

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告
2024年1月11日
行业：基础化工
增持（维持）

行业筑底静待拐点出现，把握结构性改善赛道及高成长标的投资机会

——化工行业2024年度投资策略

分析师：于庭泽 SAC编号：S0870523040001

主要观点

◆ 2023年化工行业景气下行，拐点或已显现

2023年，内需逐渐恢复，但外需仍较为疲软，原油价格高位震荡，行业成本端承压，盈利能力降至近年来低位。我们认为未来行业产能增速或将放缓，供应端压力逐渐减轻，行业存货同比增速基本见底，去库周期已近尾声。行业整体估值处于低位水平，维持行业“增持”评级。

◆ 景气向好子板块，高盈利能力/高成长性公司充分受益

三代制冷剂：2024年为配额时代元年，三代制冷剂HFCs需求较为稳定，盈利中枢上行，关注配额高的龙头公司：巨化股份、三美股份、永和股份、昊华科技。

煤化工：原油价格高位运行，我们认为煤化工成本优势有望维持，“双碳”愿景目标下，新增产能受限，关注产能扩张、多维发展的龙头公司：华鲁恒升、鲁西化工、宝丰能源。

轮胎：成本压力缓解，中国胎企全球化布局不断扩张，成本优势助力国产轮胎挤占海外巨头份额，关注积极布局海外建厂，产能迅速扩张的公司：赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎。

◆ 关注成长空间广阔，增长动力强劲的细分赛道龙头

建议关注蓝晓科技、泰和新材、山东赫达、圣泉集团等细分赛道龙头公司。

风险提示：需求不及预期；原材料价格大幅波动；国际贸易摩擦；行业竞争加剧；新建项目推进不及预期。



目录

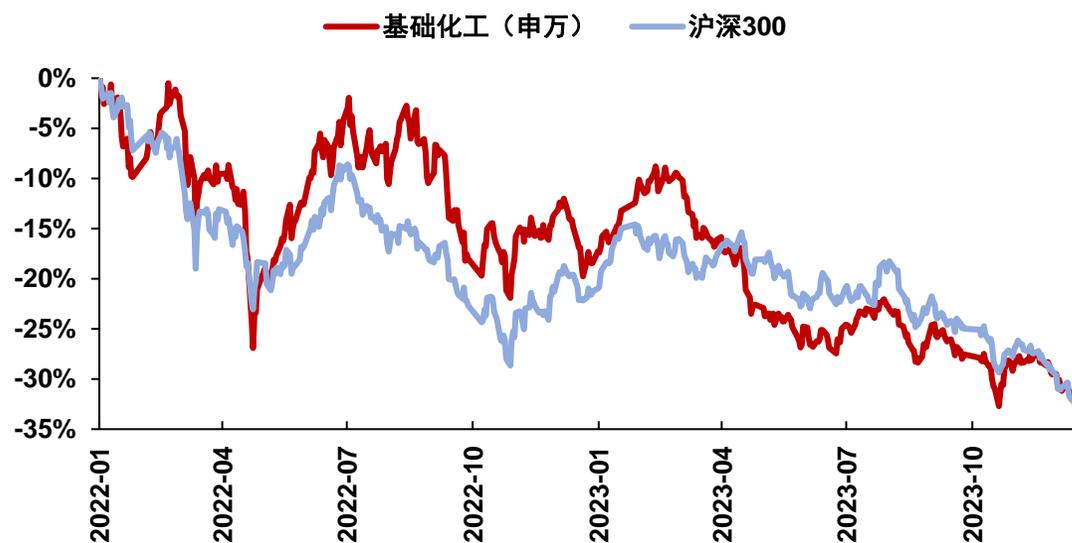
Content

- 一、行业回顾：景气下行，拐点临近
- 二、关注板块：景气向好子板块，高盈利能力/高成长性公司充分受益
 - 2.1 三代制冷剂进入配额时代，景气已迎来反转
 - 2.2 油价高位运行，煤化工板块盈利修复
 - 2.3 践行“走出去”战略，中国轮胎企业掘金全球万亿元市场
- 三、细分赛道龙头，广阔成长空间注入增长动力
- 四、风险提示

- ◆ 2023年以来，基础化工指数以下行为主，且弱于沪深300。2023年1-12月，基础化工（申万）指数下跌15.89%。
- ◆ 2023年，国内需求逐渐恢复，外需表现仍然较为疲软；此外，原油价格高企，压缩下游化工企业利润水平，化工行业整体景气度有待恢复。
- ◆ 2022年上半年，随着国际油气价格的上涨，CCPI涨至6000点以上，后随着下游需求持续走弱，化工品价格整体下行。

CCPI指数在跌至2023年6月4200点附近后出现反弹，2023年12月已回升至约4600点，处于历史较高水平。

图1 2022年至今基础化工指数走势



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图2 CCPI化工品价格指数



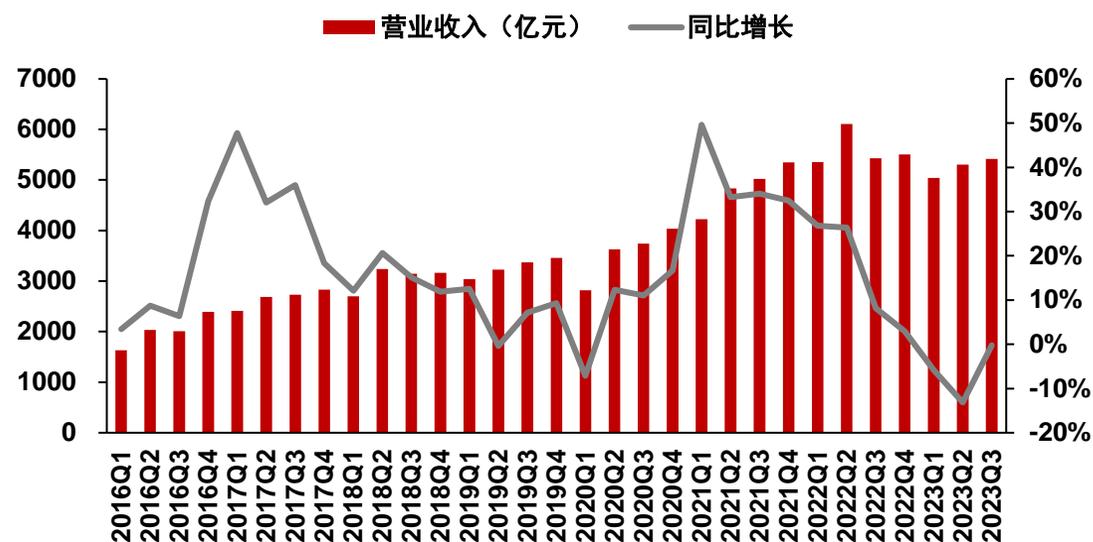
资料来源：iFinD，上海证券研究所



2023年前三季度营业收入和归母净利润同比下降，2023Q3降幅收窄

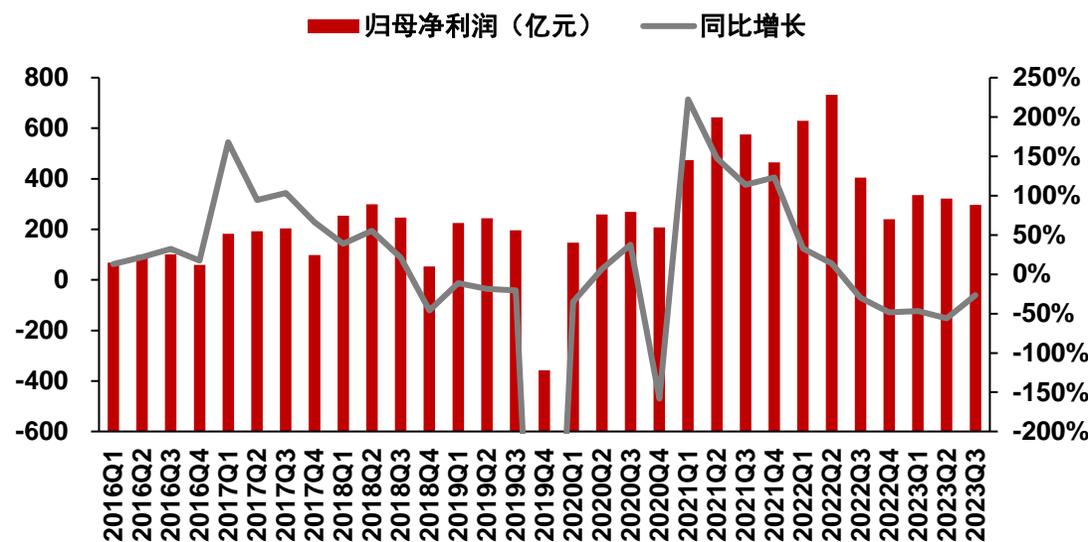
- ◆ 2023年前三季度，基础化工（申万）实现营业收入15761亿元，同比下降6.67%，归母净利润955亿元，同比下降45.96%。
- ◆ 分季度看，2022Q3以来，基础化工行业的归母净利润出现较大幅度的同比下滑。2023Q3，基础化工行业实现营业收入5415亿元，同比下降0.2%，归母净利润297亿元，同比下降26.6%，同比下降幅度较2023H1明显收窄。

图3 基础化工（申万）营业收入单季度增长情况



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图4 基础化工（申万）归母净利润单季度增长情况

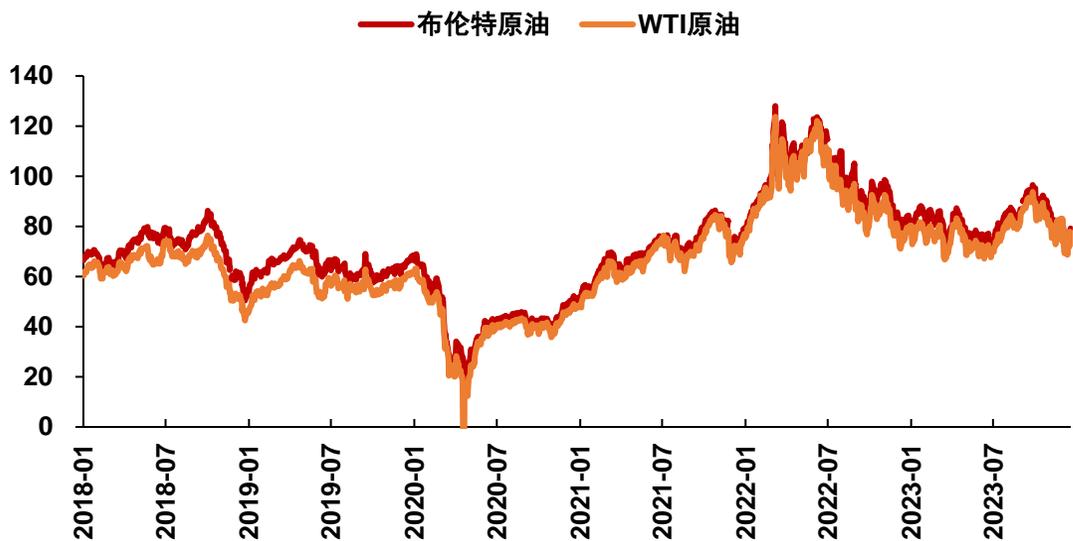


资料来源：iFinD，上海证券研究所



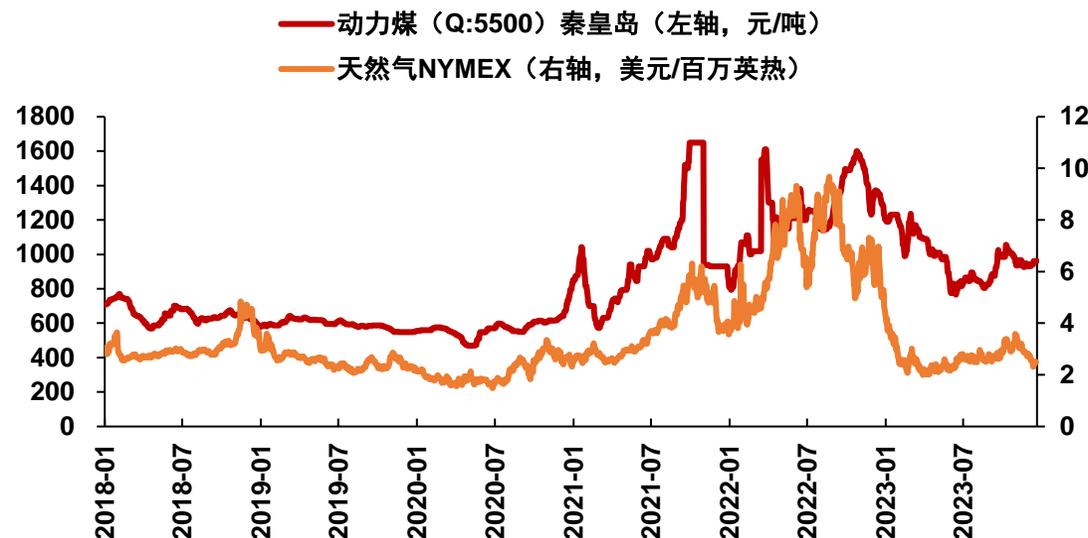
◆ 2022年以来，受到国际地缘政治冲突影响，国际油价出现大幅上涨，后续有所回落。受此影响，煤炭和天然气价格也出现一定程度的上涨。2023年，OPEC+通过减产等措施维持高油价，叠加地缘冲突的扰动，原油价格仍在中高位宽幅震荡，化工行业仍面临较大的成本压力。

图5 国际原油价格走势（美元/桶）



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图6 动力煤及天然气价格走势



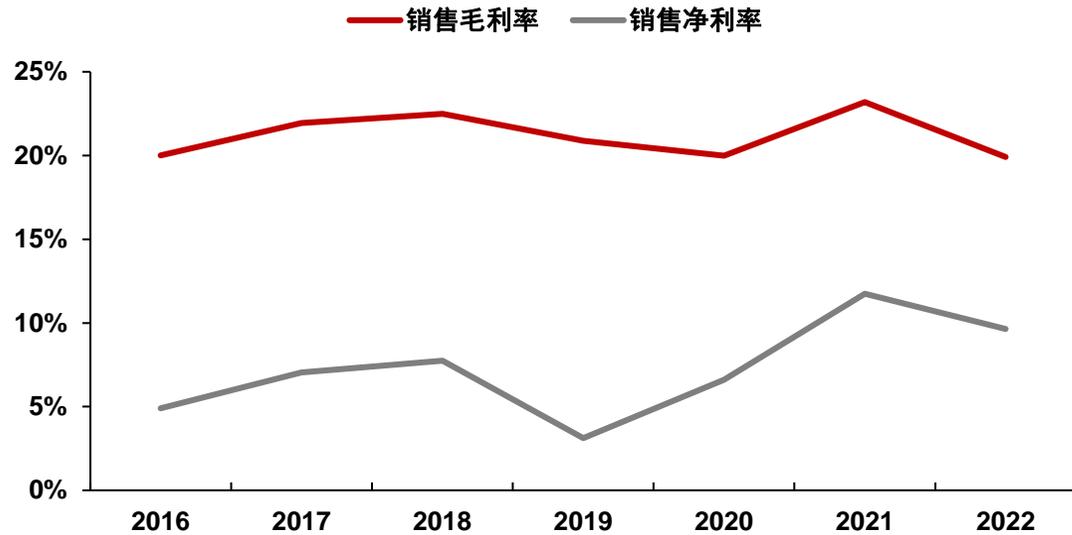
资料来源：百川盈孚，iFinD，上海证券研究所



盈利能力承压，毛利率降至近年来低谷

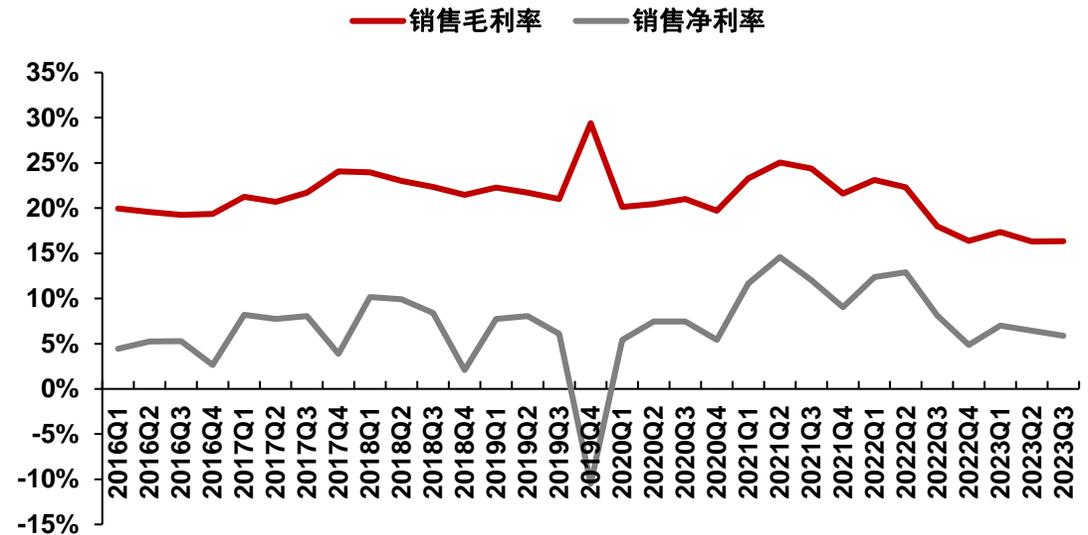
◆ 受原材料价格高企挤压下游企业利润等影响，自2022Q2以来，基础化工行业盈利能力出现了明显的下滑。2023年前三季度，基础化工行业销售毛利率分别为17.43%、16.35%和16.36%，与2022年的整体销售毛利率相比，分别下降了2.50、3.59和3.57pct，并且降至了近年来低谷水平。

图7 基础化工历年毛利率及净利率水平



资料来源: iFind, 上海证券研究所

图8 基础化工单季度毛利率及净利率水平

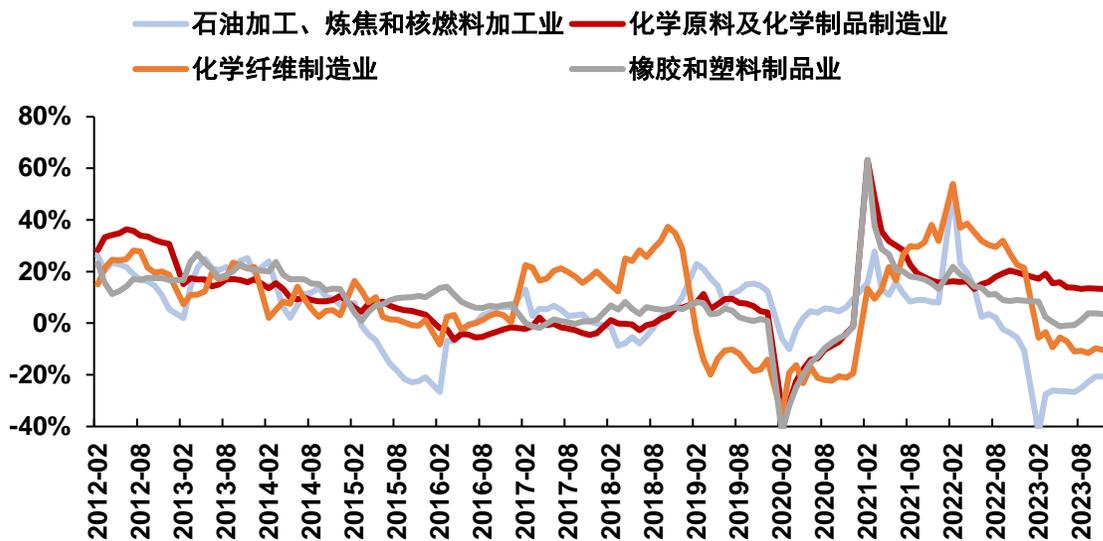


资料来源: iFind, 上海证券研究所



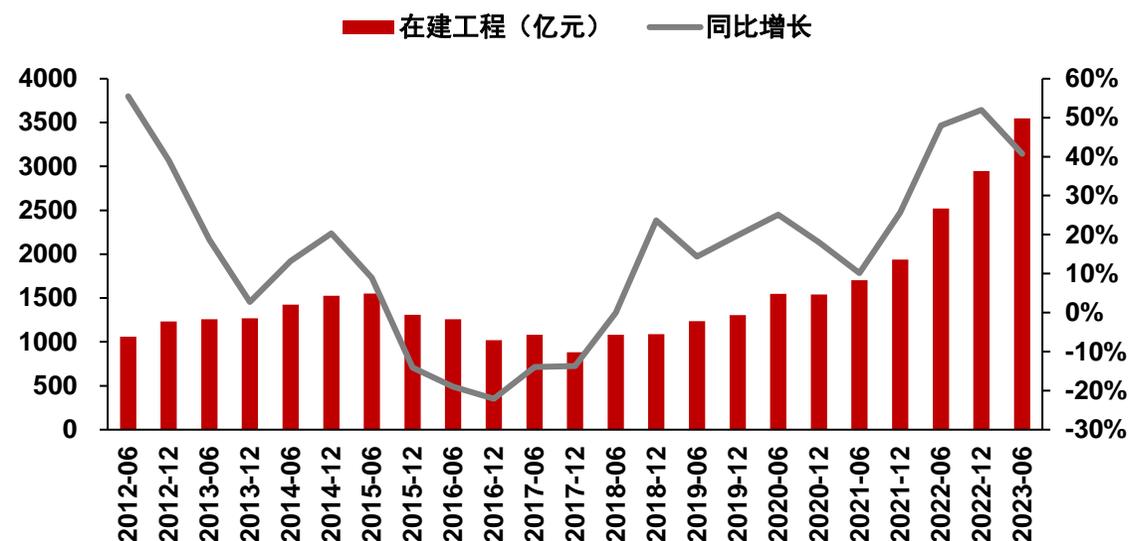
- ◆ 截至2023H1，基础化工行业在建工程合计3550亿元，同比增速40.8%，相比2022年增速已经放缓。
- ◆ 从固定资产投资完成额累计同比数据来看，石油加工、炼焦和核燃料加工业自2022年9月起始终维持在负值，化学纤维制造业在2023年维持负值，化学原料及化学制品制造业由2023年2月+17.2%降至11月+13.3%，橡胶和塑料制品业相比2022年也出现了增速下滑。我们认为化工行业或已度过2022年以来的产能投放高峰，未来供应端压力有望逐渐减轻。

图9 化工行业固定资产投资完成额累计同比



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图10 基础化工（申万）在建工程增长情况

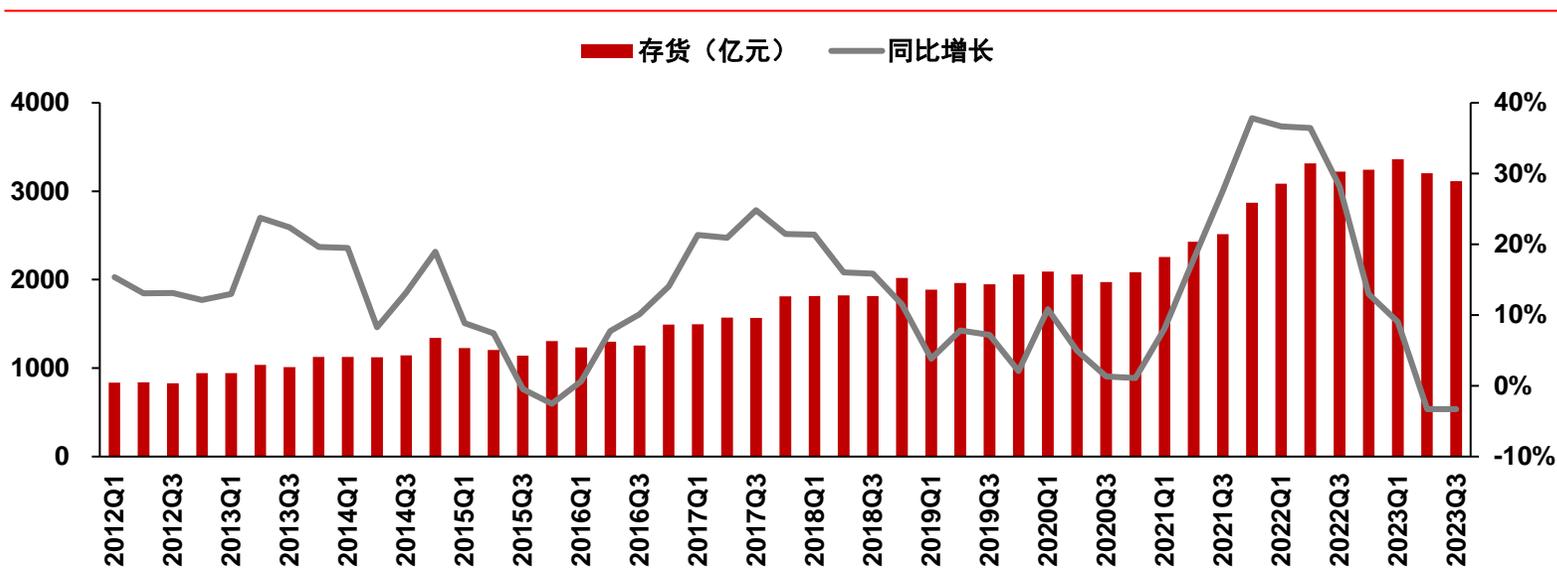


资料来源：iFinD，上海证券研究所



◆ 2022年起，行业盈利承压，进入主动去库阶段。基础化工行业存货同比增速从2022Q2起逐步下滑，2023Q2和Q3进入负值区间，我们认为现已基本见底。

图11 基础化工（申万）存货增长情况

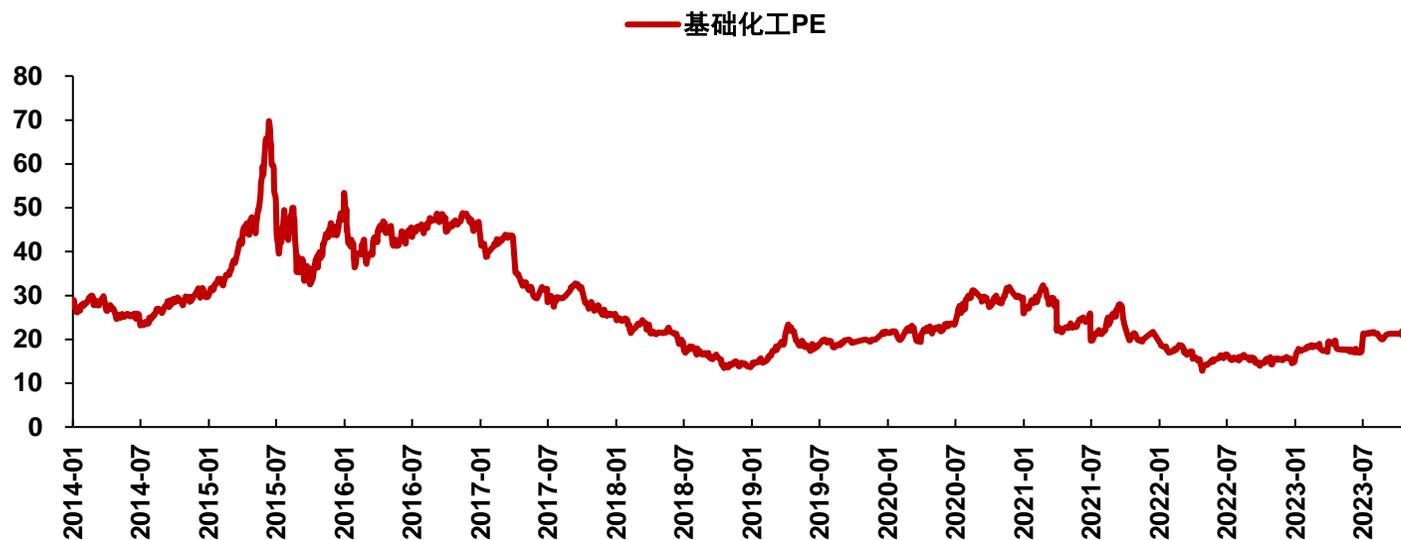


资料来源：iFinD，上海证券研究所



- ◆ 截至2023年11月，A股基础化工行业（申万）PE（TTM）约为20倍，较年初有所修复，但在近十年内仍处于相对低位的位置。

图12 基础化工行业（申万）PE（TTM，剔除负值）



资料来源：iFinD，上海证券研究所



目录

Content

- 一、行业回顾：景气下行，拐点临近
- 二、关注板块：景气向好子板块，高盈利能力/高成长性公司充分受益
 - 2.1 三代制冷剂进入配额时代，景气已迎来反转
 - 2.2 油价高位运行，煤化工板块盈利修复
 - 2.3 践行“走出去”战略，中国轮胎企业掘金全球万亿元市场
- 三、细分赛道龙头，广阔成长空间注入增长动力
- 四、风险提示

◆ 迄今为止，制冷剂已发展至第四代：一代制冷剂CFCs由于会破坏臭氧层，现已停止使用。二代制冷剂HCFCs对臭氧层破坏程度较小，但会造成温室效应。三代制冷剂HFCs已不会破坏臭氧层，但依旧会造成温室效应。四代制冷剂HFOs不仅不会破坏臭氧层，且全球变暖潜能值很小，是近年的新起之秀，但目前主要专利权和使用权还掌握在海外，我国仍处于研发测试阶段，尚未开始大规模应用。因此近年来三代制冷剂仍将占据我国制冷剂市场的主导地位。

表1 含氟制冷剂分类及使用情况

产品代系	产品分类	代表产品	ODP	GWP	使用情况
第一代	氯氟烃类 (CFCs)	R11	1	4660	破坏臭氧层，全球范围已淘汰并禁产。
		R12	0.73	10800	
		R113	0.81	5820	
第二代	氢氯氟烃 (HCFCs)	R22	0.034	1760	ODP 值较 CFCs 更低，发达国家已经基本淘汰，我国实行配额制度，逐渐减产。
		R123	0.01	79	
		R142b	0.057	1980	
第三代	氢氟烃 (HFCs)	R32	0	677	ODP 值为 0，对臭氧层无破坏，在发展中国家逐步替代 HCFCs 产品，但 GWP 值较高，目前欧盟等发达国家已开始削减用量。
		R125	0	3170	
		R134a	0	1300	
		R152a	0	138	
第四代	氢氟烯烃 (HFOs)	R1234yf	0	<1	ODP 值为 0，GWP 值低，较为环保，因价格高及专利保护尚未规模化使用，目前主要在发达国家使用，并逐步向全球推广
		R1234ze	0	<1	

资料来源：永和股份2022年年报，建环视界，锐观网，上海证券研究所
 指标基准：以 R11 的 ODP 值为 1 个单位，二氧化碳的 GWP 为 1 个单位



- ◆ 《基加利修正案》于2016年10月15日在卢旺达基加利通过，将氢氟碳化物（HFCs）纳入《蒙特利尔议定书》的管控范围。2024年，我国也将进入三代制冷剂的配额管理时代，以2020-2022年HFCs三年基线年均值+65%HCFCs基线年值对二、三代制冷剂的生产和使用同时进行配额管理。对于企业而言，各品种HFCs（不包括HFC-23）2024年的生产配额由基线年该品种HFCs生产量的均值确定。

表2 三代制冷剂削减进程

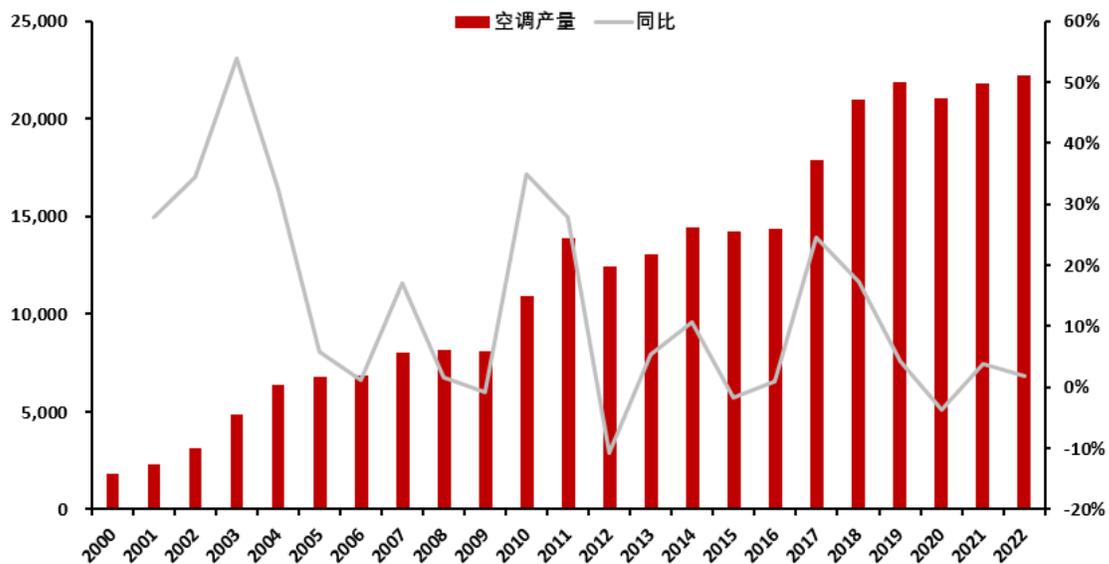
进度	大部分发达国家	俄罗斯等五个国家	大部分发展中国家 (含中国)	印度等十个国家
基线值	2011-2013年HFCs平均值+HCFCs基线值的15%	2011-2013年HFCs平均值+HCFCs基线值的25%	2020-2022年HFCs平均值+HCFCs基线值的65%	2024-2026年HFCs平均值+HCFCs基线值的65%
冻结	-	-	2024年	2028年
削减进度	2019年削减10%	2020年削减5%	2029年削减10%	2032年削减10%
	2024年削减40%	2025年削减35%	2035年削减30%	2037年削减20%
	2029年削减70%	2029年削减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：永和股份2022年度报告，上海证券研究所



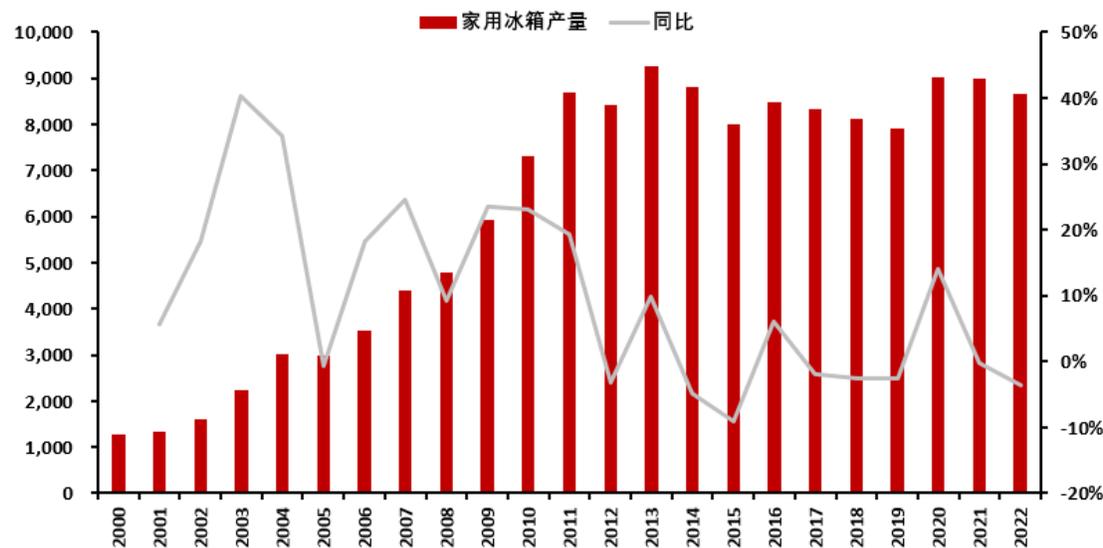
◆ 目前国内制冷剂下游三大主要应用领域是空调、冰箱、汽车，其中空调是制冷剂下游第一大应用，在2021年约占78%的市场份额。根据国家统计局数据显示，2022年中国空调产量为22247.3万台，较2021年增长1.88%，2022年中国家用冰箱产量8664.4万台，同比下降3.64%。虽然我国空调及冰箱行业已经过了需求快速扩张的阶段，但现存保有量市场规模庞大，制冷设备经过长时间使用之后，需要对设备制冷系统进行更换或者对制冷剂进行补充。我们认为，未来制冷设备维修市场将贡献额外需求增量。

图13 国内空调产量及增速（万台）



资料来源：Wind，国家统计局，上海证券研究所

图14 国内家用冰箱产量及增速（万台）

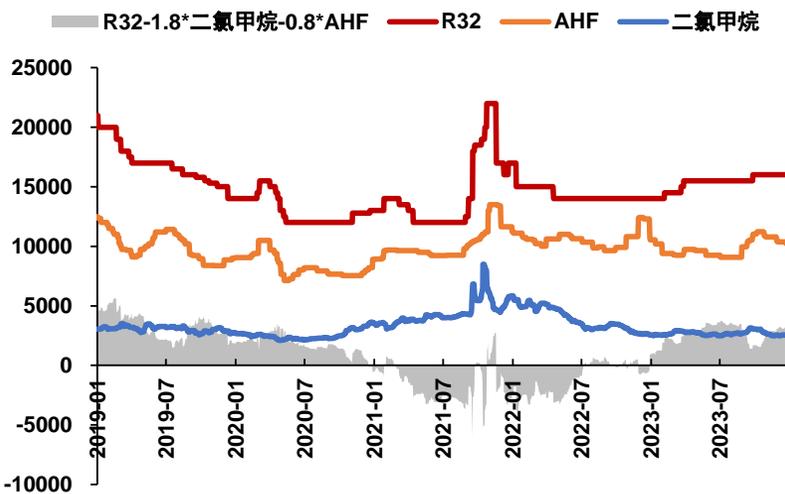


资料来源：Wind，国家统计局，上海证券研究所



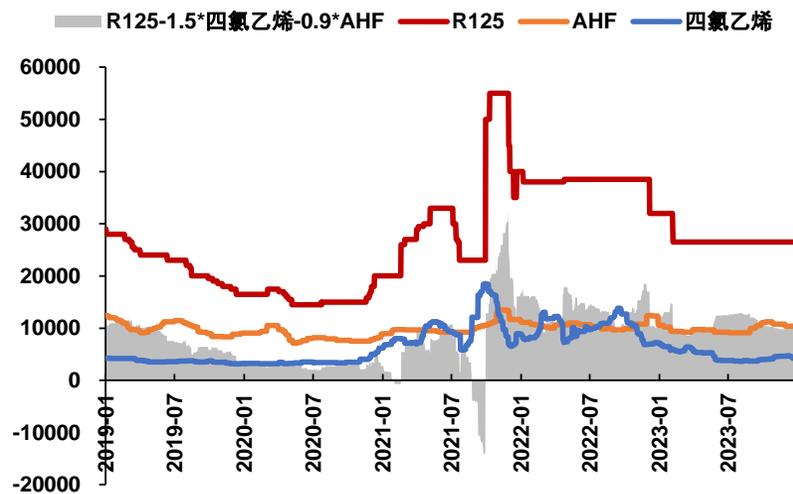
◆ 在经历过2018年的景气高点之后，制冷剂下游需求减弱，同时2020年开始受制冷剂企业争夺配额影响，产能大幅扩张，但下游因疫情影响需求较弱，导致制冷剂行业景气度呈下行走势，其中R32价差在2021年至2022年上半年以负值为主，R125、R134a的价格及价差在2022年均出现下滑。随着2020-2022三年配额基线年已过，我们认为产品价格回归理性，并随需求、成本变化波动。我们认为制冷剂行业至暗时刻已过，待配额方案正式落地之后，国内制冷剂行业盈利中枢有望持续上行。

图15 R32 价差



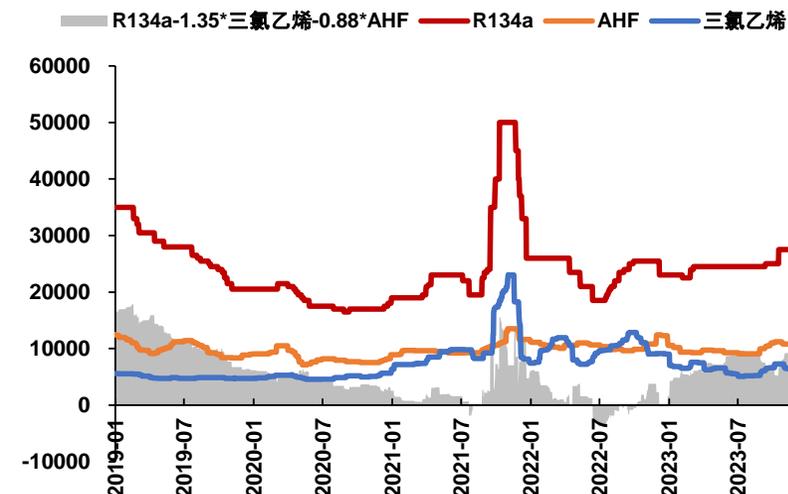
资料来源：百川盈孚，上海证券研究所

图16 R125 价差



资料来源：百川盈孚，上海证券研究所

图17 R134a 价差



资料来源：百川盈孚，上海证券研究所

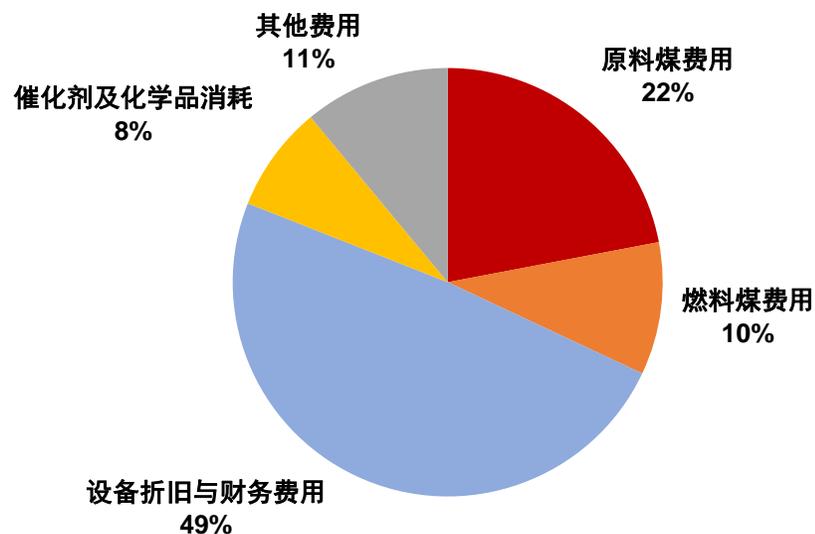


- ◆ **巨化股份** 公司是国内领先的氟化工、氯碱化工新材料先进制造业基地，形成了包括基础配套原料、氟制冷剂、有机氟单体、含氟聚合物、含氟精细化学品等在内的完整的氟化工产业链，其中三氯乙烯、四氯乙烯、甲烷氯化物等氟化工原料产能稳居世界龙头。截至2022年底，公司拥有 HFCs 制冷剂产能共 48.07 万吨。
- ◆ **三美股份** 三美股份是国内氟化工领军企业之一，公司主营业务包括氟制冷剂、氟化氢以及氟发泡剂三大板块，其中氟制冷剂是公司主要收入来源。截止2022年底，公司拥有三代制冷剂合计产能16.7万吨，其中 R32、R125 和 R134a 产能分别为 4、5.2、6.5 万吨。
- ◆ **永和股份** 永和股份是一家集萤石、氢氟酸、甲烷氯化物、氟碳化学品、含氟高分子材料的研发、生产和销售于一体的氟化工领军企业，是我国氟化工行业中实现全产业链一体化的企业之一。
- ◆ **昊华科技** 昊华科技原有氟化工产能主要涉及下游氟聚合物（PTFE、氟橡胶等）。公司正在推进收购中化蓝天的交易，从而将公司产业链向上游氟碳化学品延伸。截止2023年6月底，中化蓝天拥有制冷剂产能12万吨，产品主要包括R134a、R125、R410a等主流HFCs类制冷剂，其中R134a、R125全球市场份额位居前三。



- ◆ 石脑油裂解制烯烃和煤制烯烃是主要的两种制烯烃的工艺路线。对于煤制烯烃路线，由于生产流程长、一次性投资高，因此设备折旧与财务费用在生产成本中占比较高，而原料煤费用占比较低，根据《我国煤制烯烃技术发展现状与趋势分析》，原料煤费用仅占总成本费用的22%，因此煤价变动对煤制烯烃成本的影响较小。石脑油路线中，原材料成本超60%，对油价的敏感性较强，在高油价下，煤制烯烃成本优势凸显。

图18 典型煤制烯烃项目成本构成

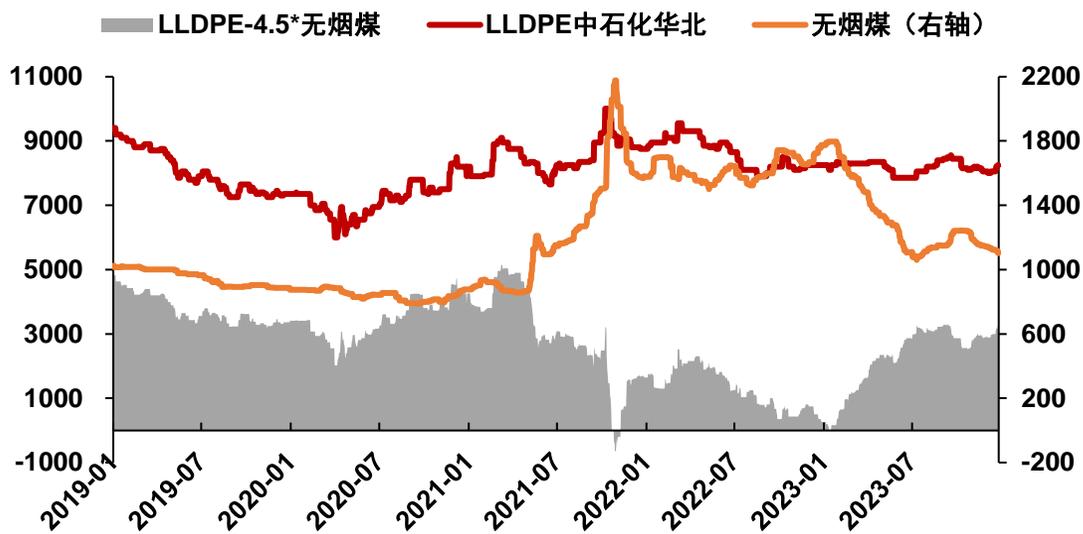


资料来源：黄格省等《我国煤制烯烃技术发展现状与趋势分析》，上海证券研究所



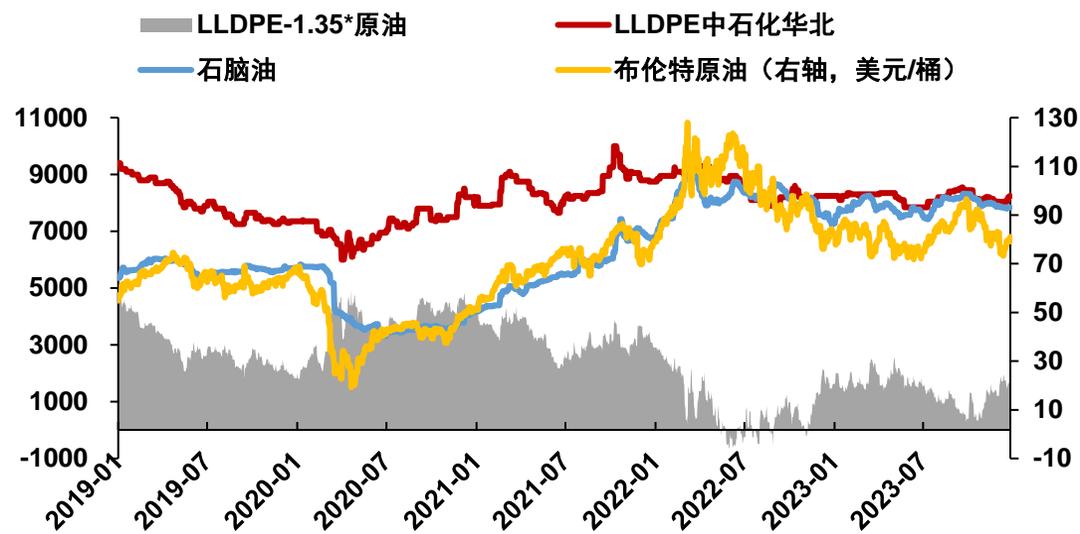
◆ 2023年以来，煤炭市场整体供应相对宽松，因此煤炭价格呈现震荡下行走势。受此影响，煤制烯烃价差回升，盈利逐渐修复。2023年，国际原油价格基本保持在70美元/桶以上的高位，受OPEC+深化减产措施的持续推进，油价有望维持在较高价格中枢，煤化工的价格优势或将维持。

图19 煤制聚乙烯价差（元/吨）



资料来源：iFind, 百川盈孚, 上海证券研究所

图20 油制聚乙烯价差（元/吨）



资料来源：iFind, 百川盈孚, 上海证券研究所



◆ 在“碳达峰、碳中和”愿景目标下，中央和地方对于“两高”（高耗能、高排放）项目的监管收紧，同时对已有项目的排放标准提出更高要求，严格监管。在此背景下，煤化工产能的扩张受到限制，能效低的落后产能将会逐步退出，产业结构不断调整优化，有望部分减轻行业的供给压力。

表3 近年来煤化工行业相关政策

时间	文件名称	相关内容
2023年7月	《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023年版）》	相比于2021年版的能效标杆水平和基准水平指标，《能效水平2023年版》适当提高了煤化工等部分重点领域的能效指标值
2023年6月	《国家发展改革委等部门关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》	<p>从严从紧控制现代煤化工产能规模和新增煤炭消费量，《方案》明确的每个示范区“十三五”期间2000万吨新增煤炭转化总量不再延续。确需新建的现代煤化工项目，应确保煤炭供应稳定，优先完成国家明确的发电供热用煤保供任务，不得通过减少保供煤用于现代煤化工项目建设；</p> <p>严格能效和环保约束，加强项目节能审查和环保监管，拟建、在建项目应全面达到能效标杆水平，主要用能设备能效水平达到能效标准先进值以上；能效低于基准水平的已建项目须在2025年底前完成改造升级，主要产品能效须达到行业基准水平以上，届时能效仍在基准水平以下的项目予以淘汰退出。</p>
2022年3月	《工业和信息化部等六部门联合印发关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	<p>促进煤化工产业高端化、多元化、低碳化发展，按照生态优先、以水定产、总量控制、集聚发展的要求，稳妥有序发展现代煤化工；</p> <p>推动现代煤化工产业示范区转型升级；</p> <p>推进煤化工与“绿电”、“绿氢”等产业耦合示范。</p>
2021年9月	《中共中央 国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》	坚决遏制高耗能高排放项目盲目发展：出台煤电、石化、煤化工等产能控制政策

资料来源：政府网站公告，上海证券研究所

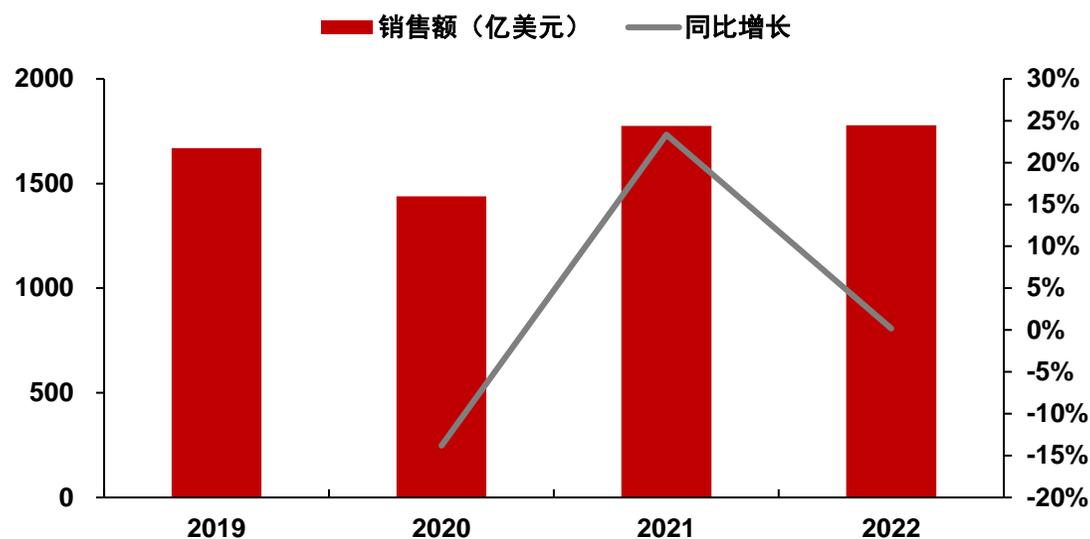


- ◆ **华鲁恒升** 华鲁恒升是一家依托洁净煤气化，实现多元柔性联产的煤化工企业，德州基地业务涵盖有机胺、肥料、醋酸及衍生品，并积极向新材料、新能源产业转型，碳酸二甲酯、碳酸甲乙酯产能于近日投产。公司加快异地谋篇布局，荆州基地一期建设4台煤气化炉及配套装置，并以合成气为原料，建设100万吨/年尿素、100万吨/年醋酸、15万吨/年混甲胺和15万吨/年DMF生产装置，已于近期投产，新产能的逐渐释放带来新的增长点；荆州二期规划NMP、BDO、PBTA、醋酐等产品，进一步深化公司新能源新材料布局。
- ◆ **鲁西化工** 鲁西化工产品结构丰富，形成较为完整的煤化工、盐化工、氟硅化工、化工新材料产品链条，我们推测公司拥有1000万吨以上化工品的生产能力，具备一定的规模化优势。公司尼龙6、聚碳酸酯、双酚A、DMF、有机硅等产能持续扩张，持续推进从传统化工企业向化工新材料企业的跨越转型。
- ◆ **宝丰能源** 宝丰能源是煤化工龙头企业，现有在产煤矿产能820万吨/年、煤制烯烃产能210万吨/年、焦化产能700万吨/年，2024年聚烯烃产能有望达到510万吨/年。公司本部位于宁夏宁东国家级能源化工基地，新投建的煤制烯烃项目位于内蒙古鄂尔多斯，煤炭资源丰富，原料成本更低；通过循环经济产业链一次性规划，集中布局，以及产业链的紧密链接，大幅降低投资和运营成本。公司在内蒙规划绿氢耦合制烯烃项目，进一步减少煤炭消耗和二氧化碳排放，有望在新发展阶段提升公司“双碳”竞争力。



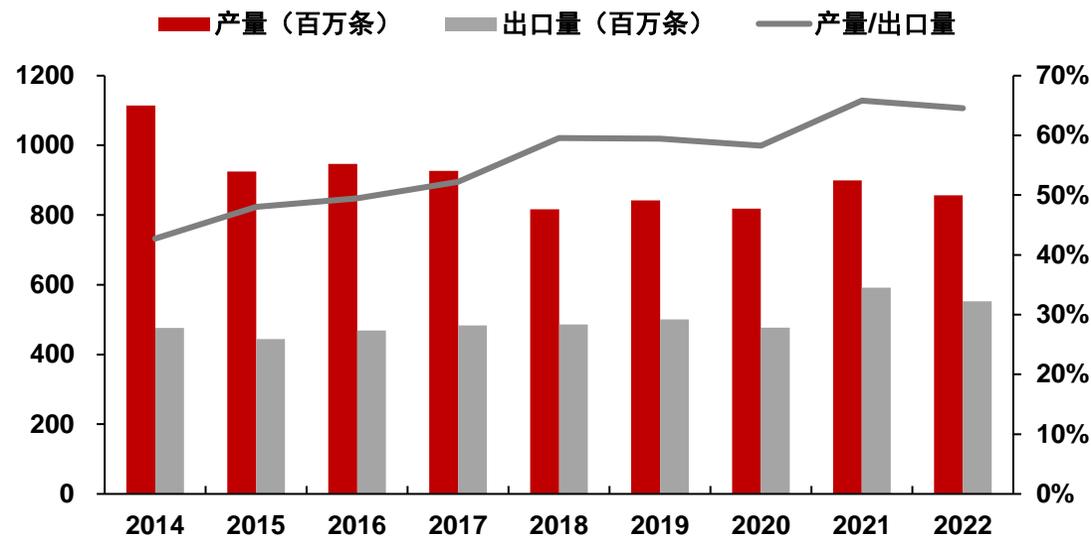
- ◆ 轮胎行业万亿元市场空间广阔。据阳谷华泰公告援引美国《轮胎商业》数据，全球轮胎市场销售额（75强总销售额）从2001年的685亿美元增长至2021年的1775亿美元。根据《轮胎商业》，2022年度世界轮胎75强中，中国企业接近半壁江山，达到35家；赛轮轮胎、山东玲珑轮胎、青岛森麒麟轮胎分列榜单的第12、17、33位。
- ◆ 中国轮胎行业对出口市场的依赖度较高，2022年中国橡胶轮胎出口量为5.5亿条，占产量的64.6%。

图21 世界轮胎75强销售额（亿美元）



资料来源：中化新网，智研咨询，上海证券研究所

图22 中国轮胎产量及出口量



资料来源：iFinD，上海证券研究所



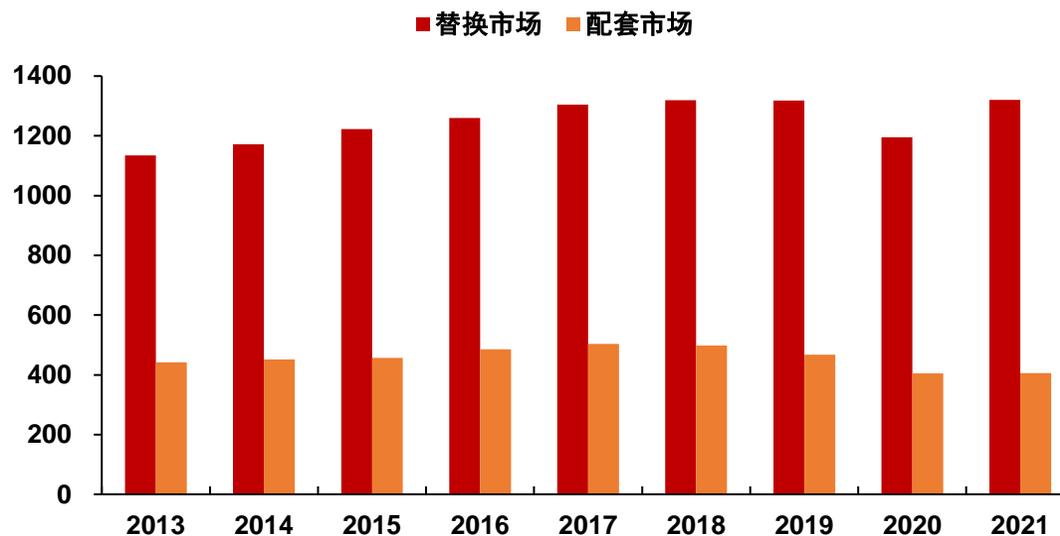
◆ 轮胎市场由配套市场和替换市场组成，其中配套市场主要依赖于新车产量，替换市场则主要依赖于汽车保有量。轮胎需求刚性大于汽车行业。就新车而言，轿车与轮胎的配套比例为1:5，载重车与轮胎配套比例平均约为1:11；在替换市场，每辆轿车每年需替换1.5条轮胎，工程机械与载重机械的替换系数更高。根据中国橡胶工业协会数据，目前轮胎行业70%以上的需求由汽车保有量创造。从轮胎消费趋势中可以看到，除了2020年受疫情影响外，替换市场需求始终坚挺。

表4 不同轮胎的配套和替换系数及周期

轮胎类别	车辆类别	配套轮胎数 (条)	替换系数 (条/辆·年)	替换周期 (年)
轿车胎	轿车	5	1.5	3.3
	中型载重卡车	11	15	0.7
载重胎	重型载重卡车	16-22	10-20	1.1-1.6
	轻型载重卡车	7	4.2	1.7
	大型客车	7-11	2-5	2.2-3.5
工程胎	装载机械	4	2	2
	运输工程机械	6	3	2

资料来源：阳谷华泰可转债募集说明书，上海证券研究所

图23 全球轮胎替换及配套市场消费量（百万条）

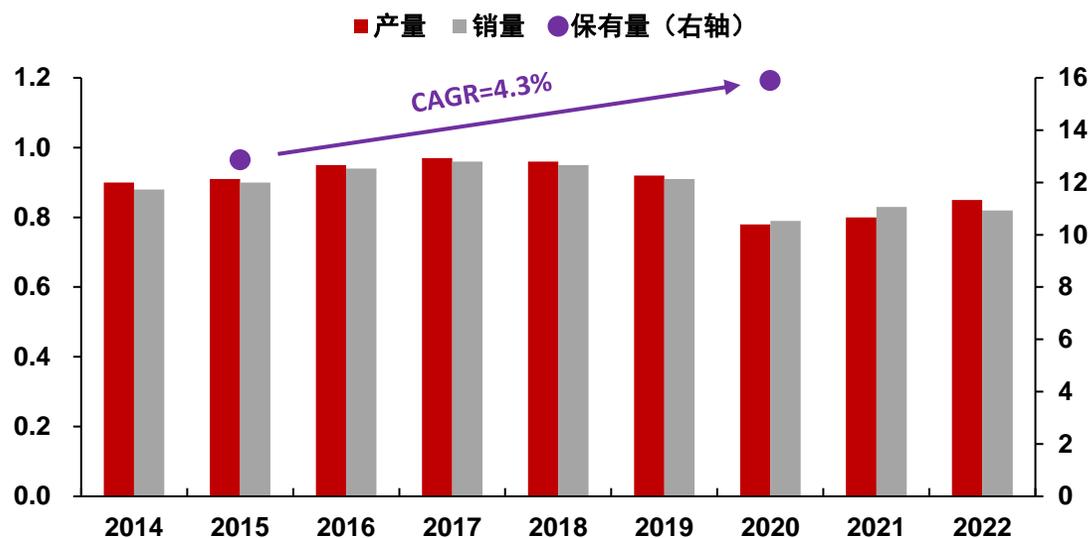


资料来源：森麒麟募集说明书，上海证券研究所



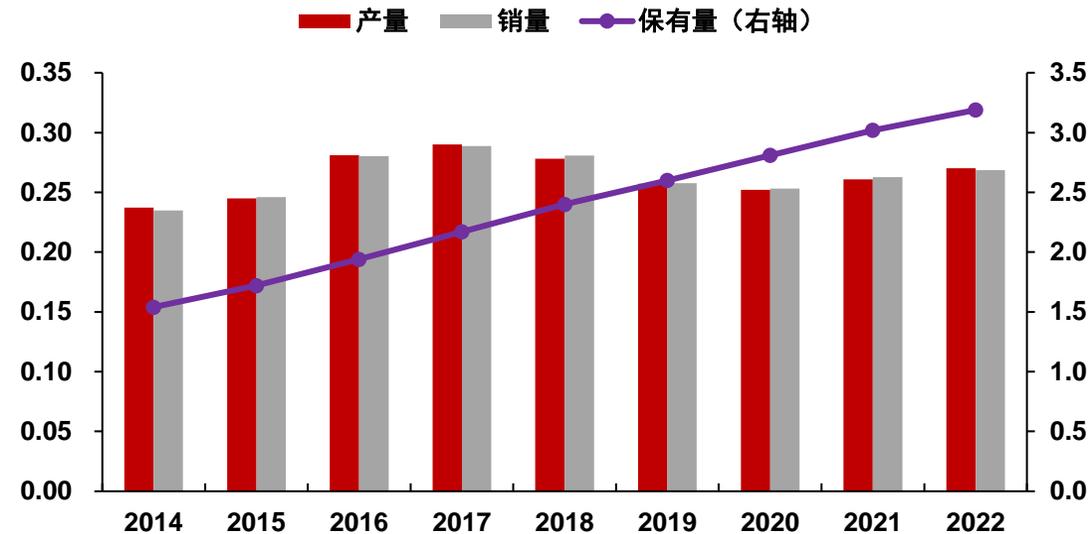
◆ 根据OICA，全球汽车保有量从2015年的12.9亿辆增至2020年的15.9亿辆，CAGR为4.3%；我国汽车保有量增速更快，根据公安部数据，2022年我国汽车保有量达到3.2亿辆，2015-2022年CAGR为9.2%。随着全球与中国汽车保有量的持续提升，轮胎的需求得到有力支撑。

图24 全球汽车产销量及保有量（亿辆）



资料来源：OICA, iFinD, 上海证券研究所

图25 中国汽车产销量及保有量（亿辆）



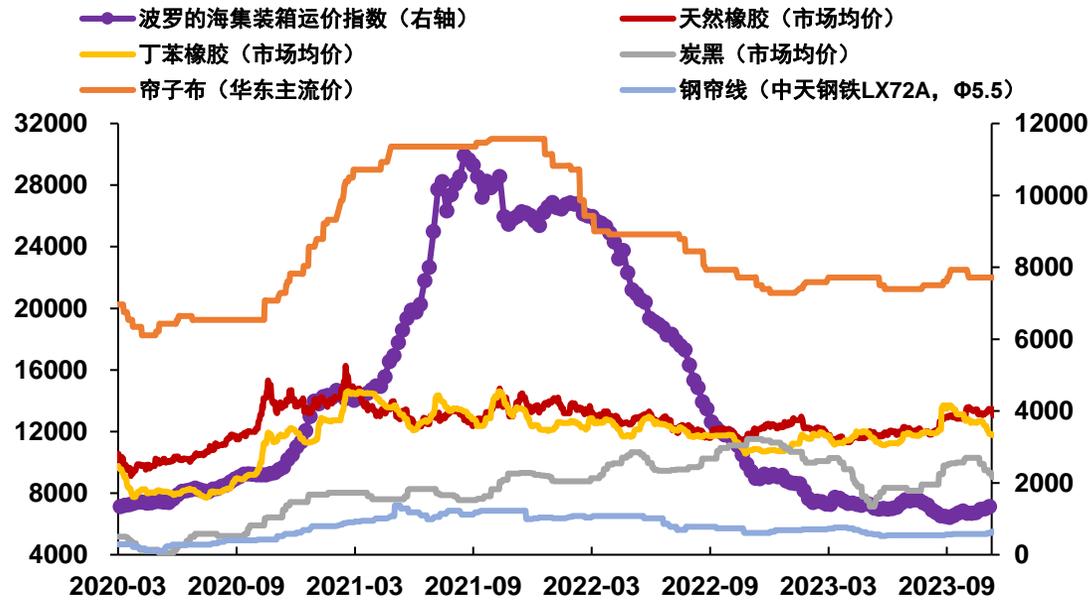
资料来源：iFinD, 上海证券研究所



原材料及海运费价格下降，轮胎企业盈利能力提升

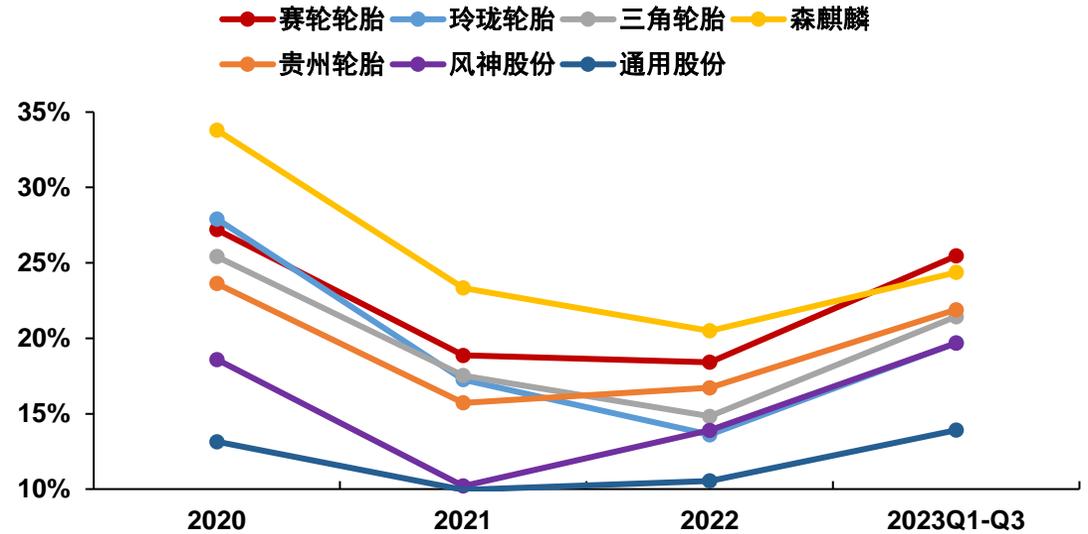
- ◆ 轮胎的主要原材料天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢丝、帘布等在2023年均有所回落，轮胎企业原材料成本压力下降。
- ◆ 海运费对轮胎这种相对低货值商品的出口市场有重大影响。2022年起，后疫情时代集装箱运力快速恢复，伴随着全球经济的弱势表现，海运费大幅回落，对于轮胎出口是一大利好。
- ◆ 受到原材料及海运费价格下降的影响，轮胎企业2023年盈利能力显著回升。

图26 轮胎原材料价格走势（元/吨）及波罗的海运费指数



资料来源：钢联数据，百川盈孚，iFinD，上海证券研究所

图27 部分国内轮胎企业毛利率情况

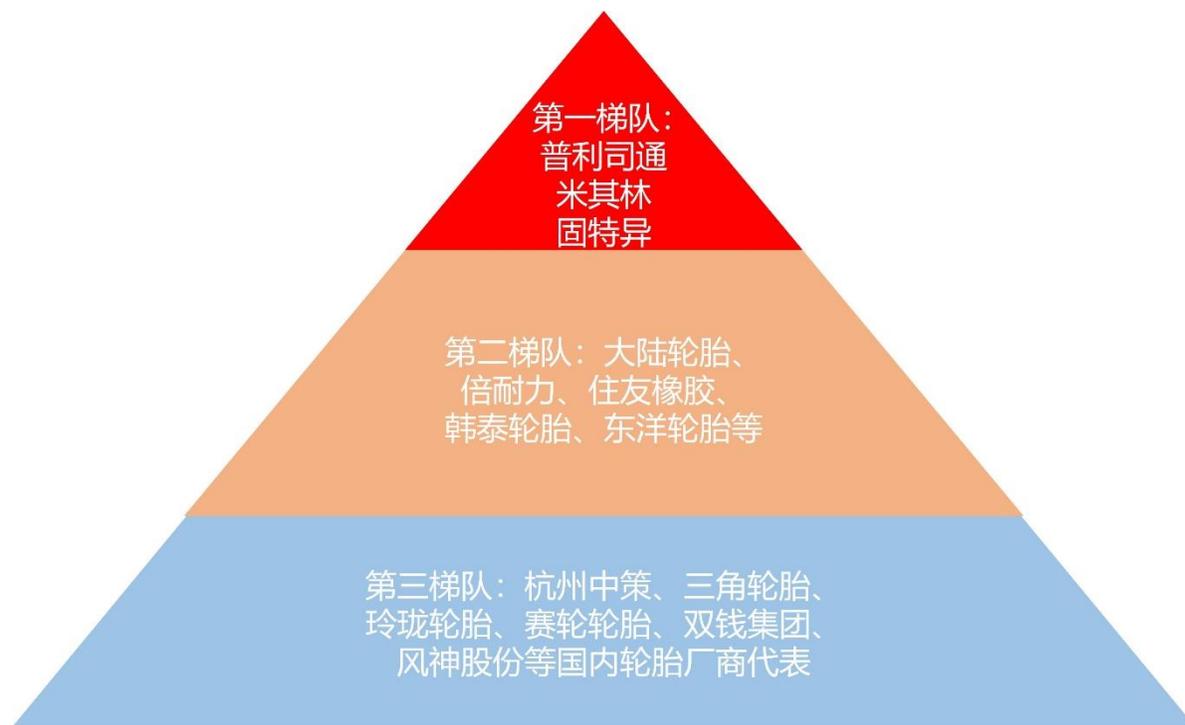


资料来源：iFinD，上海证券研究所



- ◆ 全球轮胎企业中，国内轮胎厂商尚处于第三梯队。国产轮胎在生产成本上有一定优势，聚焦于中低端市场，与第二梯队品牌的竞争中，凭借高性价比逐步提升市场份额，在全球轮胎75强企业中，中国企业的销售额占比从2010年的14.1%提升至2022年的19.4%。未来，若全球经济弱势运行，我们认为国产轮胎的成本优势有望进一步凸显。

图28 国内轮胎厂商位于第三梯队



资料来源：森麒麟招股说明书，上海证券研究所



◆ 为了获得更大的发展空间，中国轮胎企业纷纷走出国门，在国外建厂以降低生产成本，通过价格优势打入国外市场。东南亚成为了中国轮胎企业走出国门的最大根据地，截至2022年底，国内轮胎企业在东南亚的产能已经突破1.2亿条。2019年以后，欧美轮胎市场的“双反高税率”政策让中国轮胎厂商逐步失去价格优势，因而海外产能的优势更加凸显。随着美国将“双反”压力向东南亚施加，国内轮胎企业开始积极布局新的投资地。

图29 部分中国轮胎企业海外产能布局



资料来源：中国轮胎商务网，赛轮轮胎公告，上海证券研究所



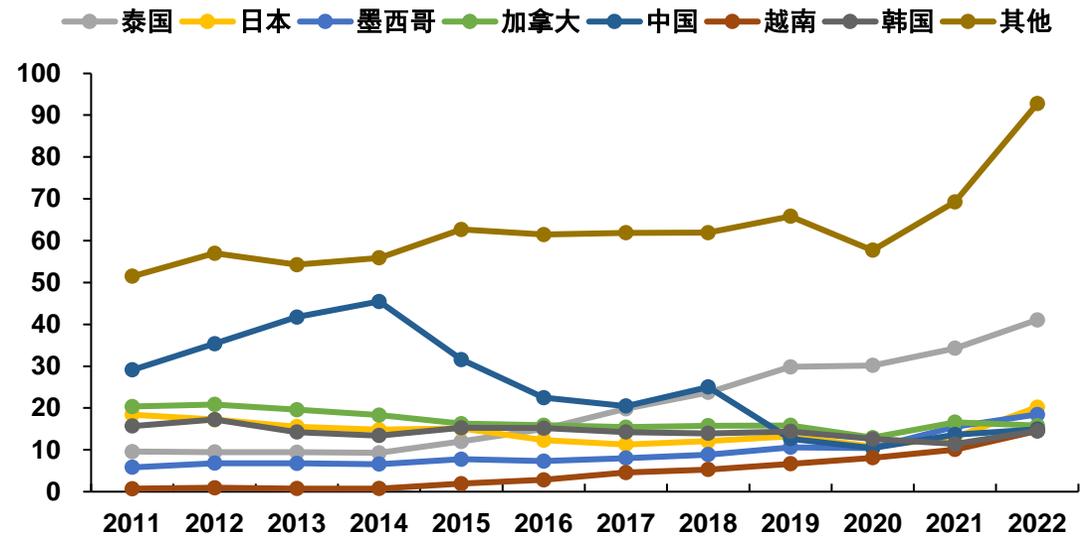
“双反”政策蔓延至东南亚，关注复审结果落地

- 历史上，作为轮胎出口大国的中国屡次遭到美国的“双反”调查。2009年，美国对中国输美轮胎征收惩罚性关税；2014年，美国对来自中国的乘用车及轻卡轮胎产品启动“双反”调查；2016年，美国针对中国的卡客车轮胎进行“双反”调查，对中国轮胎出口美国造成不小的打击。
- 随着东南亚在美国轮胎进口中的占比扩大，“双反”政策的大棒也逐渐向其蔓延。2020年5月，美国对来自韩国、泰国、中国台湾地区及越南的乘用车和轻卡车轮胎产品启动反倾销（和反补贴）调查，2021年5月作出终裁，裁定泰国生产商/出口商的倾销率为14.62~21.09%，越南生产商/出口商的倾销率为0%~22.27%、补贴率为6.23%~7.89%。
- 2022年9月，美国商务部启动对泰国乘用车和轻卡轮胎的反倾销复审调查，本次复审的初裁结果显示，作为强制应诉企业之一的森麒麟泰国的应诉取得成效，复审初裁单独税率为1.24%，住友轮胎为6.16%，其他泰国出口美国的轮胎企业初裁税率为4.52%，均比初审终裁结果大幅下降。预计终裁结果将于2024年一季度公布。

表5 2020年美国对泰国和越南“双反”调查终裁结果（初审）

国家	公司	反倾销税率	反补贴税率
泰国	玲珑轮胎	21.09%	-
	住友橡胶	14.62%	-
	其他	17.08%	-
越南	锦湖轮胎	0%	7.89%
	赛轮轮胎	0%	6.23%
	普利司通、建大橡胶、横滨橡胶	0%	6.46%
	其他	22.30%	6.46%

图30 美国新的充气橡胶轮胎进口额（亿美元）



资料来源：美国商务部，赛轮轮胎公告，上海证券研究所

资料来源：ITC，上海证券研究所



- ◆ **赛轮轮胎** 赛轮轮胎不断推进全球化产能布局，在国内、越南、柬埔寨均有生产基地。截止2022年底，公司产能包括全钢子午胎1195万条、半钢子午胎5160万条、非公路轮胎12.46万吨，在建产能分别为345万条、1200万条、5.23万吨。公司近期公告将于柬埔寨新建年产600万条半钢子午胎项目，并通过成立合资公司在墨西哥建设年产600万条半钢子午胎项目，将建厂的步伐向美洲拓展。公司是业内具有产学研特色的高新技术企业，研制的液体黄金轮胎经国际权威机构测试，多项指标国际领先。
- ◆ **森麒麟** 森麒麟制定“833Plus”国际化战略规划，截止2022年底拥有轮胎产能2800万条，现有产能主要位于青岛及泰国。此外，公司正在积极推动西班牙及摩洛哥工厂的建设，其中摩洛哥工厂有望于2024年底投产运行，产品主要面向美国高端替换以及摩洛哥高端配套市场。公司已在替换市场塑造高端品牌形象，并致力于在配套市场攻坚全球中高端主机厂，现已成为德国大众、德国奥迪等整车厂商的合格供应商。
- ◆ **玲珑轮胎** 玲珑轮胎稳步推进“7+5”（中国7个生产基地+海外5个生产基地）全球布局，现已形成“5+2”布局，并发布“3+3”非公路轮胎全球战略规划，以满足非公路轮胎市场的强劲需求。截止2022年底，公司拥有轮胎产能8436万套。2023年5月，塞尔维亚工厂取得一期120万条卡车胎的试用许可，产能逐渐释放带来新增长点。2022年，公司新能源轮胎配套整体市占率超过22%，位居中国第一。



目录

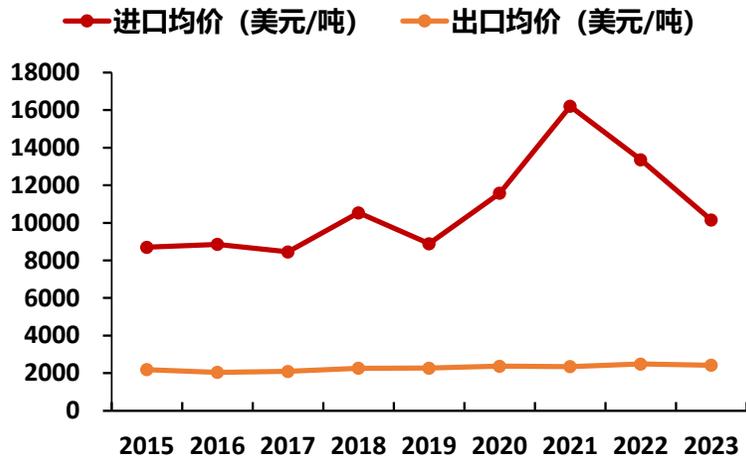
Content

- 一、行业回顾：景气下行，拐点临近
- 二、关注板块：景气向好子板块，高盈利能力/高成长性公司充分受益
 - 2.1 三代制冷剂进入配额时代，景气已迎来反转
 - 2.2 油价高位运行，煤化工板块盈利修复
 - 2.3 践行“走出去”战略，中国轮胎企业掘金全球万亿元市场
- 三、细分赛道龙头，广阔成长空间注入增长动力
- 四、风险提示

吸附材料：应用领域丰富，高端产品国产替代空间广阔

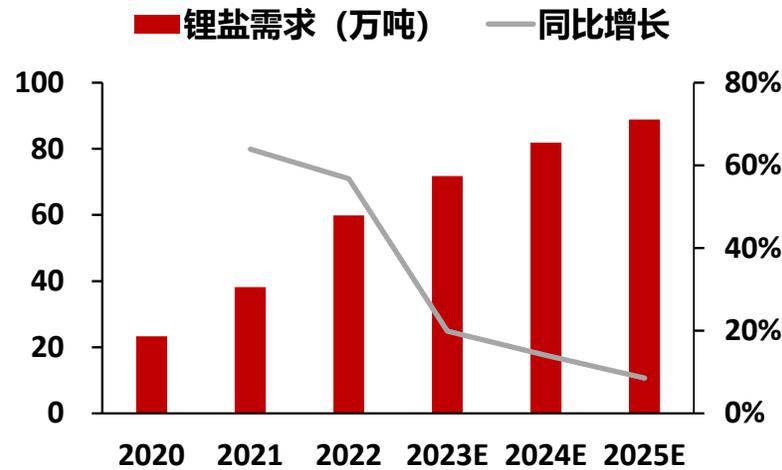
- ◆ 吸附分离材料的应用逐步扩展，涵盖金属资源、生命科学、水处理与超纯化、食品加工、节能环保、化工与催化等领域，工业水处理以外应用领域由上世纪80年代以前占总用量的不足10%增加到目前的30%左右。
- ◆ 在高端树脂领域，我国厂商的竞争力与国外公司仍有差距。以离子交换树脂为例，2015年以来，中国离子交换树脂的进口均价在8000-17000美元/吨，远高于2000-3000美元/吨的出口均价水平，高端树脂进口替代空间广阔。
- ◆ 新能源领域的蓬勃发展推动提锂需求。根据《中国锂盐市场运营现状分析与投资战略评估报告（2023-2030年）》，2025年，我国锂盐需求量预计可达88.9万吨/年（碳酸锂当量），2022-2025年CAGR达14.07%。与硬岩提锂相比，盐湖提锂具有成本优势，而吸附法盐湖提锂技术凭借高选择性脱颖而出。
- ◆ 减肥药市场增长空间广阔。全球超重人士占比有望从2020年的38%大幅提升至2035年的51%，减肥药市场或将维持高增速。GLP-1类减重药成为研发主流方向，已获批上市的产品包括诺和诺德公司的利拉鲁肽和司美格鲁肽、礼来公司的替尔泊肽等产品，固相合成载体在GLP-1类减重药物等多肽药物的合成中发挥关键作用。

图31 中国离子交换树脂进出口均价对比



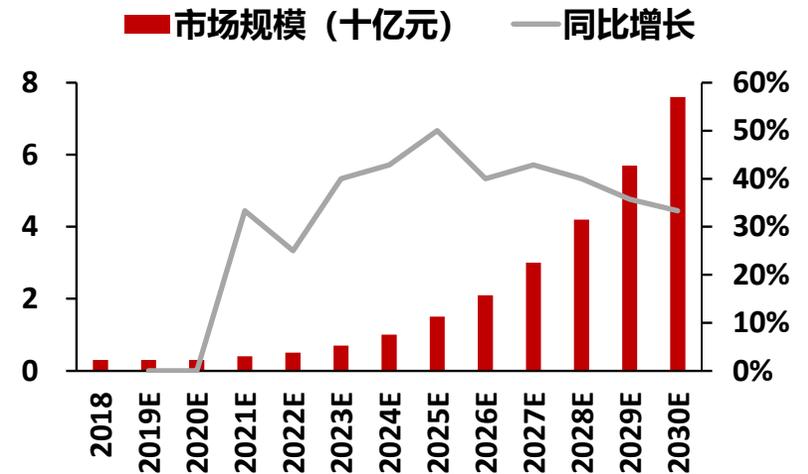
资料来源：iFind, 海关总署, 上海证券研究所
注：2023年数据截至2023年11月

图32 我国锂盐行业需求预测（碳酸锂当量）及同比增长



资料来源：《中国锂盐市场运营现状分析与投资战略评估报告（2023-2030年）》，上海证券研究所

图33 2018-2030E中国减肥药市场规模（十亿元）



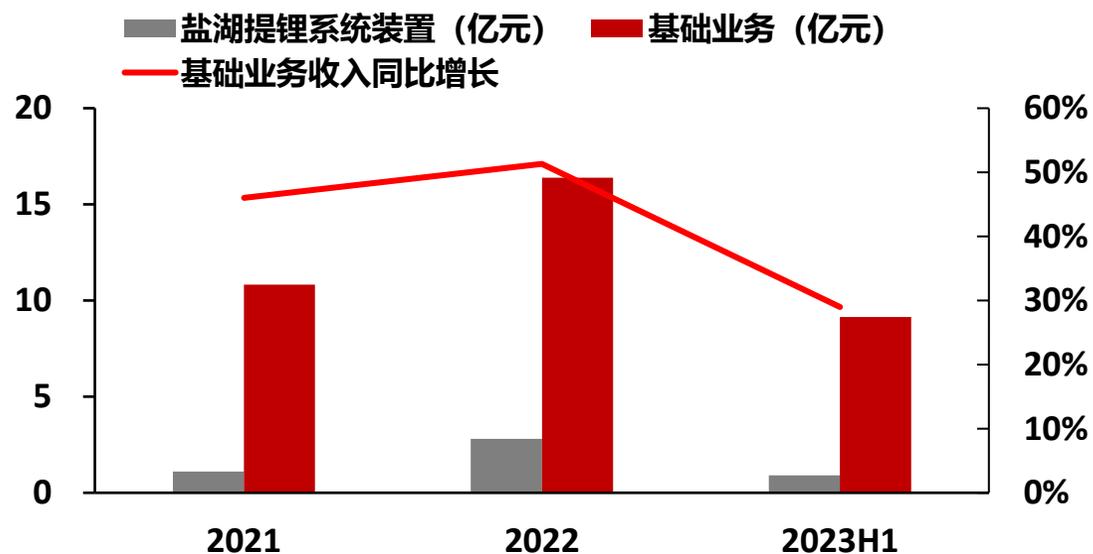
资料来源：弗若斯特沙利文, 上海证券研究所



建议关注：蓝晓科技：国内吸附分离材料龙头，多领域应用穿越周期

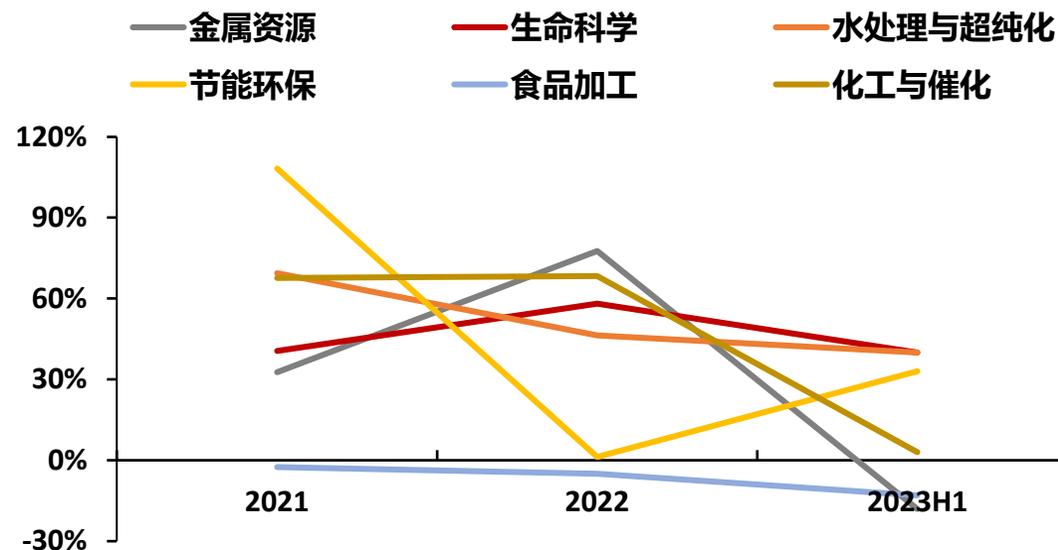
- ◆ 蓝晓科技是国内吸附分离材料龙头，截止2022年底，拥有产能包括吸附分离树脂5万吨/年、色谱填料/层析介质类7万升/年。公司产品应用领域广阔：在盐湖提锂领域，公司能够为客户提供“吸附分离材料+应用工艺+系统装置”的综合解决方案，截至2023H1，公司已完成及在执行盐湖提锂产业规模项目12个，合计碳酸锂/氢氧化锂产能8.6万吨；在生命科学领域，公司的固相合成载体产品可用于礼来GLP-1类多肽药物替尔泊肽的合成中，色谱填料/层析介质新产能逐渐释放，将助力该领域国产替代加速。
- ◆ 除盐湖提锂大项目外，公司的“基本仓”业务韧性强，营收稳定增长，2023H1同比增速29%；分业务来看，公司生命科学和水处理与超纯化领域在2021、2022、2023H1的营收同比增速都达到40%及以上，为业绩增长带来强劲动力。

图34 公司“基本仓”业务营收稳定增长



资料来源：蓝晓科技2021、2022年度报告、2023半年度报告，上海证券研究所

图35 2021-2023H1公司各领域吸附材料营业收入同比增速

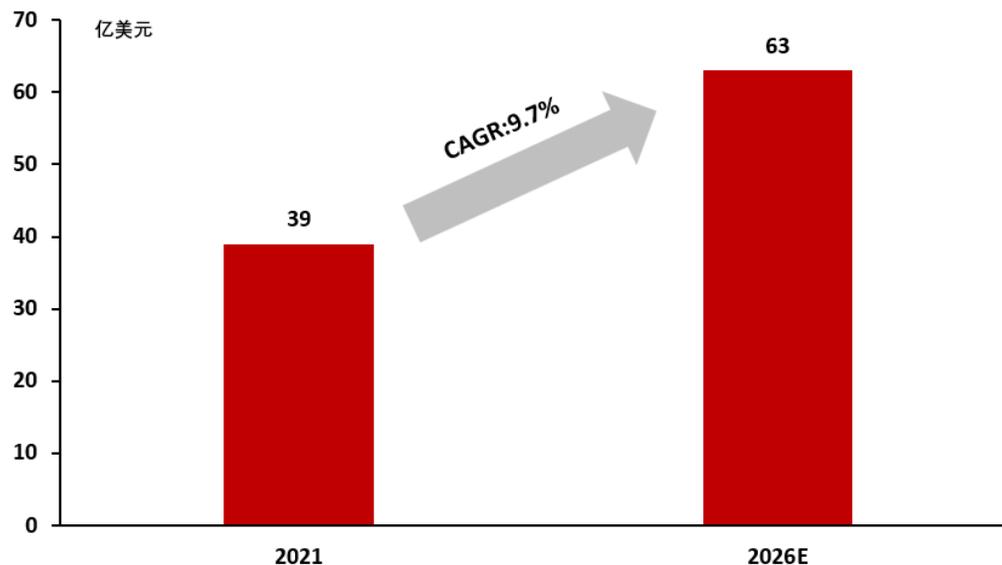


资料来源：蓝晓科技2021、2022年度报告、2023半年度报告，上海证券研究所



- ◆ 芳纶行业有着极高的生产工艺要求和技术壁垒，长期以来，全球只有美国和日本等极少数发达国家具备生产芳纶产品的能力。
- ◆ 根据中国复合材料工业协会披露的数据，2021年全球芳纶纤维市场规模为39亿美元，到2026年将达到63亿美元，2021年至2026年的CAGR为9.7%。
- ◆ 芳纶主要分为间位芳纶和对位芳纶。全球间位芳纶需求以绝缘纸和蜂窝芯材为主，我国间位芳纶主要应用于工业过滤，在2018年占比60%，在高端领域的应用还有较大的改善空间；对位芳纶是典型的军民两用材料，从全球范围来看，防弹防护和摩擦密封是对位芳纶主要应用场景，国内光缆和汽车工业是对位芳纶的两大应用领域，在2018年分别占比50%、30%，应用于防弹防护等高端领域相对较少，未来仍有较大的发展潜力。

图36 2021-2026年全球芳纶纤维市场规模



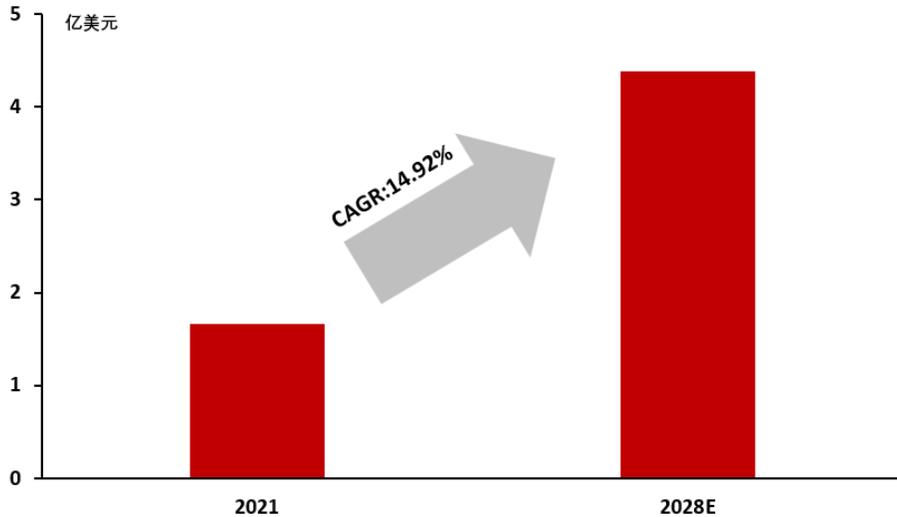
资料来源：中国复合材料工业协会，前瞻经济学人，上海证券研究所



建议关注：泰和新材：芳纶行业龙头，积极开拓芳纶纸和隔膜涂覆等业务

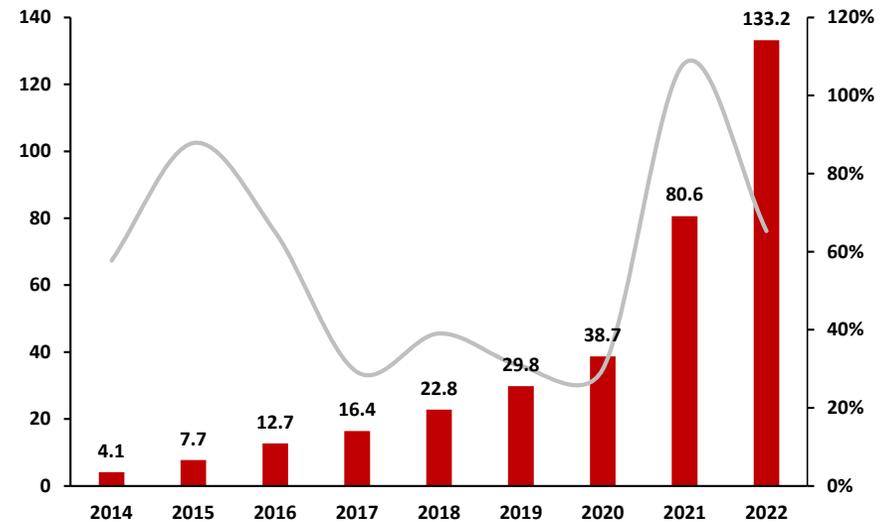
- ◆ 泰和新材是我国首家实现间位芳纶、对位芳纶及芳纶纸产业化的企业，间位芳纶产能居全球第2位；芳纶纸产能居全球第2位；对位芳纶产能居全球第4位。公司目前在建产能较多，目标2030年间位芳纶产能、对位芳纶产能跃居全球第一位，芳纶纸产能保持全球第二位，进一步扩大芳纶系列产品在国内的碾压性竞争优势。
- ◆ 芳纶纸是一种由制纸级芳纶纤维经纤维分散、湿法成形、高温整饰等工艺技术制成的高性能新材料。随着新能源汽车、风力发电、光伏发电、5G通信等芳纶纸新兴应用领域的出现，芳纶纸的市场需求逐步扩大。
- ◆ 芳纶涂覆：性能优异的锂电隔膜涂覆材料。隔膜是锂离子电池重要的组成部分之一，其性能直接影响着电池的综合性能。根据EV Tank数据显示，2022年，中国锂离子电池隔膜出货量同比增长65.3%，达到133.2亿平方米。与其他涂覆隔膜相比，芳纶涂覆在热稳定性、浸润性、以及电池能量密度等关键指标中表现较好。公司已建成3000万平的芳纶涂覆中试线，客户验证工作积极推进中。

图37 中国芳纶纸市场规模



资料来源：QY Research, 上海证券研究所

图38 2014-2022 中国锂离子电池隔膜出货量（亿平方米）



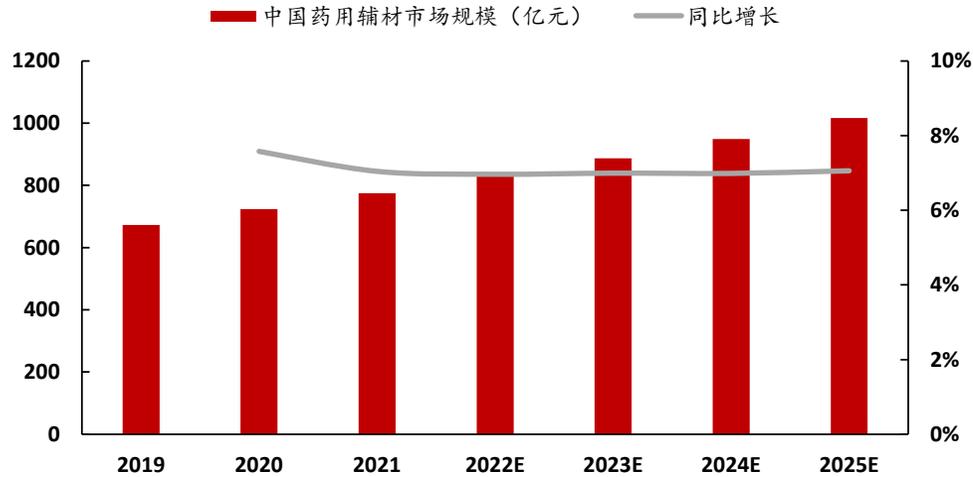
资料来源：EV Tank, 上海证券研究所



纤维素醚：用途广泛的“工业味精”，医药食品领域应用有望增长

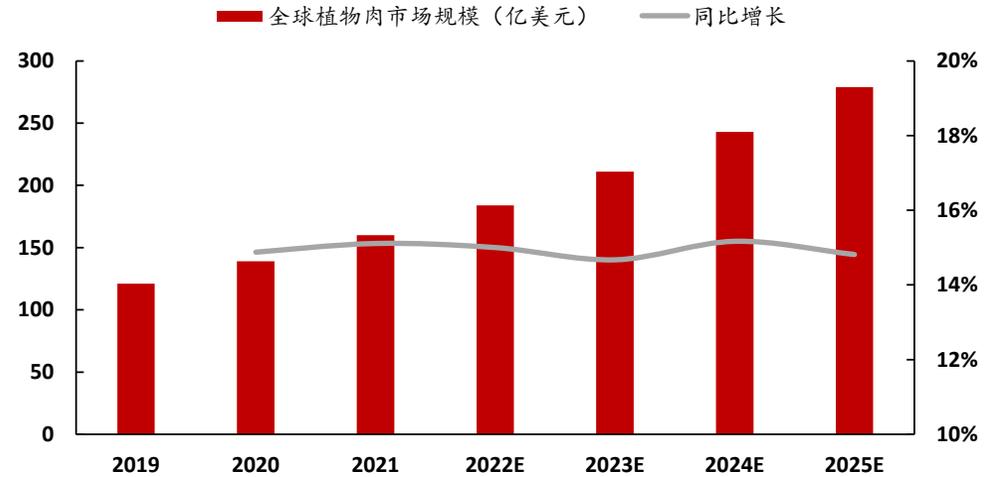
- ◆ 纤维素醚是以天然纤维素（精制棉和木浆等）为原料、经过醚化得到的一类多种衍生物的总称，具有用途广泛、单位使用量小、改性效果好、对环境友好等优点，广泛应用于建筑、水泥、涂料、医药、食品、石油、日化、纺织、造纸及电子元件等工业。
- ◆ 在医药领域，纤维素醚是重要的药用辅料，被广泛应用于药品的片剂包衣、助悬剂、植物胶囊、缓控释制剂等领域。其中，用于控释制剂的纤维素醚技术难度大，附加值高，价格昂贵。药用辅材会影响到药物制剂的安全性和有效性，国内仿制药一致性评价、药品关联审评审批等相关政策的实施，将促使高品质药用辅料的需求提升。根据中商情报网，2020-2025年我国药用辅材行业规模将保持7%左右的年增长率，预计于2025年突破1000亿元。
- ◆ 纤维素醚作为公认的食品安全添加剂，已在发达国家得到普遍应用。随着人们对健康食品认识的不断提高，食品级纤维素醚作为健康添加剂的渗透率将有所提升。此外，食品级纤维素醚应用范围拓宽至植物性人造肉领域，其在健康、环保方面更有优势，有望迎来规模增长机会，拉动食品级纤维素醚需求。

图39 2019-2025年中国药用辅材市场规模



资料来源：中商情报网，上海证券研究所

图40 2019-2025年全球植物肉市场规模



资料来源：山东赫达募集说明书援引Markets and markets数据，上海证券研究所



建议关注：山东赫达：国内纤维素醚领军企业，产能扩张正当时

- ◆ 山东赫达深耕纤维素醚行业二十余年，“赫达”品牌纤维素醚已在国内外同行树立了高品质产品形象。截至2022年底，公司拥有纤维素醚产能3.4万吨/年。
- ◆ 公司积极向下游行业拓展业务。公司于2014年成立子公司赫尔希，进入医药级纤维素醚的下游植物胶囊行业，打造独特的一体化优势。赫尔希是国内少有的实现HPMC植物胶囊大规模量产的企业，拥有多项技术储备。截至2022年底，公司拥有植物胶囊产能300亿粒/年。食品级纤维素醚下游方面，公司参与投资的米特加年产10000吨植物肉项目预计2023年底前开始试生产。

表6 山东赫达产能处于扩张期

主要产品	2022年产能	新增/在建产能
纤维素醚	3.4万吨/年	新增产能3万吨/年，于2023Q2起逐步投产；收购中福致为，其建设的羟乙基纤维素项目已竣工，达产后将达到1万吨/年
植物胶囊	300亿粒/年	在建产能50亿粒/年

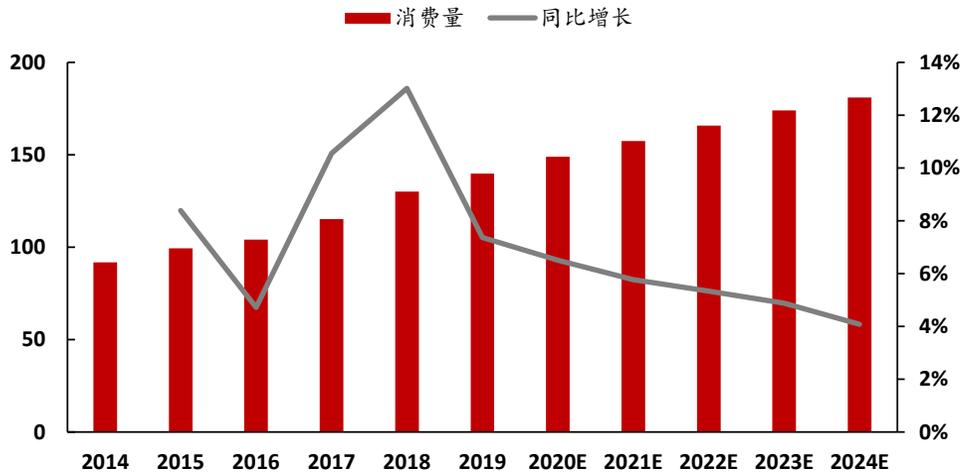
资料来源：山东赫达公司公告、IR投资者关系互动平台，上海证券研究所



酚醛树脂、呋喃树脂：市场空间稳步增长

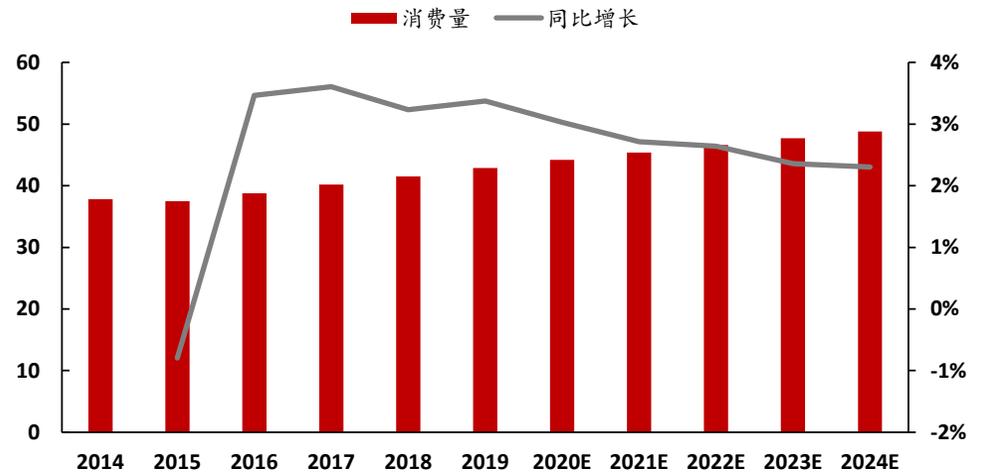
- ◆ 酚醛树脂原料易得、价格低廉、合成方便、具有优异的物理化学性能，因此在工业上得到广泛应用，主要应用包括酚醛模塑料、木材加工和层压板、研磨和摩擦材料等。我国酚醛树脂的产量和消费量整体呈现稳步增长趋势，高端酚醛树脂存在市场供应缺口。伴随着国内汽车、轨道交通、建筑节能、冶金、消费电子、航空航天等产业的快速发展，酚醛树脂的市场发展空间仍然较大。
- ◆ 呋喃树脂主要作为铸造造型材料用于铸造，主要用于汽车制造、铸管及管件、内燃机及农机、矿冶重机等领域。我国是世界上最重要的铸件生产国，2018年我国铸件产量约占全球总产量的45%。近年来，铸件产量的增长推动了呋喃树脂的需求量，呋喃树脂的应用领域也在向海洋工程铸件、超大型设备铸件、大型工程配套铸件等领域不断拓展。
- ◆ 我国酚醛树脂和呋喃树脂消费量预计将会维持较为稳定的增速，其中酚醛树脂消费量从2014年的91.8万吨增至2024年的181.1万吨，CAGR为7.0%，呋喃树脂消费量从2014年的37.8万吨增至2024年的48.8万吨，CAGR为2.6%。

图41 2014-2024我国酚醛树脂消费量（万吨）



资料来源：圣泉集团招股说明书援引艾瑞咨询《合成树脂制造行业研究报告》，上海证券研究所

图42 2014-2024我国呋喃树脂消费量（万吨）



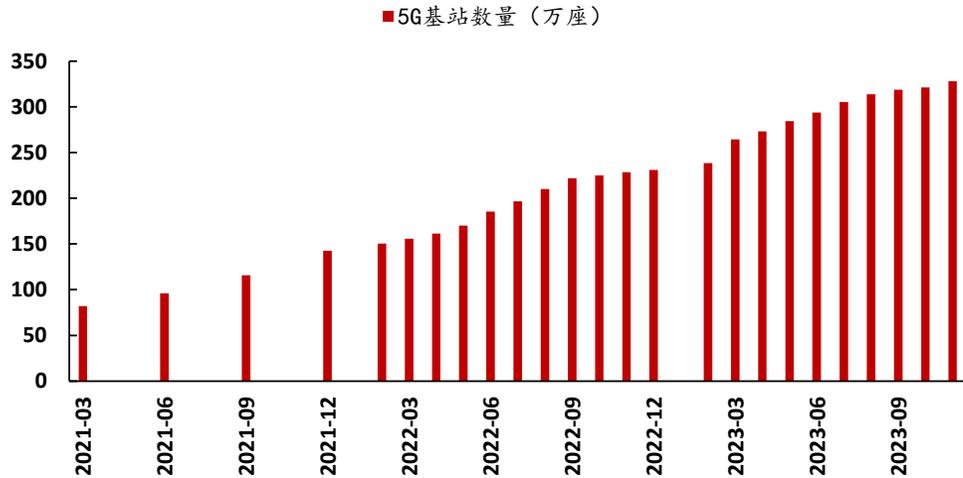
资料来源：圣泉集团招股说明书援引艾瑞咨询《合成树脂制造行业研究报告》，上海证券研究所



聚苯醚：5G等新应用场景快速发展，需求维持高增速

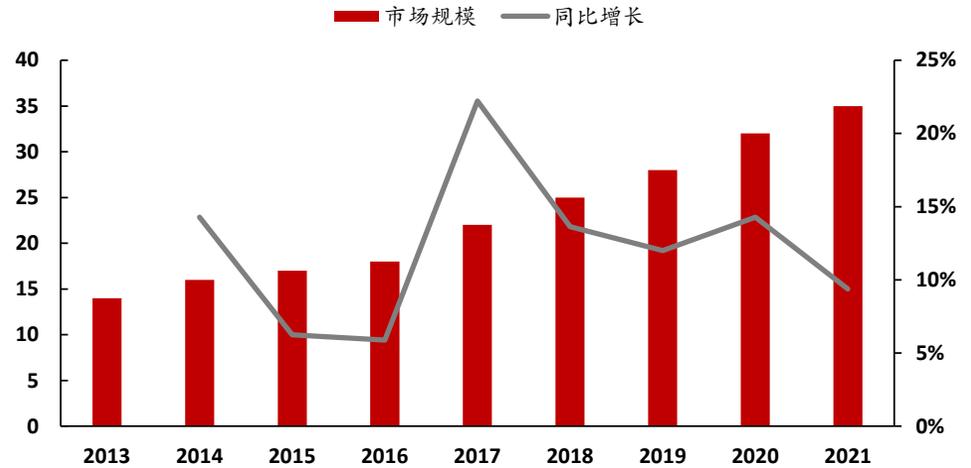
- ◆ 聚苯醚是五大工程塑料之一，其在长期负荷下，具有优良的尺寸稳定性和突出的电绝缘性，使用温度范围广，能够应用在光伏、汽车、通信、电子电器、医疗器械等领域。
- ◆ 5G技术的发展催生了对于高频高速覆铜板的需求增长。高频高速覆铜板具有低信号损失、轻量化、多功能化的特点，从而对其基材提出了低介电常数、低介电损耗、低热膨胀系数和高导热系数等严格要求，对于极低/超低损耗高频高速覆铜板，其所用的特种树脂性能要求最高。改性聚苯醚树脂作主树脂制造的基板材料，在5G通讯设备中有着不可替代的作用。
- ◆ 过去十几年，我国聚苯醚的供应在缓慢增长，但消费快速增长，主要消费领域包括光伏（接线盒）、5G基站、汽车零部件、家用电器以及水处理设备等行业。未来5年，由于下游光伏产业、新能源汽车、大尺寸彩电、高频高速覆铜板、以及高性能无卤阻燃柔性电线电缆等对聚苯醚需求的快速增长，化工智库预测我国聚苯醚消费量年均增速将保持在7%~8%左右。

图43 我国5G基站数量迅速增长



资料来源: iFind, 上海证券研究所

图44 2013-2021年我国聚苯醚市场规模 (亿元)



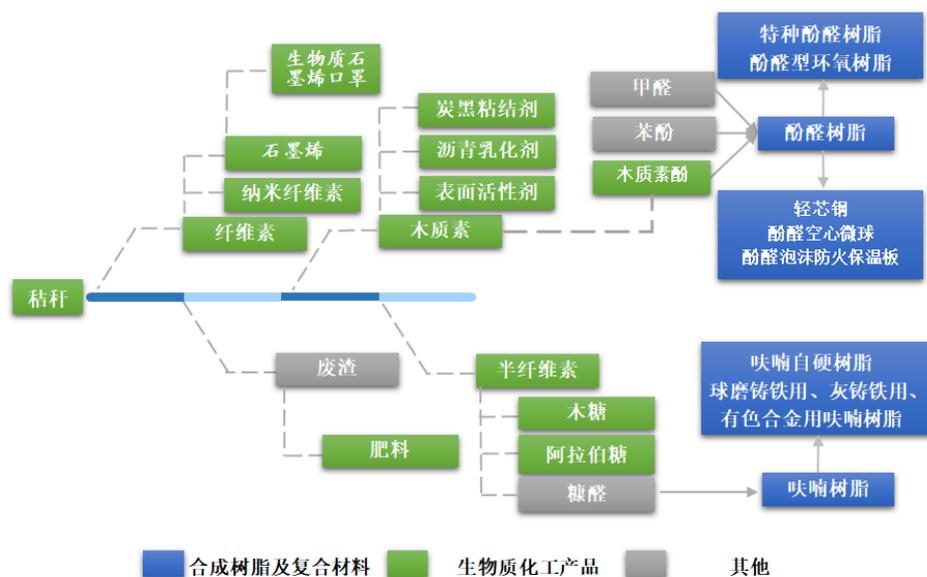
资料来源: 华经情报网, 上海证券研究所



建议关注：圣泉集团：生物质化工+合成树脂，积极布局高端特种产品

- ◆ 圣泉集团是国内合成树脂龙头企业，2021年，公司酚醛树脂、呋喃树脂的境内销量分别为41.08和9.82万吨，规模位居国内第一，根据公司招股说明书的测算，公司在这两种产品的国内市场占有率分别约为26.64%和21.63%。
- ◆ 在专注合成树脂业务的同时，公司形成了拥有自主知识产权的生物质精炼技术，该技术绿色环保、高效节能，系统性解决了秸秆中纤维素、半纤维素、木质素三大组分难以高效分离的全球性难题，实现了高值化利用，可加工成纤维素、半纤维素、木质素等上百种生物质化工产品，并与合成树脂产业形成一体化产业链条。
- ◆ 公司积极规划高端特种产品：2022年，公司酚醛高端复合材料及树脂配套扩产项目三期正式投产，增加产能11.51万吨；前瞻性投资建设年产10万吨生物基硬碳负极材料项目，现已建成万吨级硬碳负极生产线，产品可以作为钠离子电池硬碳负极材料的优质前驱体。

图45 圣泉集团产业链图



资料来源：圣泉集团招股说明书，上海证券研究所



- 1. 需求不及预期：**宏观经济下行，致使相关化工品的需求萎缩的风险。化工品下游市场涉及房地产、消费等多个领域，若宏观经济下行，致使相关化工品的市场需求不及预期，相关产品营收可能受到影响。
- 2. 原材料价格大幅波动：**化工原材料价格剧烈波动会干扰企业经营，影响企业盈利能力。
- 3. 国际贸易摩擦：**部分化工子行业的产品和原材料对国际贸易的依赖度较高，若国际贸易摩擦加剧，相关行业的盈利能力可能受到影响。
- 4. 行业竞争加剧：**部分行业产能投放速度较快，可能导致行业的供需格局迅速恶化，对整体盈利水平造成不利影响。
- 5. 新建项目推进不及预期：**化工行业资本开支较大，新建项目建设周期长，项目推进过程中存在资金不到位、安全环保事故的风险，导致进展不及预期，对公司经营产生不利影响。



行业评级与免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



行业评级与免责声明

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

