

化工行业2024年策略报告

把握补库机会，静待需求共振

翟绪丽

首创证券化工行业首席分析师

SAC执证编号：S0110522010001

Email: zhaixuli@sczq.com.cn

电话：010-81152683

2024-01-10

甄理

首创证券化工行业研究助理

SAC执证编号：S0110122060015

Email: zhenli@sczq.com.cn

电话：010-81152643

2024-01-10

核心观点

□ 2023年回顾：化工行情表现不佳，成本压力叠加需求疲弱，化工企业盈利承压下行

2023年，海外处于加息周期，国内经济复苏不及预期，化工行情整体表现不佳，基础化工（申万）跌幅15.89%，跑输沪深300指数4.14pct。在成本维持高位以及需求疲弱双重压力下，化工企业盈利下行，2023年前三季度，中信基础化工板块营业收入同比下滑7.29%，归母净利润同比下滑46.78%，板块销售毛利率为17.50%，同比下滑4.82pct，销售净利率为6.50%，同比下滑5.22pct。

□ 2024年展望：供应端产能仍处扩张周期，需求端稳增长政策可期，化工行业景气有望在主动补库带动下触底反弹

2020年下半年以来，海外强财政刺激叠加国内能耗双控，化工行业迎来两年的景气周期，2021年和2022年企业盈利高位，带动资本开支快速增长，2023年前三季度在高基数背景下继续同比增长10.28%，行业仍处于产能扩张周期。2023年全球经济缓慢复苏，中国依然稳中有进，在稳增长的大背景下，不断加码的房地产政策、消费刺激政策值得期待。从库存角度看，此轮库存周期底部正逐步确立，有望迎来主动补库阶段，现在市场对经济复苏的预期偏悲观，随着库存周期逐步转向主动补库，企业的盈利有望修复，我们认为可以把握补库机会，静待需求共振。

□ 投资策略：把握补库机会，静待需求共振

一、强者恒强之龙头股：我们认为化工龙头企业所具有的不仅是单纯的成本优势亦或是技术优势，而是在多年的发展和竞争进程中，围绕化工这一系统工程所做的全方位积累与提升，我们称之为**系统竞争优势**，正是这种持续增强和迭代的系统竞争优势造就了强者恒强的局面。叠加双碳背景下供应端的约束、技术和产品升级带来的化工品价格中枢的抬升，持续看好化工龙头企业的盈利能力和投资价值，**建议关注万华化学、华鲁恒升、宝丰能源、卫星化学、龙佰集团、远兴能源。**

二、盈利能力回升叠加海外快速扩张之轮胎：长期来看，全球轮胎需求稳中有升，而国内轮胎企业凭借性价比优势在全球的市场份额持续提升，短期来看，国内外需求复苏，原料成本及海运成本回落，企业订单饱满盈利能力修复，**建议关注正处于海外快速扩张进程中的赛轮轮胎、森麒麟。**

三、资源叠加刚需之农化板块：粮食价格高位，全球耕地面积稳步增长，农化产品需求刚性。国内钾肥对外依存度高，**建议关注在海外拥有钾肥资源，产能稳步扩张的亚钾国际；**磷化工产业链原料端磷矿石支撑强劲，下游磷肥刚性需求叠加新能源新增需求，**建议关注拥有磷矿资源的川恒股份、云天化、兴发集团。农药板块建议关注具有成本优势的低估值龙头扬农化工。**

四、供给硬约束叠加配额元年之制冷剂：2023年11月6日，生态环境部正式印发了《2024年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》，2024年三代制冷剂生产销售按照配额执行后，制冷剂配额将进一步向行业龙头集中，在供给端配额受限，但全球制冷需求仍将稳步增长的大环境下，制冷剂行业将迎来长期向上景气周期。**建议关注巨化股份，永和股份、三美股份、金石资源。**

风险提示：油价大幅波动，化工品价格大幅波动，政策不及预期，在建项目投产及盈利不及预期。

目录

一、回顾2023：化工行情跑输沪深300，化工企业盈利承压下行

二、展望2024：供应端仍处扩张周期，需求端稳增长政策可期，化工行业景气有望在主动补库带动下触底反弹

三、投资策略：把握补库机会，静待需求共振

强者恒强之龙头股：万华化学、华鲁恒升、宝丰能源、卫星化学、龙佰集团，远兴能源

盈利能力回升叠加海外快速扩张之轮胎：赛轮轮胎、森麒麟

资源叠加刚需之农化：川恒股份、亚钾国际、云天化、兴发集团、扬农化工

供给硬约束叠加配额元年之制冷剂：巨化股份、三美股份、永和股份、金石资源

四、风险提示

一、回顾2023：化工行情跑输沪深300，化工企业盈利承压下行

□ 2023年基础化工（申万）跑输沪深300指数4.14pct

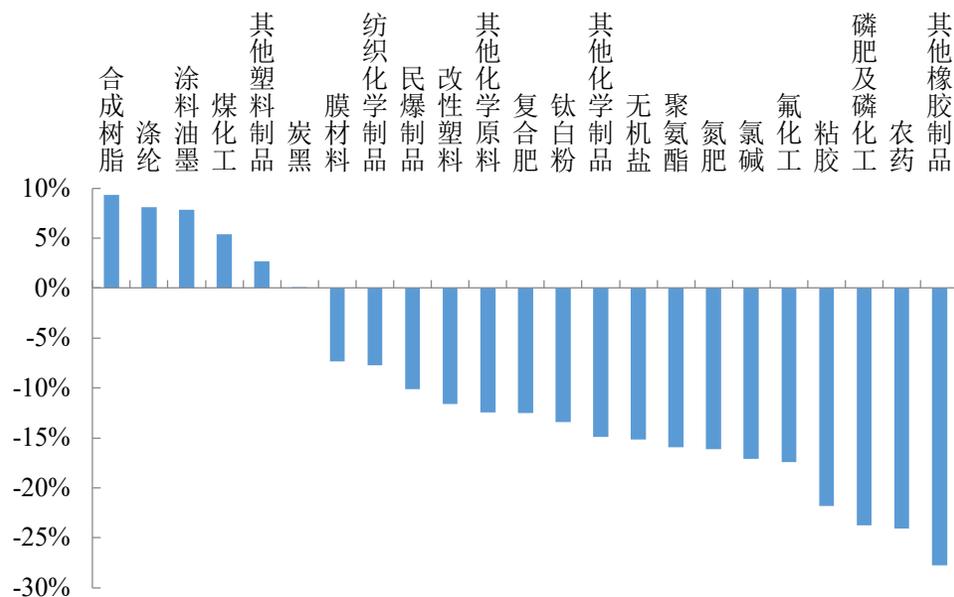
2023年初至3月初，出于对经济复苏的预期，基础化工有过一波上涨行情，包括化工龙头、农化板块、地产后周期板块、轮胎板块、氟化工板块等，但随后复苏进度不及预期，化工行业除了部分标的出现过“中特估”行情之外，多数板块表现弱势。2023年全年，沪深300跌幅11.75%，基础化工（申万）跌幅15.89%，跑输沪深300指数4.14pct。

从基础化工（申万）三级子行业来看，跌多涨少，2023年年初至12月29日，涨幅居前的三个板块分别是合成树脂（+9.36%）、涤纶（+8.10%）、涂料油墨（+7.82%），跌幅居前的三个板块分别是其他橡胶制品（-27.75%）、农药（-24.08%）、磷肥及磷化工（-23.76%）。

图 1 2023年初至12月29日基础化工（申万）跑输沪深300指数4.14pct



图 2 基础化工（申万）子行业跌多涨少（年初至12月29日）



资料来源：Wind，首创证券

资料来源：Wind，首创证券

请务必仔细阅读本报告最后部分的重要法律声明

一、回顾2023：化工行情跑输沪深300，化工企业盈利承压下行

□ 基础化工（申万）估值低位，配置价值凸显

截至2023年12月29日，基础化工（申万）PE为21.61倍，较年初14.29上涨51.22%，2002年以来PE中位值为44.52，当前估值处于2002年以来的14.29%的历史分位。

截至2023年12月29日，基础化工（申万）PB为1.82倍，较年初2.27下跌19.82%，2002年以来PB中位值为4.10，当前估值处于2002年以来的7.48%的历史分位。

图3 基础化工（申万）PE处于低位



图4 基础化工（申万）PB处于低位



资料来源：Wind，首创证券

资料来源：Wind，首创证券

请务必仔细阅读本报告最后部分的重要法律声明

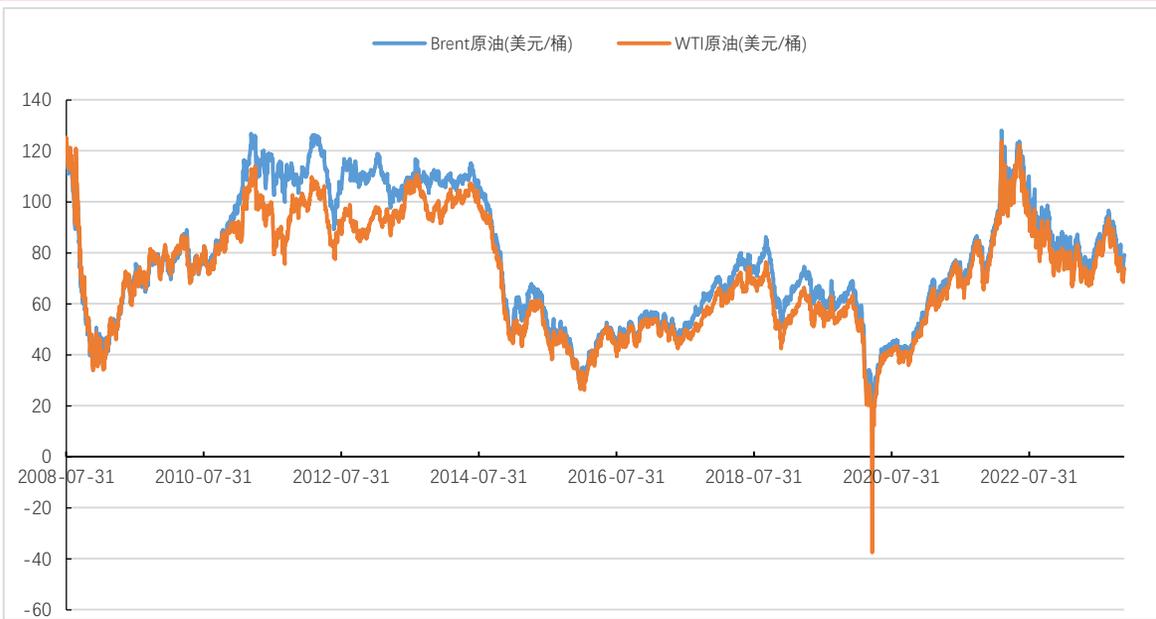
一、回顾2023：化工行情跑输沪深300，化工企业盈利承压下行

□ 国际原油价格高位震荡，CCPI延续回落趋势

2022年因俄乌地缘政治冲突，欧美联合抵制俄罗斯，全球能源供应链发生区域性变动，布伦特原油价格重回120美元/桶以上的历史高位，全年布伦特原油均价99.04美元/桶，WTI原油均价94.36美元/桶。2023年在OPEC+减产、全球经济复苏、地缘冲突频发等背景下，国际油价高位震荡，全年布伦特原油均价82.17美元/桶，WTI原油均价77.56美元/桶。

2021年海内外化工品需求景气，叠加7-10月限电、限产政策执行，供需矛盾加剧，中国化工产品价格指数于10月创近年来新高，带来化工行业此轮景气周期顶部。2022年上半年，原油、煤炭、天然气价格高位支撑成本端，海内外需求向好，CCPI再次冲高至前期高点附近，之后伴随美元加息，全球需求疲弱，CCPI高位回落。2023年CCPI指数平均为4677.12，较2022年均值5374.55下跌13.0%。

图 5 2023年国际原油价格维持高位



资料来源：Wind，首创证券

图 6 中国化工产品价格指数 (CCPI) 高位回落



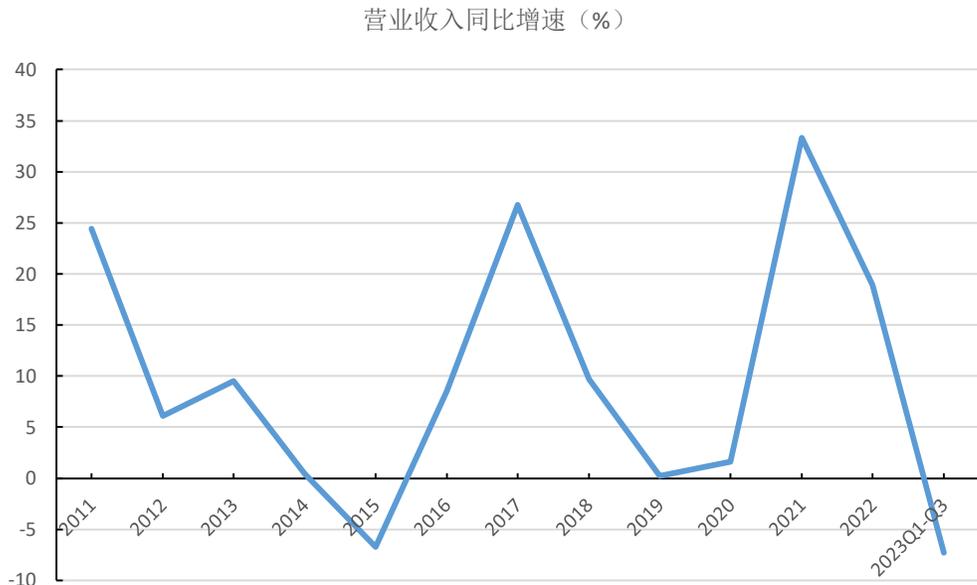
资料来源：Wind，首创证券

一、回顾2023：化工行情跑输沪深300，化工企业盈利承压下行

□ 需求转弱叠加上游资源端成本高位，化工行业营收和归母净利润同比下滑

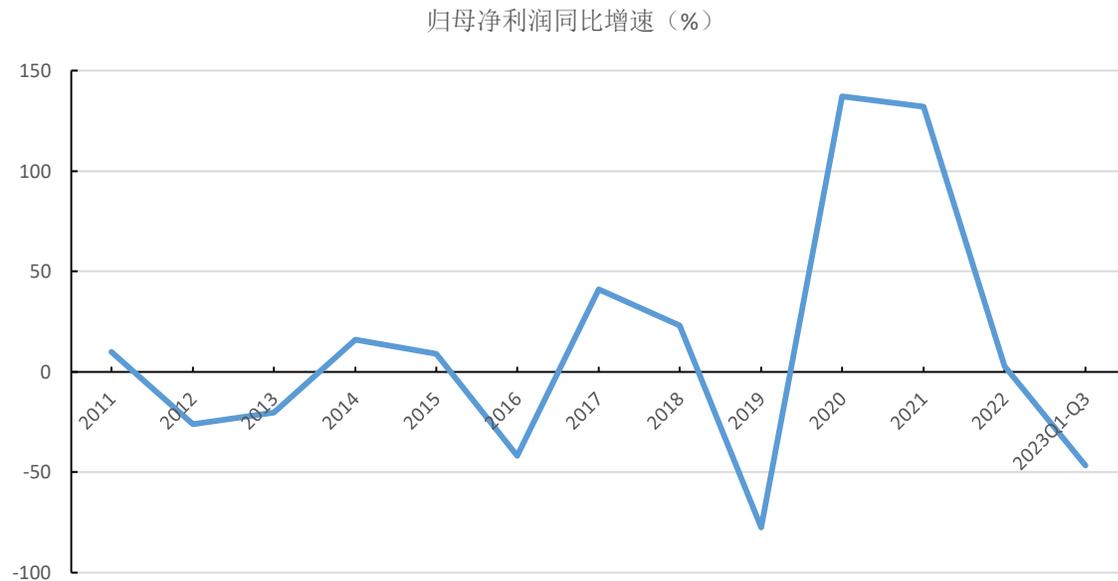
2023年前三季度，在美联储持续加息、外需收缩的宏观经济背景下，国内房地产等下游需求仍较疲弱，化工行业景气度下行，同时石油等原料，以及磷矿等矿产资源维持相对高位，企业盈利在原料和需求两端承压。2023年前三季度中信基础化工板块营业收入同比下滑7.29%，归母净利润同比下滑46.78%。

图7 中信基础化工板块2023年前三季度营业收入同比下滑7.29%



资料来源：Wind，首创证券

图8 中信基础化工板块2023年第三季度归母净利润同比下滑46.78%



资料来源：Wind，首创证券

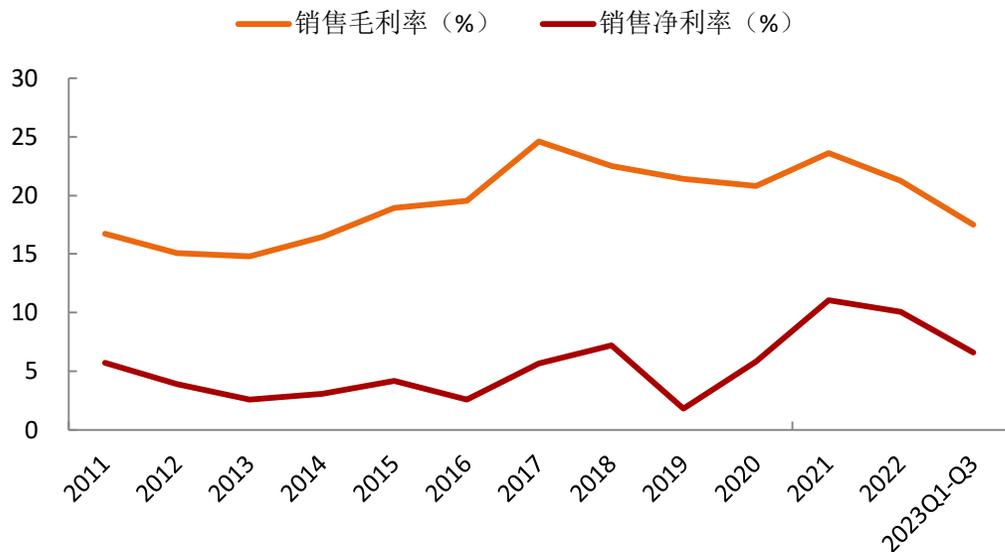
一、回顾2023：化工行情跑输沪深300，化工企业盈利承压下行

□ 需求及成本承压，化工行业毛利率和净利率同比均下降

公共卫生事件发生以来，各国采取相对宽松的货币政策，大宗商品价格上行，同时俄乌冲突又加剧了能源供给紧张的局面，化工行业成本显著上行。2023年前三季度，宏观经济复苏不及预期，下游需求延续弱势，化学品价格整体承压，但资源端成本压力不减，中信基础化工板块销售毛利率、销售净利率分别为17.50%、6.60%，分别同比-4.82pct、-5.22pct。

单季度来看，2023Q3中信基础化工板块销售毛利率和销售净利率分别为17.41%和6.11%，与2022Q3的销售毛利率（19.65%）和销售净利率（9.19%）相比，分别同比下降2.24pct和3.09pct，与2023Q2的销售毛利率（17.04%）和销售净利率（6.49%）相比，销售毛利率环比上涨0.37pct，销售净利率环比下滑0.38pct。当前销售毛利率和销售净利率处于2020年以来历史相对低位，第三季度呈现止跌企稳趋势。

图9 2023Q1-Q3中信基础化工板块毛利率和净利率同比均下降



资料来源：Wind，首创证券

图10 2023年第三季度中信基础化工板块毛利率止跌企稳



资料来源：Wind，首创证券

二、展望2024：供应端仍处扩张周期

□ 行业资本支出仍处高位，处于产能扩张期

2023年前三季度中信基础化工板块资本开支同比增长10.28%，仍处于产能扩张周期。分行业来看，在中信基础化工板块的33个子行业中，2023年前三季度年资本支出增速居前的分别为钾肥（+124.81%）、有机硅（+106.00%）、其他塑料制品（+47.71）、复合肥（+42.23%）、聚氨酯（+38.74%）。

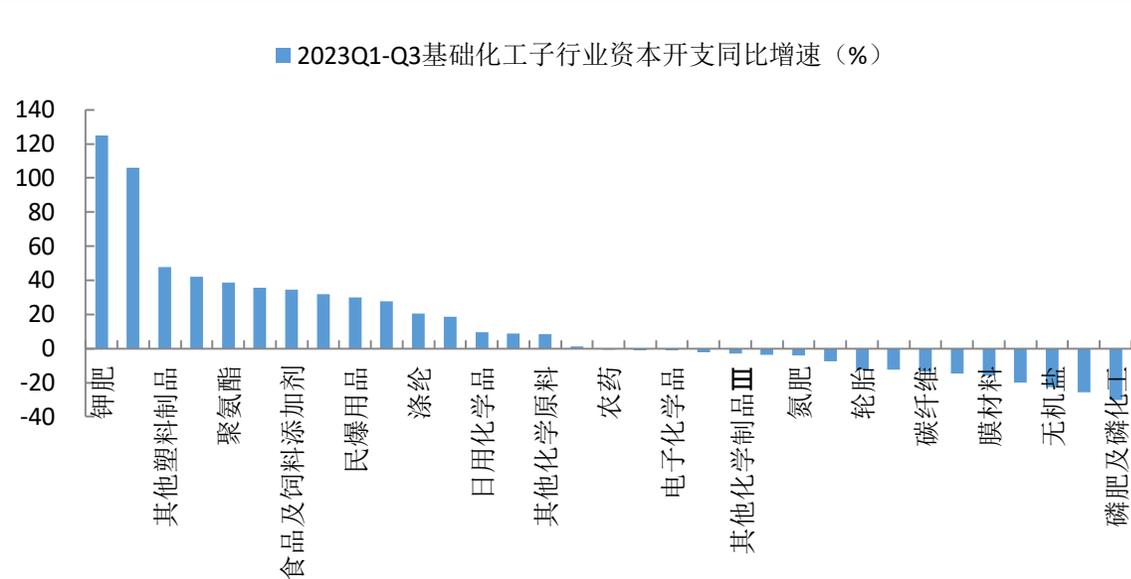
近年来由于极端天气事件增多、保护主义加剧、地区冲突等因素导致全球粮食价格维持高位，全球化肥需求得到提振。钾肥板块资本支出的增加，有望提高国内钾肥的自给率，进而提升国内钾肥企业的国际影响力；有机硅有“工业味精”之称，是重要的工业基础原材料，下游应用领域丰富，未来随着宏观经济的进一步复苏，下游需求有望进一步增长。

图11 2023年前三季度中信基础化工板块资本支出同比增长10.28%



资料来源：Wind，首创证券

图12 2023年前三季度钾肥和有机硅板块资本支出同比增速居前



资料来源：Wind，首创证券

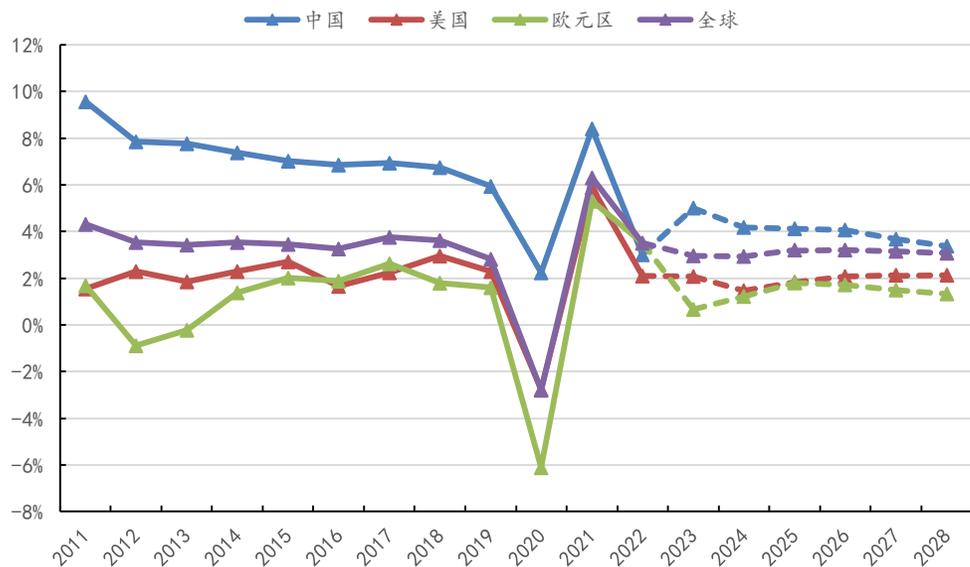
二、展望2024：需求端稳增长政策可期

□ 欧美加息进入尾声，全球经济缓慢复苏，中国依旧稳中有进

世界经济在经受了2020年疫情的冲击之后，2021年开启复苏，2022年俄乌冲突导致能源价格高企，叠加前期大力度财政刺激，欧美先后进入加息周期遏制通胀，全球经济下行压力凸显。2023年全球经济继续从新冠疫情、俄乌冲突等不利影响下缓慢复苏并展现出韧性，2023年底美联储加息周期已进入尾声，IMF预计2024年全球GDP增速2.94%，与2023年2.96%基本持平。

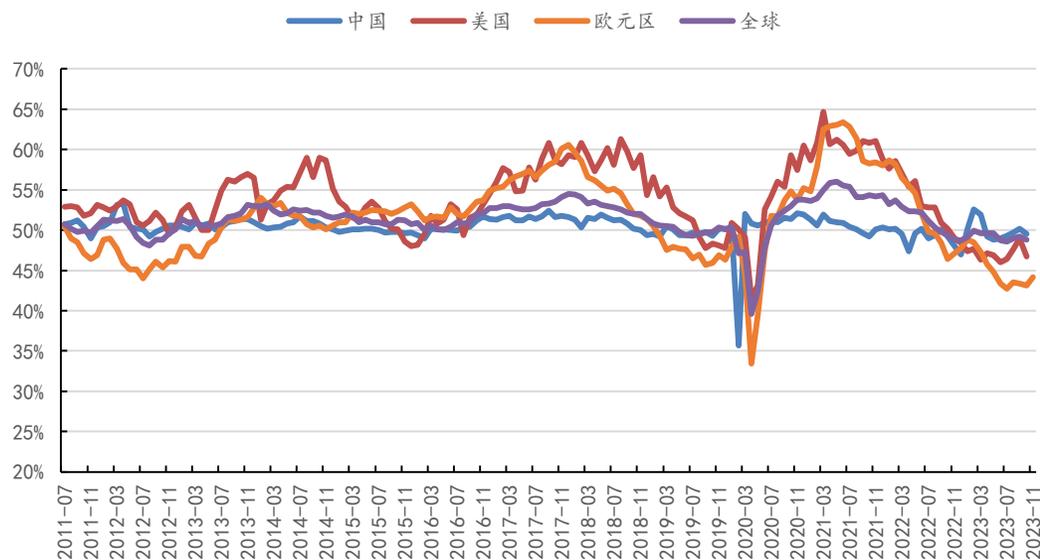
2023年中国经受住了严峻复杂形势的考验，从疫情中缓慢复苏，前三季度GDP增速分别为4.5%、6.3%、4.9%。随着稳增长政策的持续发力，预计依旧保持稳中有进的经济增长趋势。IMF预计2023年国内GDP增速5.01%，在全球主要经济体中保持较高水平。

图 13 中国、美国、欧元区及全球GDP增速



资料来源：IMF，首创证券

图 14 各主要经济体PMI疫后复苏



资料来源：Wind，首创证券

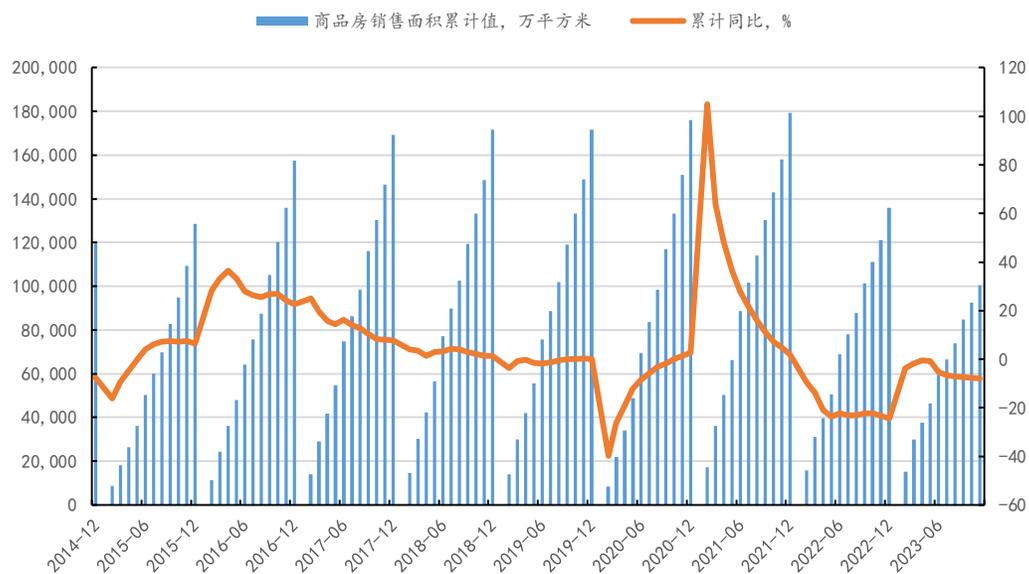
二、展望2024：需求端稳增长政策可期

□ 国内房地产政策发力，效果有望逐步显现

当前房地产市场仍在惯性下行。受制于前期监管政策偏紧以及2021年高基数等原因，2022年国内房地产行业周期下行，2023年表现仍较低迷。1-11月，房地产开发投资完成额、房屋新开工面积、商品房销售面积分别累计同比-9.4%、-21.2%、-8.0%，只有房屋竣工面积在“保交楼”政策推动下累计同比+17.9%。整体来看，国内房地产市场仍处于筑底阶段，下行压力仍在。

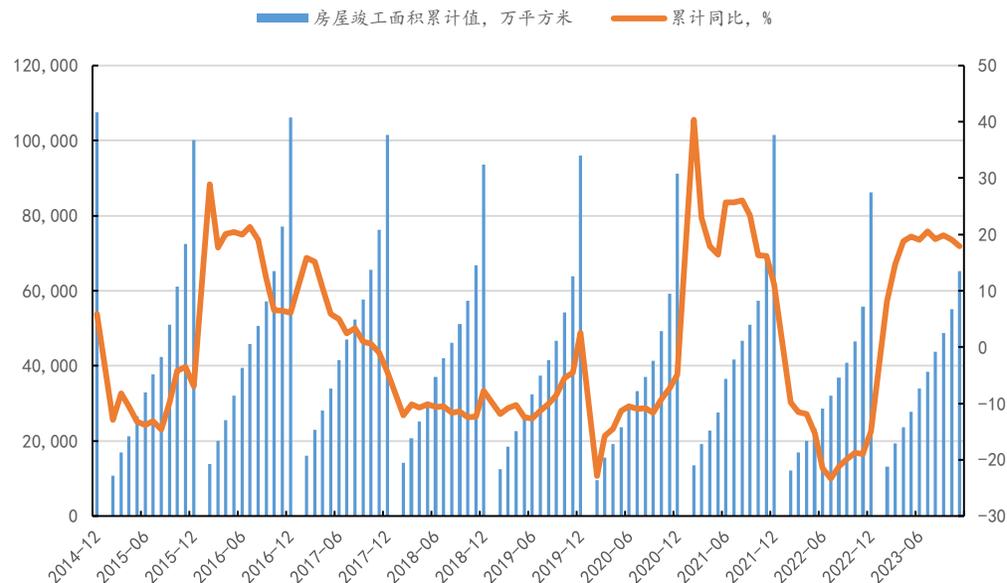
在国家稳增长的大背景下，房地产政策也在不断加码。继7月底中央政治局定调“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”之后，国家陆续发布多项政策，如落实“认房不用认贷”，降低存量首套住房贷款利率，支持房企融资需求等，支持房地产市场平稳健康发展。随着政策的不断发力，效果有望逐步显现。

图 15 全国商品房销售面积下滑



资料来源：wind，首创证券

图 16 全国房屋竣工面积下滑



资料来源：Wind，首创证券

二、展望2024：需求端稳增长政策可期

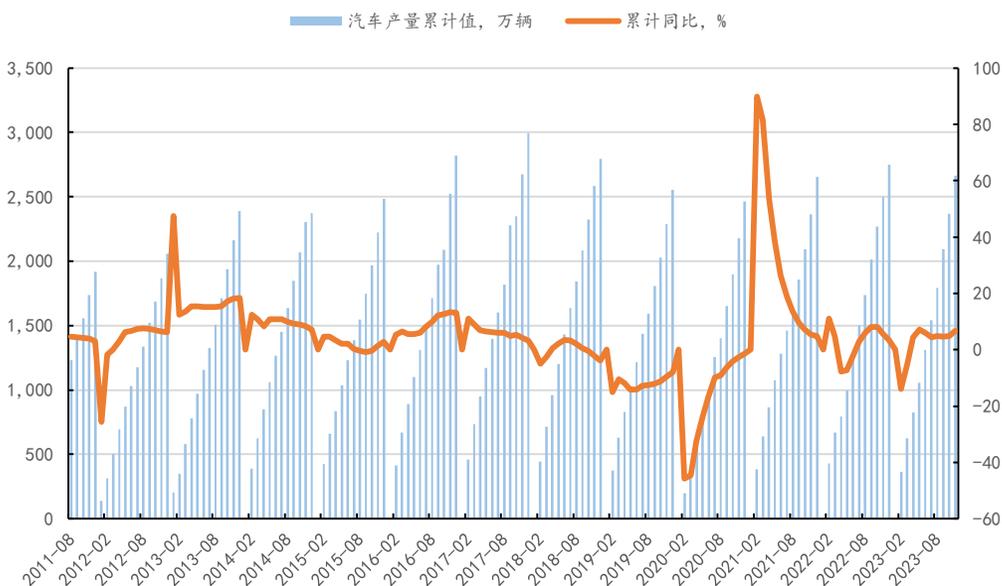
□ 消费刺激政策出台，拉动汽车、家电、纺织等消费需求

汽车产销量平稳增长。2023年，国内汽车市场在购置税减免、新能源汽车下乡、多项促消费活动等推动下，产销量稳步增长。1-11月汽车产量累计2666.1万辆，累计同比+6.8%，销量累计2693.8万辆，累计同比+10.80%。其中新能源汽车为拉动汽车行业增长的主要力量，1-11月国内新能源汽车产量804.9万辆，累计同比+27.7%。

空调、电冰箱等家电需求平稳增长。2023年1-11月，国内空调产量累计22334.1万台，同比+12.6%，家用电冰箱产量累计8815.4万台，同比+14.5%。

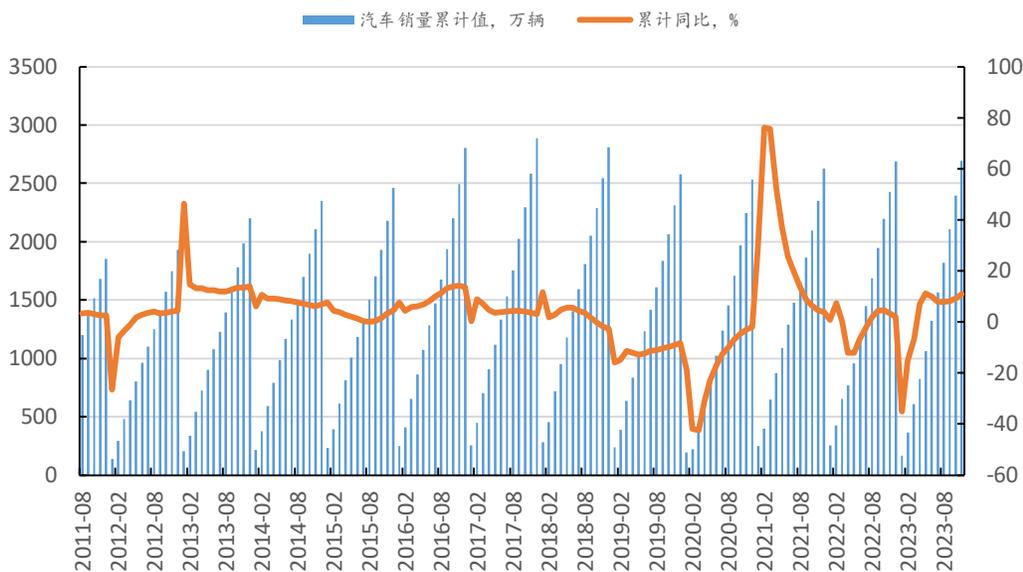
布、纱等纺织用品产量降幅整体呈收窄趋势。2023年1-11月，国内布产量累计283.2亿米，同比-3.8%，纱产量累计2056.4万吨，同比-0.9%。

图 17 国内汽车产量平稳增长



资料来源：wind，首创证券

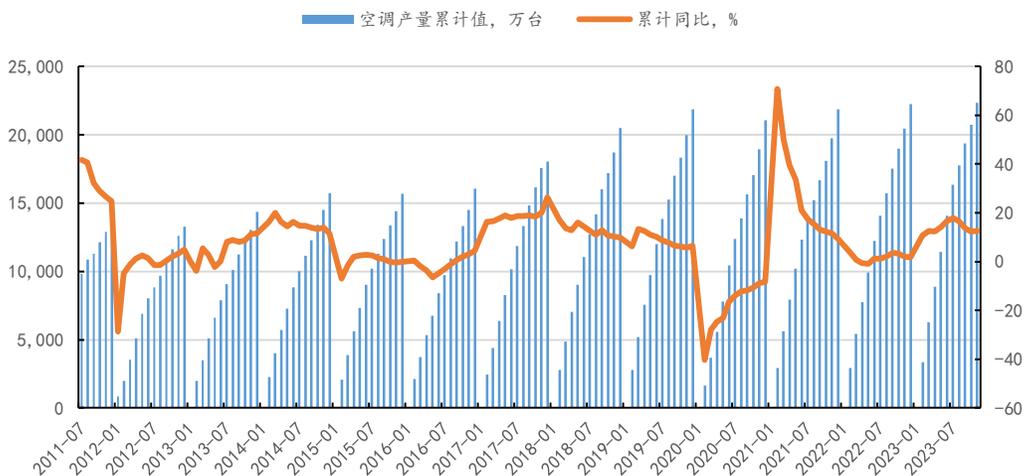
图 18 国内汽车销量平稳增长



资料来源：Wind，首创证券

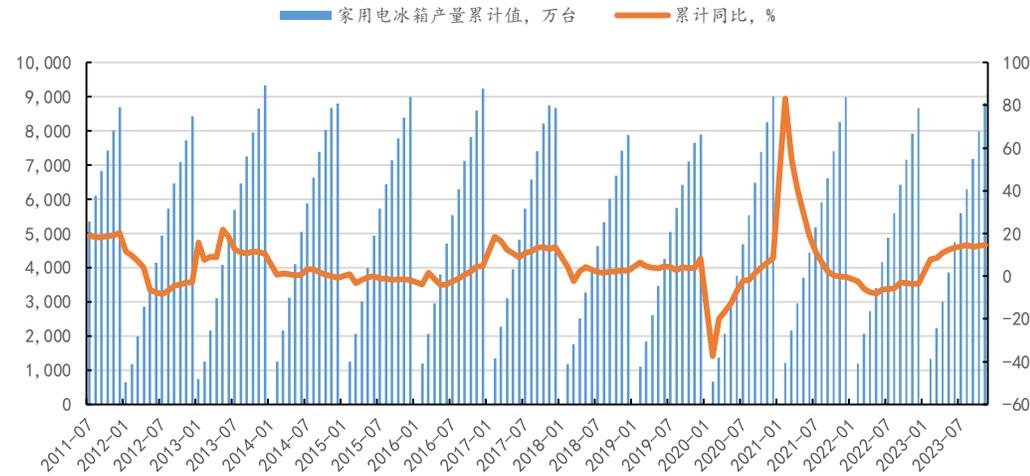
二、展望2024：需求端稳增长政策可期

图 19 国内空调产量稳步增长



资料来源：Wind，首创证券

图 20 国内家用电冰箱产量稳步增长



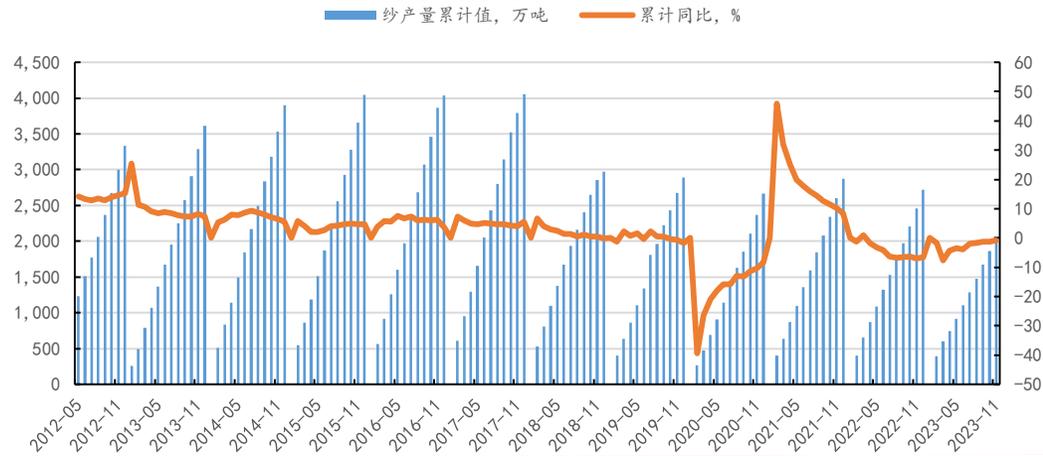
资料来源：Wind，首创证券

图 21 国内布产量增速降幅持续收窄



资料来源：wind，首创证券

图 22 国内纱产量增速降幅持续收窄

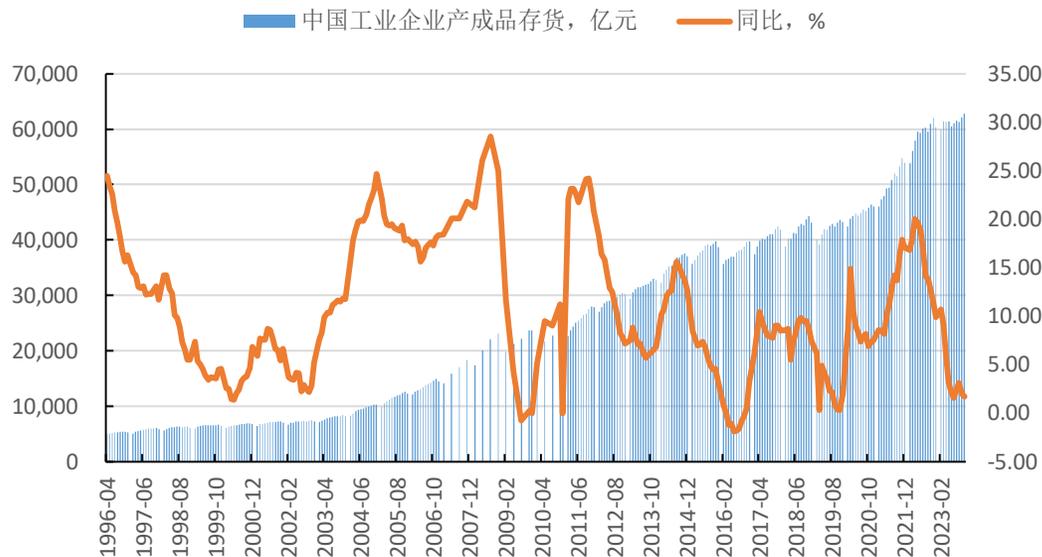


资料来源：Wind，首创证券

二、展望2024：化工行业景气有望在主动补库带动下触底反弹

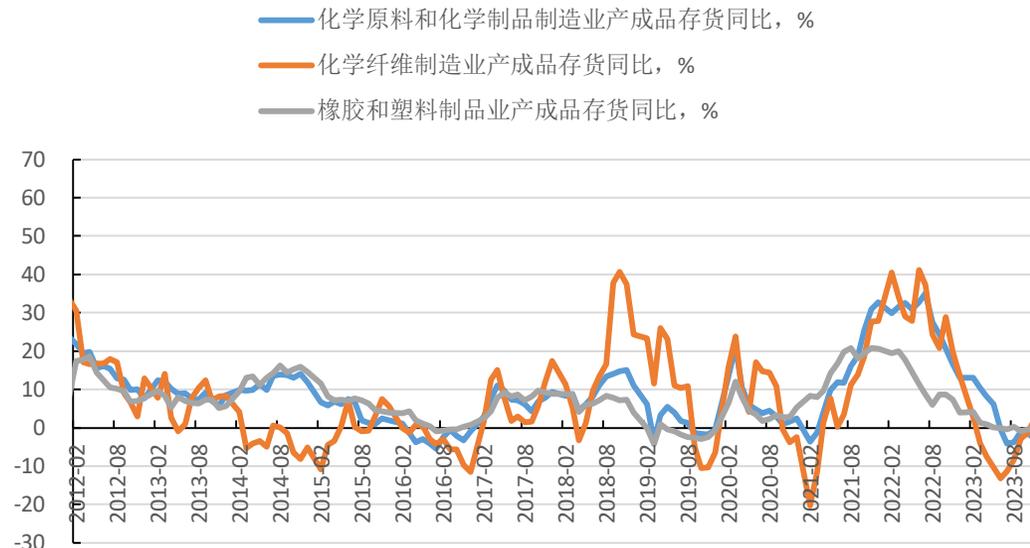
- **库存周期正处于被动去库向主动补库阶段转变中。**上一轮库存周期始于2020年底，随着需求的复苏，工业产成品库存依次经历了主动补库存和被动补库存阶段，直至2022年中达到高点，从2022年下半年开始，随着需求的走弱，工业产成品持续去库，2023Q3库存已经处于低位，2023年11月，工业产成品库存同比+1.7%，我们预计目前库存周期底部逐步确立，有望迎来主动补库阶段。
- **把握补库机会，静待需求共振。**2023年11月，化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业产成品存货同比分别为-2.8%、+2.1%、0.0%。现在市场对经济复苏的预期较悲观，随着库存周期逐步转向主动补库，企业的盈利有望修复，建议积极把握补库机会，静待需求共振。

图 23 中国工业企业产成品存货触底反弹



资料来源：wind，首创证券

图 24 化工行业产成品存货触底反弹



资料来源：Wind，首创证券

投资策略：把握补库机会，静待需求共振

2020年以来化工行业景气上行，2021年和2022年企业盈利高位，带动资本开支快速增长，2023年前三季度在高基数背景下继续同比增长10.28%，行业仍处于产能扩张周期。2023年全球经济缓慢复苏，中国依然稳中有进，在稳增长的大背景下，不断加码的房地产政策、消费刺激政策值得期待。从库存角度看，此轮轮库存周期底部正逐步确立，有望迎来主动补库阶段，现在市场对经济复苏的预期偏悲观，随着库存周期逐步转向主动补库，企业的盈利有望修复，我们认为可以把握补库机会，静待需求共振。

□ 投资策略：把握补库机会，静待需求共振

一、强者恒强之龙头股：我们认为化工龙头企业所具有的不仅是单纯的成本优势亦或是技术优势，而是在多年的发展和竞争进程中，围绕化工这一系统工程所做的全方位积累与提升，我们称之为**系统竞争优势**，正是这种持续增强和迭代的系统竞争优势造就了强者恒强的局面。叠加双碳背景下供应端的约束、技术和产品升级带来的化工品价格中枢的抬升，持续看好化工龙头企业的盈利能力和投资价值，**建议关注万华化学、华鲁恒升、宝丰能源、卫星化学、龙佰集团、远兴能源。**

二、盈利能力回升叠加海外快速扩张之轮胎：长期来看，全球轮胎需求稳中有升，而国内轮胎企业凭借性价比优势在全球的市场份额持续提升，短期来看，国内外需求复苏，原料成本及海运成本回落，企业订单饱满盈利能力修复，**建议关注正处于海外快速扩张进程中的赛轮轮胎、森麒麟。**

三、资源叠加刚需之农化板块：粮食价格高位，全球耕地面积稳步增长，农化产品需求刚性。国内钾肥对外依存度高，**建议关注在海外拥有钾肥资源，产能稳步扩张的亚钾国际；**磷化工产业链原料端磷矿石支撑强劲，下游磷肥刚性需求叠加新能源新增需求，**建议关注拥有磷矿资源的川恒股份、云天化、兴发集团。农药板块建议关注具有成本优势的低估值龙头扬农化工。**

四、供给硬约束叠加配额元年之制冷剂：2023年11月6日，生态环境部正式印发了《2024年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》，2024年三代制冷剂生产销售按照配额执行后，制冷剂配额将进一步向行业龙头集中，在供给端配额受限，但全球制冷需求仍将稳步增长的大环境下，制冷剂行业将迎来长期向上景气周期。建议关注**巨化股份、永和股份、三美股份、金石资源。**

三、投资策略——盈利能力回升叠加海外快速扩张之轮胎

3.1 全球轮胎市场行业集中度较高，但降低趋势明显

我们将米其林、普利司通、固特异合称为头部轮胎制造商，每家企业全球市占率8%以上，对应第一梯队；全球市占率2-7%的为中型轮胎制造商，对应第二梯队；全球市占率低于2%的为其他轮胎制造商，对应第三梯队和第四梯队。

□ 从全球市占率角度，头部轮胎制造商约以每年1%的速度降低，而其他轮胎制造商约以每年0.8%的速度提升。根据米其林年报可以看出，头部轮胎制造商的市占率2000年高达57.1%，2019年降为37.8%，2021年进一步降低至36.4%，降低速度约为每年1%。中型轮胎制造商过去21年整体来说市占率缓慢提升，但是2020年以来受疫情以及经济增长乏力等影响，市场被其他轮胎制造商挤占。其他轮胎制造商市占率则由2000年的22%提升至2021年的38.6%，速度约为0.8%每年。

图25 2000年全球轮胎各梯队市场占比

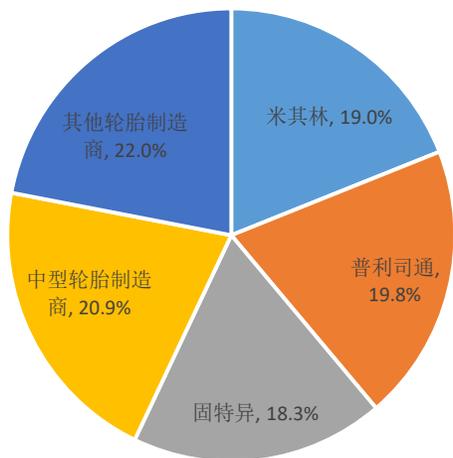


图26 2019年全球轮胎各梯队市场占比

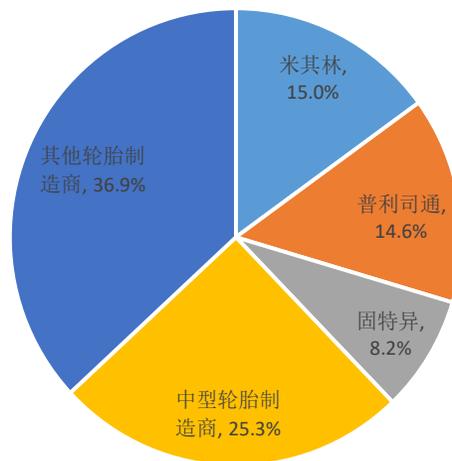
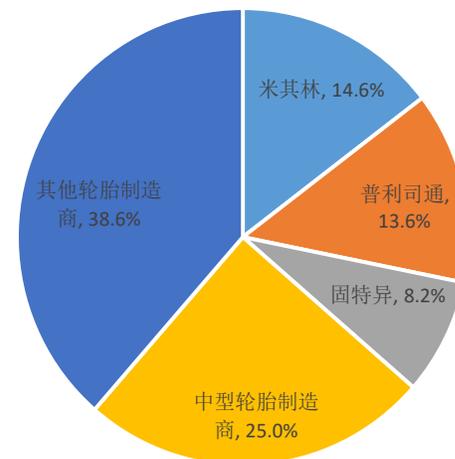


图27 2021年全球轮胎各梯队市场占比



资料来源：米其林2001年年报，首创证券

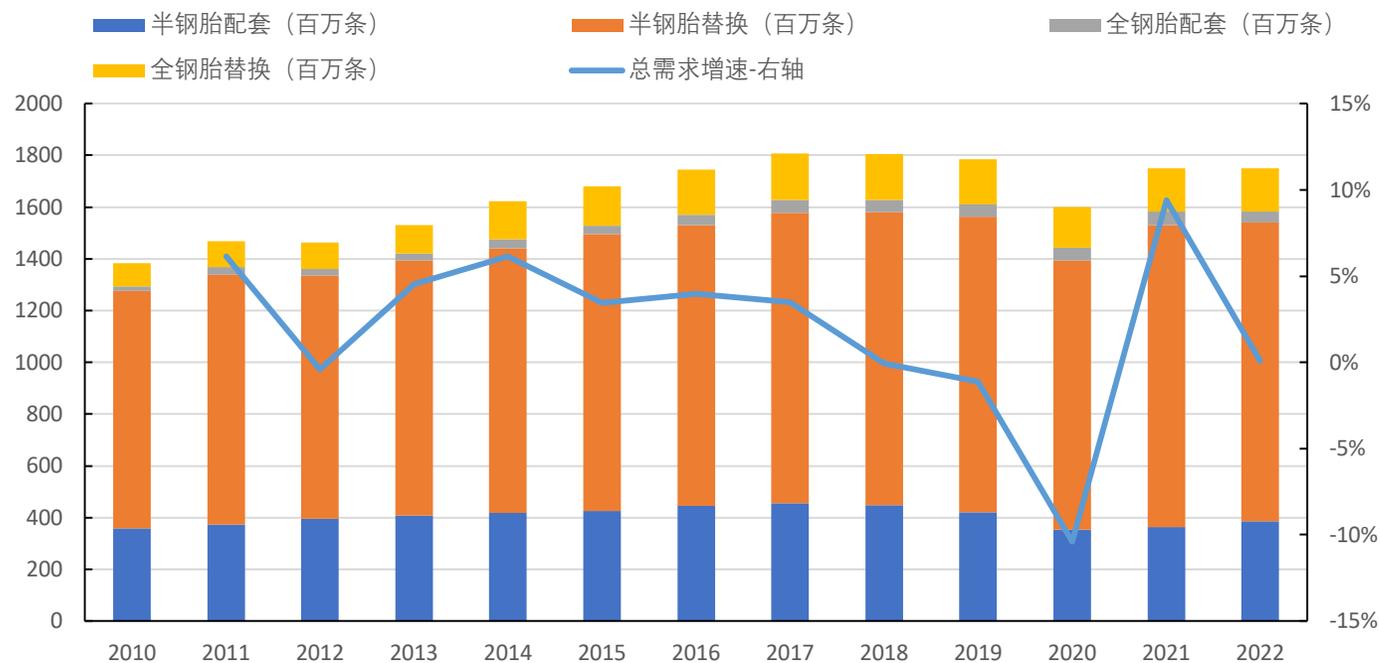
资料来源：米其林2020年年报，首创证券

资料来源：米其林2022年年报，首创证券

3.1 全球轮胎需求稳中有升

□ 全球轮胎需求刚性，2022年稳中有升。2010-2019年，全球轮胎需求整体呈现稳步增长的态势，2020年受新冠疫情冲击，全球轮胎需求降低为16亿条，降幅10.4%；2021年强势反弹，需求数量上涨9.4%至17.49亿条，市场规模大幅增长18%至1800亿美元；2022年尽管受到欧美通胀压力带来的市场需求萎缩以及国内疫情反复等不利影响，全球轮胎需求依然稳中有升，上涨0.1%至17.51亿条，其中半钢胎为15.40亿条，同比+0.65%，全钢胎为2.11亿条，同比-3.87%。

图28 2022年全球轮胎需求量稳中有升



资料来源：米其林年报，首创证券

请务必仔细阅读本报告最后部分的重要法律声明

3.1 原料价格和海运费回落，成本压力缓解

我们以30%天然橡胶、30%合成橡胶（顺丁橡胶和丁苯橡胶各占15%）、16%炭黑、16%帘子布（钢丝帘线和锦纶6帘子布各占8%）、8%其他计算轮胎原料加权成本。

整体来看，原料加权成本2021年高位震荡，2021年10月21日到达本轮高点，达到14683元/吨。2022年开始持续回落，至2023年5月31日，回落至10774元/吨，较本轮高点跌幅26.6%，降至疫情之前2019年的水平。2023Q3受天气以及国际油价上涨影响，橡胶、炭黑等原料价格上涨，带动原料加权成本出现一定反弹，三季度末开始回落，原料成本的回落有利于轮胎公司盈利能力的修复。

图29 轮胎原材料加权成本近期有所回落



资料来源：Wind，百川盈孚，首创证券

3.1 原料价格和海运费回落，成本压力缓解

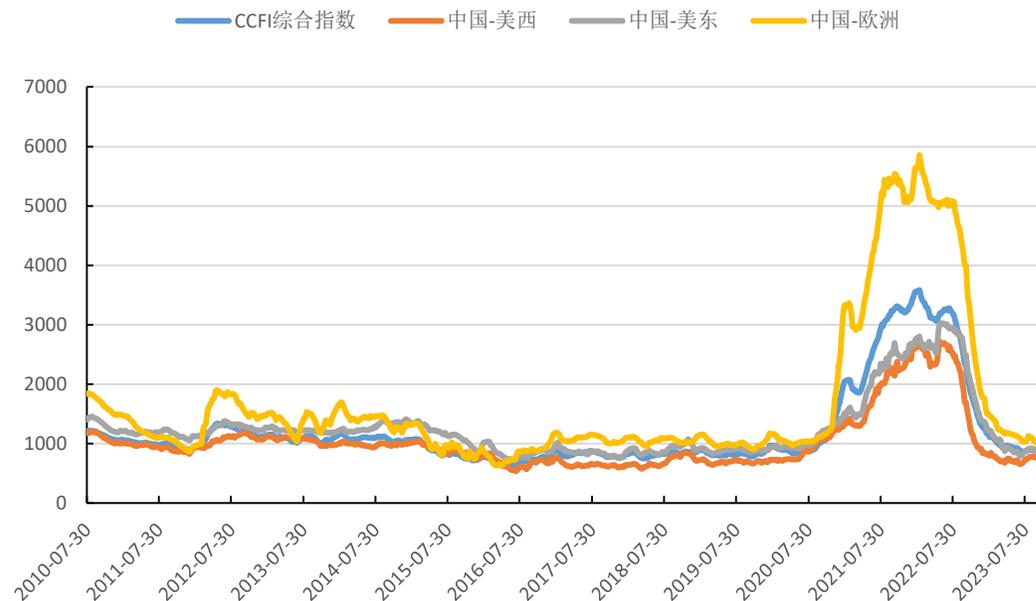
- **海运费已经回落至合理水平。**2021-2022年间，轮胎企业除了承受原材料带来的高成本压力外，还承受着海运成本上涨的压力。作为衡量国际海运情况的权威指数，波罗的海货运指数（FBX）由几条主要航线的即期运费加权计算而成。自2022年下半年开始，海运费快速回落，2023年12月29日FBX指数已经回落至1341，较本轮高点2021年9月10日的11108.56，下降87.93%。
- **中国出口至欧美的集装箱运价已经回落至多年均值。**根据中国出口集装箱运价指数CCFI数据，自2020年底开始中国至美西、美东、欧洲的集装箱运价开始大幅上涨，2022年上半年到达高点，自2022年下半年开始回落，目前已经回落至多年平均水平。

图30 波罗的海海运（FBX）指数回落至正常水平



资料来源：Wind，首创证券

图31 中国出口集装箱运价指数CCFI回落至正常水平



资料来源：Wind，首创证券

三、投资策略——资源叠加刚需之农化

□ 氮肥：出口改善、库存低位，冬储备肥有望拉动需求。

供给侧改革以来，我国尿素产能呈减量趋势。法检政策实施后，尿素出口受限，2022年我国尿素出口量同比减少46.5%，2023年前11个月我国尿素出口391万吨，同比增加70%，尿素出口有所修复。2023年11月尿素行业开工率为83.82%，库存处于中低水平，正值冬储，尿素存在补库需求。

□ 磷肥：磷矿石价格维持高位，磷肥价格持续反弹。

2023年三季度，随着秋季用肥开始，叠加前期库存低位，磷肥价格开始逐步反弹。原料端，磷矿石价格相对坚挺，2023年二季度受到传统淡季的影响，下游磷肥开工率下降，磷矿价格有所松动。2023年三季度随着农化旺季到来，下游需求复苏，磷矿价格逐步修复。目前正值冬储，磷肥需求有所支撑，叠加冬季部分磷矿企业停产，磷矿价格有望延续高位，磷矿资源属性强且不可再生，看好磷矿丰富且有增量的标的。**推荐标的：川恒股份、云天化、兴发集团。**

□ 钾肥：地缘政治博弈带来供给隐忧，全球钾肥维持紧平衡。

全球钾肥资源分布不平衡，加拿大、俄罗斯、白俄罗斯钾盐储量合计占比超过67%。2021年白俄罗斯受到制裁，2022年俄乌冲突爆发，全球主要的两个钾肥生产国均受到影响，全球钾肥面临供给缺口，2022年6月氯化钾价格曾达到999美元/吨（温哥华，FOB）。2023年10月，巴以冲突爆发，再次为钾肥全球贸易带来较大不确定性。尽管部分企业宣布了扩产计划，但是钾矿投产周期较长，难以缓解短期的供给缺口，钾肥有望维持紧平衡局面。**推荐标的：亚钾国际。**

□ 农药：跨国企业面临去库存压力，农药价格接近市场底部

2020年公共卫生事件对全球供应链造成冲击，在保障粮食安全的背景下，各跨国农药企业的采购积极性增加，农药价格开始上行。然而由此带来的超买现象造成了农药库存增加，叠加近些年部分企业的扩产，2022年随着春耕用药的结束，农药价格步入下行通道。经历一年多的调整，农药价格降幅趋缓，随着行业库存的去化，农药价格有望逐步筑底。**推荐标的：扬农化工。**

三、投资策略——资源叠加刚需之农化

全球人口持续增长，高粮价带来强需求。

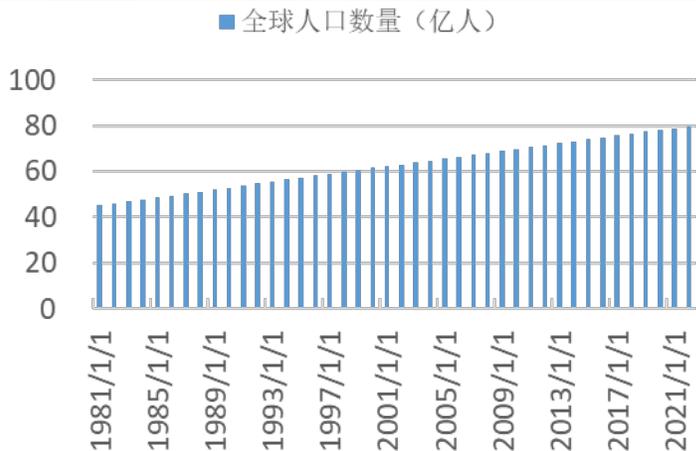
根据联合国官网显示，2030年世界人口预计将达到85亿，此后人口依旧保持增长趋势，2050年人口有望达到97亿，2100年预计达到104亿，人口的持续增长拉动对粮食的需求。公共卫生事件的发生，加剧各国对粮食保障的担忧，2020年全球粮食价格飙升，截至2023年11月，粮食价格虽较高位回落，但仍维持在近年高位，对化肥、农药产品需求有所支撑。

化肥消费量保持增长，农药市场逐步扩大。

化肥被称为粮食的“粮食”，化肥在粮食生产中发挥了不可替代的作用，从全球的化肥消费来看，整体保持增长趋势；同样农药的施用保证了农产品的生产效率和产量。

根据Phillips McDougall数据，2022年农药市场规模预计达到760亿美元，2016-2022年复合增长率为4.04%。

图32 全球人口持续增长



资料来源: Wind, 首创证券

图34 化肥消费量保持增长



资料来源: Wind, 首创证券

图33 粮食价格维持高位



资料来源: Wind, 首创证券

图35 农药市场稳步增长

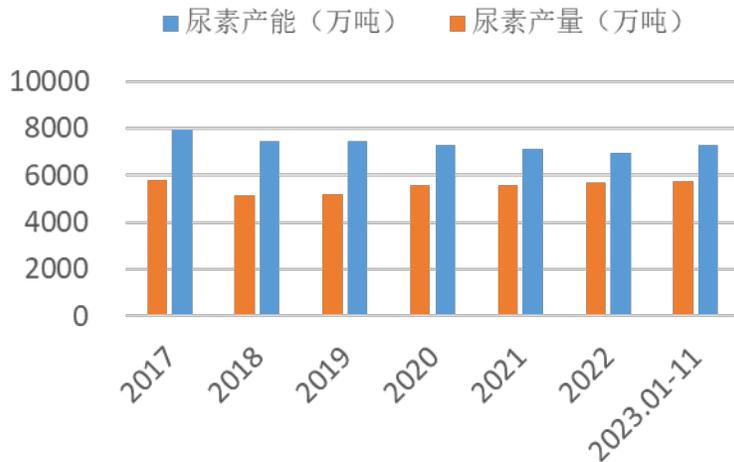


资料来源: Phillips McDougall, 首创证券

3.2 氮肥：出口改善、库存低位，冬储备肥有望拉动需求。

尿素出口持续改善，库存处于中低水平。供给侧改革以来，我国尿素产能呈减量趋势，2023年我国尿素产能为7271万吨，2023年虽有部分新产能投产，但实际产能还是较2017年下降了701万吨。我国是尿素净出口国，2021年为了实现国内化肥的“保供稳价”，海关总署对尿素、氯化钾、磷铵等29类化肥实施出口商品检验，尿素出口受限，2022年我国尿素出口量为283万吨，同比减少46.5%，2023年前11个月我国尿素出口391万吨，同比增加70%，尿素出口有所修复。2023年11月尿素开工率为83.82%，库存处于中低水平，正值冬储，尿素存在补库需求。

图36 尿素产能呈收缩趋势



资料来源：百川盈孚，首创证券

图38 尿素开工率维持8成以上



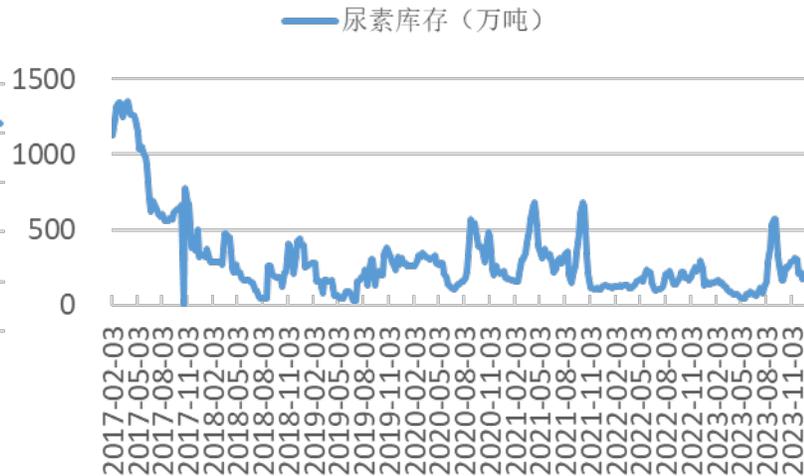
资料来源：百川盈孚，首创证券

图37 尿素出口量改善



资料来源：百川盈孚，首创证券

图39 尿素库存处于中低水平

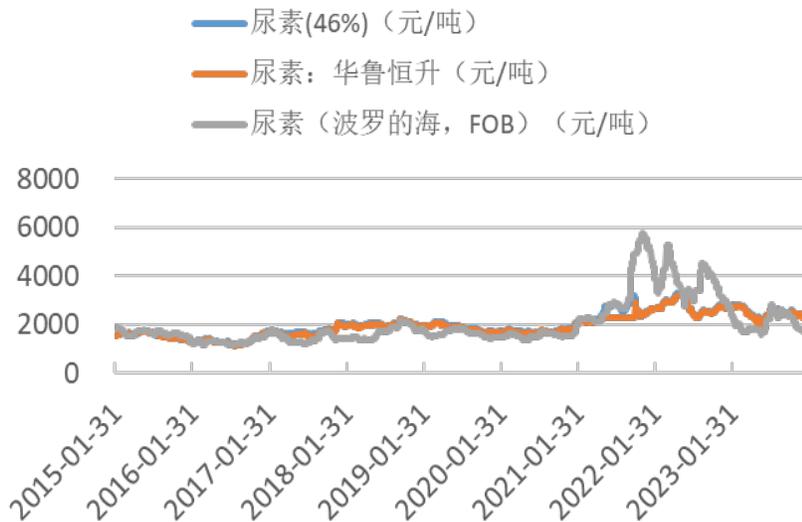


资料来源：百川盈孚，首创证券

3.2 氮肥：出口改善、库存低位，冬储备肥有望拉动需求。

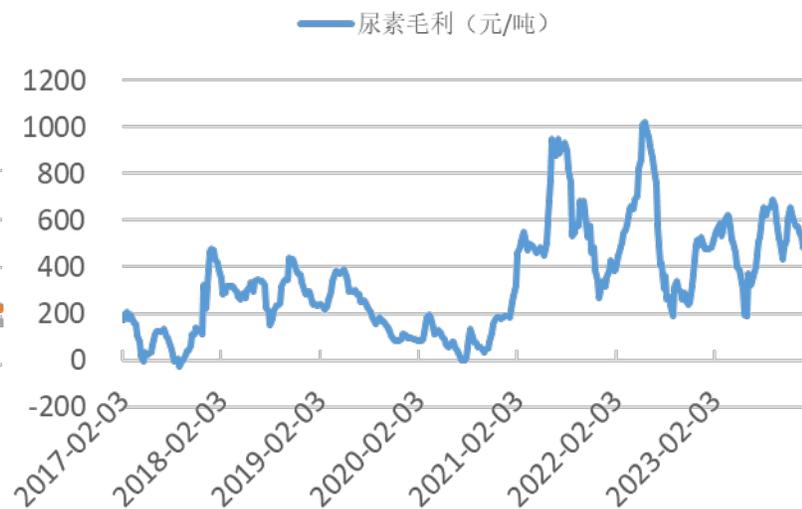
2023年随着春耕结束，尿素需求减弱，叠加成本端煤炭价格持续下行，成本端支撑不足、尿素价格持续回调。2023年7月，随着秋季补货启动，同时受到海外价格上涨的影响，国内尿素价格反弹上行，毛利快速修复，近期虽有调整，但盈利相对可观，截至2023年12月29日，根据百川盈孚数据，单吨尿素具有480元毛利。

图40 尿素价格有所修复



资料来源：Wind，首创证券

图41 尿素毛利有所修复



资料来源：百川盈孚，首创证券

表1 氮肥产业链产品价格（截至20231229）

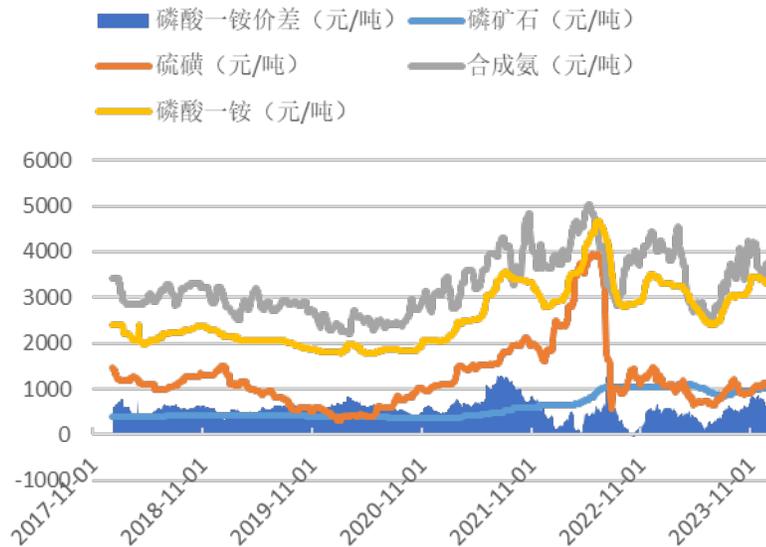
农化产品价格（元/吨）		本期价格	上周价格	上月价格	去年价格	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022	周涨幅	月涨幅	年涨幅
氮肥	尿素(现货价, 46%)	2320	2430	2440	2745	2458	2515	2334	2776	2756	-4.53%	-4.92%	-15.48%
	尿素(华鲁恒升)	2300	2390	2410	2670	2435	2472	2270	2721	2719	-3.77%	-4.56%	-13.86%
	尿素(波罗的海)	1771	1774	2042	2966	2167	2365	1767	2238	3862	-0.18%	-13.29%	-40.30%
	无烟煤	1094	1118	1145	1774	1172	1135	1273	1645	1626	-2.15%	-4.45%	-38.33%
	合成氨	3444	3619	3646	4021	3817	3266	2771	4037	4007	-4.84%	-5.54%	-14.35%

资料来源：百川盈孚、Wind，首创证券

3.2 磷肥：磷矿石价格维持高位，磷肥价格持续反弹。

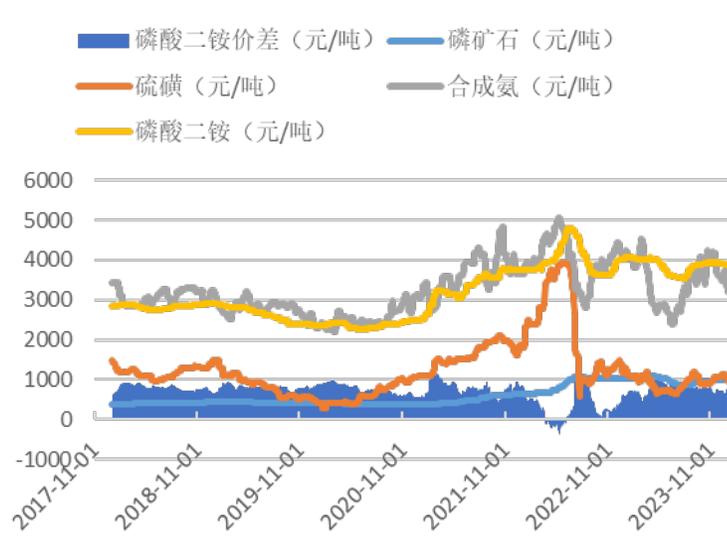
经历两年高景气行情后，磷化工产品价格有所波动。2023年二季度迎来农化产品消费淡季，磷矿、磷肥价格有所调整。进入2023年三季度，随着秋季用肥开始，产品价格开始反弹。目前正值冬季，部分磷矿企业迎来冬歇期停工，供给面临收缩，磷矿景气有望延续。

图42 磷酸一铵价差



资料来源：Wind，首创证券

图43 磷酸二铵价差



资料来源：Wind，首创证券

表2 磷肥产业链产品价格（截至20231229）

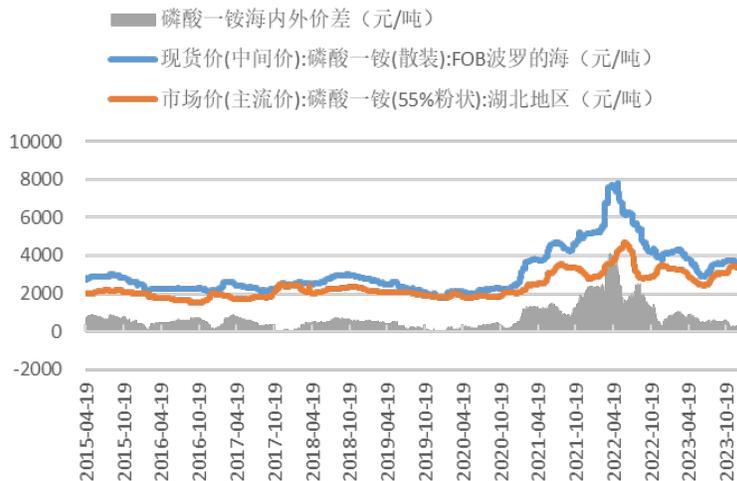
农化产品价格（元/吨）		本期价格	上周价格	上月价格	去年价格	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022	周涨幅	月涨幅	年涨幅
磷复肥	磷矿石（全国）	1007	1007	992	1041	985	893	1026	1060	899	0.00%	1.51%	-3.27%
	黄磷	22464	22564	25116	30776	24801	24304	21709	29156	33096	-0.44%	-10.56%	-27.01%
	磷酸一铵（国内）	3300	3350	3450	3450	3305	2795	2700	3276	3452	-1.49%	-4.35%	-4.35%
	磷酸二铵（国内）	3900	3900	3950	4030	3925	3696	3843	4040	4010	0.00%	-1.27%	-3.23%
	磷酸一铵（国外）	3609	3615	3715	4118	3682	3347	3448	4194	5624	-0.18%	-2.86%	-12.36%
	磷酸二铵（国外）	3844	3851	3933	4503	3928	3534	3624	4323	5428	-0.18%	-2.27%	-14.64%
	复合肥（45S）	3210	3210	3120	3380	3120	2791	3098	3349	3627	0.00%	2.88%	-5.03%

资料来源：Wind，首创证券

3.2 磷肥：磷矿石价格维持高位，磷肥价格持续反弹。

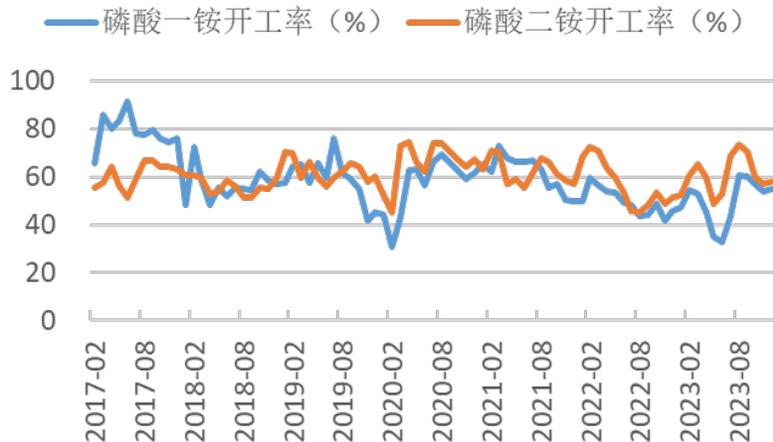
行业库存低位，冬储春耕拉动磷肥需求，看好磷矿石景气延续。海外方面，随着供应链的恢复，磷铵价格逐步回归常规区间，海内外价差收窄，截至20231228，磷酸一铵海内外仍有316元/吨价差，海外磷酸二铵价格略低于国内。国内方面，磷铵库存持续去化，2023年二季度库存降至低位，2023年6月一铵和二铵的开工率分别降至33.06%和52.62%。随着秋季用肥开始，磷肥迎来补库存，开工率也有所回升。目前正值冬储，磷肥需求有所支撑，叠加冬季部分磷矿企业停产，磷矿价格有望延续高位，看好磷矿丰富且有增量的标的。

图44 磷酸一铵海内外价差



资料来源：Wind，首创证券

图46 磷铵开工率



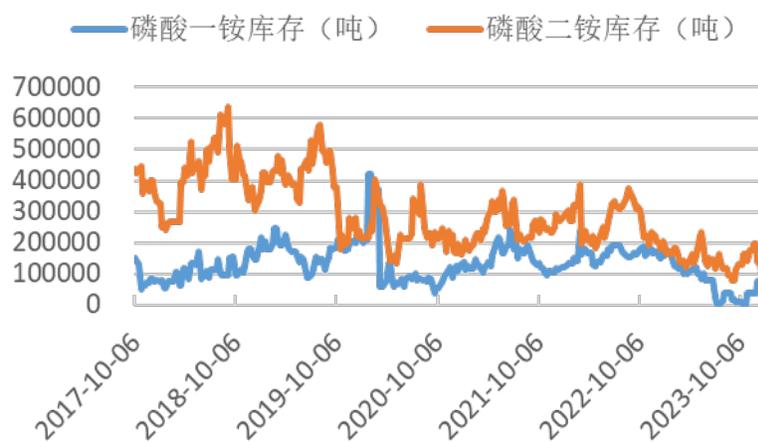
资料来源：Wind，首创证券

图45 磷酸二铵海内外价差



资料来源：Wind，首创证券

图47 磷铵库存



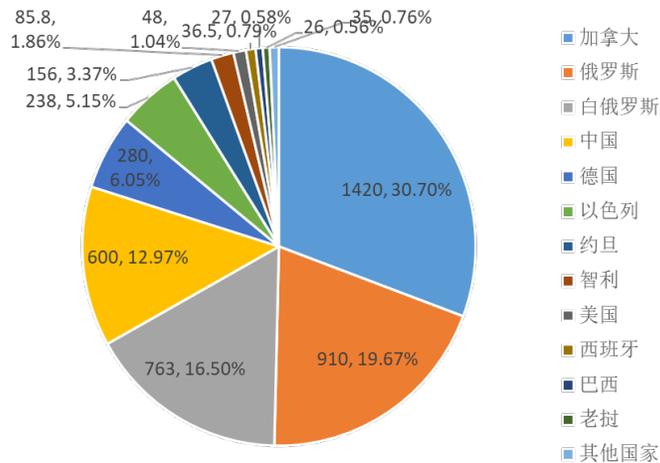
资料来源：Wind，首创证券

3.2 钾肥：地缘政治博弈带来供给隐忧，全球钾肥维持紧平衡。

钾肥资源集中，地缘政治导致供给下降。

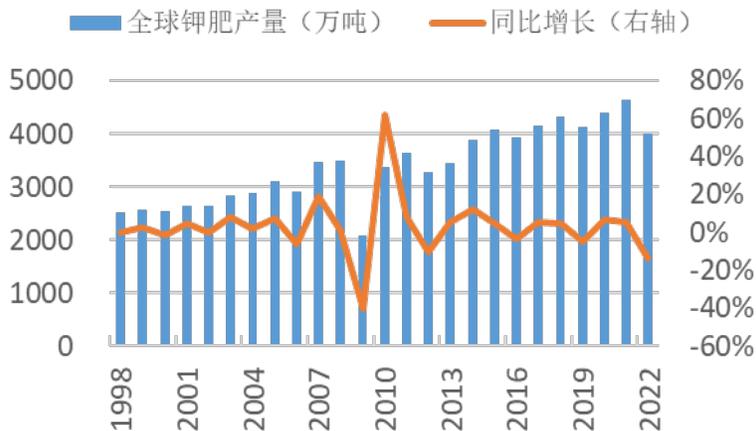
根据USGS最新数据，全球钾资源主要分布于加拿大、俄罗斯、白俄罗斯等地区，以上国家贡献了全球多数的钾肥产量。2022年由于俄乌冲突以及白俄罗斯被制裁等因素，两个主要的钾肥生产国产量显著下降。2022年俄罗斯和白俄罗斯钾肥产量分别为500万吨和300万吨，较2021年分别减少410万吨和463万吨，产量占比也下滑至第三和第四，位列中国之后。公共卫生事件发生后，粮食价格上涨，钾肥需求旺盛，2020-2021年两年全球的钾肥产量同比持续提升，2022年受到地缘政治影响，同比下滑13.6%。

图48 2021年全球钾肥产量分布（万吨）



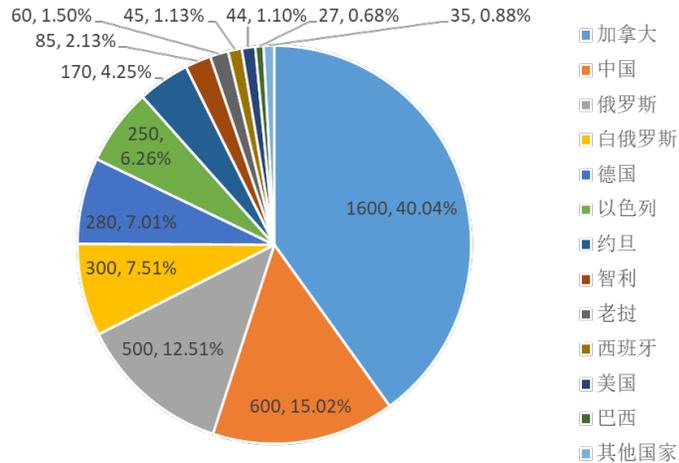
资料来源：Wind，首创证券

图50 全球钾肥产量整体呈增长趋势



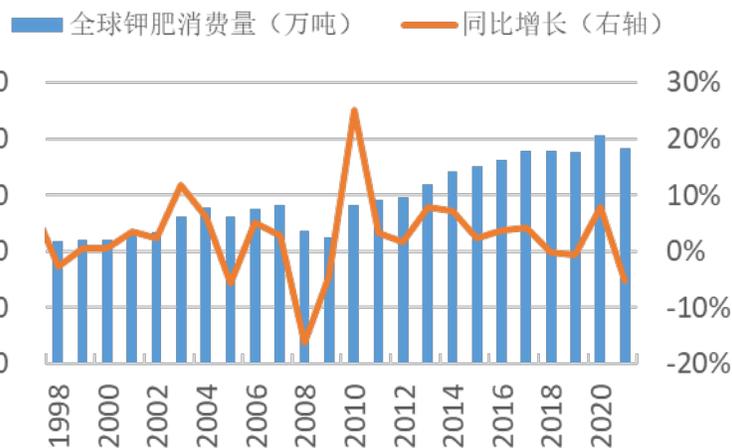
资料来源：Wind，首创证券

图49 2022年全球钾肥产量分布（万吨）



资料来源：Wind，首创证券

图51 全球钾肥消费量整体呈增长趋势



资料来源：Wind，首创证券

3.2 钾肥：地缘政治博弈带来供给隐忧，全球钾肥维持紧平衡。

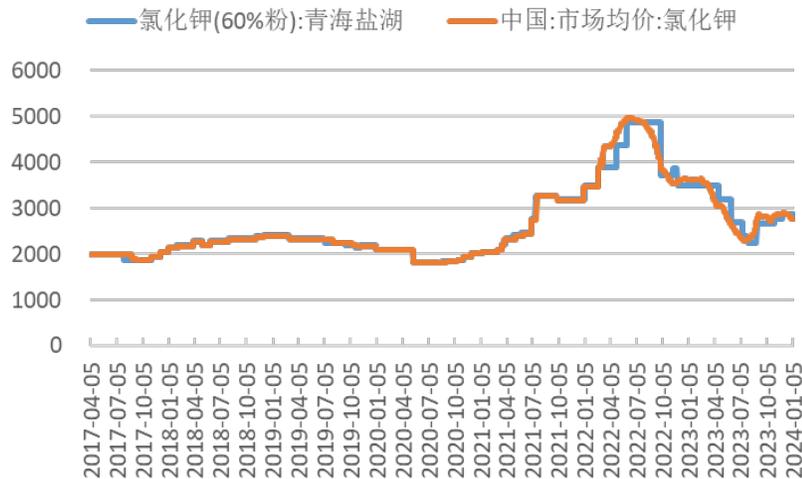
粮食价格、地缘冲突催生钾肥景气周期，2023Q3国内钾肥价格反弹。2020年底粮食价格上涨，带动化肥需求旺盛，随后受到地缘冲突影响，钾肥价格不断冲高，2022年下半年随着公共卫生事件影响消退钾肥价格回落，截至20231228，氯化钾（温哥华，FOB）价格为250美元/吨。2023年三季度开始随着秋季用肥的临近，以及氮肥、磷肥、复合肥的价格修复，国内氯化钾价格开始反弹。

表3 钾肥产业链产品价格（截至20231229）

农化产品价格（元/吨）		本期价格	上周价格	上月价格	去年价格	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022	周涨幅	月涨幅	年涨幅
钾肥	氯化钾（青海盐湖）	2860	2860	2760	3500	2763	2477	3084	3500	4208	0.00%	3.62%	-18.29%
	氯化钾（温哥华）	1771	1774	1875	3629	1908	2050	2434	3197	4943	-0.18%	-5.57%	-51.21%
	氯化钾（西北欧）	2196	2200	2301	4477	2313	2526	3202	4162	5264	-0.18%	-4.60%	-50.96%

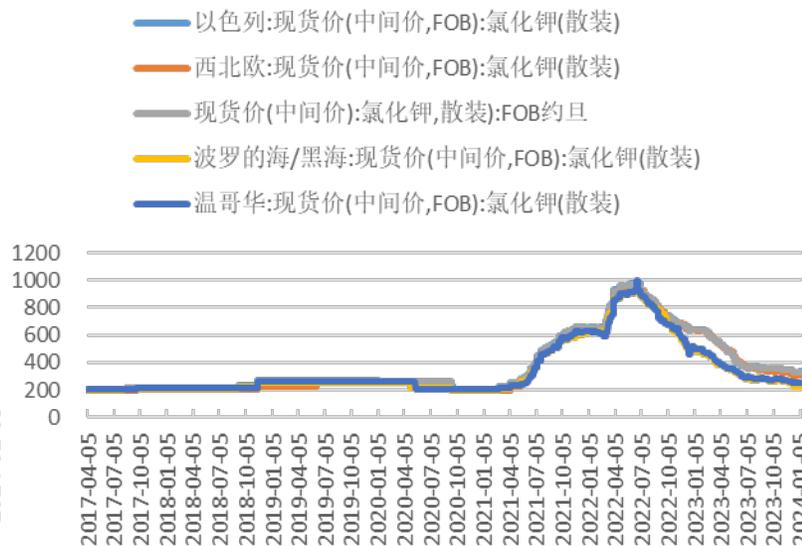
资料来源：百川盈孚、Wind，首创证券

图52 国内氯化钾价格（元/吨）



资料来源：Wind，首创证券

图53 国外氯化钾价格（美元/吨）



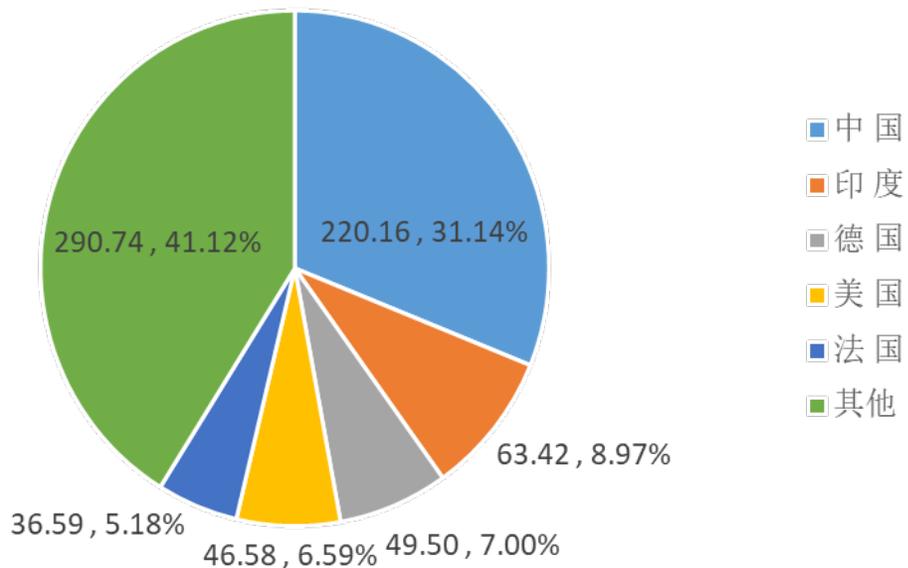
资料来源：Wind，首创证券

三、投资策略——资源叠加刚需之农化

3.2 农药：跨国企业面临去库存压力，农药价格接近市场底部

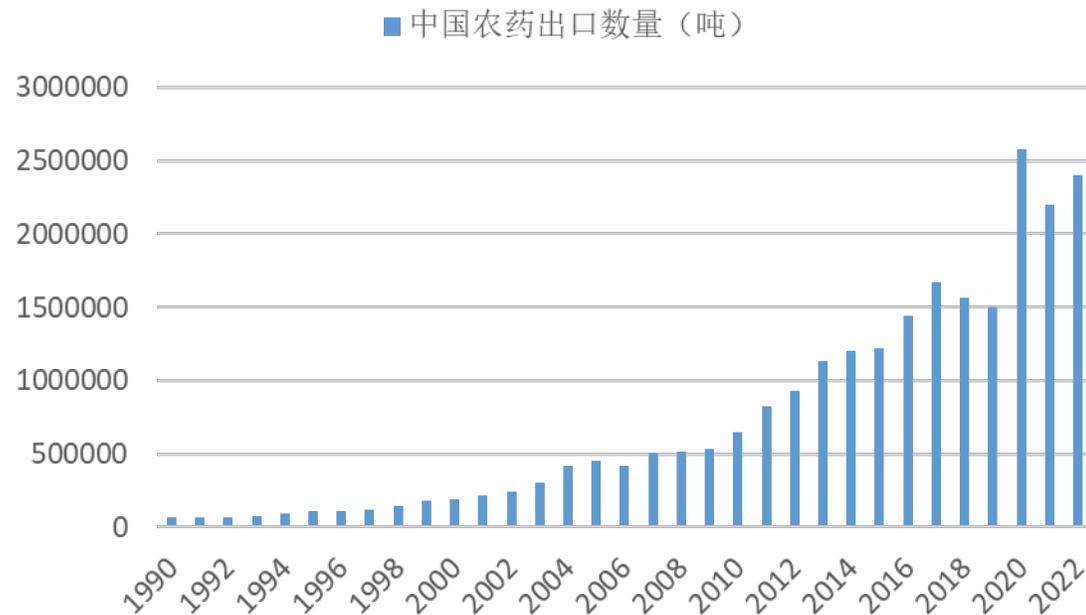
我国是全球最大的农药出口国，近年出口量显著提升。根据联合国粮农组织数据显示，2021年全球农药贸易出口总量为707万吨，我国农药出口量为220.16万吨，占比达到31.14%，位列全球第一，印度、德国、美国以及法国分列2-5位。2020年公共卫生事件席卷全球，全球供应链紊乱，农药生产受到影响，各国努力保障粮食安全，农药采购热情增加，我国的农药出口量在2020年迎来大幅增长，且近三年出口量均在220万吨以上，维持在较高水平。未来随着我国创制农药的逐步发展，以及农药公司在制剂板块的积极布局，我国农药生产结构不断优化，贸易出口量仍有提升空间。

图54 2021年全球主要国家农药贸易出口量（万吨）



资料来源：Wind，首创证券

图55 我国农药出口量



资料来源：Wind，首创证券

3.2 农药：跨国企业面临去库存压力，农药价格接近市场底部

海外部分地区库存已恢复正常，农药价格有望筑底。自2022年中开始，农药价格已回调一年有余，草甘膦、草铵膦等大类除草剂价格降幅达到40%以上。农药价格的回调，一方面是因为海外前期“超买”现象严重，导致库存高企，透支了需求；另一方面是近两年部分农药产能陆续释放，供给相对宽松。目前海外巴西、阿根廷、澳大利亚等地区的产品库存已经处于合理水平，随着春耕的到来以及海外库存的持续去化，农药价格有望迎来改善。目前仍处于行业低点，我们建议关注上游一体化配套完善，成本管控出色，以及未来有新产能放量的低估值龙头。

表4 农药产业链产品价格（截至20231229）

农化产品价格（元/吨）	本期价格	上周价格	上月价格	去年价格	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022	周涨幅	月涨幅	年涨幅
草甘膦	26000	26000	27300	48500	28104	32385	27841	43300	62742	0.00%	-4.76%	-46.39%
草铵膦	70000	70000	70000	160000	65097	61289	76403	128525	227424	0.00%	0.00%	-56.25%
联苯菊酯	148000	148000	150000	245000	153859	161098	175440	229056	293863	0.00%	-1.33%	-39.59%
氯氟菊酯	56000	56000	65000	85000	63826	60924	69231	82089	88830	0.00%	-13.85%	-34.12%
功夫菊酯	118000	118000	123000	185000	123337	127522	137857	177233	213014	0.00%	-4.07%	-36.22%
多菌灵	36000	36500	37500	41000	38087	39000	40308	41544	45226	-1.37%	-4.00%	-12.20%
甲基硫菌灵	38750	38750	39500	42000	39228	39005	41077	42544	45033	0.00%	-1.90%	-7.74%
敌草隆	36500	36500	37000	47000	37310	37879	40040	45787	45940	0.00%	-1.35%	-22.34%
代森锰锌	23000	23000	24000	27000	23710	23000	23758	24541	25341	0.00%	-4.17%	-14.81%
二甲戊灵	57500	60000	60000	67000	59891	61859	63335	66511	62568	-4.17%	-4.17%	-14.18%
噻虫胺	80000	80000	83000	130000	82348	83130	94615	121222	131115	0.00%	-3.61%	-38.46%
虱螨脲	160000	160000	165000	225000	163924	171696	185396	214778	255490	0.00%	-3.03%	-28.89%

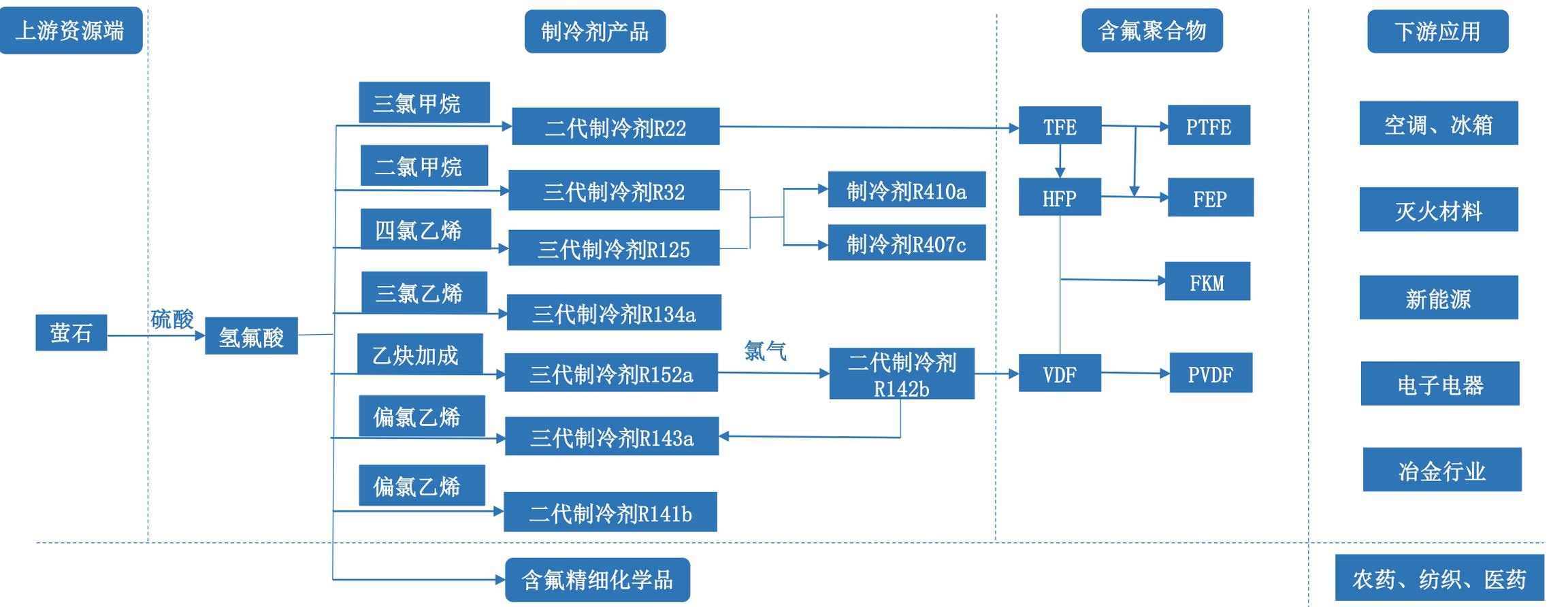
资料来源：百川盈孚、Wind，首创证券

请务必仔细阅读本报告最后部分的重要法律声明

三、投资策略——供给硬约束叠加配额元年之制冷剂

氟化工产业链的起点是萤石，萤石又称氟石，主要成分为氟化钙（CaF₂），是氟元素的主要来源。氟化工下游产品主要是制冷剂、含氟聚合物、含氟精细化学品，制冷剂是氟化工产业链中占比最大的产品，其次为含氟聚合物。制冷剂主要应用于传统的空调、冰箱以及灭火材料等领域，含氟聚合物中PTFE、PVDF、FEP、FKM作为主要品种，占据含氟聚合物市场的90%以上。

图56 氟化工产业链



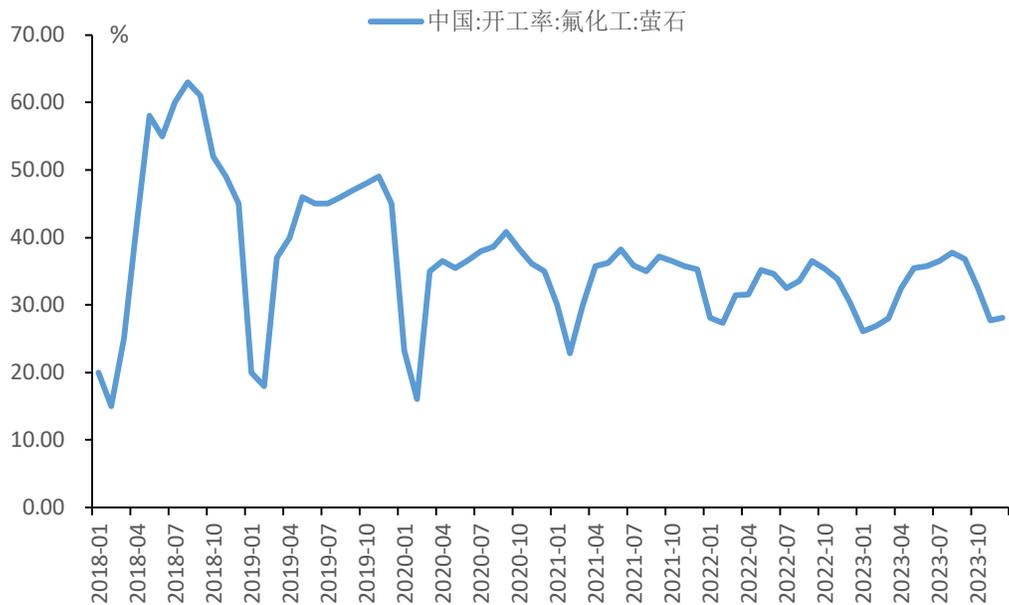
资料来源：巨化股份年报，永和股份招股说明书，首创证券

三、投资策略——供给硬约束叠加配额元年之制冷剂

3.3 氟化工之萤石——供给呈收缩趋势，资源稀缺性有望进一步凸显

- **我国萤石储量位居世界第二，但储采比失衡。** 根据USGS最新统计，2022年萤石矿资源的全球储量为2.6亿吨，墨西哥、中国、南非、蒙古萤石储量全球前四，合计占比69%，其中中国储量4900万吨，占比19%，居全球第二，但产量占比却达到69%，储采比失衡。
- **萤石供给侧呈收缩趋势，未来资源稀缺性有望进一步凸显。** 每年四季度受北方冬季气温较低影响，部分矿山开采及运输受限，萤石开工率有一定程度下滑。2018-2022年，我国萤石总产能从774.6万吨/年增长至775.1万吨/年，产能未发生显著增长，而年均开工率从2018年的45.42%收缩至2023年的32%。长期来看，由于安全环保政策日渐趋严，行业供给侧整体呈收缩趋势。未来伴随着制冷剂涨价和含氟聚合物的持续放量，萤石资源的稀缺性或将进一步凸显。

图57 2018至今萤石开工率变化情况



资料来源：百川盈孚，首创证券

表5 萤石行业相关政策

时间	政策名称	相关内容
2016年11月	《全国矿产资源规划(2016-2020年)》	萤石列入战略性矿产目录。
2019年2月	《萤石行业规范条件(征求意见稿)》	新建萤石开采项目的开采矿石量不低于5万吨/年，CaF ₂ 品位≥40%的矿石单吨综合能耗不高于80千瓦时。
2021年12月	《出口许可证管理货物目录(2022年)》	萤石需按规定申领出口许可证。
2022年2月	《关于加强非煤矿山安全生产工作的指导意见》	促进非煤矿山规模化、机械化、标准化水平提高。
2022年4月	《关于十四五推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	强调保护性开采萤石资源，鼓励开发伴生氟资源。

资料来源：自然资源部，商务部，工信部，国家矿山安全监察局，首创证券

三、投资策略——供给硬约束叠加配额元年之制冷剂

3.3 氟化工之制冷剂——环保需求促进含氟制冷剂持续更新

- 含氟制冷剂发展至今，已发展至第四代产品。环保需求促进含氟制冷剂的迭代更新升级，每代的更新均伴随着制冷剂的ODP和GWP的下降，ODP和GWP是评价制冷剂环保性能的两个重要指标，ODP是臭氧消耗潜能值，是描述物质对平流层臭氧破坏能力的一种量值，GWP是全球变暖潜能值，用来表示和比较消耗臭氧层物质对全球气候变暖影响力的大小。
- 第一代含氟制冷剂，其主要是CFCs（氟氯烷烃）类物质，由于含有氯原子，具有较高ODP会破坏臭氧层，导致紫外线辐射增强带来皮肤癌发病率升高、破坏人体免疫、降低农作物质量、破坏海洋生物链等后果，目前全球已淘汰。第二代制冷剂主要是HCFCs（氢氟氯烃）类物质，由于氯原子含量减少，ODP值下降，对臭氧层破坏程度较小，但较高的GWP仍然会导致温室效应。第三代制冷剂是HFCs（氢氟烃）类物质，其ODP值已降到零（以CFC11为标准），但仍具有较高的GWP。第四代制冷剂主要是指HFOs（氢氟烯烃），其ODP值为零（以CFC11为标准），GWP值显著降低，但目前受限于生产成本高，可燃性及专利技术主要掌握在海外企业手中等原因，国内尚未大规模推广使用。

表6 含氟制冷剂主要产品及其特点

主要含氟制冷剂	主要产品	特点	应用情况
第一代制冷剂 (CFCs)	R11（一氟三氯甲烷）、R12（二氟二氯甲烷）	高ODP	2010年全球范围内已淘汰
第二代制冷剂 (HCFCs)	R22（二氟一氯甲烷）、F141b（二氯一氟乙烷）、R142b（一氟二氯乙烷）	较低ODP、高GWP	国内应用广泛，发达国家除保留少量维修用外已淘汰。发展中国家以2009-2010年为基准年，2013年冻结配额，2015年削减10%，2020年削减35%，2025年削减67.5%，2030-2040除保留少量维修用途外全部淘汰。
第三代制冷剂 (HFCs)	R23（三氟甲烷）、R134a（1,1,1,2-四氟乙烷）、R125（五氟乙烷）、R32（二氟甲烷）、R143a（1,1,1-三氟乙烷）、R245fa（五氟丙烷）、R227ea（七氟丙烷）	ODP为0、高GWP	国内应用较广，发达国家2018-2019年开始削减三代制冷剂的消费和生产，2036年使用量削减至基线值15%以内；我国2020-2022年为配额基线年，2024年冻结三代制冷剂的产能和消费于基线值，2028-2029年开始削减。
第四代制冷剂 (HFOs)	R1234yf、R1234ze、R1234zd	ODP为0、低GWP	欧美发达国家开始推广应用，由于成本较高及国外应用专利技术的制约，我国尚未规模化推广应用。

资料来源：巨化股份公司公告，首创证券

三、投资策略——供给硬约束叠加配额元年之制冷剂

3.3 氟化工之制冷剂——三代制冷剂配额政策已落地，行业供给侧硬约束

2023年10月24日，生态环境部审议通过《2024年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》，11月6日正式发布，关键规则如下：

1. **实行生产和使用量总量控制**：生产端配额分为内用生产配额和出口配额，使用端配额分为内用生产配额和进口配额。

2. **HFCs生产配额按品种发放**。

3. **不同HFCs品种之间配额调整原则**：仅可在申请2024配额时调整；不得增加总二氧化碳当量；任一品种 HFCs 的配额调增量不得超过该生产单位根据本方案分配方法核定的该品种配额量的10%；HFC-23不参与调整（HFC-23的GWP值较高，单独配额管控）。

HFCs供给侧硬约束，行业集中度有望稳步提升，长期向好趋势不变。

图58 HFCs生产配额发放公式

图59 HFCs内用生产配额发放公式

图60 HFCs进口配额发放公式

$$Q_{生} = \sum P_a \div 3 \quad Q_{内} = Q_{生} - R \times \sum E_a \div 3 \quad Q_{进口} = \max(I_a)$$

$Q_{生}$ — 某品种 HFCs 生产配额，单位：吨；

P_a — 某年度某品种 HFCs 生产量，单位：吨，其中 a 为基线年
(备注：按品种发放，不包含 HFC-23)

$Q_{内}$ — 某品种 HFCs 内用生产配额，单位：吨；

$Q_{生}$ — 某品种 HFCs 生产配额，单位：吨；

R — 基线年生产单位某品种 HFCs 年均生产量占全国该品种年均总生产量比例；

E_a — 某年度全国某品种 HFCs 出口总量，单位：吨，其中 a 为基线年 (备注：按品种发放，不包含 HFC-23)

$Q_{进口}$ — HFCs 进口配额，单位：tCO₂；

I_a — 某年度受控用途 HFCs 进口总量，单位：tCO₂，其中 a 为基线年

(备注：不限制品种，以 tCO₂ 为单位)

资料来源：生态环境部，首创证券

资料来源：生态环境部，首创证券

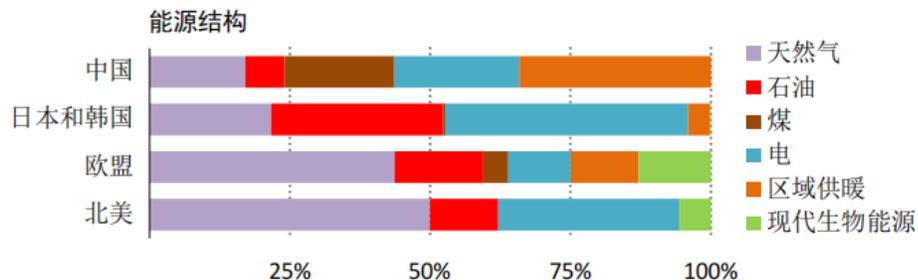
资料来源：生态环境部，首创证券

三、投资策略——供给硬约束叠加配额元年之制冷剂

3.3 氟化工之制冷剂——空调等传统需求领域保持高增，热泵等新兴需求领域值得期待

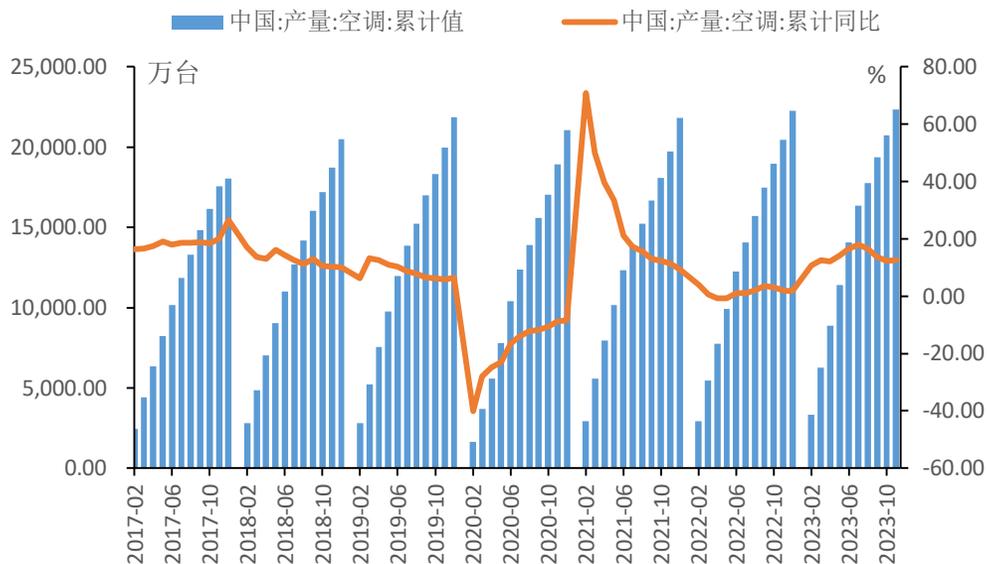
2023年，主要受厄尔尼诺高温气候影响，我国空调产量持续高增，截至2023年11月，我国空调产量22334.1万台，同比+12.6%。IEA在《制冷的未来》报告中预测，2016-2050全球制冷需求年均复合增速约4%。IEA在《热泵的未来》报告中指出，一台家用热泵的性能系数（COP）约为4，即能量输出是驱动它运行所消耗电能的4倍，而且采用热泵供暖可比直接采用天然气采暖炉减少20%的温室气体排放。

图61 部分国家的供暖能源结构



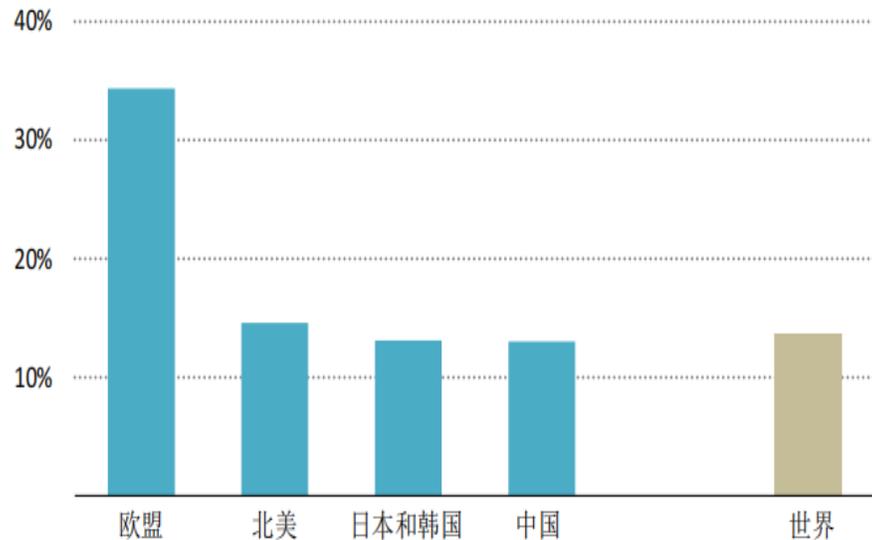
资料来源：IEA，首创证券

图62 下游空调产量保持高增



资料来源：Wind，首创证券

图63 2021年全球热泵销量增长13%

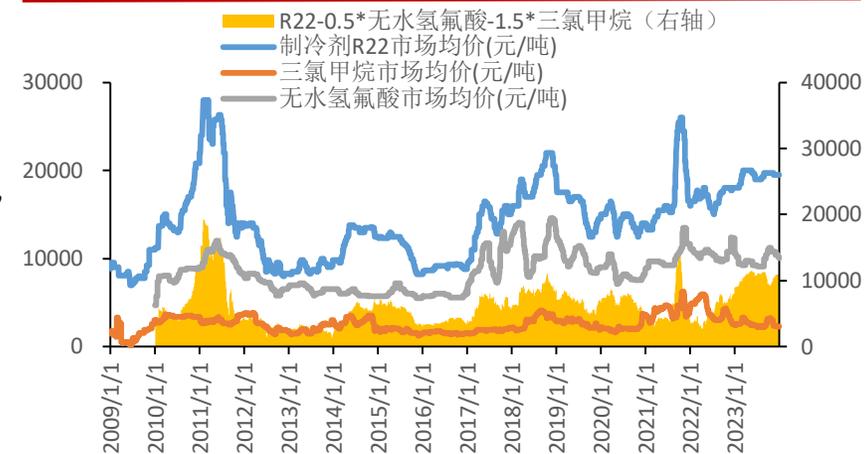


资料来源：IEA，首创证券

3.3 氟化工之制冷剂——已迎来价差修复，配额落地行业有望迎来向上拐点

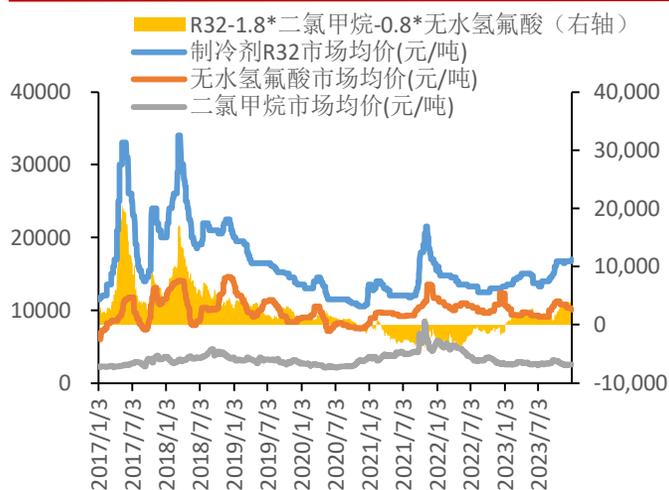
- 以史为鉴，二代制冷剂R22价格在2013年配额冻结后开始稳定，一些落后产能被淘汰出局，行业集中度提升，2014年价格小幅上行。2017年，国家供给侧改革，下游需求复苏，R22价格持续上行。2021年全球疫情有所缓解，下游需求复苏，下半年受生产配额限制，市场供不应求，价格大涨。进入2023年，R22配额进一步削减，叠加疫情放开后下游空调维修市场复苏，R22盈利能力继续提升。
- HFCs配额政策落地，行业有望迎来向上拐点。**2023年，HFCs配额争夺战结束，行业主要产品R32、R134a已迎来价差修复。根据百川盈孚，2023年11月20日至12月29日，R143a、R134a、R125分别从23000、26000、26000元/吨上涨至31500、27500、27500元/吨，配额落地后行业供需格局改善叠加成本端支撑，三代制冷剂行业有望迎来向上拐点。

图64 二代制冷剂R22价格及价差



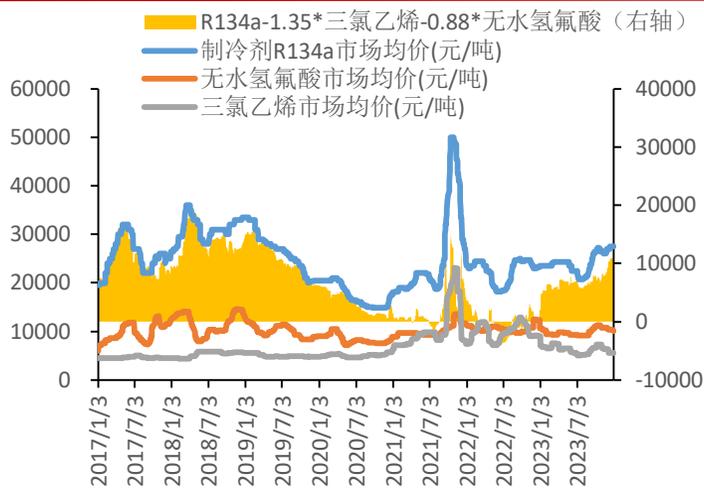
资料来源：百川盈孚，首创证券

图65 三代制冷剂R32价格及价差



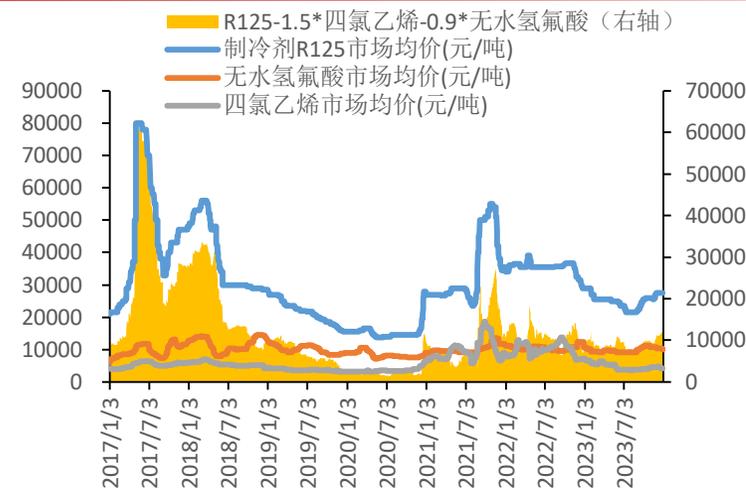
资料来源：百川盈孚，首创证券

图66 三代制冷剂R134a价格及价差



资料来源：百川盈孚，首创证券

图67 三代制冷剂R125价格及价差



资料来源：百川盈孚，首创证券

四、风险提示

1、油价大幅波动。

原油作为化工品的主要源头，其价格对后续化工品价格及盈利能力影响巨大。我国原油对外依存度高，进口价格直接与国际油价相关，现阶段国际油价受地缘政治，产油国增产，全球经济增速等多因素影响，若价格出现大幅上涨或者大幅下跌，都将影响化工行业整体盈利水平和企业的盈利能力。

2、化工品价格大幅波动。

化工品价格直接影响企业的盈利能力，上游受煤炭、油气、矿产等价格影响，下游受社会经济需求影响，如果价格出现大幅上涨或者下跌，将对企业盈利造成重大影响。

3、政策不及预期。

现阶段，国家对房地产行业稳健发展的政策力度、以及国家对疫情防控优化的政策力度，将对整个社会经济增速以及各种化工品的需求造成巨大影响。如果未来政策执行不及预期，将会对抑制需求，进而影响企业盈利。

4、在建项目投产及盈利不及预期。

化工企业依靠不断的资本投入扩大产能，扩增产品品类，进而增加利润，获得成长性。如果在建项目因审批延时、建设进度慢、市场需求弱投产日期延后等原因导致不及预期，将对企业盈利造成不利影响。

分析师简介

翟绪丽，化工行业首席分析师，清华大学化工专业博士，有6年实业工作经验和5年金融从业经验，曾就职于太平洋证券，2022年1月加入首创证券。

甄理，化工行业研究助理，清华大学有机化学博士，1年化工实业工作经验，2022年6月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现

谢谢!