



德邦证券
Topsperity Securities

证券研究报告 | 行业年度策略

基础化工

2024年1月13日

寻找周期底部景气拐点，掘金国产替代广阔空间

——基础化工行业2024年度策略报告



证券分析师

姓名：李骥

资格编号：S0120521020005

邮箱：lji3@tebon.com.cn



核心要点

- **投资方向一：周期底部蓄势，部分行业景气拐点将现。**随着宏观经济复苏，下游终端需求逐步改善。部分化工行业子赛道率先完成库存去化，且随着需求复苏回暖，行业供需格局及景气拐点出现。我们建议关注以下方向：
 - **轮胎行业：**轮胎行业是万亿级赛道，需求分为配套及替换端两类，兼具制造属性及消费属性，具备一定刚性。国内轮胎企业发展的长期逻辑在于凭借性价比优势逐步替代海外轮胎企业份额。2023年以来国内外轮胎需求复苏回暖、中国轮胎出口量同比增长、原材料价格下跌利好轮胎企业盈利，国内轮胎企业迎来需求向好与成本改善共振。未来随着国内轮胎企业在海内外基地产能逐渐释放，长期成长性凸显。**建议关注：赛轮轮胎、森麒麟、通用股份、贵州轮胎、玲珑轮胎。**
 - **涤纶长丝行业：**短期来看，2023年国内纺服需求率先复苏、涤纶长丝直接出口向好，涤纶长丝行业率先完成库存去化，步入景气上行周期。当前涤纶长丝及下游纺服库存低位、开工率较高，印证产业链景气度。长期来看，国内化纤行业固定资产投资速度放缓，行业供需拐点出现，长期格局向好。**建议关注：桐昆股份、新凤鸣。**
 - **制冷剂行业：**制冷剂为氟化工四大产品体系之一，强力国际公约推动制冷剂迭代，目前我国二代制冷剂淘汰过半，三代制冷剂逐渐成为主流产品。我国2024年开始将HFCs的生产和使用冻结在基线水平上，中美“阳光之乡声明”有望打开气候治理新局面。随着制冷剂配供给侧收紧、下游行业稳步发展，供需格局有望逐步改善，制冷剂价差有望逐步修复。**建议关注：巨化股份、三美股份、永和股份、金石资源。**
- **投资方向二：行业龙头白马穿越周期，抉择顺周期强 α 核心资产。**本轮化工品产能扩张后，供需格局优异的赛道更为稀缺。我们建议关注：
 - **MDI行业：**仅有万华化学一家国内厂商能够生产MDI，其在技术进步与成本领先后掌握了扩产的主动权，因此虽然由于高利率下游地产相关需求偏弱，但万华化学可以选择通过加大海外销售力度、主动调节出货策略避免恶性竞争，此外根据我们统计海外龙头23Q3业绩均出现同比大幅下滑（其中科思创23Q3净利润为-0.32亿欧元），为保利润竞争意愿不强，因此MDI从供给格局看仍然是最优秀的品种之一，**建议关注：万华化学。**



核心要点

- **煤化工行业**：政策频发，煤化工龙头有望充分受益。2023年下半年国家发改委等6部门发布《关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》指出，从严从紧控制现代煤化工产能规模和新增煤炭消费量，《现代煤化工产业创新发展布局方案》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。我们认为龙头企业在此背景下有望充分受益，**建议关注：华鲁恒升、宝丰能源。**
- **投资方向三：新材料长坡厚雪，国产替代乘势快行。**
- **半导体行业**：半导体库存底部已现，拐点或将至，行业beta启动下看好材料段国产化进程。据国际半导体产业协会（SEMI）最新发布报告指出，受周期以及库存高企影响，全球半导体景气已在2023年第二季度落底。据世界半导体贸易统计组织统计，预计2024年全球半导体销售额有望快速修复至5760亿美元。随着库存快速去化，新增产能持续推进背景下，全球半导体销售额有望快速修复。全球半导体周期波动的背景下，我国有望凭借核心的材料资源优势和经济效应一举实现弯道超车。伴随下游晶圆厂产能密集释放，建议关注目前已突破国产化0-1的优质企业，**建议关注：华特气体、金宏气体、广钢气体、彤程新材、鼎龙股份等。**
- **国瓷材料**：新材料平台龙头，长期发展拐点或现。公司蜂窝陶瓷业务未来有望维持增长。精密陶瓷随着赛创业务上下游协同效应的增强，未来有望维持稳健增长。口腔医疗板块随着海外国际化业务布局的进一步完善，长期发展潜力充足。
- **蓝晓科技**：公司是国内吸附分离材料领域的龙头企业。公司存量业务如水处理和超纯化、化工与催化、节能环保等领域保持稳健增长。盐湖提锂业务进入收获期，已完成及在执行盐湖提锂产业化项目共12个，合计碳酸锂/氢氧化锂产能8.6万吨，其中5个已经成功投产运营。公司拥有seplife 2-CTC固相合成载体和sieber树脂，是多肽领域的主要供应商，受益于全球范围内GLP-1类多肽药物销售大幅增加，公司相关产品发货量显著提升。
- **风险提示**：产品价格波动风险；下游需求不及预期风险；新产能投产速度不及预期风险。

目录

CONTENTS

1. 周期底部蓄势，景气拐点将现

1.1 轮胎：需求回暖、成本改善，国产企业成长性强

1.2 涤纶长丝：需求回暖、产能投放放缓，供需拐点将至

1.3 制冷剂：供给侧政策收紧，HFCs供需改善景气上行

2. 龙头穿越周期，抉择强 α 核心资产

2.1 万华化学：MDI价格边际改善，万华业绩韧性凸显

2.2 华鲁恒升：荆州基地投产在即，打开成长空间

2.3 宝丰能源：煤制烯烃龙头，扩产稳步推进

3. 新材料长坡厚雪，国产替代乘势快行

3.1 半导体材料：库存底部已现，看好半导体材料国产化

3.2 国瓷材料：新材料平台龙头，长期发展拐点或现

3.3 蓝晓科技：吸附分离材料龙头，平台效应凸显

01

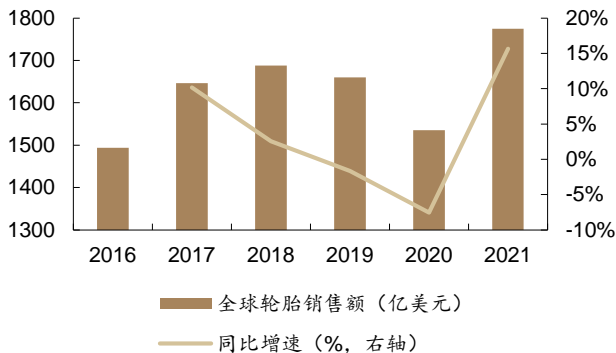
1. 周期底部蓄势，行业拐点将现

- 1.1 轮胎：需求回暖、成本改善，国产企业成长性强
- 1.2 涤纶长丝：需求回暖、产能投放放缓，供需拐点将至
- 1.3 制冷剂：供给侧政策收紧，HFCs供需改善景气上行

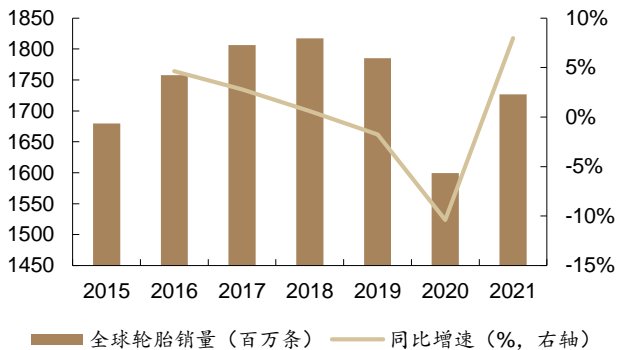
1.1 轮胎：市场规模达万亿级，消费具备一定刚性

- 全球轮胎是万亿级赛道。**2020年受全球疫情影响，全球轮胎销售额及销量均出现一定程度下滑，2021年开始出现恢复。根据中商情报网、华经产业研究院数据，2021年全球轮胎销售额达到1775亿美元，同比增长15.6%，2016年至2021年CAGR约为3.51%。根据米其林年报，2021年全球轮胎销量达到17.27亿条，同比增长8.0%。
- 轮胎下游需求中替换市场是主要需求，消费具备一定刚性。**轮胎下游需求可分为替换市场与配套市场两大类。配套市场轮胎指新车在出厂时所配备的轮胎，需求规模锚定当年汽车的产量。替换市场指后续使用时用于更换原厂轮胎的替换轮胎，需求规模锚定汽车保有量。轮胎行业发展与全球汽车行业发展保持相关性，会受到宏观经济周期、下游需求景气度影响，具备一定周期性。但是轮胎作为存量汽车的必选消费品，又具备一定消费属性，一定程度上具备了独立于汽车行业景气度的消费刚性。根据华经产业研究院、米其林年报数据，2021年全球轮胎替换市场需求约11.54亿条，配套市场需求约3.56亿条，替换市场是轮胎下游的主要需求。

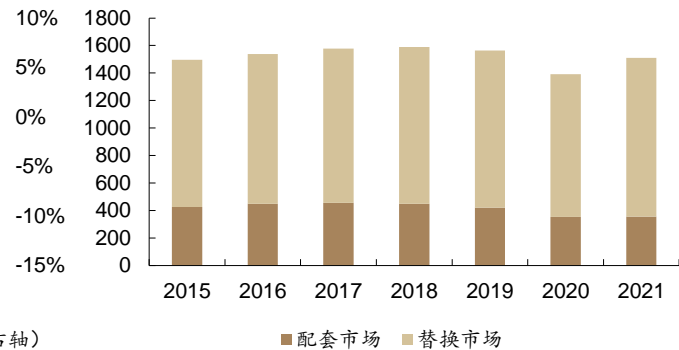
图：全球轮胎销售额情况



图：全球轮胎销量情况



图：全球乘用车轮胎市场结构拆分 (百万条)

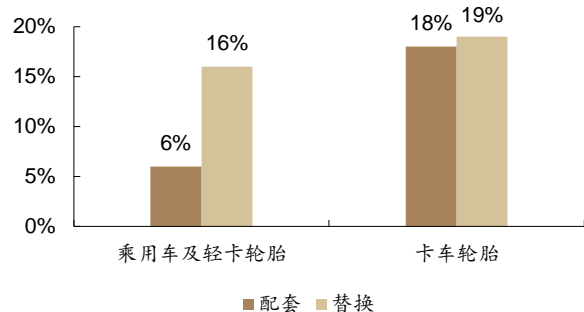


资料来源：中商情报网、华经产业研究院、轮胎商业、米其林年报，德邦研究所

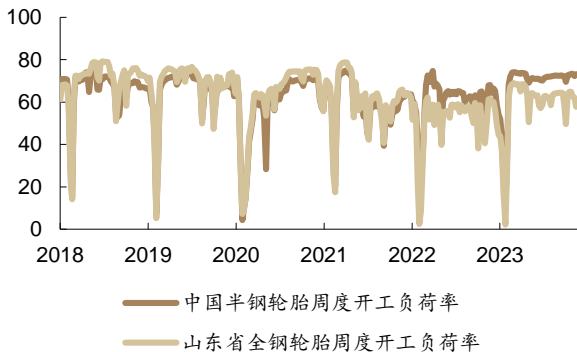
1.1 轮胎：开工率提升，国内配套及替换需求恢复显著

- **汽车产量增长驱动国内轮胎配套需求增长。**根据Wind及中国汽车工业协会数据，2023年1-11月中国乘用车产量为2344.1万辆，同比增长7.96%。1-11月中国商用车产量367.1万辆，同比增长25.41%。随着下游汽车产量增长，国内轮胎配套需求呈现显著复苏态势。
- **国内经济回暖，国内轮胎需求显著恢复。**根据米其林半年报，2023年上半年中国乘用车及轻卡轮胎配套需求增长6%、替换需求增长12%。卡车轮胎配套需求增长18%、替换需求增长19%。
- **需求向好，国内轮胎开工率维持高水平。**根据卓创资讯数据，截至11月23日，中国半钢胎周度开工负荷率为72.9%，同比增长4.9pct；山东省全钢胎周度开工率负荷率61.1%，同比基本持平。

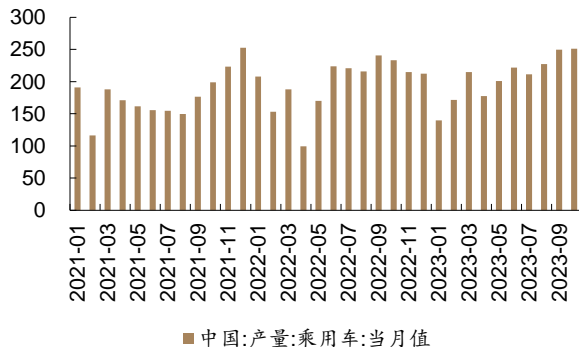
图：2023H1中国乘用车和轻卡、卡车轮胎需求变化



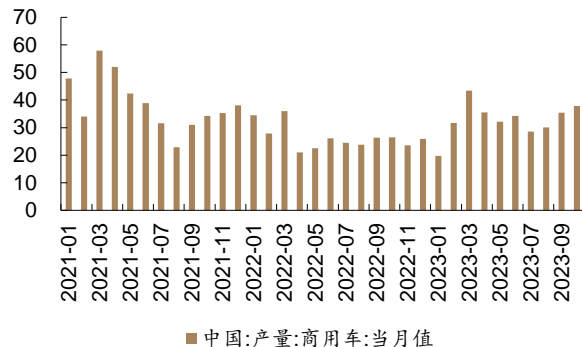
图：中国半钢胎及山东全钢胎开工率情况 (%)



图：中国乘用车月度产量情况 (万辆)



图：中国商用车月度产量情况 (万辆)

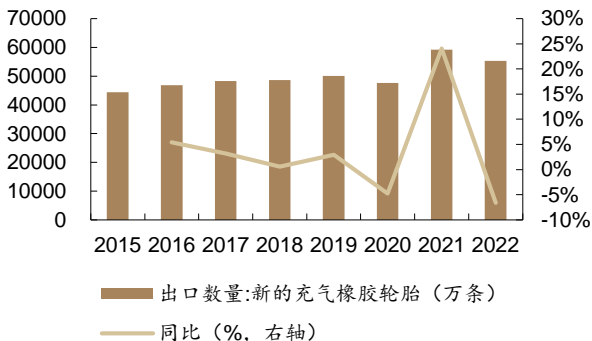


资料来源：卓创资讯、Wind、米其林半年报、中国汽车工业协会，德邦研究所

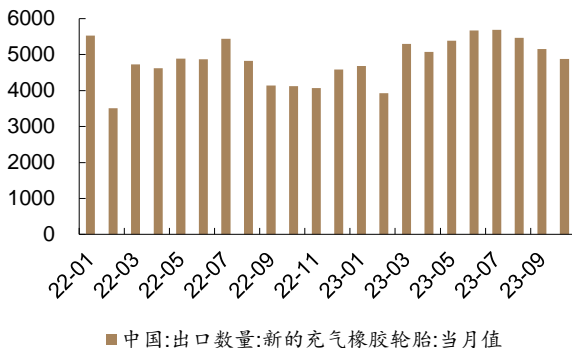
1.1 轮胎：海外库存去化，中国轮胎出口向好

- 22年受欧美通胀压力、海外经销商库存积压，抑制中国出口需求。**根据Wind及海关总署数据，2022年中国共实现新的充气橡胶轮胎出口量5.53亿条，同比下降6.6%。根据森麒麟年报分析，欧美通胀压力较大影响终端需求。2022年下半年，海运周期恢复正常、海运转速度加快，海外轮胎经销商高价库存抑制下单需求，需要一定时间去化库存。
- 随着海外库存去化，23年中国轮胎出口向好。**根据Wind及海关总署数据，2023年1-10月中国新的充气橡胶轮胎累计出口5.12亿条，同比增长9.8%。2023年国内轮胎出口数据向好，印证随着经销商库存逐渐消耗，海外轮胎需求开始回暖。
- 代表性国家美国轮胎进口数据逐月向好。**以海外轮胎代表性消费国家美国为例，根据Wind数据，2023年9月美国轮胎进口量为2213.28万条，同比增长2.3%，较年初增长17.4%，轮胎进口数据逐月向好。

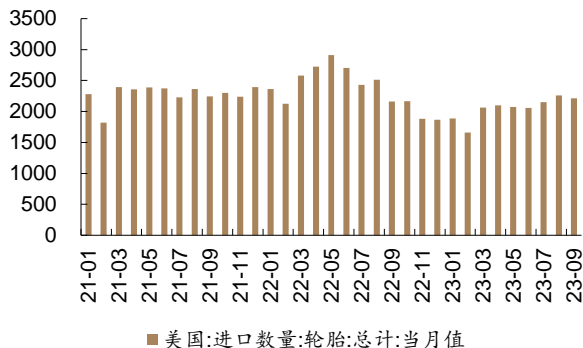
图：中国轮胎年度出口量（万条）



图：中国轮胎月度出口量（万条）



图：美国轮胎进口情况（万条）

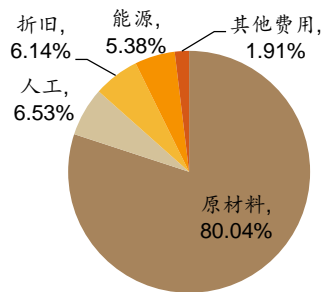


资料来源：Wind、海关总署，德邦研究所

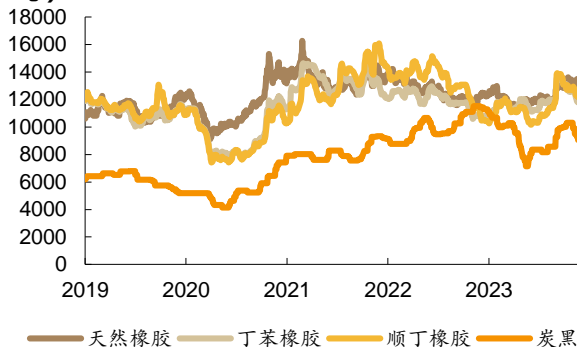
1.1 轮胎：原材料价格下降，带动轮胎盈利改善

- **原材料成本是轮胎的主要成本构成，对轮胎盈利有较大影响。**根据赛轮轮胎2022年年报数据，轮胎产品成本中原材料成本占比为80.04%，是最大的成本构成项，原材料价格波动将对轮胎盈利造成较大影响。
- **原材料价格有所回落，带动盈利空间打开。**根据百川盈孚数据，2023年以来随着全球能源价格下行、大宗商品价格回落，轮胎主要原材料天然橡胶、顺丁橡胶、丁苯橡胶、炭黑等价格均有所回落。截至11月24日，价格分别为13091、12187、11763、9047元/吨，而2022H1均价分别为13174、14049、12430、9486元/吨。随着轮胎主要原材料价格回落，轮胎行业盈利空间有望打开。
- **轮胎上市公司毛利率逐季提高。**根据Wind数据，2023年以来轮胎上市公司毛利率总体呈现逐季度提高的趋势，印证轮胎行业盈利的修复趋势。

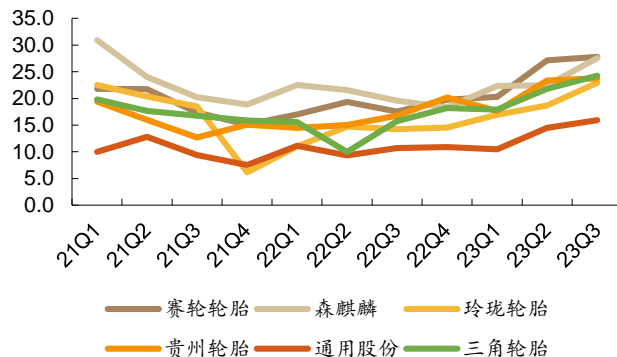
图：2022年赛轮轮胎成本结构拆分



图：轮胎主要原材料价格情况（元/吨）



图：轮胎企业单季度销售毛利率（%）

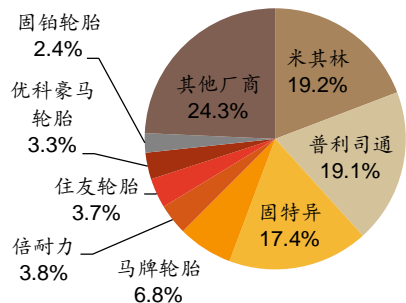


资料来源：百川盈孚、Wind，赛轮轮胎2022年年报，德邦研究所

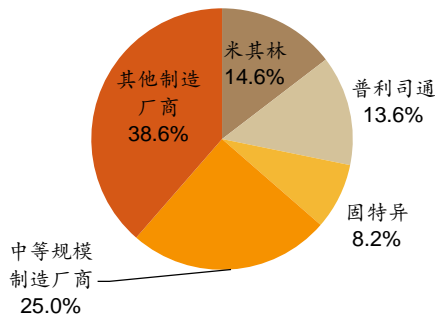
1.1 轮胎：中国轮胎企业快速崛起，抢占市场份额

- **三巨头市场份额明显下滑，中国企业快速崛起。**近年来轮胎三巨头普利司通、米其林和固特异市场份额下降显著。根据米其林年报援引轮胎商业数据，2003年，普利司通、米其林和固特异三家合计市占率达到55.7%。2022年，三巨头合计市占率已下滑至36.4%。
- **中国企业快速崛起。**经过十几年的快速成长，中国企业综合实力不断增强。2023年轮胎商业发布的全球轮胎75强榜单中，来自于中国大陆及中国台湾地区的轮胎企业总数达到36家，相较于2021、2022年的30、34家稳步提升。来自中国大陆及中国台湾地区的中策轮胎、正新橡胶、赛轮轮胎、玲珑轮胎进入全球轮胎企业前20强。

图：2003年全球轮胎市场份额情况



图：2022年全球轮胎市场份额情况



表：2023年全球轮胎75强榜单（亿美元）

排名	企业名称	国家/地区	2022年销售额
1	米其林	法国	282.60
2	普利司通	日本	266.00
3	固特异	美国	178.92
4	大陆集团	德国	124.20
5	住友橡胶	日本	71.60
6	倍耐力	意大利	69.57
7	韩泰轮胎	韩国	63.10
8	优科豪马	日本	57.45
9	中策橡胶	中国大陆	41.76
10	正新橡胶	中国台湾	36.77
11	东洋轮胎	日本	34.70
12	赛轮集团	中国大陆	32.94
13	阿波罗	印度	31.37
14	MRF	印度	28.76
15	佳通轮胎	新加坡	28.40
16	锦湖轮胎	韩国	27.59
17	玲珑轮胎	中国大陆	24.65
18	耐克森	韩国	21.35
19	JK轮胎	印度	18.71
20	诺记轮胎	芬兰	17.65

资料来源：车轱辘网、轮胎商业、米其林年报，德邦研究所

1.1 轮胎：布局海外应对贸易壁垒，产能释放驱动成长

- **美国对海外轮胎企业征收“双反”税率，国内轮胎企业布局海外基地应对贸易壁垒。**随着贸易壁垒加剧、美国对海外轮胎企业征收高额反倾销、反补贴税率，国内轮胎企业纷纷前往东南亚、塞尔维亚、摩洛哥等税率较低地区建厂。随着海外产能释放，国内轮胎企业成长性凸显。

表：亚洲各地区、国家双反税率情况

国家及地区	企业	反倾销税率	反补贴税率
越南	赛轮轮胎	0%	6.23%
	建大轮胎	0%	6.46%
	普利司通	0%	6.46%
	锦湖轮胎	0%	7.89%
	优科豪马	0%	6.46%
	其他	22.30%	6.46%
泰国	玲珑轮胎	21.09%	
	住友橡胶	14.62%	
	其他	17.08%	
韩国	韩泰轮胎	27.05%	
	耐克森轮胎	14.72%	
	其他	21.74%	
中国台湾	正新轮胎	20.04%	
	南港轮胎	101.84%	
	其他	84.75%	

表：部分中国企业在海外建厂设计产能情况（产能情况截至2022年年报）

企业	国家	半钢胎（万条）	全钢胎（万条）	非公路轮胎（万吨）	未来规划
赛轮轮胎	越南	1600	260	10	
	柬埔寨	900	165		新规划600万条半钢胎产能
	ACTR		265		
玲珑轮胎	泰国	1500	220		
	塞尔维亚	1200	160		
森麒麟	泰国	1600	200		
	西班牙				规划1200万条半钢胎产能
	摩洛哥				规划两期合计1200万条半钢胎产能
通用股份	泰国	600	130		
	柬埔寨				规划500万条半钢胎产能、90万条全钢胎产能
贵州轮胎	越南		120		规划95万条高性能全钢胎产能

资料来源：各公司2022年年报、中国轮胎商务网，德邦研究所

1.1 赛轮轮胎：结构全、规模大，行业景气时弹性高

- **核心亮点一：公司产品囊括全钢、半钢、非公路轮胎，“东方不亮西方亮”，抗风险能力强**
 - **公司是国内轮胎行业龙头企业，轮胎产品覆盖全面。**公司的轮胎产品主要分为半钢子午线轮胎、全钢子午线轮胎和非公路轮胎，广泛应用于轿车、轻型载重汽车、大型客车、货车、工程机械等多个领域。公司拥有赛轮、黑鹰、迈驰等多个品牌，通过多层级的品牌体系满足不同市场的需求。公司产品结构全面，抗风险能力强，不论全钢、半钢、非公路轮胎哪方面景气高，公司都将有所受益。
 - **公司深耕非公路轮胎，巨胎产品优势显著。**公司非公路产品规格系列全、品质优，巨胎、矿卡等产品行业领先，国内外客户认可度高。公司在国内已与同力重工、徐工集团、三一重工、海螺集团、中国神华等公司进行合作，在国外已成功配套卡特彼勒、约翰迪尔、凯斯纽荷兰等公司。公司49吋及以上规格的巨型非公路轮胎产品优势显著。

表：赛轮轮胎主要产品

轮胎类型	产品细分系列	用途
半钢胎	轿车轮胎、SUV/越野轮胎、补气保用系列、LTR系列等	主要用于轿车、越野车、轻型载重汽车及小吨位拖挂车上轮胎的配套和替换
全钢胎	中长途耐磨系列、中短途耐磨系列、中短途耐磨系列、中长途载重系列、中短途载重系列、工矿系列、轻卡系列、冬季胎系列	主要用于大型客车、货车的配套及替换
非公路轮胎	非公路用胎、建筑用途、物料搬运用胎和林业用途等	主要用于矿山、码头、装载等车辆上轮胎的配套及替换

资料来源：赛轮轮胎2022年年报、赛轮轮胎公开发行可转换公司债券募集说明书，德邦研究所

图：公司轮胎产品



1.1 赛轮轮胎：结构全、规模大，行业景气时弹性高

■ 核心亮点二：海内外多地布局生产基地，产能释放驱动成长

➢ 根据公司2022年年报，公司目前拥有全钢胎设计产能1540万条/年、半钢胎设计产能6800万条/年、非公路轮胎设计产能17.69万吨/年。公司规划建设青岛董家口“年产3000万套高性能子午胎与15万吨非公路轮胎”及“年产50万吨功能化新材料（一期20万吨）”项目。2023年1月，公司对青岛工厂非公路轮胎项目进行技术改造，该项目将全部生产49吋及以上规格的巨型非公路轮胎。未来公司产能将稳健提升，驱动公司成长。

■ 核心亮点三：“液体黄金”轮胎打造公司品牌力

➢ “液体黄金”新材料由怡维怡橡胶研究院研发，能同时提高轮胎的滚动阻力、耐磨性能、抗湿滑性能，打破轮胎魔鬼三角定律。公司持续加大液体黄金轮胎推广力度，2022年6月公司在国内首发液体黄金轮胎乘用车系列产品，并同步在天猫平台上线销售。2023年2月，公司在国内线下门店推出了新能源EV、豪华驾享、都市驾驭及超高性能四大系列液体黄金乘用车轮胎新品，可覆盖目前市场中高端主流车型。随着液体黄金轮胎不断推广，公司品牌力有望受益。

表：公司各基地生产产能及开工率情况

生产基地	产品	设计产能	实际产能	产能利用率	在建产能	预计时间
青岛工厂	全钢	350	320	69.35%	30	2023年
	半钢	1000	1000	64.48%		
	非公路轮胎	6	5.6	94.64%	0.4	2023年
东营工厂	半钢	2700	2400	67.59%	300	2023年
沈阳工厂	全钢	500	450	70.63%	50	2023年
越南工厂	全钢	260	160	91.54%	100	2023年
	半钢	1600	1200	58.99%	400	2023年
	非公路轮胎	10	6	73.33%	4	2023年
ACTR	全钢	265	265	94.09%		
潍坊工厂	半钢	600	160	20.02%		
	非公路轮胎	1.69	0.86	79.07%	0.83	2023年
柬埔寨工厂	全钢	165			165	2023年
	半钢	900	400	85.16%	500	2023年

资料来源：赛轮轮胎2022年年报，德邦研究所

1.1 森麒麟：受益税率下降，率先布局欧洲/非洲基地

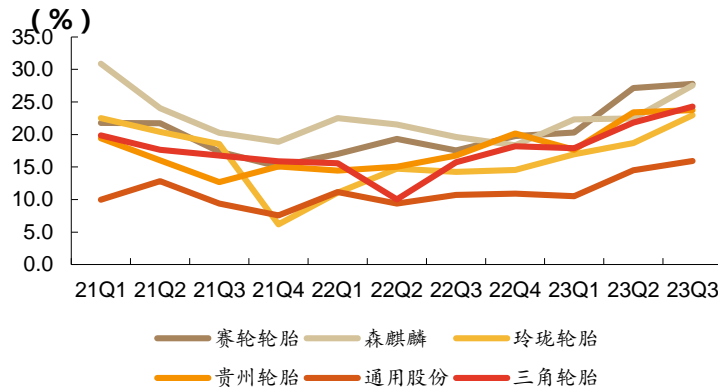
- 核心亮点一：美国对泰国半钢胎反倾销复审初裁结果出炉，公司反倾销税率有望大幅下降。** 根据公司公告，美国商务部对泰国乘用车和轻卡轮胎反倾销调查第一次年度行政复审初裁结果出炉，森麒麟泰国复审初裁单独税率为1.24%，较目前正在执行的17.06%的原审税率大幅下降。税率下降有助于公司盈利能力提升、提高公司产品出口时的性价比竞争力。
- 核心亮点二：布局西班牙、摩洛哥基地，全球化布局再下一子。** 根据公司公告，森麒麟在西班牙规划1200万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目，在摩洛哥规划一期、二期各自600万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目，公司全球化布局再下一城。
- 核心亮点三：制造智能化程度高，毛利率居于行业前列。** 根据公司公告，公司是较早推行智能制造的企业，从智能中央控制系统、智能生产执行系统、智能仓储物流系统、智能检测扫描系统、智能调度预警系统五个主要模块，打造覆盖研发及设计、生产制造及检测、仓储及信息化管理的智慧工厂物联网体系。受益较高的智能化，公司2023年三季度销售毛利率为27.5%，居于行业前列。

表：森麒麟海外基地布局情况

地区	项目	产能规模	项目情况
青岛	青岛工厂	1200万条半钢胎产能	已建成
泰国	泰国一期	1000万条半钢胎产能	已建成
	泰国二期	600万条半钢胎、200万条全钢胎产能	已建成
西班牙	西班牙工厂	1200万条半钢胎产能	规划/建设中
摩洛哥	摩洛哥一期	600万条半钢胎产能	规划/建设中
	摩洛哥二期	600万条半钢胎产能	规划/建设中

资料来源：Wind、森麒麟2022年年报、森麒麟公司公告，德邦研究所

图：森麒麟销售毛利率居于行业前列



1.1 通用股份：布局海外双基地，业绩有望迎来释放期

- 核心亮点一：泰国、柬埔寨海外双基地成型，有望驱动公司业绩成长。** 根据公司2023年半年报，公司积极建设中国、泰国、柬埔寨三大生产基地。截至2023年中报，泰国工厂已具备年产130万条全钢胎和600万条半钢胎的产能规模，凭借优质产品和服务，订单持续超现有产能。公司柬埔寨生产基地于5月22日正式开业，已达成与美国、巴西等多家头部客户的战略合作，目前已实现产品量产发货。公司预计2024年下半年有望实现全面达产。
- 核心亮点二：公司有望受益于泰国反倾销税率下降。** 根据公司公告，2023年7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初裁结果出炉，森麒麟泰国复审初裁单独税率为1.24%，住友轮胎（泰国公司）初裁单独税率为6.16%，其他泰国出口美国的轮胎企业初裁税率为4.52%。此前公司执行17.06%税率。若最终反倾销税率下降落实，公司泰国基地有望受益于税率下降。

表：森麒麟海外基地布局情况

厂区/项目	设计产能	产能利用率	在建产能	在建产能预计完工时间
半钢轮胎项目	600万条	55.42%	300万条半钢子午线轮胎	建设中
120万条高性能智能化全钢子午胎建设项目	120万条	40.62%	—	—
泰国高性能子午胎项目	130万条全钢子午线轮胎	106.71%	30万条全钢子午线轮胎	预计2023年上半年
泰国高性能子午胎项目	600万条半钢子午线轮胎	74.49%	—	—
柬埔寨项目	90万条全钢子午线轮胎	—	90万条全钢子午线轮胎	预计2024年年末
柬埔寨项目	500万条半钢子午线轮胎	—	500万条半钢子午线轮胎	预计2024年年末

资料来源：通用股份2022年年报、通用股份2023年中报、中国轮胎商务网、中国贸易救济信息网，德邦研究所

图：越南、泰国、柬埔寨出口美国双反税率情况

国家及地区	企业	反倾销税率	反补贴税率
越南	赛轮轮胎	0%	6.23%
	建大轮胎	0%	6.46%
	普利司通	0%	6.46%
	锦湖轮胎	0%	7.89%
	优科豪马	0%	6.46%
	其他	22.30%	6.46%
泰国	玲珑轮胎	21.09%	—
	住友橡胶	14.62%	—
	其他	17.08%	—
柬埔寨	—	0%	0%



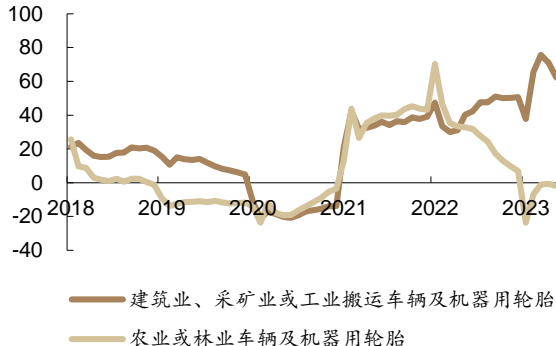
1.1 贵州轮胎：深耕全钢/非公路胎，海内外双基地成型

- **核心亮点一：公司深耕全钢胎及非公路轮胎，充分享受行业高景气度。**根据公司公告，公司主营卡客车全钢胎及非公路轮胎，截至2022年年末拥有920万条产能。2023年以来非公路轮胎及全钢胎保持高景气。根据米其林半年报，2023年上半年中国全钢胎配套需求增长18%、替换需求增长19%。根据Wind数据，2023年1-9月中国工程机械累计出口金额同比增长13.9%，带动非公路配套需求。2023年1-10月中国建筑业、采矿业或工业搬运车辆及机器用轮胎累计出口金额同比增长44.31%，农业或林业车辆及机器用轮胎同比下降6.12%。公司充分受益非公路胎及全钢胎行业的高景气。
- **核心亮点二：越南工厂利润逐渐兑现，海内外双基地成型。**根据公司公告，公司越南一期布局全钢胎产能120万条。2022年实现净利润-920.36万元、2023年上半年实现净利润5964.43万元，越南工厂利润已随着产能爬坡逐步兑现，公司海内外基地成型。
- **核心亮点三：产能有序扩张，打造自身成长性。**根据公司公告，公司在建国内“年产38万套全钢工程子午线轮胎智能制造项目”、越南“年产95万条高性能全钢子午线轮胎项目”。公司产能有序扩张，打造自身成长性。

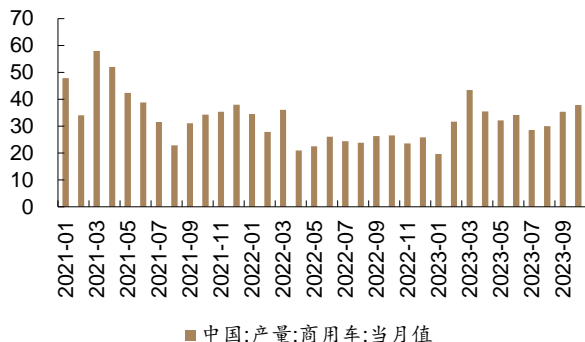
图：中国工程机械出口金额累计同比（%）



图：中国非公路轮胎出口金额累计同比（%）



图：中国商用车月度产量（万辆）

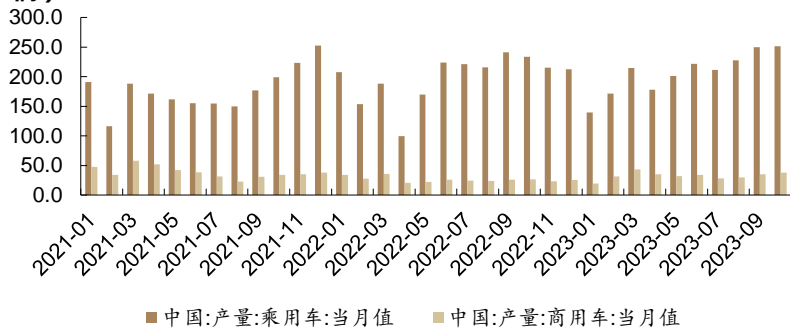


资料来源：贵州轮胎2022年年报、贵州轮胎2023年半年报、贵州轮胎可转换债券募集说明书、Wind，德邦研究所

1.1 玲珑轮胎：配套/零售并驾齐驱，稳步推进全球布局

- 核心亮点一：公司坚持配套与零售并驾齐驱。**公司坚持配套与零售共同发展。根据公司2022年年报，公司已为大众、奥迪、宝马、通用、福特、本田等全球60多家主机厂的200多个生产基地提供配套服务，进入全球10大车企其中7家的配套体系，连续多年位居国内轮胎配套第一。此外公司新能源轮胎配套整体市占率超过22%，稳居中国轮胎企业第一。
- 汽车产量增长驱动公司轮胎配套业务增长。**根据Wind及中国汽车工业协会数据，2023年1-11月中国乘用车产量为2344.1万辆，同比增长7.96%。1-11月中国商用车产量367.1万辆，同比增长25.41%。

图：中国乘用车、商用车月度产量情况（万辆）



资料来源：玲珑轮胎官网、玲珑轮胎2022年年报、Wind、中国汽车工业协会，德邦研究所

图：公司已实现配套的汽车品牌

配套中国品牌

● 乘用车



● 商用车&工程车



配套外资及合资品牌

● 乘用车



● 商用车&工程车



1.1 玲珑轮胎：配套/零售并驾齐驱，稳步推进全球布局

- 核心亮点二：稳步推进“7+5”战略，各基地产能稳健扩张，保障公司长期成长性。**根据2022年年报，公司目前轮胎设计产能为12056万套，达产产能为8436万套。目前公司德州基地扩建120万套/年产能、湖北基地三期半钢产能、吉林基地一期半钢产能预计将于2023年完工，塞尔维亚基地预计将于2023年开始试生产。未来随着公司各基地新产能继续释放，公司长期成长性有保障。

表：公司各基地生产产能及开工率情况（单位：万套，截至2022年年报）

生产基地	产品	设计产能	达产产能	产能利用率	在建产能预计完工时间
招远	乘用车及轻卡胎	3000	3000	92%	
	卡客车胎	585	585	56%	
	非公路胎	25	25	65%	
德州	乘用车及轻卡胎	1000	700	85%	
	卡客车胎	320	220	76%	扩建120万套/年产能完工时间为2023年
泰国	乘用车及轻卡胎	1500	1500	61%	
	卡客车胎	220	220	89%	
广西	非公路胎	6	6	103%	
	乘用车及轻卡胎	1000	1000	93%	
湖北	卡客车胎	200	200	31%	
	乘用车及轻卡胎	1200	700	71%	三期半钢产能完工时间为2023年
吉林	卡客车胎	240	180	31%	
	乘用车及轻卡胎	1200			一期半钢产能完工时间为2023年
塞尔维亚	卡客车胎	200	100	21%	
	乘用车及轻卡胎	1200			2023年试生产
合计	卡客车胎	160			2023年批量生产
		12056	8436	78%	

图：公司“7+5”全球布局战略情况

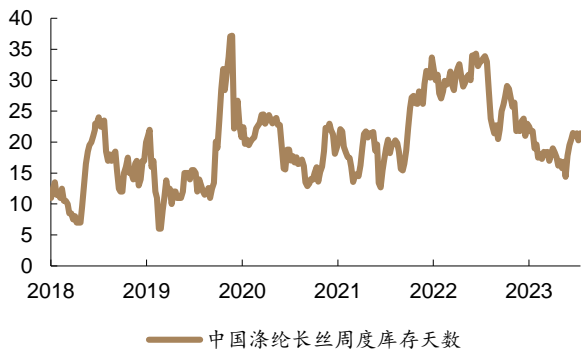


资料来源：玲珑轮胎官网、玲珑轮胎2022年年报，德邦研究所

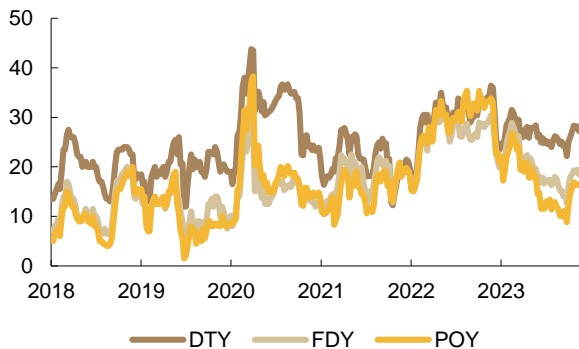
1.2 涤纶长丝：产业链库存已去化至较低水平

- 目前涤纶长丝库存已去化至较低水平。**涤纶长丝库存在2023年以来处于去库过程中，目前行业库存较2022年高点已经显著下降，且处于历史中位水平，行业库存压力骤减，处于合理水平。根据卓创资讯、Wind数据，截至11月23日，中国涤纶长丝周度库存天数为21.4天，较去年同期的33.9天下降明显，较去年2月29.1天的高点去化也较为显著。江浙涤纶长丝POY、FDY、DTY周度库存天数为16.7、19.4、28.2天，较去年同期的33.8、30.4、36.4天下降明显。当前涤纶长丝库存已去化至合理水位。
- 产业链下游纺服行业库存也有显著去化。**根据Wind数据，截至2023年9月，中国纺织服装、服饰业产成品存货为1004.3亿元，同比下降2.70%，较2022年9月1042.7亿元的高点大幅下降，目前纺织服装、服饰业产成品存货处于历史较为合理水平。在上游涤纶长丝库存去化至较低水平、下游纺织服装行业库存亦下降显著的背景下，我们认为当前行业库存压力有效减小，有助于需求的合理释放。

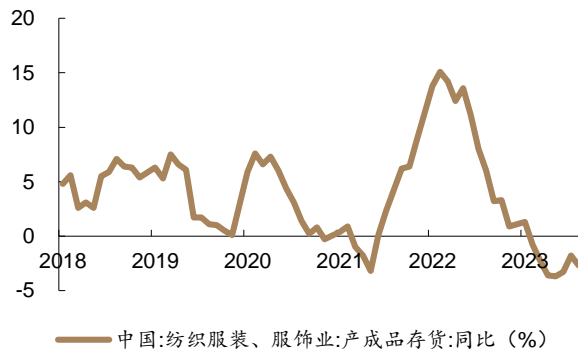
图：中国涤纶长丝周度库存天数（天）



图：江浙涤纶长丝周度库存天数（天）



图：中国纺织服装、服饰业产成品存货同比变化

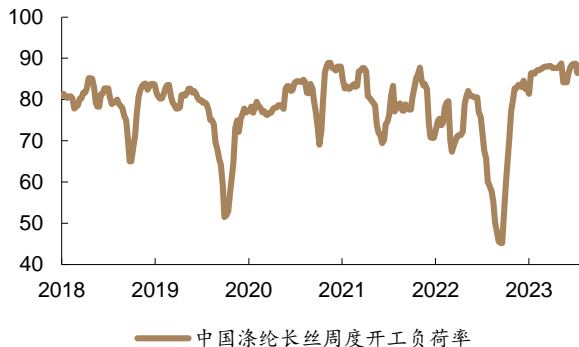


资料来源：卓创资讯、Wind，德邦研究所

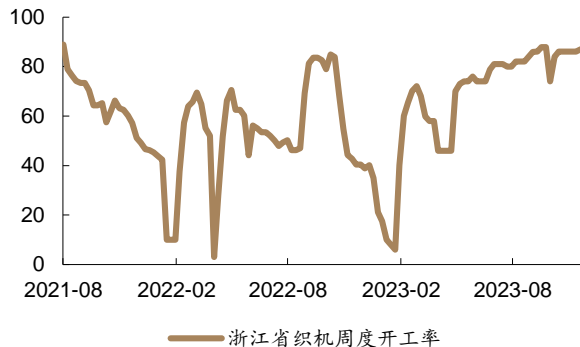
1.2 涤纶长丝：产业链维持较高开工率

- 当前涤纶长丝开工率处于高位，印证当前涤纶长丝企业订单充足、生产向好。**根据卓创资讯数据，截至11月23日，中国涤纶长丝周度开工负荷率为88.03%，较去年同期提升22.35pct，较年初的48.14%回升显著。当前涤纶长丝环节维持较高开工率，印证涤纶长丝目前需求较高，企业订单较为充足。
- 当前下游纺织需求向好，下游织机开工率维持较高水平。**根据卓创资讯数据，截至11月23日，浙江省织机周度开工率为87%，较去年同期大幅提升46.64pct。江苏省织机周度开工率为78.8%，较去年同期大幅提升33.72pct。产业链上下游均处于较高开工率水平，侧面印证当前产业链景气度较前期已有大幅改善。

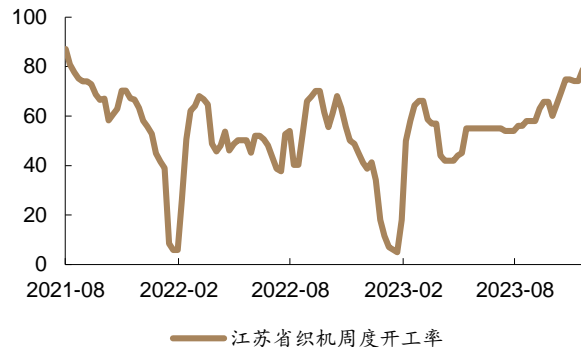
图：中国涤纶长丝周度开工负荷率（%）



图：浙江省织机周度开工率（%）



图：江苏省织机周度开工率（%）

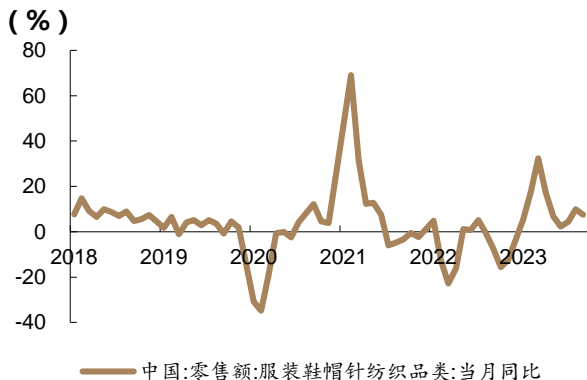


资料来源：卓创资讯，德邦研究所

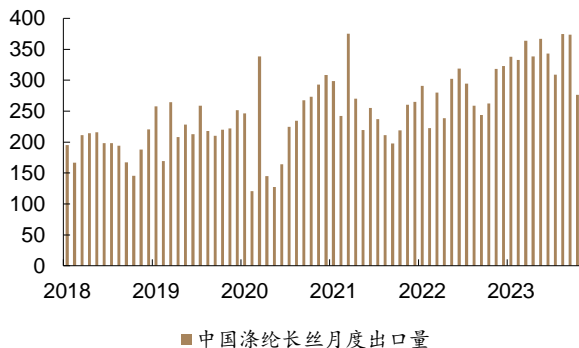
1.2 涤纶长丝：直接出口向好，国内纺服需求率先复苏

- 国内终端纺织服装需求已呈现回暖态势。**随着疫情影响消散、国内经济复苏、需求得到释放，国内纺织服装需求率先迎来复苏。根据Wind数据，2023年10月中国服装鞋帽针纺织品类零售额同比增长7.5%，呈现向好态势。1-10月中国服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额为11126.4亿元，同比增长10.2%，也超过了2021年同期的10861.3亿元。
- 2023年上半年涤纶长丝出口向好。**根据卓创资讯数据，2023年1-10月中国涤纶长丝累计出口量约为341.63万吨，较2022年1-10月的271.23万吨同比大幅增长26.0%。2023年中国涤纶长丝出口旺盛，成为中国国内纺织需求回暖之外的另一大利好。
- 海外需求仍待恢复，出口存在一定压力。**根据Wind数据，2023年1-11月中国纺织纱线累计出口金额同比下降8.5%，1-11月服装及衣着附件累计出口金额同比下降8.6%。国内纺服出口数据仍然偏弱，主要是受限于海外需求尚未完全恢复，海外需求彻底恢复仍需要一定时间。

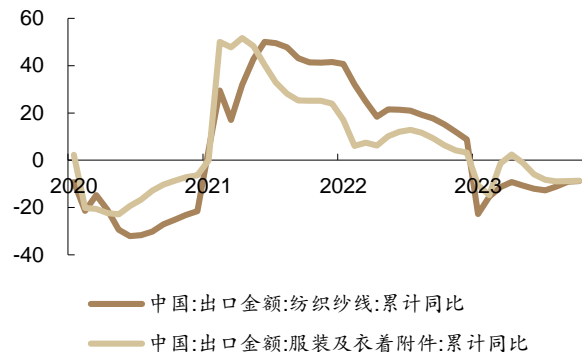
图：中国服装鞋帽针纺织品类零售额月度同比



图：中国涤纶长丝月度出口量（千吨）



图：中国纺织纱线、服装衣着附件出口金额情况（%）

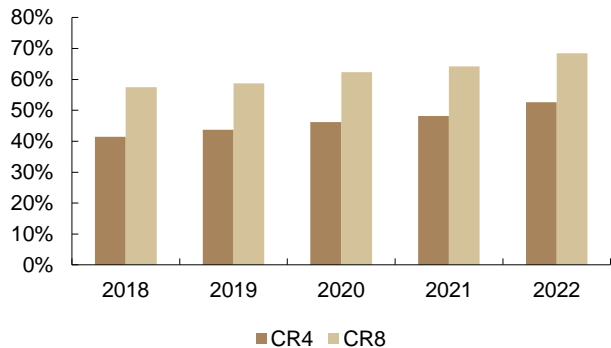


资料来源：Wind、卓创资讯，德邦研究所

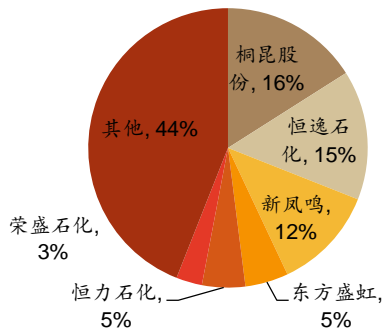
1.2 涤纶长丝：行业集中度提升，固定资产投资放缓

- 国内涤纶长丝行业已形成较为集中的行业格局，头部企业具有较强话语权。**目前我国涤纶长丝已形成较为集中的行业格局，且行业集中度不断提升。根据百川盈孚数据，2022年中国涤纶长丝行业CR4、CR8分别为52.60%、68.44%，较2018年的41.39%、57.42%提升显著。根据思瀚产业研究院数据，截至2021年，行业前六企业分别是桐昆股份（16%）、恒逸石化（15%）、新凤鸣（12%）、东方盛虹（5%）、恒力石化（5%）、荣盛石化（3%）。
- 化学纤维行业投资节奏有所放缓。**根据Wind数据，2023年1-10月中国化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比下降9.7%，今年以来化纤行业固定资产投资完成额持续维持同比降幅。我们认为当前化纤、涤纶行业新产能投放增速放缓，趋于理性。随着需求回暖、库存低位，以及供给端投资放缓，未来涤纶长丝行业格局有望向好。

图：中国涤纶长丝行业集中度情况



图：2021年中国涤纶长丝竞争格局情况



图：中国化学纤维制造业固定资产投资完成额情况（%）

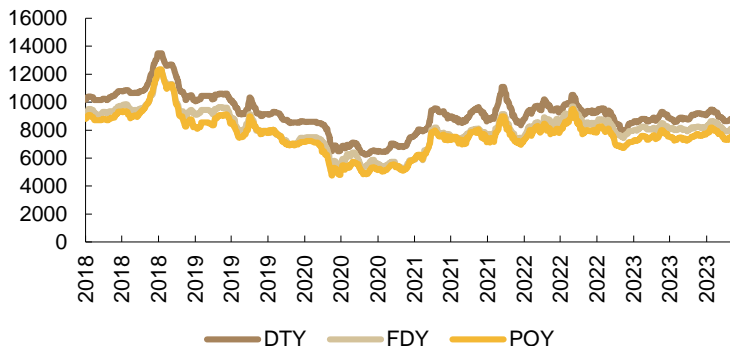


资料来源：百川盈孚、思瀚产业研究院、Wind，德邦研究所

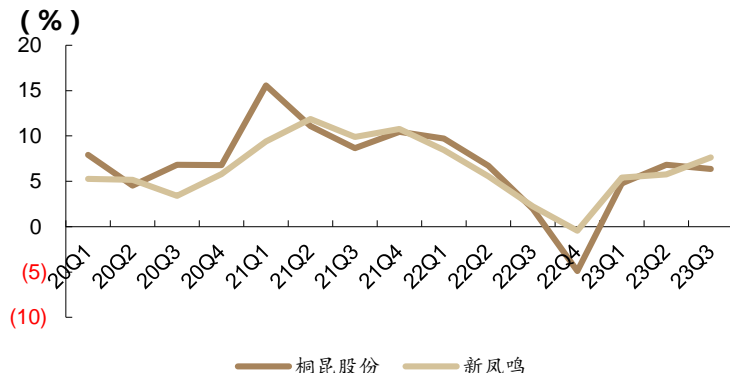
1.2 涤纶长丝：看好低库存、需求回暖共振下价格回暖

- 当前涤纶长丝价格回暖，处于历史中下游水平。**根据卓创资讯数据，截至11月24日，涤纶长丝POY、FDY、DTY价格分别为7500、8100、8825元/吨，价格分别较去年同期上涨11.1%、8.0%、9.6%，较年初分别上涨3.1%、1.3%、2.0%，分别处于历史36%、42%、36%分位。当前涤纶长丝受益需求回暖、供给端投资放缓，价格较去年同期、以及年初有一定上涨，价格仍处于历史中游偏下水平，有继续修复空间。
- 长丝企业毛利率修复显著。**根据Wind数据，23Q3桐昆股份、新凤鸣销售毛利率分别为6.36%、7.64%，较22Q3分别同比提升4.42pct、5.42pct。
- 我们看好后续涤纶长丝价格回暖。**当前涤纶长丝产业链上下游库存均已去化至较低水平，且产业链上下游环节开工率均处于较高水平，一定程度上印证当前生产企业订单充足。目前涤纶长丝出口需求向好，终端纺织服装业内需已率先复苏，海外需求仍需一定时间好转。我们看好后续海外需求也转好后，库存低位、需求回暖、格局向好等多重因素共振，驱动涤纶长丝价格及盈利回暖。

图：中国涤纶长丝日度价格情况（元/吨）



图：中国涤纶长丝相关企业单季度销售毛利率情况



资料来源：卓创资讯、Wind，德邦研究所



1.2 桐昆股份、新凤鸣：长丝龙头，有望受益行业复苏

◆ 桐昆股份：产能规模行业第一，产业链一体化配套全面

- **公司产能扩张较多，产能规模居于行业第一。**2023年上半年是长丝投产较为集中的时间段，行业聚酯长丝直纺投放量为311万吨，其中公司投产 210万吨，占新投产比重约70%。截至2023年中报，公司合计拥有1120万吨聚合产能、1170万吨长丝产能，长丝产能及产量位列行业第一。
- **公司产业链一体化配套全面。**公司除在涤纶长丝生产环节占据规模优势，也致力于外延内伸，打造产业链一体化。公司向上游延伸参股投资浙石化20%股权，在PTA方面，公司子公司嘉兴石化以及嘉通能源合计PTA产能达到1020万吨，目前已实现PTA原材料自给自足。公司已形成炼化-PTA-聚酯-纺丝-加弹-纺织全产业链布局。

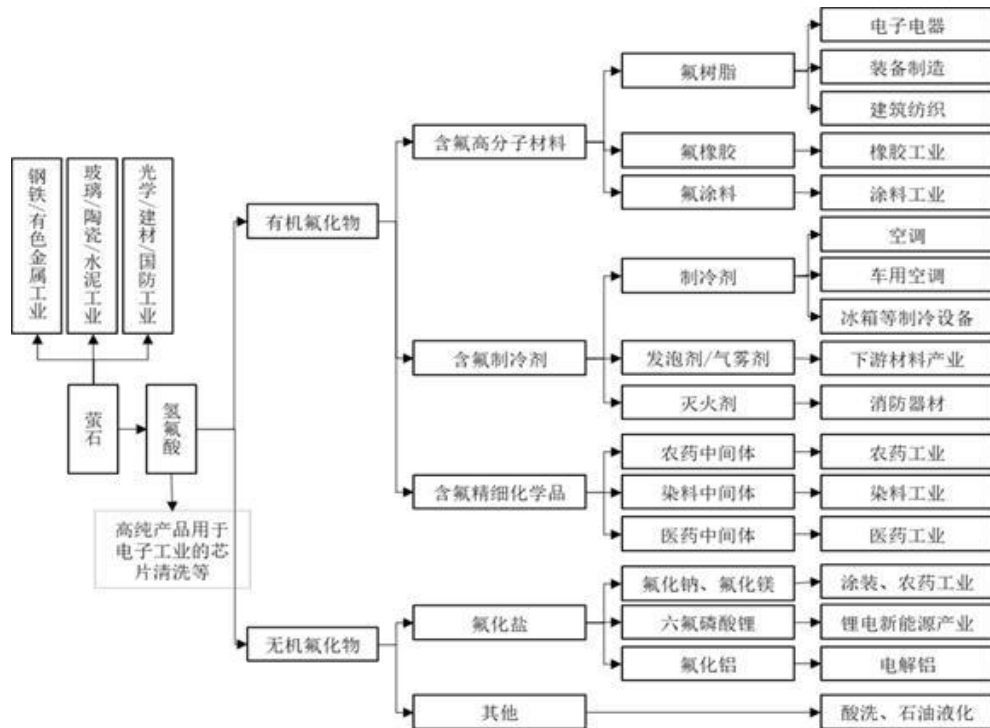
◆ 新凤鸣：产能规模行业前三，打造PTA-聚酯一体化基地

- **产能规模行业前三，2023年新投产40万吨产能。**根据公司公告，近年来按涤纶长丝年产量计公司稳居国内民用涤纶长丝行业前三。公司2023年8月19日在徐州基地投产40万吨新涤纶长丝产能。截至2023年中报，公司已拥有民用涤纶长丝产能740万吨，以及涤纶短纤产能120万吨。
- **打造PTA-聚酯一体化基地，巩固公司成本优势。**随着公司聚酯产能和一体化建设的不断发展，公司拥有从上游 PTA 对下游涤纶长丝较为垂直、完善的供应体系，保证公司稳定的原材料供应，完善公司产业结构，降低原材料价格波动对公司生产经营的影响。公司 PTA 扩产项目也在持续推进中，目前已规划了540万吨的 PTA 项目，预计到2026年上半年，公司PTA产能将达到1000万吨，公司独山能源PTA基地也将成为规模性的PTA-聚酯一体化基地，巩固公司成本优势。

1.3 制冷剂：氟化工四大产品体系，国际公约推动迭代

- 氟碳化学品是氟化工四大类产品体系：无机氟化物、氟碳化学品、含氟聚合物、含氟精细化学品中重要门类之一。广泛应用于大规模商业化的制冷剂、发泡剂、气雾剂、灭火剂、清洗剂和含氟聚合物单体原料用途等领域。近些年全球每年氟碳化学品用量约250万吨，其中原料用途110万吨，制冷剂95万吨，发泡剂35万吨，气雾剂5万吨，溶剂2万吨，灭火剂2万吨。
- 强力国际公约推动氟碳化合物迭代。根据衡量环保性的重要指标臭氧层消耗潜值（ODP：以CFC-11的臭氧破坏影响作为臭氧层消耗潜值的基准）和全球变暖潜值（GWP：以CO2作为参照气体并设定其气候变暖潜值为1），氟碳化学品可划分为四代：氟氯烃（CFCs，第一代）、氢氟氯烃（HCFCs，第二代）、氢氟烃（HFCs，第三代）、氢氟烯烃（HFOs，第四代）。

图：氟化工主要产业链



资料来源：CAFSI，永和股份公司公告，德邦研究所

1.3 制冷剂：我国HCFCs淘汰过半，HFCs为主要替代品

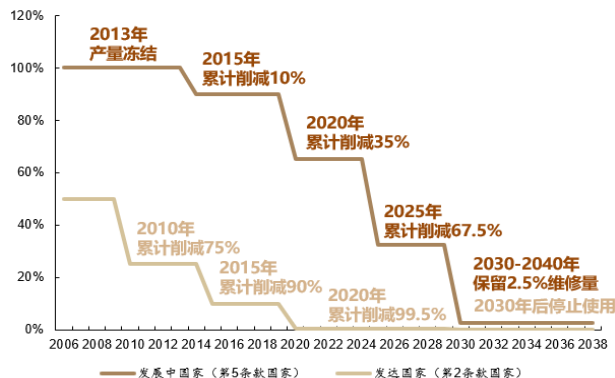
- **HFCs作为全球当前HCFCs的主要替代品之一**：我国HCFCs已实现2013年冻结、2015年削减10%和2020年削减35%的目标，正在向2025年削减67.5%的目标加速迈进。随着国际HCFCs的加速淘汰，2017-2021年HFCs产品的产能由107万吨增长到169万吨，复合增长率12%；产量由60万吨增长到85万吨，复合增长率9%。
- **四代制冷剂替代作用仍不明显**：HFOs 壁垒主要在于应用专利，杜邦（科慕）、霍尼韦尔、大金、阿科玛等跨国企业在HFOs的制备与应用上布局全球专利，专利申请占总量的70%以上，构建了严密的专利壁垒。主要内资企业的技术储备大多可以满足生产。

表：四代氟碳化学品

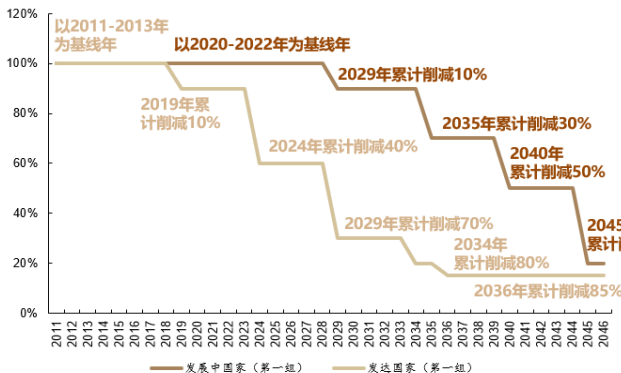
代系	类别	主要产品	ODP值 (R11=1)	GWP值 (CO ₂ =1)	主要用途
第一代	氟氯烷烃 (CFCs)	F11	1	4660	已被禁用
第二代	氢氟氯烃 (HCFCs)	F22	0.055	1760	用于工业、商业、家庭空调系统制冷剂以及含氟高分子材料原材料
		R134a	0	1430	主要用作汽车空调系统制冷，也可用于冰箱、中央空调、商业制冷
第三代	氢氟烃 (HFCs)	R125	0	3500	主要用于混配R404a、R507、R410a等混合制冷剂，用于空调、商业制冷、冷水机组等行业；也可用作灭火剂
		R32	0	675	主要用于生产R 32制冷剂，混配R410a等混合制冷剂
		R143a	0	4470	主要用作混配R404a、R507等混合制冷剂
第四代	氢氟烯烃 (HFOs)	1234yf、1234ze	0	极低	尚未广泛使用

资料来源：《蒙特利尔议定书》，《基加利修正案》，生态环境部，制冷剂网，德邦研究所

图：HCFCs削减计划



图：HFCs削减计划

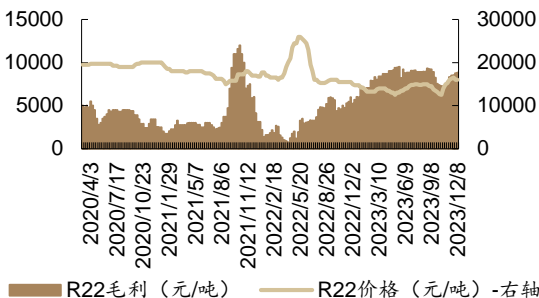


1.3 制冷剂：HFCs供给政策收紧，供需改善景气上行

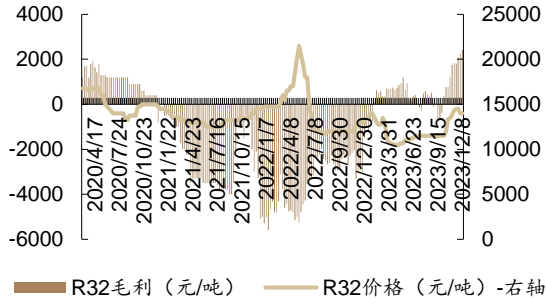
■ HFCs生产配额政策正式落地，中美“阳光之乡声明”有望打开气候治理新局面。根据《基加利修正案》，我国HFC限控基线值或由100%的HFC三年均值（2020-2022）的二氧化碳当量及65%的HCFC基线淘汰量的GWP值组成，2024年配额将冻结在基线以下，自2029年开始削减，2045年削减80%。为获取稀缺的生产资质，过去3年国内各氟制冷剂厂商积极扩产、低价竞争，导致以R32为代表的三代制冷剂产品面临阶段性能过剩和竞争激烈的局面。根据近期落地的《2024年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》，我国HFCs内用生产基线值8.98亿tCO₂。2024年HCFCs生产和使用基线值中65%的部分暂不全部分配。HFCs(不包括HFC-23)的生产配额和内用生产配额按HFCs品种发放。不同品种HFCs调整仅可在申请2024年配额时进行，调整不得增加总二氧化碳当量且任一品种HFCs的配额调增量不得超过配额量的10%。我国2024年开始将HFCs的生产和使用冻结在基线水平上，随着制冷剂配额政策落地、下游行业稳步发展，供需格局有望逐步改善，制冷剂价差有望逐步修复。

资料来源：百川盈孚，生态环境部，德邦研究所

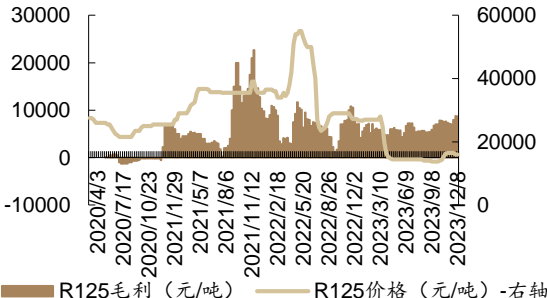
图：R22价格及毛利情况



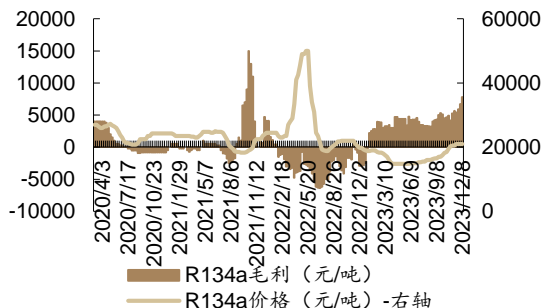
图：R32价格及毛利情况



图：R125价格及毛利情况



图：R134a价格及毛利情况



1.3 制冷剂：关注头部企业及弹性标的

- **巨化股份**：三代制冷剂主流品种市场地位全球领先，氯碱化工、硫酸化工、煤化工、基础氟化工配套完善，看好公司延伸布局含氟冷却液、含氟聚合物、含氟精细化学品等新材料。
- **三美股份**：国内制冷剂领军企业，主业制冷剂质地纯粹，贡献营收业绩7-8成，有望充分受益于制冷剂景气复苏。后续半导体、新能源含氟新材料陆续放量，未来成长空间广阔。
- **永和股份**：我国氟化工行业中产业链最完整的企业之一，集萤石资源、氢氟酸、单质及混合氟碳化学品、含氟高分子材料的研发、生产和销售为一体。我们认为，公司差异化侧重三代制冷剂小品种，前瞻性布局四代制冷剂，延伸高附加值含氟新材料，后续成长动能充足。
- **金石资源**：稀缺萤石资源龙头，单一型萤石保有资源储量约2,700万吨矿石量，对应矿物量约1,300万吨，质量和储量行业领先。包钢伴生资源及江西锂云母尾矿资源综合利用项目进入收获期，证明公司技术在难选矿及战略性矿种上的可延展性，长期价值与成长兼具。

表：上市公司HFCs产能布局（万吨）

万吨	巨化股份	三美股份	永和股份
HFC-32	16	4	5
HFC-134a	6.8	6.5	3
HFC-125	5	5.2	1
HFC-143a	3	1	2
HFC-152a	0	0	4.5
HFC-227ea	2	0	1
HFC-245fa	0.5	0	0

资料来源：上证路演，各公司公告，永和股份官网，德邦研究所

02

2. 龙头穿越周期，抉择强 α 核心资产

2.1 万华化学：MDI价格边际改善，万华业绩韧性凸显

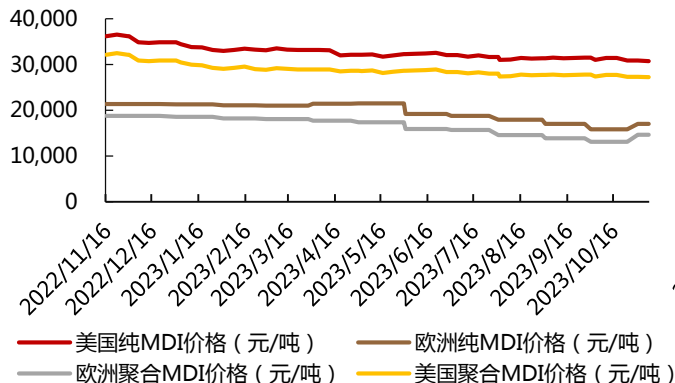
2.2 华鲁恒升：荆州基地投产在即，打开成长空间

2.3 宝丰能源：煤制烯烃龙头，扩产稳步推进

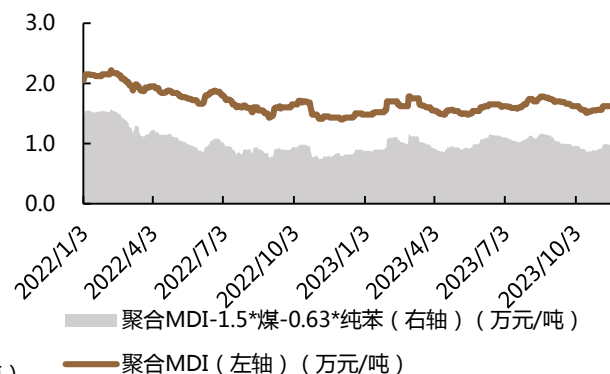
2.1 万华化学：MDI价格欧洲与国内价格边际改善

- **欧洲MDI价格企稳回升。** 供应端，由于开工率不高且生产商面临质量问题，供应仍然偏紧。需求端，建筑业继续受到高利率、通货膨胀和建筑成本的影响相对疲软。
- **国内MDI价格价差迎来边际改善。** 下游白色家电销售表现一般，而受气温影响，北方下游外墙保温管道逐渐转停，行业逐渐进入淡季。

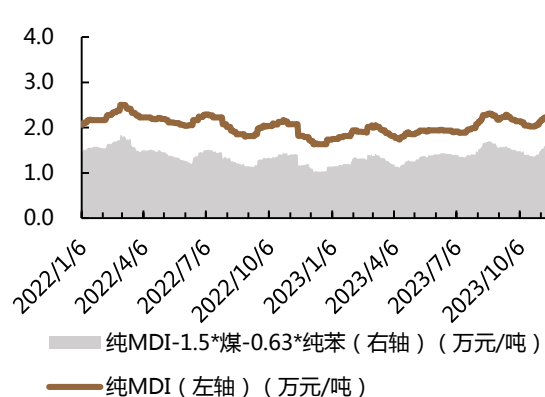
图：海外MDI价格（元/吨）



图：聚合MDI价格价差（万元/吨）



图：纯MDI价格价差（万元/吨）

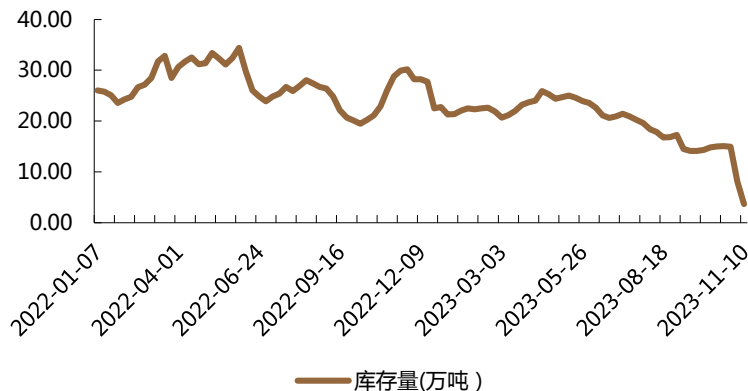


资料来源：ICIS，Wind，德邦研究所

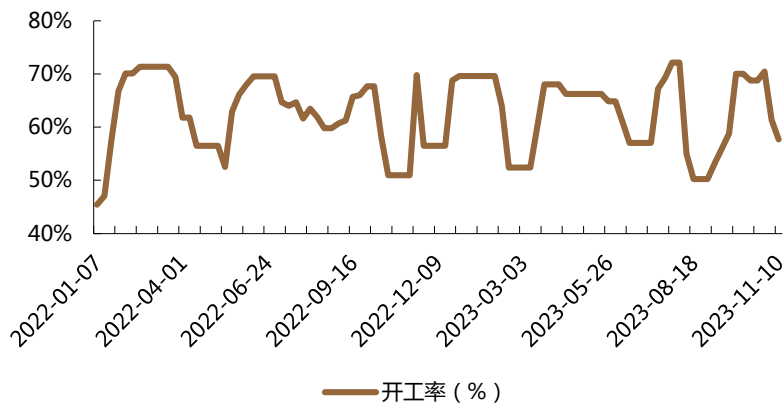
2.1 万华化学：库存低、开工率不高，淡季供需平稳

- **MDI库存水平接近2020年以来低位。**以2022年为例，国内MDI聚合表观消费量187.54万吨，月均15.63万吨，截止11月10日MDI库存降至3.66万吨的低位。
- **年末检修增多，整体供应收缩。**近期多套装置陆续开始检修，万华宁波11月15日、科思创上海11月16日、重庆巴斯夫计划12月初检修，整体开工率不高。
- **需求整体平稳。**下游无醛板、汽车、冰箱冰柜需求偏强，保温、管道进入淡季后北方逐步停工需求偏弱。

图：国内MDI库存（万吨）



图：国内MDI开工率（%）

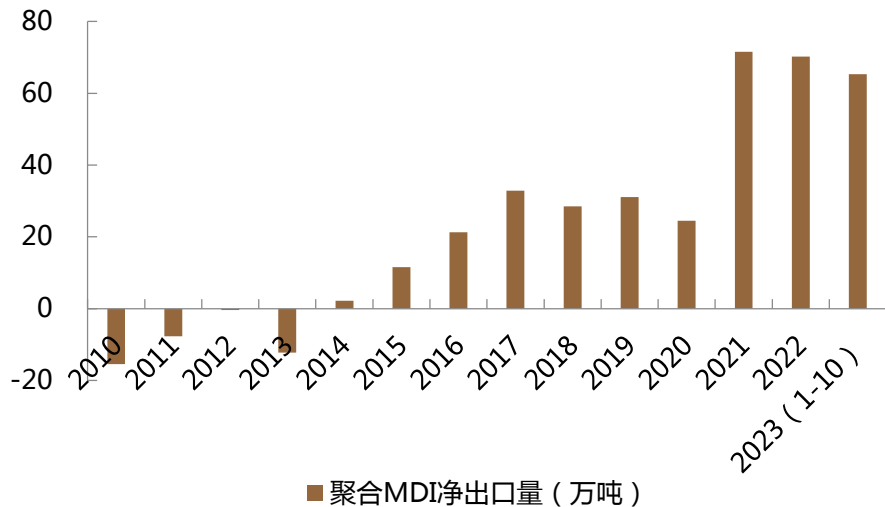


资料来源：百川盈孚，德邦研究所

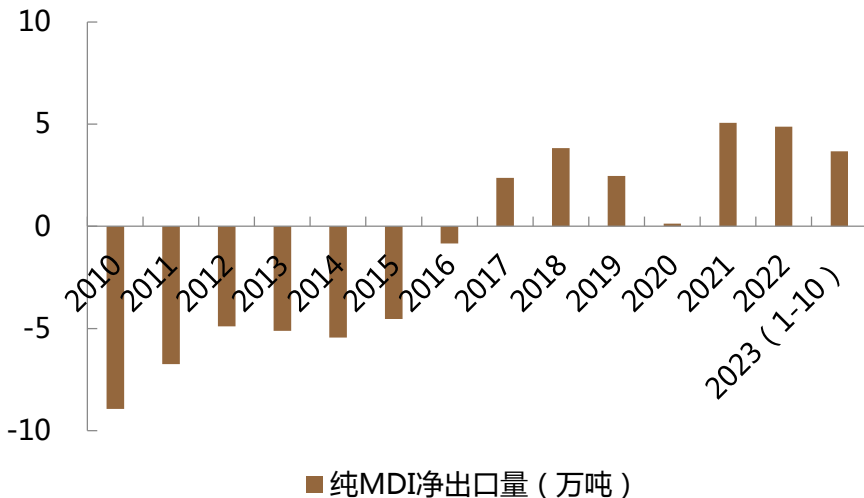
2.1 万华化学：走向全球，MDI净出口量不断提升

- MDI由净进口逐步实现净出口，表明万华在产能占据优势后逐步走向了全球市场。
- 22-23年连续两年需求负增长的情况下，MDI仍能维持净出口量基本不变甚至略有增长，我们推测万华在海外的MDI市占率仍在持续提升。

图：聚合MDI净出口量



图：纯MDI净出口量



资料来源：海关总署，德邦研究所

2.1 万华化学：海外龙头Q3业绩承压，万华韧性凸显

- **科思创Q3业绩环比下滑，最新业绩指引下调至2023年4月底的下限值。**由于需求不及预期下调EBITDA指引至约11亿欧元。
- **巴斯夫营收、利润同比大幅下滑，降本、收缩资本开支计划是重点。**其中聚氨酯所在板块营收、利润分别同比下滑-20.3%/-67.2%，因此公司计划将2024-2027年的资本开支由288亿欧元下调至248亿欧元，并在2026年降本11亿欧元。
- **海外龙头业绩下滑，万华业绩同比增长彰显韧性，我们看好2024年重点项目投产后迎来高速增长。**横向对比看23Q3万华的营收、归母净利润同比分别增长8.78%/28.21%。另外从明年看，蓬莱一期、POE、柠檬醛等新项目陆续投产有望推动产品组合不断丰富，盈利中枢再上台阶。

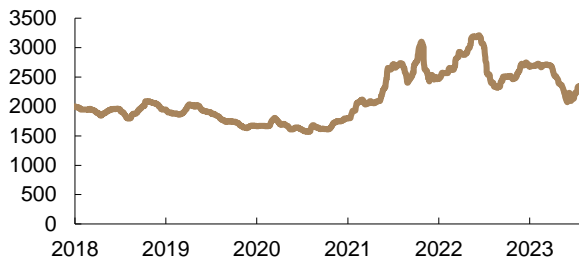
表：海外聚氨酯龙头2023Q3情况跟踪

公司	公司营收/息税前利润	同比	聚氨酯相关板块营收/息税前利润	同比	2023Q3报告要点	备注
科思创	35.68亿欧元/ 2.77亿欧元	-22.7%/- 8.3%	17.07亿欧元/ 0.85亿欧元	-26.7%/ 5%	*下调EBITDA指引至约11亿欧元（2023年4月底指引的下限值） *建筑、家具市场需求差于预期，汽车整体需求好于预期，但EV、BEV差于预期	聚氨酯隶属于Performance Materials
亨斯曼	15.06亿美元/ 1.36亿美元	-25%/-50%	——	——	——	聚氨酯隶属于Polyurethanes
巴斯夫	157亿欧元/ 6亿欧元	-28.3%/- 53.8%	33亿欧元/ 1.58亿欧元	-29.8%/ -43%	*将2024-2027年的资本开支由288亿欧元下调至248亿欧元	聚氨酯隶属于Materials-Monomers
陶氏	107.3/ 12.83亿美元	-24%/- 31.1%	30.35亿美元/ 0.84亿美元	-25.2%/ -70.1%	*北美新MDI精馏装置启用 *由于进入淡季，预计Q4 Industrial intermediates & Infrastructure板块销售额环比下滑3%-7%。	聚氨酯隶属于INDUSTRIAL INTERMEDIATES & INFRASTRUCTURE

资料来源：科思创、巴斯夫、亨斯曼、陶氏公司公告，德邦研究所备注：科思创，亨斯曼利润口径为EBITDA，巴斯夫为 EBIT before special items

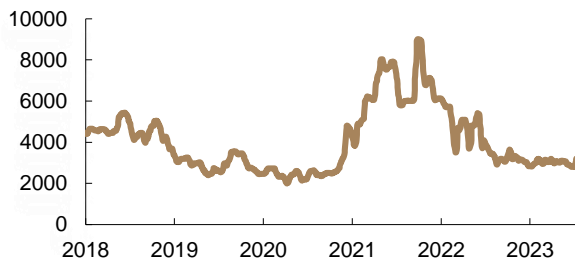
2.2 华鲁恒升：主要产品价格低位，静待景气反转

图：中国尿素价格走势（元/吨）



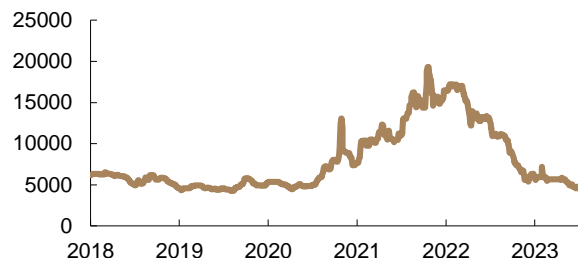
——中国尿素(小颗粒)日度均价

图：中国醋酸价格走势（元/吨）



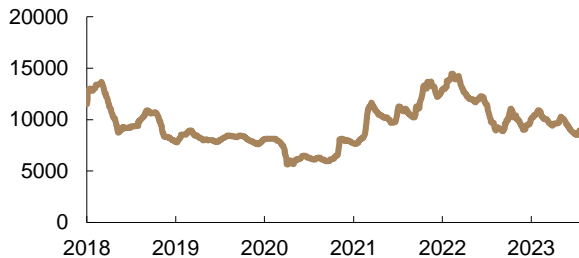
——中国冰醋酸日度均价

图：中国DMF价格走势（元/吨）



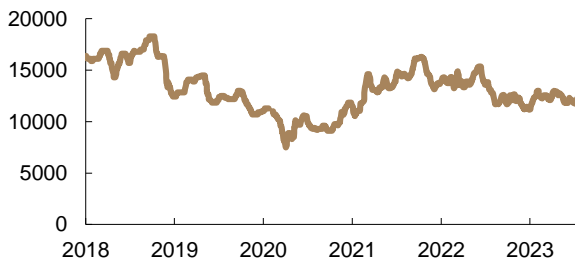
——中国DMF日度均价

图：中国己二酸价格走势（元/吨）



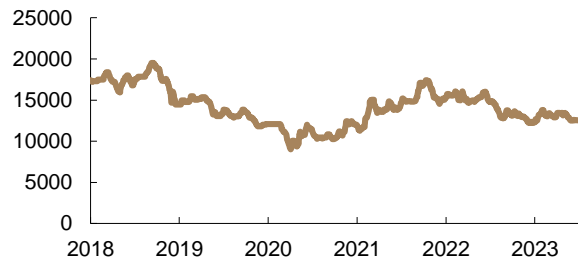
——中国己二酸日度均价(银行承兑汇票贴息支付)

图：中国己内酰胺价格走势（元/吨）



——华东市场己内酰胺(液体)日度市场成交价

图：中国PA6价格走势（元/吨）



——中国市场PA6(常规纺中粘有光)日度市场价

资料来源：卓创资讯，德邦研究所

2.3 宝丰能源：煤制烯烃龙头，扩产稳步推进

- **公司是国内煤制烯烃龙头。**公司煤制烯烃业务主营产品为聚乙烯、聚丙烯。公司以煤为原料合成甲醇后再通过甲醇制取乙烯、丙烯，并进一步聚合生成聚乙烯和聚丙烯。目前公司拥有120万吨聚烯烃产能、575万吨焦炭产能。
- **区位优势明显，将进一步提升公司成本竞争力。**公司本部位于中国能源化工“金三角”之一的宁东国家级能源化工基地，新投资建设的内蒙古宝丰煤基新材料有限公司一期260万吨/年煤制烯烃和配套40万吨/年植入绿氢耦合制烯烃项目位于“金三角”的另一核心区内蒙古鄂尔多斯，“金三角”地区煤炭资源非常丰富，产业链原料供给充足、便利，原料成本更低；内蒙子公司更加靠近华北、华东等主要产品销售区域，物流运输发达便利，运输成本更低。
- **煤矿产能核增，保障后续扩产原料供给。**23H1公司完成了两个煤矿产能核增工作，共计核增煤炭产能100万吨/年，其中，公司马莲台煤矿产能核增40万吨/年至400万吨/年，红四煤矿产能核增60万吨/年至300万吨/年。核增后，公司所属三个在产煤矿煤炭产能820万吨/年，一个在建煤矿产能90万吨/年，所属煤矿煤炭产能合计910万吨/年。另外，公司拥有煤炭产能480万吨/年的宁夏红墩子煤业有限公司40%股权。此外，在建的丁家梁煤矿于今年8月初取得宁夏回族自治区自然资源厅颁发的《采矿许可证》，许可生产规模为90万吨/年，有效期限20年。
- **宁东三期已投入试生产，内蒙项目落地在即。**1) 20万吨/年苯乙烯项目已于8月初投入试生产并生产出合格产品。2) 宁东三期烯烃项目（除EVA装置外）建成投产。其中甲醇装置已于2023年3月底投入试生产，目前已达到设计生产能力；40万吨/年聚乙烯装置、50万吨/年聚丙烯装置已经投入试生产。3) 内蒙古300万吨/年烯烃项目建设按照既定计划顺利进行。

资料来源：宝丰能源2023年半年报，宝丰能源集团股份有限公司2023年度向特定对象发行A股股票证券募集说明书，德邦研究所

03

3. 新材料长坡厚雪，国产替代乘势快行

3.1 半导体材料：库存底部已现，看好半导体材料国产化

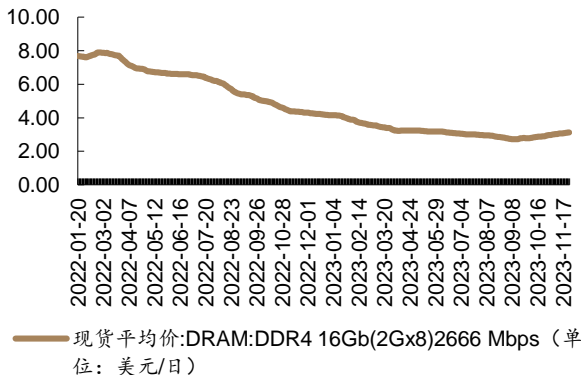
3.2 国瓷材料：新材料平台龙头，长期发展拐点或现

3.3 蓝晓科技：吸附分离材料龙头，平台效应凸显

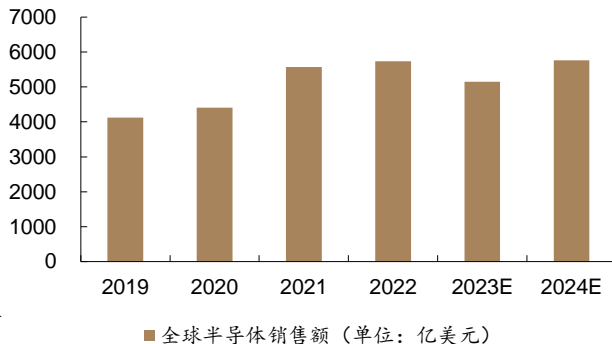
3.1 半导体材料：周期底部沉寂已久，静待库存去化

- 全球半导体销售额有望在24年快速修复。**据国际半导体产业协会（SEMI）最新发布报告指出，全球半导体景气已在2023年第二季度落底，但库存去化过程比预期慢，终端市场复苏缓慢，即使第三季度半导体产值估可环比增6%，但整体能见度仍低。据世界半导体贸易统计组织统计，2022年全球半导体销售额实现5741亿美元，2023年由于需求不振以及库存周期影响，预计该值有望实现5151亿美元，但是该机构对2024年整体行业趋势较为乐观，预计2024年销售额有望快速修复至5760亿美元。
- 存储芯片价格逐步回暖。**DDR4 16Gb芯片价格在2023年九月一度降至2.72美元，近日已逐步回暖。截至11月24日，该产品价格为3.13美元，较低点上涨15%。
- 根据IC Insights数据，晶圆代工市场规模持续扩大，**2021年全球市场规模达到1101亿美元，中国大陆市场为94亿美元，中国晶圆代工市场在全球占比仅为8.5%，国产化水平亟待提升。

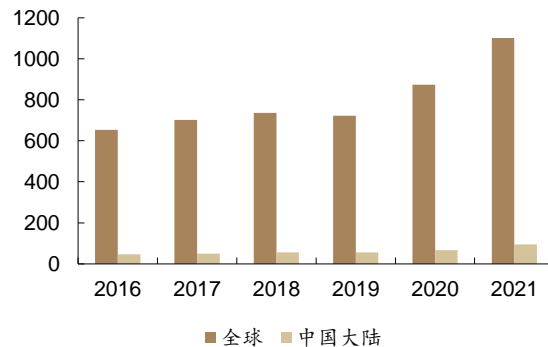
图：DDR4价格近期有所回暖



图：全球半导体销售额（亿美元）



图：晶圆代工市场规模（亿美元）



资料来源：ifind、前瞻产业院、世界半导体贸易统计组织、IC Insights等，德邦研究所

3.1 华特气体：氟碳类气体龙头，短期承压

■ **特种气体国产化龙头，一体化优势显著。** 公司为特种气体国产化龙头，不仅品类众多更是国内首家突破光刻气的企业。2017年，公司 Ar/F/Ne、Kr/Ne、Ar/Ne 和 Kr/F/Ne 等 4 种光刻混合气通过全球最大光刻机供应商 ASML 产品认证，成为迄今为止中国唯一一家获得认证的企业。目前公司生产销售的特种气体主要包括高纯六氟乙烷、高纯四氟化碳、高纯二氧化碳、高纯一氧化碳、光刻气等约 230 余种，普通气体 10 余种。此外公司还提供气体设备与工程则主要包括低温绝热气瓶等产品及配套的供气系统设计安装服务，一体化优势显著。立足研发，公司成功实现了对国内 8 寸以上集成电路制造厂商超过 80% 的客户覆盖率。未来随着特种气体国产化进程的提速，公司成长潜力十足。

■ **公司现重点发展锗烷、硅烷、磷烷等产品的研发扩产项目。** 随着募投项目产能的逐步释放，公司的产品类型将进一步得到扩充，平台效应凸显。在国产替代愈演愈烈的时代背景下，公司有望快速提升市场份额。

资料来源：华特气体招股说明书，德邦研究所

表：公司主要产品一览

类别	产品	应用	领域
特种气体	高纯四氟化碳、六氟乙烷、八氟丙烷、二氧化碳等	清洗、蚀刻气	半导体、显示面板、光伏新能源、光纤光缆等电子产业
	氟氮混合气、氟氧混合气等	光刻气	
	高纯氨、硅烷、乙硅烷等	外延气体、沉积/成膜气体	
	乙硼烷、三氯化硼、磷烷、锗烷等	掺杂气体	
	氮(6N)、氢气(6N)、氩(5.5N)等	环境气体	
	医用氧、血气测定混合气、环氧乙烷、消毒气等	医疗气体	诊断、手术、医学研究
	高纯碳氢气体配制	标准气体	物理、化学、生物工程等领域中用于校准测量仪器和测量过程
	氟氮激光气、密封束激光气	激光气体	国防建设、激光加工
	二氧化碳、乙炔、氩	食品气体	饮料气体、蔬菜/水果保鲜等
	氩、氟、氧、氙及其混合气	电光源气体	电器、灯具生产
普通工业气体	氧、氮、氩、工业氨等气体		金属冶炼、化工、机械制造、家电商照明等众多产业领域
气体设备与工程	气体设备		低温绝热气瓶、汽化器、撬装装置
	气体工程		气系统设计、安装、维修服务

3.1 彤程新材：高端光刻胶龙头，A胶快速突破

- 公司为国内高端光刻胶龙头企业。**公司依托旗下彤程电子整合集团内资源打造电子化学品产业化平台，公司电子材料业务主要涵盖半导体光刻胶及配套试剂、显示面板光刻胶、PI材料及电子类树脂等产品。在半导体光刻胶的研发、生产及销售方面，公司是国内最领先的半导体光刻胶龙头生产商，也是拥有自主知识产权KrF光刻胶的本土量产供应商，I线光刻胶和KrF光刻胶是国内8-12寸集成电路产线主要的本土供应商。此外公司是全球最大的轮胎用特种材料供应商，生产和销售的轮胎用高性能酚醛树脂产品在行业内处于全球领导者地位。
- 客户方面，**公司光刻胶业务共有共有 22 家 12 寸客户，20 家 8 寸客户，公司已经向惠科正式量产销售；同时，咸阳彩虹等导入测试工作，已经取得阶段性进展。公司轮胎业务客户覆盖全球轮胎 75 强，包括普利司通、米其林、固特异、马牌、倍耐力等国际知名轮胎企业。

表：公司产能（不完全统计）

项目	产品	单位	产能
已有产能	特种橡胶助剂	吨	194000
	正型光刻胶	吨	6000
上海化工区	光刻胶	吨	11000
上海化工区	半导体高纯试剂	吨	20000
上海化工区	全生物降解材料	吨	100000
彤程化学厂区（在建）	酚醛树脂	吨	60000
潜江工厂（在建）	正性光刻胶	吨	2000

资料来源：彤程新材公司公告，德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

3.1 金宏气体：头部综合性气体服务商

■ **国内一流民营气体服务商，客户覆盖多行业龙头，渠道优势显著。**公司是国内一流气体服务商，深耕气体行业多年，产品种类繁多包括大宗气体、特种气体和燃气等。2020年公司电子特种气体在国内的市场占有率为2.73%。目前公司已有电子特气包括超纯氨、氧化亚氮和电子级正硅酸乙酯等，其中超纯氨为公司明星产品，2010年7N电子级超纯氨正式生产运营，填补了国内空白。公司产品获众多新兴行业如集成电路、液晶面板、LED、光纤通讯和光伏等行业龙头客户的广泛认可。此外，公司还持续布局电子特气，并投建多个电子大宗气体项目，注重电子特气和电子大宗气体的业务协同，成长潜力十足。

■ **横向多点布局业务版图辐射全国，纵向拓展电子气体品类。**近年来公司积极扩张全国，在深耕华东市场的同时，公司将通过新建和收购整合等方式，有计划地将业务版图推向全国，一方面扩增电子特种气体，碳中和产品氢气、二氧化碳，充装站及空分等产能布点，建立遍布全国的瓶装气体、液态气体、现场制气终端市场网络；另一方面以服务车用氢能源为基础，探索氢能源产业链中制氢储氢运氢相关商业模式。

资料来源：金宏气体公司公告，德邦研究所

表：公司主要产品产能梳理

种类	产品	单位	2021	2022E/A	2023E	2024E
特种气体	超纯氨	吨	8500	12000	22000	28000
	氧化亚氮	吨	3000	8000	8000	13000
	氢气	万立方	3780	6180	8180	9764
	二氧化碳	吨	170000	120000	320000	520000
	高纯二氧化碳	吨		11000	11000	11000
	混合气	万瓶	10	60	60	60
	丙烷	万瓶		7.2	7.2	7.2
	正硅酸乙酯	吨		1200	1200	1200
	六氟丁二烯	吨				200
	一氯甲烷	吨				100
	八氟环丁烷	吨				500
	二氯二氢硅	吨				200
	六氟乙硅烷	吨				50
	乙硅烷	吨				10
	三甲基硅胺	吨				10
大宗气体	空分					
	氮气	吨	37260	37260	37260	93510
	氧气	吨	14811	14811	14811	38392
	氩气	吨				963
	充装					
	氮气	吨	56920	60508	60508	60508
	氧气	吨	46159	56777	56777	56777
氩气	吨	14647	21511	21511	21511	
天然气	天然气	吨	10000	10000	10000	10000

3.1 广钢气体：国内电子大宗气龙头

- 国内领先的电子大宗气体综合服务商，优异的客户质量保障公司长远发展。** 公司是国内领先的电子大宗气体综合服务商，主要业务分为电子大宗气体和通用工业气体。2018年公司中标滁州惠科现场制气项目，打破外资企业在电子大宗气体领域的垄断。随后公司先后中标华星光电、合肥长鑫、晶合集成、粤芯半导体、方正微现场制气项目。
- 电子大宗市场规模持续扩大，公司在多领域大放异彩。** 随着全球晶圆厂的加速扩建以及产能的逐步释放，电子大宗气体市场规模持续扩大。据卓创资讯，2021年中国电子大宗气体市场规模达到86亿元，预计2025年电子大宗气体市场规模将达到122亿元，复合增长率约为9.14%。公司在集成电路和半导体显示领域大放异彩，2018-2022年9月，国内半导体显示领域新建配套电子大宗气站中标占比中，公司成功超越空气化工，服务产能占比达23.9%，仅次于林德的26.7%。近年来，公司陆续进入华星光电、惠科股份等行业龙头厂商，在国内现有的18条高世代面板产线中，已有7条由公司服务，其中华星光电5条，惠科股份两条。

资料来源：广钢气体公司公告，德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

表：公司核心项目梳理（不完全统计）

项目名称	地点	客户主要产品	项目设计产能 (Nm ³ /h)	中标时间（年）
合肥长鑫二期	合肥	存储芯片	75000	2021
长鑫集电二期	北京	存储芯片	64000	2022
青岛芯恩二期	青岛	逻辑芯片	60000	2022
晶合集成N1A3	合肥	晶圆代工	49500	2022
华星光电T9	广州	显示面板	24000	2021
华星光电T7扩容	深圳	显示面板	15000	2021
鼎泰匠芯	上海	功率半导体	15000	2021
长沙惠科	长沙	显示面板	13500	2020
滁州惠科	滁州	显示面板	13500	2018
粤芯半导体三期	广州	模拟芯片	12000	2022
晶合扩建	合肥	晶圆代工	8500	2021
深圳方正微二期	深圳	第三代半导体	6000	2022

3.2 国瓷材料：新材料平台龙头，长期发展拐点或现

- **看点一：蜂窝陶瓷。**公司可为尾气催化领域提供全系列蜂窝陶瓷载体，已参与到下一阶段排放标准升级的标准制定工作，配合客户布局、开发了多款新产品。预计未来仍然有望保持一定增长。
- **看点二：精密陶瓷。**公司收购中国大陆DCP陶瓷基板头部企业赛创电气100%股权后，由先进陶瓷粉体和基片环节进入先进陶瓷基板解决方案的产业链环节，完善陶瓷粉体-陶瓷基片-陶瓷基板产业链垂直一体化布局，内部协同效应增强，业务范围和业务领域得到进一步拓展。预计精密陶瓷业务未来有望持续受益于内部协同效应的增强，保持稳健增长态势。
- **看点三：口腔医疗。**公司牙科用纳米级复合氧化锆粉体材料销售稳步增长，并顺利进入海外部分头部客户供应体系；氧化锆瓷块随国内牙科诊疗需求陆续复苏恢复增长势头，并在欧洲、拉美市场保持快速增长。为满足公司的发展战略与国际化业务规划的需求，2023年2月公司全资孙公司国瓷新加坡入股韩国Spident口腔公司（股权转让及认购完成后合计持有目标公司20.03%股权），2023年5月公司全资孙公司国瓷新加坡收购德国口腔设备公司DEKEMA74.9%的股权。公司海外国际化业务布局有望尽快完善，口腔医疗板块未来发展潜力充足。
- **看点四：陶瓷墨水。**根据公司公告，公司控股子公司山东国瓷康立泰新材料的少数股东佛山市康立泰无机化工有限公司将其持有的40%股权转让给科达制造股份有限公司。科达制造是全球第二大的建筑陶瓷机械装备供应商，在海外深耕布局已有20余年，有着强大和完善的销售渠道。通过此次双方的业务合作，国瓷康立泰有望充分受益于科达制造的海外渠道优势，提升业务发展规模。

3.3 蓝晓科技：吸附分离材料龙头，平台效应凸显

- **核心亮点一：已成为吸附分离材料领域领先企业，平台化产品打开空间。**公司主营吸附分离材料，目前产品已应用于金属资源、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。通过强劲的研发实力，公司产品类型及应用不断拓展。
- **核心亮点二：盐湖提锂业务进入收获期，获取多个大型产业化项目订单。**公司盐湖提锂领域技术领先，已获取多个大型产业化项目订单，包括国投罗钾5000吨提锂项目系统装置、阿根廷哈纳克3000吨提锂整线、麻米措吸附剂订单、国投罗钾提锂吸附剂订单等。截至2023年中报，公司已完成及在执行盐湖提锂产业化项目共12个，合计碳酸锂/氢氧化锂产能8.6万吨，其中5个已经成功投产运营。
- **核心亮点三：GLP-1类多肽药物乘风起，公司相关产品受益。**公司拥有seplife 2-CTC固相合成载体和sieber树脂，是多肽领域的主要供应商，受益于全球范围内GLP-1类多肽药物销售大幅增加，公司相关产品发货量显著提升。公司对固相合成载体车间进行高效扩产，总产能达到100吨。

图：公司吸附分离材料下游应用领域



资料来源：蓝晓科技2023年半年报，德邦研究所

图：蓝晓科技2023年1-6月收入结构拆分（万元）

营业收入	营业收入	2023年1-6月	2022年1-6月	同比变动
吸附材料	金属资源	8341.51	10193.31	-18%
	生命科学	21424.42	15284.27	40%
	水处理与超纯化	24879.48	17789.69	40%
	节能环保	8854.06	6671.24	33%
	食品加工	1771.55	2032.37	-13%
	化工与催化	6762.52	6558.36	3%
	其他吸附材料	1271.16	1560.40	-19%
	系统装置	20958.55	12624.59	66%
	技术服务	2802.85	2222.05	26%
	合计	97066.10	74936.29	30%
其他	3673.89	353.84	938%	
总营业收入		100739.99	75290.13	34%

风险提示

- 产品价格波动风险；下游需求不及预期风险；新产能投产速度不及预期风险。

分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组执行组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021年2月加盟德邦证券。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 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6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

免责声明

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

法律声明：

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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，本公司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任何责任。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



德邦证券
Topsperty Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616 传 真：+86 21 68767880

400-8888-128