

基础化工

2024 年度策略报告

同步大市-A(维持)

分歧加剧，潮落见珠

2024 年 1 月 8 日

行业研究/行业年度策略

基础化工板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票		评级
01164.HK	中广核矿业	买入-B
300910.SZ	瑞丰新材	买入-B
301283.SZ	聚胶股份	买入-B
002648.SZ	卫星化学	买入-B
600426.SH	华鲁恒升	买入-B

资料来源：最闻

分析师：

李旋坤

执业登记编码：S0760523110004

邮箱：lixuankun@sxzq.com

程俊杰

执业登记编码：S0760519110005

邮箱：chengjunjie@sxzq.com

研究助理：

刘聪颖

邮箱：liucongying@sxzq.com

投资要点：

➤ **供需分歧主线：**关注供需结构优异的润滑油添加剂、萤石、卫材热熔胶等细分领域。2019-2021 年制造业 PMI 长期维持在扩张区间，为化工原料市场带来持续需求增长，同时化工新增产能集中上马；2023 年以来，全球经济放缓，国内需求恢复不及预期，多数化工品出现产能过剩。随着国内经济刺激政策的带动及出口弱修复，优选与政策相关度较大的龙头白马以及供需格局优异的细分行业，包括润滑油添加剂、萤石、卫材热熔胶等。

➤ **环境共识主线：**关注能源结构转型重要角色(核电)与低碳领域(制冷剂)。为应对气候变化，实现《巴黎协定》目标，各国纷纷确定各自的碳中和目标，全球能源结构转型已成共识。俄乌冲突带来的能源安全与能源价格飙升问题唤起了各国对核能的重视，多个国家重新将核能建设列入计划；天然铀勘探资本开支多年处于低位，供需缺口预计长期存在。二代制冷剂由于 GWP 较高，正逐渐被三代制冷剂替代，2024 年配额政策落地之后，供需格局优化，盈利能力有望修复。

➤ **生产力共识主线：**关注科技创新带来的材料体系变革。科技创新及其所引发的科技革命和产业变革，能够带来生产力的巨大进步，以高端芯片制造、移动互联网、智能终端、人工智能等为突出代表的新一代数字技术发挥先导作用，带动众多产业变革和创新。未来几十年，新一轮科技革命和产业变革将同人类发展形成交汇，科技创新带来的材料体系变革将成为未来发展的重要引擎。重点关注的方向包括微电子行业关键材料之一的电子级氢氟酸、转基因商业化种植对草甘膦、草铵膦等需求增长、虚拟现实应用场景的关键材料 COC/COP 等。

➤ **重点公司关注：**中广核矿业、瑞丰新材、聚胶股份、卫星化学、华鲁恒升等。

风险提示：原油价格大幅波动风险；汇率波动风险；贸易摩擦持续恶化风险；行业竞争加剧风险等。



目录

1. 地缘分歧：从发展转向竞争.....	7
1.1 俄罗斯适应新局面，乌克兰急需强支援.....	7
1.2 巴以冲突加剧中东地缘不稳定性.....	8
2. 原油分歧：产油国与需求国的 battle.....	10
2.1 原油市场回顾：油价区间震荡运行.....	10
2.2 供给端：财政压力与战时状态，OPEC+减产动力仍存.....	10
2.3 需求端：中国炼油利润受益出行修复.....	14
2.4 预计 2024 年国际原油价格呈先跌后涨走势.....	15
2.5 天然气：俄乌冲突后恢复新常态.....	17
3. 供需分歧：产能扩张遇上经济趋缓.....	20
3.1 供需不匹配逐步加剧.....	20
3.2 润滑油：润滑油添加剂作为产业链的关键一环，格局优异.....	21
3.3 萤石：保护性开发政策提升产业链价值中枢.....	23
3.4 卫材热熔胶：老龄化趋势下，成人纸尿裤市场持续受益.....	25
4. 环境共识：能源结构转型与低碳发展.....	27
4.1 核电与天然铀：净零路径中的关键角色.....	27
4.2 制冷剂：第三代制冷剂配额落地，开启景气上行周期.....	32
5. 生产力共识：科技创新带来材料变革.....	34
5.1 电子级氢氟酸：微电子关键材料，受益于电子产业发展与进口替代.....	34
5.2 转基因作物：更加高效的转基因作物普及，差异化的农药需求.....	35
5.3 虚拟现实：COC/COP 是其构建的关键材料.....	36
6. 投资建议与重点公司估值.....	38
7. 风险提示.....	39



图表目录

图 1: 俄乌局势.....	7
图 2: 援乌资金总额 (亿欧元)	8
图 3: 俄罗斯走出制裁困境.....	8
图 4: 巴以冲突持续或导致地缘风险加剧.....	8
图 5: 苏伊士红海航线受到影响.....	8
图 6: 使用苏伊士运河的部分贸易量占比 (%)	9
图 7: 油价走势 (美元/桶)	10
图 8: OPEC 产油国产量 (千桶/日)	11
图 9: 预计 2024Q1OPEC+减产量 (万桶/日)	11
图 10: 原油财政盈亏平衡压力仍存 (美元/桶)	11
图 11: 俄罗斯配合减产来提升油价 (千桶/日)	12
图 12: 俄罗斯原油出顺利完成转换 (百万桶/天)	12
图 13: 更低的钻机数, 更高的产油量 (百万桶/日)	13
图 14: 仍未到达通胀目标 2%.....	13
图 15: 委内瑞拉解除制裁后重回市场 (百万桶/日)	13
图 16: 四国 2024 年增量超 100 万桶/日(千桶/日).....	13
图 17: 炼油利润自 2022 年以来显著修复.....	14
图 18: 石脑油裂解制烯烃利润低位徘徊.....	14
图 19: 世界原油需求变化 (百万桶/日)	15
图 20: 标普在不同场景下原油差异拉大.....	16
图 21: 美国天然气价格 (美元/MMBtu)	17

图 22: TTF 天然气价格 (欧元/MWh)	17
图 23: 国内液化气价格走势 (元/吨)	17
图 24: 明年冬季 LNG 供应变量.....	18
图 25: 俄罗斯对欧洲供应变化.....	18
图 26: 俄罗斯对欧洲区域的供应.....	18
图 27: 2023 年我国天然气表观消费量 (亿立方米)	19
图 28: 我国 LNG 表观需求量 (万吨)	19
图 29: 制造业 PMI (%)	20
图 30: 乙烯产能(绿色)及消费量(黄色) (万吨)	20
图 31: 丙烯产能(绿色)及消费量(黄色) (万吨)	20
图 32: 苯产能(绿色)及消费量(黄色) (万吨)	20
图 33: 甲苯产能(绿色)及消费量(黄色) (万吨)	21
图 34: PX 产能(绿色)及消费量(黄色) (万吨)	21
图 35: 润滑油行业体积占比.....	21
图 36: 润滑油行业销售金额占比.....	21
图 37: 润滑油产业链.....	22
图 38: 公司产品通过 API 的高端测试标准 (元)	22
图 39: 公司不断强化优势抢占市场份额 (亿元)	22
图 40: 墨西哥是萤石第一大储量国.....	23
图 41: 中国萤石产量居世界第一, 上升态势趋缓.....	23
图 42: 氟化钙含量≤97%的萤石进出口情况.....	24
图 43: 氟化钙含量>97%的萤石进出口情况.....	24
图 44: 中国萤石储采比约为 8, 处于全球最低水平.....	24

图 45: 萤石价格中枢明显上移(单位: 元/吨).....	24
图 46: 我国卫材热熔胶市场规模持续扩张.....	25
图 47: 中国成人失禁用品行业保持较高增速.....	25
图 48: 公司研发投入处于行业较高水平.....	26
图 49: 全球前十大卫材厂商.....	26
图 50: 产能全球布局, 稳定提升 (单位: 万吨)	26
图 51: 主营业务毛利率相对稳定.....	26
图 52: 过去 50 年核能避免了近 70Gt CO ₂ 排放 (Gt)	27
图 53: 预计 2023-2030 年均新增装机 21.8GW (GW)	27
图 54: 中国核电站分布情况.....	28
图 55: 全球在建核反应堆数量 (截至 2022/12/31)	28
图 56: 全球低成本铀资源量有所减少.....	28
图 57: 全球铀储量 CR7 约 94%.....	28
图 58: 2022 年全球天然铀产量合计 4.89 万 tU.....	29
图 59: 铀矿勘探支出多年处于低位 (百万美元)	29
图 60: 预计天然铀行业长期处于供需紧张状态 (万 tU)	30
图 61: 中广核集团在运与在建机组容量.....	30
图 62: 中广核集团计划投产机组容量 (MW)	30
图 63: 公司铀资源权益储量约 3 万 tU (tU)	31
图 64: 预计 2025 年公司铀矿产能约 3700tU (tU)	31
图 65: 开采成本低于 40 美元/kgU 资源量分布情况.....	32
图 66: 各铀矿生产成本曲线(千吨, 美元/磅 U ₃ O ₈).....	32
图 67: 第二代制冷剂淘汰时间.....	32

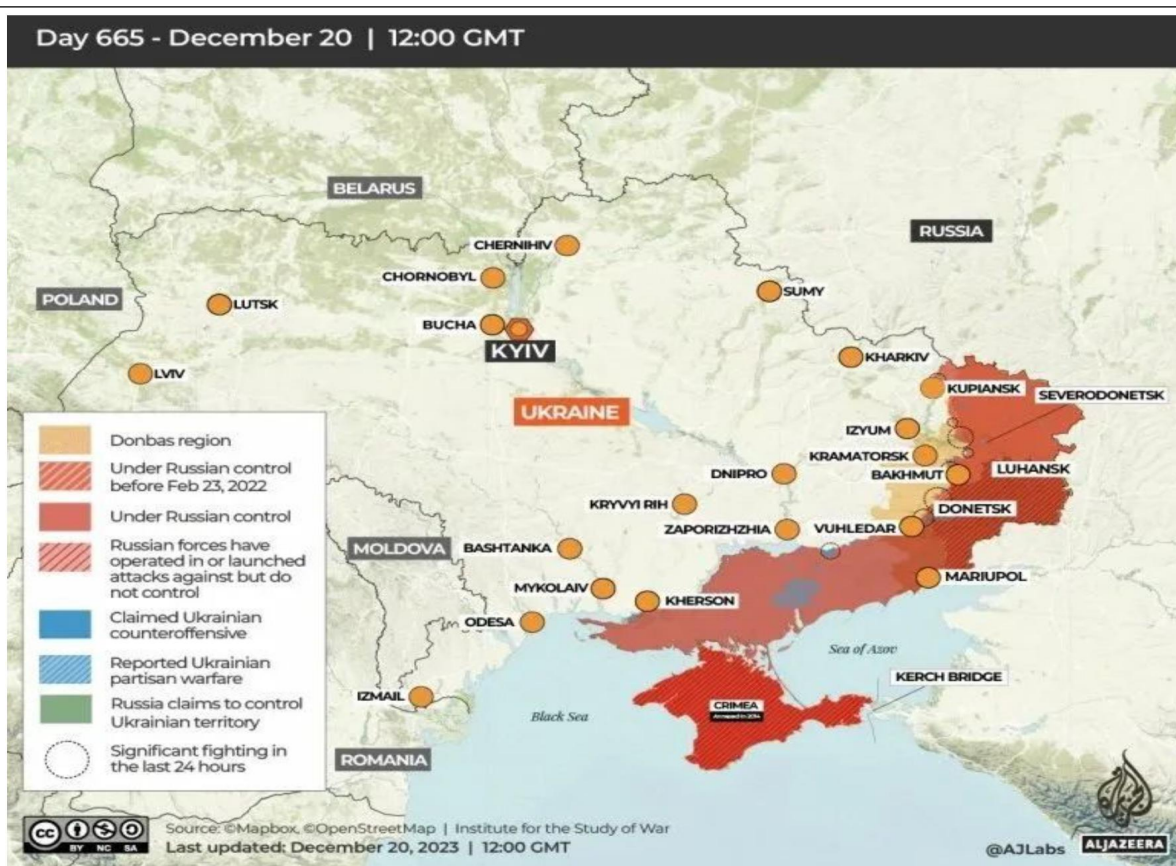
图 68: 第三代制冷剂淘汰时间.....	32
图 69: 三代制冷剂产能利用率在 50%左右 (万吨)	33
图 70: R32 处于价格与盈利底部 (元/吨)	33
图 71: 集成电路是电子氢氟酸的第一大应用市场.....	34
图 72: 前 11 个月我国集成电路产量合计 2760 亿块.....	34
图 73: 我国电子级氢氟酸进口单价明显高于出口单价 (单位: 千克, 美元/千克)	35
图 74: 全球转基因作物种植面积 (百万公顷)	36
图 75: 2022 年不同国家转基因面积 (百万公顷)	36
图 76: COC/COP 用于光学和包装等领域(2021 年).....	37
图 77: 预计 2021-2025 年需求 CAGR 约 9%(万吨).....	37
表 1: 各机构预计 24 年原油分歧加大 (美元/桶)	16
表 2: 国内和国外电子级氢氟酸标准分类.....	35
表 3: 重点公司盈利预测及估值.....	38

1. 地缘分歧：从发展转向竞争

1.1 俄罗斯适应新局面，乌克兰急需强支援

乌克兰反攻落空，急求支援。乌克兰的夏季反攻计划目前基本失败，俄罗斯加强了占领阵地的防御，进一步巩固了优势。截止 2023 年 7 月，乌克兰共获得援助超 2500 亿欧元，来自美国超 694.8 亿欧元，为了维持住现有局面，乌克兰需要更进一步的援助。

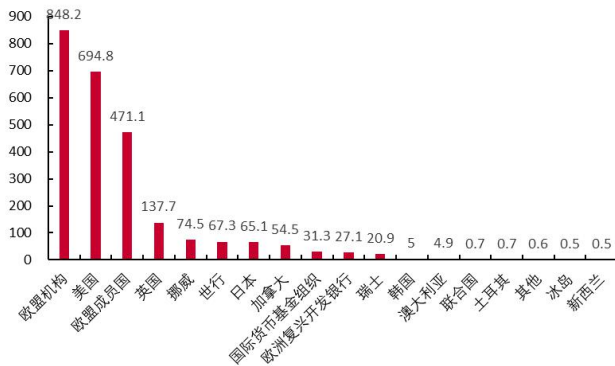
图 1：俄乌局势



资料来源：道达智库，山西证券研究所

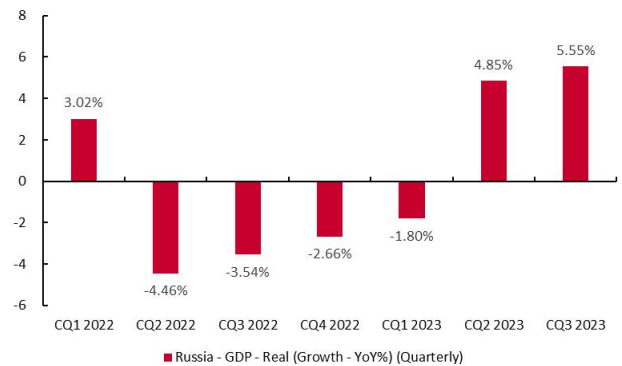
俄罗斯走出制裁困境。目前俄罗斯已经适应了战时局面，并将经济增速拉回年内新高。处理了瓦格纳兵变后的负面影响，进一步加强了俄罗斯政府的统治力，并计划在 24 年进一步增加军费预算，巩固优势局面。

图 2：援乌资金总额（亿欧元）



资料来源：欧亚系统科学研究会，山西证券研究所

图 3：俄罗斯走出制裁困境



资料来源：S&P，山西证券研究所

1.2 巴以冲突加剧中东地缘不稳定性

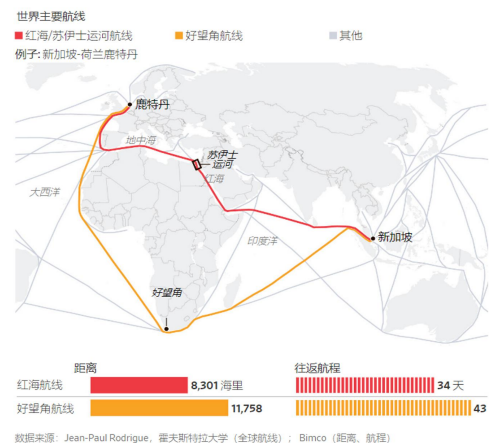
巴以冲突调停未果，摩擦持续。截止 23 年 12 月 25 日，巴以冲突第 80 天，以色列称将进一步扩大在加沙地带南部的军事行动，联合国以及多方调节尚未有效果。另外黎巴嫩与以色列边界处出现局部冲突，摩擦持续。

图 4：巴以冲突持续或导致地缘风险加剧



资料来源：谷歌地图，山西证券研究所

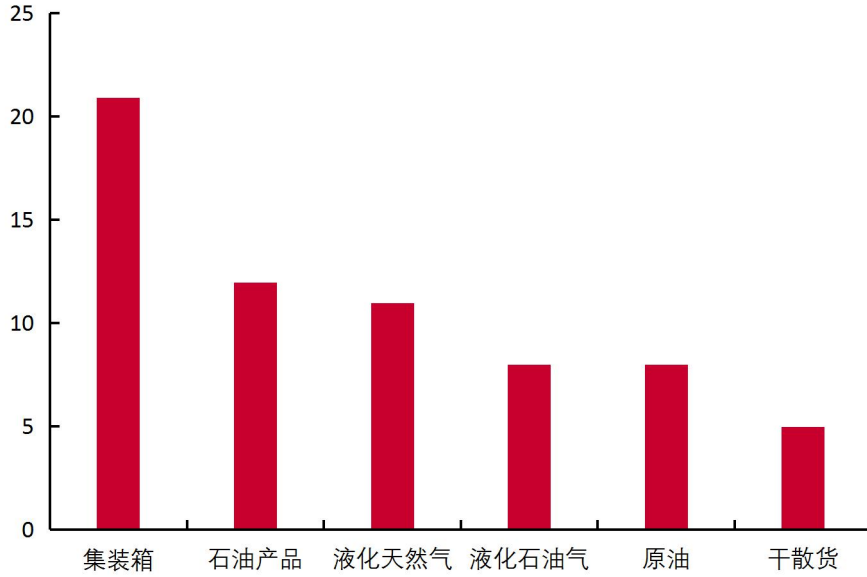
图 5：苏伊士红海航线受到影响



资料来源：The Wall Street Journal，山西证券研究所

冲突影响逐渐扩大，涉及物流航运。以色列持续的火力打击，加剧了伊斯兰世界的敌意，可能会加剧地缘冲突的不确定性。胡赛武装对红海过往船只的威胁以迫使马士基等主流航运公司改变航道。

图 6：使用苏伊士运河的部分贸易量占比（%）



资料来源：Jefferies, The Wall Street Journal, 山西证券研究所

2. 原油分歧：产油国与需求国的 battle

2.1 原油市场回顾：油价区间震荡运行

油价全年区间震荡运行。2023 年上半年国际油价呈现震荡下行走势，新冠疫情对世界经济及原油市场的影响逐渐减弱，市场对经济衰退的风险担忧仍存，国际油价震荡偏空走势。三季度，在沙特及俄罗斯延长减产至年底以及原油消费传统旺季，支撑油价上行，进入四季度，市场对欧佩克+减产前景存疑，且美国原油产量处历史高位，以及美油库存持续累库，同时需求担忧及潜在供应过剩，原油价格震荡下行。

图 7：油价走势（美元/桶）

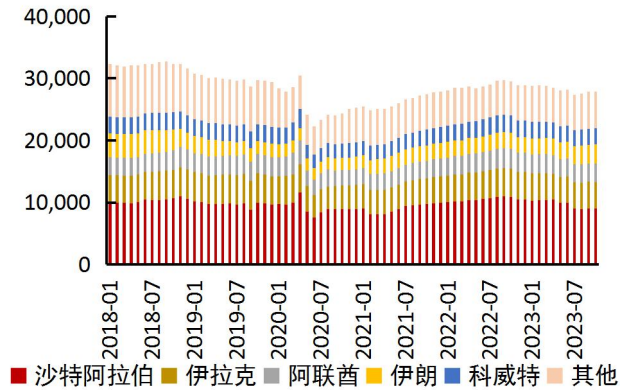


资料来源：Wind，山西证券研究所

2.2 供给端：财政压力与战时状态，OPEC+减产动力仍存

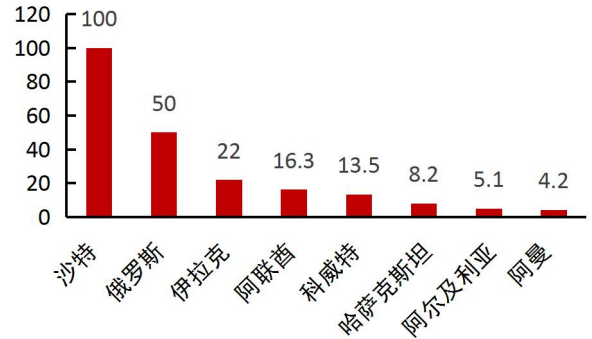
财政平衡油价 24 年预期升高，减产动力仍存。根据 IMF，24 年沙特、阿联酋、阿曼等 8 国（右下图）的预期财政平衡油价中位数为 84.05 美元/桶，同比+1.3 美元/桶，另外俄罗斯仍处于战时状态，因此 OPEC+减产动力仍存，价格越低，产油国减产行为将更加坚决。

图 8：OPEC 产油国产量（千桶/日）



资料来源：Wind，山西证券研究所

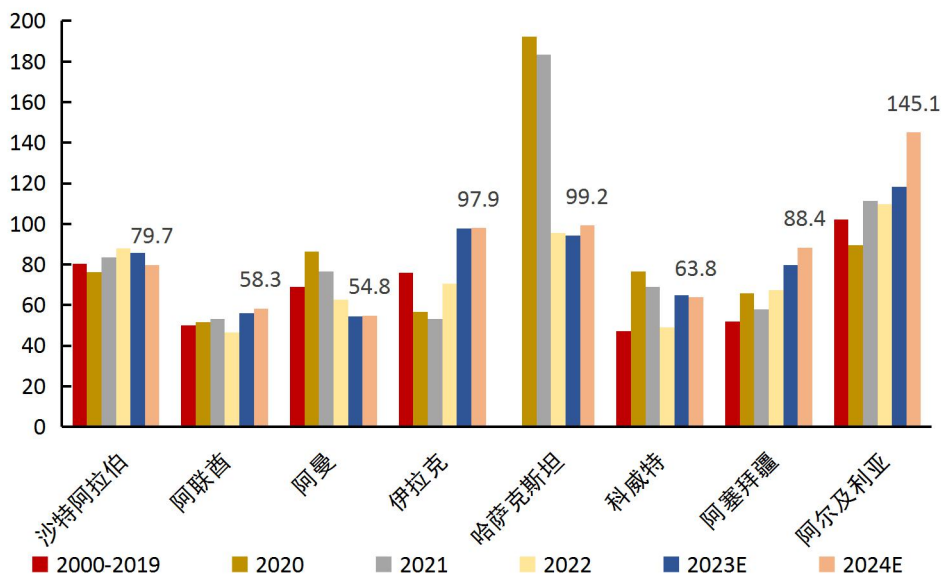
图 9：预计 2024Q1 OPEC+ 减产（万桶/日）



资料来源：OPEC，证券时报，山西证券研究所

OPEC+限产稳油价。根据 OPEC11 月月度原油市场报告显示，2023 年 10 月原油产量增加 8 万桶/天至 2790 万桶/天。沙特阿拉伯 10 月原油产量减少 0.26 万桶/天至 899.2 万桶/天；伊朗 10 月原油产量增加 4.6 万桶/日至 311.5 万桶/天；科威特 10 月原油产量减少 2.4 万桶/天至 255.3 万桶/天。整体来看，OPEC 产油国产量稳步增长，根据 EIA 数据，OPEC 产能中沙特阿拉伯占比 52%，占全球原油产能大部分，沙特通过扩大减产力度来稳定市场。

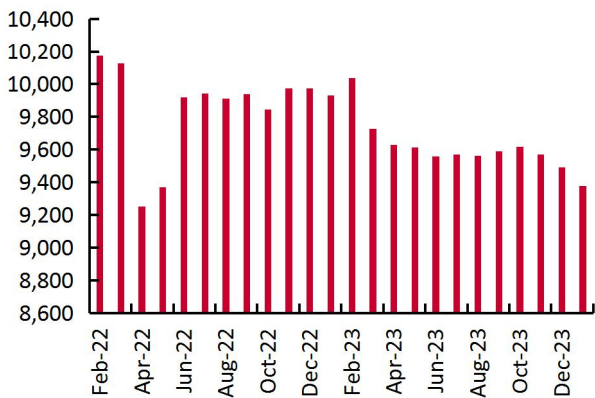
图 10：原油财政盈亏平衡压力仍存（美元/桶）



资料来源：IMF，山西证券研究所

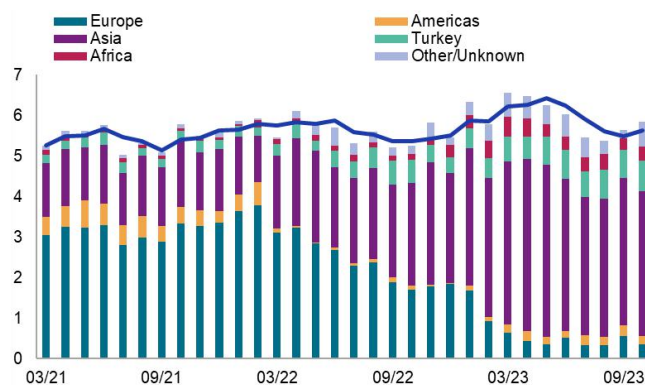
俄罗斯配合减产稳油价，已顺利完成出口结构转换。根据 Bloomberg，截至 2023 年 12 月，俄罗斯原油产量 9490 千桶/日，环比 11 月减少 78 千桶/日，预期 24 年 1 月产量会进一步降低，达到 9375 千桶/日。由于欧美的制裁，俄罗斯原油已通过 1 年的时间完成了出口结果的顺利转换，从之前的欧洲为主转向亚洲为主，同样俄罗斯经济也从制裁中逐步恢复。

图 11：俄罗斯配合减产来提升油价（千桶/日）



资料来源：Bloomberg，山西证券研究所

图 12：俄罗斯原油出顺利完成转换（百万桶/天）

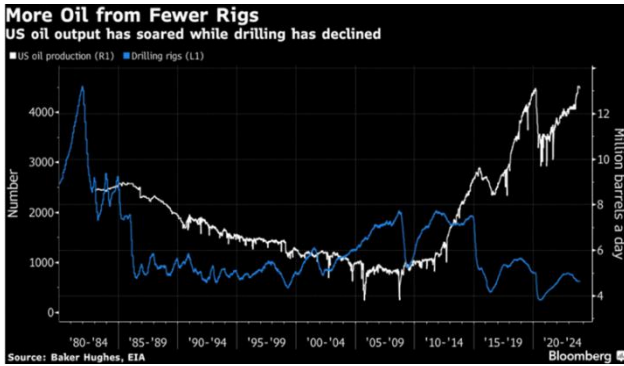


资料来源：S&P，山西证券研究所

美油页岩油产量超预期增长，页岩油技术仍在升级。2022 年底，预测 23 年美国平均产量为 1250 万桶/日，而实际上调至 1330 万桶/日，差异主要来自非上市公司。此外，电动泵技术、更小的孔、更长的孔道、多晶金刚石钻头带来钻井效率的显著提升，目前二叠纪平均钻井时间可达 11.5 天，低于 2019 年的 19.5 天，水力压裂时间也缩短了三天。

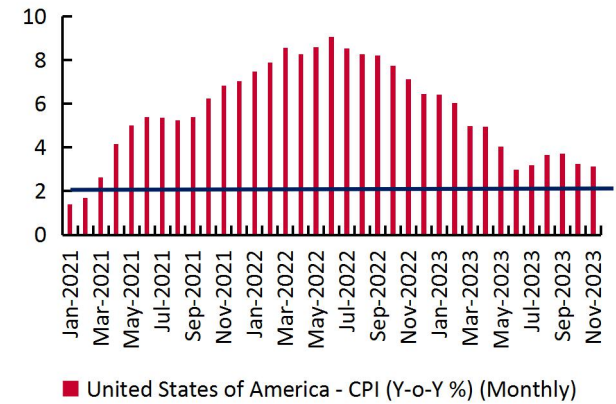
美国通胀目标尚未达到，当地页岩油生产利润客观。即使在持续加息的环境中，美国 CPI 已有显著的回落，但是持续的地缘摩擦所带来产业链成本的提升仍然具有不确定性，因此美国页岩油开采商仍然保持温和的资本开支，进一步扩张其市场份额。

图 13: 更低的钻机数, 更高的产油量 (百万桶/日)



资料来源: EIA, 山西证券研究所

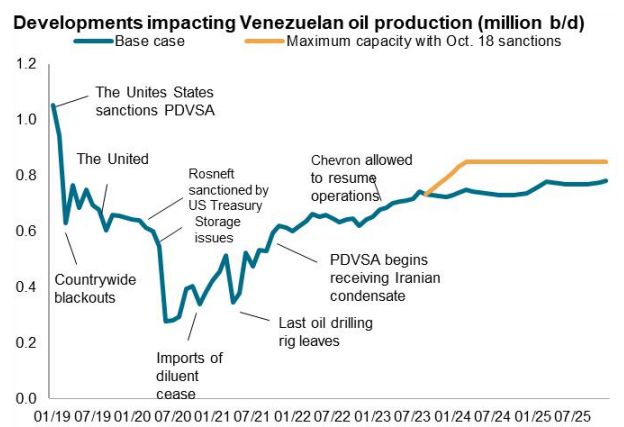
图 14: 仍未到达通胀目标 2%



资料来源: S&P, 山西证券研究所

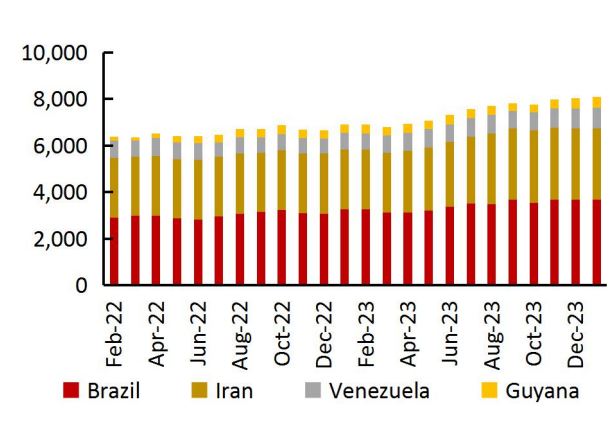
委内瑞拉、巴西、圭亚那、伊朗等国将带来新增量。1) 委内瑞拉: 美国对委内瑞拉解除制裁后, 其原油产量重回市场; 印度将在中断三年后重新开始进口委内瑞拉石油, 另外 Maurel and Prom 表示立即重启 Urdaneta West 油田, 目标在 24 年底提升其产量至 2.5 万桶/天。2) 巴西: 巴西国家石油公司 (Petrobras) 宣布将在 2028 年底前投资 1020 亿美元; 巴西政府的目标是到 2030 年将这一地位提高到世界第四, 产量达到约 540 万桶/日。3) 圭亚那: 目前圭亚那已具备 45 万桶/日的产量, 有望在 2027 年达到 120 万桶/日的产量水平, 作为新玩家, 短短 4 年从无到有。4) 伊朗: 完成制裁后, 更多的原油将通过人民币结算, 中国成为最大的伊朗原油采购国, 2023 年 1-10 月平均采购量为 105 万桶/日。

图 15: 委内瑞拉解除制裁后重回市场 (百万桶/日)



资料来源: S&P, 山西证券研究所

图 16: 四国 2024 年增量超 100 万桶/日(千桶/日)

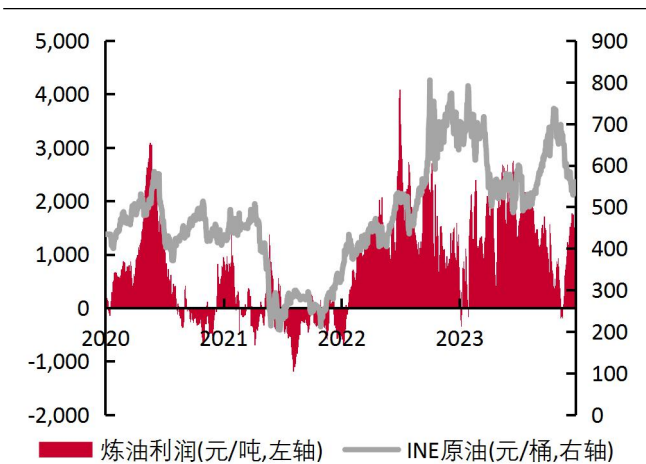


资料来源: Bloomberg, 山西证券研究所

2.3 需求端：中国炼油利润受益出行修复

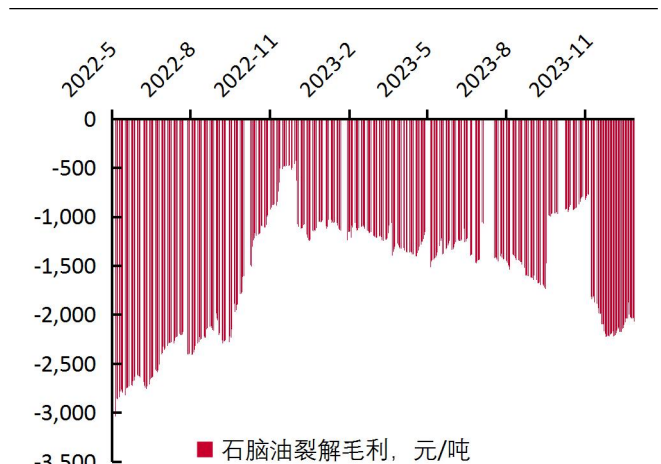
炼化因产能增速过快而利润压缩，炼油利润显著高于炼化利润。疫情结束，国家经济逐步恢复，工程基建开工整体强于疫情期，居民出行航班订单量增加。整体来看，23年汽煤柴油消费强于去年。油气类资产由于企业端的资源禀赋，反而更加受益于当下的特殊环境中。

图 17：炼油利润自 2022 年以来显著修复



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 18：石脑油裂解制烯烃利润低位徘徊

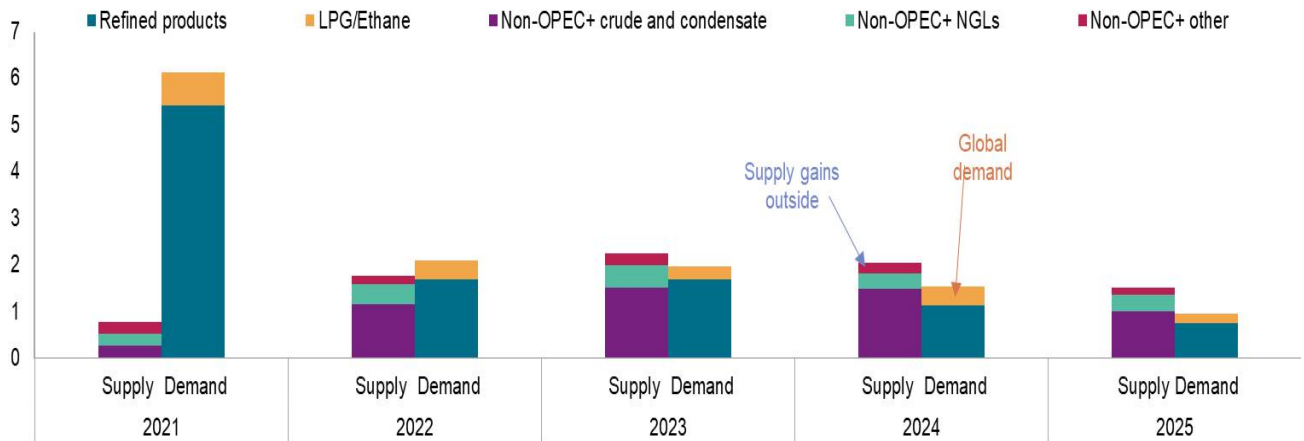


资料来源：Wind，山西证券研究所

全球经济软着陆，世界原油需求增长放缓。标普预计随着全球经济增速的放缓，23 年全球石油需求增长为 200 万桶/日，24 年下降至 160 万桶/日，25 年为 100 万桶/日，并于 25 年需求达峰为 1.049 亿桶/日。非 OPEC+ 国家将在 24 年贡献 230 万桶/日增量，25 年预计达 160 万桶/日，超出需求部分的调控预计将由 OPEC+ 来进行调控，预计 24 年将进一步减少 50 万桶/日，24-25 年闲置产能可达 440-520 万桶/日。

图 19：世界原油需求变化（百万桶/日）

Non-OPEC+ supply growth vs. global demand growth (million b/d)



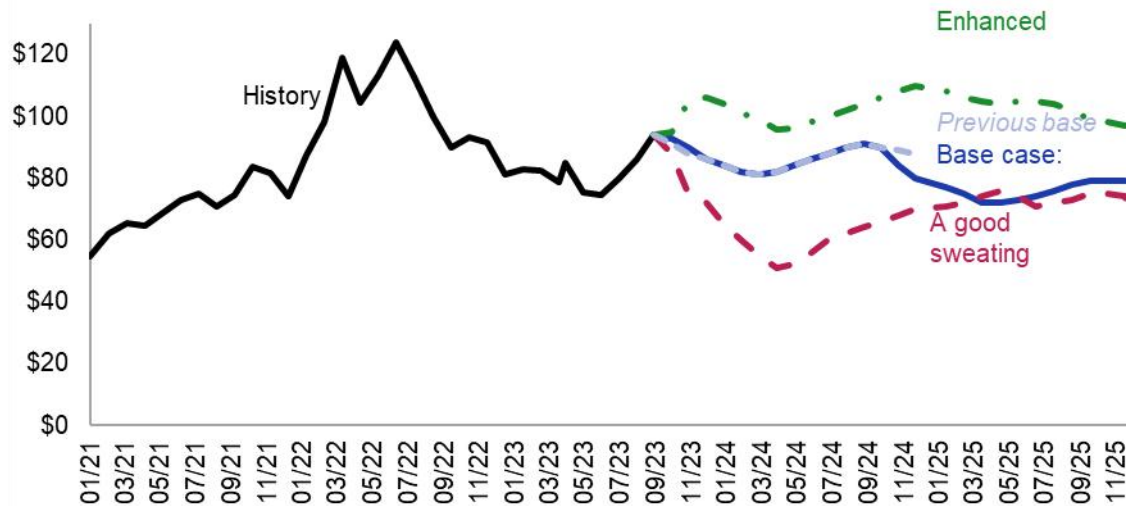
资料来源：S&P Global Commodity Insights，山西证券研究所

2.4 预计 2024 年国际原油价格呈先跌后涨走势

2024 年布伦特均价预计在 70-80 美元/桶。展望 2024 年，美国原油产量将继续延续稳中上升态势，且世界原油闲置产能充足。不过另一方面，以沙特俄罗斯为首的 OPEC+ 组织或将为稳住油价继续延长减产，且当油价处于相对理想价格的时候，美国将继续填充战略石油储备。2024 年重点关注以沙特为首的 OPEC 组织的产油动态，各国经济数据等。预计 2024 年国际原油价格将呈现先跌后涨的走势，布伦特原油价格将在 70-80 美元/桶波动。

图 20: 标普在不同场景下原油差异拉大

S&P Global Commodity Insights Dated Brent price outlook (\$/b)



资料来源: S&P Global Commodity Insights, 山西证券研究所

表 1: 各机构预计 24 年原油分歧加大 (美元/桶)

	Q4-23	Q1-24	Q2-24	Q3-24
barclays	88	91	92	95
Bocil	88.5	85	86	92
Caixa BANK	86.6	83.2	90.7	79.4
Commerzbank	90	85	85	90
Crisil	85	82	80	82
Deutsche Bank	92	92	92	88
Emirates NBD	85	87	90	92
Enverus	90	85	84	90
Evercore US	85	80	80	80
Goldman Sachs	84	86	92	95
Intesa Sanpaolp	85	81	78	78
JP morgan	85	79	84	84
Julius Baer	85	77.5	75	72
Kpler	87	81	79	83
LBBW	85	80	80	75
Wood Mackenzie	87.4	87.35	89	92

资料来源: 路透社, 山西证券研究所

2.5 天然气：俄乌冲突后恢复新常态

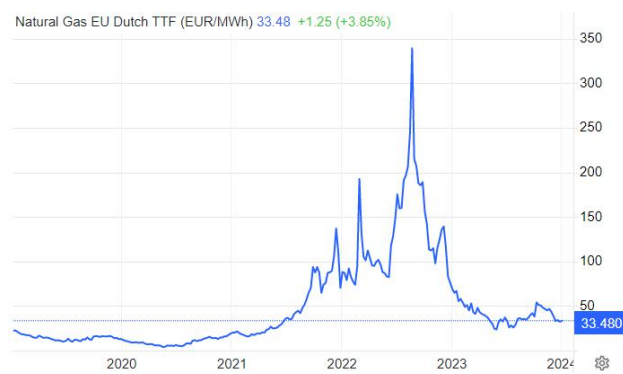
欧洲天然气价格逐步恢复到 2019 年的水平，国内 LNG 走势与海外天然气价格基本趋同。目前欧洲市场对天然气的供应找到了新的进口方向，通过从美国进口液化天然气做了一定的补充，主导市场的方向转向需求为主，由于欧洲的经济复苏相对趋缓，天然气整体的需求下降为主。国内天然气需求下游以城市供热、化工品制备为主，边际需求会受到化工品市场的影响。

图 21：美国天然气价格（美元/MMBtu）



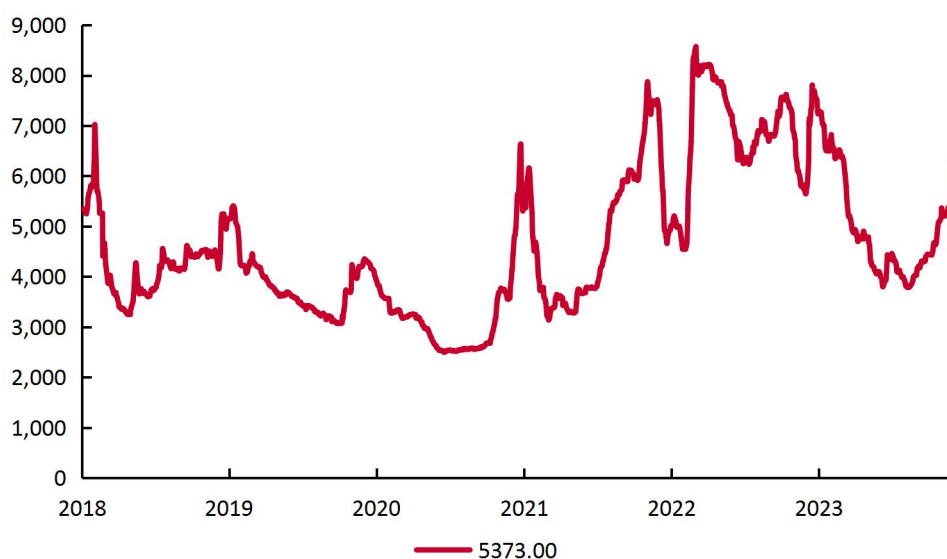
资料来源：Trading Economics，山西证券研究所

图 22：TTF 天然气价格（欧元/MWh）



资料来源：Trading Economics，山西证券研究所

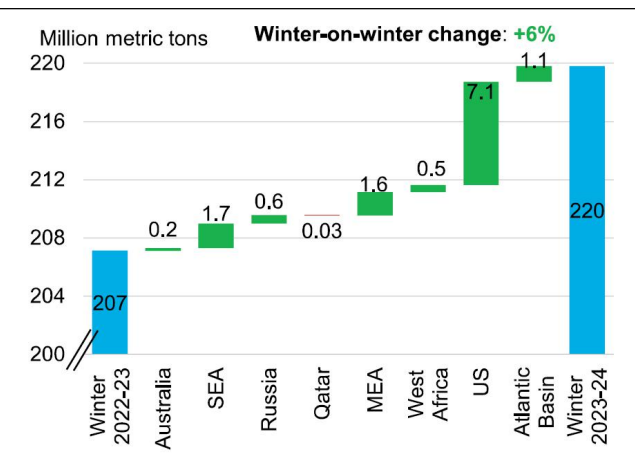
图 23：国内液化气价格走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

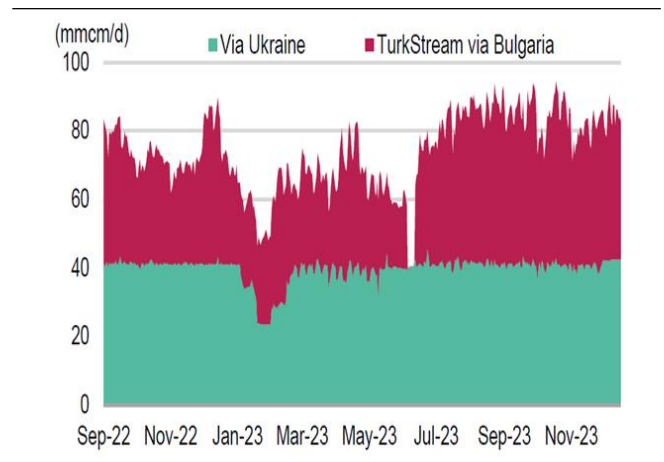
欧洲天然气供应将获得额外增量，俄罗斯仍然保持欧洲市场供应。到 2024 年夏末，再气化能力将增加超过 1 亿立方米/天。全球液化天然气供应的增长，预计冬季增长 6%，达到 2.2 亿公吨，夏季增长 4%，达到 2.07 亿吨，这将增加流入欧洲的天然气。俄罗斯输往欧洲的管道天然气流量将保持在“新常态”水平，即每天约 7000 万至 9000 万立方米，仍在进口和转运俄罗斯液化天然气的欧盟国家有比利时、西班牙和法国。24 年底，过境协议到期，乌克兰或大幅提高过境关税（当前为 0.85 美元/MMBtu）。

图 24：明年冬季 LNG 供应变量



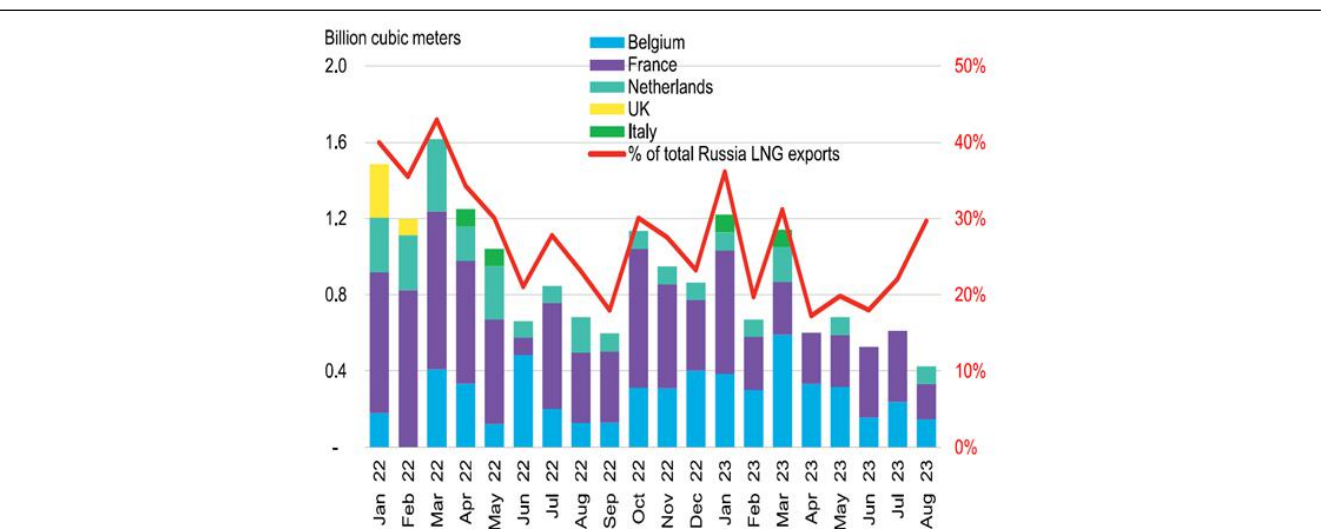
资料来源：BloombergNEF，山西证券研究所

图 25：俄罗斯对欧洲供应变化



资料来源：S&P，山西证券研究所

图 26：俄罗斯对欧洲区域的供应

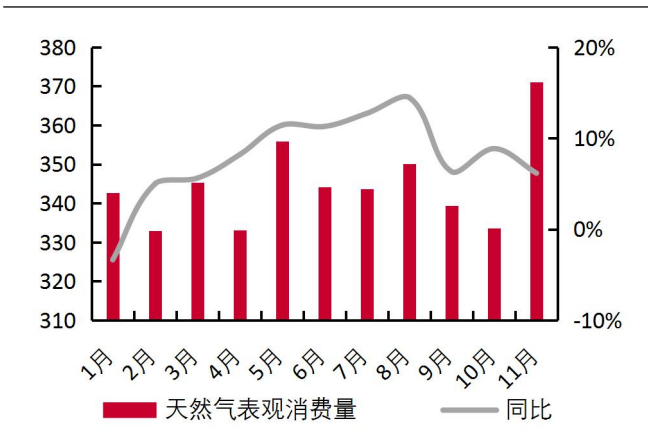


资料来源：BloombergNEF，山西证券研究所

受经济形势及国内外价格走势影响，天然气需求波动性有所加大。根据《中国天然气发展报告（2023）》，2022年，中国全国天然气消费量3646亿立方米，同比下降1.2%。天然气消费结构显示，城市燃气消费占比33%，工业燃料占比42%，天然气发电占比17%，化工用气占比8%。2022年全球经济下行及可再生能源发电量的增长影响发电部门用气量，我国天然气消费出现负增长，2023年我国天然气市场化改革持续深入，表观消费量有所回升，根据百川，2023年1-11月，我国天然气表观消费量3792.02亿立方米，同比增长7.69%。

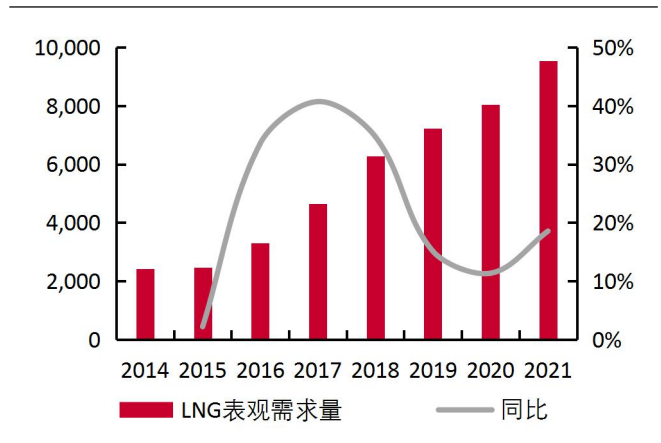
LNG消费量稳步增长。从2014-2021年中国LNG表观消费量变化趋势可以看出，近年来我国LNG表观消费量出现大幅度增长，2021年全年我国LNG表观消费量为9535.6万吨，同比增长18.56%。

图 27：2023 年我国天然气表观消费量（亿立方米）



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

图 28：我国 LNG 表观需求量（万吨）



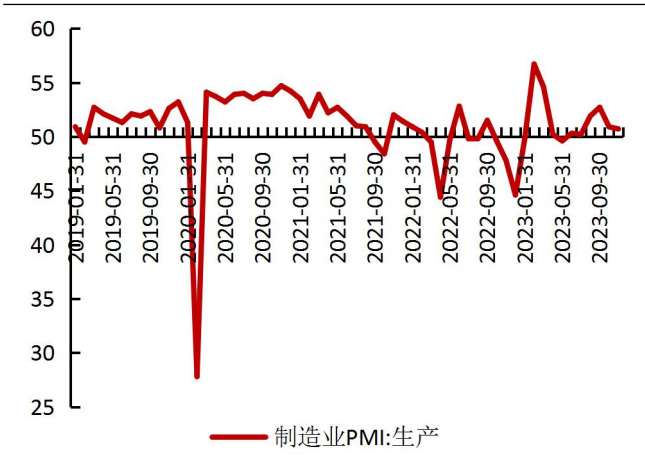
资料来源：前瞻产业研究院，中研院，山西证券研究所

3. 供需分歧：产能扩张遇上经济趋缓

3.1 供需不匹配逐步加剧

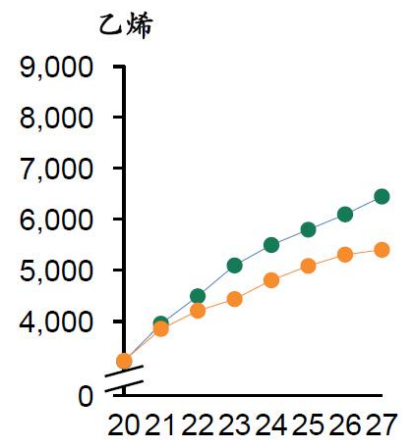
产能释放仍在持续。2019-2021 年制造业 PMI 长期维持在扩张区间，为化工原料市场带来持续需求增长，新增产能的集中规划也在这三年，竞争的差异化将会在近几年逐步体现。

图 29：制造业 PMI (%)



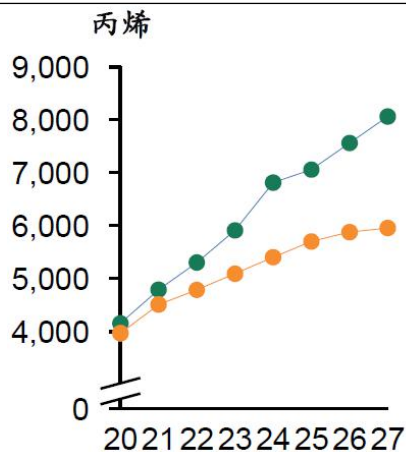
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 30：乙烯产能(绿色)及消费量(黄色) (万吨)



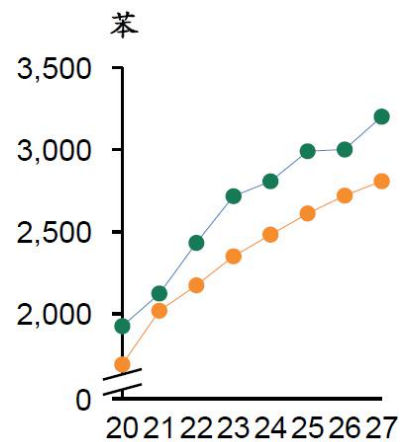
资料来源：《全球能源结构变局下的中国化工市场展望》，山西证券研究所

图 31：丙烯产能(绿色)及消费量(黄色) (万吨)



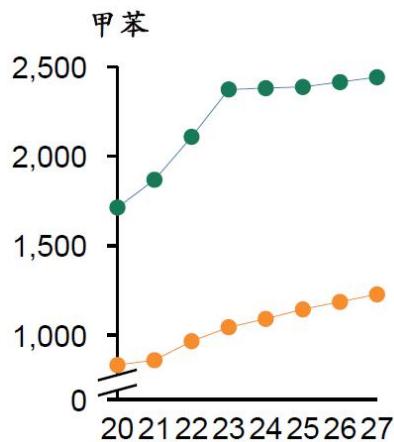
资料来源：《全球能源结构变局下的中国化工市场展望》，山西证券研究所

图 32：苯产能(绿色)及消费量(黄色) (万吨)



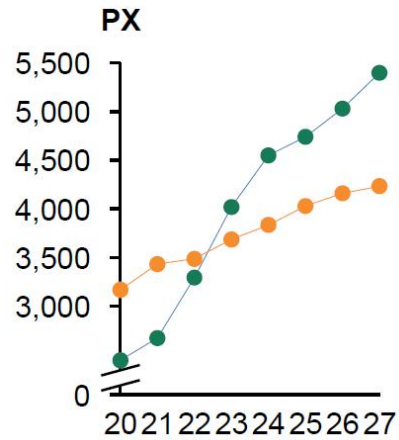
资料来源：《全球能源结构变局下的中国化工市场展望》，山西证券研究所

图 33: 甲苯产能(绿色)及消费量(黄色) (万吨)



资料来源:《全球能源结构变局下的中国化工市场展望》, 山西证券研究所

图 34: PX 产能(绿色)及消费量(黄色) (万吨)

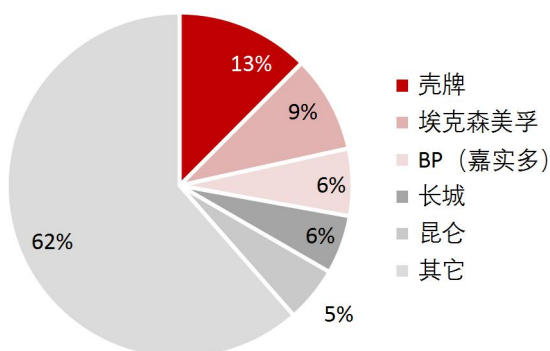


资料来源:《全球能源结构变局下的中国化工市场展望》, 山西证券研究所

3.2 润滑油: 润滑油添加剂作为产业链的关键一环, 格局优异

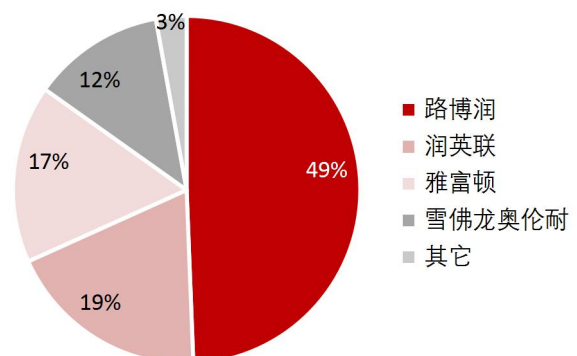
润滑油市场稳步增长, 添加剂市场格局更优。根据 Technavio, Mordor Intelligence 及 IHS, 截止 2020 年, 全球润滑油市场规模为 1275.9 亿美金, 消费量为 375 亿升, 预计 26 年市场规模为 1536.1 亿美金, 消费量达到 472 亿升。截止 2021 年, 全球润滑油添加剂销售约 406.6 万吨, 市场规模约千亿, 预计未来消费增速与润滑油市场接近。

图 35: 润滑油行业体积占比



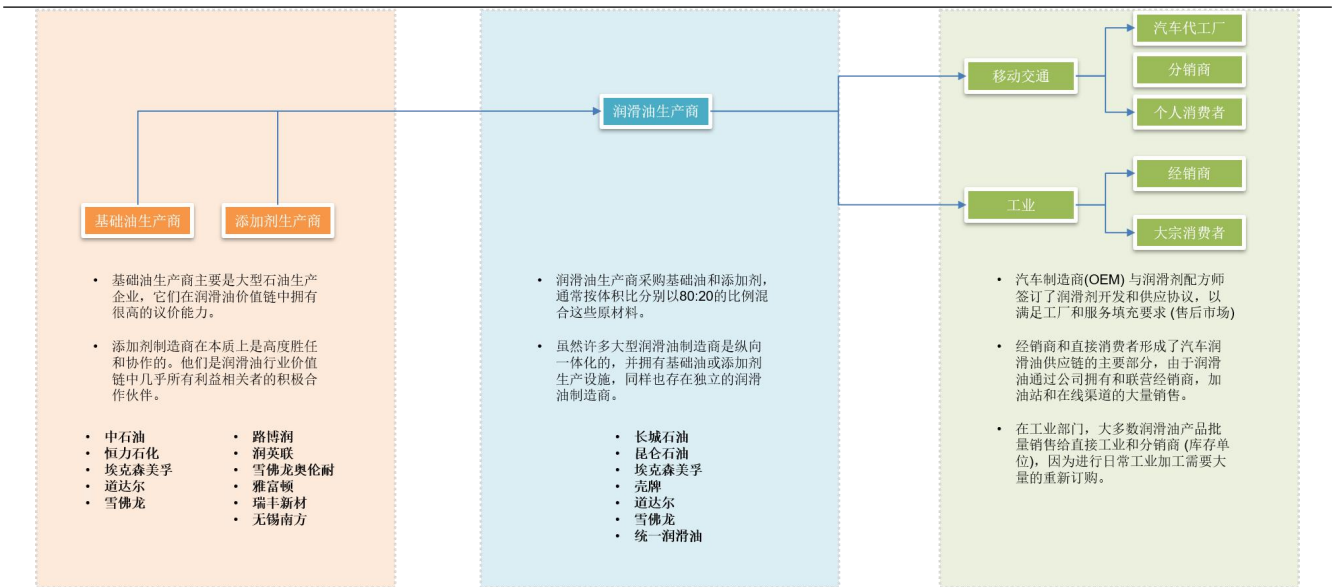
资料来源:《GLOBAL LUBRICANTS MARKET (2015 - 2026)》, 山西证券研究所

图 36: 润滑油行业销售金额占比



资料来源: S&P, 山西证券研究所

图 37：润滑油产业链



资料来源：公开资料，山西证券研究所整理

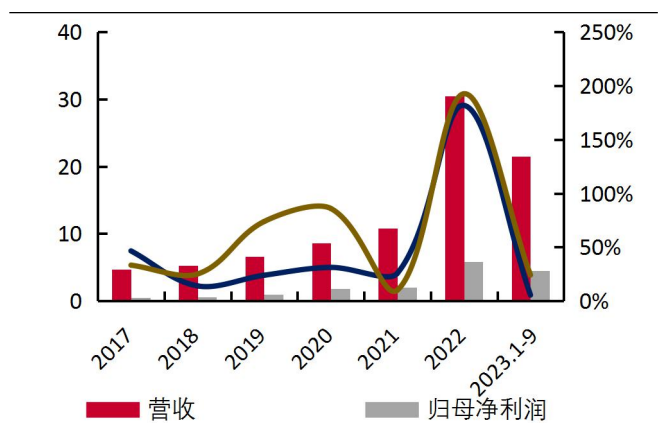
瑞丰新材：国内 API 认证稀缺标的，竞争力突出持续成长。公司产线集中河南新乡，产品配套齐全，产业链完善，一体化优势明显。海外四大单剂生产主要集中在北美及欧洲当地，全球多地建造复合剂生产基地，进口单剂后混合成复合剂；润滑油添加剂主要原料包含石油下游基础油、烯烃、芳烃、磷系化合物、Zn 等，国内大炼化企业产能过剩，磷资源丰富，原料供应充裕；公司具有显著低于海外四大的人力、投资、管理等成本，竞争优势显著。

图 38：公司产品通过 API 的高端测试标准（元）



资料来源：中国海关，山西证券研究所

图 39：公司不断强化优势抢占市场份额（亿元）

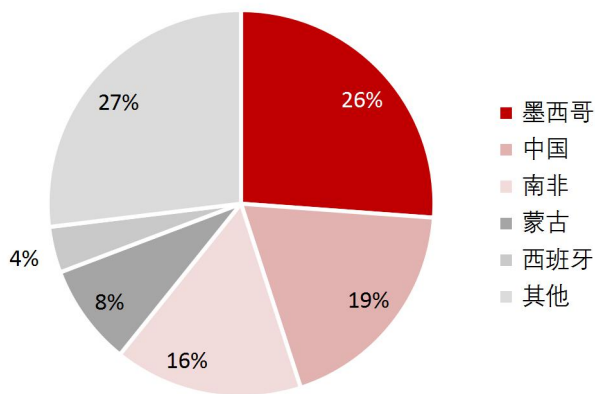


资料来源：Wind，山西证券研究所

3.3 萤石：保护性开发政策提升产业链价值中枢

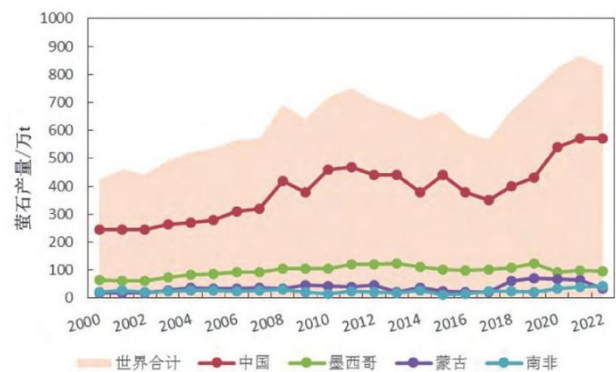
世界萤石储量分布广泛，产量高度集中。据美国地质调查局数据，2022 年世界萤石储量为 2.6 亿吨，其中墨西哥、中国、南非、蒙古储量合计 1.8 亿吨，占世界总储量的 69%；2022 年世界萤石总产量 830 万吨；其中，中国萤石产量达到 570 万吨，占总产量的 69%，居世界第一，墨西哥、蒙古产量占比分别为 12%、4%，产量一致较为稳定。中国萤石产量趋势与世界萤石产量趋势一致，说明中国是推动世界萤石产量增长的主要国家。

图 40：墨西哥是萤石第一大储量国



资料来源：美国地质调查局，山西证券研究所

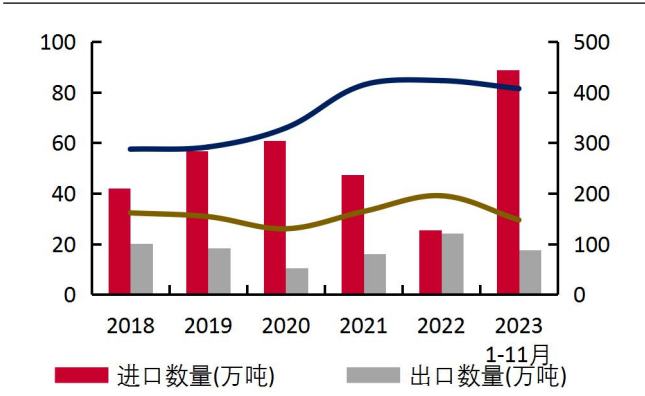
图 41：中国萤石产量居世界第一，上升态势趋缓



资料来源：USGS，《中国萤石资源供需形势分析与对策建议》，山西证券研究所

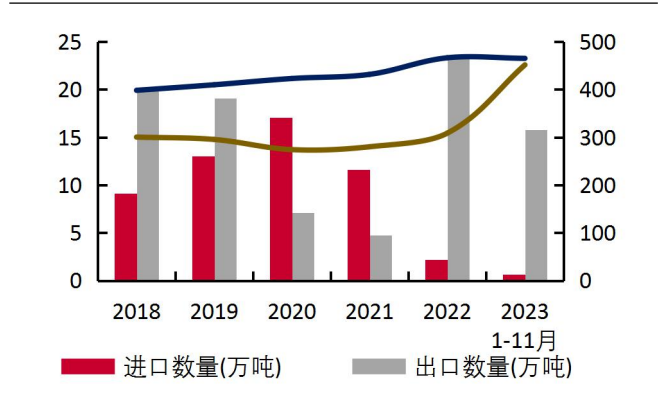
国家出口限制政策指导下，冶金级萤石进口量增加。我国进口萤石以冶金级萤石矿为主，出口萤石以酸级萤石为主。由于国家不断出台措施保护萤石资源，我国萤石出口总量不断下滑，2018 年以来我国成为萤石净进口国。2022 年因墨西哥与加拿大两座矿山因自身原因停产，我国酸级萤石出口量大幅增加。2023 年 1-11 月，我国冶金级萤石进口量同比增加 313%，净进口 71.31 万吨；酸级萤石净出口 15.13 万吨。

图 42: 氟化钙含量≤97%的萤石进出口情况



资料来源: 海关总署, 山西证券研究所

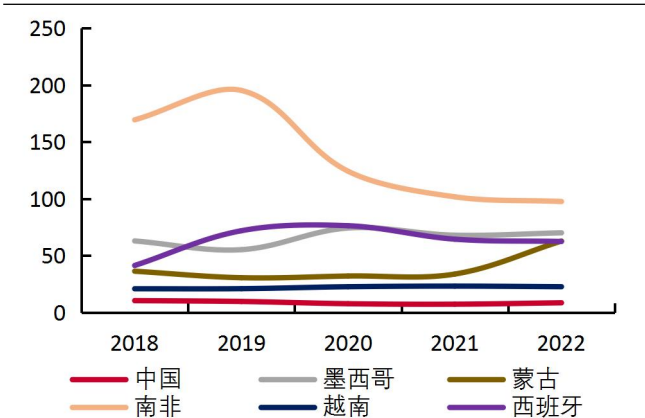
图 43: 氟化钙含量>97%的萤石进出口情况



资料来源: 海关总署, 山西证券研究所

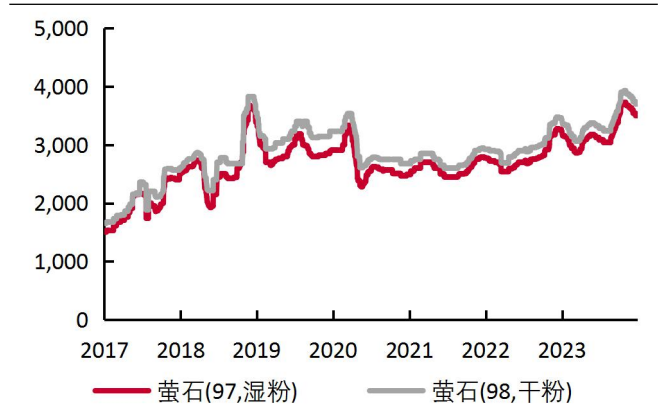
萤石过度开采导致资源安全担忧, 供应紧张局面或将维持。中国萤石资源特点主要是贫矿多、富矿少; 单一萤石矿床数量较多, 但储量较小, 伴生型萤石矿床储量大, 数量少, 综合利用水平普遍不高。我国萤石开采行业集中度低, 过去几十年, 很多矿山企业无节制、粗放型开采萤石矿, 导致萤石资源快速消耗。日益严格的安全环保要求与矿产调查, 或造成萤石矿山开工不足, 资源开采成本持续提高。

图 44: 中国萤石储采比约为 8, 处于全球最低水平



资料来源: 美国地质调查局, 山西证券研究所

图 45: 萤石价格中枢明显上移(单位: 元/吨)



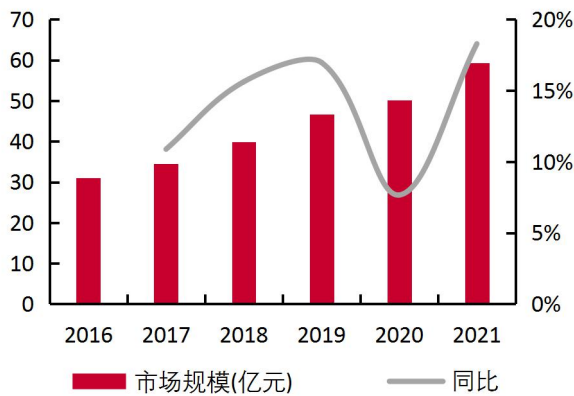
资料来源: 百川盈孚, 山西证券研究所

主要依赖新能源、新材料等新需求拉动。萤石消费主要在钢铁冶炼、铝冶炼、氟化工、建材等几大领域, 氟化工是萤石消耗增长最快和增值最大的领域; 此外, 新能源领域对萤石需求占比逐年提高, 新能源与半导体领域需求对萤石产业链形成一定支撑。

3.4 卫材热熔胶：老龄化趋势下，成人纸尿裤市场持续受益

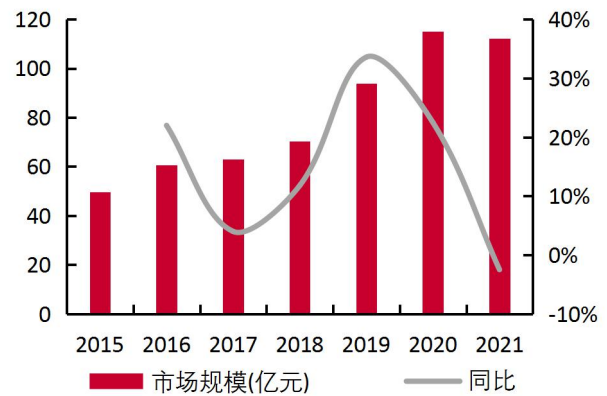
一次性卫生用品市场整体发展缓慢，成人失禁用品消费量与市场规模均保持较高增速。卫材热熔胶主要应用于吸收性卫生用品，主要包括女性卫生用品、婴儿纸尿裤和成人失禁用品。据华经产业研究院数据，2021年我国卫材热熔胶行业市场规模达到59亿元，同比增长18%；其中，女性卫生用品市场规模较为稳定，新生儿减少致婴儿纸尿裤市场规模减少。我国成人失禁用品市场规模从2015年的49.6亿元增长至2021年的112.1亿元，年均复合增长率达到14.56%；未来随着大众对成人失禁用品的接受度逐渐提升以及社会老龄化程度的加速，我国成人失禁用品市场有望持续收益。

图 46：我国卫材热熔胶市场规模持续扩张



资料来源：华经产业研究院，山西证券研究所

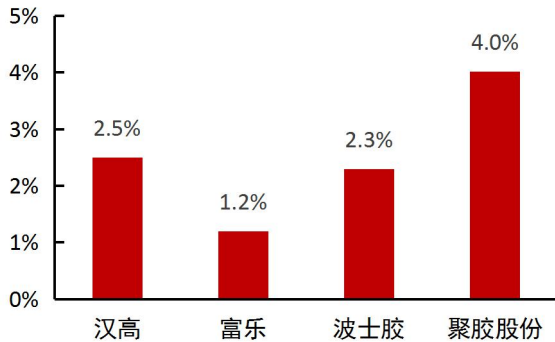
图 47：中国成人失禁用品行业保持较高增速



资料来源：中国生活用纸年鉴，Wind，可靠股份2022 年报，山西证券研究所

聚胶股份：卫材热熔胶国产替代龙头，唯一做进全球前十大的中国公司。公司专注于卫材热熔胶，2022 年公司研发费用 0.54 亿元，占同期营业收入的 4.02%；持续的研发投入使得研发费用占收入的比重（4.02%）高于汉高（2.5%）、富乐（1.2%）、波士胶（2.3%）等主要竞争对手。胶用完看不见，粘力随时间变化（老化），出现问题需处理整批产品，损失巨大；所以客户需要对供应商进行全方位的综合考核，进入门槛高。公司已成功进入大部分知名厂商供应链系统，目前渗透率较低，未来成长空间较大。

图 48：公司研发投入处于行业较高水平



资料来源：Henkel/HB Fuller/Arkema/聚胶股份 2022 年报，山西证券研究所

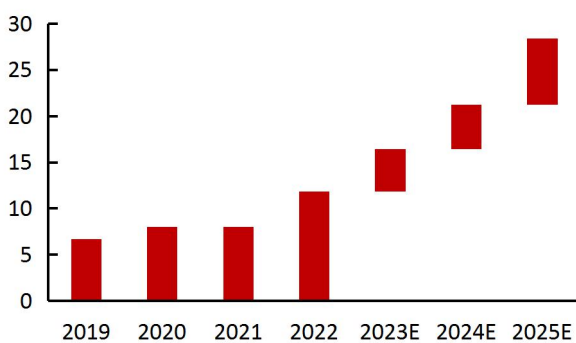
图 49：全球前十大卫材厂商



资料来源：公开资料，山西证券研究所整理

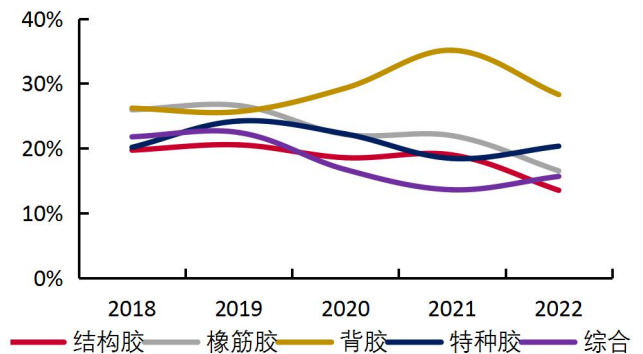
海外产能布局成型，盈利增长确定性强。公司原广州工厂产能 10.3 万吨基本满产满销；广州新工厂 12 万吨正在建设中，预计 2024Q2 投产；首个欧洲生产基地波兰工厂 6.1 万吨已于 2022 年 10 月开始试生产，随着客户认证的推进，不断满足商业化的订单需求；墨西哥 6 万吨项目一期 3 万吨已经开始建设，预计 2025 年进入试生产阶段；项目完全达产后，公司产能将达到 28.4 万吨。2020-2022 年，公司主营业务综合毛利率分别为 16.7%、13.6%、15.7%，毛利率相对稳定；且公司客户集中度高于胶粘剂行业可比公司，下游市场集中度较高，符合行业特征。

图 50：产能全球布局，稳定提升（单位：万吨）



资料来源：公司招股说明书与 2022 年报，山西证券研究所

图 51：主营业务毛利率相对稳定



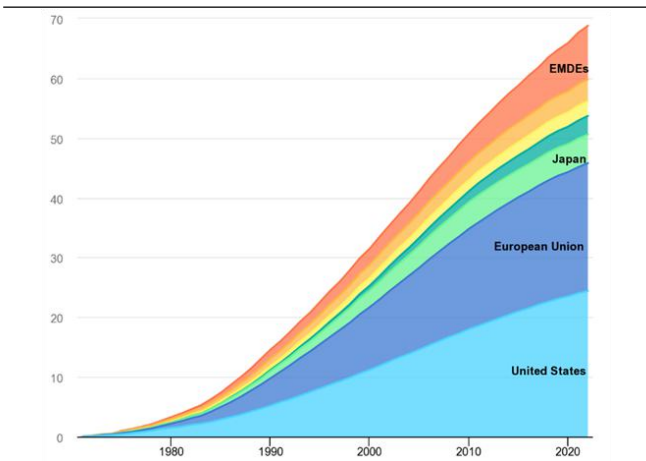
资料来源：公司招股说明书与 2022 年报，山西证券研究所

4. 环境共识：能源结构转型与低碳发展

4.1 核电与天然铀：净零路径中的关键角色

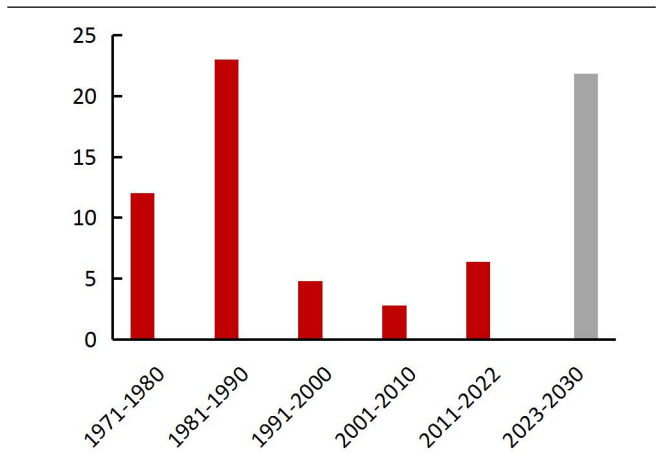
碳中和与能源危机助推核电需求复苏。核能发电是仅次于水电的第二大低排放电力来源，具有可调度性与增长潜力，在过去的 50 年里，核能的使用已经避免了大约 700 亿吨的二氧化碳排放。出于对核安全与核废料的担忧，多国对核电站进行限制，俄乌冲突带来的能源安全问题与能源价格飙升唤醒能源危机意识，重新将核电列入计划。为实现净零排放，核电站的建设需大幅加速，预计 2023-2030 年全球核电装机容量增加至平均每年约 22GW。COP28 中，22 个国家联合宣布到 2050 年全球核能装机达到目前的 3 倍容量。

图 52：过去 50 年核能避免了近 70Gt CO₂ 排放(Gt)



资料来源：IEA，山西证券研究所

图 53：预计 2023-2030 年均新增装机 21.8GW(GW)



资料来源：IEA，山西证券研究所

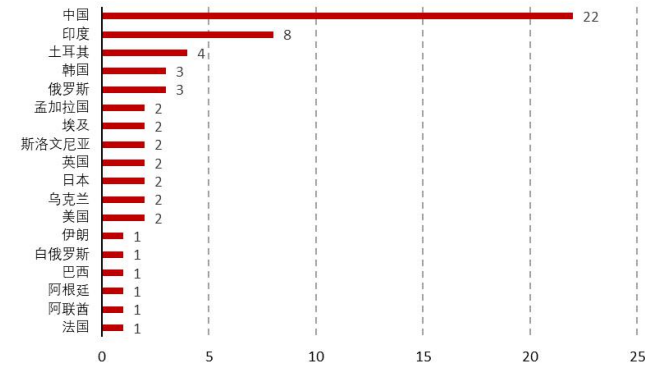
中国是在建核电机组规模最大，资本开支增速最快的国家。中国的核电行业经过 30 多年的发展，已经从最初的“跟跑者”发展成为世界核电的“领跑者”。截至 2023 年 9 月 30 日，我国在运核电机组共 55 台(不含台湾地区)，总容量为 57GW；在建核电机组 20 台，总容量约 20GW。2022 年，全球有 8 座大型压水堆开工建设，其中 5 座位于中国，2 座位于埃及，1 座位于土耳其。截至 2022 年底，全球在建核电机组共 60 台，其中中国在建核电机组 22 台，占全球总数的 37%。

图 54：中国核电站分布情况



资料来源：WNA，山西证券研究所

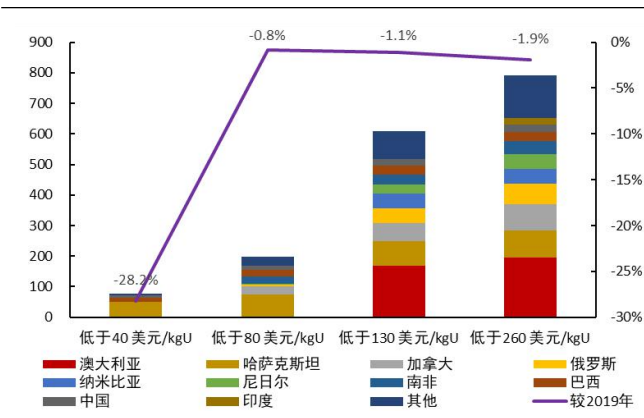
图 55：全球在建核反应堆数量（截至 2022/12/31）



资料来源：WNA，《World Nuclear Performance Report 2023》，山西证券研究所

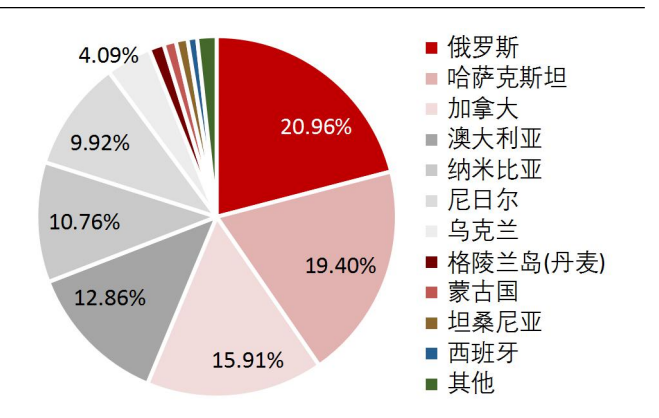
全球铀资源地域分布不均匀，低成本铀资源量不断减少。全球有超过 55 个国家或地区存在铀矿资源，据 S&P，全球 U3O8 储量合计约 288.56 万吨，包括俄罗斯、哈萨克斯坦、加拿大在内的 CR7 合计占全球总储量约 94%。截至 2021 年 1 月，全球已查明回收成本小于 260 美元/kgU 的铀资源量为 791.75 万 tU，相较 2019 年数据减少 1.9%；其中，回收成本小于 40 美元/kgU 的铀资源量为 77.59 万 tU，相较 2019 年数据减少 28.2%。资源量的减少主要是由于澳大利亚、哈萨克斯坦等国家采矿消耗。

图 56：全球低成本铀资源量有所减少



资料来源：IAEA，NEA，山西证券研究所

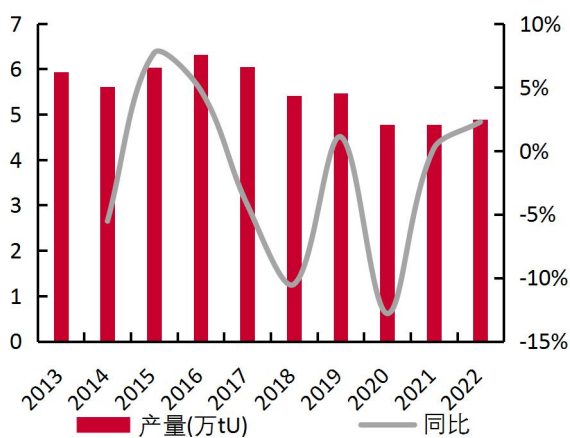
图 57：全球铀储量 CR7 约 94%



资料来源：S&P，山西证券研究所

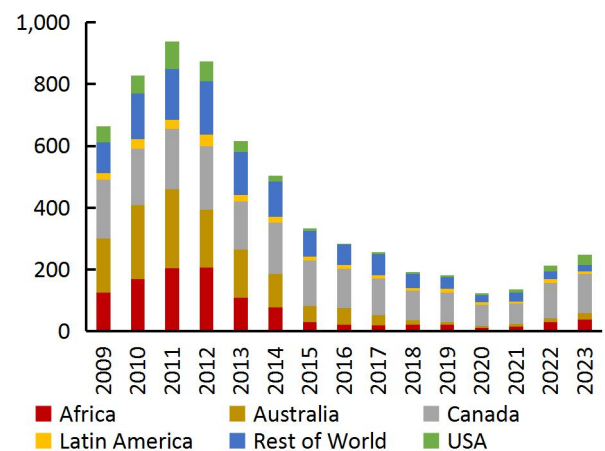
勘探支出常年低位，天然铀产量增量有限。由于过去几年天然铀价格持续低迷，减产已成为全球铀生产企业的主基调。2022 年全球共有 15 个天然铀生产国，总产量为 4.89 万 tU，同比+2.26%。天然铀生产国家集中度高，CR3 约 70%，CR5 约 85%。哈萨克斯坦从 2009 年以来一直保持全球第一大天然铀生产国地位，2022 年天然铀产量 2.12 万 tU，同比-2.71%，占全球总产量的 43%。2022 年加拿大天然铀产量 0.74 万 tU，同比+56.64%，占全球总产量的 15%，是世界第二大天然铀生产国。

图 58：2022 年全球天然铀产量合计 4.89 万 tU



资料来源：《2022 年世界天然铀生产概况》，山西证券研究所

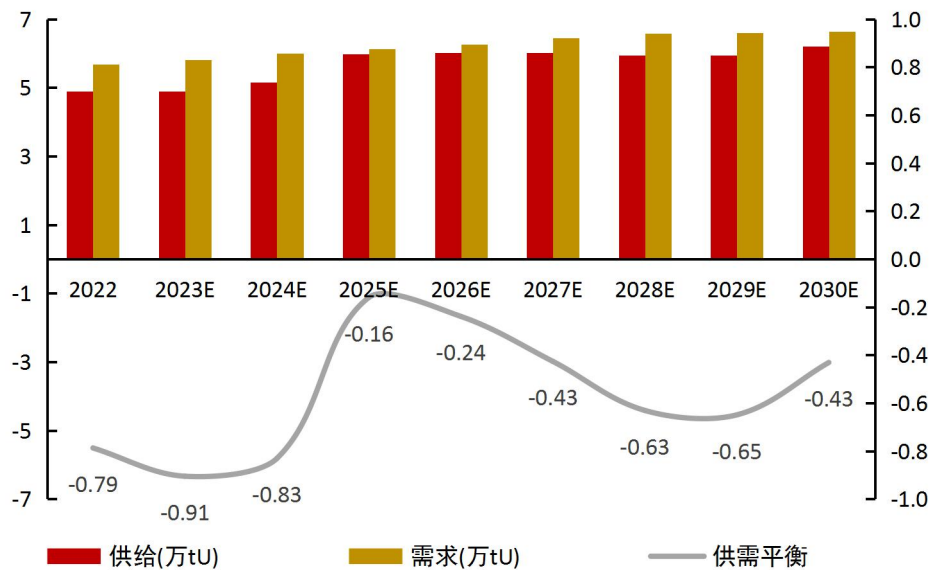
图 59：铀矿勘探支出多年处于低位（百万美元）



资料来源：S&P，山西证券研究所

我们预计铀行业供需缺口或长期存在。经我们整理与测算，预计 2023-2025 年全球天然铀供应分别为 4.9、5.2、6.0 万 tU；需求分别为 5.8、6.0、6.1 万 tU；供需缺口分别为 0.9、0.8、0.2 万 tU。由于巴西 Santa Quitéria、哈萨克斯坦 Budenovskoe 6 号与 7 号矿、俄罗斯 Priargunsky 6 号矿计划于 2024、2025 年集中投，而核电装机量每年小幅稳定增长，导致 2023-2025 年天然铀供需缺口逐年收窄。2025 年之后，几乎无计划投产铀矿，供需缺口逐渐拉大。

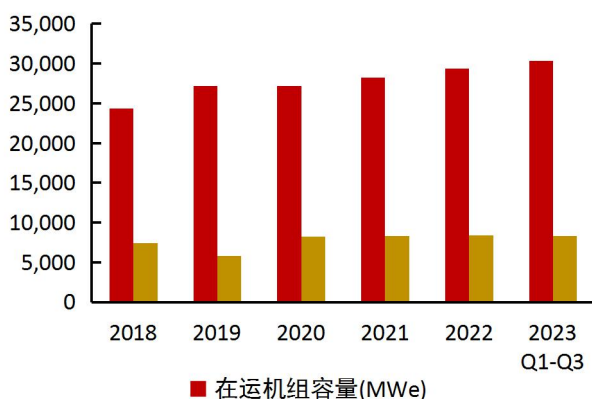
图 60：预计天然铀行业长期处于供需紧张状态（万 tU）



资料来源：WNA，S&P，山西证券研究所

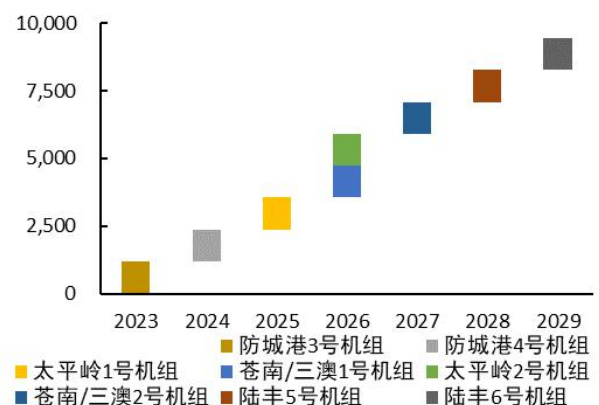
中广核矿业：背靠核电，优先享有中广核集团稳定增长的天然铀需求。公司主要从事天然铀资源投资与贸易，是中广核集团旗下的铀资源开发唯一平台。截至 2023 年 9 月，中广核在运核电机组共 27 台，装机容量约 3035 万千瓦，约需消耗 5000 tU/年，远高于公司目前供应量；在建核电机组 7 台，总装机容量约 828 万千瓦。按照当前在建机组的投产计划，预计 2023-2029 年中广核集团每年新增装机容量均在 100 万千瓦以上，对天然铀需求增长稳定。

图 61：中广核集团在运与在建机组容量



资料来源：中广核电力年报，中广核集团官微，山西证券研究所

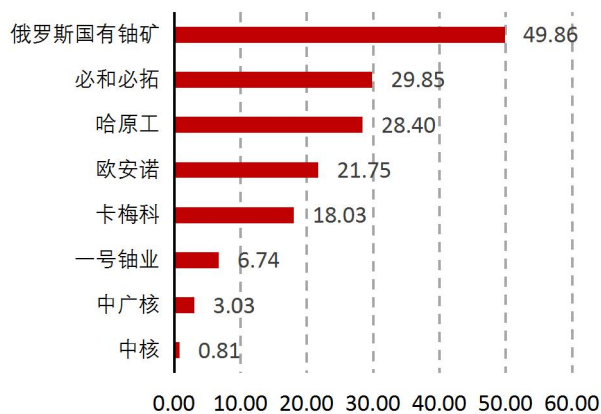
图 62：中广核集团计划投产机组容量（MW）



资料来源：WNA，山西证券研究所

中广核矿业：铀矿资源储量丰富，预计 2025 年铀矿权益产能达到 1813 tU。截至 2022 年底，公司在谢矿、伊矿权益储量分别为 4503 tU、6843 tU，在中矿、扎矿权益储量分别为 11978 tU、6985 tU，合计约 3.03 万 tU。2022 年谢公司与奥公司总产量为 2526 tU，公司权益产量为 1321 tU。预计 2023-2025 年，公司铀矿总产量分别为 2759、3229、3700 tU，权益产量分别为 1352、1582、1813 tU。同时，公司积极推进加拿大 PLS 项目建设，布局长期铀资源产能。

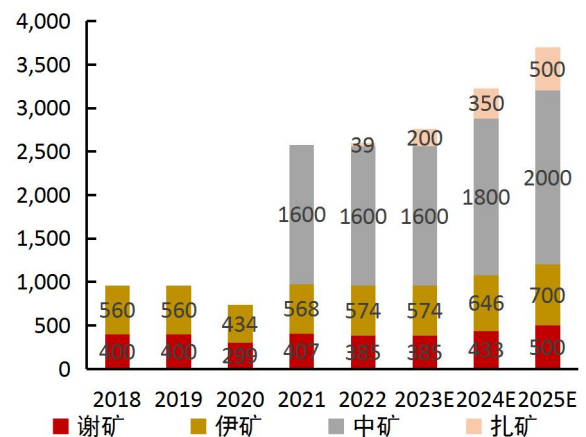
图 63：公司铀资源权益储量约 3 万 tU (tU)



资料来源：S&P，公司公开资料，山西证券研究所

(注：截至 2022 年底)

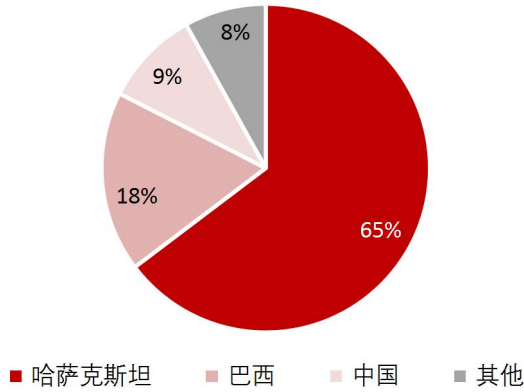
图 64：预计 2025 年公司铀矿产能约 3700tU (tU)



资料来源：公司公开资料，山西证券研究所

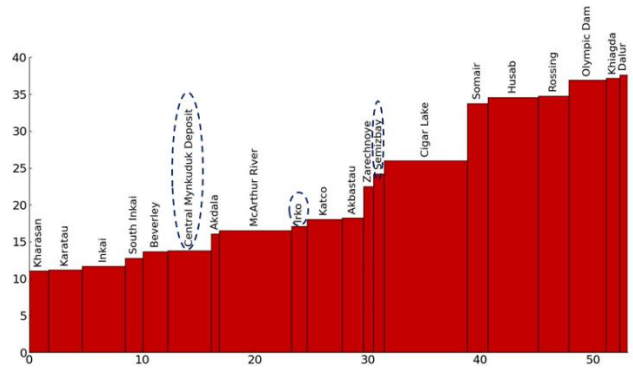
中广核矿业：在运铀矿均位于哈萨克斯坦，具备成本优势。哈萨克斯坦铀矿提取成本显著低于其他铀矿生产国，根据 IAEA 与 NEA 发布的数据，截至 2021 年底，全球已查明铀资源量中开采成本低于 40 美元/kgU 的资源量约 78 万 tU，其中哈萨克斯坦占比约 65%。2022 年，谢矿、伊矿、中矿、扎矿生产成本分别为 24.22、17.07、13.82、24.69 美元/磅，分别约等于 63、44、36、64 美元/kgU，在目前在产矿山中处于较低水平。

图 65：开采成本低于 40 美元/kgU 资源量分布情况



资料来源：《Uranium 2022: Resources, Production and Demand》，山西证券研究所

图 66：各铀矿生产成本曲线(千吨，美元/磅 U₃O₈)

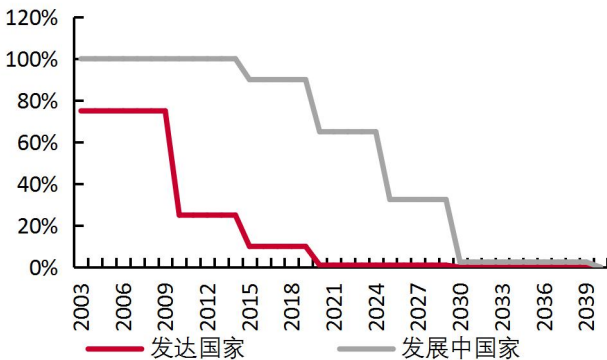


资料来源：S&P，山西证券研究所

4.2 制冷剂：第三代制冷剂配额落地，开启景气上行周期

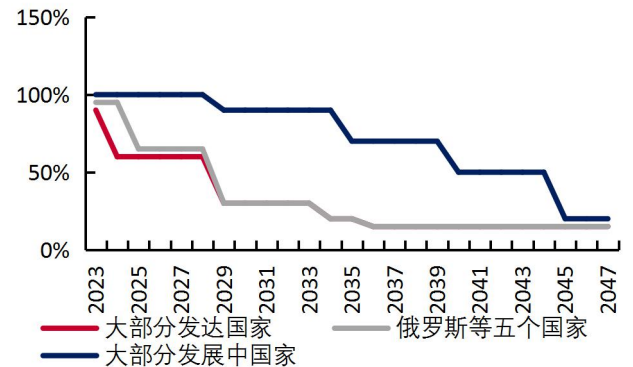
我国制冷剂市场正处于二代制冷剂(HCFCs)产品到三代制冷剂(HFCs)的过渡期。HCFC 既是消耗臭氧层物质，也是强效温室气体，根据《蒙特利尔协议书》，发展中国家于 2013 年开始淘汰进程，2030 年完全淘汰第二代制冷剂。HFC 虽然不会消耗平流层臭氧，但 GWP 仍较高，根据《基加利修正案》，发展中国家将在 2024 年(中国)和 2028 年冻结 HFC 消费水平。四代制冷剂拥有零 ODP 与极低的 GWP，但专利壁垒与成本较高，距离正式投入使用仍有较多不足，三代制冷剂是当下的主流选择。

图 67：第二代制冷剂淘汰时间



资料来源：永和股份招股说明书，山西证券研究所

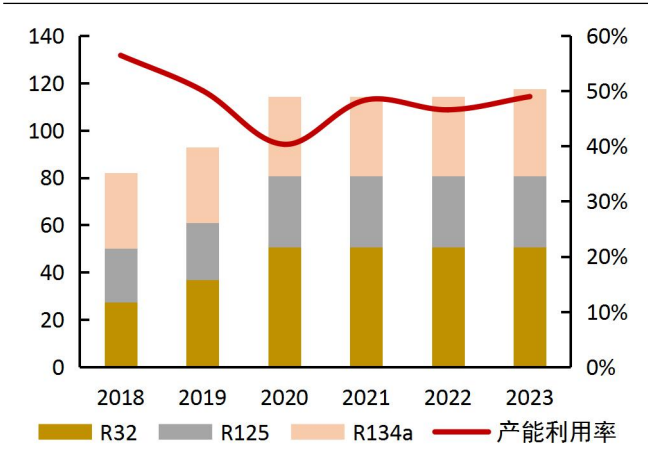
图 68：第三代制冷剂淘汰时间



资料来源：永和股份招股说明书，山西证券研究所

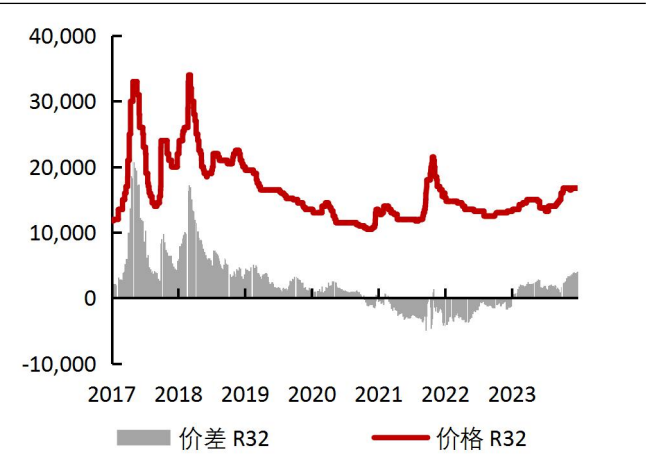
为争取配额而过剩供应，大部分三代制冷剂处于亏损状态。2020-2022 年为三代制冷剂配额基线年，制冷剂生产企业因谋求生产配额最大化而导致三代制冷剂供过于求，价格与盈利处于历史底部。

图 69：三代制冷剂产能利用率在 50%左右（万吨）



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

图 70：R32 处于价格与盈利底部（元/吨）



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

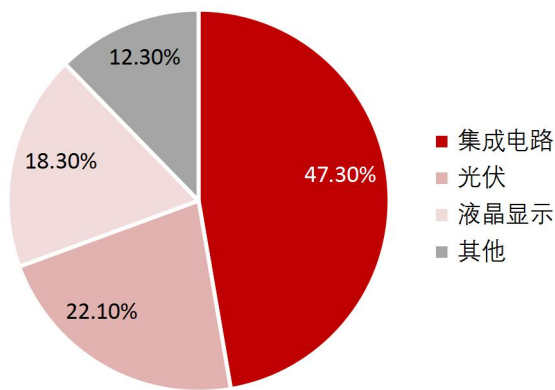
配额政策落地，行业格局优化，盈利能力有望修复。生态环境部印发的《2024 年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》表示，2024 年我国 HFCs 生产配额总量为 18.53 亿吨 CO₂，进口配额总量为 0.1 亿吨 CO₂，内用生产配额总量为 8.95 亿吨 CO₂。实施配额管理后，过剩产能受到限制，产业格局优化，三代制冷剂价格价差有望持续修复，供需改善助力行业景气度回升。

5. 生产力共识：科技创新带来材料变革

5.1 电子级氢氟酸：微电子关键材料，受益于电子产业发展与进口替代

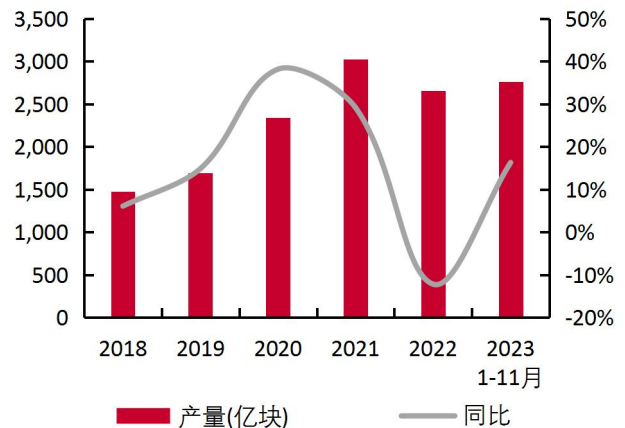
电子级氢氟酸是微电子行业的关键基础化工材料之一。世界电子级氢氟酸主要应用于集成电路(47.3%)、太阳能光伏(22.1%)和液晶显示(18.3%)等领域；在集成电路(IC)和超大规模集成电路(VLSI)制造中，主要作为蚀刻剂和清洗剂用于晶圆表面清洗、芯片加工过程中的清洗和蚀刻等工序。根据国家统计局数据，2023年1-11月，我国集成电路产量为2760亿块，同比增加16%。在AI大模型等算力需求的带动下，叠加半导体制造国产化，预计电子级氢氟酸将迎来良好的市场发展环境。

图 71：集成电路是电子氢氟酸的第一大应用市场



资料来源：思瀚产业研究院，山西证券研究所

图 72：前 11 个月我国集成电路产量合计 2760 亿块



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

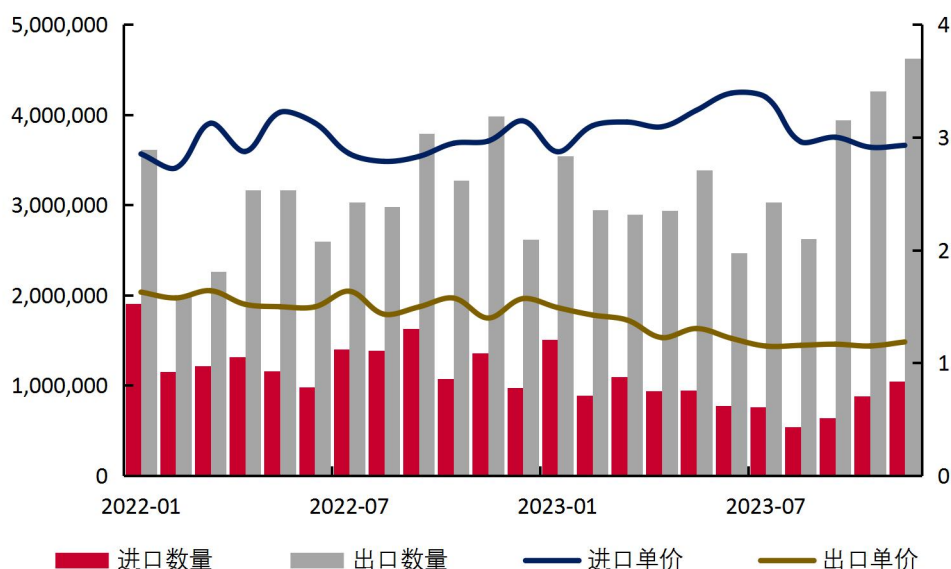
高纯度产品行业壁垒高，技术工艺难以突破，国产替代不断推进。我国电子级氢氟酸行业起步较晚，国内厂商主要生产 EL、UP、UP-S 级电子氢氟酸，属于中低档产品，在品质和纯度方面较进口产品尚有差距，高纯度氢氟酸的生产技术与供给主要被日本企业所垄断。近年来伴随光伏、微电子行业的快速发展以及国内无水氟化氢新增产能规模限制，配套型电子级氢氟酸产能扩张加速；但高纯级电子氢氟酸产能实际增速受技术限制，扩张量较小。此外，电子级氢氟酸的市场参与者都是具有一定规模的氟化工企业，竞争格局良好。

表 2：国内和国外电子级氢氟酸标准分类

级别	EL	UP	UP-S	UP-SS	UP-SSS
SEMI 标准	C1(Grade 1)	C7(Grade 2)	C8(Grade 3)	C12(Grade 4)	Grade 5
BV 标准		BV-III	BV-IV	BV-V	BV-VI
金属杂质(ppb)	≤1ppm	≤10	≤1	≤0.1	≤0.01
控制粒径(μm)	≤1.0	≤0.5	≤0.5	≤0.2	双方协定
颗粒个数(个/mL)	≤25	≤25	≤5	双方协定	双方协定
适应 IC 线宽范围(μm)	>1.2	0.8-1.2	0.2-0.6	0.09-0.2	<0.09
使用 IC 集成度		1M、4M	16M、64M、256M	1G、4G、16G	64G
主要应用	光伏太阳能电池	分立器件	平板显示、LED、微米集成器	半导体集成电路	半导体集成电路 12 寸晶圆

资料来源：观研天下，山西证券研究所

图 73：我国电子级氢氟酸进口单价明显高于出口单价（单位：千克，美元/千克）



资料来源：海关总署，山西证券研究所

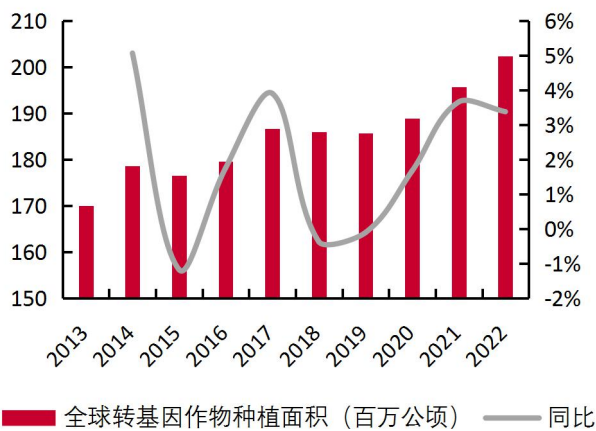
5.2 转基因作物：更加高效的转基因作物普及，差异化的农药需求

全球转基因作物市场，转基因作物带来除草剂差异化需求。全球大规模种植的农作物中，大豆、棉花、玉米、油菜被称为 4 大转基因作物，其转基因种植比例分别 78%、64%、26%和 24%，主要性状是耐除草剂等，自从耐草甘膦转基因作物大面积推广种植后，草甘膦逐渐成为在全球范围内使用面积最广的除草剂品种。12 月 7 日，农业农村部公布一批审定通过的 51 个转基因玉米和大豆品种，25 日农业农村部批准发放北京联创种业有限公司等 85 家企业农作物

种子生产经营许可证，转基因商业化进程不断加速，有望带来除草剂差异化需求，对草甘膦需求起到良好支撑作用。

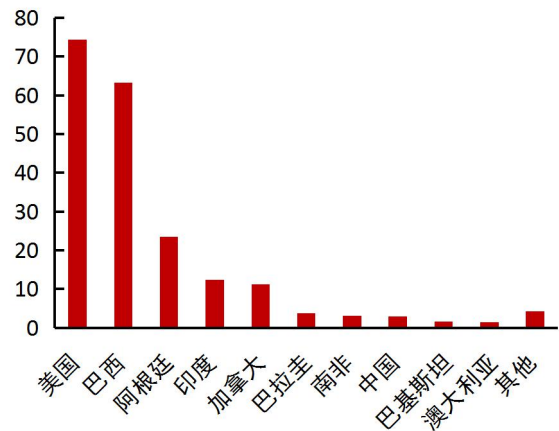
除草剂供应仍然充足，转基因带来需求待释放。根据百川，2023年中国草甘膦产能维持去年的81万吨，草铵膦产能11.3万吨，同比+37.8%；草甘膦产量48.28万吨，草铵膦产量5.82万吨，同比分别-15.28%、+18.37%。海外南美、非洲等采购市场存在一定的采购预期，转基因商业化种植对国内草甘膦、草铵膦需求起到良好支撑作用。

图 74：全球转基因作物种植面积（百万公顷）



资料来源：Agbioinvestor，山西证券研究所

图 75：2022 年不同国家转基因面积（百万公顷）



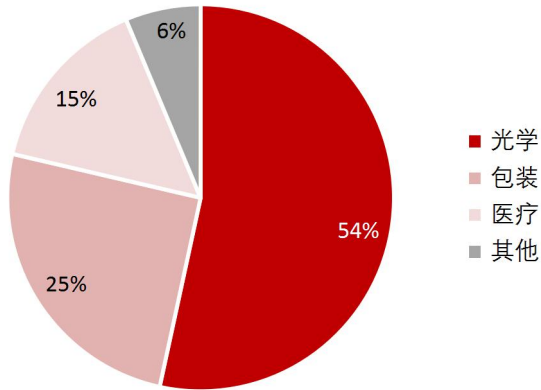
资料来源：Agbioinvestor，山西证券研究所

5.3 虚拟现实：COC/COP 是其构建的关键材料

COC/COP 最大的需求来自光学领域，AR/VR 等新场景带动需求。环烯烃共聚物(COC)/环烯烃聚合物(COP) 是具有环状烯烃结构的非晶性透明高分子材料，具有透明度高、尺寸稳定性好、吸水率低、气密性优、耐化学腐蚀、耐热、易加工成型等优点，应用于光学、医疗、包装等领域；光学领域包括手机镜头、AR/VR、车载镜头、抬头显示(HUD)等新型应用场景。

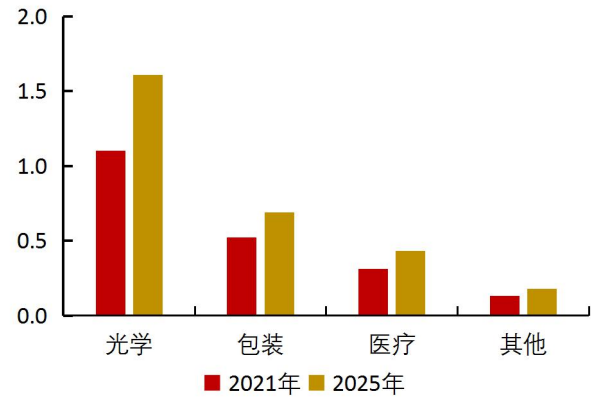
国产化打破进口依赖，争夺定价话语权。目前 COC/COP 主要产能均掌握在日本厂商手中，包括瑞翁公司、宝理塑料、三井化学和日本合成橡胶。中国是目前全球最大的 COC/COP 消费国，需求均由进口满足，但已经有多家企业涉足到 COC 产业中，包括阿科力(小批量试用)、拓烯光学(试车成功)、鲁华泓锦(环评通过)、华为(公开专利)、金发科技等。

图 76: COC/COP 用于光学和包装等领域(2021 年)



资料来源: CNCIC, 山西证券研究所

图 77: 预计 2021-2025 年需求 CAGR 约 9%(万吨)



资料来源: CNCIC, 山西证券研究所

6. 投资建议与重点公司估值

供需分歧主线：关注供需结构优异的润滑油添加剂、萤石、卫材热熔胶等细分领域。2019-2021 年制造业 PMI 长期维持在扩张区间，为化工原料市场带来持续需求增长，同时化工新增产能集中上马；2023 年以来，全球经济放缓，国内需求恢复不及预期，多数化工品出现产能过剩。随着国内经济刺激政策的带动及出口弱修复，优选与政策相关度较大的龙头白马以及供需格局优异的细分行业，包括润滑油添加剂、萤石、卫材热熔胶等。

环境共识主线：关注能源结构转型重要角色(核电)与低碳领域(制冷剂)。为应对气候变化，实现《巴黎协定》目标，各国纷纷确定各自的碳中和目标，全球能源结构转型已成共识。俄乌冲突带来的能源安全与能源价格飙升问题唤起了各国对核能的重视，多个国家重新将核能建设列入计划；天然铀勘探资本开支多年处于低位，供需缺口预计长期存在。二代制冷剂由于 GWP 较高，正逐渐被三代制冷剂替代，2024 年配额政策落地之后，供需格局优化，盈利能力有望修复。

生产力共识主线：关注科技创新带来的材料体系变革。科技创新及其所引发的科技革命和产业变革，能够带来生产力的巨大进步，以高端芯片制造、移动互联网、智能终端、人工智能等为突出代表的新一代数字技术发挥先导作用，带动众多产业变革和创新。未来几十年，新一轮科技革命和产业变革将同人类发展形成交汇，科技创新带来的材料体系变革将成为未来发展的重要引擎。重点关注的方向包括微电子行业关键材料之一的电子级氢氟酸、转基因商业化种植对草甘膦、草铵膦等需求增长、虚拟现实应用场景的关键材料 COC/COP 等。

推荐标的：中广核矿业、瑞丰新材、聚胶股份、卫星化学、华鲁恒升等。

表 3：重点公司盈利预测及估值

代码	名称	股价(元)	每股收益(元)			PE			投资评级
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
1164.HK	中广核矿业	1.66	0.06	0.05	0.1	27.67	33.20	16.60	买入-B
300910.SZ	瑞丰新材	41.97	2.04	2.18	2.64	20.57	19.25	15.90	买入-B
301283.SZ	聚胶股份	32.46	1.09	1.39	1.9	29.78	23.35	17.08	买入-B
002648.SZ	卫星化学	15.19	0.91	1.33	1.86	16.69	11.42	8.17	买入-B
600426.S H	华鲁恒升	27.2	2.96	1.93	2.31	9.19	14.09	11.77	买入-B

资料来源：Wind，山西证券研究所（注：股价为 2024/1/5 收盘价）

7. 风险提示

- 1) **原油价格大幅波动风险：**原油为化工行业重要原材料之一，若原油价格出现大幅波动，则可能引起其下游石油化工品价格大幅波动，从而影响相关企业经营业绩；
- 2) **汇率波动风险：**国内部分公司出口销售占比高，主要以美元和欧元作为结算货币，且海外业务处于持续增长中，因此汇率的波动，可能影响公司的盈利能力；
- 3) **贸易摩擦持续恶化的风险：**中国作为“全球制造业基地”，也是化工品的重要出口国，若全球贸易摩擦持续恶化、贸易壁垒持续增加，将导致国内化工品出口时成本优势下滑、竞争力减弱，出口受限进而影响企业盈利；
- 4) **行业竞争加剧风险：**若行业内具有相关技术和类似生产经验的企业投资或扩产导致本行业市场供给大幅增加，竞争对手之间的价格竞争将加剧。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

