

强于大市

化工什么子行业与产品可能已经触底

基于盈利价格与扩产的分析

2022年多数化工子行业盈利水平及产品价格价差处于历史较低分位。2023年整体需求逐渐复苏。维持行业强于大市评级，子行业与个股挑选上侧重一体化及景气度向上行业龙头公司。

支撑评级的要点

- **子行业部分：**基础化工板块30个子行业中，2022年第三季度，22个子行业的毛利率同比于2021年第三季度有所下降，27个子行业的毛利率环比2022年第二季度有所下降。煤化工、氨纶、涤纶、锦纶、纺织化学品、聚氨酯、涂料油墨、复合肥、电子化学品9个行业的毛利率、ROE皆触2016年以来底部。季报在建工程数据显示，民爆制品、涂料油墨、非金属材料、油气及炼化工程的在建工程同比增速为负，涤纶、纺织化学品、炼油化工在建工程同比增长小于5%。
- **细分产品部分：**截至2022年12月31日，在我们跟踪的173个产品中，价格处于历史（2006年起）低分位（低于30%）的产品占比为46.82%，包括二氯乙烷、EDC、锂电池隔膜、三聚氰胺、蛋氨酸、二氯甲烷、氨纶40D等81个品种。价格低分位产品主要集中分布于氯碱、聚氨酯、化纤、农药等细分板块；煤化工板块的部分醇类产品、橡胶塑料板块的部分产品也处于较低价格分位。从2022-2024年细分产品扩产情况看，涂料油墨行业未查找到明确的扩产信息。化纤行业，涤纶长丝2022年产能增速较低。聚氨酯行业，己二酸产能增速相对平缓，MDI在行业格局背景下扩产较为有序。煤化工领域，醋酸产能增速相对平缓，但2022-2024年有持续性的新增产能规划。醋酐2022年产能同比增长6.67%。部分营养品、氟化工产品未有新增项目。
- **2023年需求全面复苏，预计绝大部分子行业盈利有望向上修复。**内需总体好于外需。但欧洲能源价格高企，有利于国内部分化工品出口，多个化工子行业在全球竞争力持续提升。地产等产业链相关化学品需求有望向好。相关化工产品包括聚氨酯、纯碱、钛白粉、丙烯酸、减水剂、制冷剂等。农业领域，农产品价格相对高位，粮食安全关注度提升，全球农化产业或将维持相对景气。半导体、新能源、航空航天、军工等领域关键材料的自主化日益关键，相关领域的优秀企业迎来发展良机。

相关研究报告

《化工行业2023年度策略：需求有望复苏，看好一体化龙头与新材料等中长期发展》
20221214

《基础化工行业2022年三季报综述：三季度业绩环比回落，下游需求有望向好》
20221118

《石油石化行业2022年三季报综述：三季度利润率环比回落，子板块景气度分化加剧》
20221118

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

基础化工

证券分析师：余媛媛

(8,621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

投资建议

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

评级面临的主要风险

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

目录

盈利可能已经触底的子行业.....	5
基础化工：三季报九成子行业盈利环比下跌，氨纶毛利率大幅下降.....	5
石油石化：炼油化工行业毛利率触底，ROE 同比下滑.....	12
产品价格可能已经触底的产品.....	15
磷矿石等价格处于历史（2006 年起）最高.....	15
橡胶塑料、煤化工等上游产品处于高景气度.....	15
维生素 A 等产品价格处于历史（2006 年起）最低分位.....	15
化纤、聚氨酯及橡胶塑料板块产品价格多处低分位.....	16
触底子行业与产品的扩产情况.....	18
结论.....	21
投资建议.....	22
风险提示.....	23

图表目录

图表 1. 基础化工行业毛利率（截至 2022Q3）	5
图表 2. 基础化工行业 2022Q3 毛利率	6
图表 3. 煤化工行业毛利率趋势（截至 2022Q3）	6
图表 4. 钛白粉行业毛利率趋势（截至 2022Q3）	6
图表 5. 氨纶行业毛利率趋势（截至 2022Q3）	6
图表 6. 涤纶行业毛利率趋势（截至 2022Q3）	6
图表 7. 纺织化学品行业毛利率趋势（截至 2022Q3）	7
图表 8. 聚氨酯行业毛利率趋势（截至 2022Q3）	7
图表 9. 复合肥行业毛利率趋势（截至 2022Q3）	7
图表 10. 炭黑行业毛利率趋势（截至 2022Q3）	7
图表 11. 非金属材料行业毛利率趋势（截至 2022Q3）	7
图表 12. 电子化学品行业毛利率趋势（截至 2022Q3）	7
图表 13. 民爆制品行业毛利率趋势（截至 2022Q3）	8
图表 14. 膜材料行业毛利率趋势（截至 2022Q3）	8
图表 15. 基础化工行业毛利率高位子行业（截至 2022Q3）	8
图表 16. 基础化工行业毛利率低于中位数但未触底的子行业（截至 2022Q3）	8
图表 17. 基础化工行业 ROE（截至 2022Q3）	9
图表 18. 基础化工行业 2022Q3 摊薄 ROE	9
图表 19. 氯碱行业 ROE 趋势（截至 2022Q3）	10
图表 20. 煤化工行业 ROE 趋势（截至 2022Q3）	10
图表 21. 氨纶行业 ROE 趋势（截至 2022Q3）	10
图表 22. 涤纶行业 ROE 趋势（截至 2022Q3）	10
图表 23. 纺织化学品行业 ROE 趋势（截至 2022Q3）	10
图表 24. 锦纶行业 ROE 趋势（截至 2022Q3）	10
图表 25. 聚氨酯行业 ROE 趋势（截至 2022Q3）	11
图表 26. 涂料油墨行业 ROE 趋势（截至 2022Q3）	11
图表 27. 复合肥行业 ROE 趋势（截至 2022Q3）	11
图表 28. 电子化学品行业 ROE 趋势（截至 2022Q3）	11
图表 29. 基础化工行业 ROE 高位子行业（截至 2022Q3）	11
图表 30. 基础化工行业 ROE 低于中位数但未触底的子行业（截至 2022Q3）	12
图表 31. 石油石化行业毛利率（截至 2022Q3）	12
图表 32. 炼油化工行业毛利率趋势（截至 2022Q3）	12
图表 33. 油气及炼化工程行业毛利率趋势（截至 2022Q3）	12
图表 34. 石油石化行业毛利率高位子行业（截至 2022Q3）	13
图表 35. 石油石化行业 ROE（截至 2022Q3）	13
图表 36. 石油石化行业 ROE 趋势（截至 2022Q3）	13

图表 37. 石油石化行业 ROE 高位子行业 (截至 2022Q3)	13
图表 38. 炼油化工子行业重点企业 2022 年业绩预告.....	14
图表 39. 价格位于历史(2006 年起)新高的化工品列表(截至 2022 年 12 月 31 日)	15
图表 40. 价格分位高于 70%的化工品列表 (截至 2022 年 12 月 31 日)	15
图表 41. 价格位于历史新低的化工品列表 (截至 2022 年 12 月 31 日)	16
图表 42. 价格分位低于 30%的化工品列表 (截至 2022 年 12 月 31 日)	16
续 图表 42. 价格分位低于 30%的化工品列表 (截至 2022 年 12 月 31 日)	17
图表 43. 基础化工行业毛利率、ROE 触底子行业在建工程.....	18
图表 44. 石油石化行业毛利率、ROE 触底子行业在建工程.....	18
图表 45. 化纤板块产能变化情况.....	19
图表 46. 聚氨酯板块产能变化情况.....	19
图表 47. 煤化工板块产能变化情况.....	19
图表 48. 氯碱板块 PVC 产能变化情况.....	20
图表 49. 2019-2024E PVC 产能情况.....	20
图表 50. PVC 计划新增产能.....	20
图表 51. 2019-2024E 蛋氨酸产能情况.....	20
图表 52. 蛋氨酸计划新增产能.....	20
图表 53. 触底子行业与产品对应公司.....	21

盈利可能已经触底的子行业

基础化工：三季报九成子行业盈利环比下跌，氨纶毛利率大幅下降

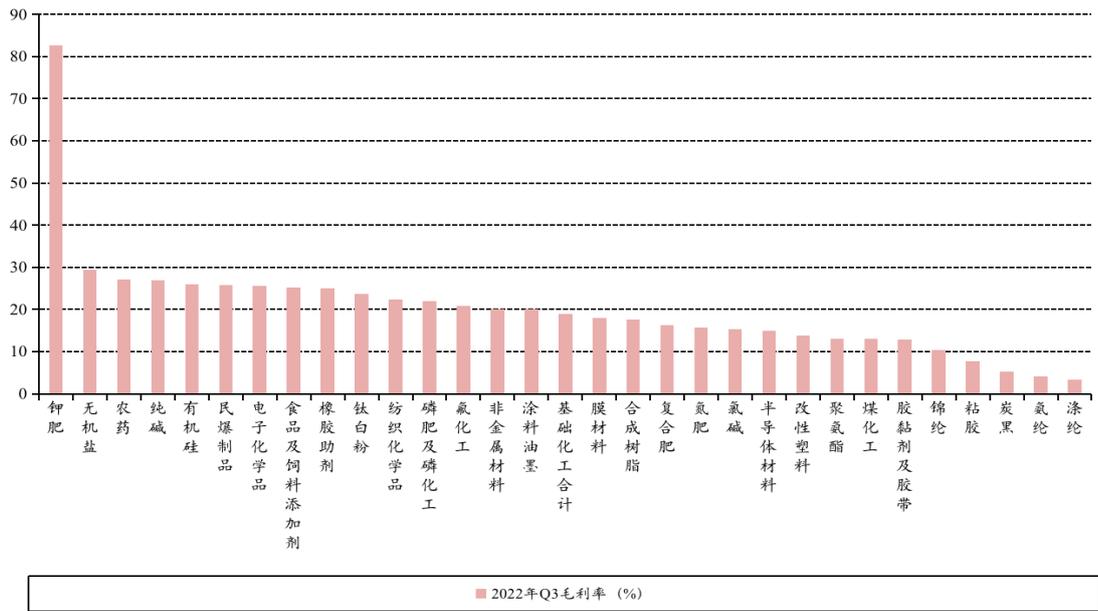
2022年第三季度，在我们跟踪的基础化工行业30个子行业中，22个子行业毛利率同比下降，27个子行业毛利率环比下降。2022年第三季度，涤纶、氨纶、炭黑毛利率相对较低，分别为3.35%、4.03%、5.28%；钾肥、无机盐、农药毛利率水平较高，分别为82.61%、29.38%、27.08%。与此同时，从变化情况看，氨纶毛利率环比下跌15.24 pct，同比下跌34.04 pct，在30个子行业中跌幅最为明显。仅有钾肥、粘胶2个子行业毛利率同环比皆呈现上涨趋势。

图表 1. 基础化工行业毛利率（截至 2022Q3）

子行业	2016年 Q3	2017年 Q3	2018年 Q3	2019年 Q3	2020年 Q3	2021年 Q3	2022年 Q3	2022Q3毛 利率同比差 额 (pct)	2022Q3毛 利率环比差 额 (pct)
	毛利率 (%)								
纯碱	19.88	26.36	25.37	20.71	19.98	29.13	27.00	(2.13)	(2.84)
氯碱	20.30	20.22	16.24	(44.49)	11.92	22.75	15.34	(7.41)	(4.20)
煤化工	13.97	17.90	22.12	16.16	19.92	29.39	13.10	(16.29)	(10.19)
钛白粉	23.80	40.50	36.51	36.20	26.07	37.62	23.64	(13.97)	(4.95)
无机盐	34.49	34.79	34.39	33.37	25.77	27.43	29.38	1.95	(4.60)
氨纶	16.44	14.02	17.81	19.17	23.04	38.07	4.03	(34.04)	(15.24)
涤纶	11.96	15.19	14.10	11.87	6.12	10.50	3.35	(7.15)	(2.86)
锦纶	6.67	8.31	12.29	6.36	21.16	25.06	10.39	(14.67)	(7.35)
粘胶	12.45	11.74	18.43	18.57	(1.41)	7.01	7.77	0.76	1.38
纺织化学品	38.47	34.86	43.14	33.37	33.59	30.77	22.45	(8.32)	(4.63)
氟化工	24.18	20.24	26.66	20.97	18.36	23.74	20.80	(2.94)	(2.92)
胶黏剂及胶带	33.82	5.76	18.99	21.54	24.95	13.50	12.80	(0.70)	0.38
聚氨酯	30.92	36.93	29.60	26.85	26.63	26.15	13.14	(13.02)	(3.42)
民爆制品	31.67	27.66	27.25	29.79	29.33	26.54	25.82	(0.72)	(0.61)
食品及饲料添加剂	32.35	31.06	31.36	29.48	29.85	24.91	25.22	0.31	(4.80)
涂料油墨	16.41	17.63	27.07	32.03	32.28	26.01	20.05	(5.97)	(0.50)
有机硅	25.30	26.65	32.13	24.02	23.82	39.84	25.94	(13.90)	(2.01)
氮肥	9.64	11.06	19.89	16.54	15.98	25.67	15.74	(9.93)	(9.27)
复合肥	16.23	15.30	15.02	15.72	18.65	19.26	16.24	(3.02)	(1.17)
钾肥	42.32	43.24	37.67	29.19	26.47	62.98	82.61	19.63	4.95
磷肥及磷化工	10.45	13.50	16.89	14.79	13.42	25.95	21.95	(4.00)	(4.13)
农药	20.04	30.54	30.45	28.23	27.85	25.02	27.08	2.07	(1.21)
改性塑料	18.69	16.90	14.27	16.69	23.35	12.45	13.77	1.32	(1.95)
合成树脂	23.18	18.70	17.06	25.57	24.27	19.34	17.61	(1.73)	(1.22)
膜材料	21.93	20.09	21.46	23.30	26.82	26.44	18.06	(8.38)	(4.14)
炭黑	18.19	20.05	18.61	13.22	18.67	9.51	5.28	(4.23)	(5.12)
橡胶助剂	31.73	30.75	36.33	28.95	28.61	21.69	25.10	3.41	(1.12)
非金属材料	21.96	30.94	25.46	21.83	26.21	20.75	20.17	(0.58)	(4.10)
电子化学品	30.15	31.33	32.59	34.04	31.90	26.42	25.65	(0.77)	(2.72)
半导体材料	13.74	15.43	23.15	11.30	13.41	12.33	14.92	2.58	(1.21)
基础化工合计	19.48	22.52	22.54	12.42	20.66	24.75	18.89	(5.86)	(4.36)

资料来源：万得，中银证券

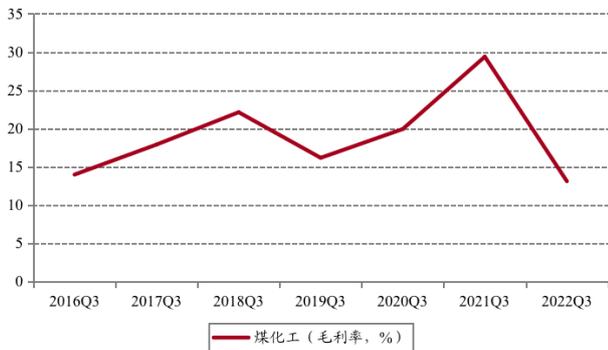
图表 2. 基础化工行业 2022Q3 毛利率



资料来源：万得、中银证券

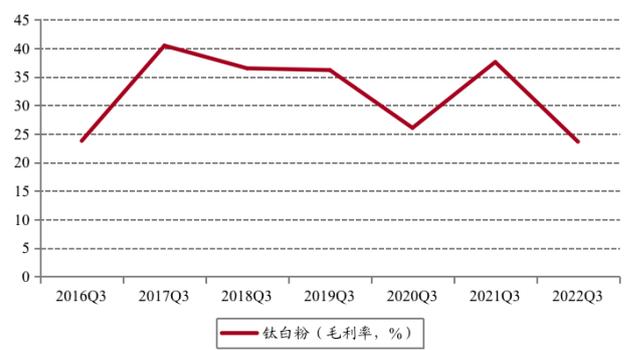
2022 年第三季度，基础化工约三分之一子行业毛利率处于历史低位。纵观基础化工行业 30 个子行业 2016-2022 年第三季度毛利率数据，可以发现，煤化工、钛白粉、氨纶、涤纶、纺织化学品、聚氨酯、复合肥、炭黑、非金属材料、电子化学品、膜材料、民爆制品共计 12 个子行业毛利率水平在 2022 年第三季度处于历史低位。其中，煤化工、钛白粉、复合肥、非金属材料行业 2022 年第三季度毛利率与 2016 年第三季度基本持平，其他 8 个子行业的毛利率则创了 2016 年以来的历史新低。

图表 3. 煤化工行业毛利率趋势（截至 2022Q3）



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 钛白粉行业毛利率趋势（截至 2022Q3）



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 氨纶行业毛利率趋势（截至 2022Q3）



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 涤纶行业毛利率趋势（截至 2022Q3）



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 纺织化学品行业毛利率趋势 (截至 2022Q3)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 聚氨酯行业毛利率趋势 (截至 2022Q3)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. 复合肥行业毛利率趋势 (截至 2022Q3)



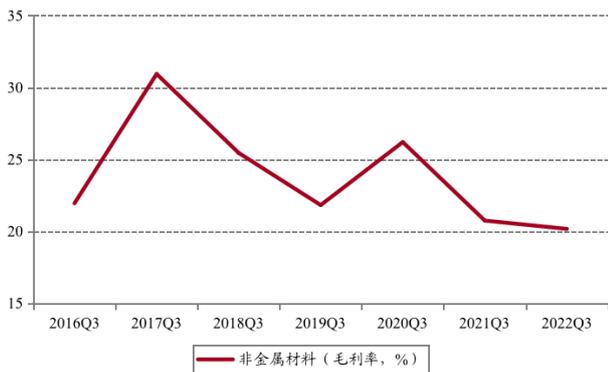
资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 炭黑行业毛利率趋势 (截至 2022Q3)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 非金属材料行业毛利率趋势 (截至 2022Q3)



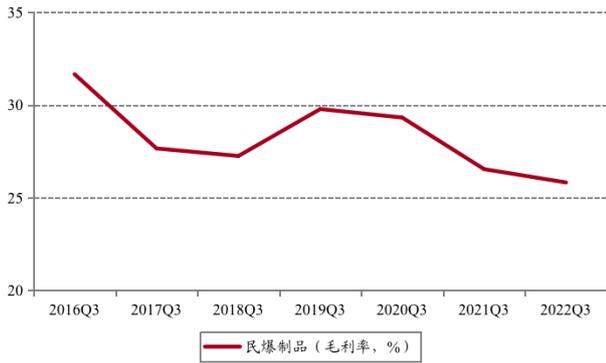
资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 电子化学品行业毛利率趋势 (截至 2022Q3)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 民爆制品行业毛利率趋势（截至 2022Q3）



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 膜材料行业毛利率趋势（截至 2022Q3）



资料来源：万得，中银证券

氯碱等子行业毛利率低于 2016 年来的中位值。2022 年第三季度，氯碱、无机盐等 14 个子行业毛利率虽未触底，但 2022 年第三季度毛利率水平低于近 7 年第三季度毛利率中位值。纯碱、钾肥、磷肥及磷化工、半导体材料行业毛利率处于 2016 年-2022 年第三季度相对高位，其中钾肥毛利率达 82.61%，显著高于毛利率中位值 42.32%。

图表 15. 基础化工行业毛利率高位子行业（截至 2022Q3）

子行业	2016Q3 毛利率 (%)	2017Q3 毛利率 (%)	2018Q3 毛利率 (%)	2019Q3 毛利率 (%)	2020Q3 毛利率 (%)	2021Q3 毛利率 (%)	2022Q3 毛利率 (%)	毛利率中位值 (%)
纯碱	19.88	26.36	25.37	20.71	19.98	29.13	27.00	25.37
钾肥	42.32	43.24	37.67	29.19	26.47	62.98	82.61	42.32
磷肥及磷化工	10.45	13.50	16.89	14.79	13.42	25.95	21.95	14.79
半导体材料	13.74	15.43	23.15	11.30	13.41	12.33	14.92	13.74

资料来源：万得，中银证券

图表 16. 基础化工行业毛利率低于中位数但未触底的子行业（截至 2022Q3）

子行业	2016Q3 毛利率 (%)	2017Q3 毛利率 (%)	2018Q3 毛利率 (%)	2019Q3 毛利率 (%)	2020Q3 毛利率 (%)	2021Q3 毛利率 (%)	2022Q3 毛利率 (%)	毛利率 中位值 (%)
氯碱	20.30	20.22	16.24	(44.49)	11.92	22.75	15.34	16.24
无机盐	34.49	34.79	34.39	33.37	25.77	27.43	29.38	33.37
锦纶	6.67	8.31	12.29	6.36	21.16	25.06	10.39	10.39
粘胶	12.45	11.74	18.43	18.57	(1.41)	7.01	7.77	11.74
氟化工	24.18	20.24	26.66	20.97	18.36	23.74	20.80	20.97
胶黏剂及胶带	33.82	5.76	18.99	21.54	24.95	13.50	12.80	18.99
食品及饲料添加剂	32.35	31.06	31.36	29.48	29.85	24.91	25.22	29.85
涂料油墨	16.41	17.63	27.07	32.03	32.28	26.01	20.05	26.01
有机硅	25.30	26.65	32.13	24.02	23.82	39.84	25.94	25.94
氮肥	9.64	11.06	19.89	16.54	15.98	25.67	15.74	15.98
农药	20.04	30.54	30.45	28.23	27.85	25.02	27.08	27.85
改性塑料	18.69	16.90	14.27	16.69	23.35	12.45	13.77	16.69
合成树脂	23.18	18.70	17.06	25.57	24.27	19.34	17.61	19.34
橡胶助剂	31.73	30.75	36.33	28.95	28.61	21.69	25.10	28.95

资料来源：万得，中银证券

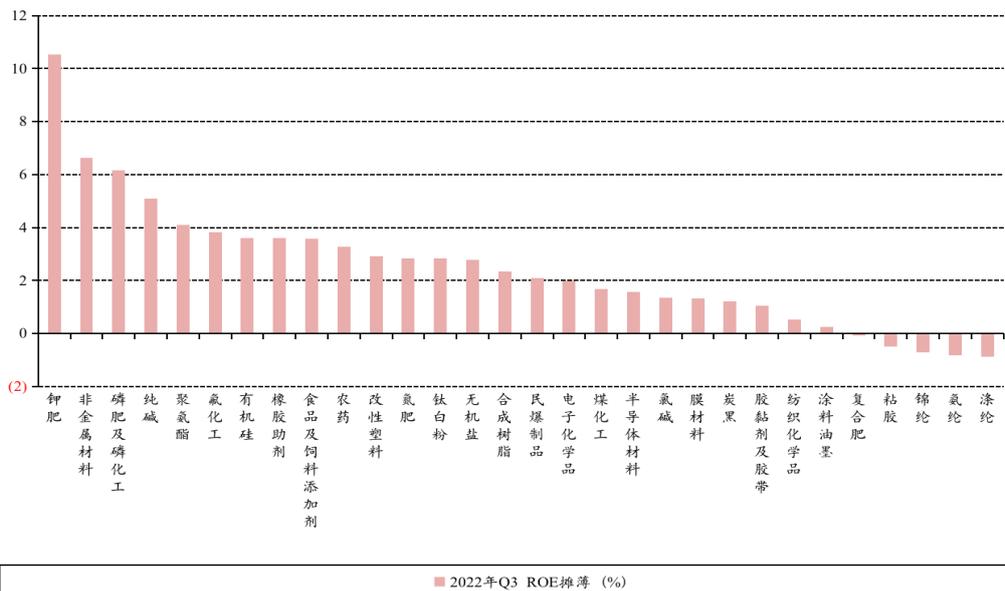
基础化工 28 个子行业 ROE 环比下降，钾肥逆势上涨。2022 年第三季度，在我们关注的基础化工行业 30 个子行业中，5 个子行业摊薄 ROE 为负值，20 个子行业 ROE 同比下降，28 个子行业 ROE 环比下降。2022 年第三季度，涤纶、氨纶的摊薄 ROE 相对较低，分别为 -0.88%、-0.83%；钾肥的摊薄 ROE 逆势上涨，同比涨幅高达 2.67 pct。

图表 17. 基础化工行业 ROE (截至 2022Q3)

子行业	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2022Q3	2022Q3
	Q3ROE 摊薄 (%)	ROE 同比差额 (pct)	ROE 环比差额 (pct)						
纯碱	0.61	3.98	2.22	1.31	1.16	5.26	5.09	(0.17)	(1.04)
氯碱	2.13	3.70	2.81	1.36	2.05	3.81	1.34	(2.46)	(2.02)
煤化工	2.00	3.02	4.09	1.62	2.15	5.24	1.67	(3.57)	(3.09)
钛白粉	0.65	3.88	3.78	4.64	3.42	6.33	2.84	(3.48)	(1.93)
无机盐	3.11	2.21	1.46	1.14	1.08	3.13	2.78	(0.35)	(2.96)
氨纶	1.68	1.21	2.28	2.07	3.67	11.52	(0.83)	(12.34)	(4.34)
涤纶	6.49	3.96	5.35	3.88	(0.62)	2.33	(0.88)	(3.21)	(1.26)
锦纶	0.62	0.78	4.37	0.94	1.99	7.14	(0.71)	(7.84)	(2.84)
粘胶	1.34	1.25	0.48	(0.13)	(2.63)	(0.79)	(0.50)	0.28	1.12
纺织化学品	3.29	4.11	5.69	3.84	2.31	1.64	0.52	(1.12)	(1.80)
氟化工	2.62	2.36	4.68	2.17	1.00	3.72	3.83	0.11	(1.22)
胶黏剂及胶带	0.05	(0.15)	1.85	1.58	3.84	0.84	1.04	0.20	(0.47)
聚氨酯	7.08	11.19	5.85	5.30	5.36	8.71	4.11	(4.60)	(2.53)
民爆制品	1.59	1.68	1.82	2.23	2.60	1.94	2.10	0.16	(1.42)
食品及饲料添加剂	3.31	3.33	2.66	2.63	2.68	2.85	3.59	0.75	(1.80)
涂料油墨	3.76	3.16	2.86	3.08	3.59	1.71	0.24	(1.47)	(0.92)
有机硅	1.26	1.22	0.64	3.68	2.44	6.81	3.61	(3.20)	(3.77)
氮肥	(1.91)	(4.26)	4.92	(3.30)	2.23	7.38	2.85	(4.53)	(4.78)
复合肥	2.68	1.36	1.69	0.86	0.98	2.80	(0.02)	(2.83)	(5.42)
钾肥	0.86	0.17	0.94	0.23	4.25	7.86	10.52	2.67	(8.19)
磷肥及磷化工	(1.28)	2.45	1.36	1.44	0.12	10.21	6.16	(4.05)	(4.96)
农药	(0.15)	4.25	1.60	2.06	1.90	1.44	3.29	1.85	(1.82)
改性塑料	2.66	2.38	2.15	2.99	6.60	1.02	2.92	1.90	0.11
合成树脂	2.04	1.98	1.53	2.92	1.93	2.48	2.34	(0.15)	(0.38)
膜材料	0.72	0.83	1.65	1.71	1.91	2.23	1.32	(0.91)	(1.16)
炭黑	0.77	4.21	4.28	1.31	2.38	1.37	1.21	(0.16)	(1.76)
橡胶助剂	9.77	15.70	5.16	3.58	5.09	2.27	3.60	1.33	(1.96)
非金属材料	8.39	3.85	2.71	2.04	2.03	3.67	6.62	2.95	(0.04)
电子化学品	2.14	2.31	3.13	2.41	2.42	2.22	1.99	(0.23)	(1.60)
半导体材料	1.72	1.26	2.82	1.50	2.17	1.54	1.57	0.03	(0.24)
基础化工合计	1.75	2.75	2.91	2.05	2.37	4.25	2.70	(1.55)	(2.40)

资料来源：万得、中银证券

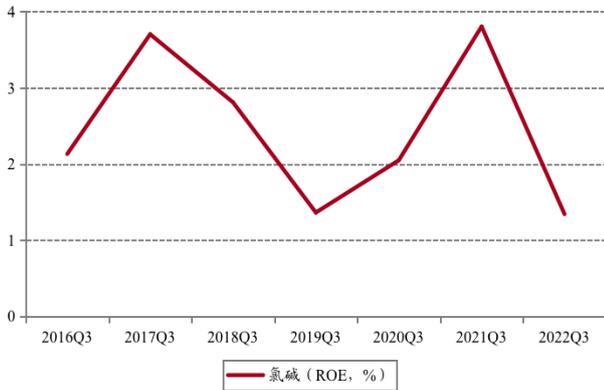
图表 18. 基础化工行业 2022Q3 摊薄 ROE



资料来源：万得、中银证券

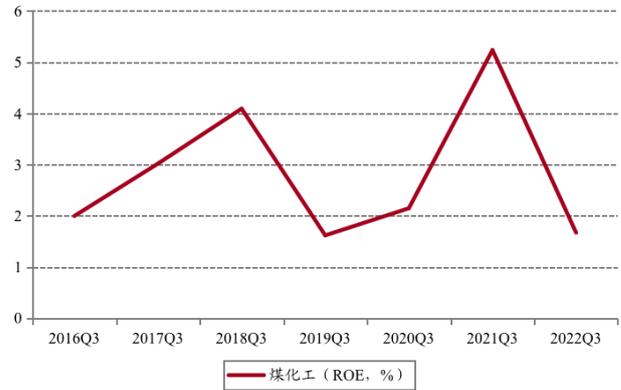
基础化工 10 个子行业的 ROE 水平达到历史低位。2022 年第三季度，氯碱、煤化工、氨纶、涤纶、锦纶、纺织化学品、聚氨酯、涂料油墨、复合肥、电子化学品，共计 10 个子行业的 ROE 水平达到 2016 年以来的历史低位，且由升转降的拐点大多出现在 2021 年。结合 ROE、毛利率两个指标看，煤化工、氨纶、涤纶、锦纶、纺织化学品、聚氨酯、涂料油墨、复合肥、电子化学品 9 个行业的毛利率、ROE 皆触底。

图表 19. 氯碱行业 ROE 趋势（截至 2022Q3）



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 煤化工行业 ROE 趋势（截至 2022Q3）



资料来源：万得，中银证券

图表 21. 氨纶行业 ROE 趋势（截至 2022Q3）



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 涤纶行业 ROE 趋势（截至 2022Q3）



资料来源：万得，中银证券

图表 23. 纺织化学品行业 ROE 趋势（截至 2022Q3）



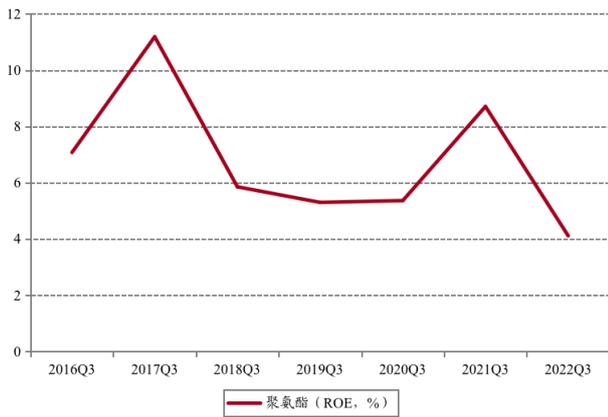
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 锦纶行业 ROE 趋势（截至 2022Q3）



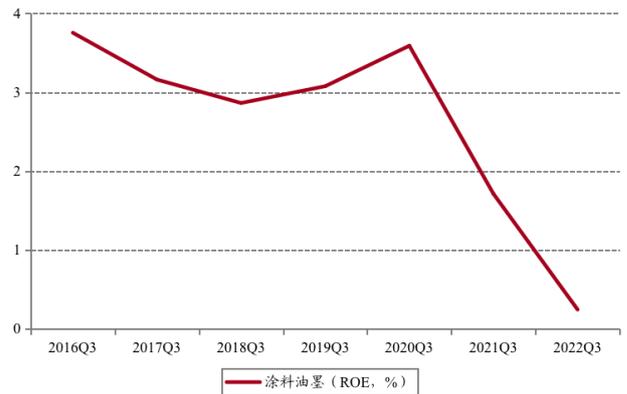
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 聚氨酯行业 ROE 趋势 (截至 2022Q3)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 26. 涂料油墨行业 ROE 趋势 (截至 2022Q3)



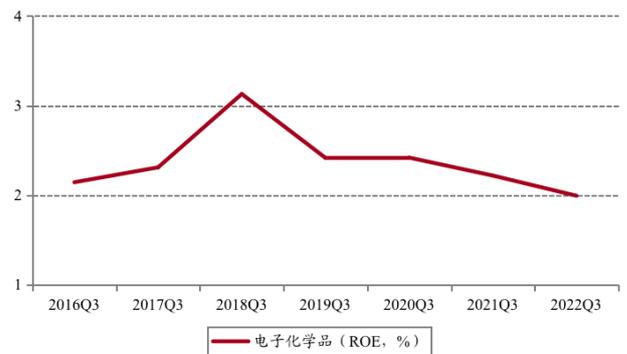
资料来源: 万得, 中银证券

图表 27. 复合肥行业 ROE 趋势 (截至 2022Q3)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 28. 电子化学品行业 ROE 趋势 (截至 2022Q3)



资料来源: 万得, 中银证券

钛白粉等子行业 ROE 低于 2016 年来的中位值。2022 年第三季度, 基础化工板块, 钛白粉、粘胶等 7 个子行业 2022Q3 ROE 虽未触底, 但低于近 7 年第三季度摊薄 ROE 的中位值。纯碱、无机盐、氟化工等 13 个行业的摊薄 ROE 处于相对高位, 其中, 钾肥 2022Q3 的摊薄 ROE 为 10.52%, 远大于中位数 0.94%。

图表 29. 基础化工行业 ROE 高位子行业 (截至 2022Q3)

子行业	2016Q3 ROE (%)	2017Q3 ROE (%)	2018Q3 ROE (%)	2019Q3 ROE (%)	2020Q3 ROE (%)	2021Q3 ROE (%)	2022Q3 ROE (%)	ROE 中位数 (%)
纯碱	0.61	3.98	2.22	1.31	1.16	5.26	5.09	2.22
无机盐	3.11	2.21	1.46	1.14	1.08	3.13	2.78	2.21
氟化工	2.62	2.36	4.68	2.17	1.00	3.72	3.83	2.62
民爆制品	1.59	1.68	1.82	2.23	2.60	1.94	2.10	1.94
食品及饲料添加剂	3.31	3.33	2.66	2.63	2.68	2.85	3.59	2.85
有机硅	1.26	1.22	0.64	3.68	2.44	6.81	3.61	2.44
氮肥	(1.91)	(4.26)	4.92	(3.30)	2.23	7.38	2.85	2.23
钾肥	0.86	0.17	0.94	0.23	4.25	7.86	10.52	0.94
磷肥及磷化工	(1.28)	2.45	1.36	1.44	0.12	10.21	6.16	1.44
农药	(0.15)	4.25	1.60	2.06	1.90	1.44	3.29	1.90
改性塑料	2.66	2.38	2.15	2.99	6.60	1.02	2.92	2.66
合成树脂	2.04	1.98	1.53	2.92	1.93	2.48	2.34	2.04
非金属材料	8.39	3.85	2.71	2.04	2.03	3.67	6.62	3.67

资料来源: 万得, 中银证券

图表 30. 基础化工行业 ROE 低于中位数但未触底的子行业（截至 2022Q3）

子行业	2016Q3 ROE (%)	2017Q3 ROE (%)	2018Q3 ROE (%)	2019Q3 ROE (%)	2020Q3 ROE (%)	2021Q3 ROE (%)	2022Q3 ROE (%)	ROE 中位数 (%)
钛白粉	0.65	3.88	3.78	4.64	3.42	6.33	2.84	3.78
粘胶	1.34	1.25	0.48	(0.13)	(2.63)	(0.79)	(0.50)	(0.13)
胶黏剂及胶带	0.05	(0.15)	1.85	1.58	3.84	0.84	1.04	1.04
膜材料	0.72	0.83	1.65	1.71	1.91	2.23	1.32	1.65
半导体材料	1.72	1.26	2.82	1.50	2.17	1.54	1.57	1.57
炭黑	0.77	4.21	4.28	1.31	2.38	1.37	1.21	1.37
橡胶助剂	9.77	15.70	5.16	3.58	5.09	2.27	3.60	5.09

资料来源：万得、中银证券

石油石化：炼化化工行业毛利率触底，ROE 同比下滑

2022 年第三季度，纵向对比石油石化行业的 5 个子行业，油气开采行业毛利率最高，为 65.25%；油气及炼化工程行业在 5 个子行业中毛利率最低，为 9.70%，但同环比皆有上升，有望触底反弹。炼化化工行业毛利率同环比均有下滑，跌幅分别为 3.51 pct 和 3.11 pct。

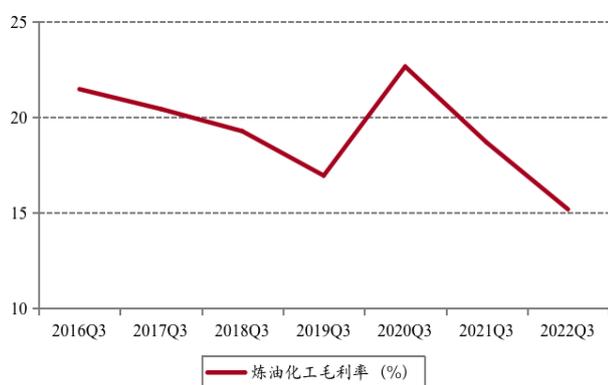
图表 31. 石油石化行业毛利率（截至 2022Q3）

子行业	2016 年 Q3 毛利率 (%)	2017 年 Q3 毛利率 (%)	2018 年 Q3 毛利率 (%)	2019 年 Q3 毛利率 (%)	2020 年 Q3 毛利率 (%)	2021 年 Q3 毛利率 (%)	2022 年 Q3 毛利率 (%)	2022Q3 毛 利率同比 差 (pct)	2022Q3 毛 利率环比 差 (pct)
炼化化工	21.48	20.44	19.28	16.95	22.67	18.69	15.18	(3.51)	(3.11)
油品石化贸易	13.76	17.19	13.54	17.84	17.74	23.98	24.11	0.13	(1.73)
油气开采	21.31	50.11	57.22	52.03	34.92	48.05	62.25	14.20	(0.38)
油气服务	(23.03)	(0.41)	7.51	11.99	11.47	11.39	11.71	0.32	1.01
油气及炼化工程	18.40	9.99	7.23	8.57	10.34	8.62	9.70	1.08	2.99
石油石化合计	20.65	19.90	18.75	16.66	21.83	18.24	15.02	(3.22)	(2.87)

资料来源：万得、中银证券

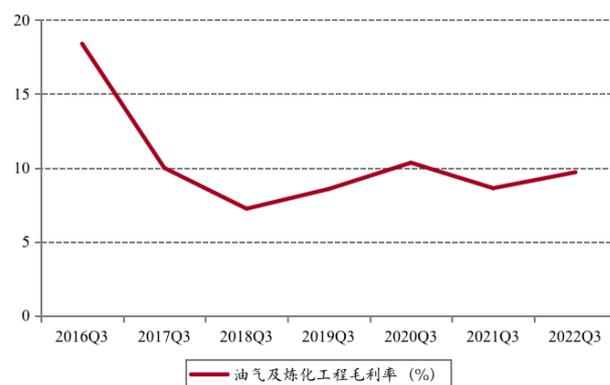
炼化化工和油气及炼化工程毛利率处于历史低位。2022 年第三季度，炼化化工和油气及炼化工程行业毛利率水平处于 2016 年以来的历史低位，分别为 15.18% 和 9.70%。油品石化贸易、油气开采、油气服务行业毛利率则均高于 2016 年-2022 年第三季度的中位数。

图表 32. 炼化化工行业毛利率趋势（截至 2022Q3）



资料来源：万得、中银证券

图表 33. 油气及炼化工程行业毛利率趋势（截至 2022Q3）



资料来源：万得、中银证券

图表 34. 石油石化行业毛利率高位子行业（截至 2022Q3）

子行业	2016Q3 毛利率 (%)	2017Q3 毛利率 (%)	2018Q3 毛利率 (%)	2019Q3 毛利率 (%)	2020Q3 毛利率 (%)	2021Q3 毛利率 (%)	2022Q3 毛利率 (%)	毛利率 中位值 (%)
油品石化贸易	13.76	17.19	13.54	17.84	17.74	23.98	24.11	17.74
油气开采	21.31	50.11	57.22	52.03	34.92	48.05	62.25	50.11
油气服务	(23.03)	(0.41)	7.51	11.99	11.47	11.39	11.71	11.39

资料来源：万得、中银证券

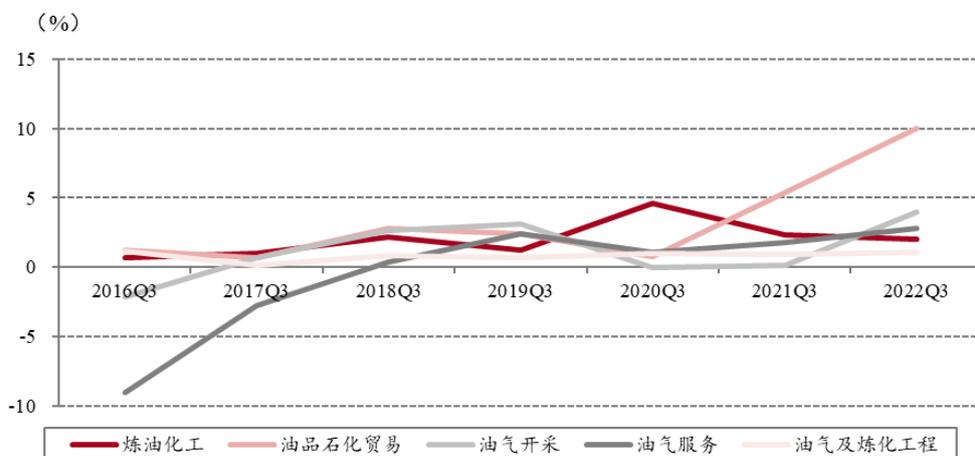
炼化化工 ROE 持续下滑。2022 年第三季度，我们关注的石油石化行业的 5 个子行业摊薄 ROE 均为正值，仅有炼化化工 1 个子行业的 ROE 同比下滑。油品石化贸易的 ROE 水平明显高于其他子行业，2022Q3 摊薄 ROE 高达 10.04%，且同环比涨幅领跑行业；油气及炼化工程则在 ROE 与毛利率水平上均表现欠佳，2022Q3 ROE 仅为 1.08%，在 5 个子行业中表现相对落后。

图表 35. 石油石化行业 ROE（截至 2022Q3）

子行业	2016 年 Q3ROE 摊薄 (%)	2017 年 Q3ROE 摊薄 (%)	2018 年 Q3ROE 摊薄 (%)	2019 年 Q3ROE 摊薄 (%)	2020 年 Q3ROE 摊薄 (%)	2021 年 Q3ROE 摊薄 (%)	2022 年 Q3ROE 摊薄 (%)	2022Q3 ROE 同比差额 (pct)	2022Q3 ROE 环比差额 (pct)
炼化化工	0.69	0.98	2.18	1.27	4.58	2.36	2.01	(0.35)	(1.06)
油品石化贸易	1.20	0.66	2.76	2.41	0.77	5.39	10.04	4.65	0.15
油气开采	(2.15)	0.69	2.61	3.13	(0.03)	0.11	3.95	3.84	(1.23)
油气服务	(9.00)	(2.74)	0.40	2.45	1.10	1.77	2.81	1.03	0.21
油气及炼化工程	1.15	0.11	0.84	0.71	0.96	0.92	1.08	0.15	(0.60)
石油石化合计	0.45	0.92	2.15	1.37	4.28	2.38	2.07	(0.31)	(1.01)

资料来源：万得、中银证券

图表 36. 石油石化行业 ROE 趋势（截至 2022Q3）



资料来源：万得、中银证券

图表 37. 石油石化行业 ROE 高位子行业（截至 2022Q3）

子行业	2016Q3 ROE (%)	2017Q3 ROE (%)	2018Q3 ROE (%)	2019Q3 ROE (%)	2020Q3 ROE (%)	2021Q3 ROE (%)	2022Q3 ROE (%)	ROE 中位值 (%)
油气及炼化工程	1.15	0.11	0.84	0.71	0.96	0.92	1.08	0.92
油品石化贸易	1.20	0.66	2.76	2.41	0.77	5.39	10.04	2.41
油气开采	(2.15)	0.69	2.61	3.13	(0.03)	0.11	3.95	0.69
油气服务	(9.00)	(2.74)	0.40	2.45	1.10	1.77	2.81	1.10

资料来源：万得、中银证券

炼化化工企业归母净利润下滑明显。炼化化工行业重点企业 2022 年业绩预告显示，除中国石油归母净利润同比 2021 年增长约 57%~68% 以外，其他企业归母净利润均同比下降。其中，上海石化 2022 年归母净利润预计净亏损相对较高，约为人民币 26.05 亿元到人民币 31.84 亿元，同比下滑 230.25%~259.2%。2022 年，炼化化工企业归母净利润下滑明显，主要原因是受到原油价格大幅上涨，市场需求不振，石油化工产品价格平均涨幅不及原油价格平均涨幅等因素的影响。

图表 38. 炼化化工子行业重点企业 2022 年业绩预告

公司	归母净利润 2022E (亿元)	同比增速 (%)
盛虹股份	5~7	(89.61)~(83.61)
恒力石化	22~26	(83.26)~(85.83)
恒逸石化	(12)~(9)	(135)~(126)
荣盛石化	33~42	(74.27)~(67.25)
华锦股份	4.5~5.5	(52.05)~(41.39)
沈阳化工	(16.5)~(13.0)	(1,656.46)~(1,326.30)
上海石化	(31.84)~(26.05)	(259.2)~(230.25)
中国石油	1,450~1550	57~68

资料来源：公司公告，万得，中银证券

产品价格可能已经触底的产品

磷矿石等价格处于历史（2006年起）最高

根据万得和百川盈孚数据，截至 2022 年 12 月 31 日，在我们跟踪统计的 173 个化工品中，价格处于历史（2006 年起）新高的品种为浆粕阔叶浆中国 CFR、磷矿石，主要集中于全行业产业链上游。

图表 39. 价格位于历史（2006 年起）新高的化工品列表（截至 2022 年 12 月 31 日）

板块	高分位产品	2022 年 12 月 31 日 价格百分位 (%)	2023 年 2 月 17 日 价格百分位 (%)	2023 年 2 月 17 日 产品价格
化肥农药	磷矿石（湖北 28%）	100.00	100.00	2,300 美元/吨
其他	浆粕阔叶浆中国 CFR	100.00	100.00	1,010 元/吨

资料来源：万得、百川盈孚，中银证券

橡胶塑料、煤化工等上游产品处于高景气度

截至 2022 年 12 月 31 日，在我们跟踪统计的 173 个化工品中，价格处于历史（2006 年起）高分位（超过 70%）的产品占比为 9.83%（不包括 100% 价格分位品种）。具体品种有氯丁橡胶 A90、木浆（国际）、工业级碳酸锂、三聚磷酸钠、电池级碳酸锂、乙醇、炭黑（黑猫 N330）、煤焦油、钛精矿四川攀钢、阳泉无烟中块、燃料油、液氨、萤石粉湿粉-华东地区、合成氨、尿素（华鲁恒升（小颗粒））、国内柴油等，主要涉及橡胶塑料、煤化工、能源化工、新能源等细分板块，多为产业链上游产品。

图表 40. 价格分位高于 70% 的化工品列表（截至 2022 年 12 月 31 日）

板块	产品	2022 年 12 月 31 日 价格百分位 (%)	2023 年 2 月 17 日 价格百分位 (%)	2023 年 2 月 17 日 产品价格
橡胶塑料	氯丁橡胶 A90	99.74	99.74	68,800 元/吨
其他	木浆（国际）	97.99	97.99	1,457.15 美元/吨
精细化工	工业级碳酸锂（四川 99.0%min）	96.75	70.57	412,000 元/吨
精细化工	三聚磷酸钠（兴发集团工业级 95%）	96.15	100.00	10,000 元/吨
精细化工	电池级碳酸锂（四川 99.5%min）	96.05	73.61	445,000 元/吨
其他	乙醇（食用酒精华东地区）	92.21	85.71	7,000 元/吨
煤化工	炭黑（黑猫 N330）	91.43	75.71	9,500 元/吨
煤化工	煤焦油（江苏）	90.02	75.08	5,374 元/吨
橡胶塑料上游原料	钛精矿四川攀钢	86.61	86.61	2,400 元/吨
精细化工上游原料	阳泉无烟中块	86.30	86.30	1,150 元/吨
石油化工	燃料油（舟山（混调高硫 180））	83.30	87.16	6,285 元/吨
化肥农药	液氨（河北新化）	77.84	74.15	4,300 元/吨
氟化工	萤石粉湿粉-华东地区	76.00	65.00	2,925 元/吨
化肥农药	合成氨（河北新化）	75.50	70.09	4,150 元/吨
化肥农药	尿素（华鲁恒升（小颗粒））	74.76	76.21	2,700 元/吨
化肥农药	阿特拉津（华东地区）	74.26	70.30	35,000 元/吨
石油化工	国内柴油（上海中石化 0#）	70.04	77.82	8,000 元/吨

资料来源：万得、百川盈孚，中银证券

注 1：不包括 100% 价格分位品种

注 2：时间为 2006 年起

维生素 A 等产品价格处于历史（2006 年起）最低分位

截至 2022 年 12 月 31 日，在我们跟踪统计的 173 个化工品中，价格处于历史（2006 年起）新低的品种有 4 种，占比为 2.31%，具体品种为液氯、贵亭酸甲酯、维生素 A、制冷剂 R125，主要集中于维生素、农药、氟化工板块。

图表 41. 价格位于历史新低的化工品列表（截至 2022 年 12 月 31 日）

板块	低分位产品	2022 年 12 月 31 日 价格百分位 (%)	2023 年 2 月 17 日 价格百分位 (%)	2023 年 2 月 17 日 产品价格
氯碱	液氯 (长三角)	0.00	19.09	283 元/吨
化肥农药	贵亭酸甲酯	0.00	0.00	5.6 万元/吨
维生素	维生素 A (50 万 IU/g) 国产	0.00	0.00	88 元/千克
氟化工	制冷剂 R125 (浙江高端)	0.00	27.91	26,000 元/吨

资料来源：万得、百川盈孚，中银证券

注：时间为 2006 年起

化纤、聚氨酯及橡胶塑料板块产品价格多处低分位

截至 2022 年 12 月 31 日，在我们跟踪统计的 173 个化工品中，价格处于历史（2006 年起）低分位（低于 30%）的产品占比为 46.82%，包括 EDC 二氯乙烷、EDC、溶解浆内盘等 81 个品种（不包括 0% 价格分位品种），主要集中分布于氯碱、聚氨酯、化纤、农药等细分板块，另外，煤化工板块的部分醇类产品、橡胶塑料板块的部分产品也处于较低价格分位。

图表 42. 价格分位低于 30% 的化工品列表（截至 2022 年 12 月 31 日）

板块	产品	2022 年 12 月 31 日 价格百分位 (%)	2023 年 2 月 17 日 价格百分位 (%)	2023 年 2 月 17 日 产品价格
氯碱	EDC (长三角)	1.23	2.36	295 美元/吨
氯碱	EDC 二氯乙烷 (长三角/CFR 东南亚)	1.23	2.36	295 元/吨
其他	溶解浆内盘	2.95	2.54	7,200 元/吨
精细化工	锂电池隔膜 (中材科技 16um)	3.17	2.38	1.35 元/平方米
化肥农药	三聚氰胺 (长三角)	4.05	4.05	5,400 元/吨
精细化工	现货价:平均价:蛋氨酸	5.05	5.05	21,600 元/吨
氟化工	二氯甲烷 (华东)	6.07	8.64	2,505 元/吨
化纤	氨纶 40D (华东)	6.72	11.94	36,000 元/吨
有机原料	乙二醇	6.93	8.38	4,156 元/吨
化肥农药	麦草畏 (华东地区)	6.98	2.33	7.3 万元/吨
煤化工	醋酐 (华东)	8.00	8.00	5,300 元/吨
橡胶塑料	丁基橡胶 (朗盛) 进口 301	8.32	6.70	20,500 元/吨
精细化工	甲基环硅氧烷	9.05	9.05	16,800 元/吨
氯碱	PVC (华东乙烯法)	9.09	11.00	6,550 元/吨
化肥农药	高效氯氟氰菊酯 (华东)	9.29	7.14	18 万元/吨
橡胶塑料	天然橡胶 (上海地区)	9.68	9.09	12,000 元/吨
聚氨酯	BDO 长三角	9.78	19.90	12,000 元/吨
化纤	锦纶 DTY (华东 70D/24F)	10.64	16.17	18,300 元/吨
化纤	PTMEG (华东)	10.88	21.45	21,000 元/吨
化纤	锦纶 FDY (华东 70D/24F)	11.06	17.75	17,000 元/吨
橡胶塑料	顺丁橡胶华东	11.09	15.85	11,900 元/吨
橡胶塑料	丁苯橡胶 (华东 1,502)	11.32	15.47	11,800 元/吨
氟化工	R134a (巨化)	11.50	10.62	22,500 元/吨
有机原料	二乙醇胺	13.45	13.45	11,300 元/吨
石油化工	硫磺 (CFR 中国合同价)	13.50	9.76	110 美元/吨
有机原料	环氧氯丙烷 (华东)	13.66	14.63	9,000 元/吨
化纤	棉短绒 (华东)	13.66	17.08	5,050 元/吨
精细化工	PA6 (华东)	13.75	18.26	13,525 元/吨
聚氨酯	顺酐	13.98	21.79	7,380 元/吨
橡胶塑料	PP (余姚市场 J340/扬子)	14.00	11.50	8,150 元/吨
化纤	涤纶短纤 (华东)	14.18	14.32	7,120 元/吨
石油化工	双酚 A (华东)	14.62	14.62	10,050 元/吨
化纤	锦纶切片 (华东)	14.80	19.66	13,525 元/吨
聚氨酯	DMF (华东)	15.01	14.06	5,800 元/吨
聚氨酯	软泡聚醚 (华东散水)	15.23	19.53	9,750 元/吨
石油化工	环氧乙烷 (上海石化)	15.28	13.89	6,800 元/吨

资料来源：万得、百川盈孚，中银证券

注 1：不包括 0% 价格分位品种；注 2：时间为 2006 年起

续 图表 42. 价格分位低于 30% 的化工品列表 (截至 2022 年 12 月 31 日)

板块	产品	2022 年 12 月 31 日 价格百分位 (%)	2023 年 2 月 17 日 价格百分位 (%)	2023 年 2 月 17 日 产品价格
化肥农药	2-氯-5-氯甲基吡啶 (华东地区)	16.30	11.89	8 万元/吨
煤化工	醋酸 (华东)	16.33	16.33	2,850 元/吨
化纤	己内酰胺 (CPL)	16.39	21.70	12,300 元/吨
氯碱	盐酸 (长三角 31%)	16.47	14.71	175 元/吨
聚氨酯	聚合 MDI (华东烟台万华)	16.67	19.57	16,000 元/吨
化纤	涤纶 DTY	16.87	18.47	8,750 元/吨
石油化工	丁二烯-上海石化	16.89	28.89	10,000 元/吨
聚氨酯	纯 MDI (华东)	16.95	21.79	18,500 元/吨
化纤	涤纶 FDY (华东)	17.51	18.10	8,000 元/吨
上游原料	1/3 焦煤	18.38	18.38	1,170 元/吨
石油化工	丁酮	18.76	22.00	8,650 元/吨
化纤	PET 切片 (华东)	19.46	20.14	6,575 元/吨
其他	市场报价:维生素 E:50%:国产	19.47	18.14	75 元/千克
橡胶塑料	HDPE (余姚市场 5,000S/扬子)	19.49	20.00	8,700 元/吨
精细化工	PA66 长丝 (华东)	19.61	15.69	22,000 元/吨
其他	金属硅	20.49	18.94	18,500 元/吨
聚氨酯	TDI (华东)	20.55	22.79	19,750 元/吨
化纤	粘胶短纤 (华东)	20.62	22.17	13,300 元/吨
石油化工	丙烯腈	20.70	28.98	10,850 元/吨
橡胶塑料	LDPE (余姚市场 2,102TN26)	21.00	19.50	9,150 元/吨
聚氨酯	己二酸 (华东)	21.65	23.36	10,250 元/吨
化纤	涤纶 POY (华东 150D/48F)	21.86	23.68	7,575 元/吨
化纤	棉花 (CCIndex (328) /3,128B)	22.25	24.88	15,596 元/吨
化肥农药	草铵膦 (华东)	22.37	14.05	137,500 元/吨
精细化工	甲醛 (长三角)	22.58	29.03	1,350 元/吨
聚氨酯	环氧丙烷	22.63	26.64	9,750 元/吨
石油化工	硫酸 (苏州精细化 98%/双狮 98%苏化集团)	22.70	22.70	520 元/吨
橡胶塑料	PS (HIPS/CFR 东南亚)	23.04	27.63	1,141.5 美元/吨
煤化工	醋酸乙烯 (华东)	23.05	20.83	7,500 元/吨
聚氨酯	硬泡聚醚 (华东)	23.43	28.57	9,750 元/吨
化肥农药	联苯菊酯 (华东)	24.02	21.57	24 万元/吨
橡胶塑料	ABS (华东地区)	24.04	22.56	11,300 元/吨
上游原料	NYMEX 天然气	24.45	7.00	2,389 美元/mbtu
氟化工	三氯乙烯 (华东)	24.92	11.70	6,494 元/吨
橡胶塑料	LLDPE (CFR 中国)	26.08	32.83	1,059 美元/吨
精细化工	对硝基氯化苯 (安徽地区)	26.80	25.43	7,400 元/吨
有机原料	丙酮 (华东)	26.84	27.63	5,525 元/吨
精细化工	赖氨酸 (河北地区 98.5%)	27.20	22.07	8.61 元/公斤
有机原料	苯酚 (华东)	27.31	31.93	8,200 元/吨
石油化工	丙烯 (汇丰石化)	27.78	0.74	960 元/吨
化肥农药	吡虫啉 (山东地区)	28.57	25.47	13 万元/吨
有机原料	苯酐	28.57	28.57	7,500 元/吨
化纤	PTA (华东)	29.09	28.24	5,465 元/吨
精细化工	锂电池电解液 (全国均价/磷酸铁锂电液)	29.28	18.23	46,000 元/吨
氯碱	电石 (华东)	29.63	26.16	3,882 元/吨

资料来源: 万得、百川盈孚, 中银证券

注 1: 不包括 0% 价格分位品种

注 2: 时间为 2006 年起

触底子行业与产品的扩产情况

基础化工触底子行业在建工程多呈扩张趋势。2022 年前三季度，在基础化工行业毛利率、ROE 存在触底情况的 15 个子行业中，仅有民爆制品、涂料油墨、非金属材料 3 个行业的在建工程同比增速为负，其余 12 个子行业 2022 年前三季度在建工程同比均有增长。涤纶、纺织化学品在建工程同比增速小于 5%。

图表 43. 基础化工行业毛利率、ROE 触底子行业在建工程

子行业	2017 年前三季度 度在建工程 (亿元)	2018 年前三 季度在建工程 (亿元)	2019 年前三 季度在建工程 (亿元)	2020 年前三 季度在建工程 (亿元)	2021 年前三 季度在建工程 (亿元)	2022 前三季 度在建工程 (亿元)	2021 前三季 度同比增速(%)	2022 前三季 度同比增速(%)
氯碱	88.61	130.32	149.12	163.37	171.98	214.34	5.27	24.63
煤化工	134.49	127.17	136.83	118.76	128.02	284.55	7.80	122.27
钛白粉	13.59	25.07	27.70	26.02	44.68	74.33	71.68	66.37
氨纶	12.11	10.42	11.50	7.04	30.26	52.30	330.07	72.83
涤纶	14.84	34.37	75.35	68.51	37.86	39.09	(44.74)	3.25
锦纶	6.19	5.98	9.34	14.92	29.09	45.85	94.99	57.63
纺织化学品	19.51	17.59	33.45	34.11	47.61	48.23	39.59	1.30
聚氨酯	74.40	115.55	216.28	344.55	285.01	425.23	(17.28)	49.20
民爆制品	8.72	17.75	15.78	33.97	43.78	21.72	28.87	(50.38)
涂料油墨	1.03	2.06	3.62	6.18	12.44	4.62	101.30	(62.83)
复合肥	24.67	25.40	16.74	19.76	22.61	32.02	14.43	41.65
膜材料	19.43	28.48	21.70	28.94	47.73	65.92	64.89	38.11
炭黑	6.45	5.55	5.89	3.72	5.61	10.46	50.82	86.59
非金属材料	1.48	16.59	5.24	7.93	25.77	13.54	225.20	(47.46)
电子化学品	14.83	16.54	24.70	36.83	42.62	53.39	15.72	25.28

资料来源：万得、中银证券

油气及炼化工程在建工程增速转负。2022 年前三季度，石油化工有限公司毛利率、ROE 存在触底情况的 2 个子行业为炼油化工、油气及炼化工程。炼油化工行业，2022 年前三季度在建工程为 5,750.45 亿元，同比增长 3.14%。油气及炼化工程行业在建工程自 2021 年起呈现下降趋势，2022 年前三季度在建工程为 15.74 亿元，同比下降 33.76%。

图表 44. 石油石化行业毛利率、ROE 触底子行业在建工程

子行业	2017 年前三季 度在建工程 (亿元)	2018 年前三季 度在建工程 (亿元)	2019 年前三季 度在建工程 (亿元)	2020 年前三季 度在建工程 (亿元)	2021 年前三季 度在建工程 (亿元)	2022 前三季 度在建工程 (亿元)	2021 前三季 度同比增速 (%)	2022 前三季 度同比增速 (%)
炼油化工	3,428.62	4,378.07	5,533.29	4,621.65	5,575.60	5,750.45	20.64	3.14
油气及炼化工程	9.76	12.95	14.43	18.20	23.77	15.74	30.62	(33.76)

资料来源：万得、中银证券

化纤板块产品产能增长明显。截至 2022 年 12 月 31 日，化纤板块 PTMEG、氨纶、涤纶短纤、涤纶长丝、己内酰胺、锦纶切片等多个产品价格低于 30% 分位。根据百川盈孚数据，除 PTMEG 以外，化纤板块各产品产能在 2022 年都有增长。

图表 45. 化纤板块产能变化情况

板块	产品	2018 产能 (万吨)	2019 产能 (万吨)	2020 产能 (万吨)	2021 产能 (万吨)	2022 产能 (万吨)	2023E 产 能 (万吨)	2024E 产 能 (万吨)	2020-2024C AGR(%)	2022 产能 同比增速 (%)	2023 产能预 计增速(%)
化纤	PTMEG			104	104	104	104	104	0.00	0.00	0.00
化纤	氨纶	83	92	95	104	114	135	135	9.20	10.21	17.83
化纤	涤纶短纤	740	780	815	835	886	1,151	1,211	10.41	6.05	29.98
化纤	涤纶长丝	3,100	3,328	3,555	3,679	3,897	4,537	4,782	7.69	5.93	16.42
化纤	己内酰胺		401	433	539	569	783	783	15.96	5.57	37.61
化纤	锦纶切片	400	485	527	570	608	840	840	12.35	6.67	38.18
化纤	锦纶纤维		295	313	335	344	364	364	3.90	2.93	5.81

资料来源：百川盈孚、中银证券

注：2023、2024 年产能为 2022 年产能加上该年年内计划投产产能

聚氨酯不同产品产能增速分化较大。2022 年，聚氨酯板块 BDO、己二酸、软泡聚醚、聚合 MDI、DMF、纯 MDI、环氧丙烷多个产品价格低于 30% 分位。根据百川盈孚数据，2022 年环氧丙烷产能增速最快，为 22.49%；己二酸产能增速相对平缓，2022 年产能同比增加 6.91%，且 2020-2024 年复合增长率仅为 5.00%。MDI 在行业格局背景下扩产较为有序。

图表 46. 聚氨酯板块产能变化情况

板块	产品	2018 产能 (万吨)	2019 产能 (万吨)	2020 产能 (万吨)	2021 产能 (万吨)	2022 产能 (万吨)	2023E 产 能 (万 吨)	2024E 产 能 (万 吨)	2020-2024 CAGR(%)	2022 产能同 比增速(%)	2023 产能预 计增速(%)
聚氨酯	BDO	224	224	234	234	284	514	695	31.27	21.21	81.13
聚氨酯	己二酸	227	235	255	275	294	310	310	5.00	6.91	5.44
聚氨酯	软泡聚醚	567	577	626	784	920	1,154	1,154	16.52	17.35	25.44
聚氨酯	MDI	336	336	346	396	436	485	545	12.03	10.10	11.24
聚氨酯	DMF	99	99	96	96	107	127	127	7.25	11.46	18.69
聚氨酯	环氧丙烷	330	342	346	405	496	695	780	22.55	22.49	40.15

资料来源：百川盈孚、中银证券

注：2023、2024 年产能为 2022 年产能加上该年年内计划投产产能

煤化工：乙二醇产能复合增长率相对高位。2022-2024 年，煤化工板块乙二醇、醋酐、醋酸多个产品产能呈现扩张趋势。根据百川盈孚数据，2022 年乙二醇产能增长明显，同比增速为 26.14%，2020-2024 年 5 年复合增长率为 32.23%。醋酸产能增速相对平缓，但 2022-2024 年有持续性的新增产能规划。醋酐 2022 年产能同比增长 6.67%，2023 或有较多新产能投放。

图表 47. 煤化工板块产能变化情况

板块	产品	2018 产能 (万吨)	2019 产能 (万吨)	2020 产能 (万吨)	2021 产能 (万吨)	2022 产能 (万吨)	2023E 产 能 (万 吨)	2024E 产 能 (万 吨)	2020-2024 CAGR(%)	2022 产能同 比增速(%)	2023 产能预 计增速(%)
煤化工	乙二醇	1,046	1,066	1,554	2,091	2,637	3,487	3,577	23.18	26.14	32.23
煤化工	醋酐		59	59	75	80	118	118	18.92	6.67	47.50
煤化工	醋酸	900	935	945	1,006	1,081	1,361	1,491	12.08	7.46	25.90

资料来源：百川盈孚、中银证券

注：2023、2024 年产能为 2022 年产能加上该年年内计划投产产能

氯碱：PVC 产能增速逐渐下降。氯碱板块，PVC 价格于 2022 年 12 月 31 日处于历史价格的 9.09% 分位。2022 年，PVC 产能同比增长 6.01%。根据百川盈孚数据，2023 年，各厂商规划新增 PVC 产能 230 万吨，2024 年规划新增产能 90 万吨，2020-2024 年复合增长率为 3.50%，产能增速逐渐下降。

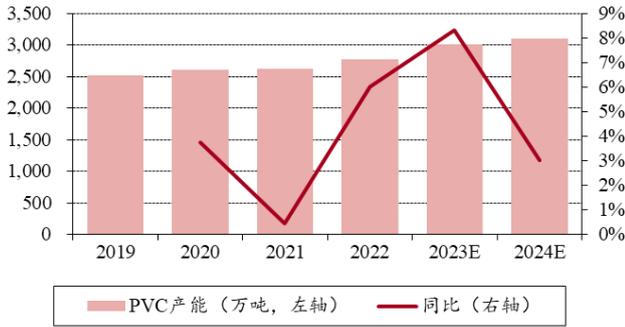
图表 48. 氯碱板块 PVC 产能变化情况

板块	产品	2018 产能 (万吨)	2019 产能 (万吨)	2020 产能 (万吨)	2021 产能 (万吨)	2022 产能 (万吨)	2023E 产 能(万吨)	2024E 产能 (万吨)	2020-2024CAGR (%)	2022 产能 同比增速 (%)	2023 产能预 计增速(%)
氯碱	PVC	2,497	2,509	2,602	2,614	2,771	3,001	3,091	3.50	6.01	8.30

资料来源：百川盈孚、中银证券

注：2023、2024 年产能为 2022 年产能加上该年年内计划投产产能

图表 49. 2019-2024E PVC 产能情况



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 50. PVC 计划新增产能

企业名称	预计新增产能 (万吨)	预计投产时间
陕西金泰	60	2023
万华化学 (福建)	40	2023
金晖兆丰	100	2023
镇洋发展	30	2023
新浦化学 (泰兴)	50	2024
渤化化工	40	2024

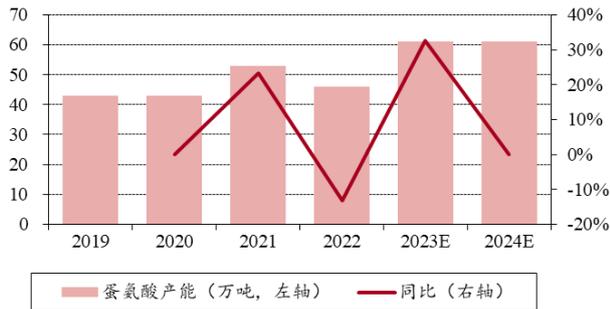
资料来源：百川盈孚，中银证券

部分营养品、氟化工产品未有新增项目。2022 年，国内蛋氨酸贸易市场价格稳中偏弱。2022 年，蛋氨酸产能总量为 46 万吨，与 2021 年相比下降 7 万吨，同比减少 13.21%。根据百川盈孚数据，新和成预计新增蛋氨酸产能 15 万吨，预计投产时间 2023 年 6 月。

氟化工板块，根据中化新网，在整体供过于求的状态下，2022 年二氯甲烷行业新增 26 万吨产能。根据百川盈孚，制冷剂 R22、R134a、R125、R32 产品 2022 年及以后暂未查到新增产能项目。

维生素板块，维生素 A 产品暂未查到新增产能项目。

图表 51. 2019-2024E 蛋氨酸产能情况



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 52. 蛋氨酸计划新增产能

企业名称	预计新增产能 (万吨)	预计投产时间
新和成	15	2023

资料来源：百川盈孚，中银证券

结论

子行业部分：在我们跟踪的基础化工板块 30 个子行业中，2022 年第三季度，22 个子行业的毛利率同比于 2021 年第三季度有所下降，27 个子行业的毛利率环比 2022 年第二季度有所下降。**煤化工、氨纶、涤纶、锦纶、纺织化学品、聚氨酯、涂料油墨、复合肥、电子化学品** 9 个行业的毛利率、ROE 皆触 2016 年以来底部。

三季度在建工程数据显示，民爆制品、涂料油墨、非金属材料、油气及炼化工程的在建工程同比增速为负，涤纶、纺织化学品、炼油化工在建工程小于 5%。

细分产品部分：截至 2022 年 12 月 31 日，在我们跟踪的 173 个产品中，价格处于历史（2006 年起）低分位（低于 30%）的产品占比为 46.82%，包括二氯乙烷、EDC、溶解浆内盘、锂电池隔膜、三聚氰胺、蛋氨酸、二氯甲烷、氨纶 40D 等 81 个品种。价格低分位产品主要集中分布于**氯碱、聚氨酯、化纤、农药**等细分板块；煤化工板块的部分醇类产品、橡胶塑料板块的部分产品也处于较低价格分位。

从 2022-2024 年细分产品扩产情况看，**涂料油墨**行业未查找到明确的扩产信息。化纤行业，涤纶长丝 2022 年产能增速较低。**聚氨酯**行业，**己二酸**产能增速相对平缓，**MDI**在行业格局背景下扩产较为有序。煤化工领域，醋酸产能增速相对平缓，但 2022-2024 年有持续性的新增产能规划。醋酐 2022 年产能同比增长 6.67%。**部分营养品、氟化工产品未有新增项目。**

图表 53. 触底子行业与产品对应公司

可能触底行业	可能触底产品	代表性上市公司
煤化工	醋酸	华鲁恒升
涤纶	涤纶长丝	桐昆股份等
锦纶		神马股份
聚氨酯	MDI	万华化学
涂料油墨		
电子化学品		万润股份、晶瑞电材、雅克科技等
炼油化工		荣盛石化、东方盛虹、恒力石化、卫星化学
营养品	维生素 A、蛋氨酸	新和成
制冷剂		巨化股份

资料来源：百川盈孚，中银证券

投资建议

展望 2023 年，

需求端来看，需求全面复苏，预计绝大部分子行业盈利有望向上修复。内需总体好于外需。但欧洲能源价格高企，有利于国内部分化工品出口，多个化工子行业在全球竞争力持续提升。地产等产业链相关化学品需求有望向好。相关化工产品包括聚氨酯、纯碱、钛白粉、丙烯酸、减水剂、制冷剂等产品。农业领域，农产品价格相对高位，粮食安全关注度提升，全球农化产业或将维持相对景气。半导体、新能源、航空航天、军工等领域关键材料的自主化日益关键，相关领域的优秀企业迎来发展良机。

从估值的角度，截至 2023 年 3 月 6 日，SW 基础化工（2021 年版）市盈率（TTM 剔除负值）为 15.74 倍，处在历史（2002 年至今）的 8.97% 分位数；市净率为 2.49 倍，处在历史水平的 44.64% 分位数；SW 石油石化（2021 年版）市盈率（TTM 剔除负值）为 12.25 倍，处在历史（2002 年至今）的 6.00% 分位数，市净率为 1.37 倍，处在历史水平的 10.17% 分位数。当前板块处于历史估值低位。

受全球宏观经济和疫情等因素影响，2022 年下半年以来行业景气度较为低迷，预计未来宏观经济环境向好，需求端有望复苏，维持行业**强于大市**评级。结合供需端预判及估值水平，**建议关注以下投资线索：**

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

风险提示

油价下跌风险。影响油价走势的不确定性风险有增加的趋势，美联储加息频率、OPEC+减产协议退出或者重新协商、俄乌冲突加剧等因素都有可能给油价走势带来影响，甚至在个别时点会引起油价异常巨大的波动，并因此给行业政策、企业盈利带来负面影响。

环保政策变化带来的风险。若干化工子行业的生产、加工过程都伴有污染物的产生，因此我国环保政策的设计和对于此类行业来讲事关重大，有可能给企业的正常运行、原材料的稳定供应、价格的走势都带来不可预计的影响。

经济异常波动。化工产品与国计民生息息相关，经济发展和人民生活水平直接影响行业的下游需求。作为典型的周期性行业，化工行业又将面临供给侧改革的相关政策的影响。

国内疫情持续时间超预期。国内疫情防控形势依然严峻复杂，疫情或在局部地区有所反弹，这将对国内需求复苏造成影响。

全球经济低迷。当前全球经济增长放缓，终端需求疲软，化工行业盈利或承压。

披露声明

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

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

评级体系说明

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

公司投资评级：

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

行业投资评级：

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

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

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200,121
电话:(8,621)68604,866
传真:(8,621)58883,554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886,333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521,065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521,065
新加坡客户请拨打：8008523,392
传真:(852)21479,513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886,333
传真:(852)21479,513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100,032
电话:(8,610)83262,000
传真:(8,610)83262,291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4,420)36518,888
传真:(4,420)36518,877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1,045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10,018
电话:(1)2122590,888
传真:(1)2122590,889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303,046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049,908)
电话:(65)66926,829/65345,587
传真:(65)65343,996/65323,371