



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

挖掘周期底部优赛道，拥抱国产替代新材料

——化工行业2024年投资策略

分析师：王强峰 S0010522110002

联系人：刘天其 S0010122080046

潘宁馨 S0010122070046

2023年12月18日

华安证券研究所

投资建议

1. 挖掘周期底部优赛道：关注供需格局持续改善子赛道的龙头企业

- 2022年以来，在全球经济下行以及行业产能持续扩张等多重因素影响下，化工行业景气渐弱，截至2023年12月8日，中国化工产品价格指数（CCPI）报收4581点，较2022年初的5230点下降12.41%，较今年年初的4815点下降4.86%，近五年历史百分位为43.38%。随着今年稳增长政策的出台，地产/纺服/汽车/餐饮等终端需求渐改善，复苏初现。同时，2023Q3化工行业资本开支增速放缓，供需格局有望逐步改善，行业有望开启向上周期。重点关注涤纶长丝、大炼化、MDI等目前处于低估值，业绩逐步企稳的行业，重点关注万华化学、宝丰能源、巨化股份、昊华科技、金禾实业、荣盛石化等在经济复苏中业绩弹性较大的企业。

2. 拥抱国产替代新材料：关注投资渗透率、市占率提升的新材料企业

- 在双碳政策的推动下，未来化工行业在供给和需求面都将迎来巨大变化，行业正在进入发展的新阶段，由大规模制造转向高质量制造，新材料如雨后春笋，新要求、新趋势、新政策使得国内企业在新材料领域攻坚克难，已突破多个领域“卡脖子”技术，新材料渗透率与国产替代进程加速提升。伴随宏观经济企稳上升，政策扶持力度逐步提升，需求有望加速复苏带来新赛道的投资机会。推荐关注生物基尼龙、POE、光学膜、COC等新兴领域，重点关注凯赛生物、卫星化学、东材科技、阿科力、新宙邦等随需求复苏成长性加速释放的企业。

风险提示

- | | | |
|------------------|-----------------|----------------|
| 1、化工品价格大幅波动风险； | 2、行业及监管政策变化风险； | 3、不可抗力及安全生产风险； |
| 4、全球局部地区冲突加剧的风险； | 5、国家与地区贸易争端的风险； | 6、宏观经济大幅下滑的风险。 |



CONTENTS

01

周期底部逐步复苏，新材料需求有望爆发

02

投资两大主线：周期底部复苏+国产替代新材料

03

关注供需改善赛道的优质龙头、渗透率及市占率提升的新材料企业

04

投资建议

周期底部逐步复苏，新材料需求有望爆发

01

■ OPEC减产叠加需求预期偏弱，油价将维持宽幅震荡

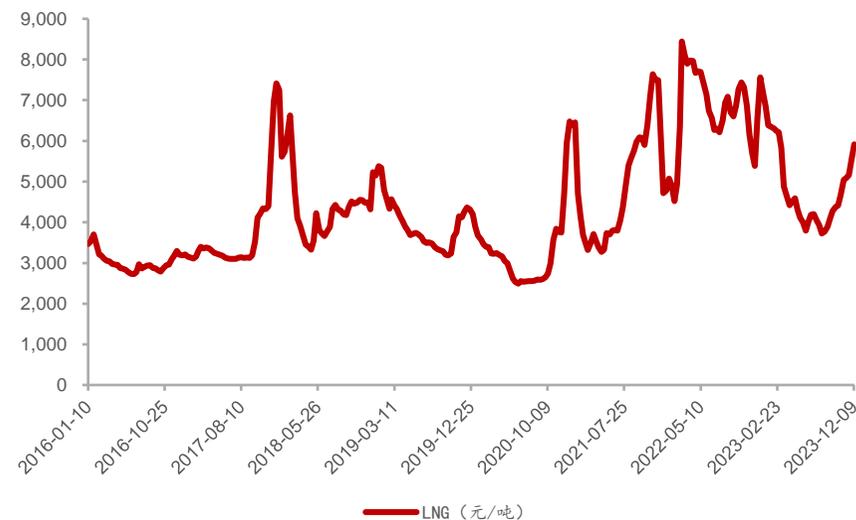
- 原油价格位于高位，OPEC减产叠加需求预期偏弱，油价将维持宽幅震荡。11月30日，OPEC会议决定，进一步额外自愿减产220万桶/日。截至2023年12月14日布伦特期货结算价76.61美元/桶，较23年初下降10.83%。在OPEC宣布减产后，供给端收缩预期，但在需求偏弱的影响下，油价预计整体宽幅震荡。
- 进入供暖季天然气价格小幅回升，与前两年相比仍处于底部。美国页岩油产量上升带动天然气供应大幅增加。截至12月10日，液化天然气（LNG）价格为5915元/吨。

图表1 2018-2023年底原油价格走势



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表2 天然气价格持续下行

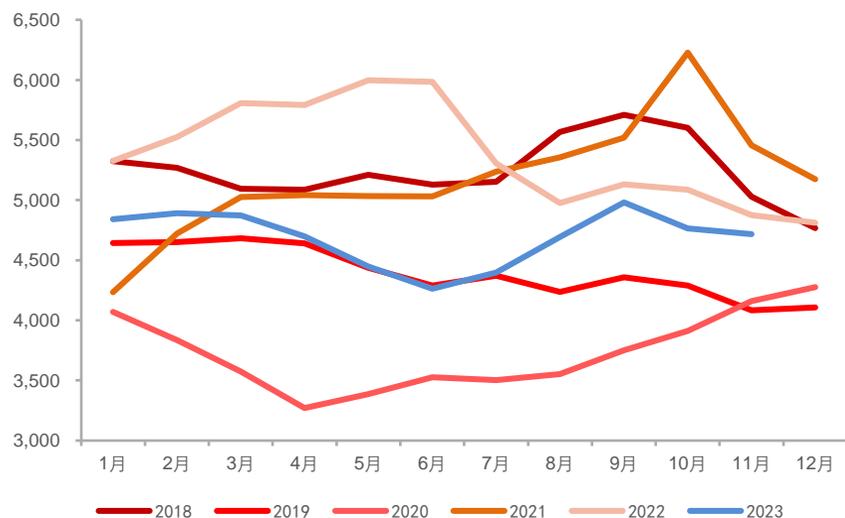


资料来源：iFinD，华安证券研究所

■ 化工品价格指数底部有望持续修复

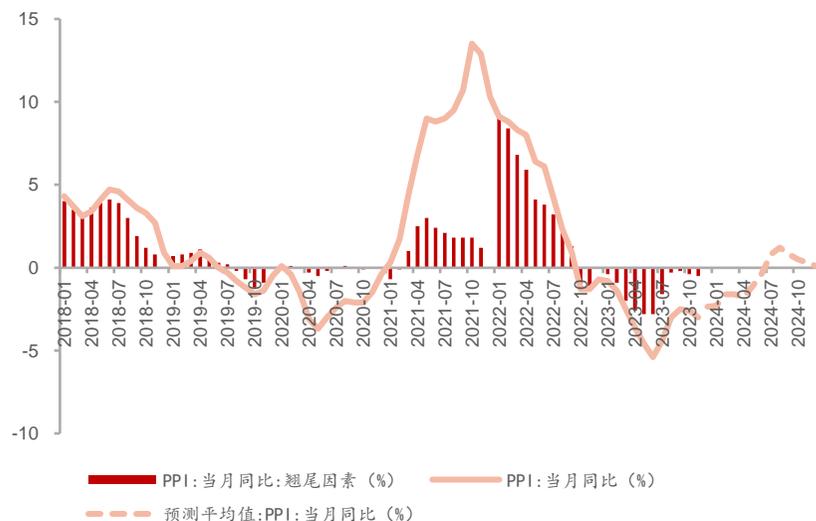
- **CCPI 指数震荡磨底，PPI 底部回升延续修复。**化工品受22Q2以来内外需低迷的压制及供给端新增产能投放的影响，多数产品价格逐渐筑底。截至2023年12月14日，中国化工产品价格指数（CCPI）报收4581点，较2022年初的5230点下降12.41%，较今年年初的4815点下降4.86%，近五年历史百分位为43.38%。
- 受国际原油、有色金属价格波动及上年同期对比基数走高等因素影响，全国PPI环比由涨转平，同比降幅略有扩大。今年10月PPI同比下降3%，降幅比上月扩大0.4个百分点；环比由上月持平转为下降0.3%。

图表3 2018-2023年11月化工品价格指数走势对比



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表4 PPI 走势及预测



资料来源：iFinD，华安证券研究所

■ 化工品价格有望底部企稳

- 化工品价格跌多涨少，价格有望底部企稳。22年上半年化工品价格走势强劲主要由于成本端原油价格上涨，而需求支撑不足。下半年随着能源价格回落化工品价格快速下跌。2023年以来，受美联储持续加息、全球化工品需求下滑等因素影响，行业景气持续下行，部分化工品价格底部显现，三季度以来化工品价格下降幅度有所放缓。

图表5 部分化工品2023年初至12月价格涨跌幅

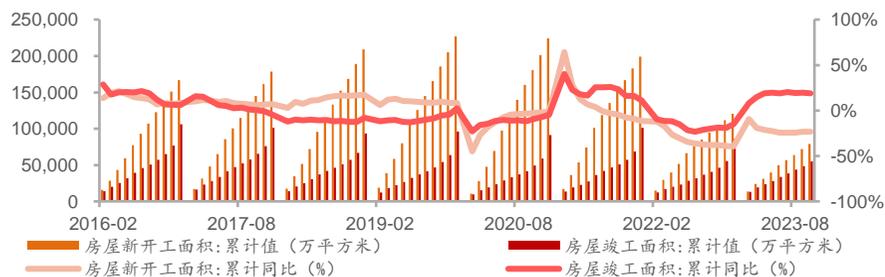
产品	市场名称	1.1价格 (元/吨)	12.10价格 (元/吨)	涨跌幅
环氧丙烷	华东市场价	9200	9325	1.36%
草铵膦	华东市场价	160000	70000	-56.25%
环氧乙烷	华东市场价	6900	6400	-7.25%
PX	中石化挂牌价	8000	8300	3.75%
PVC	电石法PVC 华东平均	5907	5550	-6.04%
丙烯	华东市场价	7010	7050	0.57%
己内酰胺	华东市场液体	11175	12850	14.99%
己二酸	华东市场价	9900	8700	-12.12%
PTA	华东市场价	5540	5730	3.43%
DMF	华东市场价	5950	5050	-15.13%
甲醇	华东市场价	2655	2435	-8.29%
纯MDI	华东市场价	17200	20500	19.19%

资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

■ 下游需求有望回暖

► 需求层面来看，地产、消费持续回暖，化工行业率先受益。房地产市场持续回暖，2023年1-10月，全国房屋新开工面积同比下降23.2%，降幅较2022年全年收窄16.2个百分点；全国房屋竣工面积同比止降转增，同比增长19%，较2022年全年提高34个百分点。国际农产品价格自2022年以来始终保持高位。国内汽车市场需求回暖，2023年1-10月汽车产量为1994.58万辆，同比增长8.25%；2023年10月，我国纺织业出口交货额为204亿元，同比减少5.12%。国内制造业有望加速复苏，有力支撑国内化工品需求反弹。

图表6 房屋开工竣工面积累计值及同比



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表8 国际农产品实际市场价大幅拉升



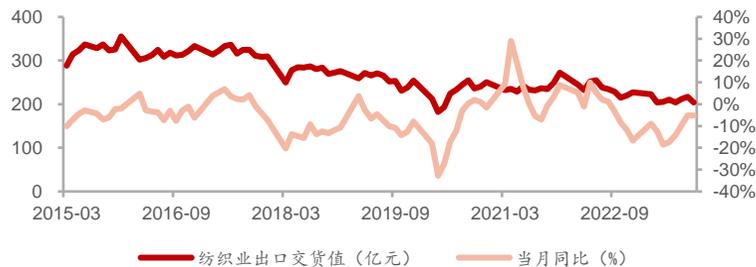
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表7 2011-2023M9国内汽车产量及增速



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表9 国内纺织业出口交货值及增速

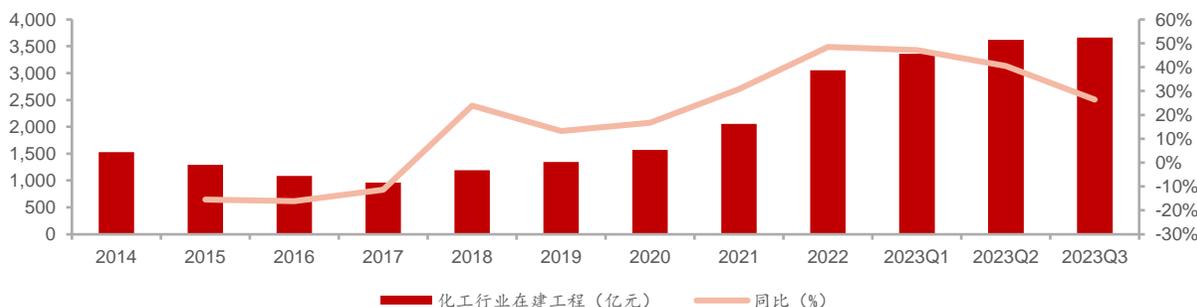


资料来源：iFinD，华安证券研究所

■ 资本开支增速收窄，在建工程压力仍存

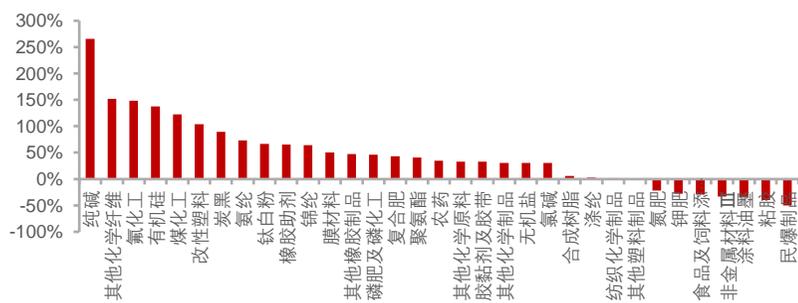
- 供给层面来看，化工品产能增速放缓。自2018年开始，化工行业进入扩产周期，产能绝对数量已达到新高水平。2023Q3在建工程为3662.38亿元，同比增长26.44%，供给端新增产能持续释放，整体供需格局仍等待改善。
- 细分子行业来看，化工多数子行业资本开支持续增长，2023Q3同比增速中位数为15.47%。2023年一季度资本开支增长趋势延续，氮肥、钾肥、有机硅、复合肥等子行业在建工程持续增长，同比增长超过100%。

图表10 基础化工板块在建工程增速放缓



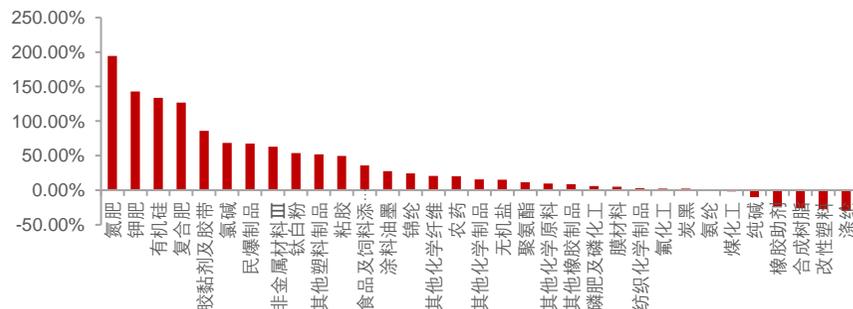
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表11 基础化工子行业2022年在建工程同比增速



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表12 基础化工子行业2023Q3在建工程同比增速



资料来源：iFinD，华安证券研究所

■ 部分主要化工品产能增速分化明显

图表13 部分化工品产能增速放缓

产品名	2017年产能/万吨	2018年产能/万吨	2019年产能/万吨	2020年产能/万吨	2021年产能/万吨	2022年产能/万吨	2023年产能/万吨	2018年增长率	2019年增长率	2020年增长率	2021年增长率	2022年增长率	2023年增长率	累计增长
R32	24	27	36	51	51	51	51	12.4%	31.3%	42.0%	0.0%	0.0%	0.0%	109.5%
PC	88	119	153	180	195	296	348	36.0%	28.6%	17.6%	8.3%	51.8%	17.6%	271.4%
草铵膦	1	2	2	3	3	8	11	30.8%	26.5%	32.6%	17.5%	144.8%	37.8%	615.4%
氨纶	75	78	86	95	100	114	133	4.3%	10.8%	9.6%	5.3%	14.6%	15.9%	58.1%
PVC	3111	3239	3176	2615	2630	2771	2801	4.1%	-1.9%	-17.7%	0.6%	5.4%	1.1%	-10.0%
炭黑	735	776	795	800	848	843	860	5.6%	2.4%	0.6%	6.0%	-0.6%	2.0%	14.7%
磷酸一铵	2700	2840	2427	2299	2289	2320	2320	5.2%	-14.5%	-5.3%	-0.4%	1.4%	0.0%	-14.1%
尿素	7972	7466	7467	7260	7234	6960	7211	-6.3%	0.0%	-2.8%	-0.4%	-3.8%	3.6%	-13.9%

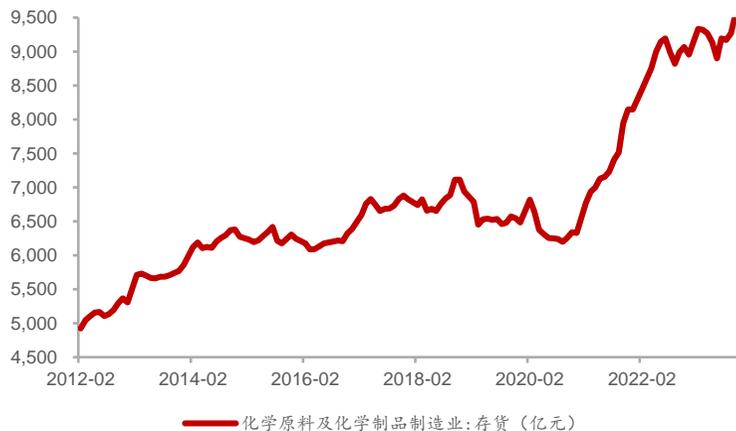
资料来源：百川盈孚，华安证券研究所



■ 库存维持中高位，静待去库拐点来临

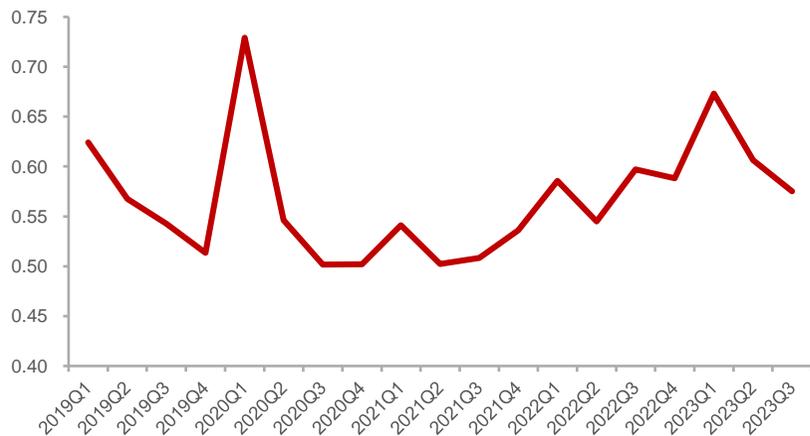
- 库存位于高点，消费需求的提振有望逐步缓解市场高库存的压力。2021年制造业需求复苏叠加上游原材料价格上涨，使得化工企业一直处于持续补库存的阶段，随着防疫政策放开，主要化学品总产量增长由负转正。未来随着消费复苏需求格局改善，有望迎来真正的库存拐点。

图表14 化学原料和化学制品制造业存货累计值



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表15 2019-2023前三季度基础化工行业库存/营收情况



资料来源：iFinD，华安证券研究所



■ 化工板块指数有所回落，业绩增速放缓

- 化工板块跌幅较2022年有所收窄，子行业分化。截至12月10日，化工（SW）、沪深300较年初涨跌幅分别为-16.82%、-12.56%，化工（SW）相对沪深300跌幅为4.26%。涨幅较大的子行业是涂料油墨、涤纶、其他橡胶制品、合成树脂、其他塑料制品、煤化工、橡胶助剂、锦纶等。
- 2022年化工行业业绩增速下滑，2023年出现负增长。2022年起，全球经济下行压力加大，2023年经济复苏不及预期，化工行业整体业绩于2023年出现负增长，未来随经济复苏带动消费回暖，化工行业业绩有望逐步修复。

图表16 化工板块指数有所回落



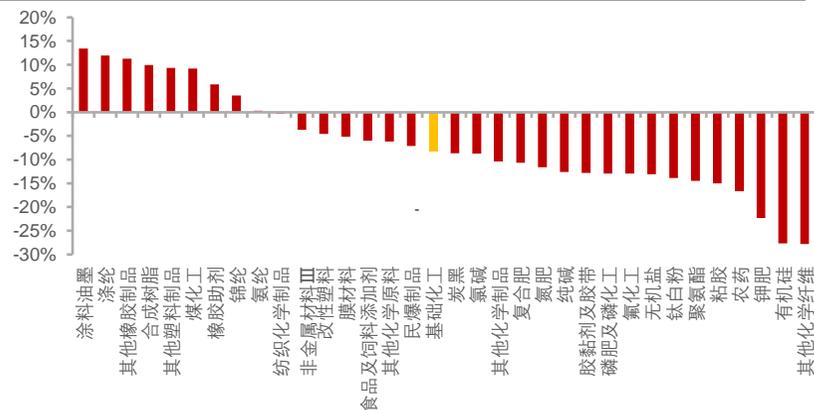
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表18 化工板块经营数据分析

类别	2020	2021	2022	2023Q3
营业收入 (亿元)	64711.88	86229.30	105469.45	77069.10
营业收入增速 (%)	-18.36%	33.25%	22.31%	-2.34%
归母净利润 (亿元)	2064.04	5084.00	5855.55	4019.93
归母净利润增速 (%)	-13.98%	146.31%	15.18%	-19.17%

资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表17 年初至12月10日化工子加权平均流通市值有所分化



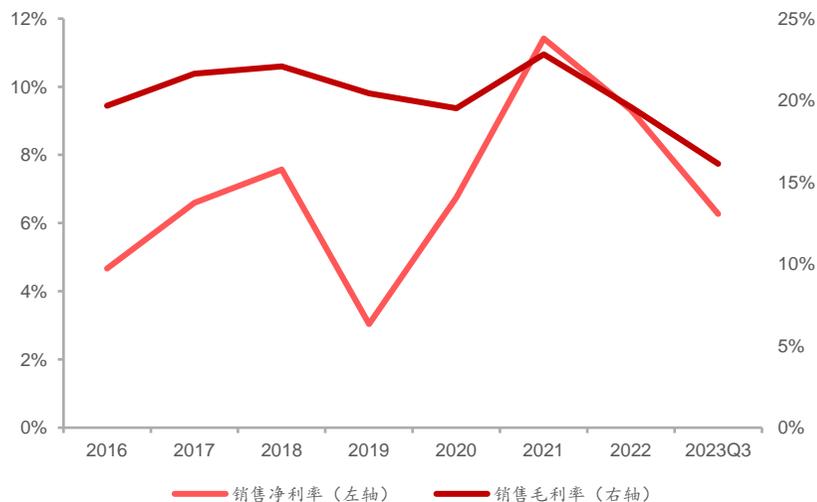
资料来源：iFinD，华安证券研究所



■ 化工行业毛利及ROE有所下滑

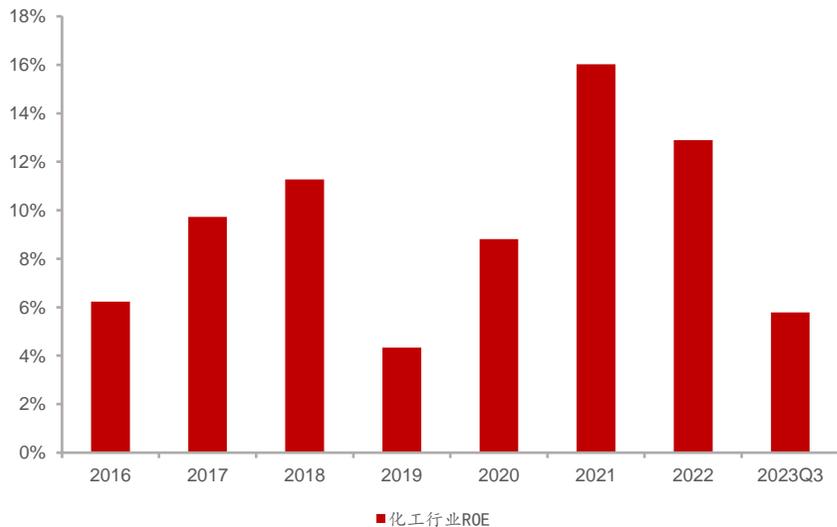
➤ **2023Q3行业盈利能力有所下滑。**2022年，国内受新冠疫情持续扰动，整体需求不及预期，同时成本处于高位，尤其是部分子行业面临高成品库存的不利影响，化工板块盈利能力有所下滑。2022年毛利率、净利率分别为19.38%、9.28%，同比分别下降4.38个百分点、2.07个百分点，净资产收益率ROE为13.12%，同比下降2.86个百分点。2023Q3毛利率、净利率仍旧下滑，分别为16.13%、6.27%。

图表21 近年化工行业毛利率、净利率有所下滑



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表22 2021年以来化工行业ROE有所下降



资料来源：iFinD，华安证券研究所

■ 基础化工行业毛利和周转率等指标有所下滑，子行业分化

► 2023Q3基础化工平均销售毛利率、ROE、应收账款周转率有所下滑。化工子行业中，2023Q3销售毛利率同比上升的子行业有5个，分别为聚氨酯、涂料油墨、粘胶、合成树脂、非金属材料。

图表23 2023Q3化工子行业销售毛利率、ROE、存货周转率、应收账款周转率变化

板块名称	销售毛利率 (%)	毛利率变动 (百分点)	ROE (摊薄) (%)	ROE变动 (百分点)	存货周转次数 (次)	存货周转率同比	应收账款周转次数 (次)	应收账款周转率同比
基础化工	16.13	-4.61	5.87	-5.98	4.17	2.49%	7.00	-5.43%
纯碱	24.71	-2.04	9.24	-6.79	9.86	16.35%	32.27	0.55%
氯碱	10.88	-6.95	0.48	-7.17	9.37	-7.33%	17.83	-6.83%
无机盐	27.03	-3.42	7.06	-5.06	5.74	8.28%	8.83	-11.96%
其他化学原料	14.96	-3.52	6.77	-4.67	7.72	22.43%	27.07	17.16%
煤化工	8.58	-5.66	5.26	-5.30	8.18	0.74%	23.47	0.01%
钛白粉	20.47	-6.15	5.68	-5.87	2.71	3.99%	6.82	-13.88%
涂料油墨	18.45	3.47	2.27	-0.77	3.34	9.29%	2.66	0.52%
民爆制品	25.37	-0.52	8.10	1.15	7.28	15.53%	2.21	19.13%
纺织化学制品	20.91	-4.06	1.45	-2.85	0.56	-3.08%	3.58	-6.41%
其他化学制品	13.09	-2.71	2.75	-5.14	4.14	-4.64%	5.28	-11.70%
氟化工	16.95	-7.05	4.98	-7.63	4.70	1.83%	6.17	-7.62%
聚氨酯	16.80	0.25	13.97	-2.28	5.71	7.70%	12.04	9.27%
食品及饲料添加剂	19.88	-8.66	6.20	-5.87	3.94	14.50%	8.69	18.28%
有机硅	10.27	-12.05	4.78	-13.38	3.03	-9.93%	8.09	-5.41%
胶黏剂及胶带	10.82	-1.49	0.79	-3.20	3.81	6.99%	2.87	-17.89%
涤纶	5.74	-0.55	3.78	0.86	6.98	27.84%	13.28	-7.10%
粘胶	13.47	2.75	0.46	1.95	3.14	-37.25%	3.13	-16.37%
其他化学纤维	20.83	-13.86	6.65	-8.72	3.88	-13.23%	7.24	-56.10%
氨纶	15.48	-1.40	6.02	-1.47	4.42	11.40%	6.11	-5.01%
锦纶	9.51	-3.95	1.65	-4.23	6.36	-4.78%	10.17	1.69%
其他塑料制品	11.79	-1.61	4.50	-3.36	3.91	-10.41%	5.80	-1.51%
改性塑料	13.23	-0.99	3.84	-2.73	4.41	6.44%	4.14	-8.43%
合成树脂	21.99	2.70	6.14	0.18	3.03	-6.62%	2.87	-3.03%
膜材料	16.87	-4.51	2.04	-3.51	2.69	3.59%	3.87	-5.66%
其他橡胶制品	24.04	-4.81	0.75	-0.52	0.56	6.84%	0.66	-4.88%
炭黑	7.15	-1.20	2.64	-2.51	6.84	21.06%	3.72	11.29%
橡胶助剂	23.61	-2.61	9.18	-2.31	4.75	3.33%	2.81	3.94%
氮肥	14.67	-7.88	6.04	-10.77	7.68	-9.48%	27.06	-2.95%
磷肥及磷化工	14.29	-10.57	8.35	-15.11	5.19	10.29%	15.58	0.45%
农药	22.22	-3.89	4.77	-8.56	2.12	-16.28%	3.57	-8.83%
钾肥	56.34	-20.97	16.99	-21.01	3.28	31.03%	17.75	-14.50%
复合肥	12.46	-2.66	7.74	-4.49	4.89	31.65%	25.94	-13.76%
非金属材料III	32.39	9.29	15.72	3.87	2.64	19.42%	4.59	-5.70%

资料来源：iFinD，华安证券研究所

华安证券研究所



■ 稳增长政策密集出台，国内需求有望回升

- 政策层面来看，“稳增长”政策密集出台，化工行业有望率先受益。2023年针对我国目前“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，政府部门密集出台多项“稳增长”政策，在短期稳增长方面保持定力，重点聚焦于偏中长期的房地产和地方债务防范化解风险，同时积极提振消费需求。不断巩固和增强经济回升向好态势。

图表24 2023年政府的“稳增长”政策

时间	颁发机构/会议	内容
2023/3/24	证监会、发改委	首次将消费基础设施纳入REITs试点范围，推动扩募发行常态化、扩大市场参与主体范围喝加强二级市场建设。
2023/3/30	人社部	印发《关于2023年加力提升小微企业金融服务质量的通知》
2023/6/13	发改委、工信部、财政部、央行	联合印发《关于做好2023年降成本重点工作的通知》，进一步实行减税降费政策
2023/7/20	中共中央、国务院	《中共中央国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》，也被称为“民营31条”
2023/7/24	发改委	印发《关于进一步抓好抓实促进民间投资工作努力调动民间投资积极性的通知》
2023/7/31	发改委	印发《关于恢复和扩大消费的措施》，被称为“恢复和扩大消费20条”
2023/8/25	住建部、央行、金融监管总局	联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推出“认房不认贷”政策
2023/8/27	财政部、税务局	《关于减半征收证券交易印花税的公告》，提振资本市场活跃度
2023/8/31	国务院	出台《关于提高个人所得税有关专项附加扣除标准的通知》
2023/8/31	央行、金融监管总局	联合出台《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》
2023/12/11	中央经济工作会议	积极的财政政策要适度加力、提质增效。优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障；合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围。 在民生方面，会议提出，要坚持尽力而为、量力而行，兜住、兜准、兜牢民生底线。更加突出就业优先导向，确保重点群体就业稳定。 会议提出全面贯彻明年经济工作的总体要求，要注意把握和处理速度与质量、宏观数据与微观感受、发展经济与改善民生、发展与安全这四组关系，不断巩固和增强经济回升向好态势。

资料来源：中国政府各部委官网，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



■ 能耗政策趋严，行业格局强者恒强

- **能耗政策趋严，行业竞争格局有望进一步优化。**2023年以来，国家和地方政府出台了多项与能耗和碳排放相关政策。主要内容包括：温室气体自愿减排，提升可再生能源在能源结构中的比例，保障能源供应安全，控制产品能耗，促进绿色低碳发展，加强新能源技术研发以及标准建设等。从长期来看，由于一些不达标的中小企业的退出，加速行业出清，行业集中度进一步增强，竞争格局进一步优化，同时，由于头部企业本身具有规模优势，预计“强者恒强”的趋势将逐渐形成。

图表25 2023年国家能耗与碳排放相关政策

日期	颁发机构	文件	概要
2023. 11. 2	工信部	《绿色建材产业高质量发展实施方案（征求意见稿）》	提出2025、2027绿色建材领域两个阶段性目标
2023. 11. 6	发改委	《国家碳达峰试点建设方案》	规定了主要目标、试点名额和地区以及建设参考指标
2023. 11. 6	生态环境部	《2024年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》	对2024年HFCs的生产配额、进口配额、内用生产配额进行了规定
2023. 11. 7	生态环境部	《甲烷排放控制行动方案》	规定“十四五”和“十五五”两个阶段性目标,填补我国减碳法规空白
2023. 11. 16	北京绿交所	《温室气体自愿减排交易和结算规则(试行)》	对CCER交易、结算、信息管理、风险管理、行为监督、争议处理作出了规定。
2023. 11. 17	国家气候战略中心	《温室气体自愿减排注册登记规则(试行)》、《温室气体自愿减排项目设计与实施指南》	对CCER注册登记、项目设计和实施做了规定，提供方法学参考
2023. 11. 24	发改委和其他四部门	《国家发展改革委等部门关于加快建立产品碳足迹管理体系的意见》	五个重点任务:核算规则标准、背景数据库建设、碳标识认证制度、碳足迹应用场景、国际衔接互认
2023. 6. 6	发改委	《工业重点领域能效标杆水平和基准水平(2023年版)》	结合工业重点领域产品能耗、规模体量、技术现状和改造潜力等，进一步拓展能效约束领域。增加乙二醇，尿素，钛白粉，聚氯乙烯，精对苯二甲酸，子午线轮胎，工业硅，卫生纸原纸、纸中原纸，棉、化纤及混纺机织物，针织物、纱线，粘胶短纤维等11个领域，进一步扩大工业重点领域节能降碳改造升级范围。

资料来源：中国政府各部委官网、华安证券研究所



新材料的渗透率提升与国产替代提速

- 新材料渗透率与国产替代进程有望提升。化工新材料作为基础性和支柱性战略产业，是高新技术的先导。当前，我国正处于加快推动制造业高质量发展的关键阶段，制造新需求和新模式对增材制造提出了更高的标准和要求。2023年以来，我国先后颁布及实施了《前沿材料产业化重点发展指导目录（第一批）》《产业结构调整指导目录》等一系列新材料支持政策，以支持与鼓励多种前沿材料的发展。

图表26 2022年以来国家支持新材料产业的相关政策

发布时间	政策名称	重点内容解读
2023. 08	《前沿材料产业化重点发展指导目录（第一批）》	涵盖了包括超材料、超导材料、单/双壁碳纳米管/二维半导体材料、负膨胀合金材料、高熵合金、钙钛矿材料、高性能气凝胶隔热材料、金属有机氢化物、金属基单原子合金催化材料、量子点材料、石墨烯、先进光学晶体材料、先进3D打印材料、液态金属等15种前沿材料。
2023. 07	《产业结构调整指导目录（2023年本，征求意见稿）》	鼓励低VOCs含量胶粘剂、环保型水处理剂，新型高效、环保催化剂和助剂，功能性膜材料，超净高纯试剂、光刻胶、电子气体、新型显示和先进封装材料等电子化学品及换件原料的开发与生产，微通道反应级数和装备的开发与应用。
2023. 03	《北京市促进通用人工智能创新发展的若干措施》	发展科学智能，加速人工智能技术赋能新材料和创新药物领域科学研究。支持能源、材料、生物领域相关实验室设立科研合作专项。与人工智能创新主体开展联合研发，充分挖掘材料、蛋白质和分子药物领域实验数据，研发科学计算模型，开展新型合金材料、蛋白质序列和创新药物化学结构序列预测，缩短科研实验周期。
2023. 02	《质量强国建设纲要》	强化企业创新主体地位，引导企业加大质量技术创新投入，推动新技术、新工艺、新材料应用，促进品种开发和品质升级。
2023. 02	《2023年北京市高精尖产业发展资金实施指南（第一批）》	大力促进高精尖产业能级跃升，坚持分类分层精准支持企业创新发展，重点支持集成电路首流片、新材料首批次医药产业化、新技术新产品推广等方向，提高产业创新能力。
2022. 12	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035）》	推进前治新材料研发应用。促进重大装备工程应用和产业化发展，加快大飞机、航空发动机和机载设备等研发，推进卫星及应用基础设施建设。
2022. 09	《关于深化电子电器行业管理制度改革的意见》	结合基础电子产品发展实际，动态调整重点新材料首批次应用示范指导目录、首台(套)重大技术装备推广应用指导目录，加大对基础电子产品的支持力度。

资料来源：中国政府各部委官网，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



■ 多个新材料取得技术突破，渗透率提升进行时

- 新要求、新趋势、新政策使得国内企业在新材料领域攻坚克难，已突破多个领域“卡脖子”技术，产品渗透率和国产替代进程同步提升。例如中国化学采用自有技术丁二烯法生产己二腈项目已顺利实现工业化生产，意味着彻底打破了国外对我国己二腈技术的封锁，填补了国内技术的空白，根据产业信息网数据，我国PA66自给率已从2014年的38.1%提升至2021年的65%；国瓷材料是继日本堺化学后国内首家、全球第二家成功运用“水热法”批量生产MLCC（多层陶瓷电容器）主要原料纳米钛酸钡粉体的企业；中触媒凭借自身优异的研发能力和成本优势将分子筛业务从亚太地区拓展至全球范围。

图表27 主要新材料国产替代进程

领域	细分领域	全球市场规模	中国市场规模	国产替代率
轻量化材料	碳纤维	34.01亿美元	15.88亿美元	46.90%
航空航天材料	聚亚酰胺	24.5亿美元	72亿元	20%
	碳化硅纤维	5.85亿美元	-	-
半导体材料	硅片	140亿美元	16.56亿美元	13.20%
	碳化硅	10亿美元	-	20%
新型塑料	尼龙66	2314.84亿元	132亿元	65%
	聚乳酸	66.2亿元	34.7	37%
电子电器电容新材料	电子陶瓷	118亿美元	763.2亿元	20%
光学和电子化学品	光学膜	1624.49亿元	498.56亿元	13%
	光刻胶	19亿美元	93.3亿元	10%
	有机发光材料	15.2亿美元	7.33亿美元	12%
	POE	-	42.82亿元	27%-30%
多用途新材料	聚苯醚	73亿元	14.6亿元	30%
	高吸水性树脂	128.9亿美元	109亿元	30%
	COC	25亿美元	-	-
工程塑料	PPO	121.68亿元	-	-

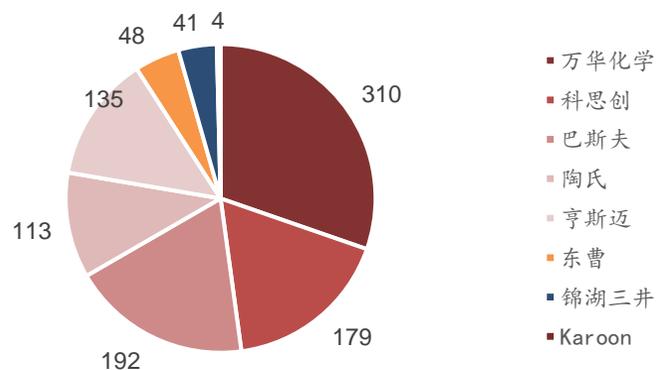
投资两大主线：周期底部复苏+
国产替代新材料

02

■ MDI：行业供给格局稳定，需求受经济景气影响较大

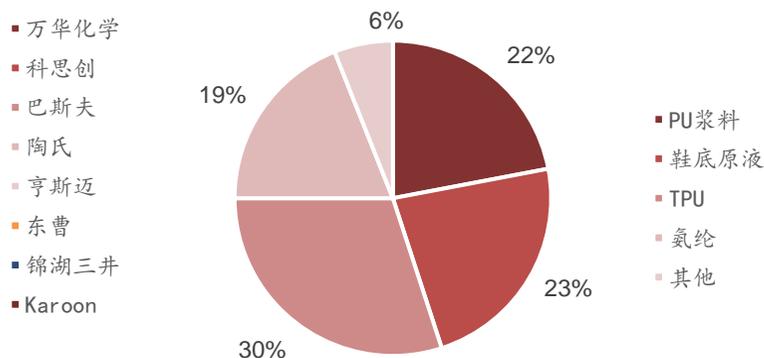
- **MDI供给稳定，万华市占率最高。** MDI是公认的高技术壁垒产品，经过几十年的发展，技术仍掌握在少数寡头手里，核心技术没有外散，MDI厂家对MDI工艺路线进行持续迭代升级。MDI产能行业集中度高，全球MDI厂家共计8家，其中产能主要集中在万华化学、巴斯夫、科思创、亨斯迈、陶氏5家国内外化工巨头中，5家厂商MDI总产能占比达到90.9%。未来，万华、锦湖三井、巴斯夫都有扩产计划，目前扩产确定性较高的只有万华化学。
- **MDI下游以轻纺、地产链为主，需求受经济景气度影响较大。** 纯MDI下游消费中，TPU占比为30%，鞋底原液占比23%，PU浆料占比22%，氨纶占比为19%。聚合MDI下游应用中47%用于家电冰柜保温材料中，是聚合MDI下游最大的应用领域，24%用于建筑相关领域；10%用于胶粘剂中，而胶粘剂下游主要用于基建施工，和建筑领域息息相关；6%用于汽车领域，受益于汽车轻量化的需求带动，聚氨酯材料在汽车结构配件中的应用愈加广泛。

图表28 全球MDI产能分布（万吨）



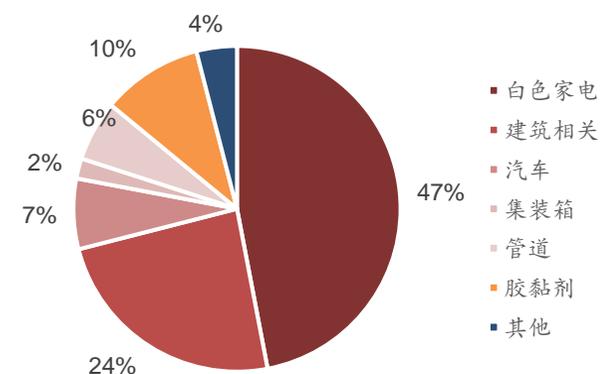
资料来源：隆众资讯、华安证券研究所

图表29 纯MDI下游应用占比



资料来源：隆众资讯、华安证券研究所

图表30 聚合MDI下游应用占比

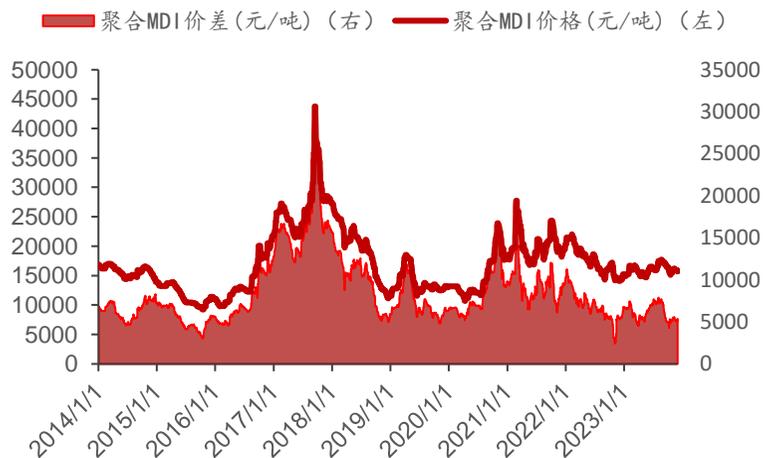


资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

■ MDI：行业供给格局稳定，需求受经济景气影响较大

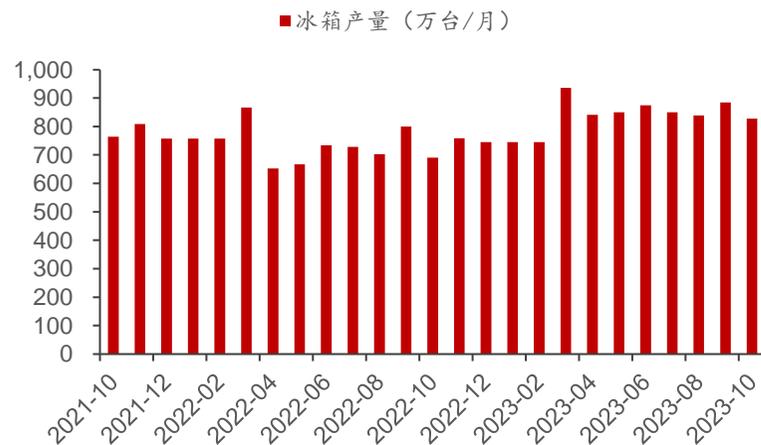
➤ 目前冬季传统需求淡季，MDI价格有所回落。截至12.1，2023 Q4纯MDI均价21050元/吨，环比下降0.98%；聚合MDI均价15706.52元/吨，环比下降5.41%；目前聚合MDI户外施工逐步停工，下游进入冬季传统淡季，成本端纯苯价格也逐步回调，MDI价格维持稳定，未来城中村改造及出行链的逐步修复叠加明年国内需求改善预期，我们预计未来MDI价格将维持平稳。MDI下游需求稳中向好，看好国内需求缓慢回暖。目前MDI下游需求处于缓慢复苏中，家电行业，2023.10，家用冰箱产量为827.2万台，同比增长19.88%，环比回落6.54%；2023.10，国内汽车产量260.8万辆，同比增长8.60%，环比回落1.91%。虽然整体需求仍处在底部区间，但需求逐步在复苏，未来回暖确定性较强。

图表31 聚合MDI价格、价差走势



资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

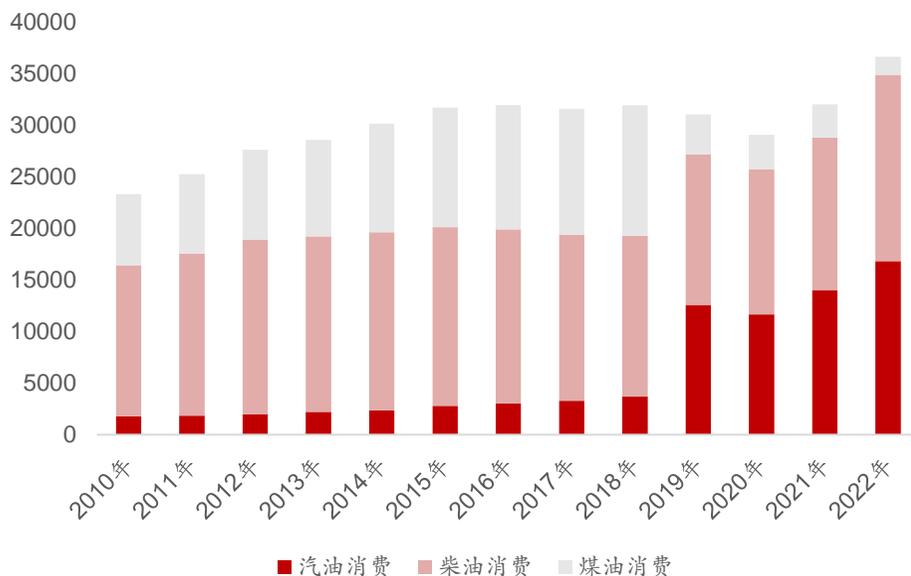
图表32 国内冰箱产量



资料来源：iFinD、华安证券研究所

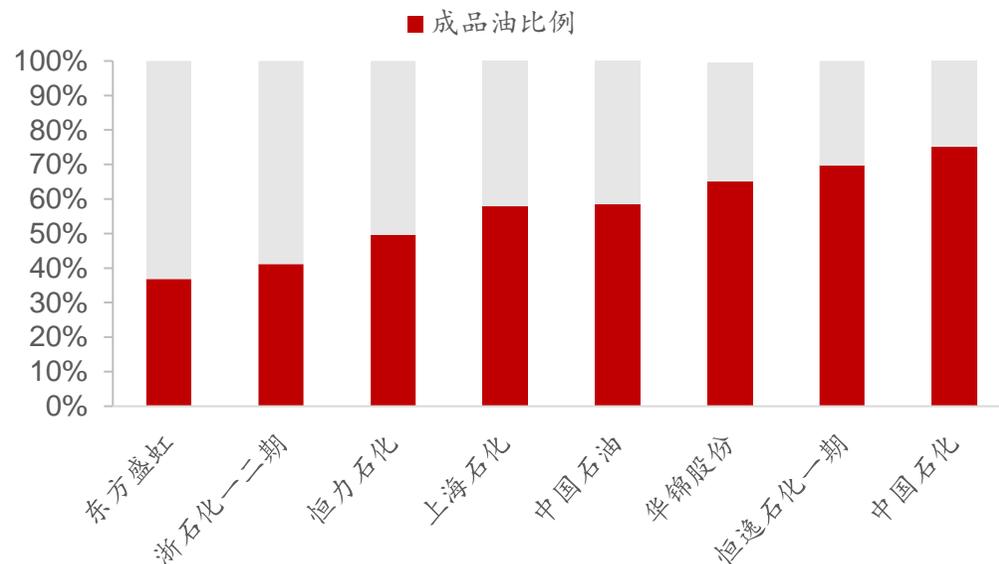
- **民营大炼化：民营大炼化占据市场主导的底层逻辑是对炼油零散、落后小产能的整合，是产业高质量发展的历史必然，其根本动力在于民营企业效率优先**
- 民营炼化企业新建炼化装置向完全一体化发展，具有更低油化比，符合国家“降油增化”的政策导向和目标。

图表 33 中国成品油供需情况



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 34 各炼化企业油化比



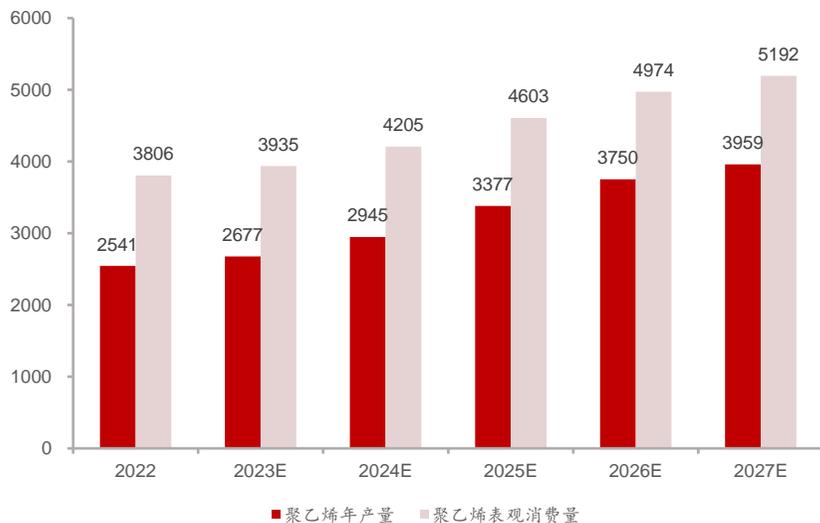
资料来源：华安证券研究所整理



■ 聚烯烃：聚烯烃仍存在较大需求缺口

- 随着生产技术的不断发展，聚烯烃产能得到了快速扩张，但目前仍存在较大需求缺口。国内聚乙烯仍有1000万吨以上的缺口，聚丙烯也存在少量缺口。

图表 35 2022-2027我国聚乙烯供需平衡及预测（单位：万吨）



资料来源：宝丰能源2022年报，华安证券研究所

图表 36 2022-2027我国聚丙烯供需平衡及预测（单位：万吨）

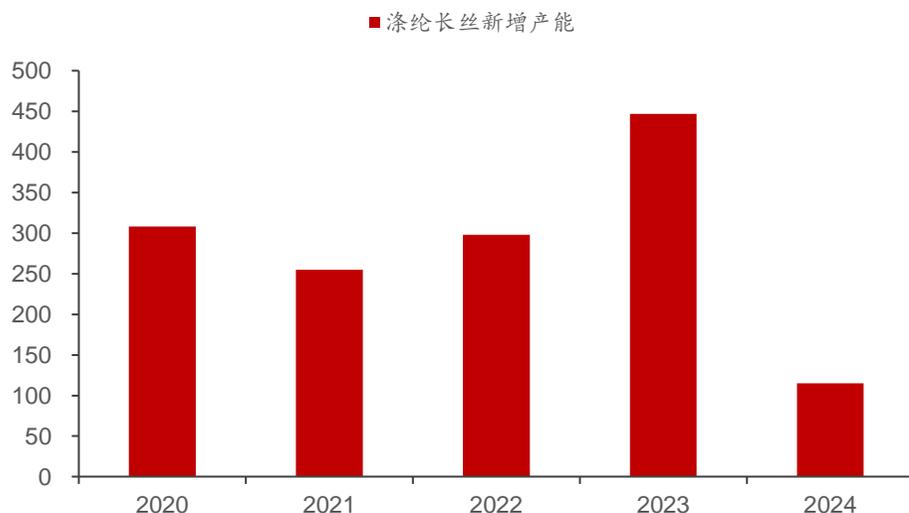


资料来源：宝丰能源2022年报，华安证券研究所

■ 涤纶长丝：新增产能有限供给端改善，供需格局优化有望提升盈利空间

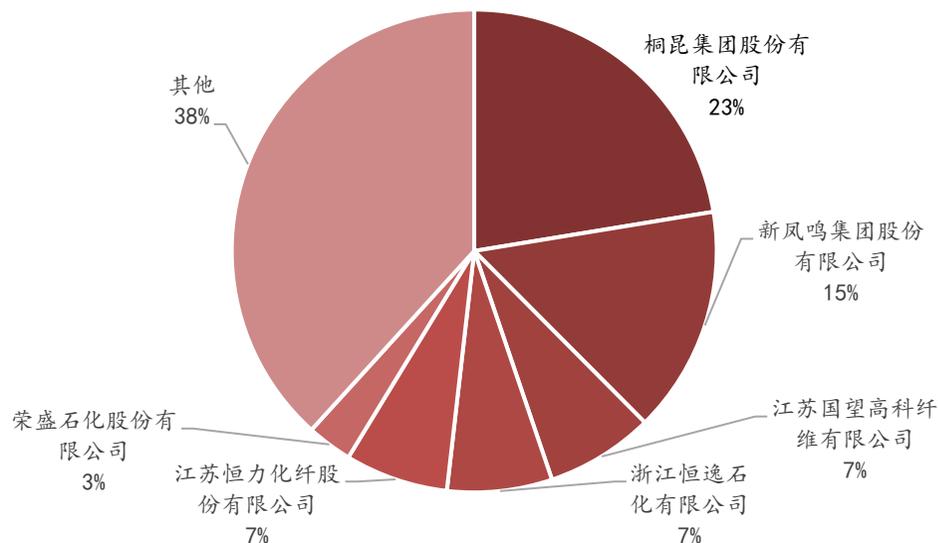
- 目前涤纶长丝投产高峰期已经结束，预计2024年新增产能115万吨左右，增速较过去几年大幅放缓，供给格局改善明显。涤纶长丝CR 6目前已达到61.71%，行业投产趋于高度理性，龙头定价话语权显著增强。

图表 37 涤纶长丝新增产能情况（单位：万吨）



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 38 涤纶长丝集中度



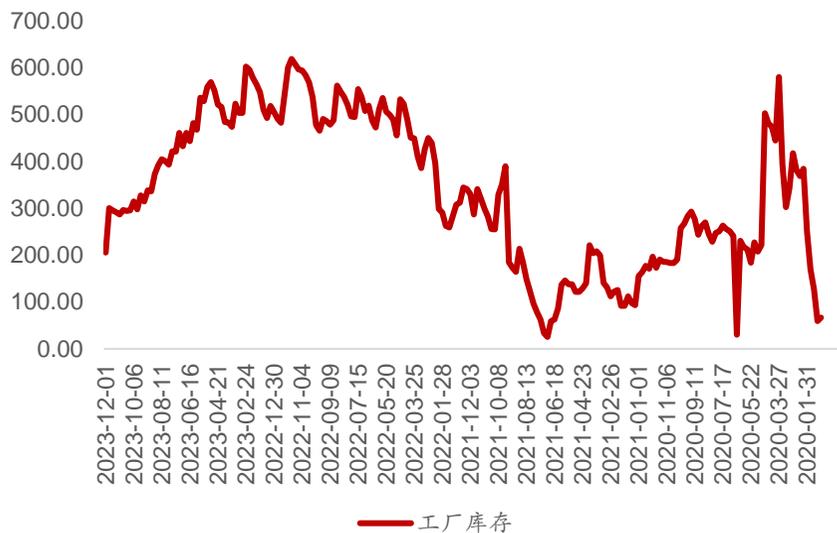
资料来源：百川盈孚，华安证券研究所



■ 涤纶长丝：需求拐点向上，盈利弹性显现

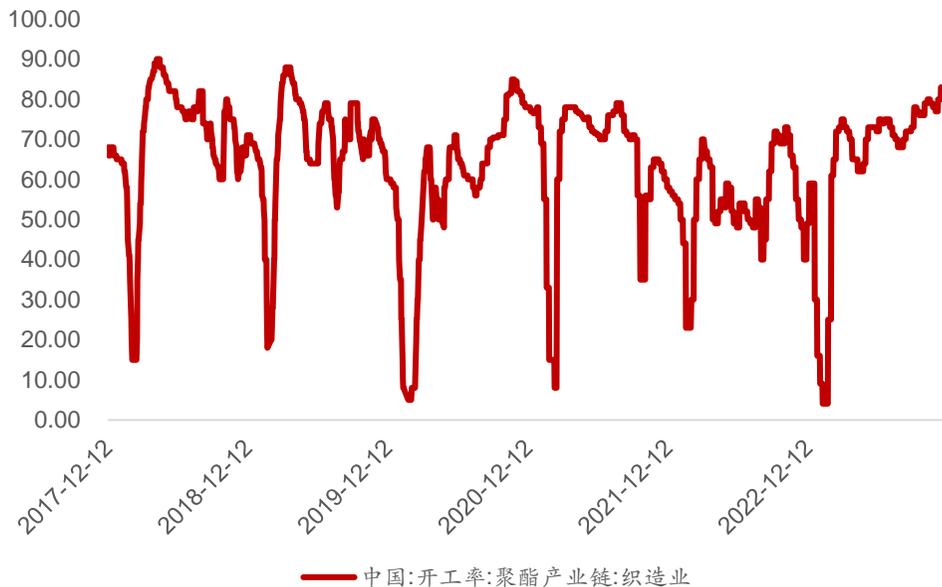
- 2023年下半年，随着国内外消费旺季的到来，织造企业开工率提升，涤纶长丝库存下降明显。明年，海外需求有望迎来补库，盈利弹性显现。

图表 39 涤纶长丝库存情况（单位：万吨）



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图40 织造企业开工率（单位：%）

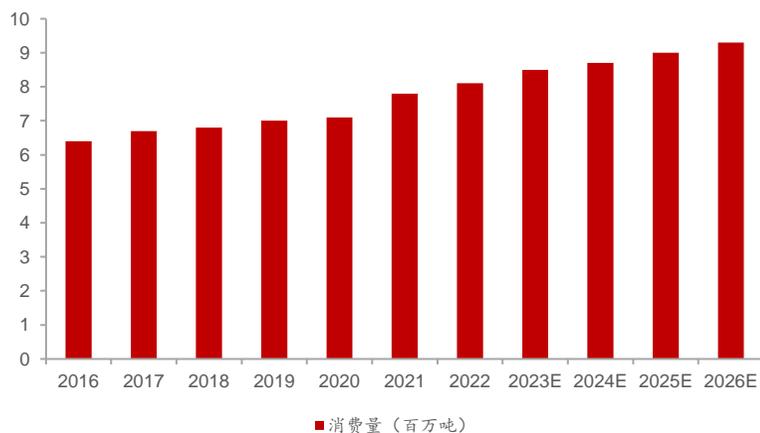


资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

■ 钛白粉：需求稳定增长

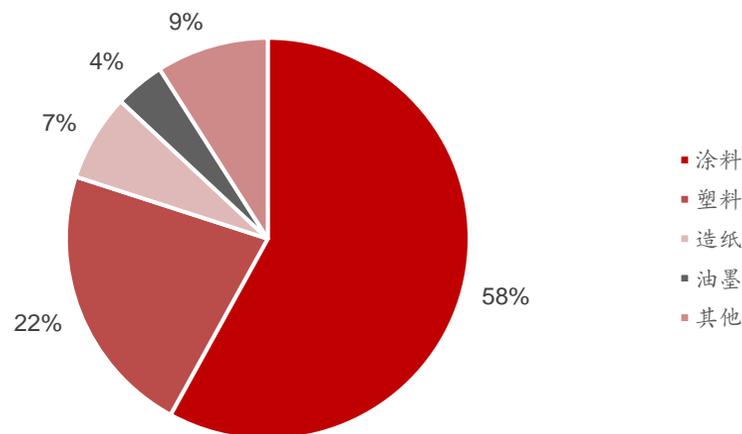
- 钛白粉下游需求广泛，消费量稳定增长。由于涂料行业、塑料行业和造纸行业等下游行业的需求日益增加，全球钛白粉消费量稳定增长，2016年至2021年的复合年增长率为3.9%。氯化法钛白粉市场具有性能及技术优势，预计全球钛白粉消费量将保持稳定增长，2026年将达到930万吨，2021年至2026年的复合年增长率为3.5%。
- 产业及环保政策趋严，氯化法钛白粉需求扩大。国家发改委2019年11月颁布并自2020年1月1日起施行的《产业结构调整指导目录（2019年本）》，限制新建硫酸法钛白粉，鼓励新建单线产能每年3万吨及以上的氯化法钛白粉生产线。拥有低成本、成熟大型氯化法钛白粉技术的企业拥有先发优势，迎来大的发展机遇。同时，由于价格优势及氯化法产能扩大，中国钛白粉企业在全全球市场的竞争力也在逐步提升。

图表41 全球钛白粉消费量



资料来源：龙佰集团公告，华安证券研究所

图表42 全球钛白粉需求结构

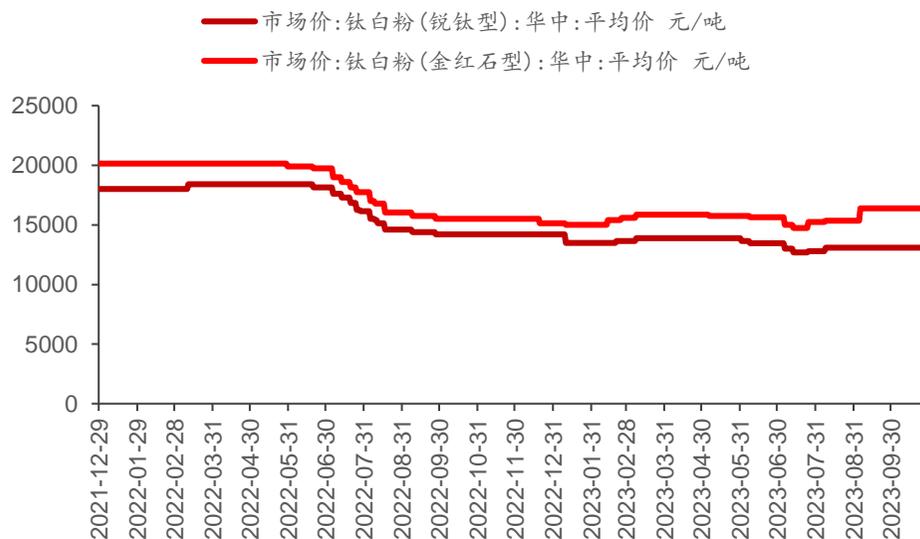


资料来源：龙佰集团公告，华安证券研究所

■ 钛白粉：房地产竣工端延续改善趋势，钛白粉价格止跌回升

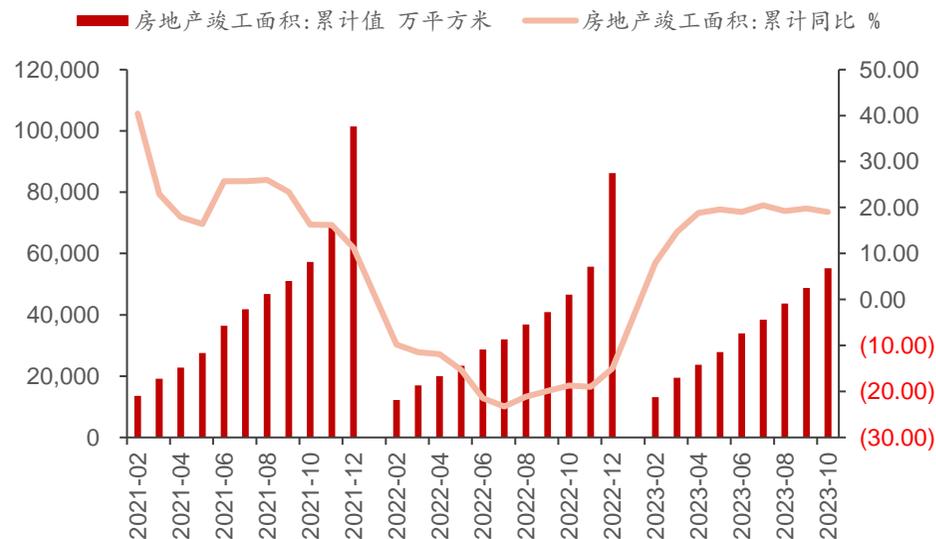
➤ 2022年，钛矿价格保持在高位，钛白粉市场呈现高开低走的态势。上半年钛白粉价格基本处于稳定阶段，上下震荡幅度不大，下半年处于价格快速下跌阶段。进入第四季度，由于市场供给减少和成本支撑，钛白粉价格逐步稳定，根据iFinD数据，华中地区钛白粉均价维持稳定，2023Q3锐钛型和金红石型报价分别为1.31万元/吨和1.64万元/吨。预计未来随着下游地产端政策陆续颁布，房屋竣工开工面积同比回正，房地产景气度好转，有望拉动钛白粉需求，带动钛白粉价格上涨。

图表43 华中地区钛白粉市场价



资料来源：iFind，华安证券研究所

图表44 房地产竣工面积累计值及同比



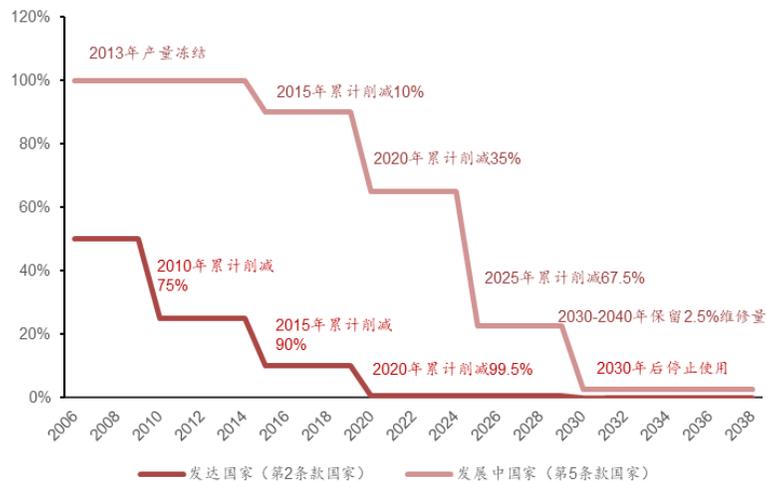
资料来源：iFind，华安证券研究所



■ 制冷剂：《蒙特利尔议定书》促进制冷剂更新换代

- 二代制冷剂配额加速削减，三代制冷剂即将进入配额冻结期。《蒙特利尔议定书》及其《基加利修正案》对制冷剂供给端进行了限制。根据协议内容，发达国家于1996年开始冻结二代制冷剂的生产，目前已完全淘汰使用，第5条款国（含中国）对 HCFCs 的生产 and 消费已经削减了35%，到2030年实现全面淘汰。发达国家在2019年便开始了对三代制冷剂的削减，目前已经削减了10%的生产配额，计划到2036年削减85%配额；包括中国在内的第一组发展中国家计划以2020年-2022年为基准线年于2024年开始对三代制冷剂生产配额进行冻结，到2045年累计削减配额80%。

图表45 二代制冷剂配额削减进程



资料来源：《蒙特利尔议定书》，华安证券研究所

图表46 三代制冷剂配额削减进程



资料来源：《蒙特利尔议定书》，华安证券研究所

■ 制冷剂：《蒙特利尔议定书》促进制冷剂更新换代

- 三代制冷剂配额之争结束，即将进入配额管理，供给将收缩。三代制冷剂对臭氧层友好，是现阶段全球市场中的主流产品，但其温室效应高，未来终将被淘汰。《蒙特利尔议定书》规定发达国家以2011-2013年HFCs平均值+HCFCs基线值的15%作为HFCs的基线值，自2019年开始削减HFCs的使用量，并在2036年将使用量削减至基准量的15%以内。根据2016年10月15日《蒙特利尔议定书》第28次缔约方大会中关于削减氢氟碳化合物的修正案中规定，发展中国家应在其2020年至2022年HFCs使用量平均值的基础上，于2024年冻结削减HFCs的消费和生产，自2029年开始削减，到2045年后将HFCs使用量削减至其基准值20%以内。

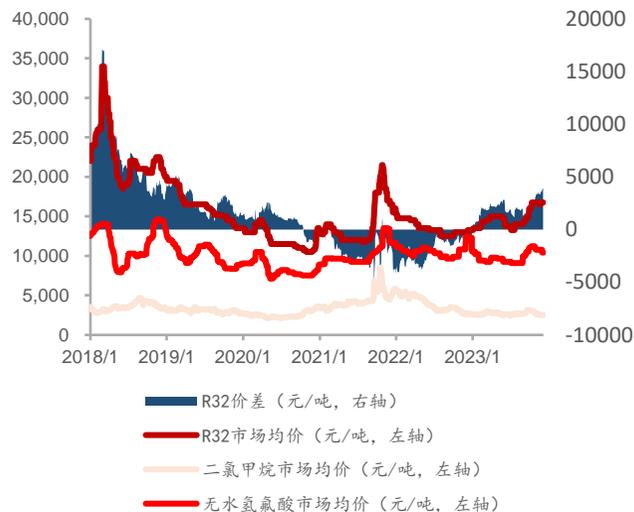
图表47 三代制冷剂削减进程

进度	大部分发达国家	俄罗斯等五个国家	大部分发展中国家 (含中国)	印度等十个国家
基线值	2011-2013年HFCs平均值+HCFCs基线值的15%	2011-2013年HFCs平均值+HCFCs基线值的25%	2020-2022年HFCs平均值+HCFCs基线值的65%	2024-2026年HFCs平均值+HCFCs基线值的65%
冻结	-	-	2024年	2028年
削减进度	2019年削减10%	2020年削减5%	2029年削减10%	2032年削减10%
	2024年削减40%	2025年削减35%	2035年削减30%	2037年削减20%
	2029年削减70%	2029年削减70%	2040年削减50%	2042年削减30%
	2034年削减80%	2034年削减80%	2045年削减80%	2047年削减85%
	2036年削减85%	2036年削减85%	-	-

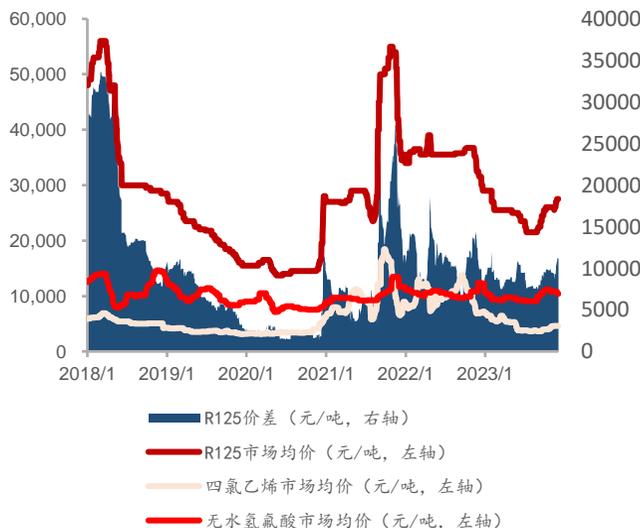
资料来源：《蒙特利尔议定书》，华安证券研究所

■ 制冷剂：配额落地，R32、R125、R134a开启涨价行情

三代制冷剂价格逐步回升，价差逐步修复。据百川盈孚数据，R32、R125、R134a在2020年到2022年的平均价差水平分别为-1043元/吨、7913元/吨、1849元/吨。截至2023年12月15日，R32、R125、R134a价差分别为3825元/吨、11390元/吨、10814元/吨，分别较2020-2022年平均价差增长4868元/吨、3477元/吨、8965元/吨。三代制冷剂价差进入持续修复期，我们预期随着配额冻结年的到来，供需错配的背景下，三代制冷剂价格有望继续上涨，行业进入高景气周期。

图表48 R32价格及价差（元/吨）


资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表49 R125价格及价差（元/吨）


资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

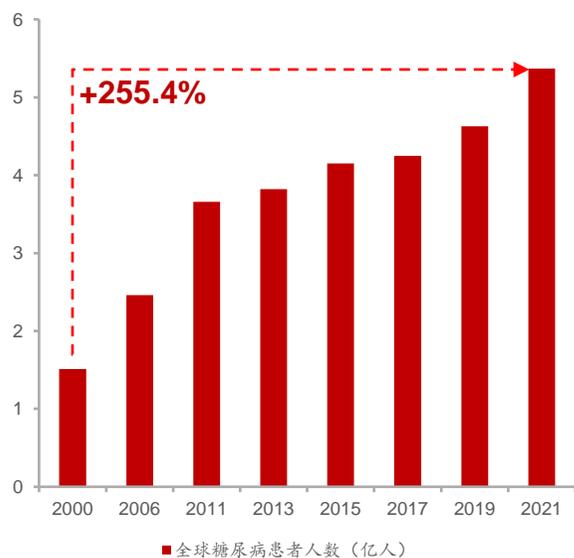
图表50 R134a价格及价差（元/吨）


资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

■ 代糖：健康需求推动代糖风起

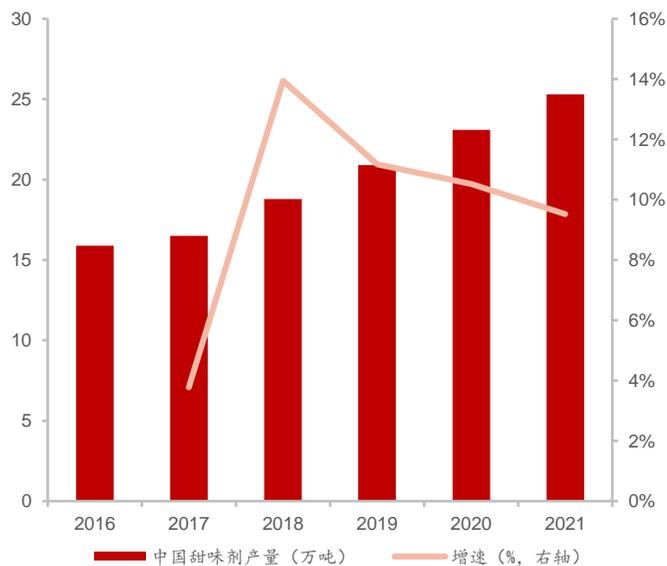
- **血糖问题威胁健康，“减糖”需求兴起。**全球糖尿病患者人数从2000年至2021年增长255.4%，达到5.37亿人。成年人超重率从2002年的22.8%增长到2020年的34.3%。糖尿病及肥胖率的高速增长给居民发出了危险信号，控制糖分刻不容缓。
- **从下游应用来看，甜味剂市场主要应用于食品饮料领域。**根据智研咨询，代糖下游中饮料的应用占比为50%，餐桌食品的应用占比为15%，烘焙食品应用占比为11%。
- **中国甜味剂市场扩张迅速。**2021年中国甜味剂产量达25.3万吨，同比增长9.52%。2018年我国甜味剂产量的增速达到13.94%，主要由于2018年元气森林推出无糖气泡水，用甜味剂替代蔗糖，推动了甜味剂市场需求量的增长。

图表51 全球糖尿病患者人数持续上升



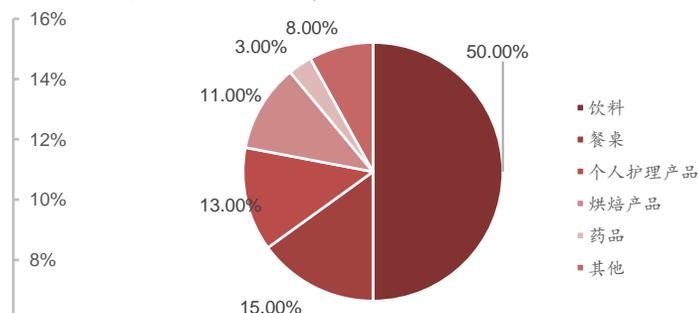
资料来源：Fastdata极数、华安证券研究所

图表52 中国甜味剂产量及增速情况



资料来源：观研报告网，华安证券研究所

图表53 2020中国甜味剂下游主要应用领域



资料来源：观研报告网、华安证券研究所

图表54 甜味剂分类

甜味剂分类	名称
天然甜味剂	木糖醇，赤藓糖醇
植物提取类	甜菊糖、罗汉果甜苷
人工高倍甜味剂	糖精、甜蜜素、阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖、纽甜

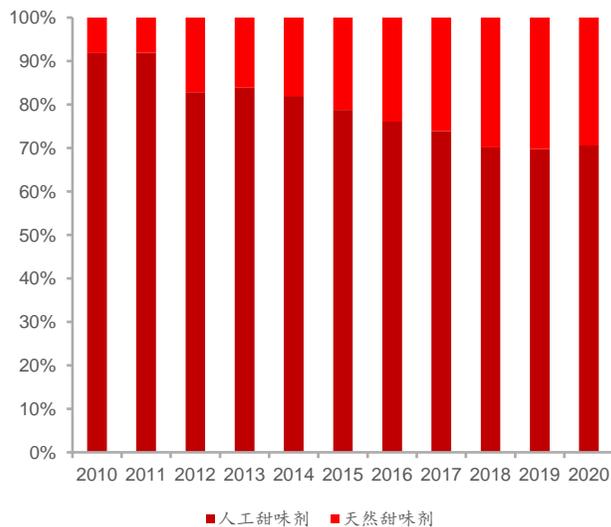
资料来源：金禾实业可转债说明书，华安证券研究所



代糖：健康需求推动代糖风起

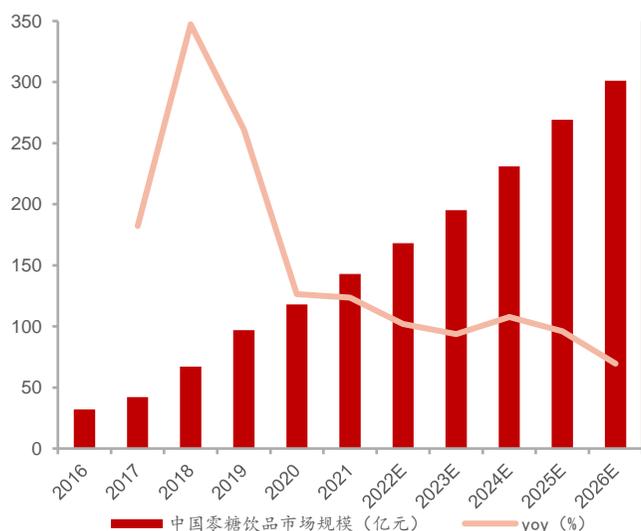
- 天然甜味剂在代糖产品中的应用占比扩大。2010至2020年间，天然甜味剂在代糖产品中的应用占比由8.16%迅速增长至29.41%。随着人们对于甜味剂的来源及安全问题关注度的不断加强，对天然甜味剂需求还将高速增长。
- 中国零糖饮料市场规模快速扩张。中国市场中，饮料是代糖下游最重要的应用领域。2021年市场达到143亿元，同比增长21.2%，且有望在2022-2026E之间保持15.6%复合增长率，进而推动代糖市场的发展。
- 与主流发达国家相比，中国代糖应用有进一步提高的空间。2020中国小包装食糖市场以蔗糖类产品占绝大多数（94.58%），天然和人工甜味剂还未兴起，与美国、欧洲的食糖消费有很大的差异。2019中国无糖可乐型碳酸饮料销售占比为3.4%，而欧美国家占比达到30%以上，英国高达63%，我国代糖消费成长空间巨大。

图表55 天然甜味剂应用占比增大



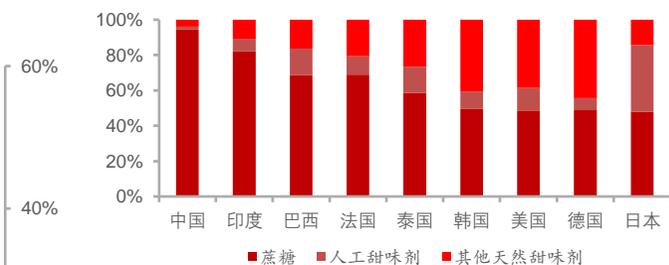
资料来源：中国知网、华安证券研究所

图表56 中国零糖饮料市场规模及增速



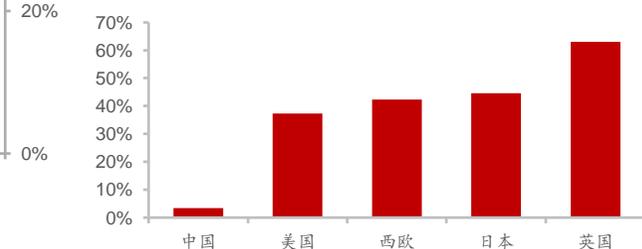
资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表57 2020世界各国小包装糖和甜味剂新品品类占比



资料来源：中国知网、华安证券研究所

图表58 2019各国和地区无糖可乐型碳酸饮料销售占比



资料来源：观研天下、华安证券研究所



■ 合成生物学：政策推动产业化加速落地，成长空间广阔

- 合成生物学下游应用领域在医疗健康、科研及工业化学品等，2026年其全球市场规模有望达307亿美元。细分合成生物学应用领域，医疗健康和科研是最大的两个下游市场，分别占比39.5%和27.8%，根据Markets and Markets预测，到2026年全球合成生物学市场规模有望达到307亿美元。
- 政府出台多项政策加速支持生物材料产业化落地。合成生物学的产业化涉及菌种构造、发酵生产、提取纯化、市场应用等多个环节，选品和放大的能力是决定企业成功与否的关键。2022年国家发改委印发《“十四五”生物经济发展规划》推动合成生物学技术创新。2023年以来，全国多地发布合成生物产业高质量发展的专项政策文件加速合成生物学产业化。

图表59 2022-2023年国家及地方政府支持合成生物学产业化落地政策

时间	颁发机构	政策文件	主要内容
2023/11/6	江苏省人民政府	《省政府关于加快培育发展未来产业的指导意见》	优先发展的10个成长型未来产业种“细胞和基因技术”、“合成生物”、“零碳负碳”均涉及合成生物学上下游不同领域
2023/11/1	常州市委市政府	《关于推进合成生物产业高质量发展的实施意见》，《常州市关于支持合成生物产业高质量发展的若干措施》	内容包括设立规模20亿元以上的合成生物产业基金
2023/9/26	上海市人民政府	《上海市加快合成生物创新策源 打造高端生物制造产业集群行动方案（2023-2025年）》	提出以浦东新区创新突破为核心，以金山区和宝山区制造承载为两翼，打造“一核两翼”合成生物产业空间布局。在产品方面，提出大分子产品全产业链落地，资本市场方面，提出到2025年新增3至5家合成生物领域企业上市
2023/9/12	杭州市政府	《支持合成生物产业高质量发展的若干措施》	重点支持合成生物公共服务平台建设，加强合成生物产业要素保障，对经认定的合成生物特色园区，加快推动规划环评与项目环评联动。
2023/5/16	深圳市政府	《深圳市光明区关于支持合成生物创新链产业链融合发展的若干措施》	对获得“合成生物学”“绿色生物制造”“生物大分子及微生物组”“生物安全技术”“科技攻关重点项目”等单位给予资助。
2023/1/9	工信部	《加快非粮生物基材料创新发展三年行动方案》	提出以非粮生物质开发利用技术突破为基础，深化生物化工与传统化工耦合、工业与农业融合，以技术、模式创新为动力，促进生物基材料优性能、降成本、增品种、扩应用。
2022/8/18	科技部	《科技支撑碳达峰碳中和实施方案（2022—2030年）》	前沿颠覆性低碳技术创新行动中涉及到新型绿色氢能技术、二氧化碳高值化转化利用技术，需要以合成生物学为基础进行创新。
2022/5/10	发改委	《“十四五”生物经济发展规划》	指出合成生物学作为前沿生物技术，要加强原创性、引领性基础研究，推动合成生物学技术创新，突破生物制造菌种计算设计、高通量筛选、高效表达、精准调控等关键技术。

资料来源：国家及地方政府官网、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



■ 合成生物学：政策推动产业化加速落地，成长空间广阔

- 合成生物学在化工领域的应用主要包含材料、化学品、化工用酶、油类和润滑剂等多方面，国内外企业陆续推出生物基材料产品。例如，凯赛生物针对长久以来化学合成长链二元酸技术的不足，以石油中的副产物正烷烃为原料，采用微生物发酵的方法生产长链二元酸，显著降低了成本和污染，是世首个使用生物法产品取代石油化学法产品的商业成功案例。

图表60 国内外企业陆续推出生物基材料产品

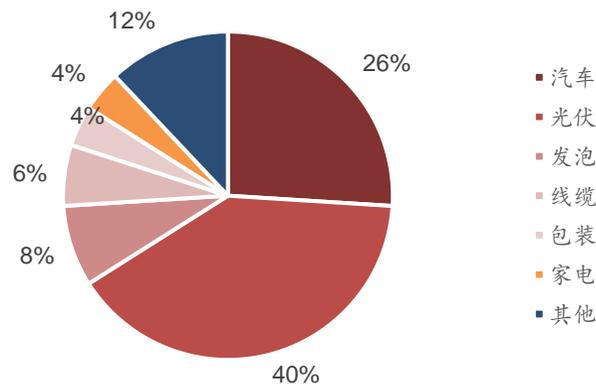
公司名称	生物基材料	应用
科思创	ISCC认证的生物基MDI和生物基TDI	MDI广泛应用于鞋服、纺织和汽车内饰等领域，也用于生产聚氨酯硬泡，作为高效保温隔热材料应用于冷藏设备和建筑行业。与总部位于香港的全球知名聚氨酯软体家居产品制造商和销售商盛诺集团签订了其全球首份生物基TDI商业订单，旨在通过提供更多更可持续的原材料，帮助下游行业客户减少碳足迹。
巴斯夫	Lupranat® ZERO——一种温室气体中立的芳香族异氰酸酯	Lupranat ZERO将首先用于Lupranat M 70 R，应用于建筑业的MDI聚异氰酸酯板（也称为PIR或polyiso）和硬质聚氨酯泡沫塑料的生产。硬质泡沫板非常耐用，用于保温。
万华化学	100%生物基TPU材料	万华化学100%生物基TPU产品使用由玉米秸秆制得的生物基PDI，添加剂如米糠蜡也均来自非食物链玉米、蓖麻等可再生资源。该款产品还以优异的高强度、高韧性、耐油、抗黄变等性能，不断为鞋服、薄膜、消费电子、食品接触等领域的绿色转型赋能。
盛禧奥	APILON™ 52 BIO生物基TPU	APILON™ 52 BIO材料系列包括柔性和硬质等级（酯基、醚基和混合酯-醚基）。通过减少温室气体（如二氧化碳）排放，为后代节约化石资源，这些生物基生物塑料具有显著的环境效益。
科思创	Desmopan® EC系列生物基TPU	科思创与德国户外装备和鞋履制造商VAUDE合作，为其新款Lavik Eco户外越野鞋打造了一种生物基发泡中底。
朗盛	生物基聚氨酯预聚体系列Adiprene Green	Adiprene Green系列产品非常适合对弹性体性能要求苛刻的应用，例如胶辊包胶、工业滚轮、造纸机靴套以及免充气轮胎等。
海珥玛	植物油多元醇	植物油多元醇可以用于传统木工胶、结构胶、灌封胶等。植物油多元醇的分子量、官能度、粘度、反应性可调，相比聚酯有更多的选择，同时提供了更好的耐老化和耐水解性能。
SK化学	生物基多元醇	现代汽车和起亚已经使用SK化学品的ECOTRION开发了人造革，并将其应用于Genesis GV60的座椅，而且正在考虑应用于其他车型。
元利化学	生物基BDO	生物基1,4-丁二醇作为一种重要的原料，广泛应用于氨纶、可降解塑料、聚氨酯、鞋材、新能源电池等众多领域。
帝斯曼	生物基高温聚酰胺	Stanyl B-MB出色的高温力学性能、卓越的流动性和加工性以及出色的耐磨性和耐摩擦性，使其成为汽车、电子、电气和消费品行业高温应用的理想选择，如USB连接器、汽车和工业执行器齿轮、轴承保持架和食品接触传送带等。
埃万特	Nymax™ BIO低吸水率和生物基聚酰胺配方	相比传统的PA66玻璃纤维填充材料，Nymax BIO的低吸水性聚酰胺配方尺寸稳定、功效持久，能有效解决成品零件的吸水（吸湿）问题。
凯赛生物	生物法长链二元酸、生物基聚酰胺	生物法长链二元酸产品目前已形成高性能长链聚酰胺、香料、高档热熔胶、高档润滑油、粉末涂料等下游应用市场。聚酰胺56产品在阻燃、吸湿排汗、染色能力等方面都有一定优势，在服装、箱包、地毯、工装等下游产业中都具备替代传统尼龙化纤等原料的潜力。

资料来源：TK生物基材料、华安证券研究所

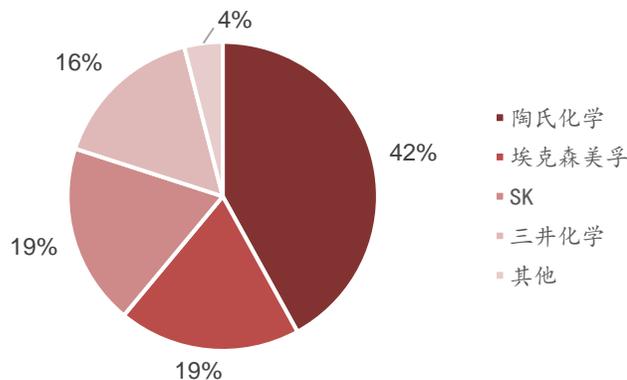
■ POE：光伏胶膜带动POE快速发展，国产化率仍为零

- 光伏、汽车为POE下游主要应用领域，POE在光伏领域发展较快，传统业务市场趋于稳定。2021年POE下游消费以光伏和塑料改性为主，其中光伏领域占比达到40%，发泡需求稳定，占比达到8%，汽车、家电领域因行业发展趋缓叠加疫情影响，改性塑料需求增速缓慢，市场占比与2018年相比出现下滑，汽车领域占比达到26%，电线电缆占比6%，家电占比4%，其他领域达到12%。
- POE产能目前完全被国外垄断，目前国产化率仍为0。目前全球POE产能约为108万吨，其中陶氏化学共计产能46万吨，占全球产能的42%；埃克森美孚和SK，产能均为20万吨，占比均为19%，三井化学拥有17万吨的产能，产能占比约为16%。国内企业目前尚无实现规划化量产。

图表61 2021我国POE下游应用结构



图表62 全球POE厂家产能分布



资料来源：华经产业信息网、华安证券研究所
敬请参阅末页重要声明及评级说明

■ POE：光伏胶膜带动POE快速发展，国产化率仍为零

国内企业规划产能多，目前多处于中试阶段。POE在光伏领域的需求快速增长，使得POE下游应用结构持续改善，国内企业近些年加快对POE聚合、茂金属催化剂以及 α 烯烃方面的研发。目前国内企业布局POE总产能超过300万吨，产能进展均停留在规划及中试阶段，万华进展最快。

图表63 国内POE厂家产能规划

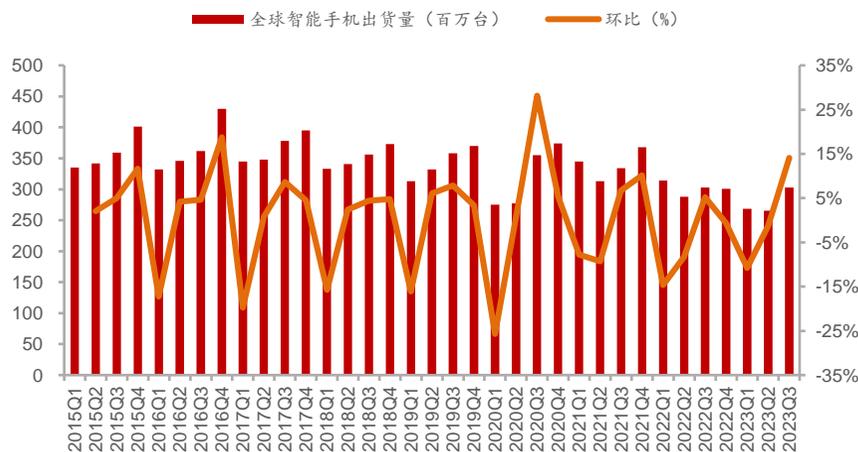
国内厂商	规划项目	规划具体产能	项目进度	预计投产时间
万华化学	2*20万吨/年POE	40	2021年完成1000吨中试线，已打通下游光伏客户	预计2024年上半年投产20万吨
卫星化学	10万+60万吨POE	70	2023.03，原料 α -烯烃已完成中试	10万吨预计2025年投产，60万吨待定
浙江石化	2*20万吨/年POE	40	无明显进展	待定
东方盛虹	江苏盛景规划建设30万吨/年POE项目，斯尔邦石化规划建设10万吨POE项目	40	800吨/年POE中试装置于2022.9.27开车成功	建设期2年，预计2025-2026年投产
中石化茂名石化	规划5万吨/年POE	5	2022年9月,1000吨/年POE中试装置开车成功;2023年3月,5万吨/年POE项目工业试验装置项目已受理公示	预计2025投产
中石化天津石化	规划10万吨/年POE(C4型)	10		120万吨/年乙烯及下游高端新材料项目预计2025年投产，其中POE有望2024年投产
诚志股份	2×10万吨 POE	20	已完成POE立项，无明显进展	建设期3年，预计2026年投产
京博石化	规划5万吨/年POE	5	2021年已完成中试，	预计2025年投产
鼎际得	共规划40万吨/年POE	40	采用国外工艺包	预计2025年投产20万吨
惠生工程	规划10万吨/年POE	10	2022年中试环评公示	待定
湛江中捷精创新材料	规划10万吨/年POE装置	10	2023年4月，10万吨POE项目环评受理	待定
中能高端新材料	规划10万吨/年POE装置	10	2023年3月,10万吨/年POE装置及配套公用工程系统项目环评报告书报批前公示	待定
兰州石化	规划10万吨/年POE装置	10		处于规划中，待定
中石油大庆石化			首套千吨级POE试验装置2023.07打通生产全流程	
			预计2024投产	预计2025
产能规划及投产		310	30	110

资料来源：各环评公告、华安证券研究所
敬请参阅末页重要声明及评级说明

■ 光学膜：消费电子景气度回升，智能手机出货量反弹

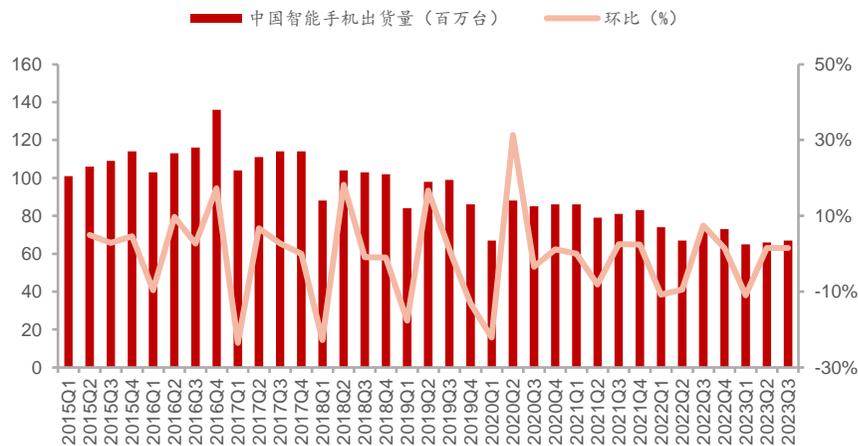
- **2023年第三季度手机出货量同比止跌：**2023Q3全球智能手机出货量3.02亿台，同比下滑0.07%，环比上升14.1%。短期来看，由于下半年迎来智能手机销售旺季，全球智能手机出货量正处于爬升阶段。长期来看，相比2022Q3出货量同比下滑9.28%，2023Q3同比高出9.21pct，整体下滑速度开始放缓。2023Q3中国智能手机出货量0.67亿台，同比下滑6.94%，环比上升1.52%。短期来看，2023Q1、2023Q2环比分别为下滑10.96%、上升1.54%，出货量由降转升，体现出行业的周期性上升。长期来看，相比2022Q3出货量同比下滑9.28%，2023Q3同比要高出2.34pct，下滑速度也呈现出放缓的趋势。
- **消费电子市场景气度回升初见端倪：**当前全球智能手机处于去库存阶段的尾声，部分领域已经开始出现反弹迹象，我们预计目前正处于行情拐点阶段，预计未来行业景气度会逐步上升。

图表64 全球智能手机出货量



资料来源：IDC、华安证券研究所

图表65 中国智能手机出货量



资料来源：IDC、华安证券研究所

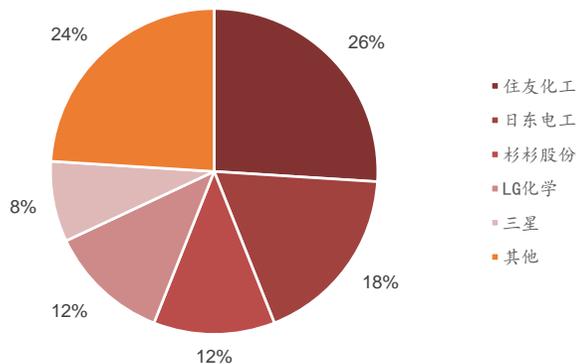


■ 偏光片基膜：偏光片国产化加速，基膜市场空间大

面板厂商向国内转移，带动国产偏光片产业链发展：近年来，偏光片企业不断扩大产能、偏光片投融资向好。从企业市场规模占比来看，住友化工市场份额在全球市场和国内市场占比最高，分别达22.1%和26%。其次，本土企业杉金光电积极建设全球领先的偏光片产线，市场份额占比达17.7%，在中国市场份额占比也达到12%，位居第三。

偏光片离型膜、保护膜基膜市场空间巨大：全球偏光片离型膜、保护膜基膜的市场需求超过7亿平。偏光片保护膜主要生产企业有LG化学、藤森、日东、斯迪克，目前中国偏光片保护膜市场中，藤森工业和LG化学所占份额超80%。离型膜主要生产企业有三菱化学、东丽、琳得科、藤森、日东，目前中国偏光片离型膜市场中三菱化学和东丽所占份额超90%。国内PET光学基膜厂商产品以中低端为主，高端市场产能严重不足。但随着国内离型膜生产企业的验证合作逐步发展，将促使离型膜国产替代进口的进程加快，国产替代进口具有较大的发展空间。

图表66 中国偏光片市场份额占比情况



资料来源：中商产业研究院、华安证券研究所

图表67 偏光片市场空间

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球面板产能/百万平	349	385	401	414	430	450
产能利用率/%	90%	90%	85%	80%	85%	85%
面板出货量/百万平	314.1	346.5	340.85	331.2	365.5	382.5
LCD占比/%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
OLED占比/%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
偏光片需求量/百万平	612.50	675.68	664.66	645.84	712.73	745.88
偏光片离型膜基膜需求量/百万平	704.38	777.03	764.36	742.72	819.64	857.76
偏光片保护膜基膜需求量/百万平	704.38	777.03	764.36	742.72	819.64	857.76

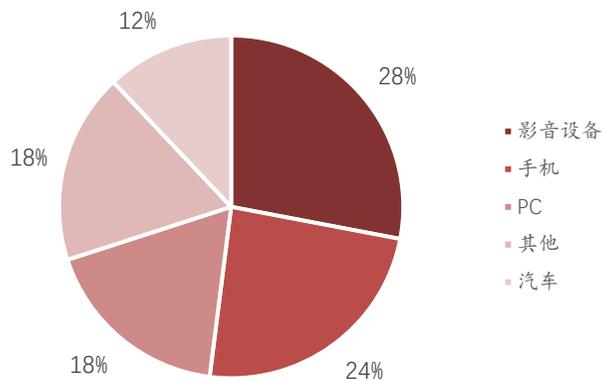
资料来源：DSCC，华安证券研究所

■ MLCC离型膜基膜：对均匀性要求高，基膜市场空间250亿以上

MLCC是用量最大、发展最快的片式电子元件品种，下游应用主要为消费电子、通讯基站、视频设备等领域：MLCC离型膜上游原材料主要包含PET基膜和有机硅树脂、固化剂、溶剂及其他离型剂，消费电子领域需求占比约70%，其中音视频设备需求占比达28%，手机市场需求占比约24%，PC需求占比达18%。汽车领域作为MLCC下游应用的第二大市场，占比约为12%，尽管当前占比不高，但是随着新能源汽车快速崛起，车规级MLCC逐渐成为下游需求增长的新支柱。尤其是在当前消费电子市场需求持续疲软的形势下，车用MLCC领域下游市场仍然展现出强劲的增长动力。

MLCC需求和消费电子行情关联度高，MLCC离型膜基膜市场需求250亿以上空间：由于受到外部宏观环境变动及行业周期波动影响，2022年面向消费电子类市场的MLCC需求有所下降。2022年需求量为48890亿只，对应MLCC离型膜需求面积约为103亿平方米，对应离型膜基膜市场空间约为257亿。假定未来MLCC整体需求保持4%左右的增长，离型膜基膜单价稳定在2.5元/平方米，预计2025年离型膜市场空间将达到289亿元。

图表68 MLCC 器件下游应用领域结构



资料来源：华经产业研究院、华安证券研究所

图表69 MLCC离型膜基膜需求预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
MLCC出货量 (单位: 亿)	43940	50170	48890	50670	52810	54940
单只MLCC堆叠层数	400	400	400	400	400	400
单层MLCC面积 (平方毫米)	5	5	5	5	5	5
MLCC离型膜面积 (亿平方米)	87.9	100.3	97.8	101.3	105.6	109.9
MLCC离型膜基膜面积 (亿平方米)	92.3	105.3	102.7	106.4	110.9	115.4
离型膜基膜单价 (元/平方米)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
离型膜基膜市场空间 (亿元)	230.8	263.3	256.8	266.0	277.3	288.5

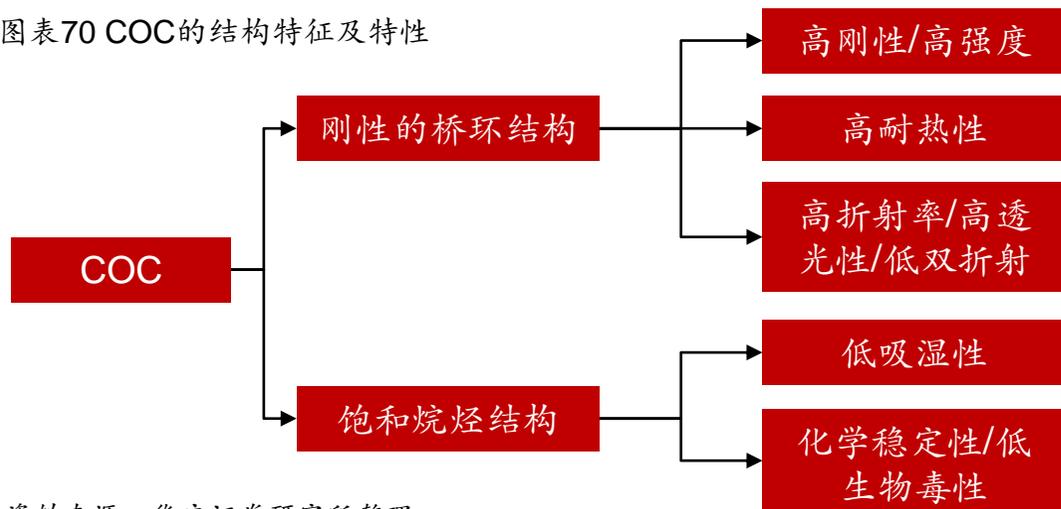
资料来源：Strategy Analytics, TrendForce, TD产业联盟, 华安证券研究所



■ COC材料：性能优异应用广泛，产业化元年即将来临

- COC/COP（环烯烃共聚物/聚合物）是一类性能优越的材料，具有紫外可见区高透明度等优良的光学性能，低双折射率，高阿贝值，低吸水性，高生物相容性等。目前主流的手机摄像镜头均采用以此为原料的塑料镜片，同时近年来也拓展了预灌注、医疗包装、食品包装等用途。
- COC材料具有较高的技术壁垒，主要的技术难度包括降冰片烯单体的制备、茂金属催化剂的研发、环烯烃聚合物的合成过程控制等。

图表70 COC的结构特征及特性



资料来源：华安证券研究所整理



■ COC/COP材料：性能优异应用广泛，产业化元年即将来临

- 目前COC/COP聚合物产能主要掌握在日本厂商手中，包括瑞翁公司、宝理塑料、三井化学和日本合成橡胶等。目前几家主要产商的COC/COP产能合计为8.6万吨/年，其中瑞翁公司和宝理塑料占比较大。后续扩产主要来自于宝理（2万吨，2024年），主要针对的是增长的光学领域的需求。
- 目前尚无国产产品进入下游产业链，目前国内企业中阿科力、拓烯科技的研发进展领先。

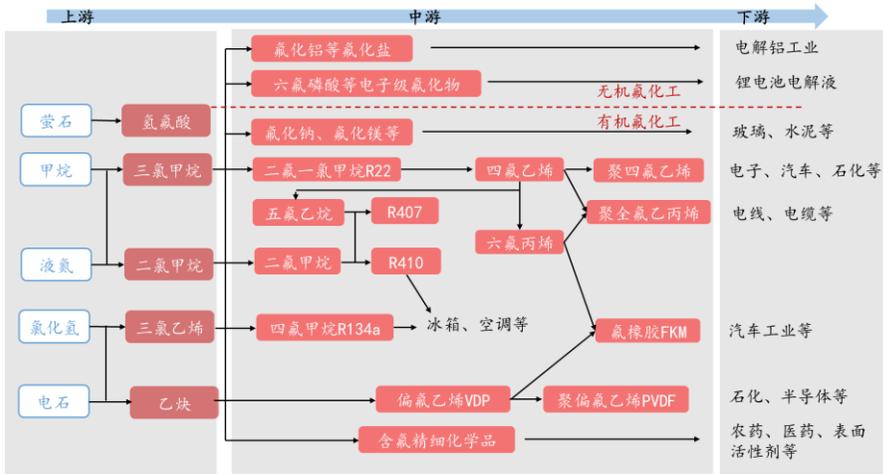
图表71 COC/COP全球竞争格局

	企业	产品型号	产能（万吨）	用途	性能	重点领域
COC	宝理（原德国赫斯特）	TOPAS	3	医用预填充注射器、医用诊断类检测耗材、药品包装和食品包装等	吸水性不足0.01%，透光率91%，比重1左右，Tg高达178°C，改善水蒸汽气密性，增加刚性、耐热性，能赋予易切割性，保香性，PE相容性	医疗健康、通用包装
COP	瑞翁	ZEONOR	4.2	PC和移动电话导光板、LCD TV的扩散板和光学膜、光盘、汽车灯组件、食品容器	吸水性不足0.01%，透光率92%，比重1左右，Tg 100-163°C，转印性优异，低介质损耗，折射率与阿贝数的稳定性良好，杂质少，高强度，低透视性	LCD膜材料
		ZEONEX		光学设备（手机、数码相机、袖珍相机中的相机镜头和棱镜）、办公室电子设备中的fθ镜头、医疗生物用途	吸水性不足0.01%，透光率92%，比重1左右，Tg 120-160°C，低介质损耗，折射率与阿贝数的稳定性良好	光学镜头
COC	三井	APEL	0.9	手机及相机镜头（注塑性能增强）、AR头显（低双折射率增强）、车载镜头（耐热性增强）、DVD（隔湿性增强）、医疗包装		光学镜头、医疗健康
COC	JSR	ARTON	0.5	手机镜头、相机镜片、汽车用LED镜片、DVD/CD光盘、导光板、前光板		光学镜头
总产能			8.6			

■ 氟精细化学品：政策大力扶植，国产替代空间大

政策大力支持，我国有机氟化学品市场广阔。氟化工产品以萤石为起点，延伸出无机氟化物、氟碳化学品、含氟聚合物及含氟精细化学品四大类产品。随着我国电子电器、半导体、通讯工程、航空航天、国防、医药医疗、新能源等相关产业的快速发展，氟化工市场容量将呈现持续增长的趋势。根据“十四五”发展规划，截至2019年我国各类氟化工产品总产能超过640万吨，总产值超过1000亿元。目前，我国的氟化工产业已突破绝大部分大宗、中低端氟化工产品的技术垄断，正在向高技术含量、高附加值的氟化学品发展。在“十四五”期间，我国将成为全球最大的氟化工生产和消费国，我国氟化工产业到2025年市场占有率有望达到65%以上。

图表72 氟化工产业链



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表73 有机氟化工产业相关政策

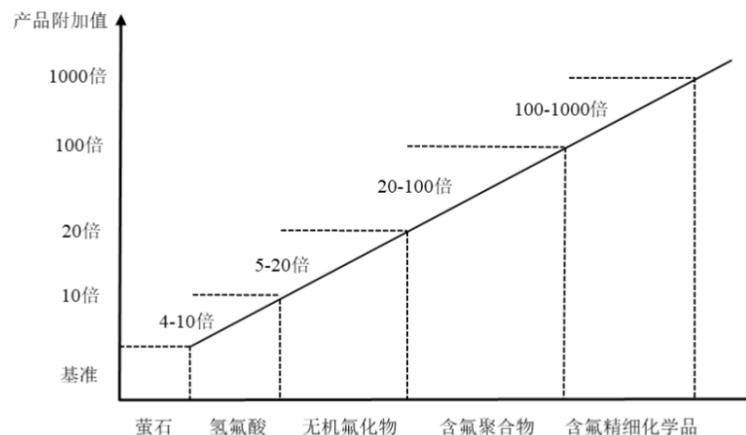
名称	部门	时间	相关内容
《中国氟化工行业“十三五”发展规划》	中国氟硅有机材料工业协会	2016.3	要重点开发技术含量高、附加值高、成长性好的含氟精细化工产品，提高含氟精细化学品在氟化工产品中的比例，重点研发和培育高稳定性锂电池电解质等含氟精细化工产品。
《石化和化学工业发展规划》(2016-2020年)	工业和信息化部	2016.1	加快化工新材料等新产品的应用技术开发，注重与终端消费需求结合，加快培育新产品市场。加强知识产权保护，加大人才培养和引进，营造“大众创业、万众创新”的良好社会氛围。
《产业结构调整指导目录(2019年本)》	国家发改委	2019.1	含氟精细化学品为鼓励类产业
《中国氟化工行业“十四五”发展规划》	中国氟硅有机材料工业协会	2020.1	“十四五”是我国氟化工行业转向自主创新、积累新的技术优势的关键期，应加强前瞻性和基础性研究，提高自主创新和原始创新能力，突破一批关键技术，到“十四五”末基本实现技术由“跟跑”到“并跑”乃至“领跑”的转变，打破国外知识产权壁垒。

资料来源：各部门官网，华安证券研究所

■ 氟精细化学品：产品附加值高，下游需求广阔

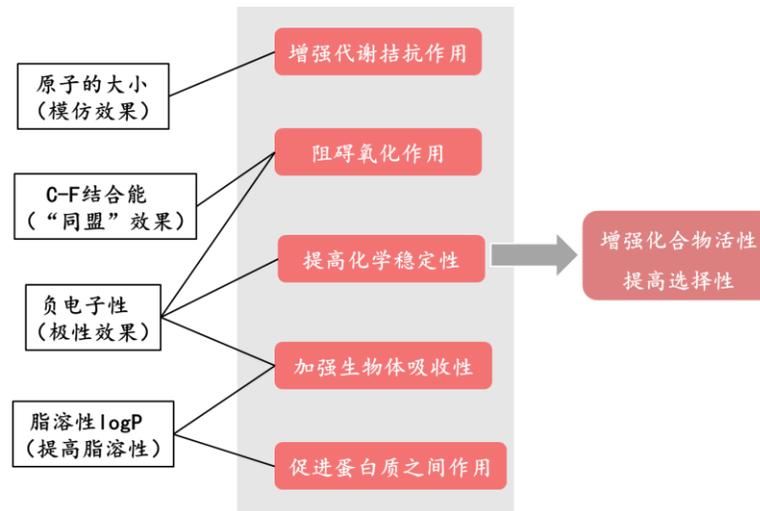
- 含氟精细化工企业技术不断突破，国产替代成长空间巨大。在氟化工产业链中，随产品加工深度增加，产品的附加值和利润率成几何级数增长。当前，附加值高、深度加工以及技术要求高的高端氟精细化工基本被海外企业占据，发达国家含氟精细化学品在氟化工中的产值比例高达45%，而我国含氟精细化学品的产值占比为27%，仍有较大差距。近年来，随着我国含氟精细化工行业的技术积累以及下游应用行业的转型升级步伐加快，我国含氟精细化工企业进口替代的发展空间巨大。
- 含氟医药中间体应用前景广阔。在医药领域，由于含氟医药具有高效、低毒、易代谢等特点，应用日益普遍。2019年，FDA 批准了48个新药的上市申请，其中11个药物分子含氟，在全球销售前200名的药物中，含氟药物高达29个，占比达14.5%，全球含氟药物年销售额约为400亿美元，含氟医药中间体市场规模约为40亿美元。

图表74 氟化工产业链产品附加值



资料来源: wind, 康鹏科技招股书, 华安证券研究所

图表75 氟原子的功能效果



资料来源: 《2003年-2011年上市的含氟医药新品种》张一宾, 华安证券研究所

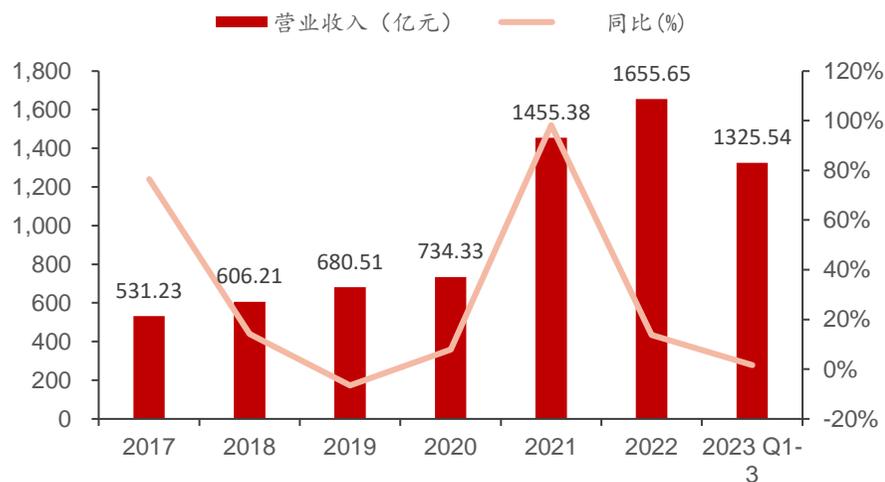
关注供需改善赛道的优质龙头、
渗透率及市占率提升的新材料企业

03

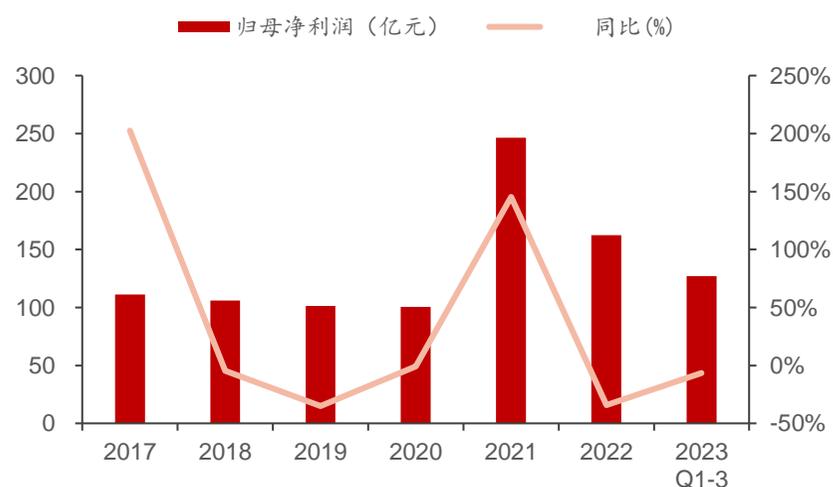
■ 万华化学：聚氨酯全产业链寡头垄断，新材料多点推进持续发展

- **成本上升需求走弱致业绩承压，聚氨酯、石化盈利回落。**2022年俄乌战争叠加通货膨胀影响，石油类原料价格大涨，中游化工品成本承压；需求端受经济下行叠加疫情影响，公司主营业务MDI、石化等产品价差收窄，盈利受损。公司2022年实现营业收入1655.65亿元，同比增长13.76%；归母净利润162.39亿元，同比下降34.12%；2023前三季度，实现营业收入1325.54亿元，同比增长1.64%，实现归母净利润127.03亿元，同比下降6.65%。
- **福建基地扩增MDI，收购烟台巨力，未来TDI、MDI行业竞争格局进一步向好。**烟台巨力作为国内TDI主流供应商之一，在新疆具有15万吨产能，收购后，公司产能今年底将成为全球第一。福建基地规划40万吨MDI，预计明年底前投产，叠加宁波基地60万吨MDI新产能待投产，未来MDI行业竞争格局将保持稳定，未来长期将看不到有新进入者的可能。

图表76 万华化学2022年营业收入同比增长13.76%



图表77 万华化学2022年归母净利润同比下降34.12%



资料来源：iFinD，华安证券研究所

资料来源：iFinD，华安证券研究所

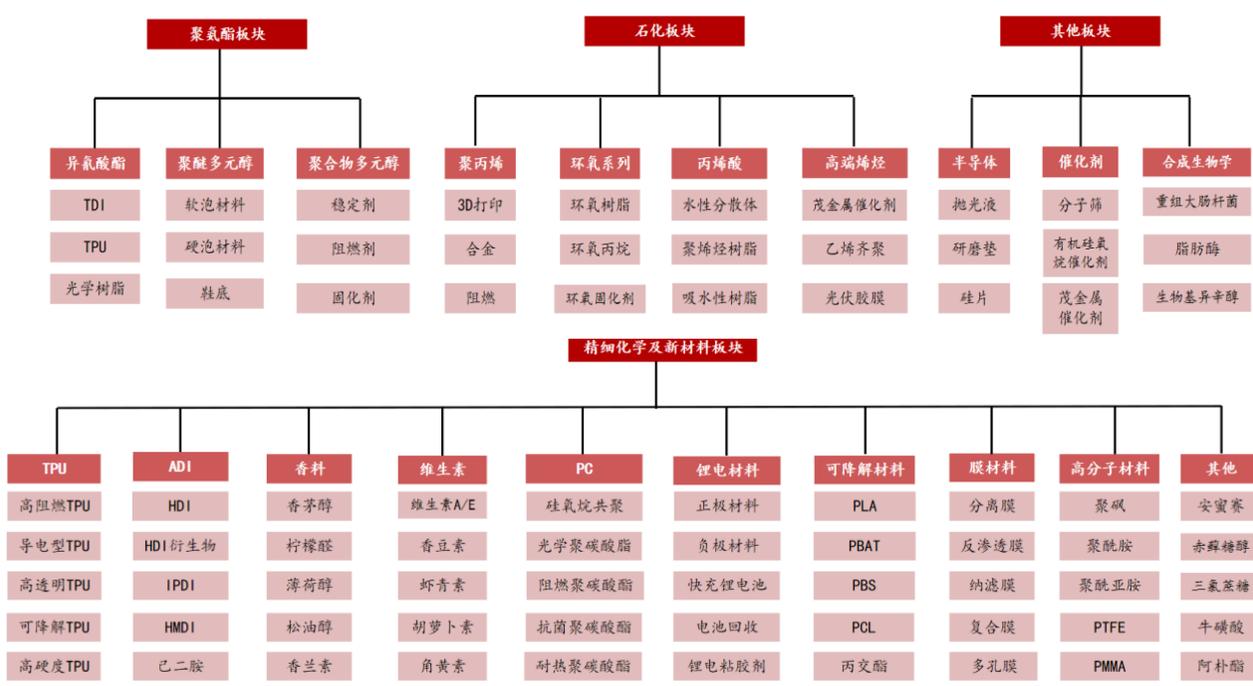
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

■ 万华化学：聚氨酯全产业链寡头垄断，新材料多点推进持续发展

➤ 新材料项目加速推进，未来增速成长可期。新能源、大健康、可降解、光学材料平台、ADI、高端茂金属聚烯烃等新材料同步布局，新材料产业趋于完善。5万吨磷酸铁锂项目已经于今年三季度投产，同时与西藏矿业合作，未来有望建立盐湖提锂、材料制造、资源回收产业链闭环，公司在烟台工业园20万吨POE项目预计2024年上半年投产，4.8万吨柠檬醛及衍生物预计2024年投产，届时柠檬醛、维生素、香精香料产业链将相继打通。同时公司在蓬莱工业园规划40万吨/年聚烯烃弹性体项目，目前处于环评公示阶段，公司多个项目陆续投放，加速推进，未来盈利能力长期可期。

图表78 万华化学精细化学品部分专利布局



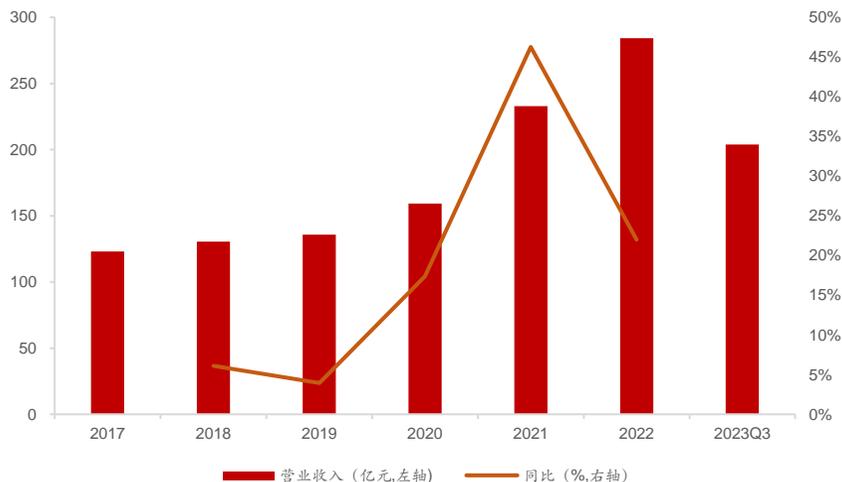
资料来源：知识产权局，华安证券研究所



宝丰能源：煤化工龙头业绩坚韧，内蒙项目延续高成长

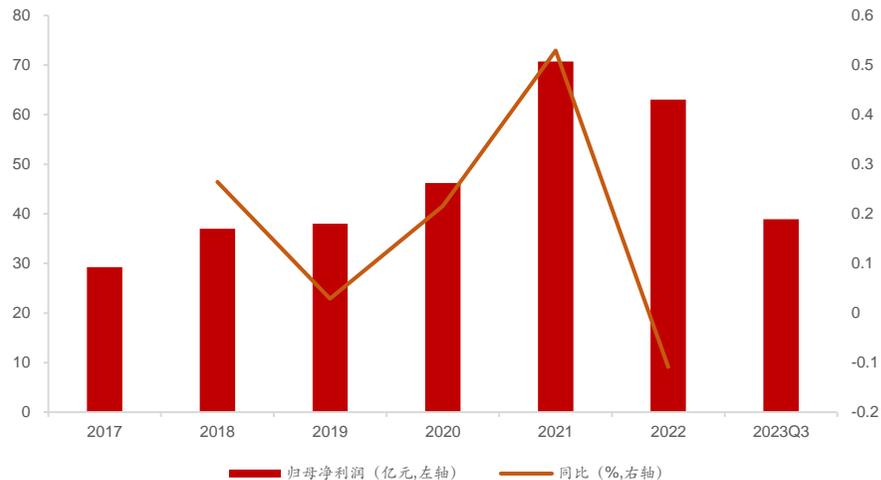
- 全年盈利能力有明显韧性，2023年成本下行与新项目投产带来量利齐升。2023年，宁夏三期项目投产，公司以量补价，平抑周期性波动。公司的规模优势和成本控制领先全行业，盈利情况远超市场平均水平，同时不断压缩成本，成为行业内标杆企业。公司第三季度实现营收73.11亿元，同比增长3.11%，环比增长15.01%；归母净利润16.34亿元，同比+20.34%，环比+52.50%。

图表79 宝丰能源营业收入



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表80 宝丰能源归母净利润

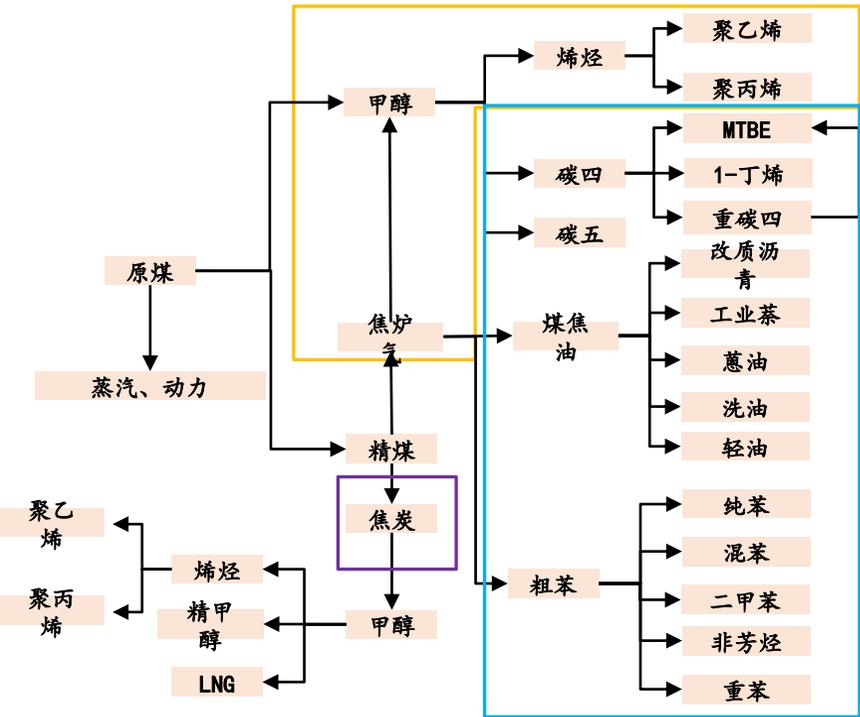


资料来源：iFinD，华安证券研究所

■ 宝丰能源：煤化工龙头业绩坚韧，内蒙项目延续高成长

➤ 内蒙一期项目落地，远期成长性充足。内蒙古400万吨/年煤制烯烃项目于2022年11月23日得到生态环境部关于一期300万吨项目环评报告书的批复，预示项目一期顺利落地，内蒙项目使公司平均烯烃成本进一步降低。项目仅18个月建成，预计于2024年下半年建成投产。项目建成后宝丰能源烯烃总产能将大幅提升，达到520万吨/年，远期成长性确定。

图表 81 宝丰能源产业链条



资料来源：公司公告，华安证券研究所

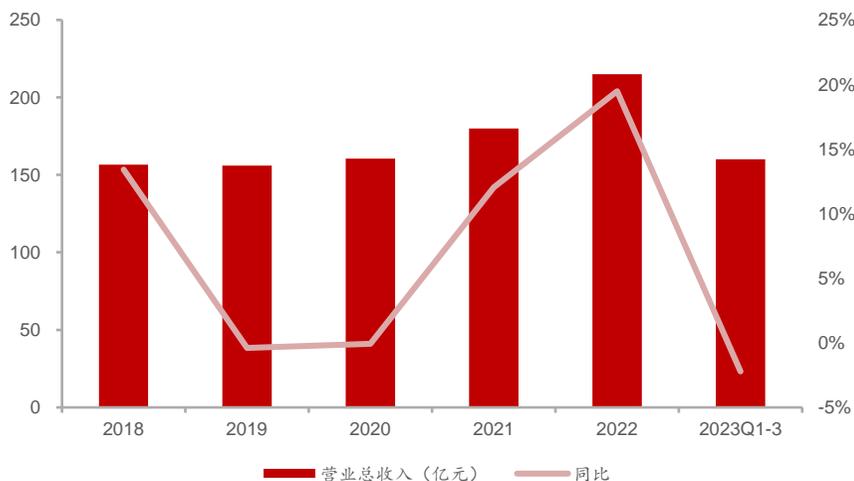
图表 82 公司在建产能情况

项目	产品	预计完工时间
EVA项目	25万吨/年	2023年底
内蒙古一期	260万吨/年煤制烯烃和配套40万吨/年绿氢耦合制烯烃	2024
醋酸乙烯	10万吨/年	环评公示

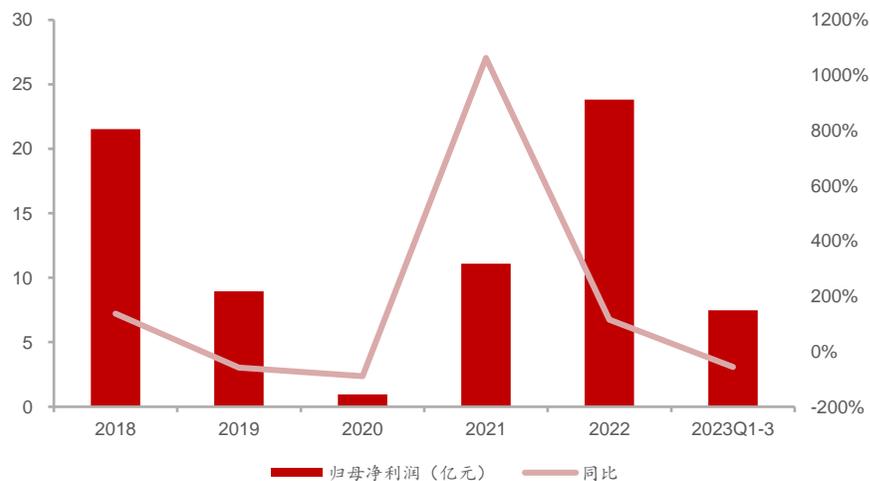
资料来源：公司公告，华安证券研究所

巨化股份：公司22年业绩翻倍增长，三代制冷剂逐步进入景气上行周期

2023 年前三季度公司实现营业总收入 160.13 亿元，同比-2.22%；实现归母净利润 7.47 亿元，同比-56.04%，业绩承压下滑。主要原因是公司主营产品量价齐跌。价格端，2023 年前三季度，公司制冷剂平均售价19755.39 元/吨，同比-7.52%，其中 HFCs 平均售价 18775.63 元/吨，同比-14.57%；氟化工原料平均售价 2955.57 元/吨，同比-41.80%；含氟聚合物材料平均售价 48380.19 元/吨，同比-28.89%，其中氟聚合物平均售价 46965.40 元/吨，同比-31.71%；石化材料平均售价 7640.31元/吨，同比-7.94%；基础化工产品平均售价1793.81 元 / 吨 ， 同 比 -36.97%； 食 品 包 装 材 料 平 均 售 价 13058.23 元/吨，同比-4.88%；含氟精细化学品平均售价 96980.64 元/吨，同比+97.86%。销量端：公司制冷剂外销量 221170.29 吨，同比-7.74%，其中 HFCs 外销量 168606.68吨，同比-6.29%。

图表83 巨化股份营业收入（亿元）及同比


资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表84 巨化股份归母净利润（亿元）及同比


资料来源：iFinD，华安证券研究所

■ 巨化股份：巨化有望获得三代制冷剂最高配额，充分受益三代制冷剂景气上行

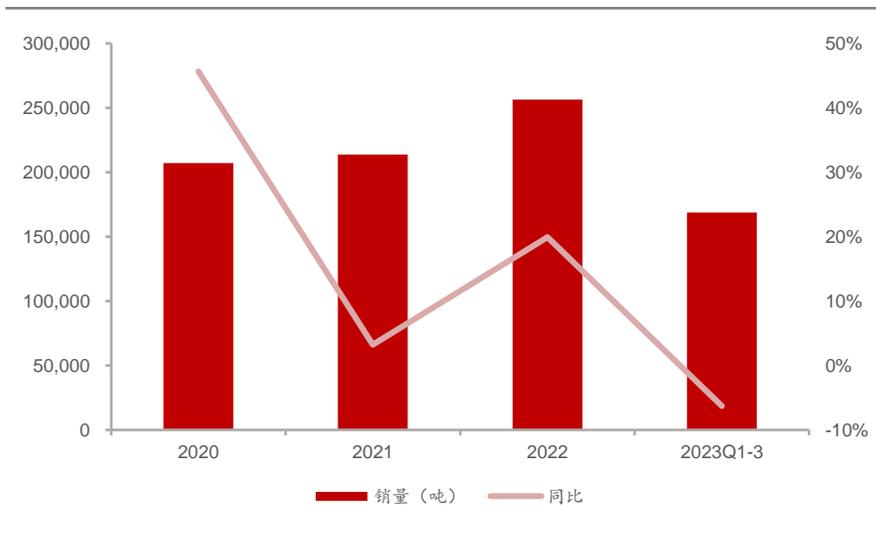
- 巨化股份未来配额占比在**30%~38%**之间，位于行业首位。三代制冷剂价格处于底部区间，制冷剂供需格局将在配额落地后开始修复，供需缺口将持续拉大，三代制冷剂价格迎来上涨周期。此外，配额基线年结束意味着“负利润”抢占市场结束，三代制冷剂价格回暖预期明显。供需结构修复叠加价格回暖预期，未来制冷剂行业景气度将迎来拐点，进入持续提升的景气周期。公司三代制冷剂产能**48.07**万吨，处于全球龙头地位，近三年三代制冷剂销量位于行业首位，据我们测算，若按照制冷剂GWP值的二氧化碳当量来计算，巨化股份未来配额占比在**30%~38%**之间，位于行业首位，未来有望充分受益三代制冷剂价格上涨带来的业绩增量。

图表85 巨化股份R32、R134A、R125产能均位居行业首位

企业	R32产能	R134A ^产 能	R125产能	合计	所在省份
	(万吨)	(万吨)	(万吨)	(万吨)	
巨化股份	13	7	5	25	浙江省
三美股份	4	6.5	5.2	15.7	浙江省
东岳化工	6	2.3	5.8	14.1	山东省
山东华安	5	3	3	11	山东省
江苏梅兰	4	2	1	7	江苏省
其他	17.9	18	16.9	52.8	-

资料来源：公司公告，百川盈孚，华安证券研究所

图表86 巨化股份三代制冷剂销量情况

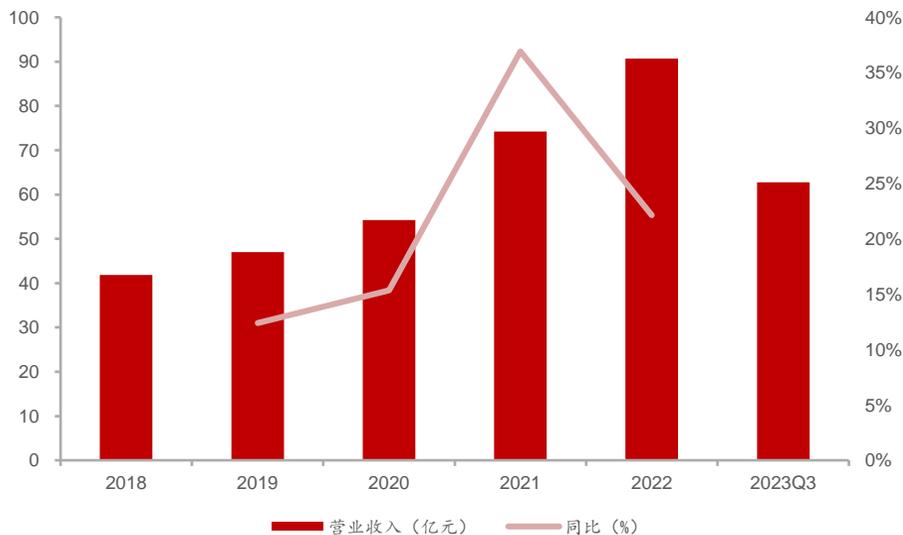


资料来源：公司公告，华安证券研究所

■ 昊华科技：业绩稳健增长，氟材料加速拓展

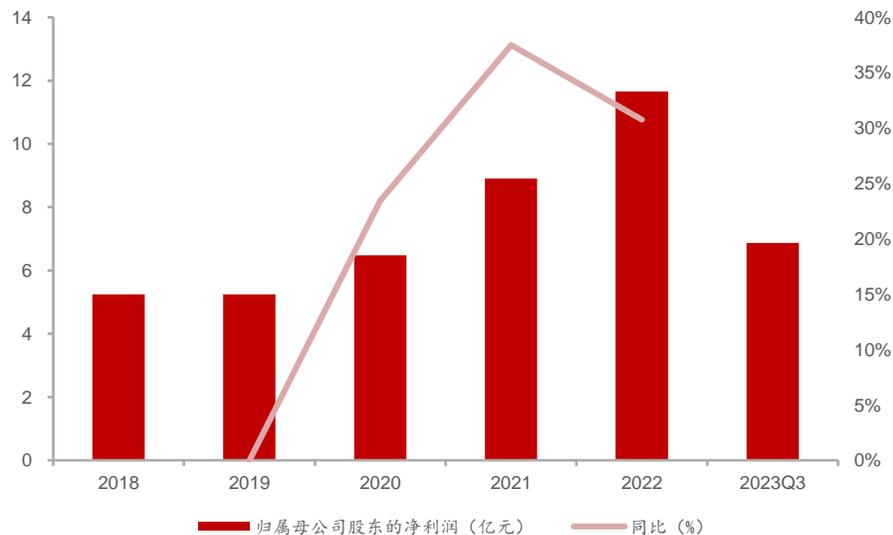
- **经营稳健，盈利韧性强。**公司2023年第三季度实现营收19.70亿元，同比-18.83%，环比-12.30%；归母净利1.84亿元，同比-30.14%，环比-33.10%
- **聚焦氟材料高端化、差异化，高端品类盈利稳定。**公司技定位高端应用，进口替代加速。PTFE行业集中度较高，昊华科技旗下的晨光院产能位列第二，占比13%。同时公司拟发行股份购买中化蓝天100%股权，氟化工板块形成产业链互补，氟化工龙头强强联合，形成良好产业链互补和协同。

图表87 昊华科技营业收入



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表88 昊华科技归母净利润



资料来源：iFinD，华安证券研究所

■ 昊华科技：聚焦高端化、差异化，公司进入高速增长期

➤ 公司研发底蕴深厚，已成为明显的研发创新驱动的平台型材料公司，始终坚持研发驱动、产品走差异化和高端化路线，“十四五”规划落地战略清晰，各项业务亮点十足。

图表89 昊华科技现有及在建/规划产能情况

业务板块	产品	现有产能 (吨/年)	规划/在建产能 (吨/年)	规划/在建产能投产时间	主体	权益比例
高端氟材料	聚四氟乙烯树脂 (PTFE)	30000	18500 (分散浓缩液10000吨, 分散树脂8000吨, 可溶性聚四氟乙烯500吨)	2024.12	中昊晨光化工研究院有限公司	100%
	聚偏氟乙烯树脂 (PVDF)	2500				
	八氟环丁烷	500				
	聚全氟乙丙烯 (FEP)	6000				
	氟橡胶 (FKM)	1500				
		4000			晨光科慕氟材料(上海)有限公司	50%
电子化学品	三氟化氮	5000			昊华气体有限公司	100%
	六氟化硫	2000				
	四氟化碳	1200				
	六氟化钨	700				
	光电子氨、电子级砷烷等	1314				
航空化工材料	聚氨酯类新材料	15000	25000	2024.12	黎明化工研究设计院有限责任公司	100%
	密封型材 (万件)	1660	3.2	2023.12	西北橡胶塑料研究设计院有限公司	100%
	轮胎 (万条)	5	10	2024	中国化工集团曙光橡胶工业研究设计院有限公司	100%
	特种涂料	12000			中昊北方涂料工业研究设计院有限公司、海洋化工研究院有限公司	100%
碳减排业务	钨催化剂		600	2025	黎明化工研究设计院有限责任公司	100%
	铜系催化剂		2100	2024	西南化工研究设计院有限公司	100%
	镍系催化剂		1800	2024		
	氢燃料电池催化剂		50	2024		

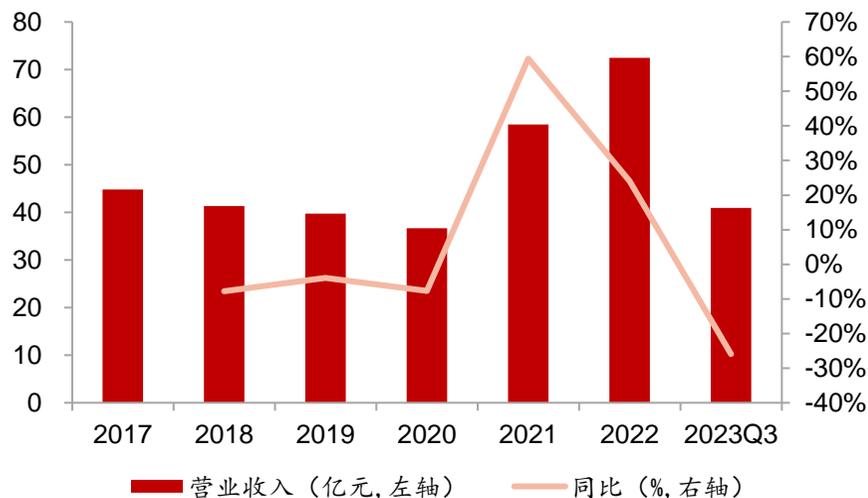
资料来源：公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

■ 金禾实业：Q3业绩环比上升，定远二期百亿项目打开成长空间

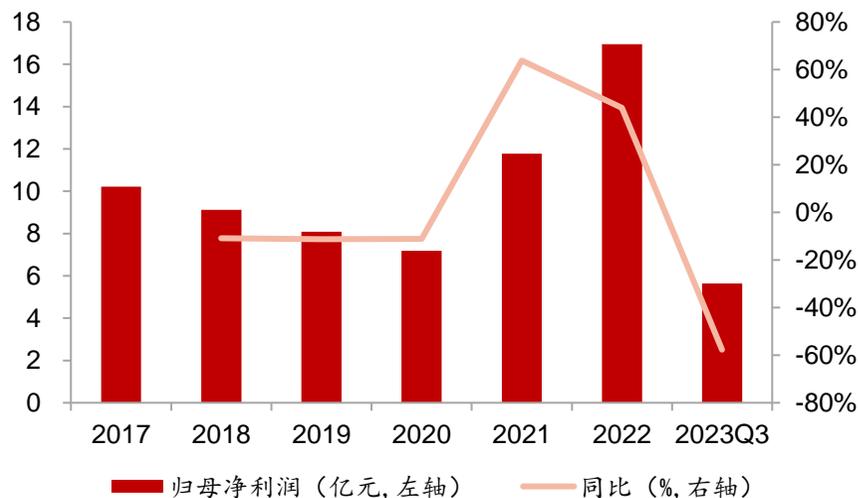
- **2023Q3业绩环比上升，静待需求回暖。**公司2023年前三季度业绩同比回落，Q3业绩环比企稳回升，主营产品中，三氯蔗糖Q3价格16万元/吨，同比-62%，安赛蜜Q3价格4.4万元/吨，同比-45%，甲基麦芽酚Q3价格8.32万元/吨，同比-24%，乙基麦芽酚Q3价格6.5万元/吨，同比-23.5%，主营产品价格同比回落导致公司盈利能力下降。
- **三氯蔗糖产业链一体化的战略布局深化，0.5万吨甲乙基麦芽酚产能顺利达产。**2022年公司年产3万吨DMF及配套甲胺项目以及氯化亚砷二期年产4万吨项目建设完毕并顺利投产，进一步打通三氯蔗糖产业链上游，有望实现降本增效，平抑原材料价格带来的产品毛利波动风险。定远一期0.5万吨甲乙基麦芽酚于2022年底前满产，进一步提高公司在食品添加剂领域的市占率。

图表90 金禾实业2023前三季度营业收入同比下降25.96%



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表91 金禾实业2023前三季度归母净利润同比下降57.71%



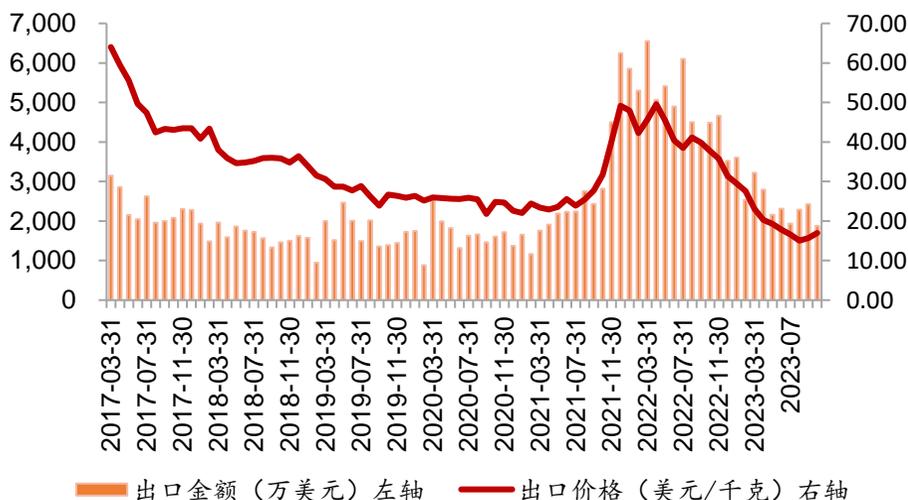
资料来源：iFinD，华安证券研究所



■ 金禾实业：Q3业绩环比上升，定远二期百亿项目打开成长空间

- **需求疲软，三氯蔗糖价格触底。**2023年三氯蔗糖价格同比大幅下跌主要由于供给端库存增加，下游采购态度偏观望，行业主要厂家倾向于调价出货。海外市场同样低迷，10月三氯蔗糖出口均价跌至17.02美元/千克，位于价格底部，从出口金额看有回升迹象。目前三氯蔗糖价格基本位于底部，静待需求回暖，价格触底反弹。
- **定远二期项目打开成长空间。**定远二期项目已正式启动，现阶段主要项目和工作是做好产业链基础设施和产品的配套，该阶段主要规划和建设年产60万吨硫酸、年产10万吨高纯度氯化亚砷（计划年产20万吨，暂开展10万吨项目的建设）、年产6万吨氯磺酸、年产6万吨离子膜烧碱、年产6万吨离子膜钾碱、15万吨双氧水等项目。

图表92 三氯蔗糖价格有望触底反弹



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表93 公司主要产品现有产能及定远二期计划项目

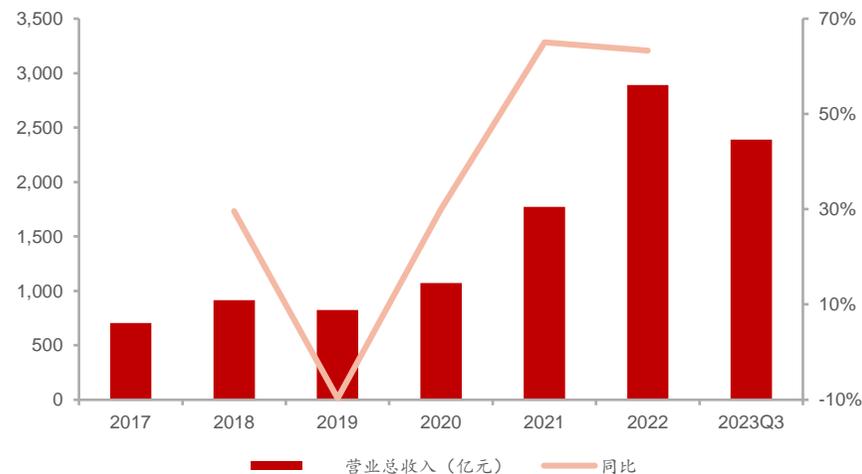
板块	产品	现有产能	
食品添加剂	三氯蔗糖	0.95万吨/年	
	安赛蜜	1.2万吨/年	
	甲乙基麦芽酚	1万吨/年	
	佳乐麝香	0.45万吨/年	
大宗化学品	三聚氰胺	6万吨/年	
	双氧水	35万吨/年	
	硝酸	12万吨/年	
	液氨	18万吨/年	
	碳铵	24万吨/年	
	新戊二醇	2.3万吨/年	
	甲醛	20万吨/年，新戊二醇原料	
	浓硫酸	30万吨/年，安赛蜜原料	
	氯化亚砷	8万吨/年，三氯蔗糖原料	
	双乙烯酮	2万吨/年，安赛蜜原料	
	DMF	3万吨/年，三氯蔗糖原料	
	功能性化工品及中间体	季戊四醇	2万吨/年
		糠醛	1万吨/年，麦芽酚原料

资料来源：公司公告，华安证券研究所

■ 荣盛石化：盈利拐点来临，千亿投资驱动成长

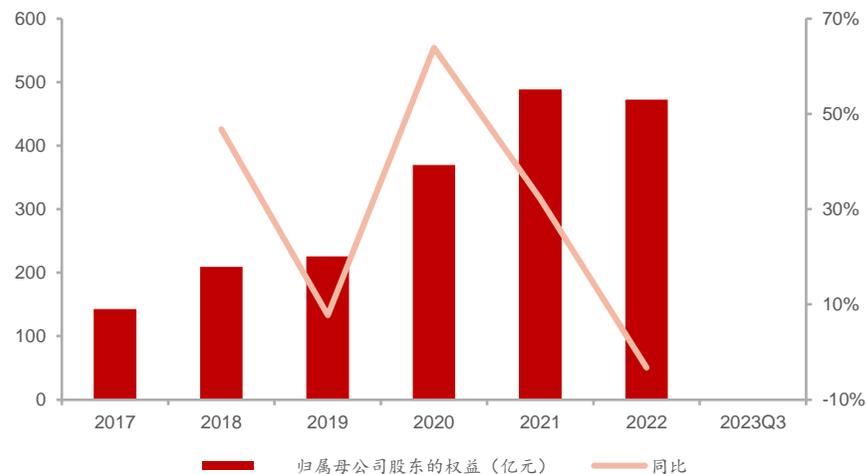
- **全年原料波动剧烈，炼化盈利逐季改善。**三季度以来，由于区域紧张事件频发、全球需求修复以及美联储加息担忧减轻，原油价格震荡上行，季度均价环比上涨9.66%。原油上涨一方面产生库存收益，另一方面为下游产品带来价格支撑，多数炼油炼化品种上行，同时叠加三季度传统旺季到来，芳烃油品盈利延续，烯烃盈利有所修复。
- **延长炼化产业链，千亿投资催动成长。**碳中和背景下尽管新炼化项目审批有所收紧，但公司沿着延链补链、降油增化、提高产品附加值的路线仍能保证未来的资本开支，从而驱动中长期成长性。

图表94 荣盛石化营业收入



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表95 荣盛石化归母净利润



资料来源：iFinD，华安证券研究所

■ 荣盛石化：盈利拐点来临，千亿投资驱动成长

短期来看，2023年基本面正在逐渐改善，从需求端来看，大多数产品价格价差有所修复，成品油及PX聚酯化纤环节都有明显回升，需求刚性处于逐步修复过程中。成本端虽有反复事件催化，整体稳定在中高位震荡态势，原料波动平抑有利于库存管理减少波动。公司整体基本面处于底部回升态势。

中长期来看，碳中和背景下尽管新炼化项目审批有所收紧，但公司沿着延链补链、降油增化、提高产品附加值的路线仍能保证未来的资本开支，从而驱动中长期成长性。公司2022年8月公布140万吨乙烯以及一系列新材料项目规划，特别是其中规划的EVA、DMC、α-烯烃及POE、己二胺及己二腈项目均是目前国内亟需进口替代、下游增速较快的新能源化工品或高性能材料。

对于炼化公司而言，我们认为在新材料领域的竞争将会有充分优势，一是充足现金流带来的先发投资优势，二是高研发投入带来的高效率产出，三是一体化平台优势带来的持续成本优势，且在项目审批收紧的背景下原料优势的稀缺性将愈发显现。

图表96 公司在建拟建项目内容

项目名称	建设内容 产品	产能 (万吨/年)	建设 期	财务目标 (可 研)
140万吨/乙烯及下游化工装置	HRG胶乳 醋酸乙烯 PO/SM 苯酚丙酮 乙苯 丁二烯 苯乙烯 HDPE 碳酸乙烯酯 乙二醇 裂解汽油加氢	10 30 10+60 40/25 3 20 60 35 20 80 75	已基 本投 产	年均收入 355.44亿元, 年均净利润 26.22亿元
高性能树脂项目	LDPE/EVA DMC EVA(釜式) PMMA LDPE ABS	30 20 10 18 40 120	2年	年均收入 645.37亿元, 年均净利润 113.63亿元
高性能树脂项目	催化裂解 α-烯烃 POE 醋酸 己二酸 醋酸乙烯 己二腈/己二胺/尼龙66 硝酸 顺酐/丙烯腈/BDO SAR PBS 甲醇 PTMEG 合成氨 NMP 双酚A	400 35 40 100 30 60 25/28/50 27 60/66/50 20 20 100 12 60 3 24	2年	年均收入 274.43亿元, 年均净利润 24.23亿元

数据来源：公司公告，华安证券研究所

■ 龙佰集团：全球钛白粉龙头，打造钛完整产业链

- 公司是全球钛白粉生产企业龙头。公司有“雪莲牌”和“蟒牌”两个钛白粉产品品牌，是全球市场钛白粉产品知名度最高、影响力最大的品牌之一。公司钛白粉成品种类齐全，涵盖十八种牌号。产能方面，公司现已形成钛白粉 151 万吨/年，海绵钛 5 万吨/年的产能，双双位居全球第一。
- 公司拥有“钛精矿-富钛料-钛白粉、海绵钛”完整产业链。公司是中国唯一贯通钛全产业链的钛白粉生产企业，掌握优质矿产资源及深加工能力，产品贯通钛全产业链，可自产钛精矿、硫酸等原料，合成金红石、高钛渣等中间产品，保障钛白粉的持续生产及产品质量，降低生产成本，同时硫酸亚铁、铁精矿、四氯化钛等副产品对外销售保持盈利，保障公司在钛白粉行业景气度低迷的大环境下，持续扩张产能。

图表97 公司主要产品产能

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
钛白粉	151万吨/年	65.55%		
海绵钛	5万吨/年	76.20%	3万吨/年	云南国钛年产 3 万吨转子级海绵钛智能制造技改项目二期（1.5 万吨）正在进行设备安装；甘肃国钛 3 万吨/年转子级海绵钛技术提升改造项目二期（1.5 万吨）正在进行设备安装。
磷酸铁	10万吨/年	26.00%	25万吨/年	年产 20 万吨电池材料级磷酸铁项目三期（10 万吨）正在土建施工和设备采购；15 万吨/年电子级磷酸铁锂项目一期（15 万吨磷酸铁）正在进行厂房建设。

资料来源：龙佰集团公告，华安证券研究所

■ 龙佰集团：加大研发投入，布局新能源材料打开成长空间

➤ 公司研发能力强，技术优势领先全国。公司采用先进的自主研发的技术及生产工艺生产各种优质产品。目前，公司在中国拥有 968 项专利，其中发明专利 278 项，在钛原料品位提升及精深加工、钛白粉新产品研发及产品性能优化、钛及其衍生品工艺耦合与清洁生产、废副资源综合利用、氯化法设备改进及国产化等方面具有显著的技术优势。

➤ 布局新能源产业，培育第二增长曲线。公司废副产品硫酸亚铁，富余产能烧碱、硫酸、蒸汽、氢气等可直接或间接用于锂电池正负极材料的生产，降低生产成本。同时，公司充分利用自身技术和成本优势全面布局新能源产业，研发生产磷酸铁、磷酸铁锂、石墨负极等电池材料。2022年，公司年产20万吨电池材料级磷酸铁项目、年产20万吨锂离子电池材料产业化项目（一期 5 万吨磷酸铁锂）、年产10万吨锂离子电池用人造石墨负极材料项目（一期 2.5 万吨石墨负极）、年产20万吨锂离子电池负极材料一体化项目（一期 5 万吨石墨化）均已进入量产阶段，产能利用率逐渐提升。

图表98 公司主要产品生产技术情况

主要产品	生产技术所处阶段	专利技术	产品研发优势
钛白粉	大批量生产	硫酸法钛白粉生产技术	国内领先
钛白粉	大批量生产	硫铁钛联产清洁工艺生产技术	国际先进
钛白粉	大批量生产	硫磷钛联产清洁工艺生产技术	国际先进
钛白粉	大批量生产	钛白粉表面处理技术	国内领先
钛白粉	大批量生产	氯化法钛白粉生产技术	国内领先
钛白粉	大批量生产	大型沸腾氯化生产技术	国内领先
钛白粉	大批量生产	四氯化钛净化技术	国内领先
海绵钛	大批量生产	熔盐氯化生产技术	国际先进
海绵钛	大批量生产	四氯化钛还原蒸馏技术	国际先进
海绵钛	大批量生产	海绵钛颗粒破碎技术	国际先进
合成金红石	大批量生产	硫氯耦合绿色制造技术	国内领先
磷酸铁	大批量生产	磷酸铁生产技术	国内先进
磷酸铁锂	大批量生产	磷酸铁锂生产技术	国内先进
磷酸铁锂	大批量生产	磷酸铁锂废料回用技术	国内先进
石墨负极	大批量生产	石墨负极材料生产技术	国内先进

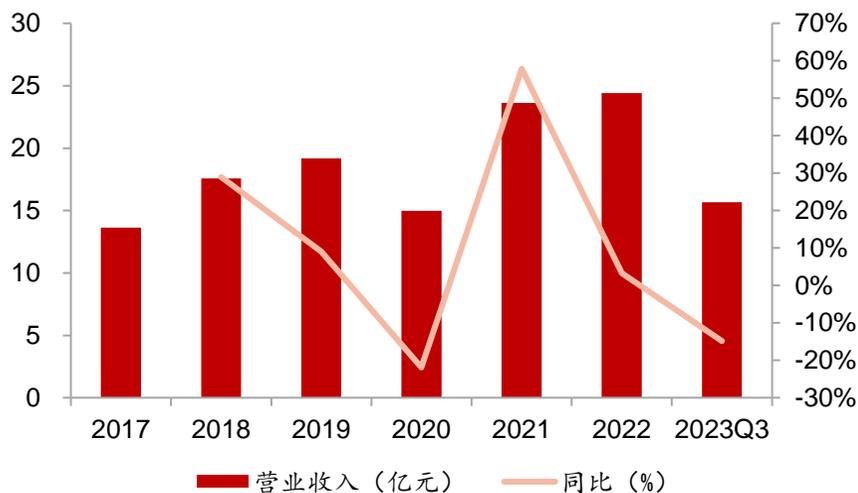
资料来源：龙佰集团公告，华安证券研究所



■ 凯赛生物：长链二元酸产能持续扩张，生物基聚酰胺放量在即

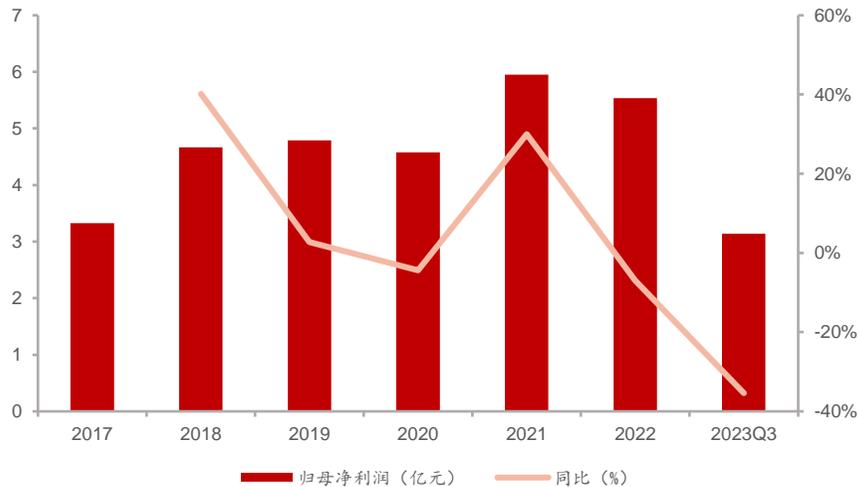
- 需求疲软拖累下游销售，业绩短期承压。公司Q3实现营业收入5.35亿元，同比减少2.51%，环比增加1.92%；实现归母净利润0.72亿，同比减少51.89%，环比减少60.94%。Q3整体毛利率为26.06%，环比基本持平，主要系公司长链二元酸系列毛利受国际市场影响较同期有所下降，同时汇兑收益下降，综合导致净利润环比下降。
- 招商局集团间接入股公司，战略合作发展生物基聚酰胺。公司与招商局集团签订业务合作协议，招商局采购并使用凯赛生物的产品中生物基聚酰胺树脂的量于2023、2024和2025年分别为不低于1万吨、8万吨和20万吨。有望进一步为公司合成生物产品更加广阔的应用场景奠基，同时也有力助推公司实现“致力成为全球合成生物领军企业”的战略目标。

图表99 凯赛生物2023前三季度营业收入同比下降14.81%



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表100 凯赛生物2023前三季度归母净利润同比下降35.44%



资料来源：iFinD，华安证券研究所



■ 凯赛生物：长链二元酸产能持续扩张，生物基聚酰胺放量在即

- **生物法长链二元酸产能持续放量，产品有望继续主导市场。**公司目前拥有生物法长链二元酸11.5万吨产能，是全球唯一可以量产DC10-18的企业，其中4万吨癸二酸加速推进产能提升。随着产能持续扩张，预计产品将继续主导全球市场。
- **山西产业园项目助力聚酰胺大场景应用落地。**公司连续纤维增强热塑性生物基聚酰胺复合材料有望加速进行样品制备与推广，同时，山西综改区50万吨生物基戊二胺、90万吨聚酰胺产能按计划进行，有望与园区新建的30万吨高性能玻璃纤维智能制造生产线等项目实现生产、应用协同，加速带动公司玻纤增强复合材料的下游应用场景落地，拓展聚酰胺的应用领域，提升装置的经济效益。
- **AI技术助力打造产品矩阵。**公司入股AI新秀分子之心，借助分子之心自研的AI蛋白质优化与设计平台MoleculeOS，融合自身产业经验，联合推动合成生物学产线升级和新品研发。有望进一步拓展产品矩阵，为业绩提供增量。

图表101 公司长链二元酸产能规划

产品名称	子公司	位置	现有产能 (吨/年)	规划产能 (吨/年)	备注
长链二元酸	金乡凯赛	山东济宁	45000	-	2003年起陆续投产；
	乌苏技术	新疆乌苏	30000	-	2018年投产
	-	山西太原	40000 (癸二酸)	40000	4万吨癸二酸2022年三季度投产

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表102 山西合成生物产业生态园区项目

项目	产能规划 (万吨/年)	项目进展
玉米深加工	240	预计2023年年底
生物发酵液	500	预计2023年年底
生物法长链二元酸 (含癸二酸)	8万吨 (含癸二酸产能4万吨)	4万吨生物基癸二酸2022年三季度建成并试生产
生物基戊二胺	50	预计2023年年底投产
生物基聚酰胺	90	预计2023年年底投产
高性能玻璃纤维智能制造生产线	30	建设期26个月
秸秆生产聚酸乳	1	正在进行设备调试
生物废气物综合利用示范项目	-	试生产阶段

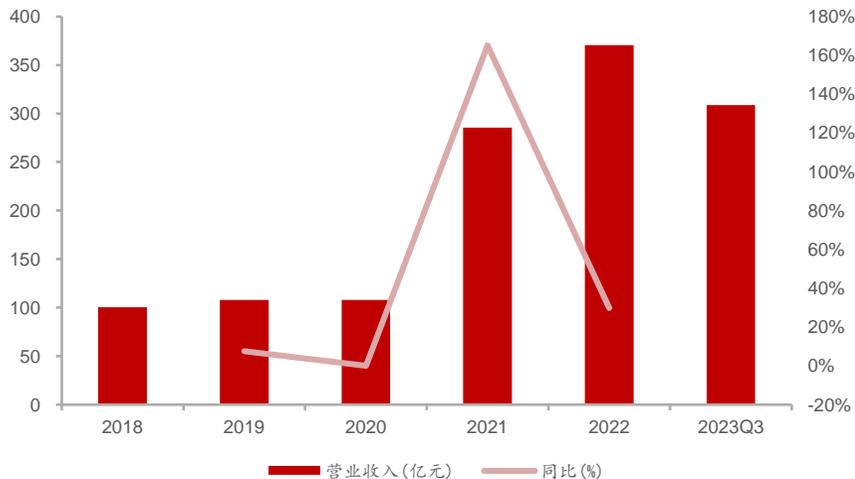
资料来源：公司公告，华安证券研究所



■ 卫星化学：乙烷价格显著下行，C2盈利回升

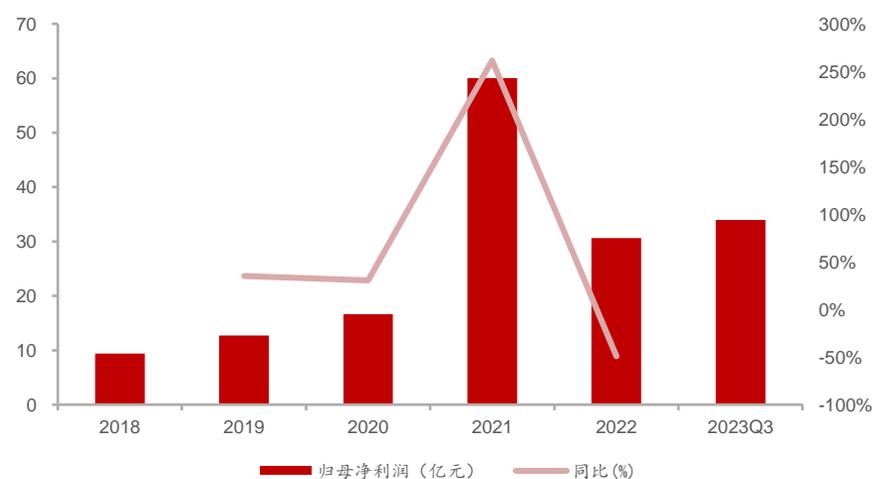
- 乙烷价格下行，C2迎来修复，C3盈利短暂承压，静待需求修复。2023年，乙烷价格大幅下行，较去年高点下跌60%，C2盈利显著回升。C3短期继续承压。
- 聚焦新材料方向，新业务新领域快速导入。POE的核心中间体 α -烯烃是未来成本竞争力的关键，公司布局 α -烯烃中试项目，已于3月30日公告达产，同时规划10万吨 α -烯烃及POE装置。 α -烯烃是制约我国POE、高端聚烯烃和高端润滑油产业的关键原料，尤其是1-辛烯国内尚无成熟产业化装置，全部依赖进口，公司弥补了国内空白，在未来POE的竞争中占据先发优势。

图表103 卫星化学营业收入



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表104 卫星化学归母净利润

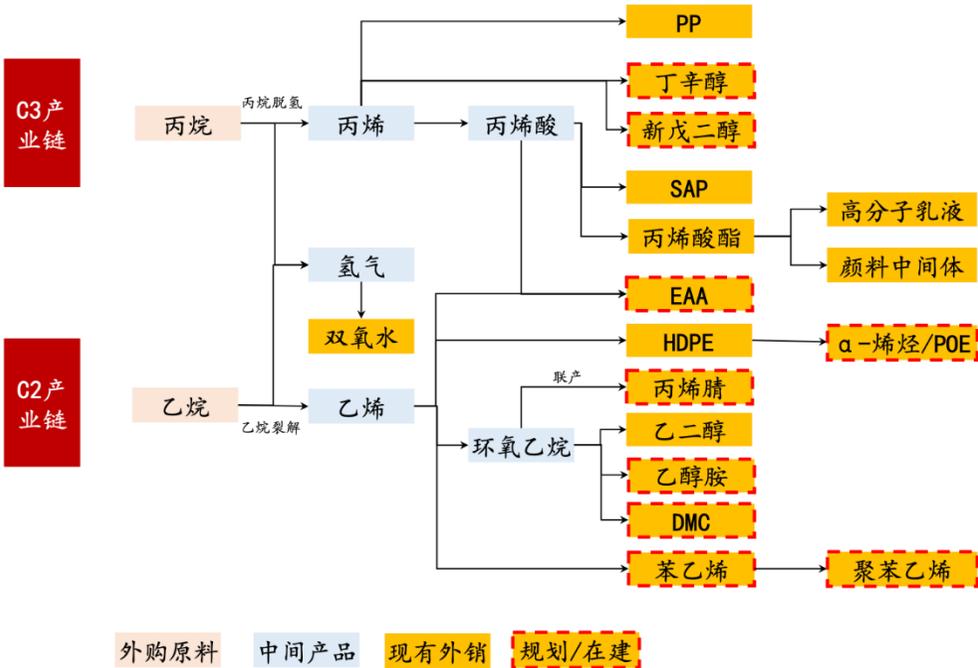


资料来源：iFinD，华安证券研究所

■ 卫星化学：原料优势和持续研发投入助力新材料项目快速推进

➤ 目前，卫星化学已经形成了双基地双链条的产业格局，覆盖“C2+C3”的双碳产业，完善了公司的整体产业链布局。其中嘉兴基地主要布局C3产业，连云港基地主要布局C2产业。

图表 105 卫星化学产业链条



图表 106 公司现有及在建产能情况

产品	现有产能 (万吨/年)	规划/在建产能 (万吨/年)	规划/在建产能投产时间	主体	权益比例
丙烯	90	80	待定	卫星能源	100%
聚丙烯	75			卫星化学股份	100%
双氧水	47			卫星能源	100%
	25			平湖石化	100%
				卫星能源	100%
	135	135	待定	嘉宏新材料 (集团控股70%, 年内完成并表)	100%
丙烯酸	8			平湖石化	100%
丙烯酸酯	16	20	2024	卫星化学股份	100%
环氧丙烷	90			平湖石化	100%
丙烯酸酯	15			卫星化学股份	100%
环氧丙烷	40			嘉宏新材料 (集团控股70%, 年内完成并表)	100%
丙烯腈				嘉宏新材料 (集团控股70%, 年内完成并表)	100%
高分子乳液	21	26		卫星化学股份	100%
SAP	15	18		卫星新材料	95%
丁辛醇		80	2024	卫星化学股份	100%
新戊二醇		12	2024	卫星化学股份	100%
颜料中间体	2.1			浙江友联化工	100%
乙烯	250	250	2025-2026		100%
HDPE	80				100%
苯乙烯	60				100%
环氧乙烷	217			连云港石化	100%
乙二醇	182				100%
聚醚大单体	50				100%
碳酸酯 (电池级)	30	45			100%
乙醇胺	20		2024-2025		100%
聚苯乙烯	40				100%
α-烯烃		60	2024-2026		100%
POE		70	2024-2026	卫星化学股份	100%
高端聚乙烯 (茂金属)		100	2025-2026		100%
聚α-烯烃		1.5	2025-2026		100%
超高分子量聚乙烯		5	2025-2026		100%
PVC		80	2025-2026		100%
EAA		9	2024-2025	嘉兴山特莱与SK的合资公司	40%

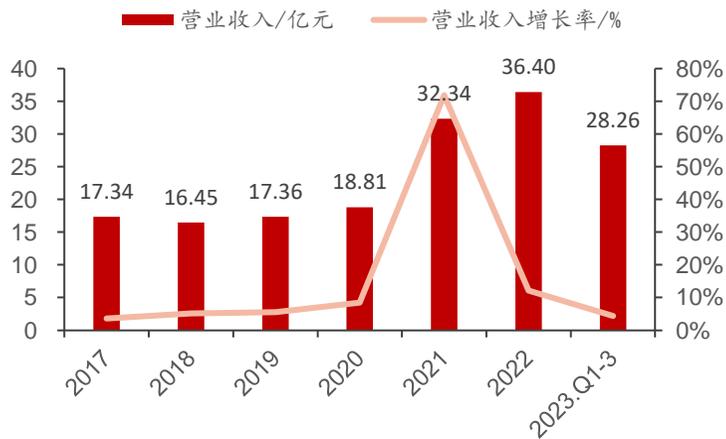
资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

■ 东材科技：国内光学基膜龙头，加速布局中高端材料

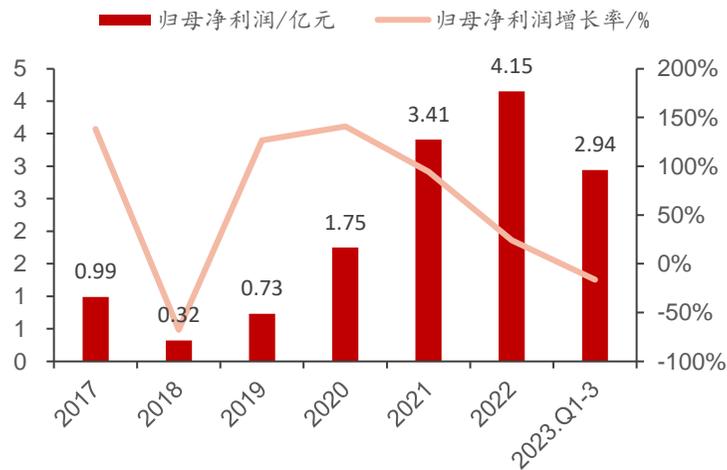
受益于膜材料产能释放叠加应用结构改善，公司业绩近5年快速增长，2023年需求偏弱，业绩短期承压。2021-2022年，公司光学膜产品产能放量、终端产品需求上涨等原因业绩大幅度上涨。2022年，公司营业收入36.40亿元，近5年CAGR为21.96%，2022年，公司归母净利润4.15亿元，近5年CAGR为89.77%。2023前三季度，光伏背板基膜价格受到行业影响以及山东艾蒙特刚投产转固影响，公司业绩短期有所承压，公司营业收入28.26亿元，同比增长4.37%，归母净利润2.94亿元，同比下降10.95%。研发支出逐年提升，2021年研发费用已达1.52亿元，费用率为4.7%，2022年，研发费用达到2.10亿，同比增长38.16%，为企业产业结构调整打下良好基础。

图表107 东材科技2017-2022年收入及增速



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表108 东材科技2017-2022年归母净利润及增速



资料来源：iFinD，华安证券研究所

■ 东材科技：国内光学基膜龙头，加速布局中高端材料

➤ **AI服务器对算力要求更高，PCB需要低损耗电子树脂，带动超低损耗电子树脂的需求增长**:2021年，中国大陆地区覆铜板占全球的74.50%，覆铜板国产化趋势，带动高频高速树脂发展。此外，AI服务器对算力要求更高，PCB需要低损耗电子树脂，带动超低损耗电子树脂的需求增长。根据TrendForce数据，预计2023年AI服务器出货量近120万台，年增38.4%，2022~2026年AI服务器出货量年复合成长率为22%。

➤ **三大基地布局电子树脂，高频高速电子树脂放量在即**：公司2017年开始布局电子材料产品，于2018年设立以开发高性能树脂材料为核心任务的东材研究院-目前已经自主研发出碳氢树脂、马来酰亚胺树脂、活性酯树脂、苯并噁嗪树脂、特种环氧和特种酚醛树脂等电子级树脂材料，并与多家全球知名的覆铜板厂商建立了稳定的供货关系，客户集中度较高，包括生益科技、腾辉电子等知名客户。电子树脂种类丰富，产品结构持续改善。

图表109 全球AI服务器出货量



资料来源：TrendForce，华安证券研究所

图表110 覆铜板导电等级划分

主要应用	损耗分类	信号速率	覆铜板电性能等级
核心路由器/交换机	超低损耗	28/56Gbps	Df=0.002-0.006
服务器、交换机/路由器	低损耗	100Gbps	Df=0.006-0.009
工作站计算机、服务器	中等损耗	2.5Gbps	Df=0.009-0.012
智能手机、平板电脑、计算机	标准损耗	1Gbps	Df>0.012

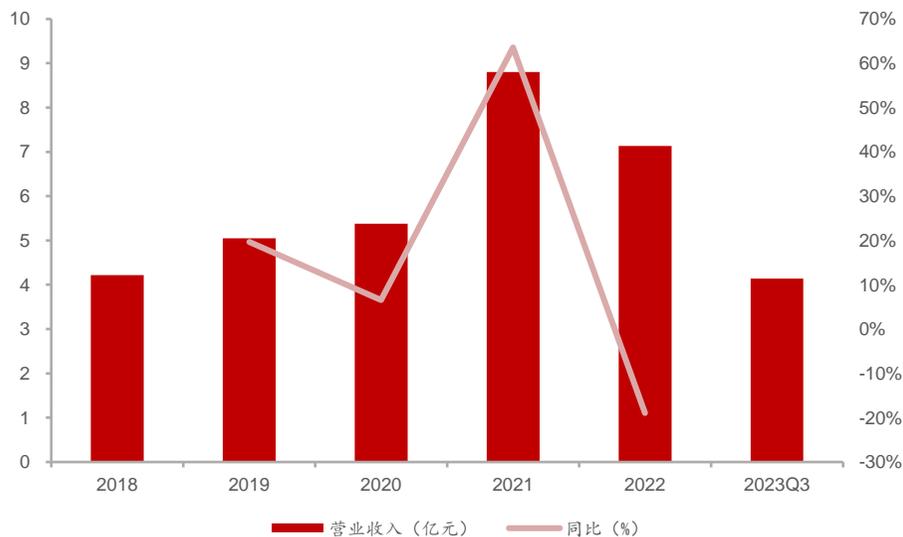
资料来源：同宇新材招股书，华安证券研究所



■ 阿科力：COC聚合物即将产业化，0-1国产替代空间巨大

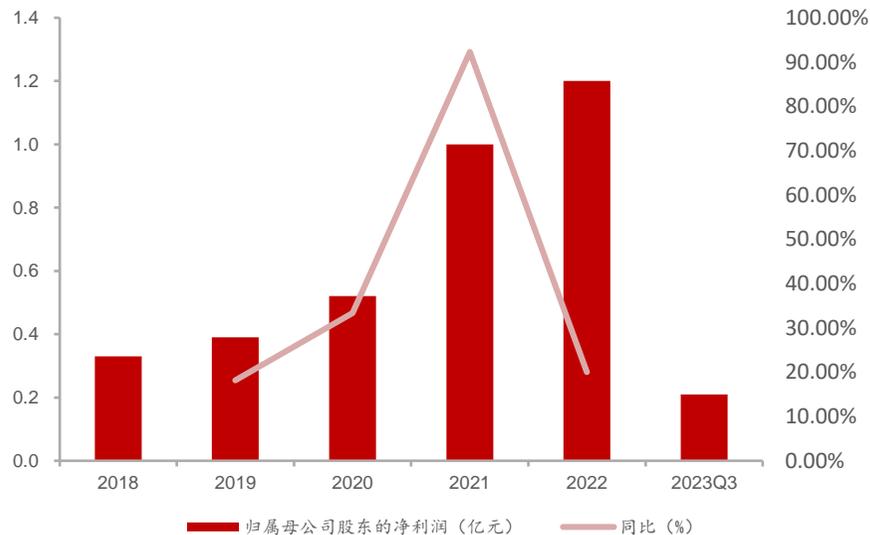
➤ 风电建设拖累聚醚胺价格，未来需求端有望得到修复。2023年国内风电装机建设不及预期，导致聚醚胺需求走弱，价格触底，明年风电装机有望回升。公司“年产2万吨聚醚胺项目”产能未来释放，以产品性能巩固客户优势，同时积极开拓下游开采领域需求市场。

图表111 阿科力营业收入



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表112 阿科力归母净利润

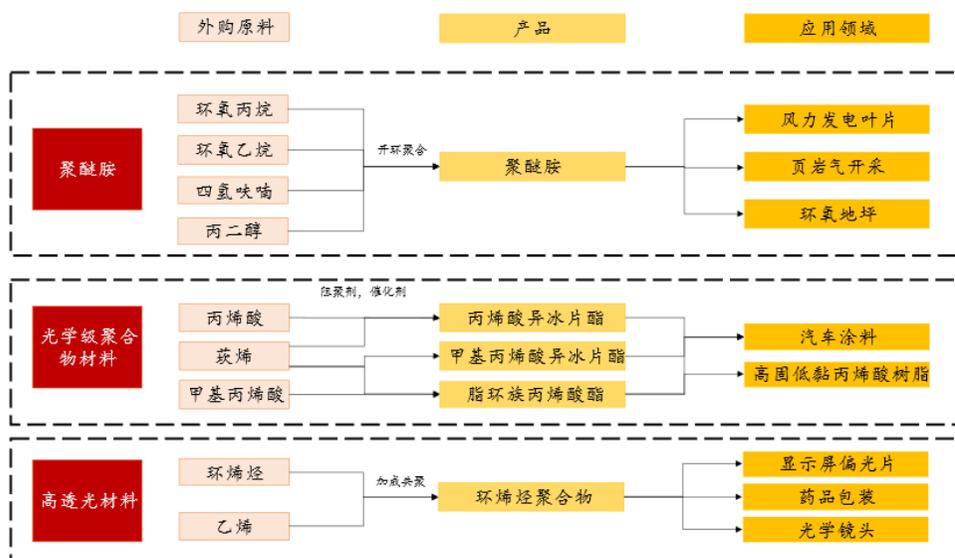


资料来源：iFinD，华安证券研究所

■ 阿科力：COC聚合物即将产业化，0-1国产替代空间巨大

➤ 阿科力主要生产风电用聚醚胺及光学涂料。后续将推出重磅单品COC（环烯烃聚合物），目前主要用于光学镜头材料及医药包材，国内尚无产业化装置落地。公司环烯烃聚合物COC研发多年，从2014年开始开发单体及聚合物相关工艺技术，已有5000吨聚合级高纯降冰片烯单体产能投产，并掌握全套生产技术及相关专利。2024年，公司中试产线5000吨（设计产能）有望达产，后续湖北潜江将建设3万吨产能。该产品技术壁垒较高，国内阿科力多年研发之后进展领先，具备先发优势。市场空间方面仅国内光学镜头我们测算空间就有2万吨，后续AR/VR光学镜头、医药包材（部分替代玻璃包材）领域等增量空间巨大。近几年coc供小于求，高端光学级别价格达到20万/吨以上。公司产能投产后将对营收利润带来大幅提升。

图表113 公司产业链条



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表114 公司现有及在建/规划产能情况

产区	项目	产品	现有产能(吨/年)	规划/在建产能(吨/年)	规划/在建产能投产时间
江苏无锡	脂肪胺项目	聚醚胺	10000		
	光学材料项目	聚酯光学材料	5000		
	脂肪胺项目(募投一期)	聚醚胺	10000		
	高透光材料项目(募投一期)	环烯烃单体及聚合物	5000		
湖北潜江	年产20000吨聚醚胺、年产30000吨光学材料(环烯单体及聚合物)项	聚醚胺		20000	2024
		改性环氧树脂		5000	2024
		高纯硅溶胶		1000	2024
		特种高耐热树脂		30	2024
		环烯烃单体及聚合物		30000	2025

资料来源：公司公告、华安证券研究所

■ 新宙邦：进一步转向高端氟精细化学品，有望成为细分领域龙头

➤ 公司有机氟化学品产品矩阵丰富，打造高端有机氟化学品龙头企业。公司的有机氟化学品业务主要为六氟丙烯下游的含氟精细化学品，海德福高性能氟材料项目（一期）与三明海斯福高端氟精细化学品项目（二期）也将于2023年下半年进入试产状态，产品主要用于含氟医药和农药中间体、含氟液晶材料、新型环保材料等，届时将新增2.92万吨产能，高端氟精细化工板块的产品供应能力将得到提升、产品线实现进一步完善，有利于优化产品结构，从而满足下游客户日益增长的需求。

图表115 公司有机氟化学品品类丰富

产品	用途	特性
含氟医药农药中间体	含氟吸入式麻醉剂、低毒农药中间体、抗病毒药物中间体	高性能、高纯度
氟聚合物改性共聚单体	汽车、半导体、5G信息通信设备及家庭用品等	耐高温、优异机械性能、长寿命、可加工性
氟橡胶硫化剂	汽车、半导体、5G信息通信设备及家庭用品等	抗压缩变形、抗化学腐蚀、热稳定性佳
半导体与显示用氟溶剂清洗剂	半导体机台设备、OLED显示器、光学镜片清洗、航空引擎清洗	高可靠性、高品质、稳定性
润滑脂全氟聚醚基础油和真空泵油	半导体、集成电路、OLED显示、5G通讯等	低蒸发损失、高绝缘性、耐化学稳定性、耐热稳定性
IC刻蚀与电力绝缘含氟气体	中高压电气的绝缘保护、芯片干法刻蚀	低GWP、不易燃、高介电强度
半导体与数据中心含氟冷却液	数据中心浸没式冷却、半导体加的Chiller循环冷却	高导热效率、电绝缘、高化学稳定性、不燃性
含氟表面活性剂	消防泡沫水成膜助剂、电镀铬雾抑制剂、不粘锅涂层	安全环保、高表面活性、高热力学稳定性
光刻胶与防污防潮涂层氟单体	光刻胶材料、防潮涂层	耐高温、高透光率

图表116 公司高端氟精细化学品新增产能

项目	产品	产能（吨）	投产时间
海斯福高端氟精细化学品项目（一期）	全氟聚醚、三氟丙酮酸乙酯、乙基四氢糠基醚、乙氧基五氟环三磷腈、二氟磷酸锂等	622	2020年
海斯福高端氟精细化学品项目（二期）	六氟环氧丙烷、六氟丙酮三水化合物、六氟异丙醇、六氟异丙基甲醚、双酚AF、BOXAF、六氟丙烯低聚体、全氟烯醚系列产品、表面活性剂系列产品、全氟异丁基甲醚、全氟异丁腈、全氟聚醚基础油等	19200	预计2023年试产
海德福高性能氟材料项目（一期）	四氟乙烯、六氟丙烯、聚四氟乙烯、可燃性聚四氟乙烯、全氟磺酸树脂、氢氟醚、四氟磺内酯等	10000	预计2023年试产

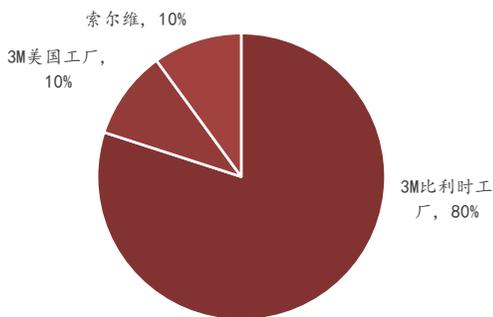
资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

■ 新宙邦：进一步转向高端氟精细化学品，有望成为细分领域龙头

- 全球含氟精细化学品巨头3M公司宣布2025年底之前退出PFAS物质的生产。2022年12月20日，3M宣布，考虑到全球对PFAS物质的监管正在加速以及环保因素，公司决定到2025年底前退出全氟烷基物质和多氟烷基物质 (PFAS) 包括含氟聚合物、氟化液、以及含PFAS添加剂的生产。3M氟化液产品应用广泛，在干法蚀刻设备制冷剂领域处于垄断地位。3M电子氟化液产品占据了全球芯片干法蚀刻设备制冷剂90%的市场份额，客户包括三星、SK海力士、英特尔、台积电等主流半导体厂商。
- 公司氟聚醚冷却液产品通过客户验证，有望承接3M氟化液市场。公司Boreaf电子氟化液系列产品可用于半导体 Chiller 冷却、数据中心浸没冷却、精密清洗、气相焊接、电子检漏等领域。相关产品采用绿色清洁的工艺路线，通过了海外客户的认证，生产产品符合当地的法规要求，公司现有数千吨冷却液产能，已经实现电子氟化液系列产品的商业化。随3M逐步退出氟化液市场，公司有望凭借技术和产能优势快速导入下游市场。

图表117 图表 37 全球干法蚀刻设备制冷剂供应格局



资料来源: Resilinic, 华安证券研究所

图表118 包含PFAS的产品



资料来源: 3M官网, 华安证券研究所

投资建议

04

投资建议

我们认为化工行业的投资策略是：

1. 挖掘周期底部优赛道：关注供需格局持续改善子赛道的龙头企业

- 2022年以来，在全球经济下行以及行业产能持续扩张等多重因素影响下，化工行业景气渐弱，截至2023年12月8日，中国化工产品价格指数（CCPI）报收4607点，较2022年初的5230点下降11.91%，较今年年初的4815点下降4.32%，近五年历史百分位为44.19%。随着今年稳增长政策的出台，地产/纺服/汽车/餐饮等终端需求渐改善，复苏初现。同时，2023Q3化工行业资本开支增速放缓，供需格局有望逐步改善，行业有望开启向上周期。重点关注涤纶长丝、大炼化、MDI等目前处于低估值，业绩逐步企稳的行业，重点关注万华化学、宝丰能源、巨化股份、昊华科技、金禾实业、荣盛石化等在经济复苏中业绩弹性较大的企业。

2. 拥抱国产替代新材料：关注投资渗透率、市占率提升的新材料企业

- 在双碳政策的推动下，未来化工行业在供给和需求面都将迎来巨大变化，行业正在进入发展的新阶段，由大规模制造转向高质量制造，新材料如雨后春笋，新要求、新趋势、新政策使得国内企业在新材料领域攻坚克难，已突破多个领域“卡脖子”技术，新材料渗透率与国产替代进程加速提升。伴随宏观经济企稳上升，政策扶持力度逐步提升，需求有望加速复苏带来新赛道的投资机会。推荐关注生物基尼龙、POE、光学膜、COC等新兴领域，重点关注凯赛生物、卫星化学、东材科技、阿科力、新宙邦等随需求复苏成长性加速释放的企业。

图表119 关注公司市场表现（截至12.17日）

股票代码	公司	市值（亿元）	收盘价	PE (TTM)	PB (MRQ)
600309.SH	万华化学	2,359.83	75.16	15.40	2.80
600989.SH	宝丰能源	1,035.47	14.12	21.48	2.82
600160.SH	巨化股份	451.67	16.73	31.62	2.91
600378.SH	昊华科技	279.64	30.68	25.54	3.36
002597.SZ	金禾实业	114.51	20.09	12.37	1.69
002493.SZ	荣盛石化	1,030.78	10.18	-51.46	2.28
688065.SH	凯赛生物	324.77	55.67	85.25	2.92
002648.SZ	卫星化学	500.24	14.85	14.67	2.03
601208.SH	东材科技	114.07	12.43	30.23	2.64
603722.SH	阿科力	38.08	43.30	102.21	5.02
300037.SZ	新宙邦	337.56	45.03	30.32	3.92

注：截至12.17日数据

资料来源：iFinD，华安证券研究所



■ 风险提示

- 1、化工品价格大幅波动风险；
- 2、行业及监管政策变化风险；
- 3、不可抗力及安全生产风险；
- 4、全球局部地区冲突加剧的风险；
- 5、国家与地区贸易争端的风险；
- 6、宏观经济大幅下滑的风险。



重要声明

分析师声明

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

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

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

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

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

减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。



谢谢！