (50-100)	
PDH氧化铝小球	0	有所突破	0.3-0.6 (100-200)	
制氧分子筛	0.01 (2)	0.5-0.8 (200-400)	0.6-1.0 (300-500)	
环氧氯丙烷	0.49 (120)	0.5-1.0 (100-200)	1.0-1.5 (200-300)	
固定源脱硝	0	0	有所突破	
其他	1	1.5-2	1.5-2	
合计产值	5.5	6.2-9.6	10.9-15	



主线二：保障安全

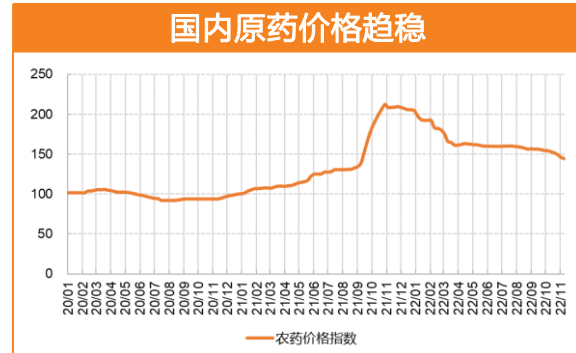
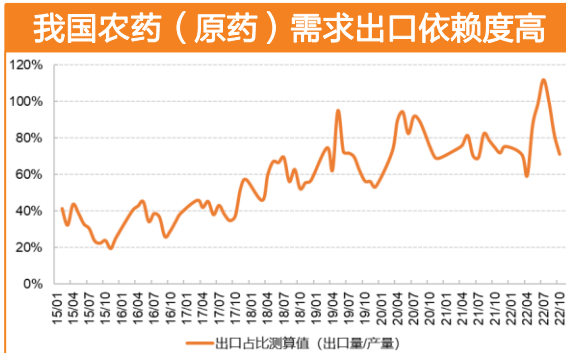
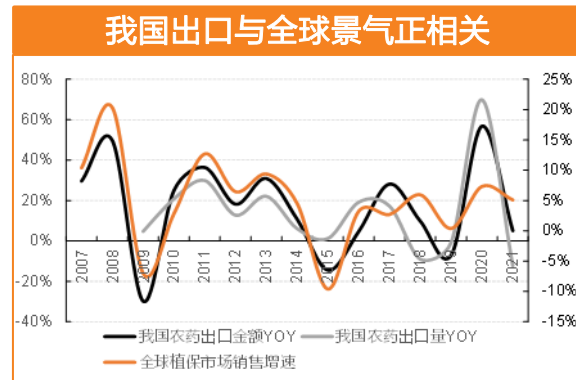
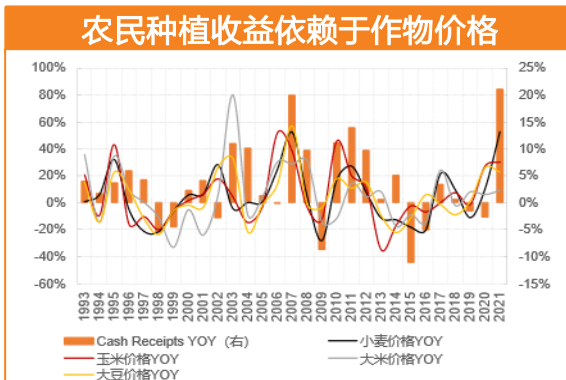
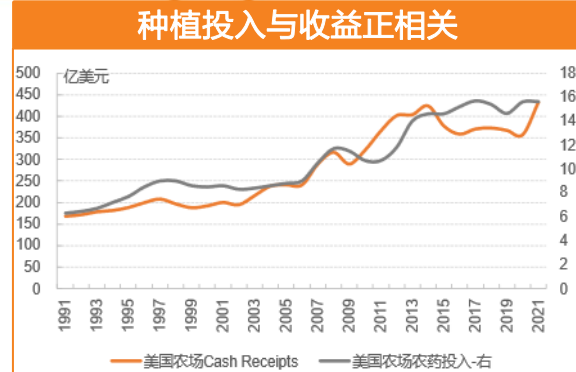
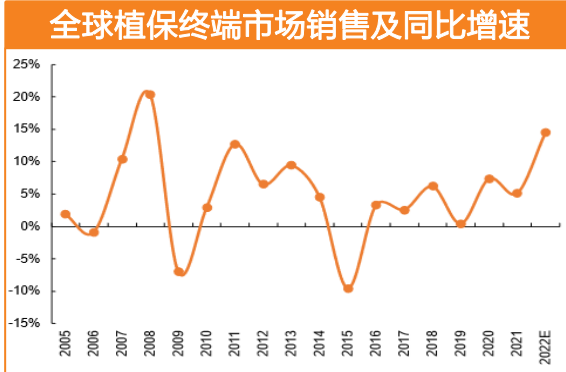
农化：农药、磷肥

制造业转移本土化：轮胎、显示材料



农药 农药行业23年有望维持景气，我国系全球原料药供给主力

- 2020年以来国际主要作物价格走高，今年俄乌冲突后，全球主要农作物价格则显著上涨；据 Agbiolnvestor 预测，2022年全球植保行业市场规**模将同比实现14.5%的增长**，增速显著超过2010年以来水平。
- 我们预计明年在较高的农产品价格下，全球农药行业的需求景气仍将维持在较为良好的水平，我国为全球农药第一出口大国，对我国农药需求影响正面。
- 我国农药原药供给变化则是近年来影响国内原药价格走势的主要因素，去年三季度末江苏受限电等因素影响致使国内原药价格大幅上涨，今年以来伴随供应恢复价格亦逐步调整，当前（11月）国内原药价格低于去年10月水平，结合当前原材料价格高位、叠加区域性疫情不确定性、海外对农用投入品需求刚性等因素，我们预计整体价格波动将趋缓。



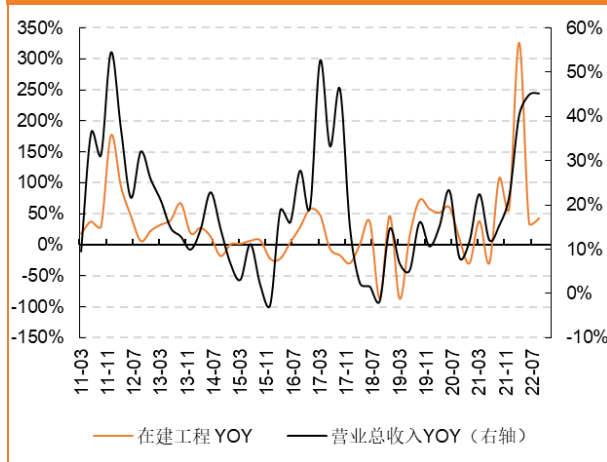
农药 估值低位，成长可期，关注企业自身增长的 α

- 农药原药品类繁多，单一产品市场空间有限，从农药制造上市公司发展看，持续增长核心在于自身能力（研发、工程、客户、管理）叠加品类选择、项目建设的合力，关注企业自身增长的 α 更为重要。
- 个股层面：挑选具备产业链拓展能力、品类持续扩张能力，且公司质地及历史表现优良的企业；重点推荐：扬农化工、润丰股份、广信股份；建议关注：海利尔、先达股份、贝斯美、利民股份、联化科技

当前农药板块估值处历史较低水平（PE）

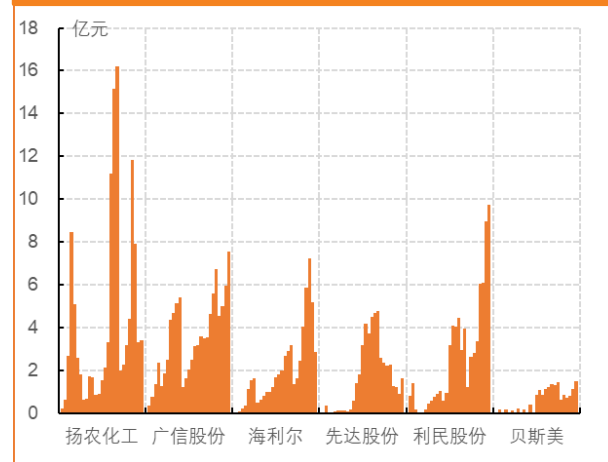


农药企业在建工程推动营收效应明显



备注：样本为原药型17家农药企业

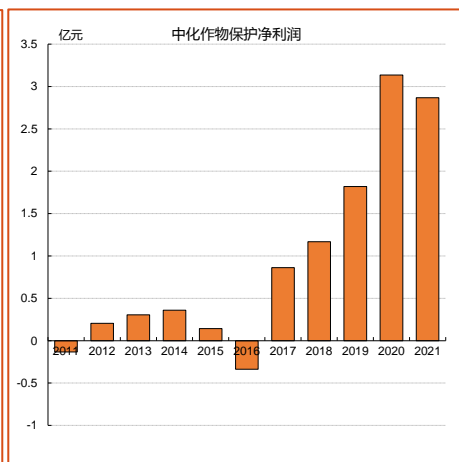
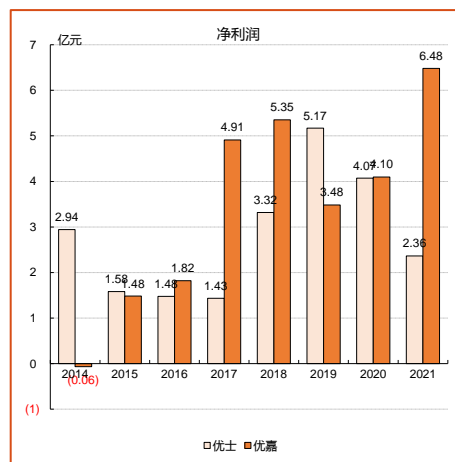
重要农药公司在建工程情况



备注：数据时间周期为2016年~2022年三季度，季度数据

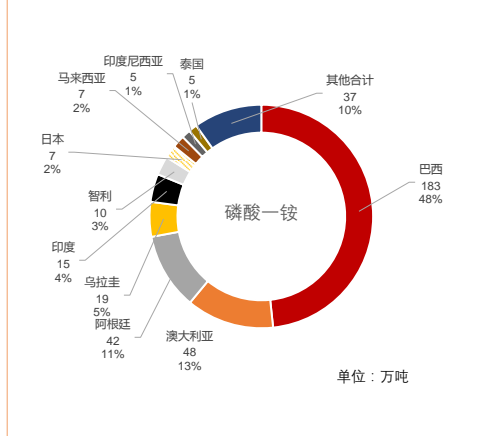
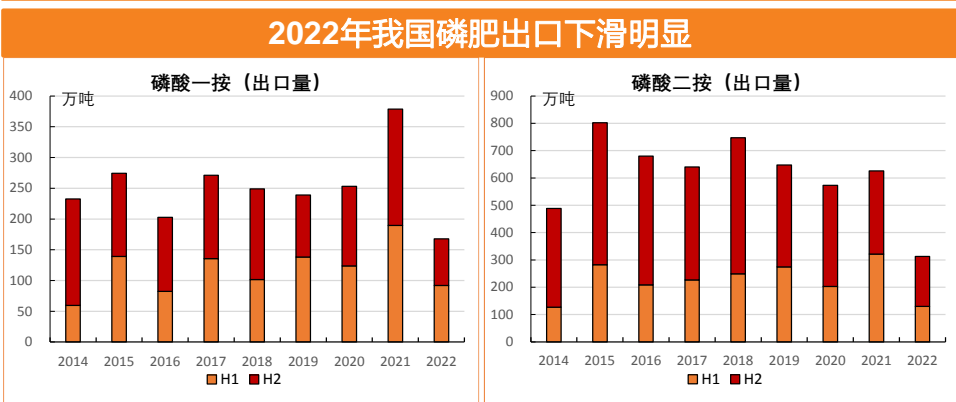
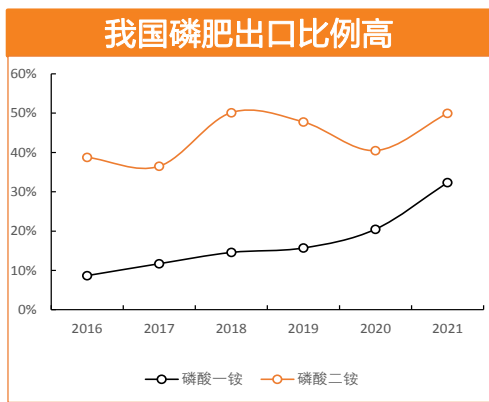
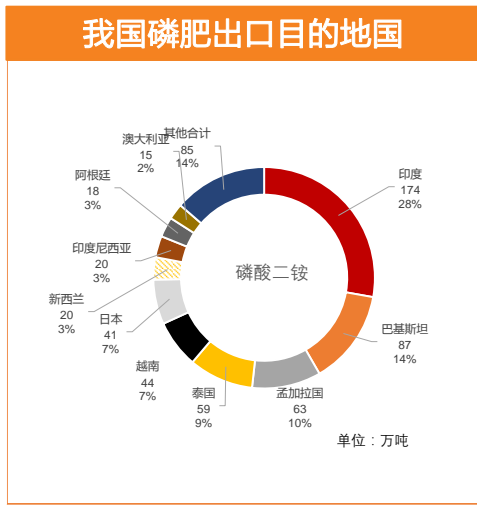
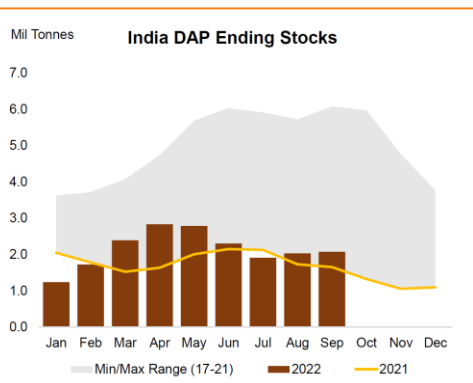
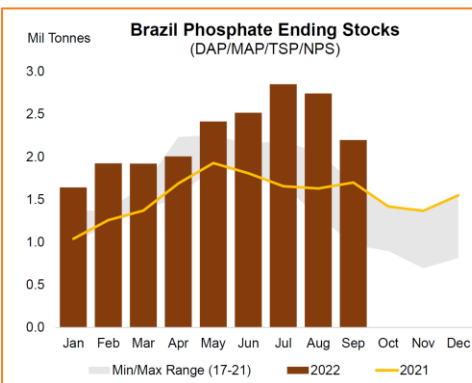
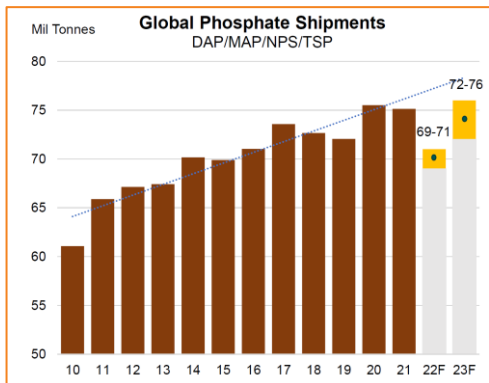
- **原药业务发展确定性强、空间充足**
 - ✓ 存量业务方面，菊酯、草甘膦等产品价格仍强势，且公司具备产业链和大客户优势，利润贡献稳定性强
 - ✓ 增量方面，南通三、四期累积投资约40亿元，分别于2020年年底、2022年一季度投产，为今年贡献主要增量；辽宁项目在前置工作准备期，逐步推进提供未来2-3年增量保障
 - ✓ 先正达集团是全球仿制药最大的生产和采购商之一，或为公司后续原药项目扩能后消纳提供一定保障
- **第四基地有序推进，迈向具备全球竞争力的农化制造商**
 - ✓ 辽宁优创植物保护有限公司一期项目已经进入环评阶段，投资额超42亿元，单期项目投资额显著高于南通前4期项目，有望为公司未来2-3年提供新的增量
 - ✓ 公司预计2022年给Syngenta A.G.(合并)销售产品60亿元（21年为28亿元），同比增长113%（前三季度实际已经发生43.7亿元），后续与先正达持续加大各方面合作的力度值得期待。
 - ✓ 扬农化工初步形成“创制与仿制、生产与销售、原药与制剂”完整的一体农药化产业链，“研、产、销”产业链的核心价值得以进一步提升。通过自身的发展和集团资源的整合，扬农化工业务正从生产型企业向全农化产业链的创新企业发展，努力将新扬农建成全球竞争力的农化制造商，成为引领中国农化产业创新升级的标杆企业。
- **盈利预测与估值：**预计公司2022-2024年归母净利润分别为20、24、26.5亿元，维持“买入”的投资评级。
- **风险提示：**农药景气下行、产品价格下跌、原材料价格大幅波动、新项目进度及盈利情况低于预期。

项目	投资额 (亿元)	主要产品
南通一期 (2013.03)	6.14	800吨/年联苯菊酯 (杀虫剂)、5000吨/年麦草畏 (除草剂)、600吨/年氟啶胺 (杀菌剂)、1500吨/年贲亭酸甲酯 (拟除虫菊酯关键中间体)
南通二期 (2015.04)	19.8	50吨/年避蚊胺、300吨/年抗倒酯、20000吨/年麦草畏、1000吨/年杀菌剂吡唑醚菌酯、2600吨/年卫生用拟除虫菊酯类农药及相关副产品99600吨
南通三期 (2017.04)	20.22	10825吨/年拟除虫菊酯类、50吨/年噁虫酮、200吨/年噻苯隆、2000吨/年丙环唑、200吨/年氟啶脲、500吨/年高效盖草能、1000吨/年苯醚甲环唑农药及20568.6吨副产品
南通四期 (2020.04)	23.3	8510吨/年杀虫剂、6000吨/年除草剂、6000吨/年杀菌剂和500吨/年增效剂



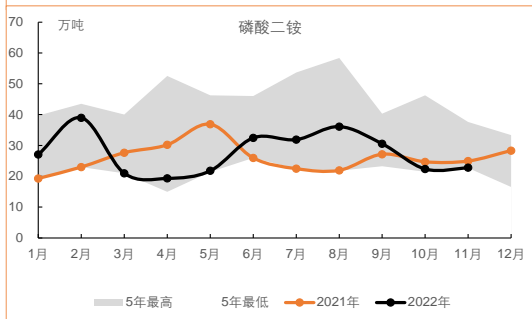
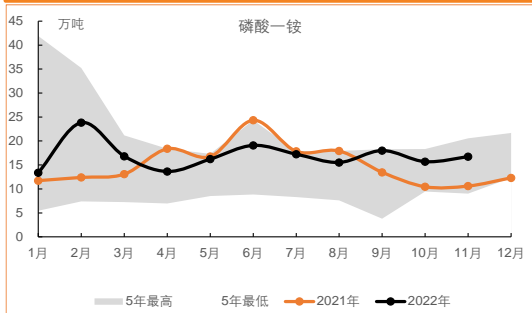
磷肥 出口拉动型肥种，期待冬去春来后的盈利修复

- 自全球新冠疫情以来，全球对于粮食安全的重新审视以及强劲的农业基本面支撑全球化肥需求增加，期间也发生了部分地区供应的短缺、欧洲原料成本上升等，导致化肥价格整体呈上升趋势。历史来看全球磷肥需求总体呈现平稳有增趋势，22年区域性供给受限导致全球磷肥的出货量减少约7%，我们预计明年需求有望恢复。
- 海外需求支撑国内开工，巴西库存消化及印度低库存将有助于我国磷肥出口需求启动，同时需要关注我国磷肥出口政策变化。

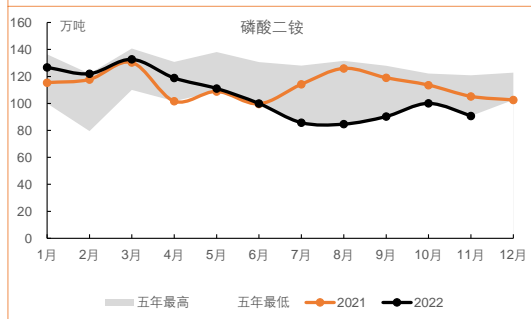
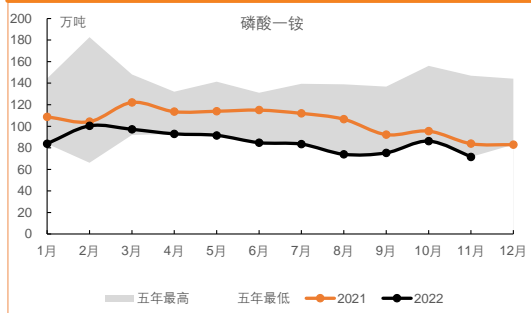


- 国内库存、产量双低：当前国内磷肥库存水平处于过去5年约30%分位，产量水平处于过去五年低点
- 高磷矿价格背景下，22年下半年以来国内磷肥盈利底部徘徊，冬去春来需求变化有望带动盈利修复弹性，关注磷矿石供给及价格变化
- 建议关注拥有磷矿石、合成氨等资源配套的企业：云天化

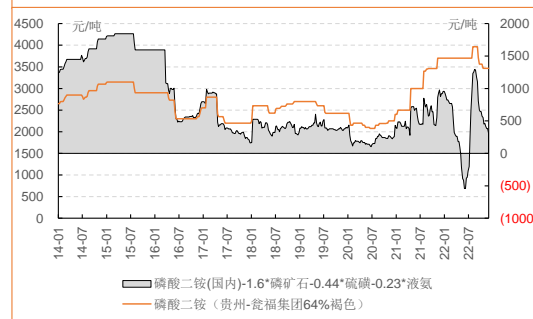
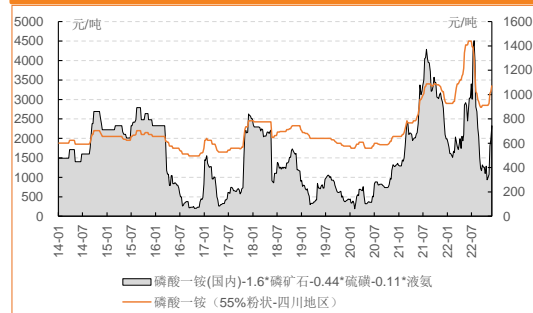
我国磷肥港口库存情况



我国磷肥生产量



我国磷肥价格价差

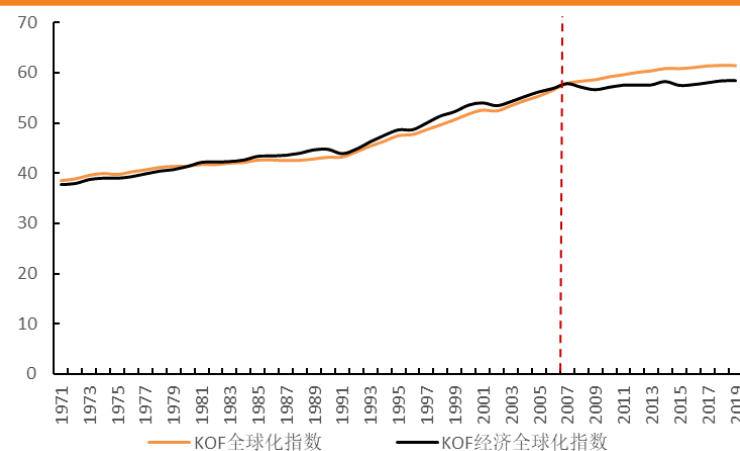


代码	公司	磷酸一铵	磷酸二铵	产能(万吨)	磷矿石	液氨	硫磺
600096	云天化	80	445	525	配套	配套	外购

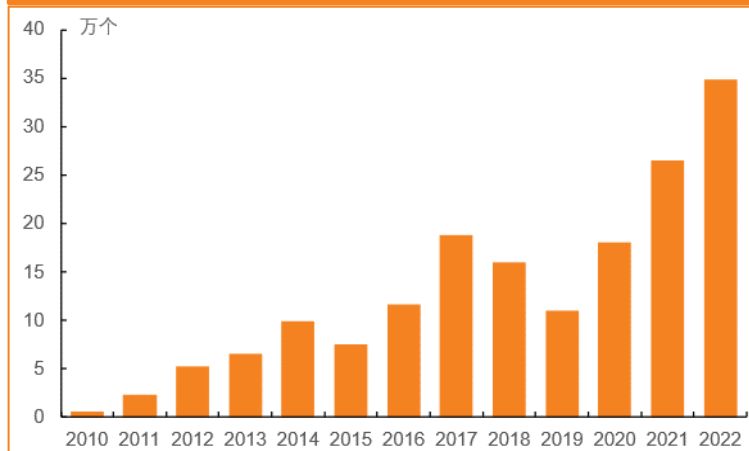
制造业转移本土化：逆全球化趋势下，亟需打破材料端技术壁垒

全球新旧能源转换、地缘冲突加剧背景下，KOF全球化指数增长停滞，逆全球化趋势显现，原来的明确分工、效率优先在未来可能变成“安全第一”，美国等发达国家寻求实现制造业回流，据回流倡议组织预测，2022年美国回流工作岗位数量将达到34.8万，创下历史新高。

逆全球化趋势显现，KOF全球化指数自2007年以来趋缓



美国回流工作岗位数（2022年为预测数据）



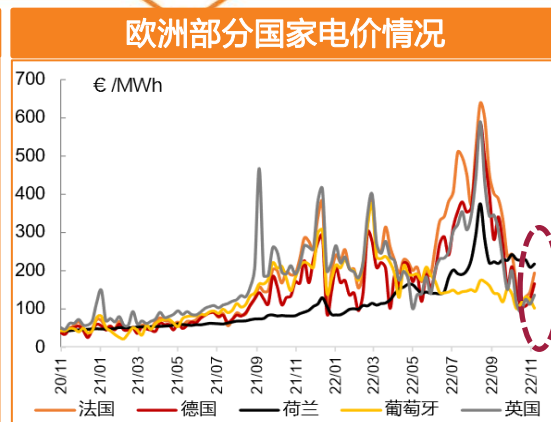
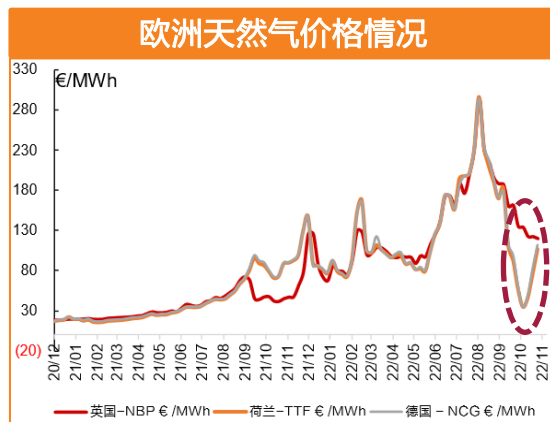
全球可能正在经历一场制造业转移时期，部分化工巨头产能向中国转移，在逆全球化、供应链安全趋势下，打破材料端技术壁垒、增强材料自供能力将是各家企业的投资重点。

化工产能向中国转移

日期	企业	事件
2022年9月6日	巴斯夫	7月确定全面推进位于中国广东省湛江市的一体化基地项目，9月该基地正式投产，每年增产6万吨工程塑料
2022年7月28日	英力士	与中石化签署了一系列合资合作协议，总价值约70亿美元，利用英力士独特的ABS技术生产丙烯腈、丁二烯、苯乙烯
2022年8月19日	科思创	投资超2700万欧元，宣布在上海一体化基地开工建设其首条专用于聚碳酸酯回收再生材料共混生产的物理回收（MCR）生产线，计划在2023年投入运营
2022年9月5日	默克	公司在中国首个OLED材料生产基地正式在上海浦东金桥落成并投入运营，该基地前期投资金额共计980万欧元（约7700万人民币）
2022年9月22日	阿克苏诺贝尔	正式启动其在中国上海松江的装饰漆华东物流基地，该基地投资规模约为7500万元，预计于2023年6月正式投入使用，建成后将成为公司在中国最大的物流基地
2022年9月26日	英威达	亚太区研创中心在上海化学工业区的上海国际化工新材料创新中心正式落成，投入超过9500万人民币（约合1500万美元）
2022年10月20日	科莱恩	将对其位于广东省惠州市大亚湾的Exolit OP无卤阻燃剂工厂追加4000万瑞士法郎的投资额以建设第二条生产线。按计划，该产线将在2023年中左右投产，第二条生产线将在2024年内投入使用
2022年11月4日	赢创	首个全球锂离子电池中心在上海正式开业

我国能源成本及产业链优势凸显，有望承接制造转移

- 俄乌冲突后，欧洲地区天然气供应短缺，天然气价格迅速上涨至历史高位，能源价格上涨推升欧洲地区电力价格。
- 高能源成本下，2022年欧洲整体工业开工虽暂未受到明显负面影响，但由于化工业为高度能源密集型行业，伴随的影响持续，2023年欧洲化工制造或将进一步暴露在高成本对生产端的冲击风险之下。
- 地缘政治冲突，叠加海外能源价格上涨，逆全球化风险不断提升，我国有望承接欧洲化工业制造转移。在欧洲地区，全球产能占比较高的产品主要有聚氨酯、维生素等产品，由于欧洲天然气供给的不确定性，相关产品的制造业或将转移至更具能源成本优势的我国。



巴斯夫主要产品及产能分布

巴斯夫的主要产品产能 (万吨)		巴斯夫全球产能	生产基地	基地占公司总产能比例	生产基地	基地占公司总产能比例	全球产能	公司产品占全球产能比例
产品名称	巴斯夫全球产能	德国路德维希港	比利时安特卫普					
乙烯	348	62	108	18%	31%	19052	2%	
丙烯	263	35	65	13%	25%	8758	3%	
丁二烯	68	10.5	15.5	15%	23%	1613	4%	
苯	91	30	28	33%	31%	7037	1%	
环己烷	13	13		100%		879	1%	
石化产品								
环氧乙烷 (当量)	144.5	34.5	50	24%	35%			
羰基C4醇	162.5	56		34%				
增塑剂	59.5	40		67%				
丙烯酸	151	32	32	21%	21%	872	17%	
高吸水性材料	56.5	2.5	21	4%	37%			
聚苯乙烯/石墨聚苯板	54.5	46		84%		1440	4%	
单体								
氨	176.5	88	64.8	50%	37%			
己二酸	72					457.9	16%	
氯	59.5	38.5		65%		7699	1%	
硫酸	92	50		54%				
尿素	54.5	54.5		100%				
己内酰胺	70							
聚酰胺	92.5							
MDI	192		60		31%	924	21%	
TDI	78	30		38%		375	21%	
VA	0.75	0.75		100%		3.7	20%	
VE	2	2		100%		14	14%	

注：巴斯夫产能数据更新截至22年6月，全球产能数据更新截至20年

我国能源成本及产业链优势凸显，有望承接制造转移

- 以巴斯夫为例，截至2021年底，公司在我国已拥有31个生产基地，其中湛江一体化基地将成为巴斯夫在全球的第三大一体化生产基地，仅次于德国路德维希港基地和比利时安特卫普基地。公司销售业务覆盖石油化学品、中间体、特性材料、单体、分散体与树脂、特性化学品、催化剂、涂料、护理化学品、营养与健康 and 农业解决方案等领域。今年前三季度，巴斯夫在我国销售额为91.56亿欧元，同比增长5.8%，目前，我国是巴斯夫全球第二大业务布局市场，仅次于美国。

巴斯夫在我国的基地及产品布局（截至2021年底）

基地	基地特征	业务及产品布局	投建时间	截至21年底装置运行情况
上海浦东科技创新园	结合全球、亚太和本地研发、生产、市场与销售及职能部门于一体的综合性基地	新材料包括 PA、PBT、聚氨酯组合料、TPU、微孔聚氨酯弹性体、丙烯酸分散体和聚合物着色剂、清洁剂、金属络合染料、皮革助剂、PVP、3D 打印材料、机动车排放催化剂等	2012年园区建成	共拥有9套生产装置和一套废水处理装置
上海漕泾基地	拥有一家全资公司和三家合资公司的主要生产基地	聚四氢呋喃、TDI、MDI、聚异氰酸酯、贵金属盐和解决方案、汽车涂料、树脂和电泳漆、聚酰胺聚合物、工艺催化剂、抗氧化剂等	2002年建成 2005 年启动聚四氢呋喃生产	共运营 16 套生产装置
南京一体化基地（Verbund）	由巴斯夫集团与中国石化按照50: 50股比投资兴建的一体化综合生产基地	低密度聚乙烯，乙烯-乙酸乙烯酯，乙二醇，聚苯乙烯，丙烯酸和丙烯酸酯，非离子表面活性剂，超吸收聚合物，正丁醇，异丁醇，2-丙基-庚醇，丁二烯，聚异丁烯等	2012年完成二期建设	共运营 33 套生产装置
南京基地	巴斯夫独资生产基地，产品包含水处理单体、胺类产品及涂料添加剂等多个种类	丙烯酰胺、季铵盐类化合物、阴离子絮凝剂、阳离子絮凝剂、叔丁胺、N，N-二甲基-1，3-丙二胺、聚醚胺、正辛胺、1，2-丙二胺、用于油漆，油墨，涂料粘合剂的新型添加剂	2009年成为巴斯夫独资生产基地	共运营九套生产装置
重庆基地	巴斯夫全资MDI生产基地	年产 40 万吨MDI	2015 年启动MDI生产 2018 年新的天然气合成气项目竣工	
湛江一体化基地（建设中，预计2030年建成）	由巴斯夫独立建设运营，建设完成后，该基地将成为巴斯夫在全球的第三大一体化生产基地，仅次于德国路德维希港基地和比利时安特卫普基地	整个基地将分期建设；首批装置生产工程塑料及热塑性聚氨酯，目前正在建设中；后续装置将包含一套计划年产能为 100 万吨的乙烯蒸汽裂解装置及其他价值链下游产品，包括石化产品、中间体、护理化学品及营养保健品	2019 年 11 月 23 日 在广东湛江正式启动巴斯夫湛江一体化基地项目 2020 年 5 月 30 日 首批装置正式打桩开建，计划将分别于 2022 年和 2023 年投入运营	

我国能源成本及产业链优势凸显，有望承接制造转移

- 新能源汽车产业类似十余年前的消费电子产业，新能源汽车产业的发展正催生行业相关企业的发展。
- 截至2021年底，多家外资车企新能源车型规划落地中国，依托中国的全产业链优势，化工企业有望伴随下游产业的变革趋势而发展。

iPhone历代产品升级点



Model S/X历代产品升级点



截至2021年底，多家外资车企新能源车型规划落地中国

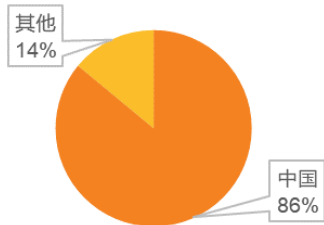
整车厂	品牌	工厂	EV、PHEV车型
Stellantis	标致	成都工厂	4008
Stellantis	标致	武汉工厂	2008
宝马	宝马	大东工厂	5系 PHV、5系 EV、iX3
宝马	宝马	铁西工厂	3系 PHV、3系 EV、X1 PHV
本田	本田	武汉工厂	CR-V、M-NV、X-NV
本田	理念	增城工厂	VE-1
大众	奥迪	佛山工厂	Q2L e-tron
大众	奥迪	长春工厂	e-tron
大众	大众	安亭新能源工厂	ID.3、ID.4、ID.6
大众	大众	佛山工厂	高尔夫、高尔夫纯电
大众	大众	华北工厂	探岳
大众	大众	华东工厂	宝来纯电
大众	大众	南京工厂	帕萨特 PHEV
大众	大众	上海安亭工厂	朗逸纯电、途观L
大众	大众	长春工厂	迈腾
戴姆勒	奔驰	北京工厂	EQV、E Class PHV
戴姆勒	奔驰	顺义工厂	EQC
丰田	丰田	广州南沙工厂	雷凌、威兰达、C-HR
丰田	丰田	泰达工厂	卡罗拉
丰田	丰田	新第一工厂	奕泽
丰田	丰田	长春西工厂	荣放
福特	福特	小蓝工厂	领界S
福特	福特	重庆三工厂	Mustang Mach-E
福特	林肯	杭州工厂	飞行家
福特	林肯	重庆一工厂	蒙迪欧
日产	启辰	郑州工厂	e30、D60、T60
日产	日产	花都工厂	轩逸纯电
特斯拉	特斯拉	上海工厂	Model 3、Model Y
通用	别克	金桥工厂	微蓝7
通用	别克	武汉工厂	微蓝6
通用	凯迪拉克	凯迪拉克工厂	Lyriq
通用	雪佛兰	武汉工厂	畅巡
现代	起亚	盐城第三工厂	K3、傲跑、凯酷
现代	现代	北京第二工厂	索纳塔
现代	现代	重庆第五工厂	菲斯塔、昂西诺

轮胎 国内轮胎行业迎景气上行趋势，产业链受益新能源汽车大发展

影响点	负面因素	21年造成影响	未来形势
量	“双反调查”	中国对美、欧出口下滑	<ul style="list-style-type: none"> 中国企业海外投产积极 贸易冲突缓和，欧洲放松关税加征 国内市场广阔，足以消化轮胎企业产能 短期内芯片产能开始向汽车芯片倾斜，长期内国内芯片产能继续扩充，汽车产销量降幅收窄 新能源汽车产销始终旺盛，轮胎消费得到提振
	汽车产销量下滑	导致的汽车产销下滑，影响轮胎配套	
成本	原材料价格上涨	抬升轮胎企业生产成本	<ul style="list-style-type: none"> 原材料价格长期难以维持高位，且短期已出现反转，轮胎企业生产成本有所降低 原材料价格也逐步传导（2022年以来已历经多次涨价潮） 集运市场周期性明显，运价已开始下降 美西港口拥挤程度缓和，轮胎出口开始恢复
	集运价格上涨	增加运费成本，阻碍轮胎出口	

逻辑一：新能源车产业链正经历消费电子国产化之路，**轮胎企业有望切入供应链**

特斯拉上海工厂汽车零部件原产地



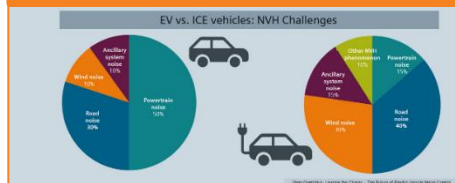
逻辑二：新能源新赛道，整车企业降本压力大，**国产轮胎性价比取胜**

205/55R1691V轮胎价格对比

企业	平均价格（元）
德国马牌	758.5
倍耐力	567
米其林	559
普利司通	526
固特异	416
佳通轮胎	354
朝阳轮胎	350.5
玛吉斯轮胎	335.5
韩泰轮胎	325.5
锦湖轮胎	297
双星轮胎	283.5
玲珑轮胎	259

逻辑三：新能源汽车新需求（低滚阻、静音、补气保用等），为国内厂商提供研发超越机会

新能源汽车对轮胎提出新要求



逻辑四：新能源革命带动国产汽车品牌发展，**汽车-轮胎创造国产合作机遇**

纯电动新车原配排行（2020）

排名	企业	所在地
1	玲珑轮胎	中国大陆
2	米其林	法国
3	马牌	德国
4	朝阳轮胎	中国大陆
5	佳通轮胎	新加坡
6	邓禄普	英国
7	锦湖轮胎	韩国
8	固铂轮胎	美国
9	固特异	美国
10	玛吉斯	中国台湾

轮胎 短期迎来的景气反转机会

- 玲珑轮胎：**玲珑轮胎主打配套带动品牌-品牌提升盈利能力的路径，全球化“7+5”战略布局产能快速扩张，在新能源配套领域，玲珑轮胎21年整体市占率接近20%，销量增速182%，连续两年在中国新能源汽车原配轮胎排名中位居第一。

轮胎品种	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
半钢子午	6100	6370	6570	7670	7970	8270	8870
全钢子午	1030	1210	1280	1550	1590	1590	1630
斜交胎	100	100	100	100	100	100	100
特种胎	1	5	5	5	5	5	5
翻新胎	0	0	0	0	0	0	20
汇总	7231	7685	7955	9325	9665	9965	10625
产能增速	12.2%	6.3%	3.5%	17.2%	3.6%	3.1%	6.6%
关键产能				湖北荆门/ 塞尔维亚		长春	长春/合肥

- 赛轮轮胎：**赛轮轮胎是国内最早走出国建设的企业，凭借其较强的研发实力和成本管控，是目前盈利能力最强的国产轮胎企业，其“液体黄金”轮胎创新性突破，性能优异，有望在新能源轮胎、全钢胎领域快速渗透。

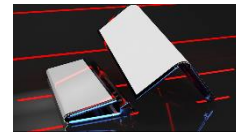
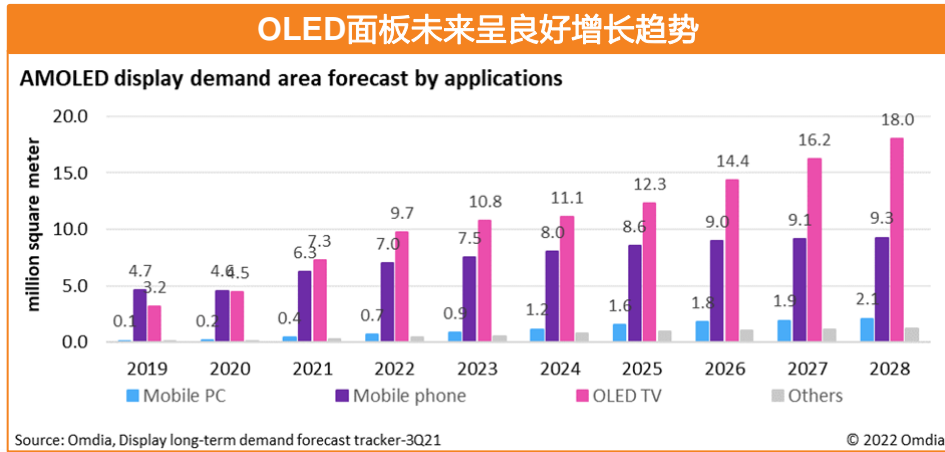
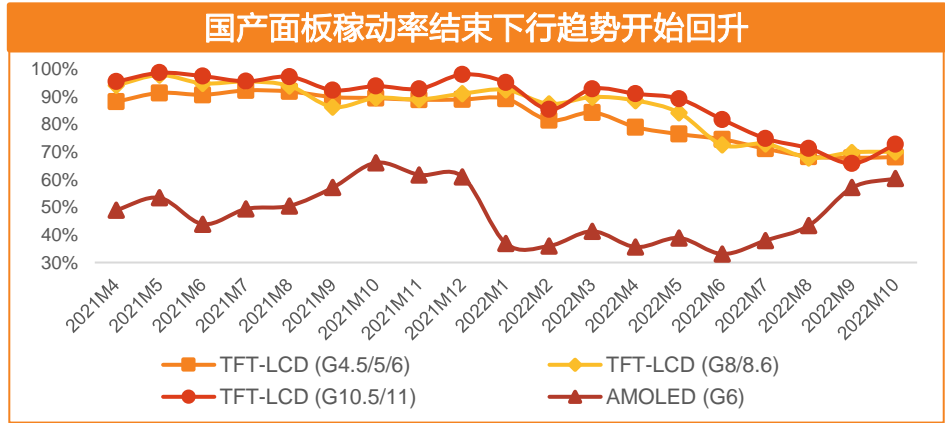
轮胎品种	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
半钢子午	4000	4150	4650	6250	6800	7000	7000
全钢子午	330	360	560	800	860	860	860
非公路 (万吨)	7	7.3	10	16	16	16	16
汇总	4330	4510	5210	7050	7660	7860	7860
产能增速	0.7%	4.2%	15.5%	35.3%	8.7%	2.6%	0.0%
关键产能						越南/柬埔寨	

- 森麒麟：**森麒麟作为轮胎行业的后来居上者，凭借其“智能工厂”先进的制造能力，在整个国产上市轮胎品牌中保持毛利率最高，并且是国内高端轮胎营收占比超过50%的轮胎企业，公司制定的“833PLUS”战略规划开始全球化布局道路。

轮胎品种	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
半钢子午	2154.2	2200	2200	2800	3150	3850	4350
全钢子午	0	0	0	200	200	200	200
航空胎	0	0	3	8	8	8	8
汇总	2154.2	2200	2200	3000	3350	4050	4550
产能增速	0.9%	2.1%	0.0%	36.4%	11.7%	20.9%	12.3%
关键产能					泰国		西班牙

显示材料 面板景气触底，OLED迎发展机遇

- 面板景气度底部明确，2023年有望反转。根据 Cinn Research数据，2022年10月面板价格企稳，稼动率较9月的2年历史底部初现回升迹象，面板底部明确并有反转预期。
- OLED面板多应用场景渗透，车载、笔记本、电视机、XR等应用前景广阔。根据Omdia预测，OLED显示需求2021年到2028年有望保持年化11.6%的增速，并在近年保持高增长。



可折叠手机2021年增速超3倍，OLED为最佳解决方案。



AMOLED电视2021年增长62%，并有望到2028年保持13%以上增速。



联想、戴尔等高端系列推出触控式笔记本电脑，搭载OLED屏幕。

Pad多数使用OLED屏幕



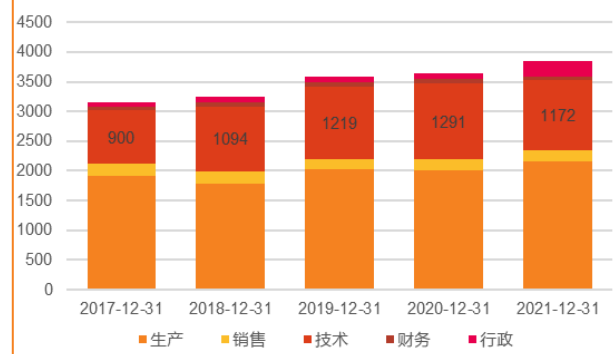
理想L9、奔驰EQ系列等新车型高端系列使用OLED作为中控屏。

2022年XR设备销售预计0.25亿部，2028年有望超过1.39亿部。

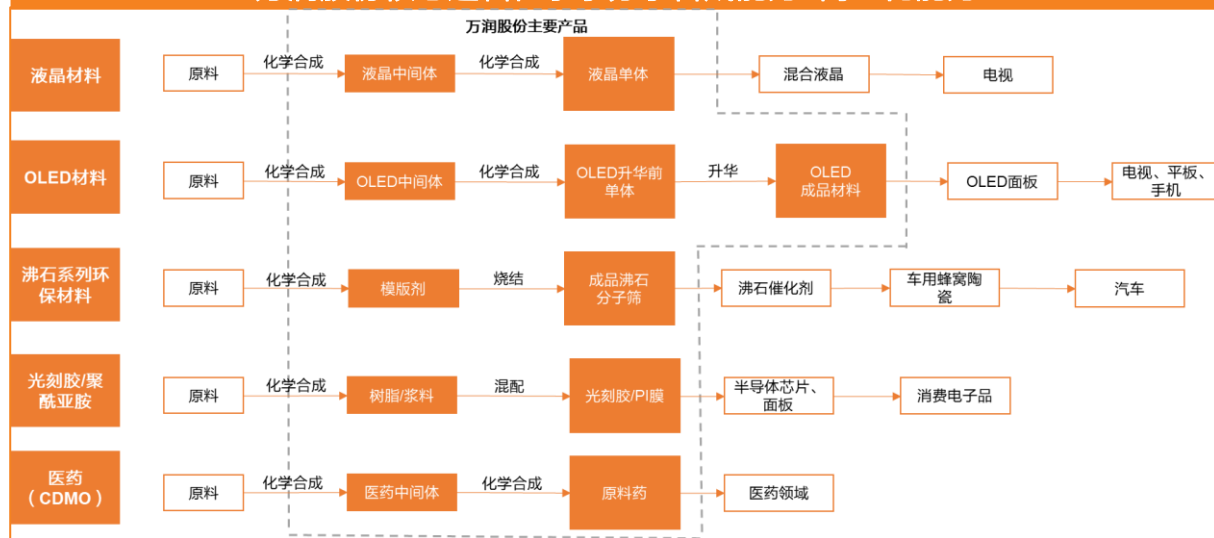


- 万润股份核心逻辑在于：1、小分子化学合成研发能力是核心；2、商业化绑定全球巨头成为全行业龙头；
- 时间换空间：**1、显示材料、环保材料提供近3年累计30%增速，约5亿-12亿的利润中枢提升；2、光刻胶、PI等新材料提供未来发展空间；3、多产品布局：固态电池、氢燃料电池、有机太阳能材料、特种工程材料。
- 盈利预测和评级：**维持“买入”评级，预计2022-2024年归母净利润为8.1/11.0/13.9亿元
- 风险提示：**蓬莱项目投资进度低于预期；重卡销量低于预期；面板销售低于预期；业绩预告是初步测算结果，具体财务数据以2022半年报为准。

万润股份超过千人研发团队（人数）



万润股份核心逻辑在于小分子合成能力+商业化能力



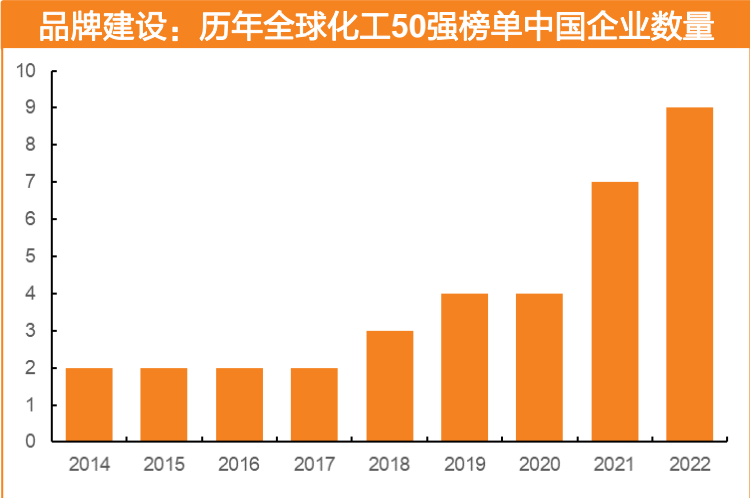
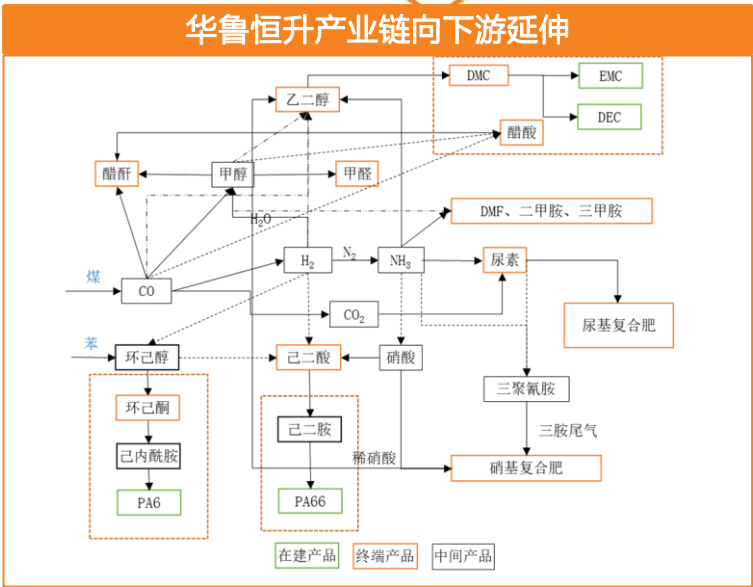
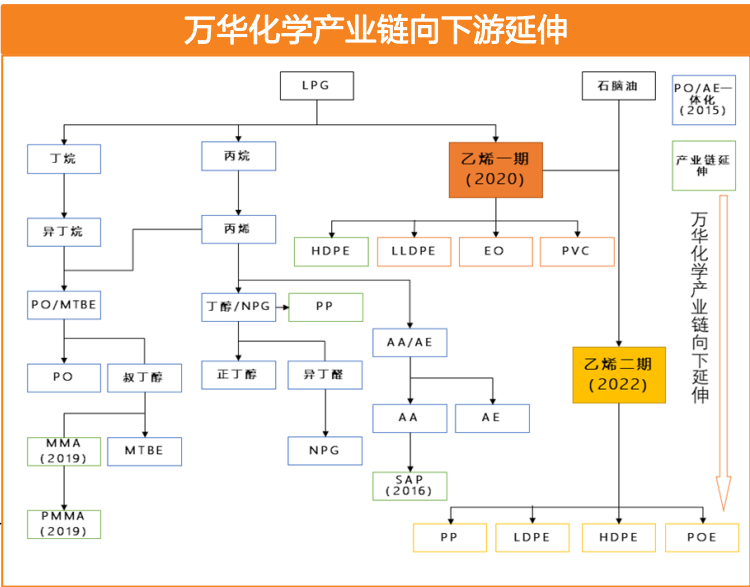
- 液晶材料：**全球龙头；
- OLED升华前材料：**全球龙头；
- 沸石环保材料：**全球龙头；
- PI、光刻胶：**快速商业化；

主线三：聚焦产业发展核心力量



龙头企业产业链扩张能力强，未来行业产能冗余情况下仍能大概率胜出

- 在产业链分工中，附加值更多体现在两端的品牌和研发环节，处于中间的制造环节附加值较低。
- 化工行业转型发展过程中，头部企业在提高品牌影响力和增强研发实力方面已积累起丰厚的经验，未来有望走向“微笑曲线”两端，增厚公司的安全边际。

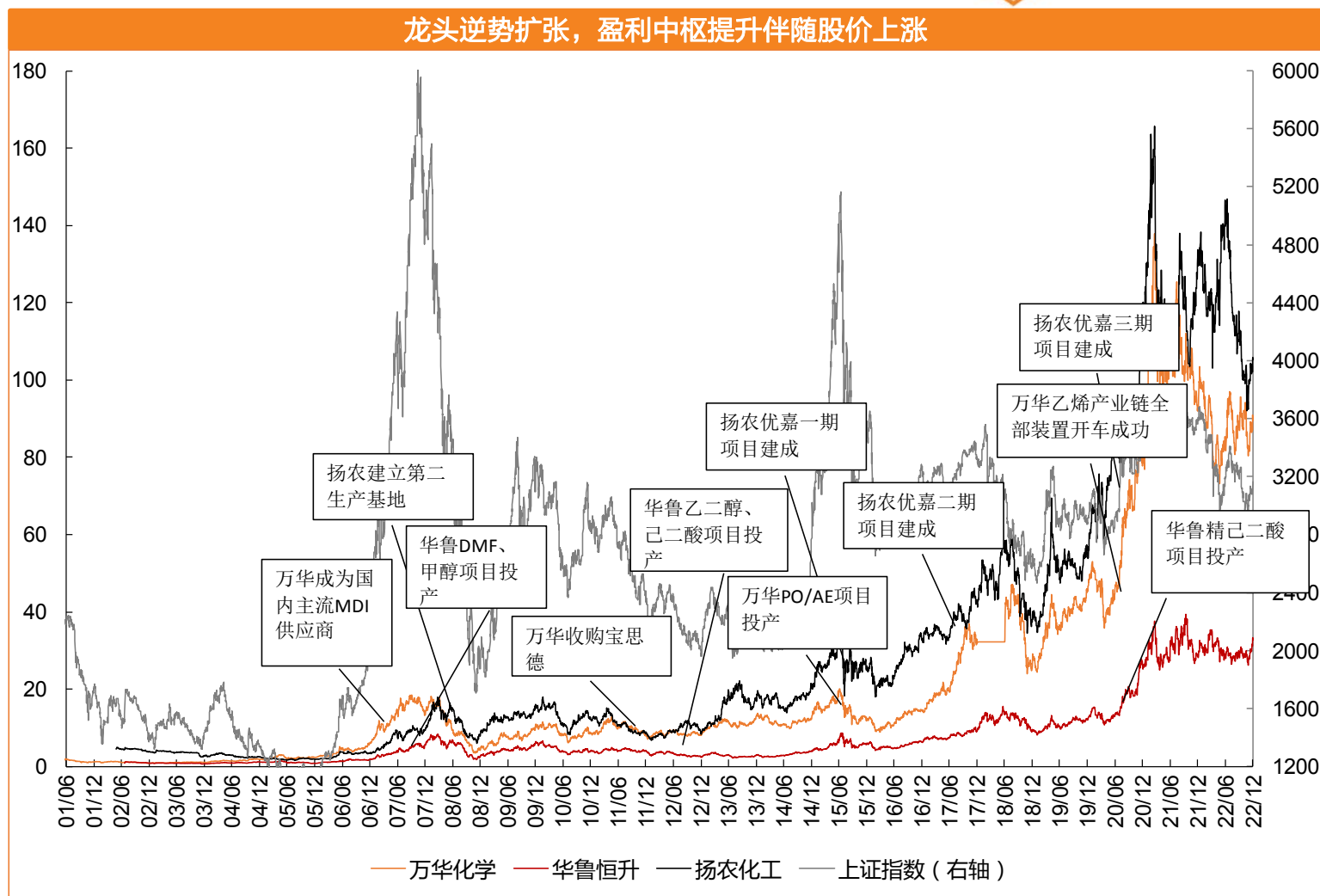


研发实力：在各领域的专利数量占比情况（2021-2022年）

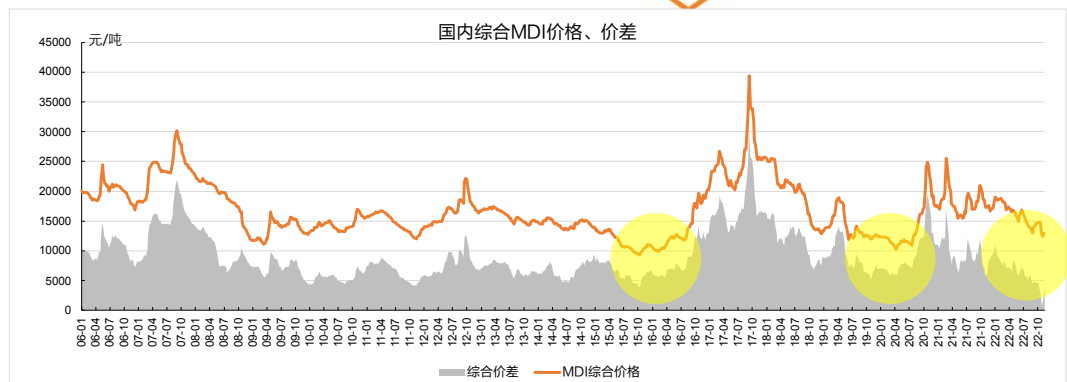
领域	专利数占比	全球排名
煤化工	50.08%	1
聚氨酯	46.36%	1
精细化工	60%	1
动力电池	91.64%	1
复合材料	78.50%	1
农药	20.82%	2
碳纤维	22.35%	3

龙头企业产业链扩张能力强，未来行业产能冗余情况下仍能大概率胜出

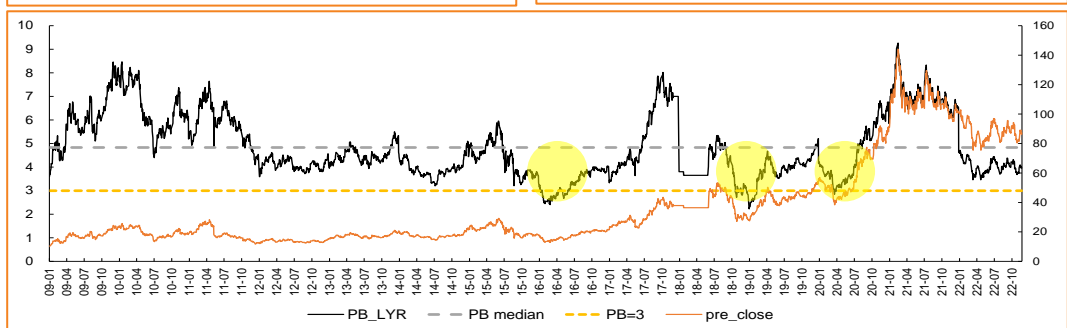
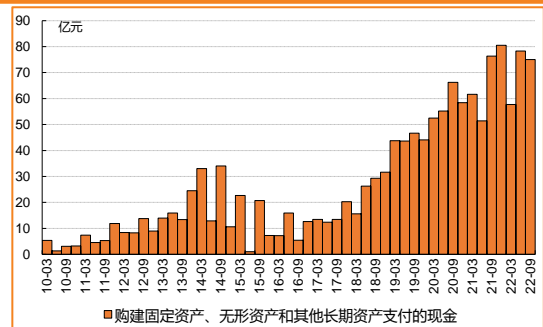
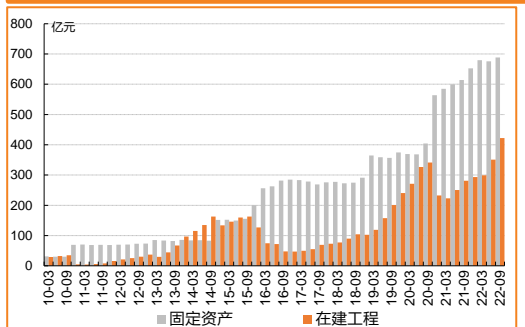
- 我们以万华化学、华鲁恒升和扬农化工为观察对象，发现过去20年中，龙头企业多次在逆势环境下投建重点项目，而在行业景气度上行期获取项目回报，不断抬高企业盈利中枢。
- 本轮化工行业再度迎来资本开支密集期，龙头企业依托产业链优势，有望在行业产能冗余条件下胜出。



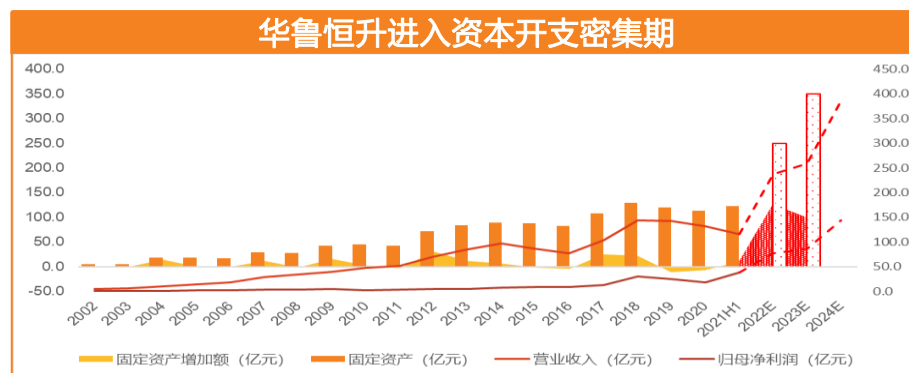
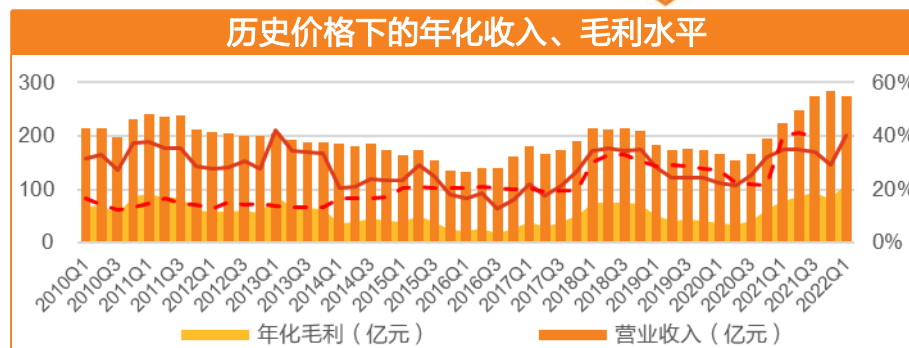
- **MDI景气底部，中期扩张主动权仍在万华。**MDI规模化生产技术仍由现有主要厂家掌握，是少数国内企业能够拥有定价权的化学品，且未来两年产能增量主要来自万华化学。MDI下游分布广泛（格局相对分散），其需求增长与整体经济增长前景高度相关；当前处于盈利底部位置，伴随欧洲地区成本曲线显著上移，若需求的逐步修复，MDI也具备向上弹性。
- **持续高投入，布局新赛道。**公司维持每年超200亿的资本开支，通过两期石化项目为公司中长期发展打造稳定原料平台，后续还将建设包括八角乙烯二期项目、蓬莱一体化项目、福建PDH项目等；新材料方面，稳步推进包括可降解塑料、锂电材料、半导体材料布局，未来将实现纵横多元的业务组合。
- **万华化学是最优质的化工上市公司之一。**公司凭借对高壁垒MDI产品的突破跻身全球份额第一，并多维布局石化系列及下游高附加值的精细化工品，持续纵横布局并扩张至新领域，正逐步迈向国际一流的综合性化学新材料企业。
- **盈利预测与估值：**预计公司2022~2024年净利润分别为188、270、321亿元，维持“买入”的投资评级。
- **风险提示：**宏观经济下行风险，产品及原料价格大幅波动风险、新建项目进度及盈利不达预期风险



开启新一轮扩张周期



- 成本优势明显，景气下行展现盈利韧性，底部/中枢/景气盈利30/60/90亿元；
- 景气因素已经Price-in，未来关注华鲁逆势资本开支的成长性，超过250亿元的资本开支，预计未来公司固定资产有望大幅增加，具备较高的成长性；
- 未来资本开支方向着重于“新能源、新材料”，投资回报率高于过去，产业链延伸后对新领域降维打击，2023-2024年新材料项目落地密集期。
- **盈利预测**：预计2022-2024年归母净利润为71.6/74.9/102.6亿元
- **风险提示**：景气下行，产品价格大幅回调；产能建设进度低于预期；安全、环保等负面因素；碳中和、能耗等产业政策因素



汇总

重点推荐个股



重要标的及推荐逻辑汇总

策略	上市公司/行业	推荐逻辑
引领发展	金禾实业	三氯蔗糖行业需求向好，公司储备项目较多，且资金及原材料丰富，目前化学-生物双平台搭建完成。
	纯碱	建议关注远兴能源（国内天然碱龙头，2023年新增500万吨天然碱产能，具备明显成本优势）、三友化工（国内纯碱和粘胶短纤双龙头，规模经济效益显著）、山东海化（氨碱法龙头企业，卤水资源丰富，具备充足原料保障）。
	华恒生物	合成生物学在化工行业的应用将迎来广阔的发展空间。公司是合成生物学细分领域全产业链龙头，产品矩阵持续拓宽，布局新应用场景。
	凯立新材	公司为医药领域龙头，受益于CXO增长，提供利润成长基本盘；同时，PVC无汞化率先突破，布局PDH/乙二醇等大赛道有望国产替代。
保障安全	中触媒	公司围绕分子筛催化剂在化工和工业领域逐个突破，对标UOP，提供催化解决方案工艺包，形成多元化盈利模式。
	扬农化工	公司为国内具备全产业链能力的本土农药企业，形成“创制与仿制、生产与销售、原药与制剂”完整的一体化农药平台型企业。持续推进基地建设布局，辽宁基地有望为未来2-3年的业绩增长夯实基础。
	润丰股份	公司是国内农药企业中拥有较为独特运营模式的企业，积极实现“全球中国造到中国品牌全球化”的经营目标，其“轻架构，快速响应”经营模式优势正逐步凸显，同时稳步推进全球营销网络完善与研发创新支撑的先进制造。
	广信股份	公司是国内规模较大的以光气为原料的农药原药及精细化工企业，土地资源充裕、在手资金充裕，且现有产品产业链优势较强，后续公司拥有多个农药项目及化工品项目规划，有望丰富其产品矩阵，提供新的增长动力。
	磷肥	建议关注拥有磷矿石、合成氨等资源配套的企业：云天化
	轮胎	建议关注玲珑轮胎（配套带动品牌提升盈利能力，全球化“7+5”战略布局产能快速扩张）、赛轮轮胎（目前盈利能力最强的国产轮胎企业，“液体黄金”有望在新能源轮胎、全钢胎领域快速渗透）、森麒麟（轮胎行业的后来居上者，凭借“智能工厂”先进的制造能力，在整个国产上市轮胎品牌中毛利率较高）。
聚焦产业发展核心力量	万润股份	公司小分子化学合成研发能力是核心竞争力；商业化绑定全球巨头成为全行业龙头。
	万华化学	MDI行业景气底部，有望迎来向上修复。公司是最优质的化工上市公司之一，持续高投入，布局新赛道。
	华鲁恒升	成本优势明显，景气下行展现盈利韧性，未来资本开支方向着重于“新能源、新材料”，2023-2024年新材料项目落地密集期。

重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	收盘价	总市值 (亿元)	股本 (亿股)	净利润 (亿元)			EPS			PE		
		2022/1/6			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600309.SH	万华化学	93.68	2941.3	31.4	188.1	270.0	321.2	6.0	8.6	10.2	15.6	10.9	9.2
600426.SH	华鲁恒升	32.79	696.2	21.2	71.6	74.9	102.6	3.4	3.5	4.8	9.7	9.3	6.8
002001.SZ	新和成	19.25	595.0	30.9	44.2	53.6	63.5	1.4	1.7	2.1	13.8	11.3	9.2
600486.SH	扬农化工	106.19	329.1	3.1	20.0	24.0	26.5	6.5	7.8	8.6	16.5	13.7	12.4
002643.SZ	万润股份	15.61	145.2	9.3	8.1	11.0	11.9	0.9	1.2	1.5	17.9	13.2	10.4
300037.SZ	新宙邦	48.13	358.9	7.5	19.3	23.5	27.3	2.6	3.2	3.7	18.5	15.2	13.1
301035.SZ	润丰股份	87.78	243.3	2.8	15.8	16.8	18.1	5.7	6.1	6.6	15.3	14.5	13.4
688106.SH	金宏气体	20.13	97.8	4.9	2.6	3.8	4.8	0.6	0.8	1.0	36.6	25.5	20.3
002597.SZ	金禾实业	32.87	184.4	5.6	17.8	19.6	21.5	3.2	3.9	4.2	10.3	8.4	7.8
688269.SH	凯立新材	84.07	109.9	1.3	2.4	3.4	4.3	2.6	3.6	4.6	32.5	23.2	18.2
603155.SH	新亚强	27.41	61.8	2.3	4.2	5.8	6.9	1.9	2.6	3.1	14.7	10.6	9.0
000553.SZ	安道麦A	9.13	204.1	23.3	9.4	11.3	11.0	0.4	0.5	0.6	22.8	18.6	16.3
688639.SH	华恒生物	150.0	162.6	1.1	2.8	3.8	4.6	2.6	3.5	4.2	57.7	43.0	35.4

风险提示

- **地缘政治冲突带来逆全球化风险：**当前俄罗斯和乌克兰的冲突仍存在较大不确定性，两国分别为化肥和谷物等重要产品的生产及出口大国，地缘政治冲突会影响全球化工产品的正常贸易活动。
- **原油价格大幅波动风险：**化工行业受原油价格影响较大，产品价格对原油波动较为敏感，若原油价格出现大幅波动，行业内公司业绩将面临不确定性影响。
- **新冠疫情导致需求不及预期风险：**2023年若新冠疫情持续反复，将对全球市场需求造成长时间不及预期的负面影响。
- **安全环保风险：**近年来化工生产企业安全环保问题频发，化工企业安全、环保事件对企业生产运营将产生较大影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS