

强于大市

化工行业 2024 年度策略

周期磨底，关注价值重估、国产替代与景气改善

展望 2024 年，国内外需求有望迎来持续复苏。当前行业估值处于低位。维持行业强于大市评级，推荐三条投资主线。

支撑评级的要点

- 2023 年全球经济增速放缓。**2023 年 1-10 月，国内化学原料与化学制品制造业以及橡胶和塑料制品业等子行业营业收入有所下降，但跌幅缩小，化学纤维制造业营收增速由负转正。2023 年化工 PPI 指数持续下降，于二季度末达到谷底后开始缓慢回升。截至 2023 年 12 月 9 日，重点跟踪的化工产品 2023 年内均价较 2022 年均价下跌的产品占 81.19%。从存货数据来看，截至 2023 年 10 月，化学原料与化学制品库存金额与 2022 年同期基本相当，化学纤维存货金额同比下降，橡胶和塑料制品库存水平小幅回落，但仍处较高水平。
- 需求端来看，未来预计全面缓慢复苏。**汽车领域增速较高，家电等市场出现复苏迹象，尤其需关注稳经济一揽子等政策后续发力，地产、纺织服装等产业链相关化学品需求变化情况。出口情况来看，2023 年 1-10 月，我国出口金额当月同比波动回落，PMI 新出口订单指数平均位于 50% 荣枯线以下。《中国经济金融展望报告（2024 年年报）》预计，2024 年中国出口同比增长 2% 左右，增速有望较上年回升约 6.2 个百分点。我们预计 2024 年行业下游需求及出口有望持续复苏。
- 供给端来看，产能持续向优势龙头企业集中。**2023 年 1-10 月化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比增长 13.40%，化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比下降 9.70%，塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比增长 3.80%。从化工行业上市公司在建工程数据来看，2023 年前三季度化工行业在建工程为 9,079.41 亿元，其中中国石化、中国石油、东方盛虹、万华化学、荣盛石化、恒力石化、桐昆股份、宝丰能源在建工程较高，合计占比达到 68.10%。中长期来看，**新增产能将持续向龙头企业集中，行业集中度将继续提升。**
- 成本端来看，2023 年国际油价较 2022 年有所回落，但仍处于历史中高位水平。**截至 2023 年 12 月 29 日，布伦特原油与 WTI 原油价格分别为 77.15、71.77 美元/桶，2023 年均价分别为 82.04 美元/桶、77.45 美元/桶。需求端仍有增长空间，供应端在供需关系中占据主导，宏观因素或对油价形成支撑。**我们预计 2024 年国际油价的价格区间为 70-100 美元/桶。另一方面，国内天然气价格市场化改革仍将有序推进。**我国煤炭供应能力有望小幅增加，煤炭需求具有较强韧性，煤炭市场供需关系趋于平稳，价格波动幅度或减弱。

投资建议

- 从估值的角度，截至 2023 年 12 月 22 日，SW 基础化工市盈率（TTM 剔除负值）为 21.03 倍，处在历史（2002 年至今）的 13.33% 分位数；市净率为 1.77 倍，处在历史水平的 6.54% 分位数。SW 石油石化市盈率（TTM 剔除负值）为 14.49 倍，处在历史（2002 年至今）的 12.01% 分位数；市净率为 1.20 倍，处在历史水平的 1.15% 分位数。经过调整，板块当前处于估值低位，考虑到下游需求将逐渐复苏，维持行业“强于大市”评级。**中长期推荐投资主线：**
- 1、中高油价背景下，特大型能源央企依托特有的资源禀赋、技术优势、以及提质增效，有望受益行业高景气度并迎来价值重估。推荐：中国石化，关注：中国石油，中国海油。
- 2、半导体、显示面板行业有望复苏，关注先进封装、HBM 等引起的行业变化以及 OLED 渗透率的提升，关注上游材料国产替代进程，推荐：安集科技、雅克科技、万润股份、飞凯材料、沪硅产业、江丰电子、德邦科技，关注：鼎龙股份、华特气体、联瑞新材、莱特光电、奥来德、瑞联新材、圣泉集团。另外，吸附分离材料多领域需求持续高增长，推荐蓝晓科技。
- 3、周期磨底，关注景气度有望向上的子行业。一是供需结构预期改善，氟化工、涤纶长丝行业景气度有望提升。推荐巨化股份、桐昆股份，关注新凤鸣。二是龙头企业抗风险能力强，化工品需求有望复苏，关注新能源新材料领域持续延伸。推荐：万华化学、华鲁恒升、新和成。三是民营石化公司盈利触底向好，并看好民营炼化公司进入新能源、高性能树脂、可降解塑料等具成长性的新材料领域。推荐卫星化学、荣盛石化、东方盛虹、恒力石化。

评级面临的主要风险

- 油价下跌风险；行业扩张产能供应过剩风险；全球经济波动影响下游需求风险；项目进展不及预期风险；环保政策变化带来的风险。

相关研究报告

- 《基础化工行业 2023 年三季报综述：盈利低位，有望企稳》20231121
- 《石油石化行业 2023 年三季报综述：行业高景气度延续，油田服务板块持续向好》20231121
- 《基础化工行业 2023 年半年报综述：子行业分化，23Q2 大部分环比有所修复》20230913
- 《石油石化行业 2023 年半年报综述：营收及利润同比双降，子板块景气度分化》20230912
- 《化工行业 2023 年中期策略：关注需求复苏、价值重估及国产替代》20230610

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化工

证券分析师：余嫿嫿

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

联系人：徐中良

(8621)20328516

zhongliang.xu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122050006

目录

行业数据回顾与展望	8
全球宏观经济增速放缓	8
2023 年子行业营收和利润分化，PPI 指数均同比负增长	9
需求端：汽车领域增速较高，未来预计全面缓慢复苏	14
供给端展望：产能持续向优势龙头企业集中	17
成本端：2024 年国际油价仍有支撑，天然气价格市场化改革持续推进	18
2023 年前三季度及 2023Q3 基础化工及石油石化行业业绩表现	21
当前化工行业位于低估值区间	27
小结及展望	28
特大型能源央企的行业景气度高位以及价值重估	30
原油价格有望延续中高位，油气开采行业景气度持续	30
新旧产能转换，主营炼厂竞争力提升	31
管理效率提升，经营业绩向好	33
自主可控重要性日益提升，关键新材料迎来发展良机	35
“十四五”期间新材料产业保持高增速	35
半导体行业回暖，上游材料进口替代持续推进	36
下游面板景气度有望触底向好，显示材料国产替代持续进行	42
吸附分离材料：多领域需求持续高增长	44
景气度有望上行的子行业	49
氟化工景气度有望上行	49
涤纶长丝：扩产高峰已过，需求增长可期	55
传统化工龙头：行业周期底部，逆势扩张赋能	58
投资建议	62
风险提示	64
附表	66

图表目录

图表 1. 全球制造业 PMI (截至 2023 年 11 月)	8
图表 2. 发达经济体制造业 PMI (截至 2023 年 11 月)	8
图表 3. 我国制造业 PMI (截至 2023 年 4 月)	8
图表 4. 未来三年 GDP 与通胀预测	8
图表 5. 五年经济增速预测	9
图表 6. 全球主要经济体出口增速 (截至 2023 年 6 月)	9
图表 7. 化工一级子行业营业收入同比增速 (截至 2023 年 10 月)	9
图表 8. 化学原料及化学制品利润总额 (截至 2023 年 10 月)	9
图表 9. 化学纤维制造业利润总额 (截至 2023 年 10 月)	10
图表 10. 橡胶和塑料制品业利润总额 (截至 2023 年 10 月)	10
图表 11. 化学工业 PPI 当月同比 (截至 2023 年 11 月)	10
图表 12. 化学原料及化学制品制造业和化学纤维制造业 PPI 当月同比 (截至 2023 年 11 月)	10
图表 13. 主要化工产品价格情况	11
图表 14. 化学原料及制品制造业产能利用率及产成品存货同比 (截至 2023 年 9 月)	13
图表 15. 化学纤维制造业产能利用率及产成品存货同比 (截至 2023 年 9 月)	13
图表 16. 化学原料及制品制造业历史产成品存货 (截至 2023 年 10 月)	13
图表 17. 化学纤维制造业产成品存货 (截至 2023 年 10 月)	13
图表 18. 橡胶和塑料制品业产成品存货 (截至 2023 年 10 月)	14
图表 19. 工业企业产成品存货累计同比 (截至 2023 年 10 月)	14
图表 20. 部分产业链开工率 (截至 2023 年 11 月)	14
图表 21. 国内汽车产量及同比增速 (截至 2023 年 10 月)	15
图表 22. 国内汽车销量及同比增速 (截至 2023 年 10 月)	15
图表 23. 国内新能源汽车产量及同比增速 (截至 2023 年 10 月)	15
图表 24. 国内新能源汽车销量及同比增速 (截至 2023 年 10 月)	15
图表 25. 国内房地产新开工、竣工面积累计同比 (截至 2023 年 10 月)	15
图表 26. 国内家电产品产量累计同比 (截至 2023 年 10 月)	15
图表 27. 我国出口金额当月同比 (截至 2023 年 10 月)	16
图表 28. 我国 PMI 新出口订单指数 (截至 2023 年 10 月)	16
图表 29. 2023 年 1-9 月我国出口占比较高的部分化工产品	16
图表 30. 化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比 (截至 2023 年 10 月)	17
图表 31. 化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比 (截至 2023 年 10 月)	17
图表 32. 塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比 (截至 2023 年 10 月)	17
图表 33. 2023Q3 化工行业上市公司在建工程占比	17

图表 34. 基础化工行业在建工程情况.....	18
图表 35. 石化行业在建工程情况.....	18
图表 36. 布伦特与 WTI 原油价格走势 (2000-2023)	18
图表 37. 美国代表性油气公司平均生产成本 (2017-2022)	19
图表 38. 美国代表性油气公司的资本支出 (2018-2023)	19
图表 39. 2023 年部分省市天然气价格政策变化.....	20
图表 40. 国内动力煤价格走势 (2011-2023)	20
图表 41. 中国原煤产量 (2015-2023)	21
图表 42. 中国原煤进口量 (2013-2023)	21
图表 43. 基础化工板块经营数据分析.....	21
图表 44. 基础化工板块经营数据 2023 年三季度同环比情况.....	21
图表 45. 基础化工各子行业营业收入 2023 年前三季度同比与 2023Q3 同环比.....	22
图表 46. 基础化工各子行业归母净利润 2023 年前三季度同比与 2023Q3 同环比.....	23
图表 47. 2016 年-2023Q3 基础化工行业销售毛利率、销售净利率走势	23
图表 48. 2016 年-2023Q3 基础化工行业 ROE (摊薄) 走势.....	23
图表 49. 2020 年-2023Q3 基础化工行业销售毛利率、销售净利率、ROE (摊薄) 走势	24
图表 50. 2023 年前三季度基础化工子行业各指标及同比增长.....	25
图表 51. 基础化工行业 2023 年前三季度同比上升的子行业.....	25
图表 52. 石油石化行业 2023 年前三季度经营数据分析.....	26
图表 53. 石油石化行业 2023 年第三季度经营数据分析.....	26
图表 54. 石油石化行业子行业 2023 年前三季度营收同环比 (%)	26
图表 55. 石油石化行业 2023 年前三季度归母净利润同环比 (%)	27
图表 56. 石油石化行业子板块各指标及同比变化.....	27
图表 57. 申万基础化工指数、申万石油石化指数与沪深 300 指数 (截至 2023 年 12 月 22 日)	28
图表 58. SW 基础化工指数市盈率、市净率 (截至 2023 年 12 月 22 日)	28
图表 59. SW 石油石化指数市盈率、市净率 (截至 2023 年 12 月 22 日)	28
图表 60. “三桶油”历年原油产量 (2017-2023 年前三季度)	30
图表 61. “三桶油”原油产量占比 (2017-2022)	30
图表 62. “三桶油”油气当量产量 (2018-2023 年前三季度)	30
图表 63. “三桶油”勘探开采板块营收 (2018-2023H1)	31
图表 64. “三桶油”勘探开采板块毛利 (2018-2023H1)	31
图表 65. “三桶油”在建工程和固定资产 (2018-2023 年前三季度)	31
图表 66. 主营炼厂原油加工综合利润.....	31
图表 67. 中国石化炼油及化工板块资本总支出 (2018-2022)	32
图表 68. 中国石油炼化板块资本总支出 (2015-2022)	32
图表 69. 中国石化炼化板块重点建设项目 (2018-2022)	32
图表 70. 中国石油炼油板块和化工板块重点建设项目 (2018-2023)	32

图表 71. 中国石化炼油生产情况.....	33
图表 72. 中国石油炼油生产情况.....	33
图表 73. “三桶油”平均 ROE (2015-2023 年前三季度)	33
图表 74. “三桶油”总资产净利率 (2015-2023 年前三季度)	33
图表 75. “三桶油”股息率 (2015-2023 年前三季度)	34
图表 76. “三桶油”每股股利 (2015-2023 年前三季度)	34
图表 77. “三桶油”毛利率 (2018-2023 年前三季度)	34
图表 78. 2022 年与 2023 年央企考核体系对比.....	34
图表 79. 建议关注的能源央企.....	34
图表 80. 近年国内部分新材料相关规划和支持政策.....	35
图表 81. 全球半导体产业销售额.....	36
图表 82. 台股半导体材料营收.....	36
图表 83. 全球各地区半导体材料市场规模.....	36
图表 84. 全球半导体材料市场规模占比.....	36
图表 85. 2022 年全球半导体晶圆制造材料细分市场结构.....	37
图表 86. 2023 年前三季度及 23Q3 我国半导体材料、电子化学品业绩情况	37
图表 87. 2021-2023 年前三季度电子化学品上市公司营收	38
图表 88. 2021-2023 年前三季度半导体材料上市公司营收	38
图表 89. 电子化学品、半导体材料行业在建工程/固定资产比值.....	38
图表 90. 电子化学品、半导体材料重点企业在建工程/固定资产比值.....	38
图表 91. 国内主要半导体材料企业相关业务收入情况.....	39
图表 92. 2022-2028 年全球先进封装市场规模	39
图表 93. 2022 年全球半导体封装材料细分市场结构.....	39
图表 94. 国内主要企业先进封装材料项目进展.....	40
续图表 94. 国内主要企业先进封装材料项目进展.....	41
图表 95. HBM 结构图	41
图表 96. HBM 市场竞争格局	41
图表 97. 国内主要企业 HBM 材料项目进展	42
图表 98. 全球 LCD 面板价格	42
图表 99. TFT 液晶面板全球营收当月值	42
图表 100. 全球 AMOLED 显示面板销售额.....	43
图表 101. 我国 OLED 终端材料市场规模	43
图表 102. 国内主要企业 OLED 材料相关业务	44
图表 103. 吸附分离材料国内外主要厂商.....	44
图表 104. 近三年新能源汽车月度产销量.....	45
图表 105. 近三年动力电池月度装车量及同比.....	45
图表 106. 国产电池级碳酸锂平均价格 (截至 2023 年 12 月 14 日)	45
图表 107. 蓝晓科技签订盐湖提锂项目.....	46
图表 108. 2019-2025 年全球色谱填料行业市场规模及增速情况	46

图表 109. 蓝晓科技 2022 年主要产品产能情况.....	47
图表 110. 主要推荐的新材料上市公司.....	48
图表 111. 第三代制冷剂配额削减情况.....	49
图表 112. 主流三代制冷剂价格情况.....	50
图表 113. 我国 R32 产能、产量及开工率.....	50
图表 114. R32 价格.....	50
图表 115. 我国 R125 产能、产量及开工率.....	51
图表 116. R125 价格.....	51
图表 117. 我国 R134a 产能、产量及开工率.....	51
图表 118. R134a 价格.....	51
图表 119. 2021 年 R32 下游应用领域.....	52
图表 120. 2021 年 R134a 下游应用领域.....	52
图表 121. 2020 年 PTFE 下游需求格局.....	52
图表 122. 我国移动电话基站数量逐年增长.....	52
图表 123. 我国 PTFE 产量及同比.....	53
图表 124. PTFE 生产企业年产能（万吨/年，截至 2023 年 12 月）.....	53
图表 125. 重点企业 PTFE 扩产项目.....	53
图表 126. 我国新能源汽车产量及同比.....	53
图表 127. 我国电解液产量及同比.....	53
图表 128. 我国六氟磷酸锂产能及同比.....	54
图表 129. 我国六氟磷酸锂预计新增产能.....	54
图表 130. 我国数据中心市场规模.....	54
图表 131. 单相浸没式液冷系统原理.....	54
图表 132. 主要推荐的氟化工上市公司.....	55
图表 133. FDY 价格及价差（2015-2023）.....	55
图表 134. POY 价格及价差（2016-2023）.....	55
图表 135. DTY 价格及价差（2016-2023）.....	56
图表 136. 涤纶长丝库存天数变化（2021-2023）.....	56
图表 137. 涤纶长丝行业产能（2020-2023）.....	56
图表 138. 涤纶长丝行业集中度（2023）.....	56
图表 139. 2023 年涤纶长丝行业新增产能.....	57
图表 140. 2024 年涤纶长丝行业预计新增产能.....	57
图表 141. 涤纶长丝表观消费量（2013-2023）.....	57
图表 142. 国内服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额及同比（2010-2023）.....	58
图表 143. 涤纶长丝出口量及同比变化（2020-2023）.....	58
图表 144. 推荐标的.....	58
图表 145. 优秀企业资本开支情况.....	59
图表 146. 龙头企业 ROE（摊薄）情况（2017-2023 前三季度）.....	59
图表 147. 龙头企业研发支出占收入比重（2017-2023 前三季度）.....	59

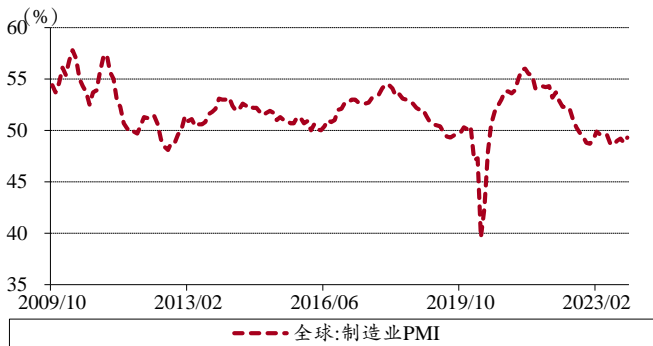
图表 148. 部分化工产品价格走势（2010-2023）	60
图表 149. 万华化学、华鲁恒升、新和成市净率变化（2010-2023）	60
图表 150. 卫星化学、恒力石化、荣盛石化、东方盛虹市净率变化（2015-2023）	61
图表 151. 主要推荐的化工龙头及民营炼化上市公司	61
图表 152. 报告中主要推荐的上市公司估值表	65
附录图表 153. 基础化工行业上市公司列表	66
附录图表 154. 石油石化行业上市公司列表	69

行业数据回顾与展望

全球宏观经济增速放缓

2023年以来，全球经济延续2022年疲软态势。2023年1-11月全球制造业采购经理人指数（PMI）在48.6%-49.9%之间波动，均低于2022年同期水平，多个G20经济体的PMI在荣枯线下。2023年1-11月，世界主要发达经济体制造业PMI延续2022年的颓势，较2022年同期均有所下降。2023年我国制造业PMI在荣枯线附近震荡，1-11月的PMI在48.8%-52.6%之间波动，基本高于2022年同期水平。国际货币基金组织（IMF）预计全球经济增速将继续放缓，在发达经济体尤为明显，通胀下降速度比预期会更慢。

图表 1. 全球制造业 PMI（截至 2023 年 11 月）



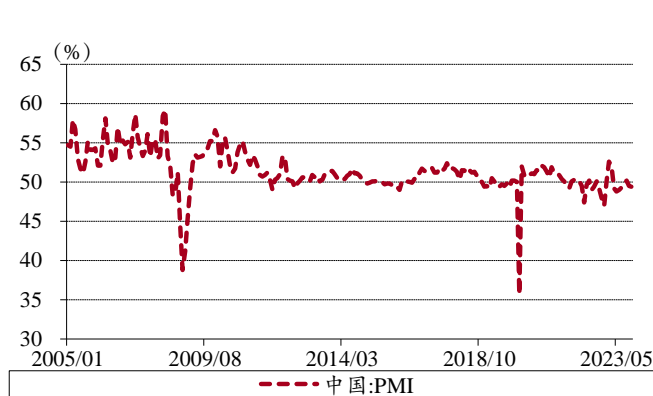
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 发达经济体制造业 PMI（截至 2023 年 11 月）



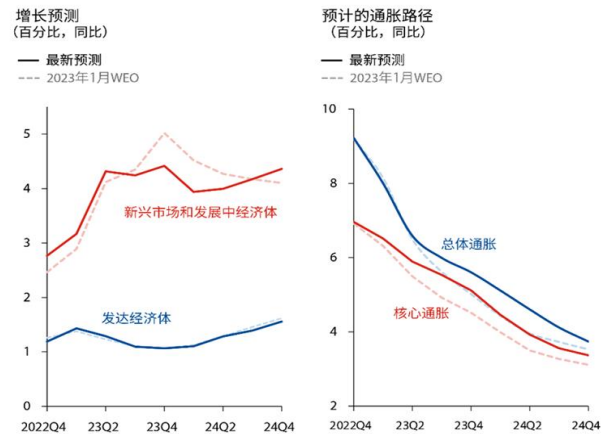
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 我国制造业 PMI（截至 2023 年 4 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 未来三年 GDP 与通胀预测

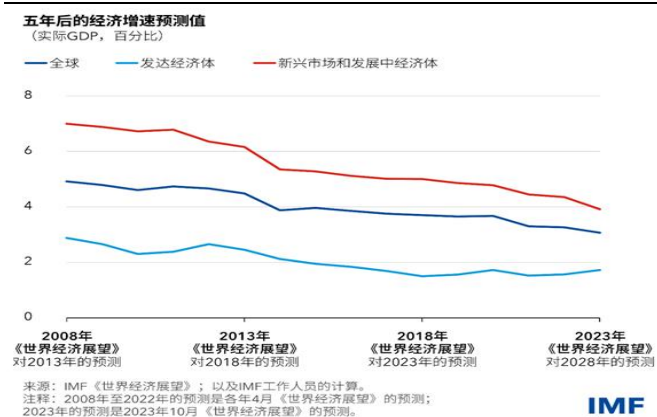


资料来源：国际货币基金组织，中银证券

2023年10月11日，国际货币基金组织（IMF）发布最新一期《世界经济展望》，报告预测全球经济增速将从2022年的3.5%放缓至2023年的3%和2024年的2.9%，2024年预测值相比7月预测下调了0.1个百分点。同时报告指出，全球经济中期增长前景随时间推移正在减弱，新兴市场和发展中经济体尤其如此，这将导致新兴市场和发展中经济体追赶发达经济体的速度大幅放缓。

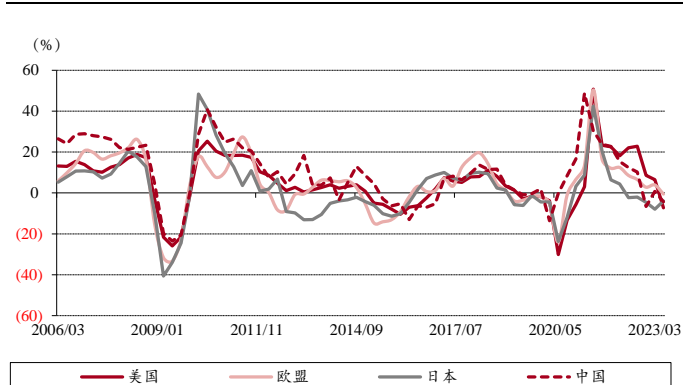
出口层面，2023年全年全球主要经济体的出口增速持续回落。截至2023Q2，在全球主要经济体中，美国、欧盟、日本和中国出口季度同比均为负，分别为-7.25%、-0.53%、-3.97%、-4.29%，其中日本自22Q2以来已经连续五个季度出口同比增速均为负值；中国出口同比增速在23Q1出现小幅回升，23Q2再次出现负增长。

图表 5. 五年经济增速预测



资料来源: 国际货币基金组织, 中银证券

图表 6. 全球主要经济体出口增速 (截至 2023 年 6 月)



资料来源: 万得, 中银证券

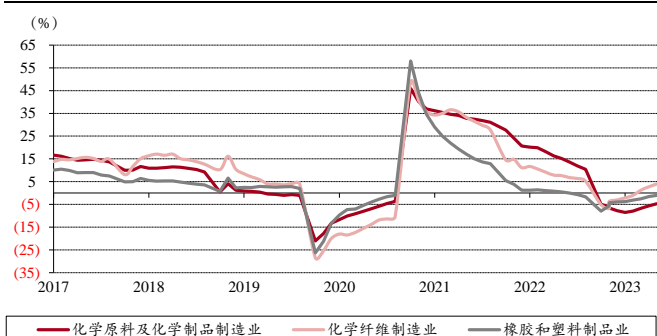
2023 年子行业营收和利润分化, PPI 指数均同比负增长

2023 年 1-10 月, 国内化学原料与化学制品制造业以及橡胶和塑料制品业等子行业营业收入有所下降, 但跌幅缩小, 其中化学原料与化学制品制造业营收增速由年初的-4.90%一度下降至-8.50%, 在 10 月回升至-4.70%, 橡胶和塑料制品业营收增速由-7.90%提高至-1.00%。2023 年前 10 个月, 化学纤维制造业营收增速由负转正, 由年初的-5.00%提高至 4.00%。

行业利润总额方面, 2023 年 1-10 月化学原料及化学制品、化学纤维制造业利润总额分别同比下降 43.13%、15.13%, 相较于 2022 年同期的增速均有大幅回落, 而橡胶和塑料制品业利润总额同比上升 5.32%。受俄乌冲突等影响, 大宗商品价格波动, 导致不同子行业盈利分化。

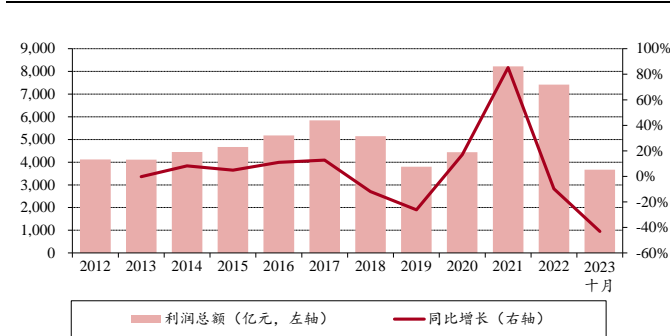
价格方面, 继 2022 年全年化工 PPI 指数同比增速持续回落后, 2023 年前 11 个月化工 PPI 指数同比增速继续下降, 并于第二季度末达到谷底后开始缓慢回升。2023 年 11 月, 化工 PPI、化学原料及化学制品制造业 PPI、橡胶和塑料制品业 PPI 同比分别下降 4.30%、6.80%、3.20%, 化学纤维制造业 PPI 同比不变。从具体产品价格来看, 截至 2023 年 12 月 9 日, 2023 年年内均价较 2022 年均价下跌的产品占 81.19%, 跌幅超过 20% 的占比 38.61%。只有 4 个品种均价同比上涨超 10%, 分别是 R125 (浙江高端)、萤石粉 (华东)、R22 (巨化) 和丙酮 (华东)。综合以上信息, 2023 年前三季度受全球宏观增长放缓、行业景气度低迷、下游需求疲软等影响, 国内化工重点产品价格回落, PPI 于第二季度末达到谷底后缓慢回升。

图表 7. 化工一级子行业营业收入同比增速 (截至 2023 年 10 月)



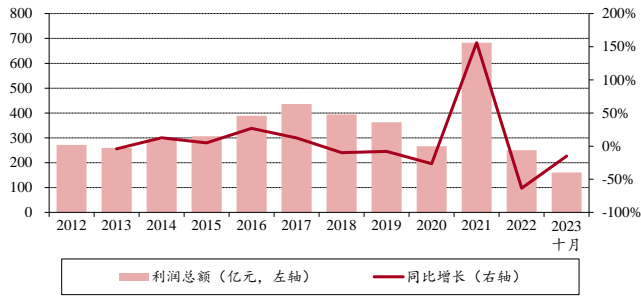
资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 化学原料及化学制品利润总额 (截至 2023 年 10 月)



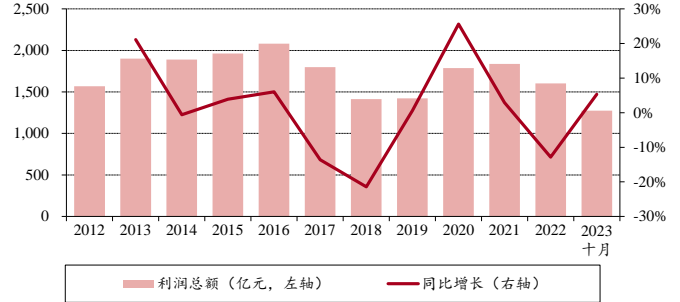
资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. 化学纤维制造业利润总额 (截至 2023 年 10 月)



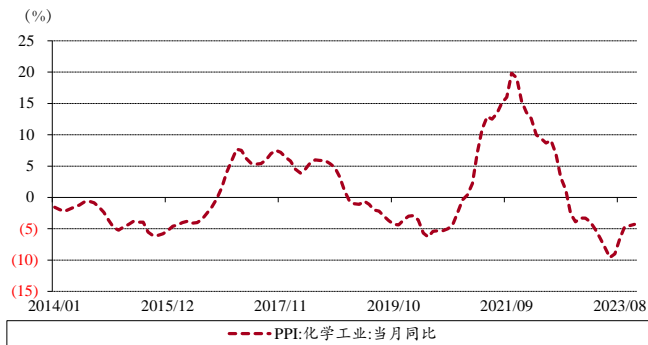
资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 橡胶和塑料制品业利润总额 (截至 2023 年 10 月)



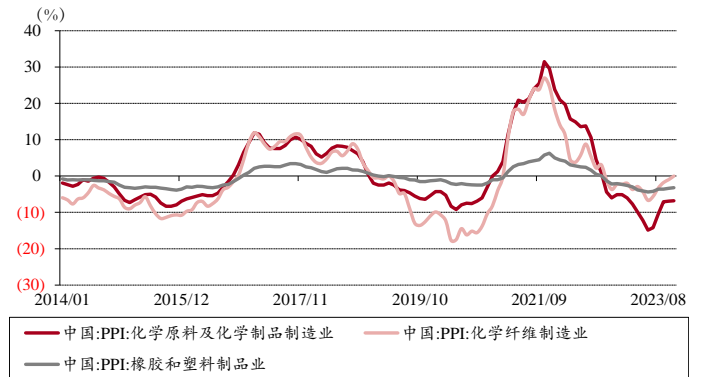
资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 化学工业 PPI 当月同比 (截至 2023 年 11 月)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 化学原料及化学制品制造业和化学纤维制造业 PPI 当月同比 (截至 2023 年 11 月)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 主要化工产品价格情况

品种	单位	最新价格	2023 年内均价	2022 年均价	同比(%)	当前分位数 (%)
R125 (浙江高端)	元/吨	28,000.00	24,710.76	18,693.15	32.19	32.56
萤石粉 (华东)	元/吨	3,625.00	3,255.27	2,839.66	14.64	93.00
R22 (巨化)	元/吨	20,700.00	20,254.66	17,708.22	14.38	65.24
丙酮 (华东)	元/吨	6,730.00	6,154.74	5,560.14	10.69	40.32
多氟多冰晶石	元/吨	6,500.00	7,030.53	6,476.58	8.55	33.33
磷矿石 (湖北 28%)	元/吨	930.00	919.51	854.60	7.59	82.43
R134a (巨化)	元/吨	27,500.00	24,845.94	23,667.12	4.98	19.47
粘胶长丝 (华东)	元/吨	42,500.00	42,593.02	41,949.32	1.53	64.63
WTI 原油	美元/桶	71.23	77.90	77.90	0.00	59.51
丁苯橡胶 (华东 1502)	元/吨	11,550.00	11,828.49	11,893.08	(0.54)	14.53
三聚磷酸钠 (兴发 95%)	元/吨	7,750.00	8,666.13	8,753.70	(1.00)	59.09
TDI (华东)	元/吨	16,400.00	18,019.62	18,202.26	(1.00)	15.65
涤纶 FDY (华东)	元/吨	8,000.00	8,178.20	8,319.42	(1.70)	18.10
甲苯 (华东)	元/吨	6,620.00	7,300.54	7,452.85	(2.04)	50.26
重质纯碱 (华东)	元/吨	2,950.00	2,792.95	2,865.21	(2.52)	70.82
天然橡胶 (上海地区)	元/吨	12,500.00	12,209.30	12,553.42	(2.74)	10.56
PTA (华东)	元/吨	5,725.00	5,868.84	6,046.01	(2.93)	31.19
苯胺 (华东)	元/吨	10,700.00	11,662.78	12,024.49	(3.01)	50.81
锦纶 FDY (华东)	元/吨	17,250.00	17,058.58	17,655.34	(3.38)	18.79
LLDPE (余姚 7042/吉化)	元/吨	8,600.00	8,420.49	8,727.34	(3.52)	26.32
纯 MDI (华东)	元/吨	20,500.00	19,925.00	20,653.70	(3.53)	29.24
DAP (西南工厂褐色)	元/吨	3,600.00	3,571.85	3,730.49	(4.25)	58.10
己内酰胺 (CPL)	元/吨	12,850.00	12,578.05	13,176.30	(4.54)	24.29
轻质纯碱 (华东)	元/吨	2,900.00	2,590.81	2,724.27	(4.90)	67.86
涤纶短纤 (华东)	元/吨	7,214.00	7,358.91	7,764.76	(5.23)	14.96
粘胶短纤 (华东)	元/吨	13,150.00	13,184.52	13,913.56	(5.24)	21.51
PET 切片 (华东)	元/吨	6,670.00	6,839.71	7,253.97	(5.71)	21.00
对二甲苯 (PX 东南亚)	美元/吨	962.00	1,038.52	1,102.62	(5.81)	39.69
软泡聚醚 (华东散水)	元/吨	9,300.00	9,879.00	10,549.86	(6.36)	16.02
多氟多氟化铝	元/吨	9,950.00	9,421.30	10,064.93	(6.39)	58.64
硬泡聚醚 (华东)	元/吨	9,200.00	9,618.02	10,324.38	(6.84)	22.29
环氧丙烷 (华东)	元/吨	9,325.00	9,624.35	10,364.66	(7.14)	23.54
无水氢氟酸 (华东)	元/吨	10,425.00	9,877.35	10,722.74	(7.88)	58.42
聚合 MDI (华东)	元/吨	15,500.00	16,025.73	17,442.33	(8.12)	18.12
尿素 (华鲁恒升 (小颗粒))	元/吨	2,430.00	2,460.23	2,703.21	(8.99)	63.11
炭黑 (黑猫 N330)	元/吨	8,450.00	8,853.63	9,743.97	(9.14)	60.71
二甲醚 (长三角)	元/吨	3,730.00	3,638.65	4,024.84	(9.60)	34.63
甲醇 (长三角)	元/吨	2,435.00	2,447.70	2,731.70	(10.40)	49.39
乙二醇	元/吨	4,082.00	4,086.73	4,571.58	(10.61)	7.78
丙烯腈	元/吨	10,000.00	9,420.78	10,696.85	(11.93)	23.57
蛋氨酸	元/吨	22,100.00	18,573.63	21,224.90	(12.49)	5.56
顺丁橡胶 (华东)	元/吨	12,200.00	11,652.47	13,316.44	(12.50)	16.90
纯苯 (FOB 韩国)	美元/吨	834.00	897.12	1,029.23	(12.84)	47.27
甲醛 (华东)	元/吨	1,180.00	1,218.11	1,409.64	(13.59)	6.95
苯乙烯 (FOB 韩国)	美元/吨	1,003.00	1,033.27	1,200.01	(13.89)	36.02
MAP (四川金河 55%)	元/吨	3,425.00	2,969.69	3,458.22	(14.13)	60.74
硝酸 (华东地区)	元/吨	2,550.00	2,192.01	2,573.29	(14.82)	37.04
己二酸 (华东)	元/吨	8,750.00	9,568.37	11,237.67	(14.85)	16.06
石脑油 (新加坡)	美元/桶	68.15	70.67	83.02	(14.88)	20.00
硝酸铵 (陕西兴化)	元/吨	2,700.00	2,711.63	3,194.93	(15.13)	70.00
菜粕阔叶浆中国 CFR	美元/吨	900.00	890.17	1,050.36	(15.25)	1.40
钛白粉 (R 型, 长三角)	元/吨	13,700.00	13,676.16	16,188.63	(15.52)	46.23
液氨 (河北新化)	元/吨	4,000.00	3,615.20	4,294.03	(15.81)	65.81
维生素 E	元/千克	58.00	70.88	84.94	(16.55)	9.96

资料来源: 百川盈孚, 卓创资讯, 中银证券

注 1: 截至 2023 年 12 月 9 日

注 2: 化工产品价格分位数自 2006 年起

续图表 13. 主要化工产品价格情况

品种	单位	最新价格	2023 年内均价	2022 年均价	同比(%)	当前分位数 (%)
丙烯 (韩国 FOB)	美元/吨	810.00	828.32	993.38	(16.62)	34.74
PP (余姚市场 J340/扬子)	元/吨	8,150.00	8,159.45	9,817.81	(16.89)	11.50
乙烯 (东南亚 CFR)	美元/吨	890.00	881.76	1,062.85	(17.04)	40.73
磷矿石 (摩洛哥)	美元/吨	225.00	225.39	272.62	(17.32)	35.37
煤焦油 (山西)	元/吨	4,318.00	4,521.47	5,487.23	(17.60)	56.77
丁二烯 (东南亚 CFR)	美元/吨	810.00	839.39	1,020.41	(17.74)	14.34
醋酸 (华东)	元/吨	3,350.00	3,190.64	3,935.75	(18.93)	23.13
棉短绒 (华东)	元/吨	4,650.00	4,583.34	5,654.93	(18.95)	25.27
电石 (华东)	元/吨	3,227.00	3,551.42	4,444.42	(20.09)	14.86
PVC (华东电石法)	元/吨	5,688.00	5,976.74	7,491.02	(20.21)	10.59
醋酐 (华东)	元/吨	6,450.00	5,645.55	7,084.85	(20.32)	19.50
PVC (华东乙烯法)	元/吨	6,125.00	6,339.56	7,962.58	(20.38)	6.94
原盐 (山东海盐)	元/吨	315.00	304.67	384.36	(20.73)	59.50
苯酚 (华东)	元/吨	7,625.00	7,762.22	10,082.74	(23.01)	27.10
金属硅	元/吨	15,450.00	16,134.59	21,030.96	(23.28)	13.39
黄磷 (四川)	元/吨	24,300.00	25,053.78	33,084.93	(24.27)	25.46
磷酸 (澄星 85%)	元/吨	7,600.00	7,875.29	10,488.22	(24.91)	38.51
PA66 (华东)	元/吨	22,000.00	20,972.09	27,936.99	(24.93)	15.69
硫酸钾 (罗布泊 51%粉)	元/吨	3,300.00	3,257.12	4,342.47	(24.99)	31.43
氨纶 40D (华东)	元/吨	29,800.00	32,014.83	42,688.22	(25.00)	2.69
纯吡啶 (华东)	元/吨	23,500.00	25,265.99	33,982.19	(25.65)	20.62
甲乙酮 (华东)	元/吨	7,100.00	7,817.15	10,630.00	(26.46)	-
离子膜烧碱 (30%折百)	元/吨	2,993.33	3,232.41	4,452.52	(27.40)	-
氯化钾 (青海盐湖 60%)	元/吨	2,860.00	2,963.75	4,154.08	(28.65)	36.68
二氯甲烷 (华东)	元/吨	2,370.00	2,588.25	3,733.84	(30.68)	6.71
双酚 A (华东)	元/吨	10,200.00	10,045.42	14,627.12	(31.32)	15.27
高效氯氟氯菊酯	万元/吨	12.20	14.20	21.04	(32.50)	0.00
PVA	元/吨	11,000.00	13,329.07	19,846.30	(32.84)	11.63
贵亭酸甲酯	万元/吨	4.30	4.76	7.11	(32.99)	0.00
三氯乙烯 (华东)	元/吨	5,600.00	6,345.92	9,984.79	(36.44)	6.99
甲基环硅氧烷	元/吨	14,200.00	15,035.47	23,776.71	(36.76)	3.58
PTMEG (华东)	元/吨	18,250.00	19,763.08	31,535.96	(37.33)	13.14
联苯菊酯	万元/吨	15.20	18.24	29.21	(37.56)	0.00
环氧氯丙烷 (华东)	元/吨	8,400.00	8,583.72	14,469.86	(40.68)	11.71
BDO (长三角)	元/吨	9,600.00	11,404.36	19,960.55	(42.87)	9.78
醋酸乙烯 (华东)	元/吨	5,933.00	6,779.06	12,100.26	(43.98)	7.78
EDC (长三角)	元/吨	290.00	298.79	544.07	(45.08)	5.74
尿素 (波罗的海小粒装)	美元/吨	270.00	309.28	581.42	(46.81)	13.75
草甘膦 (长三角)	元/吨	26,500.00	33,290.70	62,744.11	(46.94)	11.12
维生素 A	元/千克	71.50	84.36	160.45	(47.42)	0.00
盐酸 (长三角 31%)	元/吨	219.00	210.84	429.59	(50.92)	19.88
DMF (华东)	元/吨	5,050.00	5,332.92	11,853.29	(55.01)	9.32
NYMEX 天然气	美元/mbtu	2.78	2.68	6.54	(59.05)	10.25
硫酸 (浙江巨化 98%)	元/吨	390.00	265.74	689.38	(61.45)	17.71
硫磺 (CFR 中国现货价)	美元/吨	72.50	85.79	222.88	(61.51)	4.75
草铵膦	万元/吨	7.00	8.40	22.88	(63.28)	3.23
液氯 (长三角)	元/吨	399.00	144.77	724.46	(80.02)	22.08

资料来源: 百川盈孚, 卓创资讯, 中银证券

注 1: 截至 2023 年 12 月 9 日

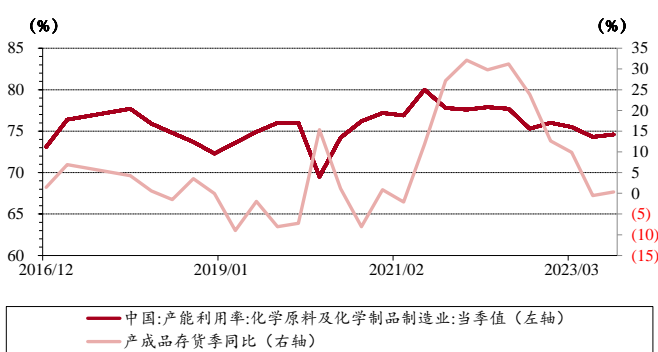
注 2: 化工产品价格分位数自 2006 年起

从价格分位数看，化工产品价格总体处于历史低位。在跟踪的 101 个重点品种之中，共有 62 个品种的价格分位数低于 30%，79 个品种的价格分位数低于 50%。其中，高效氯氟氰菊酯、贵亭酸甲酯、联苯菊酯、维生素 A 等 4 个品种的价格达到历史最低位。价格分位数超过 70% 的品种仅有萤石粉（华东）、磷矿石（湖北 28%）、重质纯碱（华东）3 种。

从 2016 年以来的数据来看，截至 2023 年 9 月，化学原料及制品制造业产能利用率处于 75% 左右中位数水平，库存金额与 2022 年同期基本相当，考虑到产品价格有所下行，库存量预计较 2022 年有所增长但总体不高。化学纤维业产能利用率处于高位，而库存较 2022 年同期有所下降；橡胶和塑料制品存货金额仍处较高水平。

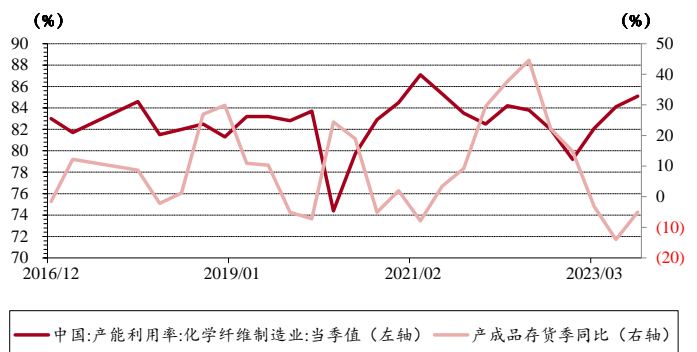
从重点子行业开工率看，截至 2023 年 11 月，产业链开工率较高的子行业是乙烯、涤纶长丝、聚氯乙烯产业链，分别达到 84.37%、84.02%、81.26%。2023Q3，纯碱、乙烯行业的开工率有所下滑；甲醇、聚氯乙烯、制冷剂 R32、涤纶长丝行业的开工率均有提升，与历史同期相比处于较高水平。

图表 14. 化学原料及制品制造业产能利用率及产成品存货同比（截至 2023 年 9 月）



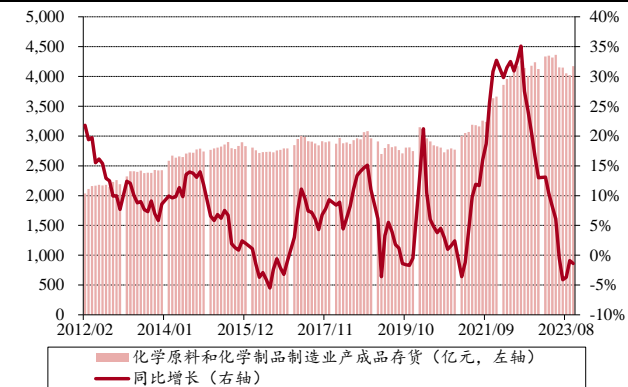
资料来源：万得，中银证券

图表 15. 化学纤维制造业产能利用率及产成品存货同比（截至 2023 年 9 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 化学原料及制品制造业历史产成品存货（截至 2023 年 10 月）



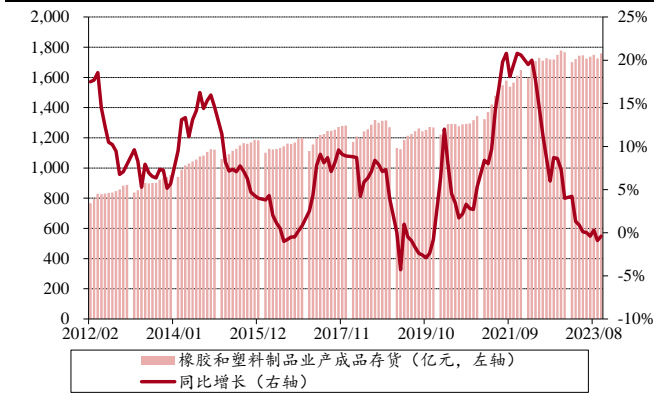
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 化学纤维制造业产成品存货（截至 2023 年 10 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 18. 橡胶和塑料制品业产成品存货 (截至 2023 年 10 月)



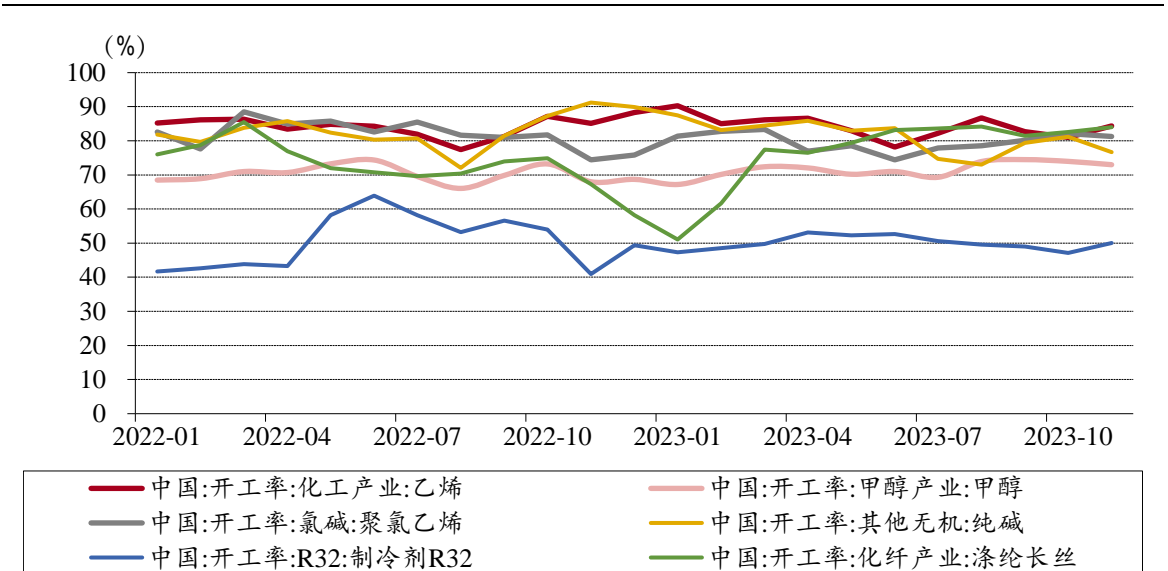
资料来源: 万得, 中银证券

图表 19. 工业企业产成品存货累计同比 (截至 2023 年 10 月)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 20. 部分产业链开工率 (截至 2023 年 11 月)

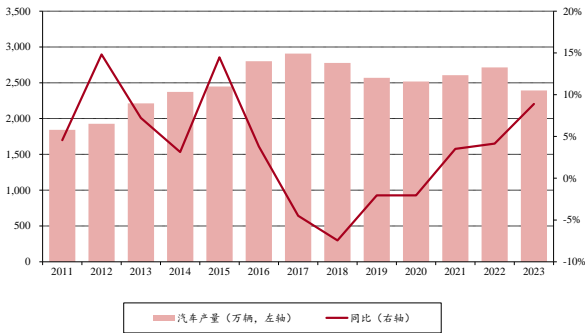


资料来源: 百川盈孚, 中银证券

需求端: 汽车领域增速较高, 未来预计全面缓慢复苏

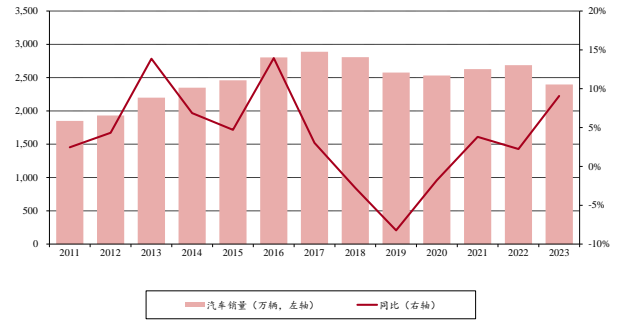
从国内市场来看, 2023 年 1 月-10 月汽车销量为 2,396.70 万辆, 同比增长 9.06%; 2023 年 1 月-10 月产量为 2,391.88 万辆, 同比增长 8.89%。其中新能源汽车产量 730.24 万辆, 同比增长 26.7%; 销量为 723.08 万辆, 同比增长 36.94%。随着国家稳经济政策、新能源汽车产业链高速发展等, 国内汽车行业有望持续发展。2023 年 1-10 月国内竣工面积累计同比大幅增加, 施工、新开工面积累计同比下降, 但下降幅度有所缓和。同时, 我国家电市场需求反弹。彩电产量自 4 月开始实现正增长, 空调、家用电冰箱产量累计同比均为正值, 三者 9 月平均增速近 10%。

图表 21. 国内汽车产量及同比增速（截至 2023 年 10 月）



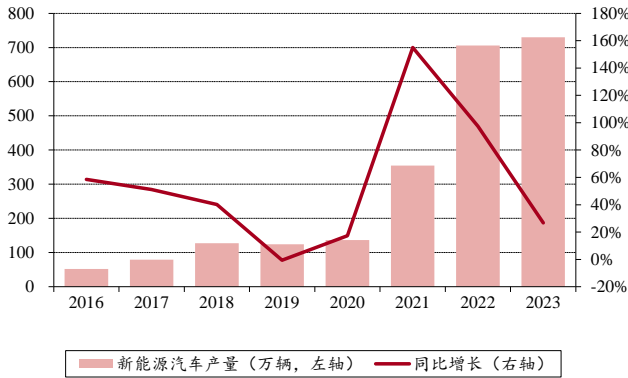
资料来源：万得，中银证券

图表 22. 国内汽车销量及同比增速（截至 2023 年 10 月）



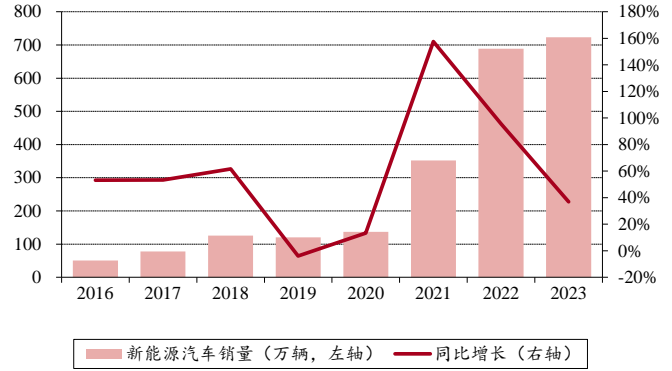
资料来源：万得，中银证券

图表 23. 国内新能源汽车产量及同比增速（截至 2023 年 10 月）



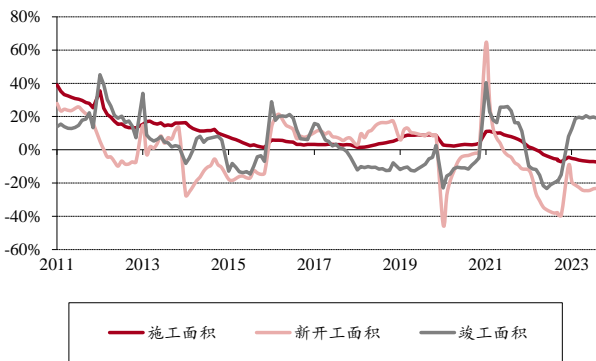
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 国内新能源汽车销量及同比增速（截至 2023 年 10 月）



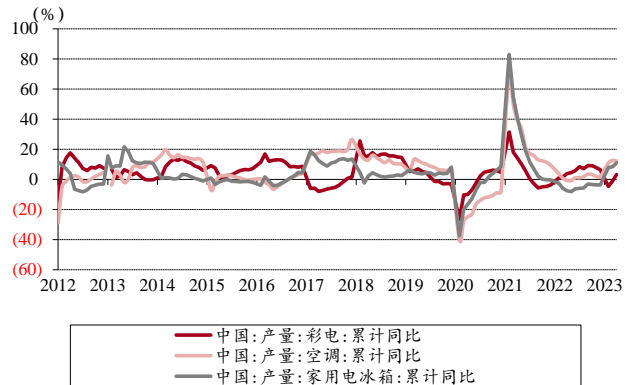
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 国内房地产新开工、竣工面积累计同比（截至 2023 年 10 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 国内家电产品产量累计同比（截至 2023 年 10 月）



资料来源：万得，中银证券

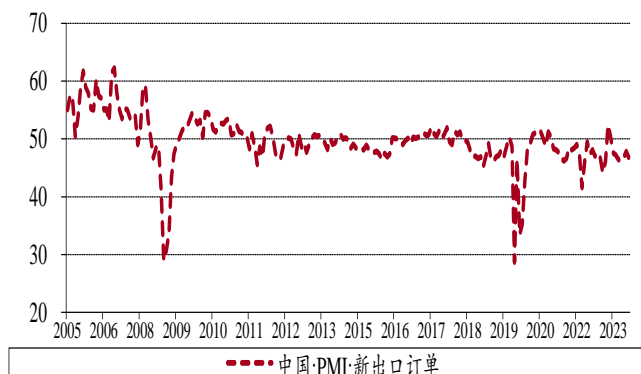
从出口情况来看，2023 年 1-10 月我国出口金额当月同比波动回落，10 月出口金额同比下滑 6.40%。此外，2023 年 1-10 月我国 PMI 新出口订单指数平均位于 50% 荣枯线以下。

图表 27. 我国出口金额当月同比（截至 2023 年 10 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 我国 PMI 新出口订单指数（截至 2023 年 10 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 29. 2023 年 1-9 月我国出口占比较高的部分化工产品

化工子行业	产品	出口量(万吨)	出口占比(%)	同比增长(%)
基础化工	异丙醇	9.65	29.89	(26.72)
	丙二醇	15.45	60.38	(12.31)
磷化工	六偏磷酸钠	4.35	38.21	28.91
	三聚磷酸钠	16.12	40.19	(45.00)
钛白粉	钛白粉	125.46	43.47	(5.71)
橡胶助剂	促进剂	11.11	-	(2.47)
氟化工	聚四氟乙烯	2.22	-	(11.14)
化肥	磷酸一铵	153.66	21.65	378.18
	磷酸二铵	361.25	34.25	(72.82)
化学纤维	粘胶长丝	6.76	44.35	42.53
	涤纶短纤	90.44	17.38	3.94
聚氨酯	丁酮	10.04	43.15	(26.12)
	聚合 MDI	94.72	47.09	(52.91)
其他	柠檬酸	88.99	77.39	(36.00)
	双甘膦	2.05	20.43	9.56
	燃料油	1,519.34	36.99	46.00

资料来源：万得，百川盈孚，中国橡胶工业协会，华经产业研究院，中银证券

注：丙二醇、钛白粉采用 2023 年 1-3 月数据，促进剂采用 2022 年数据

化工行业下游需求及出口有望复苏。美联储加息逐步放缓、国内稳经济一揽子政策和接续措施加快落地见效，国内外需求整体缓慢复苏。2023 年 1 月 5 日，央行、银保监会发文建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，大力支持刚性和改善性购房需求，促进房地产市场平稳健康发展，产业链相关化学品需求有望向好。4 月 25 日，国务院下发《国务院办公厅关于推动外贸稳规模优结构的意见》，外贸市场有望拓展，进出口结构将进一步稳定和优化，化工行业下游需求或持续提升；5 月 19 日，央行、外汇管理局联手持续优化跨国公司本外币跨境资金集中运营管理政策，国内国际两个市场两种资源联动效应，更好支持经济发展。另外，俄乌冲突对欧盟能源供应产生了严重冲击，为应对能源危机，欧盟采取了多样化措施，包括多渠道寻求能源供应替代、加强能源效率和节能意识、推动可再生能源发展以及加强国际合作等。展望 2024 年，根据 WTO 于 2023 年 10 月发布的《全球贸易展望与统计数据》，2024 年全球商品贸易增速有望由 2023 年的 0.8% 回升至 3.3%。12 月 12 日，中国银行研究院发布《中国经济金融展望报告（2024 年年报）》，该报告预计，2024 年中国出口同比增长 2% 左右，增速有望较上年回升约 6.2 个百分点。我们预计 2024 年行业下游需求及出口有望持续复苏。

供给端展望：产能持续向优势龙头企业集中

自疫情爆发以来，化工各子行业的固定资产投资完成额累计同比于2020年触底，此后冲高回落。化学原料及化学制品制造业、塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比于2021年一季度达到极高峰值后回落，化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比则于2022年一季度达到极高峰值后回落。2023年以来，各子行业累计同比均有回落趋势。国家统计局数据显示，2023年1-10月化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比增长13.40%，化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比下降9.70%，塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比增长3.80%。

从化工行业上市公司在建工程数据来看，2023年前三季度化工行业在建工程为9,079.41亿元，较2022年前三季度同比增长2.73%，其中基础化工行业在建工程为3,252.74亿元，同比增长23.78%，石油行业在建工程为5,826.67亿元，同比下降6.18%。从主要企业在建工程看，2023年三季度中国石化在建工程为2,244.08亿元，同比增长24.68%；中国石油在建工程为2,019.04亿元，同比下降18.41%；万华化学在建工程为466.90亿元，同比增长10.64%，恒力石化在建工程为541.14亿元，同比增长140.23%；荣盛石化在建工程为365.47亿元，同比下降13.14%。2023年前三季度中国石化、中国石油、东方盛虹、万华化学、荣盛石化、恒力石化、桐昆股份、宝丰能源在建工程较高，合计占比达到68.10%，新增产能持续向龙头企业集中，未来行业集中度将继续提升。

图表 30. 化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比（截至 2023 年 10 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 31. 化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比（截至 2023 年 10 月）



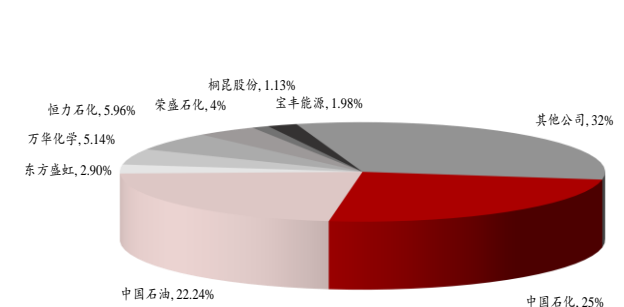
资料来源：万得，中银证券

图表 32. 塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比（截至 2023 年 10 月）



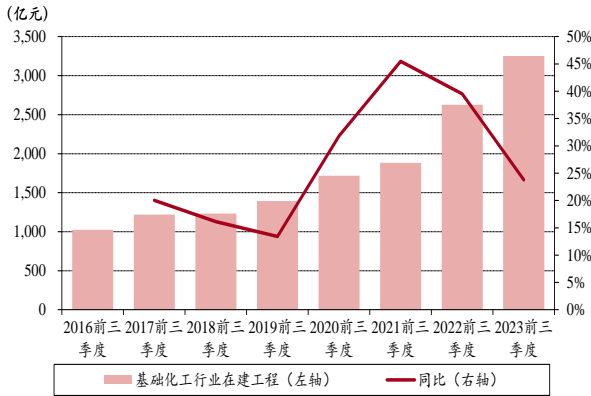
资料来源：万得，中银证券

图表 33. 2023Q3 化工行业上市公司在建工程占比



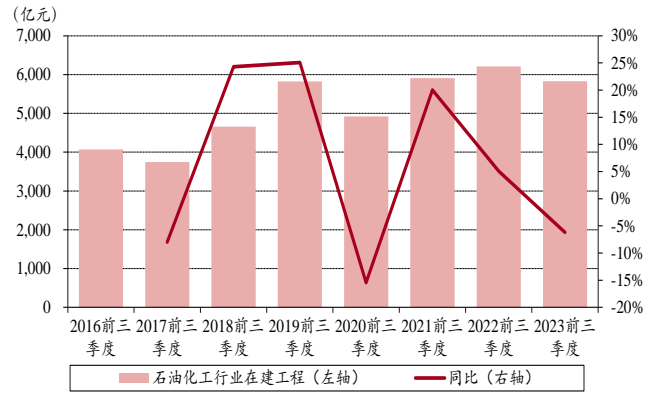
资料来源：万得，中银证券

图表 34. 基础化工行业在建工程情况



资料来源: 万得, 中银证券

图表 35. 石化行业在建工程情况



资料来源: 万得, 中银证券

成本端: 2024 年国际油价仍有支撑, 天然气价格市场化改革持续推进

自 2000 年以来, 国际油价经历了四轮大周期, 长期来看, 供需关系以及宏观环境是影响油价走势的重要因素。2023 年国际油价较 2022 年有所回落, 但仍处于历史中高位水平。截至 2023 年 12 月 29 日, 布伦特原油与 WTI 原油价格分别为 77.15、71.77 美元/桶, 2023 年均价分别为 82.04 美元/桶、77.45 美元/桶。对 2023 年油价走势产生重要影响的因素主要有**宏观环境、地缘政治冲突、OPEC+ 减产政策等**。上半年, 部分欧美经济体银行业暴雷, 引发市场对全球经济衰退的担忧, 进而传导至对原油需求的担忧, 三季度, 随着沙特及俄罗斯推行有力的减产政策, 同时美国原油库存持续下降, 推动原油价格持续上行, 四季度以来, 巴以再起冲突, 中东地区政治局势紧张, 但同时美国原油产量提升及库存增长, 原油价格再度波动下行。

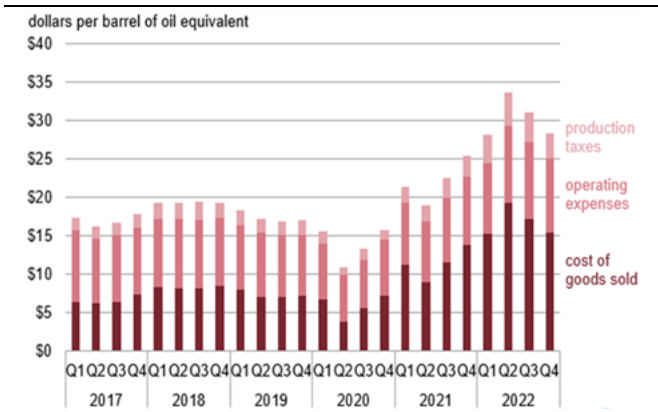
图表 36. 布伦特与 WTI 原油价格走势 (2000-2023)



资料来源: Wind, 中银证券

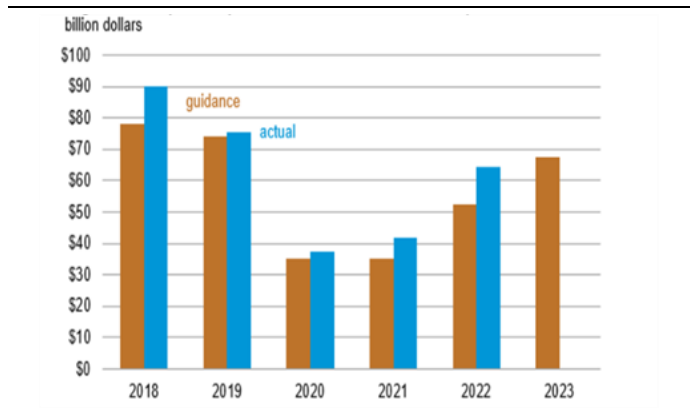
2024 年国际油价仍有支撑。宏观方面，欧美加息政策见顶，美元指数有望走弱，对原油等大宗商品价格或形成一定支撑。地缘政治方面，俄乌冲突持续，巴以冲突再起，全球政治不稳定因素增多，意外因素引发原油价格大幅波动的可能性仍然存在。OPEC 方面，2023 年 10 月份沙特能源部宣布，沙特将把从 7 月开始的“额外自愿减产石油 100 万桶/日”的措施继续延长至 12 月底，期间产量约为 900 万桶/日。我们认为，在俄乌局势缓解以前，以沙特为代表的 OPEC 或仍推行较为强势的减产政策。美国方面，根据 EIA 公布的高频数据，截至 2023 年 12 月 22 日当周，美国原油日产量为 1,330 万桶/日，已超过 2020 年初的历史最高水平 1,300 万桶。但值得注意的是，受人力成本增加和原材料成本上涨等因素影响，美国页岩油开采成本出现大幅增加，根据 EIA 的报告，2022 年 Q4 美国 48 家油气公司当量油气的平均生产成本为 28.26 美元/桶，较 2020 年 Q1 增加 71%。同时，美国油气行业正在出现新一轮的并购热潮，2023 年 5 月，雪佛龙以 63 亿美元收购页岩油开发商 PDC Energy；2023 年 10 月 11 日，埃克森美孚宣布以 595 亿美元收购先锋自然资源公司；2023 年 10 月 23 日，雪佛龙宣布将以 530 亿美元的价格收购页岩油企业赫斯公司（HES.US）。2023 年 12 月 11 日，西方石油宣布将以接近 120 亿美元收购美国石油和天然气生产商 CrownRock LP，交易预计将在 2024 年第一季度完成。我们认为，在此轮高油价市场环境下，美国油气巨头对油气勘探开发领域的资本开支持审慎态度，更倾向于通过收购优质资产，获得优质现金流，随着油气行业竞争格局的调整，2024 年美国原油产量的增长弹性或减小。需求端，全球原油需求仍将保持增长，欧佩克 12 月份报告，预计 2024 年全球原油需求将增加 225 万桶/日，IEA 的 12 月份月报预测 2024 年全球石油需求将增长 110 万桶/日，EIA 在 12 月份发布的短期能源展望报告中，预测 2024 年全球原油需求增量为 134 万桶/日。综合来看，2024 年，需求端仍有增长空间，供应端在供需关系中占据主导，宏观因素或对油价形成支撑，但地缘政治存在较大不确定性，我们预计国际油价的价格区间为 70-100 美元/桶。

图表 37. 美国代表性油气公司平均生产成本（2017-2022）



资料来源：EIA，中银证券

图表 38. 美国代表性油气公司的资本支出（2018-2023）



资料来源：EIA，中银证券

我国天然气上下游顺价机制存在优化空间。我国管道天然气终端下游用户类型分为居民用户和非居民用户，居民用户用气量相对较小且有明显季节性特点；非居民用户用气量大且稳定。天然气终端用户价为门站价与配气费之和，省级门站价格由各省人民政府确定，然而实际操作中，省级门站价的调整频率并不高。天然气价格调控机制滞后，难以适应大幅波动的进口气价，造成上游天然气进口持续亏损，下游城燃企业经营承压：一方面，供气企业需要承担起保供责任；另一方面，进口高气价拉高天然气成本，而目前非居民用气顺价有明确上限，根据 2019 年国家发展改革委的规定，各省级天然气基准门站价格下，非居民气价仅允许上浮 20%。当海外天然气价格大幅波动时，天然气终端价格变化远低于供气企业实际成本波动幅度，超限部分主要由企业自行承担，进口天然气价格与门站价格形成倒挂，影响国内天然气生产积极性，最终影响国内天然气行业的长期可持续发展。

新一轮天然气价格市场化改革正在推进。2023 年以来，天津市、北京市和杭州市等地方政府都提出建立和完善天然气上下游价格联动机制，在天然气价格大幅波动时灵活调整天然气销售价格。浙江省出台天然气体制改革方案，提出以管网独立和营销分离、天然气价格市场化、城镇燃气扁平化和规模化改革为重点的改革任务。我们认为，2024 年国内天然气价格市场化改革仍将有序推进，管道气和 LNG 的价格波动将更加趋同。

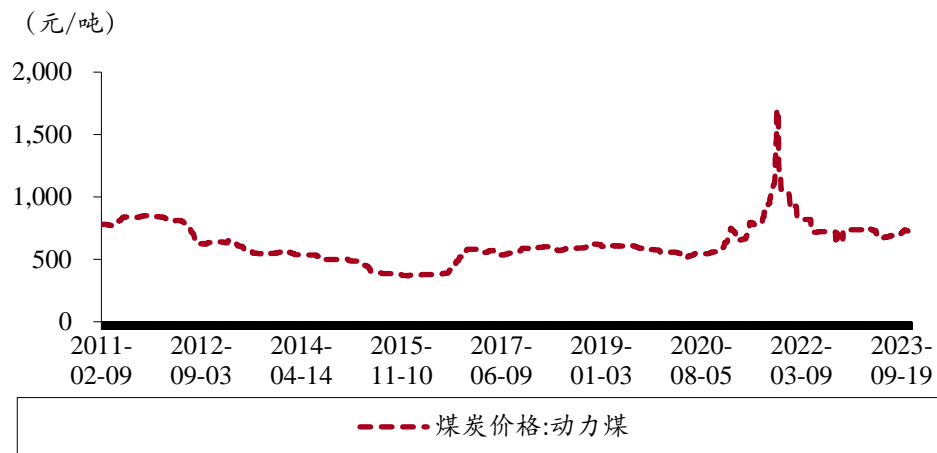
图表 39. 2023 年部分省市天然气价格政策变化

省市	时间	天然气价格政策
贵州省	2023 年 6 月	居民用气销售价格实行政府定价，非居民用气销售价格原则上实行政府最高指导价。根据气源采购价格和配气价格变动情况，实行动态调整。居民用气销售价格实行阶梯价格制度，根据实际情况适时调整各档气量和气价。
山东省	2023 年 8 月	天然气门站价格均实行基准价格管理，天然气价格（不包括管输价格）由供需双方以省界基准门站价格（胜利油田自产气按供东营市基准门站价格）为基础，在上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格。2023 年居民用气城市门站价格仍按国家发展改革委明确的上浮 5% 执行。
天津市	2022 年 3 月	建立天津市城市燃气管网非居民天然气上下游价格联动机制，根据天然气市场季节性供需结构划分为淡季和旺季两个时段，推行实施季节性差价。当上游气源企业供天津市非居民天然气价格大幅波动，与公布的当期价格出现较大偏差，可动态调整天然气销售价格。
北京市	2022 年 12 月	加强天然气配气环节价格监管，完善上下游价格联动机制，推进居民家庭液化石油气补贴政策改革。
杭州市	2023 年 6 月	以 2023 年 4 月气源综合价格作为第一个基期价格。当气源综合价格上下变动幅度达到或超过基期价格 5% 且距离上次调价时间不少于 3 个月时，启动价格联动机制，非居民用气终端销售价格作同向调整。
上海市	2023 年 10 月	配气价格实行政府定价，本市行政区域内原则上统一配气价格，按照燃气企业年度准许总收入除以年度配送气量确定，原则上每三年校核一次。如管网设施投资、配送气量、成本等发生重大变化，可提前校核调整。

资料来源：隆众资讯，中银证券

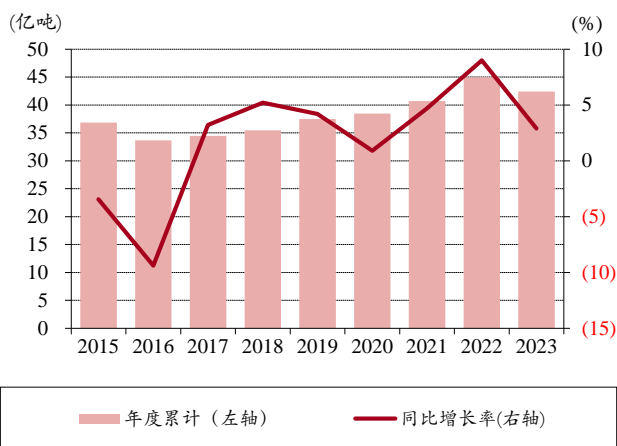
煤炭供需双增，价格波动有望减小。供应端，产能方面，2023 年以来，我国煤炭产能核增有序推进，持续释放煤炭优质产能，根据中国煤炭资源网的统计，预计 2023 年，全国煤炭新增产能为 2.42 亿吨，其中，动力煤 2.04 亿吨，炼焦煤 3,800 万吨，预计退出产能为 3,000 万吨，其中，动力煤 1900 万吨，炼焦煤 1100 万吨。产量方面，根据国家统计局的数据，截止到 2023 年 11 月份，中国原煤总产量为 42.39 亿吨，同比增长 2.9%，进口方面，2023 年前 11 个月，我国进口煤炭的总量为 4.27 亿吨，同比增加 62.8%，煤炭进口量大幅增加主要是由于澳大利亚进口量增加以及海外煤炭价格快速回落等。消费端来看，中国煤炭工业协会预测 2023 年煤炭需求同比有望保持平稳增长，未来随着我国产业升级推进以及国民生活质量提升，能源消费仍将保持一定增速，煤炭作为我国占比最大的能源品类，消费总量仍存提升空间。综合来看，随着国内核增产能释放以及海外进口量提升，我国煤炭供应能力有望小幅增加，需求端，我国能源消费持续增长，煤炭需求具有较强韧性，预计 2024 年煤炭市场供需关系趋于平稳，价格波动幅度或减弱。

图表 40. 国内动力煤价格走势（2011-2023）



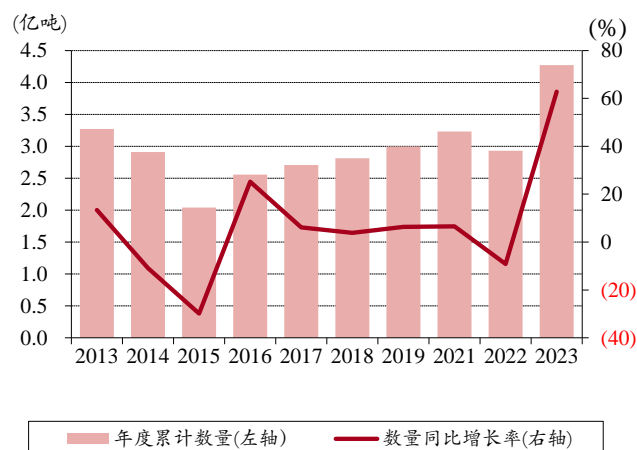
资料来源：ICE, Wind, 中银证券

图表 41. 中国原煤产量 (2015-2023)



资料来源: 万得, 中银证券
注: 2023 年数据为前 11 个月数据

图表 42. 中国原煤进口量 (2013-2023)



资料来源: EIA, 中银证券
注: 2023 年数据为前 11 个月数据

2023 年前三季度及 2023Q3 基础化工及石油石化行业业绩表现

2023 年前三季度需求较低迷, 2023Q3 营业收入同环比上升, 归母净利润同环比下降

根据申万 2021 年版基础化工分类, 剔除掉 B 股、部分主业脱离化工行业及近三年上市财务数据披露不完整的上市公司, 整合电子化学品与半导体材料子行业, 本报告共汇总并分析基础化工板块 250 上市公司 (见附表)。受国际原油价格、海外天然气价格变动影响, 2023 前三季度基础化工全行业营收及归母净利润均同比下降。2023 年前三季度基础化工板块实现营业收入合计 13,434.56 亿元, 同比下降 6.30%; 实现归母净利润合计 805.54 亿元, 同比下降 46.66%。2023 年第三季度基础化工行业下游需求缓慢复苏, 全行业实现营业收入 4,632.38 亿元, 同比增长 1.14%, 环比增长 2.90%; 实现归母净利润 251.17 亿元, 同比下降 24.25%, 环比下降 6.59%。

图表 43. 基础化工板块经营数据分析

	2023 年前三季度	2022 年前三季度	2021 年前三季度	2020 年前三季度
营收 (亿元)	13,434.56	14,337.45	12,186.09	9,046.61
增速 (%)	(6.30)	17.65	34.70	
归母净利润 (亿元)	805.54	1,510.20	1,479.10	548.45
增速 (%)	(46.66)	2.10	169.69	

资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 44. 基础化工板块经营数据 2023 年三季度同环比情况

	2023 年 Q3	2023 年 Q2	2022 年 Q3
营业收入 (亿元)	4,632.38	4,501.69	4,580.15
2023Q3 环比 2023Q2 (%)	2.90		
2023Q3 同比 2022Q3 (%)	1.14		
归母净利润 (亿元)	251.17	268.90	331.55
2023Q3 环比 2023Q2 (%)	(6.59)		
2023Q3 同比 2022Q3 (%)	(24.25)		

资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

2023 年前三季度基础化工多数子行业营业收入同比下降。从子行业来看, 统计的 35 个子行业中, 有 15 个子行业 2023 年前三季度营业收入较 2022 年前三季度实现正增长, 其中 1 个子行业涨幅超过 30%, 6 个子行业涨幅超过 10%; 民爆制品、非金属材料 III 子行业增长居前, 同比增速分别为 35.53%、18.50%; 民爆制品行业内易普力营收同比增速达 288.09%。其余 20 个子行业的营收同比下降, 其中 3 个子行业跌幅超过 20%; 钾肥、其他化学制品子行业跌幅居前, 同比分别下降 25.50%、25.49%。

单季度来看，23Q3 基础化工多数子行业营业收入环比上升。受近期部分化工品涨价、下游需求缓慢复苏等影响，部分子行业景气度有所提升。同比方面，统计的 35 个子行业中，有 20 个子行业的 23Q3 营业收入同比 22Q3 实现正增长，其中复合肥、有机硅、电子化学品III、民爆制品子行业同比增速分别为 47.58%、35.93%、35.27%、32.04%，其余 15 个子行业同比下降，其中农药子行业同比跌幅为 28.60%。环比方面，统计的 35 个子行业中，有 23 个子行业的 23Q3 营业收入较 23Q2 实现正增长，其中 1 个子行业环比增幅超过 50%，为电子化学品III (+51.61%)，除电子化学品III外，还有 2 个子行业环比增幅超过 20%，分别为锦纶 (+27.06%)、有机硅 (+21.13%)，其余子行业增幅均在 20% 以下；有 12 个子行业环比出现负增长，其中农药、氯碱跌幅分别为 18.30%、16.35%。23Q3 营收同环比均增长的子行业共计有 17 个子行业，包括其他化学原料、煤化工、钛白粉、食品及饲料添加剂、有机硅、胶黏剂及胶带、涤纶、氨纶、锦纶、其他塑料制品、改性塑料、合成树脂、橡胶助剂、氮肥、钾肥、复合肥、电子化学品III。

图表 45. 基础化工各子行业营业收入 2023 年前三季度同比与 2023Q3 同环比

子行业名称	23前三季度同比22前三季度 (%)	23Q3同比 (%)	23Q3环比 (%)	子行业名称	23前三季度同比22前三季度 (%)	23Q3同比 (%)	23Q3环比 (%)
民爆制品	35.53	32.04	(9.79)	其他化学纤维	(4.89)	(0.32)	(5.23)
非金属材料III	18.50	(0.79)	2.59	其他塑料制品	(5.38)	3.25	14.90
改性塑料	16.85	27.13	19.43	膜材料	(7.25)	(0.20)	4.87
食品及饲料添加剂	16.32	21.47	4.46	煤化工	(7.82)	5.64	15.96
胶黏剂及胶带	15.58	21.10	11.63	无机盐	(8.32)	(6.40)	(1.99)
涤纶	13.56	11.16	2.46	黏胶	(8.71)	(11.90)	(1.87)
电子化学品III	7.62	35.27	51.61	氟化工	(8.80)	(4.32)	8.76
有机硅	5.54	35.93	21.13	纯碱	(8.98)	(3.80)	(0.46)
合成树脂	4.42	9.19	4.62	磷肥及磷化工	(10.45)	(2.82)	5.46
其他化学原料	4.28	14.26	1.46	锦纶	(11.20)	19.35	27.96
钛白粉	2.67	19.93	18.78	纺织化学制品	(13.89)	(9.2)	(2.70)
其他橡胶制品	1.70	(1.79)	(11.08)	半导体材料	(14.53)	(20.04)	0.86
聚氨酯	1.65	9.07	(0.75)	氮肥	(15.04)	1.35	8.29
复合肥	0.99	47.58	11.89	氯碱	(15.45)	(15.12)	(16.35)
涂料油墨	0.91	11.99	(2.45)	农药	(22.97)	(28.50)	(18.30)
氨纶	(1.86)	16.48	14.49	其他化学制品	(25.49)	(24.58)	(1.25)
橡胶助剂	(2.60)	10.05	12.83	钾肥	(25.50)	0.32	5.27
炭黑	(4.31)	(10.00)	6.13				

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：子行业按照 2023 年前三季度营收同比 2022 年前三季度降序排序

涤纶、非金属材料 III 等子行业归母净利润同比增长强势，农药、纺织化学制品等下滑幅度较大。35 个子行业中，5 个子行业 2023 年前三季度归母净利润同比 2022 年前三季度有所增长。其中，涤纶归母净利润同比涨幅达 784.56%，主要原因为行业内公司新凤鸣同比增幅为 212.19%；非金属材料III子行业归母净利润同比涨幅为 143.97%，主要原因为行业内公司石英股份同比增幅达 638.32%；胶黏剂及胶带子行业归母净利润扭亏为盈。另一方面，26 个子行业 2023 年前三季度归母净利润同比 2022 年前三季度有所减少，农药、其他化学制品、纺织化学制品子行业归母净利润同比跌幅分别为 69.99%、68.77%、67.93%；氯碱、锦纶、炭黑子行业归母净利润转亏，主要原因为原材料价格上涨、下游行业需求较弱等。

单季度来看，23Q3 多数子行业归母净利润环比有所下降。同比方面，23Q3 有 10 个子行业归母净利润同比 22Q3 有所增长，其中，炭黑、其他化学原料、非金属材料 III 子行业归母净利润同比涨幅分别达 1,116.39%、215.10%、167.99%；20 个子行业 23Q3 归母净利润同比 22Q3 下降，其中其他化学制品、氯碱、纺织化学制品跌幅超过 90%；另有 5 个子行业的 23Q3 单季度归母净利润同比 22Q3 扭亏为盈。环比方面，23Q3 有 11 个子行业的归母净利润相较于 23Q2 有所增长，煤化工、氮肥子行业分别增长 177.70%、110.18%，氯碱、锦纶、炭黑 3 个子行业 23Q3 归母净利润相较于 23Q2 扭亏为盈。另有 20 个子行业有不同程度的跌幅，其中农药、纺织化学制品 2 个子行业跌幅超过 90%，分别为 99.64%、99.40%，粘胶子行业转亏。23Q3 同环比均增长的子行业包括非金属材料 III、其他化学原料、电子化学品 III、钛白粉、煤化工。

23Q3 营业收入与归母净利润同环比均增长的子行业为其他化学原料、电子化学品 III、钛白粉、煤化工。

图表 46. 基础化工各子行业归母净利润 2023 年前三季度同比与 2023Q3 同环比

子行业名称	23前三季度 同比22前三 季度 (%)	23Q3同比 (%)	23Q3环比 (%)	子行业名称	23前三季度 同比22前三 季度 (%)	23Q3同比 (%)	23Q3环比 (%)
涤纶	784.56	扭亏为盈	34.82	钾肥	(50.38)	(74.11)	(73.13)
非金属材料III	143.97	167.99	25.45	食品添加剂	(51.20)	(41.46)	10.93
胶粘	76.12	(42.53)	转亏	煤化工	(51.75)	63.30	177.70
民爆制品	46.02	48.72	(33.00)	涂料油墨	(54.26)	75.57	(29.69)
合成树脂	38.51	24.12	(26.42)	其他塑料制品	(54.79)	(1.96)	(16.75)
聚氨酯	(6.18)	30.11	(7.16)	其他化学纤维	(57.19)	(64.69)	(58.53)
氨纶	(8.01)	扭亏为盈	(19.27)	氮肥	(60.03)	(0.94)	110.18
半导体材料	(16.28)	(16.75)	(9.97)	磷肥及磷化工	(61.39)	(52.25)	38.99
其他化学原料	(23.42)	215.10	31.85	氟化工	(65.59)	(66.20)	(33.48)
复合肥	(24.07)	扭亏为盈	(29.82)	膜材料	(67.90)	(27.21)	44.66
电子化学品III	(27.78)	29.23	7.34	纺织化学制品	(67.93)	(99.12)	(99.40)
其他橡胶制品	(37.29)	(72.74)	(71.83)	其他化学制品	(68.77)	(72.08)	(59.02)
钛白粉	(37.92)	7.56	25.17	农药	(69.99)	(99.84)	(99.64)
无机盐	(38.12)	(51.95)	(48.61)	氯碱	转亏	(99.89)	扭亏为盈
改性塑料	(40.39)	(51.85)	(5.13)	锦纶	转亏	扭亏为盈	扭亏为盈
橡胶助剂	(40.87)	(66.51)	(58.69)	炭黑	转亏	1116.39	扭亏为盈
纯碱	(41.59)	(28.72)	34.40	胶黏剂及胶带	扭亏为盈	扭亏为盈	(64.03)
有机硅	(45.05)	(49.60)	(39.89)				

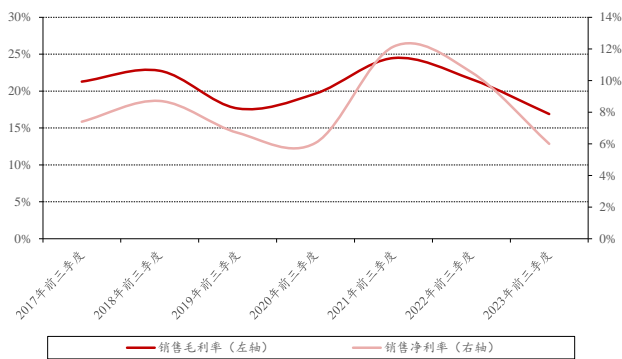
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：子行业按照 2023 年前三季度同比 2022 年前三季度降序排序

基础化工行业盈利能力承压

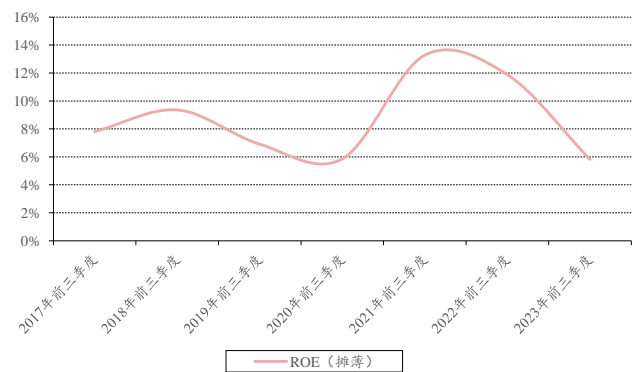
受地缘政治冲突等影响，2023 年前三季度基础化工行业需求复苏较缓、经营承压，前三季度行业整体盈利能力有所下降。2023 年前三季度基础化工行业毛利率、净利率分别为 16.89% 和 6.00%，同比分别下降 4.73 pct 和 4.54 pct。2023 年前三季度 ROE（摊薄）为 5.83%，同比 2022 年前三季度下降 6.06 pct。从近三年来看，2021 年前三季度基础化工行业毛利率、净利率最高，分别为 24.47%、12.14%；2021 年前三季度基础化工行业 ROE（摊薄）最高，为 13.28%。

图表 47. 2016 年-2023Q3 基础化工行业销售毛利率、销售净利率走势



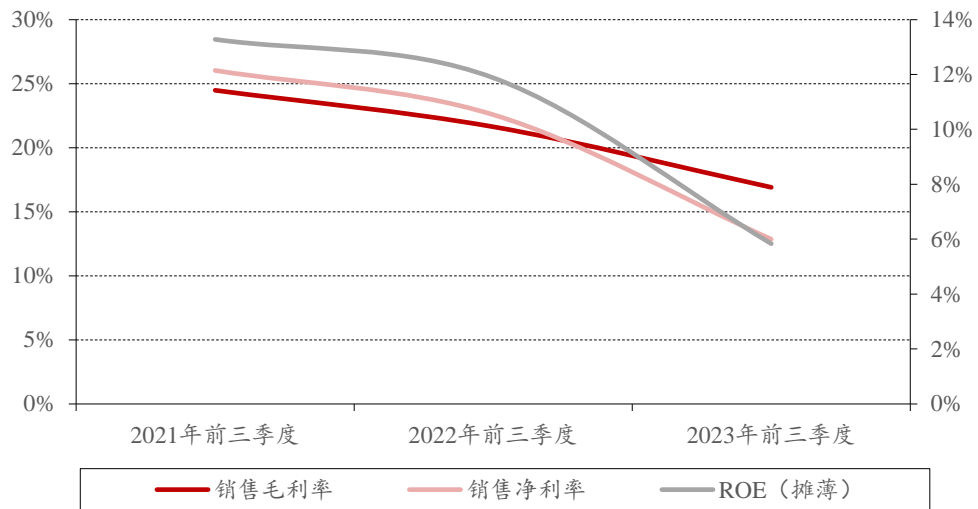
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 48. 2016 年-2023Q3 基础化工行业 ROE（摊薄）走势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 49. 2020 年-2023Q3 基础化工行业销售毛利率、销售净利率、ROE（摊薄）走势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

分子行业来看，2023 年前三季度，35 个子行业中，除氯碱、粘胶、锦纶和炭黑外均实现盈利（ROE 大于零），其中非金属材料 III、钾肥、聚氨酯、其他化学材料、纯碱的盈利能力居前，ROE（摊薄）分别为 25.68%、14.44%、14.04%、9.21%、8.84%。从毛利率来看，2023 年前三季度毛利率最高的子行业为钾肥，达 54.08%。从营运能力来看，2023 年前三季度基础化工行业应收账款周转率和存货周转率最高的子行业为纯碱。

从变化来看，2023 年前三季度毛利率相较于 2022 年前三季度实现增长的子行业有 8 个，其中非金属材料 III 子行业同比提升 11.55 pct；2023 年前三季度毛利率同比 2022 年前三季度有所下滑的子行业有 27 个，其中钾肥、有机硅、其他化学纤维子行业毛利率下滑幅度居前，同比分别下降 21.83 pct、12.06 pct、11.50 pct。环比来看，23Q3 有 17 个子行业的毛利率相较于 23Q2 有所提升，其中提升幅度居前的分别为非金属材料 III、炭黑、煤化工，环比分别提升 9.42 pct、5.23 pct、5.19 pct；钾肥、橡胶助剂、有机硅子行业毛利率分别下滑 35.77 pct、8.67 pct、6.60 pct。2023 年前三季度 ROE（摊薄）相较于 2022 年前三季度实现增长的子行业有 6 个，其中非金属材料 III 子行业的 ROE（摊薄）提升最为明显，较 2022 年同期提升 9.55 pct。

图表 50. 2023 年前三季度基础化工子行业各指标及同比增长

板块名称	23 年前三季度毛利率 (%)	23 年前三季度毛利率同比 22 年前三季度 (pct)	23Q3 毛利率环比 23Q2 (pct)	23 年前三季度 ROE (摊薄) (%)	23 年前三季度 ROE 同比 22 年前三季度 (pct)	23 年前三季度应收账款周转率 (次)	22 年前三季度应收账款周转率 (次)	23 年前三季度存货周转率 (次)	22 年前三季度存货周转率 (次)
纯碱	24.71	(2.04)	4.90	8.84	(7.62)	40.31	41.11	9.30	7.77
氯碱	10.17	(7.29)	4.53	(0.26)	(7.35)	10.64	12.37	8.53	10.21
无机盐	27.01	(3.41)	(2.56)	6.97	(5.68)	8.57	10.64	5.23	5.28
其他化学原料	16.30	(2.89)	1.65	9.21	(3.97)	28.47	25.77	7.20	6.75
煤化工	14.59	(5.79)	5.19	5.10	(5.66)	27.41	29.27	7.95	8.06
钛白粉	20.94	(6.24)	(0.72)	6.10	(5.81)	7.66	8.83	2.84	2.98
涂料油墨	21.26	0.95	(0.02)	1.70	(1.99)	2.41	2.60	2.68	2.27
民爆制品	24.96	(0.69)	(0.32)	7.94	1.39	2.43	1.99	7.80	6.51
纺织化学制品	20.89	(4.77)	(1.08)	1.35	(2.86)	4.14	4.61	0.51	0.55
其他化学制品	10.70	(2.29)	0.24	1.85	(4.42)	5.40	6.53	4.39	5.11
氟化工	17.39	(9.53)	(2.45)	4.98	(10.65)	6.07	7.54	4.53	4.58
聚氨酯	16.83	0.16	1.93	14.04	(2.80)	13.97	13.58	5.89	5.74
食品及饲料添加剂	17.19	(9.62)	0.15	6.19	(8.58)	10.52	9.85	4.06	4.12
有机硅	22.53	(12.06)	(6.60)	7.08	(10.02)	9.61	8.88	2.51	2.52
胶黏剂及胶带	17.95	3.21	3.43	1.68	2.45	1.88	2.42	2.52	2.79
涤纶	7.04	0.95	1.68	4.63	4.02	27.58	21.79	8.36	7.35
粘胶	11.30	3.58	2.52	(0.79)	2.45	3.22	4.63	3.65	4.03
氨纶	14.39	(1.90)	(2.06)	6.54	(0.91)	6.74	7.49	5.08	4.46
锦纶	10.52	(5.62)	(2.07)	(0.11)	(5.81)	8.49	9.34	5.63	6.55
其他化学纤维	16.68	(11.50)	(3.24)	4.59	(9.20)	9.77	15.12	4.19	4.36
其他塑料制品	18.01	(0.68)	(2.48)	2.56	(3.06)	3.36	3.43	3.37	3.13
改性塑料	13.41	(1.64)	0.02	4.28	(3.82)	4.73	4.83	4.46	4.18
合成树脂	22.46	4.07	0.04	8.25	1.63	2.31	2.29	2.34	2.72
膜材料	15.47	(5.28)	(3.22)	1.79	(3.76)	4.79	5.34	2.67	2.56
其他橡胶制品	18.53	(2.99)	(1.06)	3.43	(2.23)	1.82	1.99	2.85	3.12
炭黑	4.01	(1.79)	5.23	(1.43)	(4.03)	3.69	3.84	5.50	6.40
橡胶助剂	23.33	(4.45)	(8.67)	8.27	(8.23)	2.64	3.19	5.25	5.52
氮肥	14.68	(7.88)	2.90	6.33	(10.71)	25.86	26.88	7.51	8.87
磷肥及磷化工	14.24	(10.67)	0.78	8.46	(15.30)	18.99	20.72	5.06	5.27
农药	22.43	(5.76)	(2.90)	4.22	(10.38)	4.06	4.96	2.05	2.62
钾肥	54.08	(21.83)	(35.77)	14.44	(21.35)	16.32	19.44	3.38	2.55
复合肥	13.53	(2.95)	(0.56)	6.30	(2.94)	25.92	27.12	4.03	3.33
非金属材料III	31.71	11.55	9.42	25.68	9.55	5.81	6.35	2.50	2.48
半导体材料	15.59	2.32	0.93	5.31	(1.54)	5.93	7.97	2.96	4.39
电子化学品III	24.93	(1.50)	(1.61)	4.87	(2.75)	3.18	3.43	3.07	3.10

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 51. 基础化工行业 2023 年前三季度同比上升的子行业

上升的指标	板块名称
销售毛利率	无机盐、胶黏剂及胶带、半导体材料
净资产收益率	粘胶、非金属材料III
存货周转率	纯碱、煤化工、民爆制品、粘胶、氨纶、膜材料、非金属材料III
应收账款周转率	其他化学原料、煤化工、民爆制品、氮肥、非金属材料III

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：按与 2022 年前三季度同比涨幅降序排序

2023 年前三季度石油石化行业营收及净利润同环比下降，第三季度需求回暖

根据申万 2021 年版石油石化分类，剔除掉 B 股、部分主业脱离化工业务及近三年上市财务数据披露不完整的上市公司，本报告共汇总并分析石油石化行业 41 家上市公司（见附表）。2023 年前三季度石油石化行业营收及归母净利润同比基本持平，收入合计达 58,620.39 亿元，同比减少 1.21%；归母净利润合计达 2,077.98 亿元，同比减少 1.47%。

图表 52. 石油石化行业 2023 年前三季度经营数据分析

	2023 年前三季度	2022 年前三季度	2021 年前三季度	2020 年前三季度
营收 (亿元)	58,620.39	59,335.88	47,052.18	35,766.47
增速 (%)	(1.21)	26.11	31.55	
归母净利润 (亿元)	2,077.98	2,108.93	1,857.16	601.51
增速 (%)	(1.47)	13.56	208.75	

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

单季度来看，第三季度受终端需求回暖以及原油价格上涨等因素影响，行业营业收入及归母净利润显著增长。2023 年第三季度，全行业营业收入为 18,598.49 亿元，同比下降 9.06%，环比增长 7.42%；归母净利润为 749.21 亿元，同比增长 25.33%，环比增长 7.90%。

图表 53. 石油石化行业 2023 年第三季度经营数据分析

	2023 年 Q3	2022 年 Q3	2021 年 Q3	2023 年 Q2	2019 年 Q1
营业收入 (亿元)	18,598.49	204,51.84	17,244.77	19,295.21	15,722.70
同比 2022Q3 (%)	(9.06)				
2023Q3 环比 2023Q2 (%)	7.42				
归母净利润 (亿元)	749.21	597.79	564.44	694.37	314.65
同比 2022Q3 (%)	25.33				
2022Q3 环比 2023Q2 (%)	7.90				
同比 2019Q3 (%)	138.11				

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

2023 年前三季度石油石化子板块分化加剧，下游板块盈利修复

根据申万 2021 年版石油石化分类，石油石化行业涵盖炼油化工、油品及石化贸易、其他石化、油气开采、油田服务、以及油气及炼化工程等六个细分板块，2020 年以来，石油石化行业营收保持较快增长，各板块近三年营收平均复合增速分别为 18.19%、43.94%、11.71%、20.54%、10.16% 以及 9.48%，油品石化贸易板块涨幅居前。2023 年前三季度，油品石化贸易、油田服务和其他石化板块营收实现同比正增长，同比分别增加 18.17%、10.32% 和 7.00%。油气及炼化工程、炼油化工、和油气开采板块营收减少，同比分别减少 3.55%、1.73% 和 0.04%。单三季度来看，油气开采、炼油化工和其他石化板块营收实现环比正增长。在国际油价上涨，国内推进增储上产的背景下，油田服务板块营业收入同比均实现正增长。

图表 54. 石油石化行业子行业 2023 年前三季度营收同环比 (%)

子行业名称	2023 年前三季度 营收同比 2022 前 三季度	2020 年前三季度- 2023 年前三季度营 收 CAGR	2023 年 Q3 营收同比 2022 年 Q3	2023 年 Q3 营收环比 2023 年 Q2 营收
油品石化贸易	18.17	43.94	(12.42)	(0.67)
油气开采	(0.04)	20.54	(2.84)	15.49
炼油化工	(1.73)	18.19	1.10	7.97
油气及炼化工程	(3.55)	9.48	1.26	(7.94)
油田服务	10.32	10.16	6.88	(0.73)
其他石化	7.00	11.71	16.76	5.56

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

油田服务和油气及炼化工程板块归母净利润涨幅居前。2023 年前三季度，油田服务、油气及炼化工程以及炼化化工板块归母净利润实现同比增长，涨幅分别为 26.59%、17.39%、0.99%，油品石化贸易、其他石化、油气开采板块则盈利承压，归母净利润同比分别下滑 40.99%、70.99%、25.65%。单三季度来看，其他石化、油气开采及炼化化工板块归母净利润环比明显提升，涨幅分别达到 53.50%、47.19%、18.09%。从近三年平均复合增速的角度来看，油气开采及油品石化贸易板块归母净利润涨幅居前。

图表 55. 石油石化行业 2023 年前三季度归母净利润同环比 (%)

子行业名称	2023 年前三季度归母净利润同比 2022 年前三季度	2020 年前三季度-2023 年前三季度归母净利润 CAGR	2023Q3 归母净利润同比 2022Q3	2023Q3 归母净利润环比 2023Q2
油气开采	(25.65)	158.07	(15.52)	47.19
油品石化贸易	(40.99)	74.77	(75.82)	(31.92)
油田服务	26.59	20.38	5.95	(6.21)
油气及炼化工程	17.39	69.82	0.71	(31.13)
炼化化工	0.99	54.85	46.22	18.09
其他石化	(70.99)	(38.66)	扭亏为盈	53.50

资料来源：同花顺 iFinD、中银证券

油田服务、炼化化工和油气及炼化工程板块持续向好。2023 年前三季度油品石化贸易、油气开采、其他石化板块盈利能力下滑，毛利率同比分别降低 10.71 pct、8.23 pct 和 0.22 pct，油田服务、油气及炼化工程和炼化化工板块盈利能力提升，毛利率同比分别增长 1.28pct、1.73 pct 和 0.03 pct。分指标来看，油品石化贸易板块的 ROE(摊薄)最高，为 12.91%，油气开采板块的毛利率最高，达 53.27%，各板块的应收账款周转率及存货周转率均处于合理区间，运营状态良好。

图表 56. 石油石化行业子板块各指标及同比变化

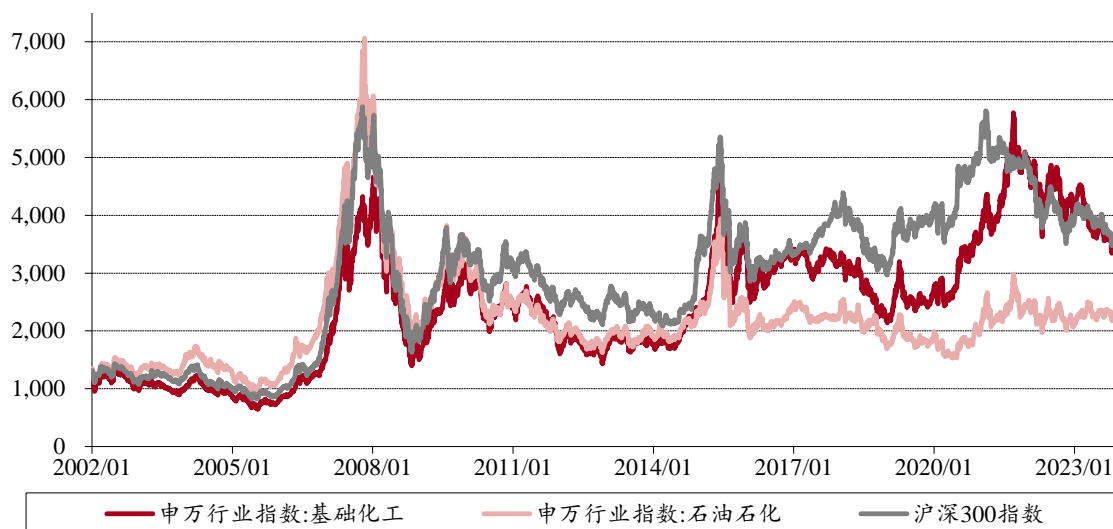
板块名称	2023 年前三季度销售毛利率 (%)	2023 年前三季度毛利率同比 2022 年前三季度 (pct)	2023 年前三季度 ROE (摊薄) (%)	2023 年前三季度 ROE 同比 2022 年前三季度 (pct)	2023 年前三季度应收账款周转率 (次)	2023 年前三季度存货周转率 (次)
炼化化工	18.39	0.03	7.90	(0.21)	31.05	7.93
油品石化贸易	11.19	(10.71)	12.91	(10.48)	21.25	16.32
其他石化	7.32	(0.22)	1.30	(3.08)	15.79	6.95
油气开采	53.27	(8.23)	8.17	(3.59)	3.87	16.15
油田服务	12.81	1.28	7.24	1.13	3.09	17.72
油气及炼化工程	8.99	1.73	3.86	0.44	4.14	3.86

资料来源：同花顺 iFinD、中银证券

当前化工行业位于低估值区间

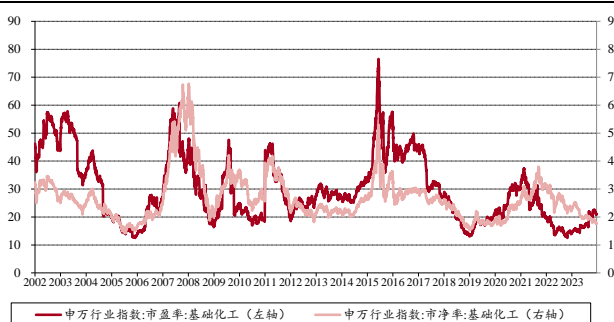
2023 年以来，截至 12 月 22 日，SW 基础化工指数累跌 18.16%，跑输沪深 300 指数 3.99 pct，在 31 个行业中排名 25；SW 石油化工指数累涨 0.17%，跑赢沪深 300 指数 14.33 pct，在 31 个行业中排名 8。截至 2023 年 12 月 22 日，SW 基础化工市盈率 (TTM 剔除负值) 为 21.03 倍，处在历史 (2002 年至今) 的 13.33%分位数；市净率为 1.77 倍，处在历史水平的 6.54%分位数。SW 石油石化市盈率 (TTM 剔除负值) 为 14.49 倍，处在历史 (2002 年至今) 的 12.01%分位数；市净率为 1.20 倍，处在历史水平的 1.15%分位数。板块当前处于历史估值低位。

图表 57. 申万基础化工指数、申万石油石化指数与沪深 300 指数（截至 2023 年 12 月 22 日）



资料来源：万得，中银证券

图表 58. SW 基础化工指数市盈率、市净率（截至 2023 年 12 月 22 日）



资料来源：万得，中银证券

图表 59. SW 石油石化指数市盈率、市净率（截至 2023 年 12 月 22 日）



资料来源：万得，中银证券

小结及展望

2023 年全球经济增速放缓。2023 年 1-10 月，国内化学原料与化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业等一级子行业营收同比下降，但跌幅减小。化学原料及化学制品、化学纤维制造业利润总额同比分别下降 43.13%、15.13%，橡胶和塑料制品业利润总额同比增长 5.32%。受俄乌冲突等影响，大宗商品价格波动，导致不同子行业盈利分化。从存货数据来看，截至 2023 年 10 月，化学原料与化学制品库存金额与 2022 年同期基本相当，化学纤维存货金额同比下降，橡胶和塑料制品库存水平小幅回落，但仍处较高水平。

产品价格方面，2023 年 1-11 月受全球宏观增长放缓、行业景气度低迷、下游需求疲软等影响，国内化工重点产品价格回落，PPI 于第二季度末达到谷底后缓慢回升。截至 2023 年 12 月 9 日，2023 年年内均价较 2022 年均价下跌的产品占 81.19%，跌幅超过 20% 的占比 38.61%。只有 R125（浙江高端）、萤石粉（华东）、R22（巨化）和丙酮（华东）4 个品种均价同比上涨超 10%。

根据上市公司三季报，2023 年前三季度基础化工板块营收同比下降 6.30%，归母净利润同比下降 46.66%；行业毛利率、净利率分别为 16.89% 和 6.00%，同比分别下降 4.73 pct 和 4.54 pct；行业 ROE（摊薄）为 5.83%，同比下降 6.06 pct；三季度营收同环比分别增长 1.14%、2.90%，归母净利润同环比分别下降 24.25%、6.59%。2023 年前三季度石油石化行业营收及归母净利润同比基本持平，其中油品石化贸易、油田服务和其他石化板块营收实现同比增长，油田服务、油气及炼化工程以及炼化化工板块归母净利润实现同比增长；三季度石油石化行业营收同比下降 9.06%，环比增长 7.42%，其中油气开采、炼油化工和其他石化板块营收实现环比增长。

展望 2024 年

需求端来看，未来预计全面缓慢复苏。我国汽车领域增速较高，家电等市场出现复苏迹象，尤其需关注稳经济一揽子等政策后续发力，地产、纺织服装等产业链相关化学品需求变化情况。出口情况来看，2023 年 1-10 月，我国出口金额当月同比波动回落，PMI 新出口订单指数平均位于 50% 荣枯线以下。《中国经济金融展望报告（2024 年年报）》预计，2024 年中国出口同比增长 2% 左右，增速有望较上年回升约 6.2 个百分点。我们预计 2024 年行业下游需求及出口有望持续复苏。

供给端来看，化工行业各子行业的固定资产投资完成额累计同比有所分化，产能持续向优势龙头企业集中。化学原料及化学制品制造业、塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比于 2021 年一季度达到极高峰值后回落，化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比则于 2022 年一季度达到极高峰值后回落。2023 年以来，各子行业累计同比均有回落趋势。国家统计局数据显示，2023 年 1-10 月化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比增长 13.40%，化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比下降 9.70%，塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比增长 3.80%。

从化工行业上市公司在建工程数据来看，2023 年前三季度化工行业在建工程为 9,079.41 亿元，其中基础化工行业在建工程为 3,252.74 亿元，石油行业在建工程为 5,826.67 亿元。2023 年前三季度中国石化、中国石油、东方盛虹、万华化学、荣盛石化、恒力石化、桐昆股份、宝丰能源在建工程较高，合计占比达到 68.10%，新增产能持续向龙头企业集中，行业集中度将继续提升。预计未来龙头企业将获得更多市场份额，盈利水平进一步提高。

成本端来看，2023 年国际油价较 2022 年有所回落，但仍处于历史中高位水平。截至 2023 年 12 月 29 日，布伦特原油与 WTI 原油价格分别为 77.15、71.77 美元/桶，2023 年均价分别为 82.04 美元/桶、77.45 美元/桶。**需求端仍有增长空间，供应端在供需关系中占据主导，宏观因素或对油价形成支撑。我们预计 2024 年国际油价的价格区间为 70-100 美元/桶。**另一方面，国内天然气价格市场化改革仍将有序推进。我国煤炭供应能力有望小幅增加，煤炭需求具有较强韧性，**煤炭市场供需关系趋于平稳，价格波动幅度或减弱。**

从估值的角度，截至 2023 年 12 月 22 日，SW 基础化工市盈率（TTM 剔除负值）为 21.03 倍，处在历史（2002 年至今）的 13.33% 分位数；市净率为 1.77 倍，处在历史水平的 6.54% 分位数。SW 石油石化市盈率（TTM 剔除负值）为 14.49 倍，处在历史（2002 年至今）的 12.01% 分位数；市净率为 1.20 倍，处在历史水平的 1.15% 分位数。经过调整，板块当前处于估值低位，考虑到下游需求将逐渐复苏，维持行业“强于大市”评级。**中长期推荐投资主线：**

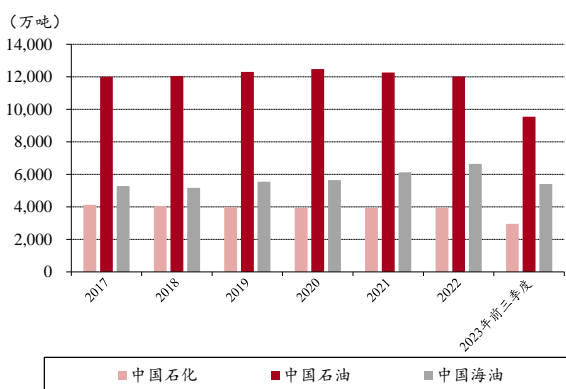
- 1、中高油价背景下，特大型能源央企依托特有的资源禀赋、技术优势、以及提质增效，有望受益行业高景气度并迎来价值重估。推荐：中国石化，关注：中国石油，中国海油。
- 2、半导体、显示面板行业有望复苏，关注先进封装、HBM 等引起的行业变化以及 OLED 渗透率的提升，关注上游材料国产替代进程，推荐：安集科技、雅克科技、万润股份、飞凯材料、沪硅产业、江丰电子、德邦科技，关注：鼎龙股份、华特气体、联瑞新材、莱特光电、奥来德、瑞联新材、圣泉集团。另外，吸附分离材料多领域需求持续高增长，推荐蓝晓科技。
- 3、周期磨底，关注景气度有望向上的子行业。一是供需结构预期改善，氟化工、涤纶长丝行业景气度有望提升。推荐巨化股份、桐昆股份，关注新风鸣。二是龙头企业抗风险能力强，化工品需求有望复苏，关注新能源新材料领域持续延伸。推荐：万华化学、华鲁恒升、新和成。三是民营石化公司盈利触底向好，并看好民营炼化公司进入新能源、高性能树脂、可降解塑料等具成长性的新材料领域。推荐卫星化学、荣盛石化、东方盛虹、恒力石化。

特大型能源央企的行业景气度高位以及价值重估

原油价格有望延续中高位，油气开采行业景气度持续

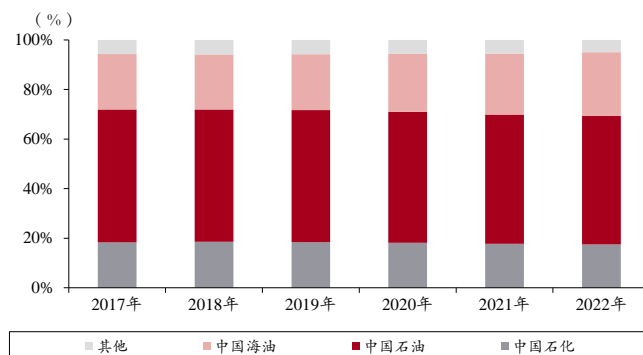
中国石油、中国石化、中国海油，作为国内石油石化行业的主力军，在保障中国化石能源产业安全供应中发挥着举足轻重的作用。2022年中国石油、中国石化、中国海油的原油产量分别为10,385.71万吨、3,532.25万吨、4,663.14万吨，在国内原油总产量的占比分别为50.73%、17.25%、22.78%，总占比超过90%。2023年前三季度，中国石油、中国石化、中国海油分别生产原油9,554.74万吨、2,959.12万吨、5,406.38万吨。

图表 60. “三桶油”历年原油产量（2017-2023 年前三季度）



资料来源：万得，中银证券

图表 61. “三桶油”原油产量占比（2017-2022）



资料来源：万得，中银证券

增储上产力度加大，“三桶油”油气产量稳中有增。自2019年，国家能源局正式实施油气行业增储上产“七年行动计划”以来，国内石油企业加大勘探开发资金和科技投入力度，增储上产效果显著，2020年以来，我国原油及天然气产量已实现连续上升。2023年前三季度，中国石油、中国石化、中国海油的油气当量产量分别为1,315.4百万桶、376.15百万桶、499.7百万桶，同比分别增长5.10%、3.60%、8.28%。未来，随着增储上产的有序推进，三桶油的油气产量有望稳步增长。

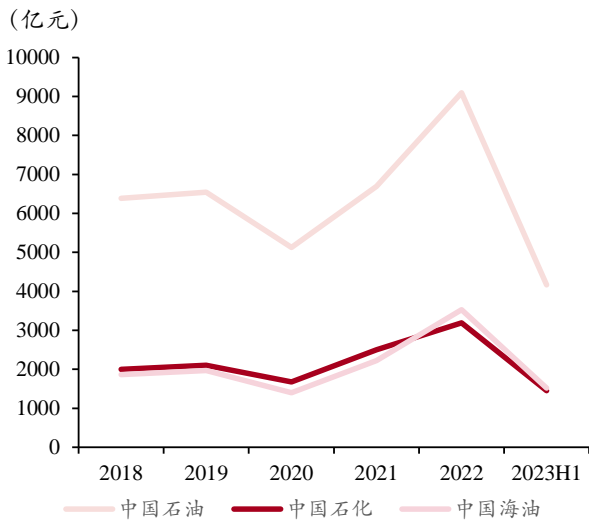
图表 62. “三桶油”油气当量产量（2018-2023 年前三季度）

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年前三季度
中国石油油气当量产量 (百万桶)	1,491.7	1,560.8	1,625.5	1,624.8	1,685.4	1,315.4
中国石化油气当量产量 (百万桶)	451.46	458.92	459.02	479.74	488.99	376.15
中国海油油气当量产量 (百万桶)	475.02	506.46	526.77	572.89	623.85	499.7

资料来源：各公司公告，中银证券

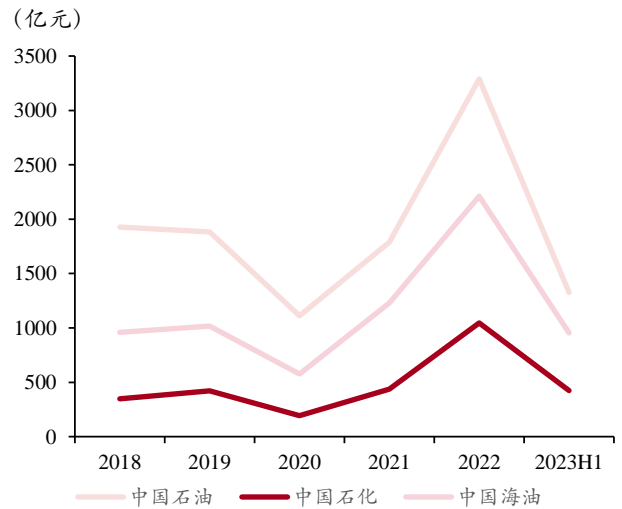
油气开采板块景气度延续。2018年-2022年中国石油、中国石化和中国海油在油气勘探与生产板块的营收年复合增长率分别为9.23%、12.39%和17.28%，毛利润年复合增长率分别为14.31%、31.71%和23.23%。2023年上半年中国石油、中国石化和中国海油在油气勘探与生产板块的营业收入分别为4,168.44亿元、1,448.63亿元和1,516.86亿元，同比分别减少5.07%、8.41%和14.15%，毛利润分别为1,327.68亿元、425.61亿元和954.40亿元，同比分别减少6.41%、18.6%和13.65%，在原油价格中高位延续的背景下，油气勘探及开采板块盈利或维持高位。

图表 63. “三桶油”勘探开采板块营收 (2018-2023H1)



资料来源: 各公司公告, 中银证券

图表 64. “三桶油”勘探开采板块毛利 (2018-2023H1)



资料来源: 各公司公告, 中银证券

图表 65. “三桶油”在建工程和固定资产 (2018-2023 年前三季度)

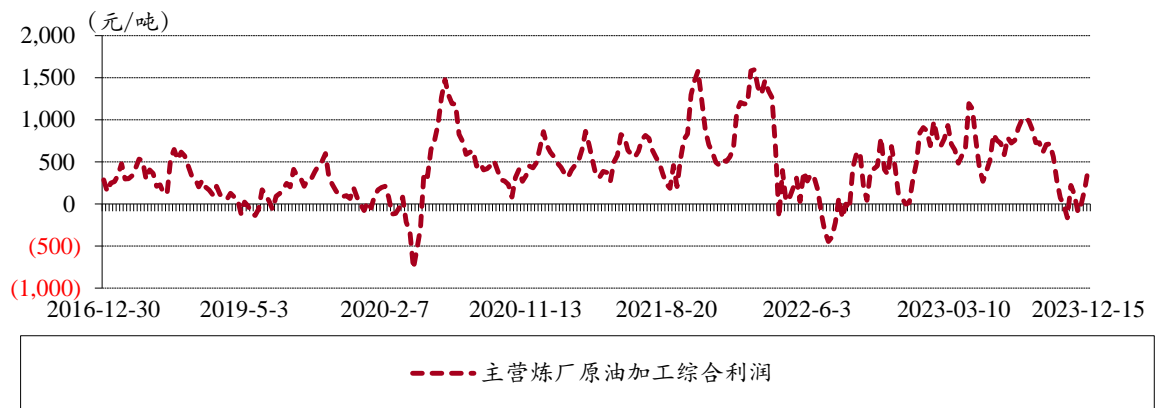
公司	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年前三季度
中国石油						
在建工程 (亿元)	2,196.23	2,479.96	2,222.15	2,236.71	1,968.76	2,019.04
固定资产 (亿元)	6,893.06	7,034.14	4,159.88	4,188.37	4,630.27	4,523.12
中国石化						
在建工程 (亿元)	1,369.63	1,734.82	1,247.65	1,559.39	1,960.45	2,244.08
固定资产 (亿元)	6,178.12	6,224.23	5,892.85	5,989.32	6,307.58	6,356.28
中国海油						
在建工程 (亿元)	-	-	-	15.45	14.36	18.03
固定资产 (亿元)	-	-	-	50.36	66.52	66.06

资料来源: 各公司公告, 中银证券

新旧产能转换, 主营炼厂竞争力提升

成品油需求提升, 燃料型炼厂利润修复。2023 年国内成品油需求快速提升, 根据中国石化 2023 年中报统计数据, 上半年中国境内成品油表观消费量同比增长 16.2%, 其中, 汽油增长 9.8%, 柴油增长 15.1%, 煤油增长 78.1%。相比于一体化炼厂, 传统主营炼厂成品油收率较高, 得益于市场需求转变, 燃料型炼厂盈利能力明显修复。

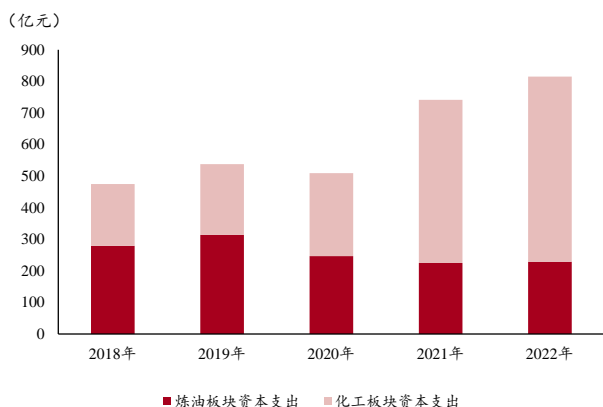
图表 66. 主营炼厂原油加工综合利润



资料来源: 钢联数据, 中银证券

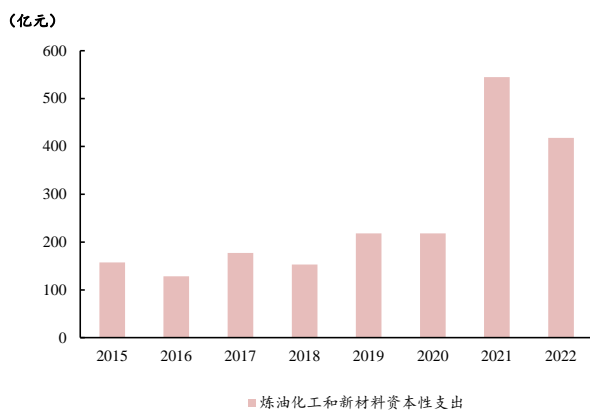
中国石油及中国石化炼厂升级持续推进。中国石化和中国石油加大炼化板块资本投入，加快推进炼厂品质升级，完成多个一体化炼厂投建和化工项目改造。2018年以来，中国石化先后完成了镇海炼化扩建（一期）、中科炼化一体化、海南炼化百万吨乙烯及炼油改扩建、武汉乙烯改造等大型石化项目，2018年-2022年炼油板块及化工板块资本总开支CAGR为14.45%；中国石油先后完成了广东石化炼化一体化项目、兰州石化分公司长庆乙烷制乙烯项目和塔里木乙烷制乙烯项目等大型炼化项目。2022年中国石油在炼油及化工板块的资本性支出为417.71亿元，2018年-2022年的CAGR为28.57%。2023年，中国石化的镇海炼化扩建项目（二期）、天津南港乙烯项目、海南炼化100万吨/年乙烯及炼油改扩建项目，以及中国石油的广西石化炼化一体化转型升级项目和广东揭阳60万吨/年ABS及其配套工程等项目均在有序推进。未来，主营炼厂的竞争力有望持续提升。

图表 67. 中国石化炼油及化工板块资本总支出（2018-2022）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 68. 中国石油炼化板块资本总支出（2015-2022）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 69. 中国石化炼化化工板块重点建设项目（2018-2022）

项目名称	投资额	项目概况
镇海炼化扩建项目（一期）	230 亿元	主要包括炼油老区新增 400 万吨/年原油改造和 120 万吨/年乙烯工程等
海南炼化 100 万吨/年乙烯及炼油改扩建项目	156 亿元	主要包括新建 100 万吨/年乙烯及配套工程等
武汉乙烯脱瓶颈改造项目	39 亿元	武汉乙烯脱瓶颈改造项目将原有 80 万吨/年乙烯生产能力扩至 110 万吨/年
中科炼化一体化项目	346 亿元	中科炼化一体化项目主要包括新建 1,000 万吨/年炼油能力、80 万吨/年乙烯产能、30 万吨接卸规模的原油码头及配套公用工程等

资料来源：公司公告，中银证券

图表 70. 中国石油炼油板块和化工板块重点建设项目（2018-2023）

项目名称	投资额	项目概况
广东石化炼化一体化项目	654.3 亿元	建设规模为 2,000 万吨/年炼油+260 万吨/年芳烃+120 万吨/年乙烯
兰州石化分公司长庆乙烷制乙烯项目	92.88 亿元	国内首套上下游一体化大型乙烷制乙烯项目，产能 80 万吨/年乙烯
塔里木乙烷制乙烯项目	80.42 亿元	中国石油在新疆的首套 60 万吨/年乙烷制乙烯装置
广西石化炼化一体化转型升级项目	304.59 亿元	在广西石化现有一次原油加工能力为 1,000 万吨/年的炼油基础上新建 120 万吨/年的乙烯及下游装置
广东揭阳 60 万吨/年 ABS 及其配套工程	64.94 亿元	主要包括 60 万吨/年 ABS、13 万吨/年丙烯腈、0.4 万吨/年乙腈、5 万吨/年甲基丙烯酸甲酯（MMA）、15 万吨/年废酸再生 5 套生产装置和配套工程

资料来源：公司公告，中银证券

产品结构调整，化工品产量快速提升。中国石化作为国内石化龙头企业，近年来在针状焦、芳纶、POE、碳纤维等细分领域实现国产化引领，此外，中国石化还对透气膜和消光膜用聚乙烯、茂金属聚丙烯、聚丁烯-1、新型阻隔材料、人造木材等产品进行了产业布局。中国石油 2022 年的乙烯产量达到 741.9 万吨，同比增长 10.5%，与 2018 年相比增加了 185.0 万吨，2023 年前三季度乙烯、合成树脂的产量分别达到 582.6 万吨、915.8 万吨，同比分别增长 6.0%、6.2%。未来，依托于技术积累和科研优势，中国石油和中国石化在高端化工材料领域的竞争力或逐步凸显。

图表 71. 中国石化炼油生产情况

单位: 百万吨	2023 年前 三季度	2022 年前 三季度	同比变动 (%)
原油加工量	193.74	180.07	7.60
汽、柴、煤油产量	117.52	103.07	14.00
汽油	47.26	44.98	5.10
柴油	48.45	44.92	7.90
煤油	21.81	13.17	65.60

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 72. 中国石油炼油生产情况

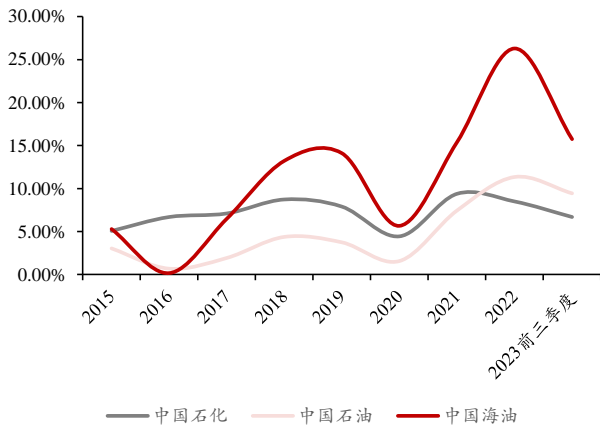
单位: 百万吨	2023 年前 三季度	2022 年前 三季度	同比变动 (%)
原油加工量	141.24	121.22	16.50
汽、柴、煤油产量	92.45	77.46	19.40
汽油	37.75	32.77	15.20
柴油	11.00	6.17	78.20
煤油	43.70	38.52	13.50

资料来源: 公司公告, 中银证券

管理效率提升, 经营业绩向好

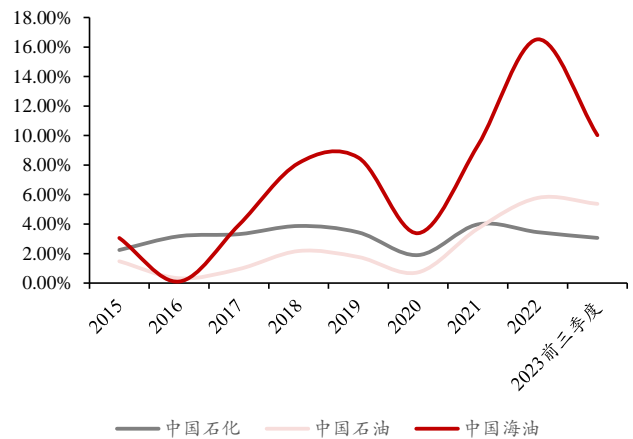
央企考核指标优化, 管理效能提升。近年来, 国务院国资委建立了新型中央企业经营指标体系, 2020 年, 首次形成了“两利三率”的指标体系, 包括净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率和研发经费投入强度。2021 年, 为引导中央企业提高生产效率, 增加了全员劳动生产率指标, 完善为“两利四率”。2022 年, 针对“两利四率”指标, 进一步提出“两增一控三提高”的总体要求, 即央企的利润总额和净利润增速要高于国民经济增速, 资产负债率要控制在 65% 以内, 营业收入利润率再提高 0.1 个百分点、全员劳动生产率再提高 5%、研发经费投入要进一步提高。2023 年, 国资委进一步将中央企业主要经营指标由原来的“两利四率”调整为“一利五率”, 并提出了“一增一稳四提升”的年度经营目标, 旨在推动中央企业提高核心竞争力, 加快实现高质量发展。“三桶油”作为油气勘探开发的主力军, 在中国能源产业版图中作用举足轻重, 随着国内经济回稳向好, 市场潜力加快释放, 未来“三桶油”在年度经营目标的指导下或更加注重质的有效提升和量的合理增长。

图表 73. “三桶油”平均 ROE (2015-2023 年前三季度)



资料来源: 万得, 中银证券

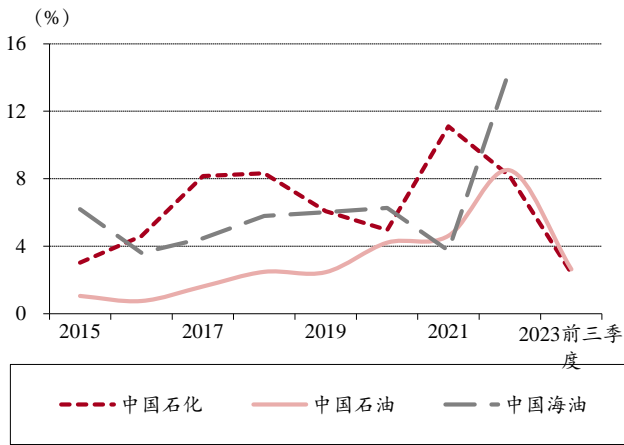
图表 74. “三桶油”总资产净利率 (2015-2023 年前三季度)



资料来源: 万得, 中银证券

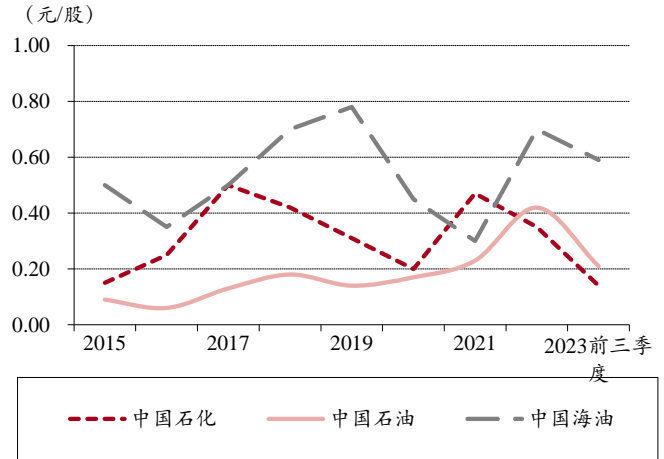
改革成效促发展, 经营能力稳中提升。2022 年, 中国石化、中国石油和中国海油的平均净资产收益率分别为 8.50%、11.34%和 26.28%, 总资产净利率分别为 3.45%、5.77%和 16.52%, 毛利率分别为 15.03%、21.96%和 53.05%。截至 2023 年前三季度, 中国石化、中国石油和中国海油的平均净资产收益率分别为 6.69%、9.44%和 15.74%, 总资产净利率分别为 3.06%、5.37%和 10.02%, 毛利率分别为 15.55%、21.70%和 49.60%。自 2016 年以来, “三桶油”的盈利能力明显改善, 未来仍有提升空间。

图表 75. “三桶油”股息率 (2015-2023 年前三季度)



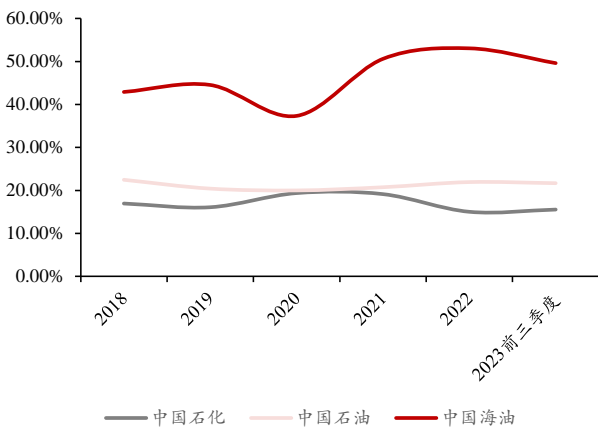
资料来源: 万得, 中银证券

图表 76. “三桶油”每股股利 (2015-2023 年前三季度)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 77. “三桶油”毛利率 (2018-2023 年前三季度)



资料来源: 各公司公告, 中银证券

图表 78. 2022 年与 2023 年央企考核体系对比

	2022 年“两利四率”	2023 年“一利五率”
指标内容	两利: 净利润、利润总额 四率: 营业收入利润率、资产负债率、研发投入强度、全员劳动生产率	一利: 利润总额 五率: 净资产收益率、营业现金比率、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率
考核要求	两增: 利润总额和净利润增速要高于国民经济增速 一控: 资产负债率要控制在 65% 以内 三提高: 营业收入利润率要再提高 0.1 个百分点、全员劳动生产率再提高 5%、研发经费投入要进一步提高	一增: 确保利润总额增速高于全国 GDP 增速, 力争取得更好业绩 一稳: 资产负债率总体保持稳定 四提升: 净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升

资料来源: 国资委官网, 中银证券

建议关注

- 1、中高油价背景下, 油气开采板块有望维持高景气度, 建议关注: **中国石油、中国海油**。
- 2、传统主营炼厂提质增效, 产品结构升级, 同时加大化工新材料布局, 推荐: **中国石化**, 建议关注: **中国石油**。

图表 79. 建议关注的能源央企

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市净率 (X) (MRQ)	每股净收益 (元/股)		市盈率 (x)		主要优势
					2023E	2024E	2023E	2024E	
002001.SZ	中国海油	未有评级	17.20	2.20	2.73	2.88	6.30	5.97	· 油价维持中高位, 油气开采板块景气度延续
601857.SH	中国石油	未有评级	6.76	0.87	0.93	0.97	7.27	6.97	· 油价维持中高位, 油气开采板块景气度延续 · 国内市场定价机制优化, 天然气盈利有望提升
600028.SH	中国石化	买入	5.29	0.79	0.57	0.65	9.52	8.96	· 油价维持中高位, 油气开采板块景气度延续 · 炼厂产能升级, 一体化炼厂逐步投产

资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

注: 股价截止日 2023 年 12 月 18 日, 未有评级公司估值数据来自同花顺 iFinD 一致预期

自主可控重要性日益提升，关键新材料迎来发展良机

“十四五”期间新材料产业保持高增速

新材料是支撑我国制造业升级换代的基础，在我国制造业转型道路上具有重要的战略意义，近些年我国加快发展新一代信息技术、高端装备制造、新能源和新能源汽车等战略性新兴产业。根据中商产业研究院数据，我国新材料产业市场规模由 2016 年的 2.3 万亿元增长至 2019 年的 4.5 万亿元，至 2022 年我国新材料产业市场规模已达 8 万亿元。根据科技部数据，我国新材料产业相关的技术市场合同金额已由 2007 年的 142 亿元增至 2021 年的 2,079.5 亿元，年化增速达 21.15%。在新的国际形势下，部分国家对关键技术和产品的出口不断设置壁垒，我国新材料产业亟待在不同下游领域实现进口替代。

图表 80. 近年国内部分新材料相关规划和支持政策

颁布时间	单位	政策名称
2017/01	工业和信息化部、财政部、科技部	《新材料产业发展指南》
2017/04	科技部	《“十三五”材料领域科技创新专项规划》
2017/05	科技部	《“十三五”先进制造技术领域科技创新专项规划》
2017/11	发改委	《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018—2020 年）》
2018/01	工业和信息化部、财政部、科技部	《国家新材料生产应用示范平台建设方案》
2018/01	工业和信息化部、财政部	《国家新材料测试评价平台建设方案》
2018/03	工业和信息化部、发改委、科技部等九部委	《新材料标准领航行动计划（2018—2020 年）》
2018/04	工业和信息化部、财政部	《国家新材料产业资源共享平台建设方案》
2020/12	工业和信息化部、银保监会	《关于开展重点新材料首批次应用保险补偿机制试点工作的通知》
2021/11	工业和信息化部	《重点新材料首批次应用示范指导目录（2021 年版）》
2022/03	工业和信息化部、国家发展和改革委员会、科学技术部等六部门	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》
2023/02	北京市经济和信息化局、北京市财政局	《2023 年北京市高精尖产业发展资金实施指南（第一批）》
2023/08	国家发展和改革委员会	《产业结构调整指导目录（2023 年本，征求意见稿）》
2023/09	工业和信息化部、国资委	《前沿材料产业化重点发展指导目录（第一批）》

资料来源：中国政府网，中华人民共和国科学技术部，国家发展改革委办公厅，中华人民共和国工业和信息化部，中华人民共和国财政部，北京市经济和信息化局，北京市财政局，中银证券

根据工信部《重点新材料首批次应用示范指导目录（2021 年版）》所罗列的 350 种新材料，新材料可分为先进钢铁材料、先进有色金属、先进化工材料、先进无机非金属材料等，其中化工新材料达 123 种，占比最高。

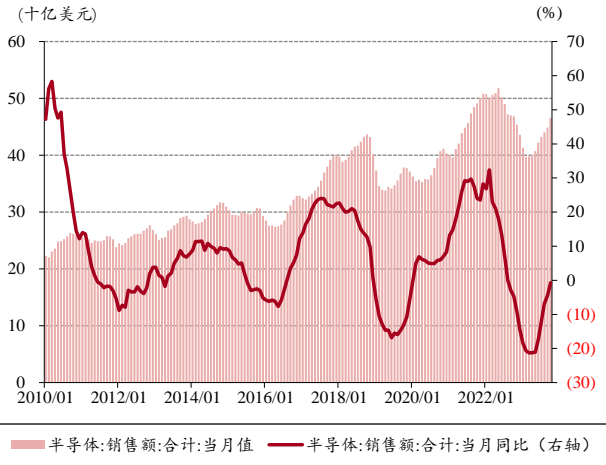
目前已有多个省份发布“十四五”新材料产业规划，2022 年 2 月印发的《安徽省“十四五”新材料产业发展规划》中指出，“十四五”期间安徽省新材料产值年均增速保持 20% 以上，力争 2025 年产值规模突破 1 万亿元；建成安徽省新材料研究院，新培育 5 家以上国家级创新平台、15 家以上省级创新中心、10 个以上创新联盟等科技创新载体；培育 3 家以上千亿级产值的行业龙头企业，20 家以上百亿级的行业优势企业，30 家以上国家级制造业单项冠军和隐形冠军企业，500 家以上高新技术企业；重点打造硅基新材料、先进化工材料、先进金属材料、高性能纤维及复合材料、生物医用材料 5 大千亿级产业集群。新材料产业的蓬勃发展将为布局新材料的化工企业带来快速成长的机会。

2023 年开年以来，中国各地相继出台了一系列半导体产业扶持政策，为中国半导体产业发展提供了强有力的政策支持。8 月，工信部、国资委发布前沿材料产业化重点发展指导目录（第一批），包括超材料、超导材料、单/双壁碳纳米管/二维半导体材料、负膨胀合金材料、高熵合金、钙钛矿材料、高性能气凝胶隔热材料、金属有机氢化物、金属基单原子合金催化材料、量子点材料、石墨烯、先进光学晶体材料、先进 3D 打印材料、液态金属等 15 种前沿材料。

半导体行业回暖，上游材料进口替代持续推进

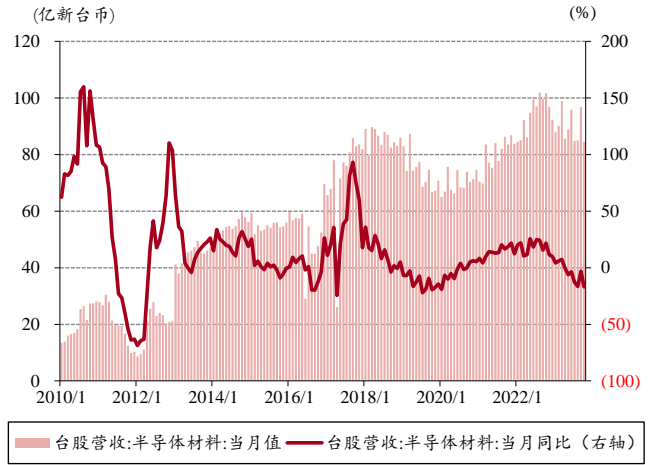
随着 5G、物联网、人工智能、智能驾驶、云计算和大数据、机器人和无人机等新兴领域的蓬勃发展，半导体产业具备长期成长性，但短期销售震荡，目前处在回暖阶段。根据美国半导体行业协会数据，2022 年全球半导体产业销售额为 5,834 亿美元，同比增长 7.41%；2023 年三季度全球半导体产业销售额为 1,321.50 亿美元，同比下降 7.75%，环比 2023 年二季度增长 7.43%。在 2022 年上半年强劲增长之后，受到国际形势不确定性加剧、经济下行、制造业全球扩张导致原材料供应链面临挑战等因素影响，全球半导体产业销售业绩出现下滑，2023 年下半年销售额有所回暖。

图表 81. 全球半导体产业销售额



资料来源：美国半导体行业协会，万得，中银证券

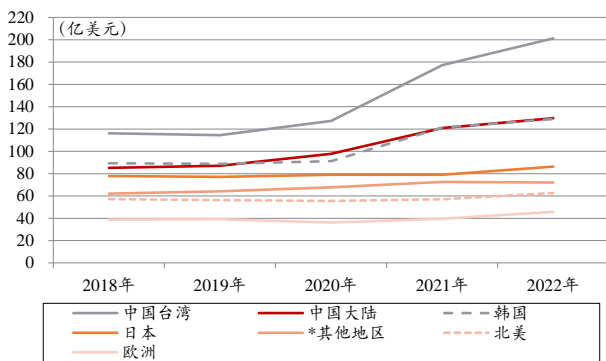
图表 82. 台股半导体材料营收



资料来源：万得，中银证券

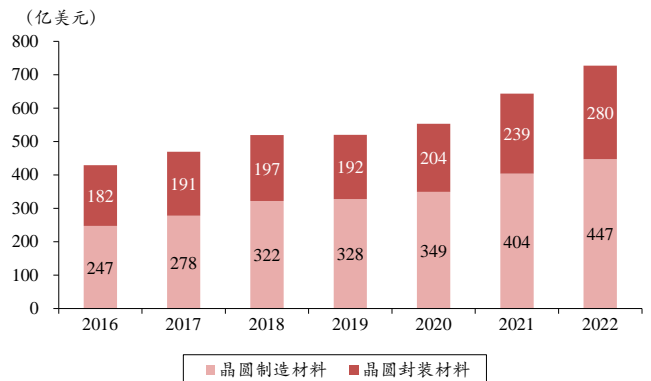
根据 SEMI，2022 年全球半导体材料市场约为 726.91 亿美元，较 2021 年的 667.76 亿美元增长了 8.9%，创历史新高，其中晶圆制造材料市场规模为 447 亿美元，同比增长 10.64%；封装材料市场规模为 280 亿美元，同比增长 17.15%。分地区来看，根据 SEMI 数据，2018-2022 年全球各地区半导体材料市场规模均实现了不同程度的增长，2022 年中国台湾、中国大陆、韩国的半导体材料市场规模分别为 201.29 亿美元、129.70 亿美元、129.01 亿美元，位居全球前三。

图表 83. 全球各地区半导体材料市场规模



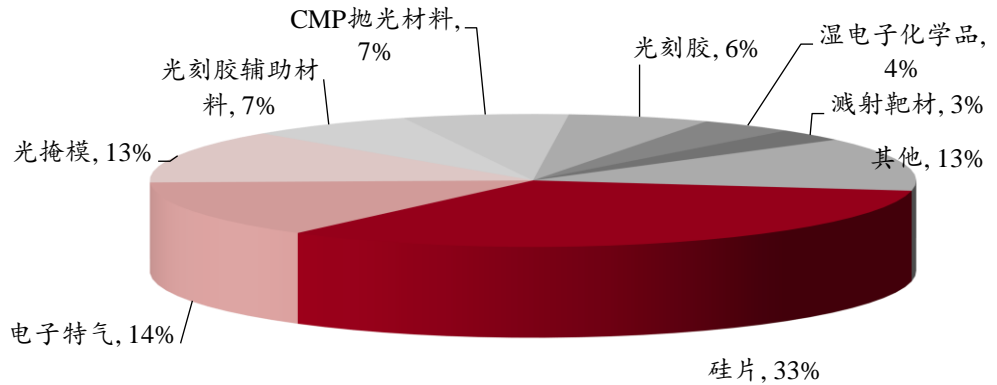
资料来源：SEMI，中国化信，中银证券

图表 84. 全球半导体材料市场规模占比



资料来源：SEMI，江丰电子募集说明书，中国化信，中银证券

图表 85. 2022 年全球半导体晶圆制造材料细分市场结构



资料来源: SEMI, 华经产业研究院, 中银证券

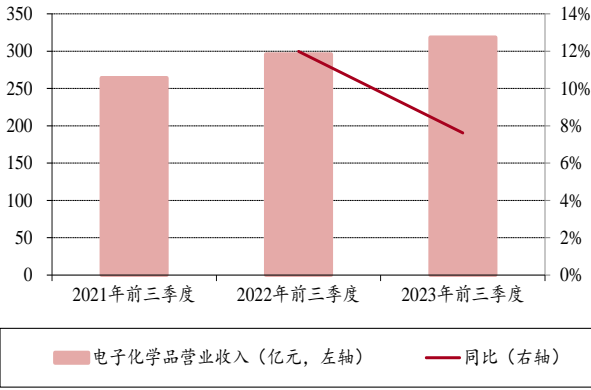
半导体材料、电子化学品营收与净利润均同比下滑。2023 年前三季度, 我国半导体材料上市公司营业收入 157.21 亿元, 同比下降 14.53%, 归母净利润 8.87 亿元, 同比下降 16.28%; 电子化学品营业收入 318.37 亿元, 同比增长 7.62%, 归母净利润 24.61 亿元, 同比下降 27.78%。三季度单季度来看, 半导体材料营业收入同比下降 20.04%, 环比增长 0.86%; 归母净利润同比下降 16.75%, 环比下降 9.97%。电子化学品营业收入同比增长 35.27%, 环比增长 51.61%; 归母净利润同比增长 29.23%, 环比增长 7.34%。相较于 2022 年前三季度, 半导体的收入和盈利均同比下滑; 23Q3 电子化学品的收入和盈利能力实现同环比提升。

图表 86. 2023 年前三季度及 23Q3 我国半导体材料、电子化学品业绩情况

子行业	2021 年前三季度归母净利润 (亿元)	2022 年前三季度归母净利润 (亿元)	2023 年前三季度归母净利润 (亿元)	23Q3 环比 (%)	23Q2	23Q3 同比 (%)	22Q3
电子化学品	28.56	34.07	24.61	7.34		29.23	
半导体材料	8.34	10.60	8.87	(9.97)		(16.75)	
子行业	2021 年前三季度营业收入 (亿元)	2022 年前三季度营业收入 (亿元)	2023 年前三季度营业收入 (亿元)	23Q3 环比 (%)	23Q2	23Q3 同比 (%)	22Q3
电子化学品	264.15	295.82	318.37	51.61		35.27	
半导体材料	181.76	183.94	157.21	0.86		(20.04)	
子行业	2021 年前三季度毛利率 (%)	2022 年前三季度毛利率 (%)	2023 年前三季度毛利率 (%)	23Q3 环比 (pct)	23Q2	23Q3 同比 (pct)	22Q3
电子化学品	26.32	26.43	24.93	(1.61)		1.58	
半导体材料	10.92	13.27	15.59	0.93		3.88	
子行业	2021 年前三季度 ROE 摊薄 (%)	2022 年前三季度 ROE 摊薄 (%)	2023 年前三季度 ROE 摊薄 (%)	23Q3 环比 (pct)	23Q2	23Q3 同比 (pct)	22Q3
电子化学品	6.71	7.61	4.87	(0.00)		0.24	
半导体材料	6.57	6.85	5.31	(0.22)		(0.51)	

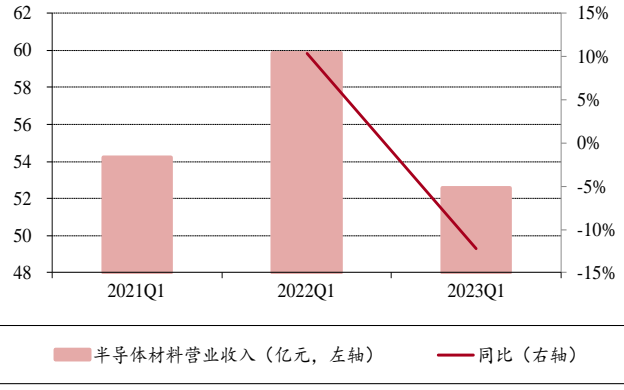
资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 87. 2021-2023 年前三季度电子化学品上市公司营收



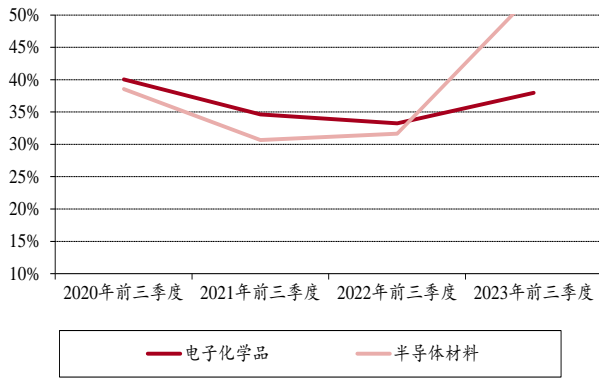
资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 88. 2021-2023 年前三季度半导体材料上市公司营收



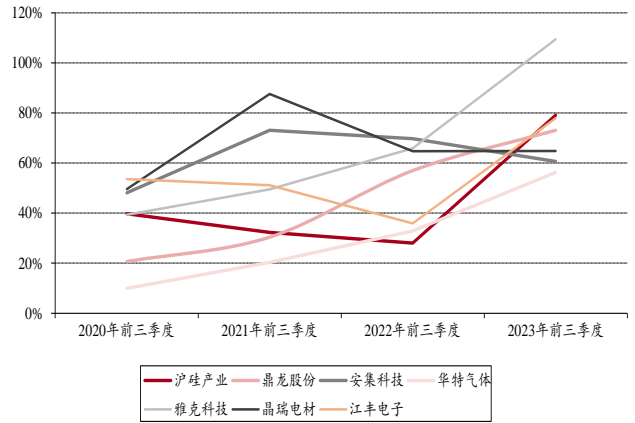
资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 89. 电子化学品、半导体材料行业在建工程/固定资产比值



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 90. 电子化学品、半导体材料重点企业在建工程/固定资产比值



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

半导体材料国产替代持续推进。“十四五”规划明确将培育集成电路产业体系、大力推进先进半导体等新兴前沿领域创新和产业化作为近期发展重点,在硅片、电子特气、光刻胶等多种关键半导体材料方面,我国企业稳健布局产能与技术研发,未来有望逐步实现规模增长与技术迭代,半导体材料国产化率持续提升。

图表 91. 国内主要半导体材料企业相关业务收入情况

公司	业务内容/收入 (亿元)	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1	当前市值 (亿元)
鼎龙股份	CMP 抛光垫	0.03	0.12	0.79	3.02	4.57	1.49	212.65
	CMP 抛光液	-	-	-	-	0.18	0.26	
雅克科技	光刻胶及配套试剂 (面板)	-	-	3.42	12.15	12.59	5.89	262.24
	电子特气	2.57	3.95	3.73	3.91	4.96	2.03	
	半导体化学材料	2.74	5.03	7.53	8.45	11.43	6.44	
华特气体	球形硅微粉 (封装材料)	1.43	1.39	1.78	2.32	2.20	0.84	78.46
	电子特气	-	4.48	5.50	7.97	13.22	4.85	
沪硅产业	半导体硅片	10.09	13.11	15.43	21.09	31.36	14.00	467.57
晶瑞电材	光刻胶	0.84	0.79	1.79	2.74	1.40	0.69	96.29
	湿化学品	2.25	1.79	2.09	3.32	8.27	3.58	
安集科技	CMP 抛光液	2.05	2.36	3.75	5.94	9.51	5.06	160.66
	湿化学品	0.42	0.49	0.47	0.91	1.24	0.65	
彤程新材	半导体光刻胶 (科华)	0.79	0.70	0.89	1.04	1.59	0.82	195.60
	面板光刻胶 (北旭)	-	1.82	1.55 (前三季度)	2.55	2.42	1.32	
江丰电子	靶材	4.66	5.84	7.73	10.08	16.11	7.79	150.40
	零部件	-	-	-	1.84	3.58	2.03	

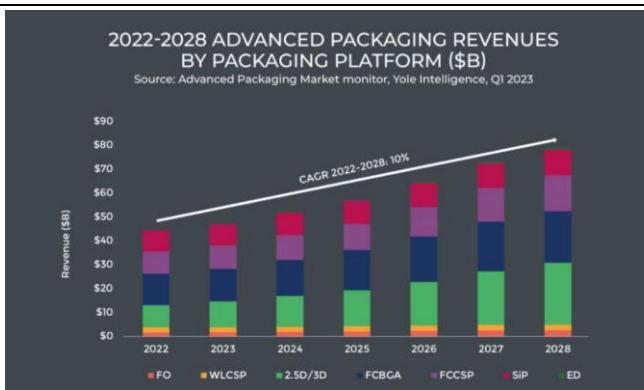
资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

注: 市值截至 2023 年 12 月 21 日

先进封装快速发展。随着半导体先进制程不断向纳米级甚至以下迈进, 晶片设计与制造工艺微缩的难度、成本与开发时间均呈现较大增长, 能够以更低成本提供同等级效能表现、实现晶片间的高密度互联的先进封装愈发重要。先进封装工艺包括倒装封装 (FlipChip)、晶圆级封装 (WLP)、2.5D 封装 (Interposer)、3D 封装 (TSV)、Chiplet 等。

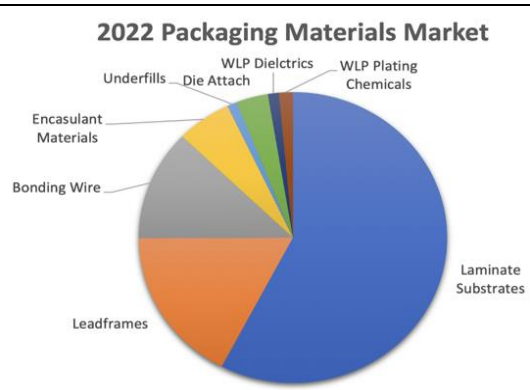
全球先进封装市场规模快速增长, 国内增速有望高于海外。据 Yole 预测, 全球先进封装市场在 2022 年价值 443 亿美元, 约占整个集成电路 (IC) 封装市场的 48%, 预计从 2022 年到 2028 年将以 10.6% 的复合年增长率 (CAGR) 增长至 786 亿美元。国内方面, 根据 Frost&Sullivan 统计, 中国大陆 2020 年先进封装市场规模为 351.3 亿元, 预计 2025 年将增长至 1136.6 亿元, 2020-2025 年间年化复合增速达 26.47%, 高于 Yole 对全球先进封装市场年化复合增速的预测值。

图表 92. 2022-2028 年全球先进封装市场规模



资料来源: Yole, 中银证券

图表 93. 2022 年全球半导体封装材料细分市场结构



资料来源: SEMI, TECHET, TechSearch International, 中银证券

半导体封装材料: 半导体产业的重要基础, 国产替代需求迫切。根据 SEMI、TECHET 和 TechSearch International 数据, 全球封装材料中, 封装基板占比最高, 超过 50%, 其次为引线框架和键合丝, 此外还包括包封材料、底部填充物、芯片粘接材料、晶圆级封装电介质、晶圆级电镀化学品。目前多款先进封装材料被国外企业垄断, 供应链自主化率几乎为零, 行业被严重“卡脖子”。

国内企业积极布局先进封装材料项目。例如，鼎龙股份重点开发临时键合胶（TBA）、封装光刻胶（PSPI）、底部填充胶（Underfill）等产品，其中部分产品已在客户端送样测试，验证工作稳步推进中，目前客户端反馈良好。德邦科技芯片级底部填充胶、Lid 框粘接材料、芯片级导热界面材料、DAF 膜等目前正在与多家国内领先芯片半导体企业合作测试，其中 Lid 框粘接材料已通过国内头部客户验证，获得小批量订单并实现出货；芯片级底部填充胶、芯片级导热界面材料、DAF 膜材料部分型号获得关键客户验证通过。飞凯材料产品包括应用于半导体制造及先进封装领域的光刻胶及湿制程电子化学品如显影液、蚀刻液、剥离液、电镀液等，并开发出包含键合胶、光敏胶、清洗液的整套临时键合解决方案。

图表 94. 国内主要企业先进封装材料项目进展

企业	产品名称	技术进展	项目	产能	投产情况
鼎龙股份	临时键合胶 TBA	临时键合胶产品在国内某主流集成电路制造客户端的验证及量产导入工作基本完成，产品性能获得客户端好评。	两款临时键合胶	110 吨/年	具备量产供货能力，预计于 2024 年一季度获得首张订单
	封装光刻胶 PSPI	已完成某大型封装厂的客户端送样，验证工作稳步推进。	两款封装光刻胶	40 吨/年	预计于 2023 年下半年形成生产能力
	底部填充胶 Underfill	已完成小试配方开发，正在进行应用评价工作。	-	-	-
	CMP 抛光垫	公司是国内唯一全面掌握 CMP 抛光垫全流程核心研发技术和生产工艺的 CMP 抛光垫供应商，相关子公司鼎汇微电子是国家级专精特新小巨人企业，产品深度渗透国内主流晶圆厂，成为部分客户的第一供应商。	武汉本部一、二期 30 万片/年 潜江三期抛光垫新品及其核心配套原材料扩产项目	30 万片/年 20 万片/年	已量产 已于 2022 年第三季度试生产
	CMP 抛光液	公司布局开发多晶硅制程、金属铜制程、金属铝制程、阻挡层制程、金属钨制程、介电层制程等系列近 40 种抛光液产品，其中：基于氧化铝磨料的抛光液、介电材料抛光液及钨抛光液产品于报告期内在客户端取得突破，进入采购或批量销售、逐步放量阶段；其余各制程 CMP 抛光液产品覆盖全国多家客户进入关键验证阶段，反馈良好，部分重点产品——如对标国际主流型号的多晶硅抛光液产品、金属栅极抛光液产品等进入最终导入阶段，有望在 2023 年在下游存储及逻辑客户取得新订单。此外，公司已实现抛光液上游核心原材料研磨粒子的自主制备，打破国外研磨粒子供应商对国内 CMP 抛光液生产商的垄断供应制约，研磨粒子自主供应保障了公司抛光液产品供应链的安全、稳定、经济性，有助于公司对 CMP 抛光液产品进行定制化开发，增强了公司 CMP 抛光液产品的核心竞争力。	武汉本部全自动化产线	5,000 吨/年	稳定供应
			仙桃 CMP 抛光液扩产项目及研磨粒子配套扩产项目	2 万吨/年	建设工程已进入全面收尾阶段，其中 CMP 抛光液产业化项目现已完成工艺安装，预计于 2023 年第四季度全面竣工，开始试生产供应。
			武汉本部全自动化产线	2,000 吨/年	稳定供应
	CMP 清洗液	公司铜制程 CMP 后清洗液产品持续稳定获得客户订单，自对准清洗液，激光保护胶清洗液等新领域清洗液产品也取得一定销售收入；其他制程抛光后清洗液产品部分在客户端持续验证，向先进封装清洗液领域拓展开发的系列产品也在匹配客户需求进行开发、送样。	仙桃 CMP 用清洗液扩产项目	1 万吨/年	产业化项目现已完成工艺安装，预计于 2023 年第四季度全面竣工，开始试生产供应。
	芯片级底部填充胶	已通过部分客户验证，目前正在加快导入。	-	-	-
	Lid 框粘接材料	已通过国内头部客户验证，获得小批量订单并实现出货。	-	-	-
德邦科技	芯片级导热界面材料 (TIM1)	仍在积极推进客户验证。	-	-	-
	固晶胶膜 (DAF)	目前已通过 10 个左右客户验证，并已获个别客户的小批量订单。	-	-	-
	AD 胶	已通过部分客户验证，获得小批量订单。	-	-	-

资料来源：公司公告，投资者关系互动平台，中银证券

续图表 94. 国内主要企业先进封装材料项目进展

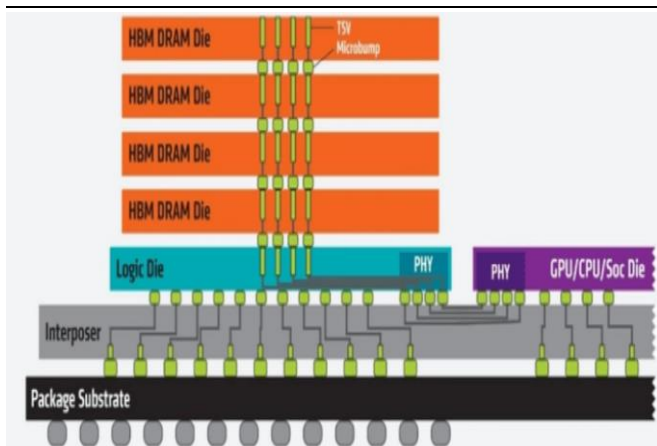
企业	产品名称	技术进展	项目	产能	投产情况
飞凯材料	-	公司半导体材料主要包括应用于半导体制造及先进封装领域的光刻胶及湿制程电子化学品如显影液、蚀刻液、剥离液、电镀液等，用于集成电路传统封装领域的锡球、环氧塑封料等。公司先进封装材料处于技术成熟，规模化生产阶段，掌握核心的产品功能性自主配方，湿制程电子化学品品类丰富，覆盖面广。	-	-	-
	功能性湿电子化学品	公司在功能性湿电子化学品领域，致力于攻克领先技术节点难关并提供相应的产品和解决方案，并持续拓展产品线布局，目前已涵盖刻蚀后清洗液、晶圆级封装用光刻胶剥离液、抛光后清洗液及刻蚀液等多种产品系列。	刻蚀后清洗液 光刻胶剥离液	- -	- -
	化学机械抛光液	实现全品类产品线的布局和覆盖，广泛应用于芯片前道制造及后道先进封装过程。	-	-	-
安集科技	电镀液及添加剂	公司在电镀液及添加剂领域，完成了应用于集成电路制造及先进封装领域的电镀液及添加剂产品系列平台的搭建，并且在自有技术持续开发的基础上，通过国际技术合作等形式，进一步拓展和强化了平台建设，提升了公司在相关领域的技术水平，研发产品已覆盖多种电镀液添加剂。2023 年上半年，公司持续加强市场开拓，多种电镀液添加剂在先进封装领域已实现量产销售。	电镀液	-	完善集成电路大马士革工艺及先进封装电镀产品线，开始量产。

资料来源：公司公告，投资者关系互动平台，中银证券

AI 驱动 HBM 放量，有望迎来新一轮成长机遇。HBM 是一种基于 3D 堆叠工艺的 DRAM 内存芯片，通过将多个存储器堆叠在一起，形成高带宽、高容量、低功耗等优势，突破了内存容量与带宽瓶颈。TrendForce 集邦咨询研究显示，伴随训练模型与应用复杂性增加，预期将带动 HBM 需求大幅增长，HBM 相比其他 DRAM 产品的平均单位售价高出数倍，预期 2024 年将对存储器原厂的营收有明显助力，预估 2024 年 HBM 营收年增长率将达 172%。

目前 SK 海力士及三星占据 HBM 产品市场相对优势地位。竞争格局来看，据 TrendForce 数据，2022 年 SK 海力士和三星分别占据 50%、40% 的份额。此外，美光 2023 年专注开发 HBM3e 产品。

图表 95. HBM 结构图



资料来源：TrendForce，中银证券

图表 96. HBM 市场竞争格局

企业	2022	2023E	2024E
SK 海力士	50%	46%-49%	47%-49%
三星	40%	46%-49%	47%-49%
美光	10%	4%-6%	3%-5%

资料来源：TrendForce，中银证券

国内厂商积极导入，国产自主可控进程加速。与 HBM 相关的材料品类繁多，涵盖前驱体、环氧塑封料、Low- α 球铝、环氧树脂、封装基板、底部填充胶等细分领域。前驱体方面，雅克科技作为 SK 海力士前驱体核心供应商，根据公司 2022 年年报，2022 年前驱体产能达 450 吨/年，Low- α 球形硅微粉产能达 1000 吨/年。环氧塑封料方面，飞凯材料 2023 年 7 月 13 日在互动平台表示，液体封装材料 LMC 已经量产并形成少量销售，颗粒填充封装料 GMC 尚处于研发送样阶段；根据华海诚科公司公告，公司颗粒状环氧塑封料尚处于验证阶段，没有形成批量销售。Low- α 球铝方面，根据联瑞新材公司公告，公司部分客户是全球知名的 GMC 供应商，公司配套供应 HBM 所用球硅和 Low- α 球铝，另外，公司投资集成电路用电子级功能粉体材料建设项目，设计产能 25,200 吨/年。底部填充胶方面，德邦科技投资者关系活动记录表显示，公司芯片级底部填充胶已通过部分客户验证，目前正在加快导入。

图表 97. 国内主要企业 HBM 材料项目进展

HBM 原材料	企业	产能及项目进展
前驱体	雅克科技	2022 年前驱体设计产能达 450 吨/年，在建产能部分可达 4-500 吨，截至 2022 年底，基建部分已完成 90%，主要生产及研发设备达到 60%-70%；Low- α 球形硅微粉在建产能达 1,000 吨/年。
环氧塑封料	华海诚科	颗粒状环氧塑封料尚处于验证阶段，没有形成批量销售。
	飞凯材料	液体封装材料 LMC 已经量产并形成少量销售，颗粒填充封装料 GMC 尚处于研发送样阶段。
Low- α 球铝	联瑞新材	球形无机粉 2022 年产量 24,310 吨，公司投资集成电路用电子级功能粉体材料建设项目，设计产能 25,200 吨/年。
	壹石通	年产 200 吨高端芯片封装用 Low- α 射线球形氧化铝项目已进入产线调试阶段，相关产品在客户端测试验证进展顺利，但尚未收到批量订单。
电子级环氧树脂	圣泉集团	2023 年 12 月“10,000 吨/年特种环氧树脂，20,000 吨/年绿色高性能改性酚醛树脂项目”正式建成投产，电子级酚醛树脂及各类电子级环氧树脂产能达 10 万吨。
底部填充胶	德邦科技	公司芯片级底部填充胶已通过部分客户验证，目前正在加快导入。

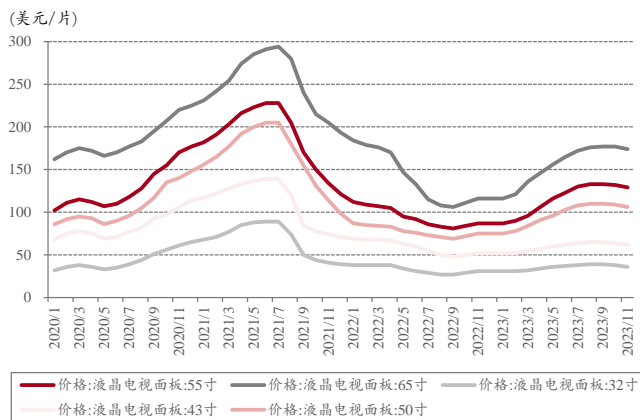
资料来源：上市公司年报，公司公告，投资者关系互动平台，公司公众号，财联社，中银证券

下游面板景气度有望触底向好，显示材料国产替代持续进行

根据 DSCC 报告，2022 年，OLED 面板收入为 417 亿美元，其中 OLED 智能手机应用同比下降 1%，OLED 电视应用同比下降 9%。此外，一些新兴的 OLED 应用在 2022 年有增长，包括 AR/VR、汽车、显示器、平板电脑和游戏平台等。

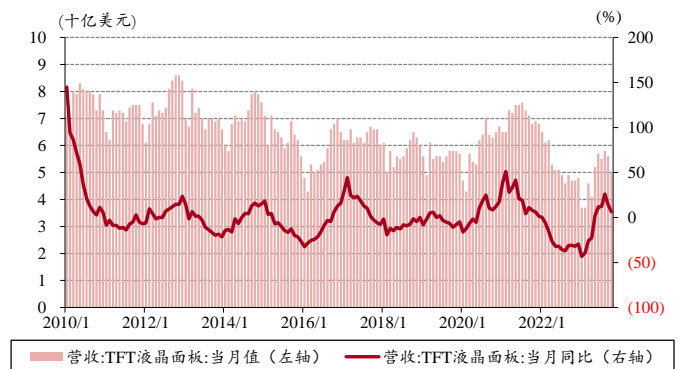
自 2021 年 8 月开始，由于俄乌冲突、海外通胀和欧洲能源危机交错影响，面板终端需求开始共振下行，从 2022 年 10 月开始，面板的价格开始呈现反弹，周期向上的拐点或已呈现。

图表 98. 全球 LCD 面板价格



资料来源：万得，中银证券

图表 99. TFT 液晶面板全球营收当月值



资料来源：万得，中银证券

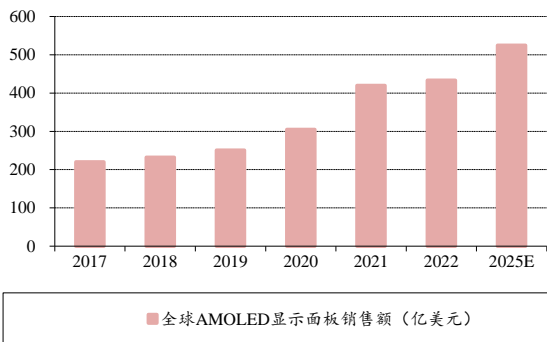
OLED 面板渗透率提升。近年来 OLED 面板在显示领域，尤其是智能手机显示屏领域的渗透率不断提升。TrendForce 在最新报告中指出，OLED 在手机市场的比重将于 2023 年突破 50%。根据集微网报道，随着 OLED 持续渗透及新产品新应用持续带来新的市场增量，在苹果、三星电子、TCL 等终端品牌的带动下，Mini-LED 已成为当前新型显示技术之一，其应用市场也从平板、笔记本电脑扩展至电视、车载显示等领域，被认为是未来主流显示技术的有力竞争对手。根据日经亚洲，苹果将在 iPad 和 MacBook 上扩大使用先进的 OLED 屏幕，并考虑推出可折叠平板电脑，OLED 版 MacBook 机型也在开发中，最早将于 2025 年下半年投产；并计划在 2027 年前，产品线中 9 款设备全面转为采用 OLED 屏幕。

我国 OLED 面板厂商持续加大投入。根据莱特光电调研公告，目前国内新建及拟建的 OLED 产线已达到 20 条以上，总投资超万亿元人民币。根据 Omdia 数据，中国 OLED 产能面积占比预计从 2018 年的 8.7% 提升至 2023 年的 45.1%。根据 CINNO Research 统计数据，2023 年上半年在全球 AMOLED 智能手机面板市场中，京东方出货量同比增长 78.0%，以 18.4% 的市场份额位居全球第二、国内第一，全球份额同比上升 8.1 pct；维信诺出货量同比增长 24.2%，市场份额 7.4%，同比上升 1.5 pct，位居全球第四、国内第二。

根据中国光学光电子行业协会液晶分会（CODA）测算，在全球显示市场，2022 年全年行业产值约为 1,998 亿美元，同比下降超过 20%。其中，显示器件（面板）产值约 1,100 亿美元，同比下降近 27%；显示材料产值约 766 亿美元，同比下降近 13%；显示装备产值约 120 亿美元，同比下降超过 9%。然而，**中国显示产业展现出强劲韧性**，CODA 统计数据 displays 2022 年全年行业产值将接近 5,000 亿人民币，全球市场占比超过 38%。

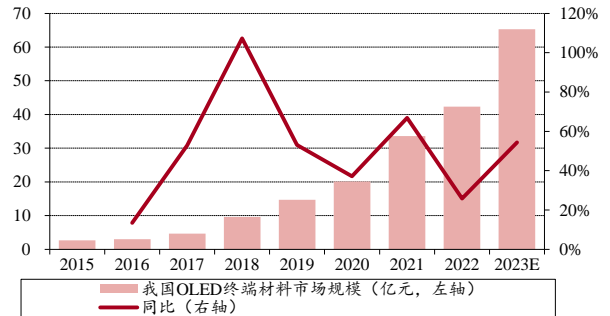
OLED 材料国产化率亟待提升。目前 OLED 有机发光材料主要市场份额仍掌握在国际企业手中，日韩厂商主要生产小分子发光材料，欧美厂商主要生产高分子发光材料。我国 OLED 有机发光材料厂商包括莱特光电、万润股份、奥来德、瑞联新材等，近年来发展迅速。

图表 100. 全球 AMOLED 显示面板销售额



资料来源：中商产业研究院，Omdia，和辉光电 2022 年报，中银证券

图表 101. 我国 OLED 终端材料市场规模



资料来源：万得，观研天下，华经产业研究院，中银证券

图表 102. 国内主要企业 OLED 材料相关业务

公司	主要业务及产品
莱特光电	OLED 终端材料方面，公司紧抓材料国产化机遇，持续推进 OLED 终端材料产品的系列化发展和客户的全覆盖，公司 OLED 终端材料出货量稳步增长，产品结构不断丰富。Red Prime 材料、Green Host 材料稳定量产供应，新产品 Red Host 材料、Green Prime 材料、Blue Prime 材料、BlueHost 材料在客户端积极推进国产替代，形成多样化及系列化产品布局，为公司未来业绩快速增长奠定基础；客户方面，公司持续供货头部客户，新增视涯等硅基 OLED 客户，目前正在量产测试。同时公司持续向维信诺等新客户送样测试，合作进展良好。OLED 中间体方面，公司持续优化 OLED 中间体产品及客户结构，着力推进高附加值氟代类产品的拓展并取得较大突破，公司与海外客户签订氟代类产品销售协议并建立长期合作关系，将对公司 OLED 中间体业务产生积极影响。
奥来德	公司已向维信诺集团、和辉光电、TCL 华星集团、京东方、天马集团、信利集团等知名 OLED 面板生产企业提供有机发光材料。
万润股份	公司控股子公司三月科技目前已有自主知识产权的 OLED 成品材料通过下游客户验证并实现供应，三月科技收入规模呈增长态势；公司控股子公司九目化学的 OLED 升华前材料业务继续保持业内领先供应地位。三月科技自主知识产权的 OLED 用光敏聚酰亚胺（PSPI）成品材料现已在下游面板厂实现供应。
瑞联新材	作为国内极少数同时具备规模化研发生产 OLED 材料和液晶材料的企业之一，在全球显示材料供应体系中占有重要地位并具有较强的市场竞争力，公司的显示材料客户均为行业内领先的终端材料生产商，与公司建立了长期稳定的合作关系。
濮阳惠成	公司“年产 2 万吨甲基四氢苯酐扩建项目”已建成，“顺酐酸酐衍生物、功能材料中间体及研发中心项目”建设有序推进中，在保证产品产能的同时，公司积极研发新产品、新工艺，不断拓宽产品种类，为公司持续发展做好准备。

资料来源：莱特光电、奥来德、万润股份、瑞联新材、濮阳惠成 2023 年半年报，中银证券

吸附分离材料：多领域需求持续高增长

吸附分离材料作为一种功能高分子材料，能够通过对被交换物质的离子交换和吸附实现高效提取、浓缩和精制，在下游生产过程中起到分离、纯化的作用，广泛用于金属提取、制药、水处理与超纯化、食品加工、节能环保、化工与催化等领域。国际产能主要来源于美国陶氏化学、德国朗盛、英国漂莱特、日本三菱化学等；国内则以蓝晓科技为代表，争光股份、江苏苏青、鲁抗立科等也在不断加大研发投入，加快国产替代步伐。

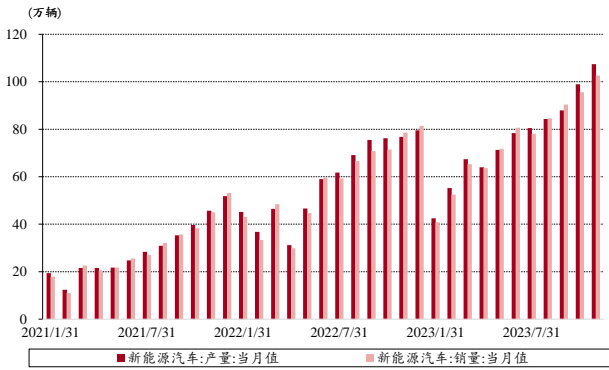
图表 103. 吸附分离材料国内外主要厂商

应用领域	国际厂商	国内厂商
金属提取	美国陶氏、住友化学等	蓝晓科技
制药	美国陶氏、日本三菱等	蓝晓科技、纳微科技、鲁抗立科
水处理	德国朗盛、漂莱特等	蓝晓科技、争光股份、江苏苏青、东大化工
食品加工	美国陶氏等	蓝晓科技、争光股份
节能环保	-	蓝晓科技、争光股份
化工催化	德国朗盛、日本三菱、漂莱特等	蓝晓科技

资料来源：各公司公告，蓝晓科技招股说明书，中银证券

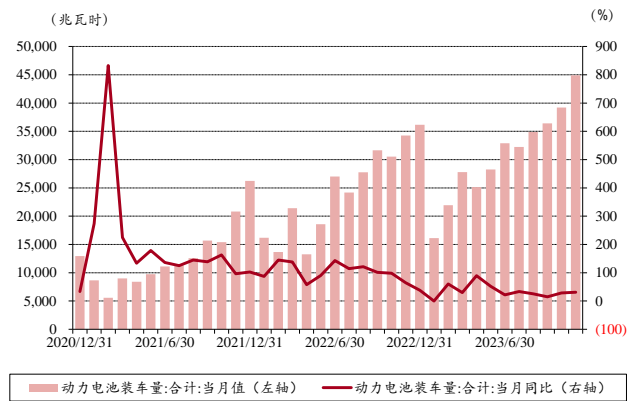
下游新能源汽车销量上升，动力电池需求旺盛。根据《中国新能源汽车行业发展白皮书（2023 年）》（EVTank）数据显示，2022 年全球新能源汽车销量达到 1,082.4 万辆，同比增长 61.6%。根据中国汽车工业协会数据，2022 年中国新能源汽车销量达到 687 万辆，同比增长 96%。2023 年 11 月，我国新能源汽车当月销量达到 102.60 万辆，创历史新高。2023 年我国新能源汽车销量总体呈现持续上升趋势。新能源汽车的需求有助于拉动上游汽车动力电池的需求，对动力电车装车量的需求也持续提升。2023 年 11 月汽车动力电池装车量为 44,900.00 兆瓦时，同比增长 31%，创 2023 年内新高。

图表 104. 近三年新能源汽车月度产销量



资料来源：中国汽车工业协会，同花顺 iFinD，中银证券

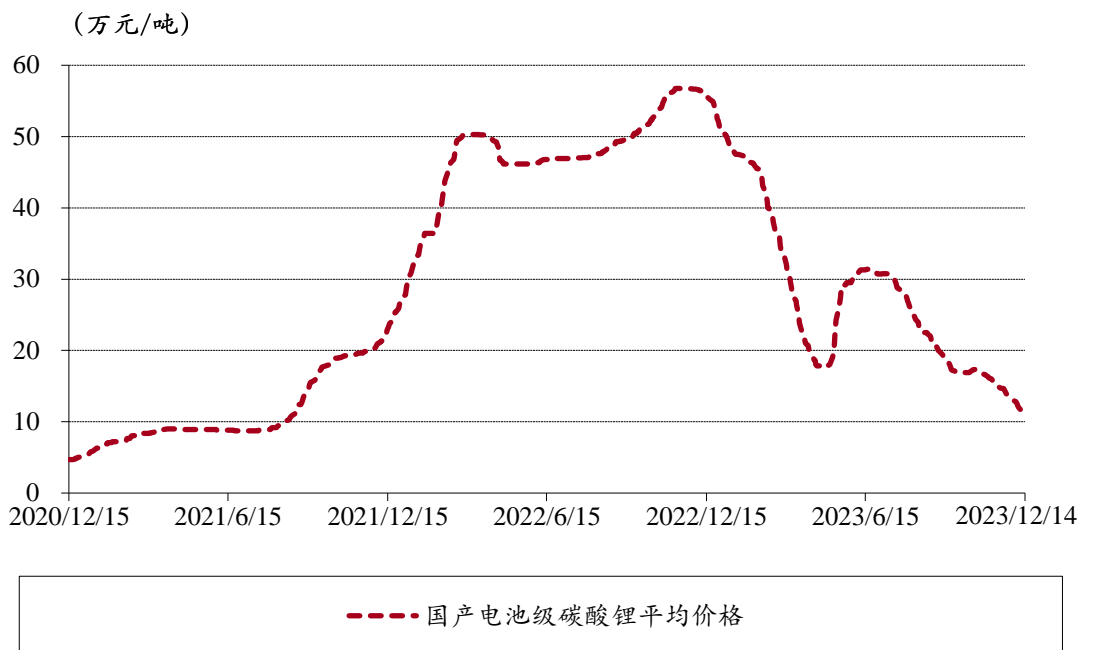
图表 105. 近三年动力电池月度装车量及同比



资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，同花顺 iFinD，中银证券

锂资源供不应求，碳酸锂价格创新高后回落。同花顺 iFinD 数据显示，2022 年国产电池级碳酸锂交易均价最高达 57.00 万元/吨，2023 年价格震荡下跌，截至 2023 年 12 月 14 日，国产电池级碳酸锂价格为 10.65 万元/吨。随着“双碳”目标的持续推进，锂的重要战略资源地位愈发突出。

图表 106. 国产电池级碳酸锂平均价格（截至 2023 年 12 月 14 日）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

国家政策推进盐湖提锂技术发展，配套的吸附分离材料需求有望攀升。科技部等九部门印发的《“十四五”东西部科技合作实施方案》中指出，要提高盐湖钾、镁、锂等资源高值化开发利用技术与产业化水平，提升盐湖产业竞争力。我国各盐湖情况差异明显，部分盐湖提锂就要通过技术革新和特异性的锂离子吸附分离材料弥补缺陷。分离盐湖卤水中锂离子与镁离子是盐湖提锂技术的关键，因为两者具有相似的离子水合半径和化学特性，分离它们存在一定的难度。

盐湖提锂业务进入收获期，有望为业绩增长提供良好支撑。2022年1-9月蓝晓科技已签订多笔盐湖卤水提锂产业化订单，订单合同总金额达12.54亿元，蓝晓科技预计订单有望于2023年至2024年陆续完成交付。根据蓝晓科技半年报和投资者关系活动记录表，2022年上半年，公司实现盐湖提锂大项目收入0.41亿元，2023年上半年达到0.92亿元，相对2022年同期增长124%，并形成独有的吸附法盐湖提锂整线技术，针对中、高、低不同品位的卤水均可提供相应方案。

图表 107. 蓝晓科技签订盐湖提锂项目

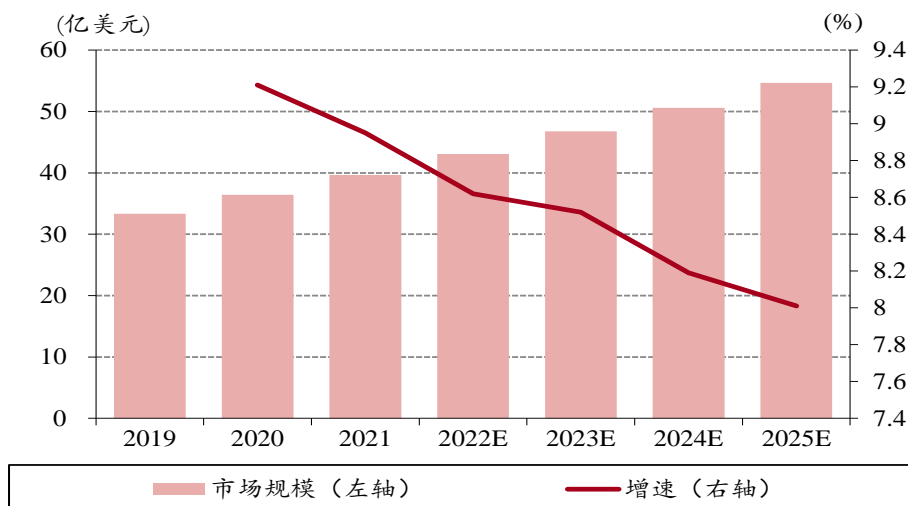
签订项目	产品	产能	项目进展 (截至 2023/12/15)
五矿盐湖一期	碳酸锂	1,000 t/a	已投产
五矿盐湖二期改扩建	碳酸锂	6,000 t/a	已投产
藏格锂业	碳酸锂	10,000 t/a	已投产
锦泰一期	碳酸锂	3,000 t/a	已投产
锦泰二期	碳酸锂	4,000 t/a	已投产
金昆仑锂业	碳酸锂	5,000 t/a	已开展调试运行
西藏珠峰	碳酸锂	25,000 t/a	吸附段第一批设备已发货
金海锂业	碳酸锂	10,000 t/a	主要设备已完成安装
金纬新材料	碳酸锂	6,000 t/a	试生产
国能矿业	氢氧化锂	10,000 t/a	已完成技术方案，审批中
中蓝长化设计院 (比亚迪)	碳酸锂	600 t/a	已完成技术方案，正在审批
国投罗钾	碳酸锂	5,000 t/a	提锂装置正在安装中，部分吸附剂已发货

资料来源：公司公告，中银证券

吸附分离材料在生物药的分离纯化中发挥关键作用。色谱填料/层析介质是液相色谱技术的核心关键，应用领域广泛，并对分离纯化的结果和效率起着至关重要的作用。它是目前分离复杂组分最有效的手段之一，可满足核酸、疫苗、抗体、重组蛋白等不同领域对生物制品的层析纯化需求。层析介质品种多样、验证周期长、客户粘性高，逐步形成行业壁垒。

国外供应商占据主要市场份额，国产替代进程有望提速。根据华经产业研究院统计，2019年全球色谱填料行业市场规模为33.34亿美元，呈现逐年上升趋势但增速放缓，2025年全球市场规模有望达到54.64亿美元。作为主要耗材的色谱填料和层析介质，具有产品技术复杂、质量控制严密、应用工艺多样和法规监管严格等特点。国外供应商如美国思拓凡公司(Cytiva)、日本东曹株式会社(Tosoh)、美国伯乐实验室有限公司(Bio-Rad)、德国默克集团(Merck)等占据主要市场份额。随着国内政策的不断出台，国内层析介质行业涌现出诸如蓝晓科技、纳微科技等企业，伴随着技术的创新和降本的趋势，层析介质国产替代进程加速。

图表 108. 2019-2025 年全球色谱填料行业市场规模及增速情况



资料来源：华经产业研究院，中银证券

层析介质技术不断突破，新产能逐步投放。蓝晓科技目前在第二代高耐碱性 ProteinA 亲和填料、高纯度 mRNA 纯化亲和填料 oligodT 和超大孔离子交换填料等方面取得一定进展。根据蓝晓科技 2022 年报，公司色谱填料/层析介质类吸附分离材料设计产能 70,000 L/a，生产园区主体建设已完成，正持续释放产能。公司在均粒技术方面取得突破，产品结构涉及色谱填料、层析介质、微载体等方面。公司不断加大研发投入，完善技术布局，有望实现高端吸附分离材料国产化。

图表 109. 蓝晓科技 2022 年主要产品产能情况

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
吸附分离材料（树脂类）	50,000 t/a	96.91%	产能持续释放中	各园区主体建设已完成，根据下游应用需求逐步投产
吸附分离材料（色谱填料/层析介质类）	70,000 L/a	16.73%	产能持续释放中	各园区主体建设已完成，根据下游应用需求逐步投产

资料来源：蓝晓科技 2022 年年报，中银证券

深耕固相合成载体领域，加速市场开拓。固相合成载体是多肽固相合成核心耗材，在多肽类药物尤其是减肥药物领域应用广泛。固相合成载体在有机小分子、多肽、糖类、核酸、蛋白合成方面发挥重要作用，具有产物易分离纯化、实现一次性平行合成多种化合物等特点，表现出了经典液相合成无法比拟的优越性。蓝晓科技通过对原料、生产过程的严格程序化控制，实现对成品的质量控制，预接氨基酸产品的单杂、二肽等含量可控制在 0.1% 以下；公司的固相合成载体成功进入礼来供应链，成为礼来减肥降糖药物替尔泊肽固相合成载体的主要供应商。根据蓝晓科技 2023 中报，公司凭借 seplife 2-CTC 固相合成载体和 sieber 树脂已成为多肽领域的主要供应商，23H1 公司对固相合成载体车间进行高效扩产，新增 70 吨产能，总产能达到 100 吨，确保对下游客户的持续、稳定、高品质供货。

推荐个股

基于下游行业高速发展与进口替代大背景，关键新材料领域迎来发展良机：

- 1、半导体行业有望复苏，关注先进封装、HBM 等引起的行业变化，半导体材料国产替代意义深远。推荐：安集科技、雅克科技、飞凯材料、沪硅产业、江丰电子、德邦科技，关注：鼎龙股份、华特气体、联瑞新材、圣泉集团。
- 2、下游面板景气度有望触底向好，关注 OLED 渗透率提升与材料国产替代。推荐：万润股份，关注：莱特光电、奥来德、瑞联新材。
- 3、吸附分离材料多领域需求持续高增长。推荐：蓝晓科技。

图表 110. 主要推荐的新材料上市公司

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	每股净收益 (元/股)		市盈率 (x)		主要优势
				2024E	2025E	2024E	2025E	
002409.SZ	雅克科技	买入	55.09	2.10	2.75	26.22	20.01	<ul style="list-style-type: none"> ·下游稼动率回升，前驱体业绩稳健增长 ·LNG 景气高增，业务增长迅速 ·多点布局在建产能，体现长期成长性
688019.SH	安集科技	买入	164.60	5.21	6.74	31.60	24.41	<ul style="list-style-type: none"> ·构建全品类产品矩阵，抛光液业务高速增长 ·持续拓展产品线布局，湿电子化学品有序放量 ·多种电镀液添加剂在先进封装领域实现量产
002643.SZ	万润股份	买入	16.08	1.05	1.18	15.34	13.68	<ul style="list-style-type: none"> ·功能性材料板块稳健增长，子公司发展迅速 ·多领域布局新材料，在建项目持续推进
300398.SZ	飞凯材料	买入	15.69	1.07	1.24	14.68	12.64	<ul style="list-style-type: none"> ·下游周期有望触底回暖，屏幕显示材料业务有望实现修复 ·新产能建设稳步推进，新产品研发有序拓展
300487.SZ	蓝晓科技	买入	51.64	2.13	2.91	24.21	17.76	<ul style="list-style-type: none"> ·生命科学板块业绩保持高速增长，盐湖提锂订单持续交付，水处理和超纯化领域渗透率进一步提升 ·高度重视研发创新投入，产品持续升级 ·大项目新订单稳步拓展，各园区产能有待逐步放量
688126.SH	沪硅产业	增持	16.93	0.17	0.23	100.02	74.65	<ul style="list-style-type: none"> ·300 mm 硅片产能快速增长，填补高端硅基材料国内技术空白 ·200 mm 以下硅片产品结构优化，行业地位巩固
300666.SZ	江丰电子	增持	56.84	1.56	2.07	36.36	27.43	<ul style="list-style-type: none"> ·超高纯靶材市场份额进一步扩大，半导体精密零部件产能建设稳步推进 ·公司积极布局第三代半导体关键材料 ·国内少数实现晶圆 UV 膜、芯片固晶材料等国产替代的供货厂商
688035.SH	德邦科技	增持	51.93	1.64	2.20	31.70	23.60	<ul style="list-style-type: none"> ·产品已进入国内外知名智能终端封装材料品牌供应链 ·新能源产品市场份额居前

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2023 年 12 月 18 日

景气度有望上行的子行业

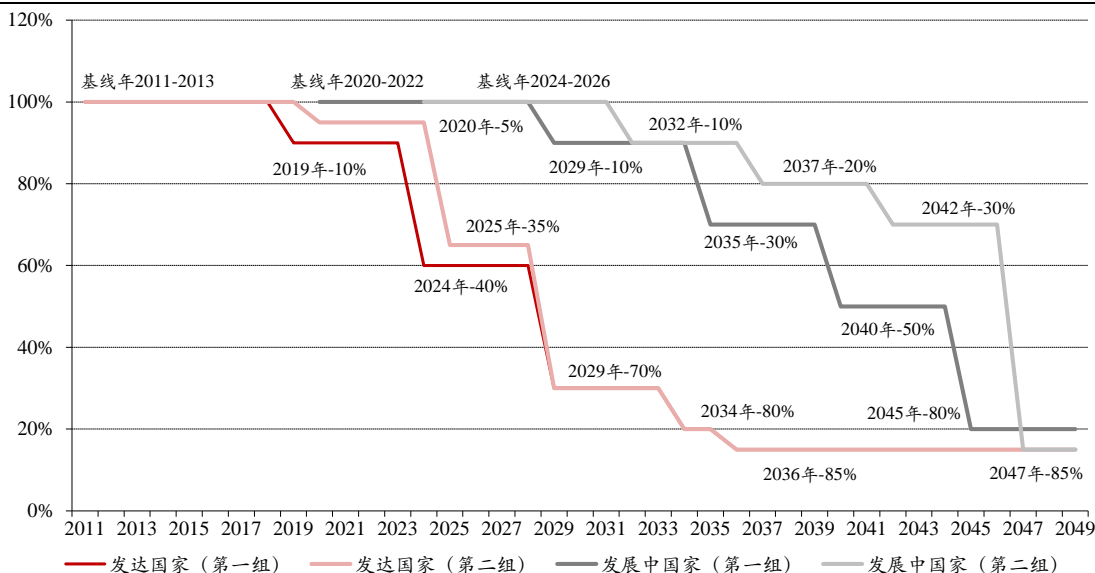
氟化工景气度有望上行

三代制冷剂配额政策落地，下游复苏叠加新能源等发展提振氟化工需求

供给端：三代制冷剂配额政策落地

我国目前处于二代制冷剂加速削减，三代即将开始削减的阶段。根据《蒙特利尔议定书》，我国二代制冷剂配额基准年是 2009-2010 年，于 2013 年冻结在基准线，并从 2015 年开始削减，计划于 2025 年削减至基线水平的 32.5%，2030 年削减至 2.5%，到 2040 年完全淘汰。为了控制第三代制冷剂氢氟烃（HFCs）所产生的温室效应，《〈蒙特利尔议定书〉基加利修正案》于 2016 年 10 月 15 日在卢旺达基加利的第 28 次缔约方大会通过，将氢氟烃（HFCs）纳入《蒙特利尔议定书》的管控范围。2021 年 4 月 16 日，我国正式接受《基加利修正案》，加强 HFCs 等非二氧化碳温室气体的管控。按照《基加利修正案》的要求，中国需要在 2024 年把 HFCs 的生产与消费冻结在基线水平上，基线水平为 2020 年-2022 年 HFC 平均值+HCFC 基线水平的 65%，从 2029 年开始逐步削减，到 2045 年实现将 HFCs 在基线水平上削减 80%。

图表 111. 第三代制冷剂配额削减情况



资料来源：《〈蒙特利尔议定书〉基加利修正案》，中银证券

三代制冷剂产能迅速扩张后冻结，整体配额方案落地。由于 2020-2022 年为《蒙特利尔议定书〈基加利修正案〉》规定的配额削减基线年，我国 R32、R125、R134a 产能自 2020 年起迅速扩张。根据百川盈孚数据，我国 R32 产能由 2018 年的 27.2 万吨提升至 2022 年的 50.7 万吨，R125 产能由 2018 年的 22.8 万吨提升至 2022 年的 30 万吨，R134a 产能由 2018 年的 32 万吨提升至 2022 年的 38.8 万吨。各企业的产能大幅扩张导致了产能过剩。2023 年 R32、R125、R134a 产能均保持上一年度数额，根据生态环境部印发的《2024 年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》，2024 年我国 HFCs 生产配额总量为 18.53 亿吨 CO₂，进口配额总量为 0.1 亿吨 CO₂，内用生产配额总量为 8.95 亿吨 CO₂。同时允许 HFCs 生产单位按《消耗臭氧层物质管理条例》申请调整生产配额和内用生产配额。总体来看，各基准线的设定符合预期，调整方案的实施紧中有松。

从价格来看，R32、R125、R134a 均处于近六年的相对低位。主流三代制冷剂的价格近六年整体上经历了两轮重要的上涨周期，第一轮约为 2017 年 2-5 月，根据百川盈孚数据，R32、R125、R134a 在 2017 年 2-3 月的均价分别为 14,857 元/吨、25,119 元/吨、24,421 元/吨，2017 年 4-5 月均价则大幅上涨至 29,775 元/吨、62,075 元/吨、30,825 元/吨，涨幅分别为 100.41%、147.12%、26.22%。原因主要为原料萤石价格的上涨、环保监管力度的加强导致制冷剂生产与运输成本的提高等多种因素相叠加。第二轮上涨周期为 2021 年 7-10 月，R32、R125、R134a 在 2021 年 7-8 月均价分别为 11,941 元/吨、26,973 元/吨、19,807 元/吨，于 2021 年 9-10 月分别上涨至 17,244 元/吨、51,013 元/吨、37,385 元/吨，涨幅分别为 44.41%、89.13%、88.75%，其中 R134a 价格于 2021 年 10 月底上涨至 55,000 元/吨，主要原因系多地区限电限产导致原料三氯乙烯缺货，成本面上升叠加部分企业开工处于低位，导致价格创六年来历史最高。

从整体来看，《基加利修正案》的基线年 2020-2022 年，制冷剂的盈利并不乐观，企业间为了抢占更多配额，通过价格战的策略提升销量，导致 R32、R125、R134a 的价格与盈利均处于低位，R32、R134a 甚至出现了亏损的情况。截至 12 月 15 日，R32、R125、R134a 分别处于 2017 年起价格的 26.60%、15.99%、36.08% 分位，随着基线年的结束，产能已被冻结，三代制冷剂的价格有望提升，逐渐回归理性水平。

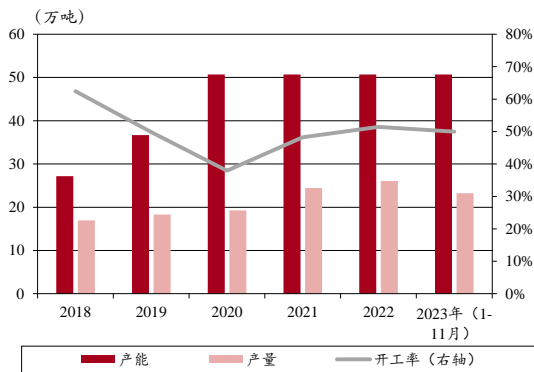
图表 112. 主流三代制冷剂价格情况

	单位	最新价格	2023 年内均价	2022 年均价	同比 (%)	当前分位数 (%)	历史最高价	历史最低价
R32	元/吨	16,750	14,779	13,498	9.49	26.60	34,000	10,500
R125	元/吨	27,500	24,977	35,350	(29.34)	15.99	100,000	13,700
R134a	元/吨	27,500	23,997	22,498	6.66	36.08	50,000	14,800

资料来源：百川盈孚，中银证券

注：最新价格截至 2023 年 12 月 15 日；历史价格自 2017 年 1 月 3 日开始统计

图表 113. 我国 R32 产能、产量及开工率



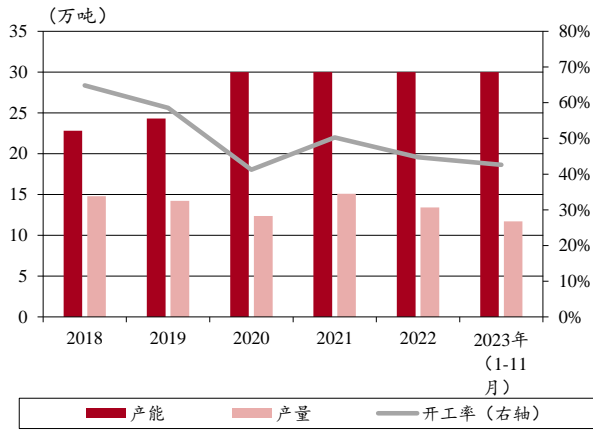
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 114. R32 价格



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 115. 我国 R125 产能、产量及开工率



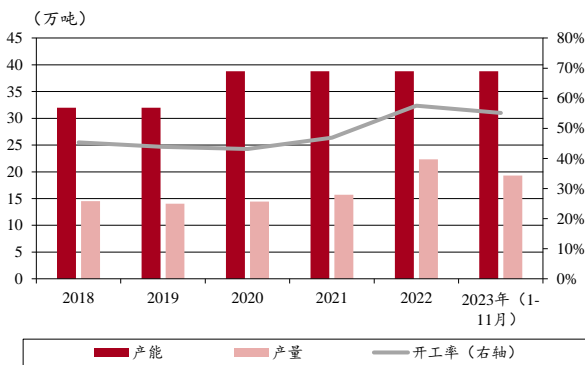
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 116. R125 价格



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 117. 我国 R134a 产能、产量及开工率



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 118. R134a 价格

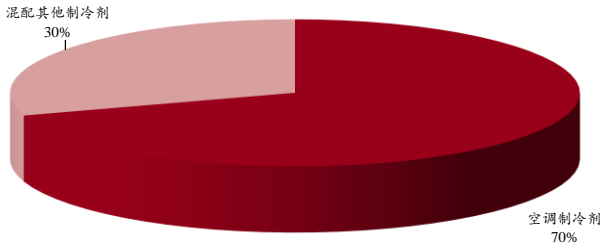


资料来源：百川盈孚，中银证券

需求端：制冷剂传统下游持续回暖，新能源与液冷提升高端氟材料需求

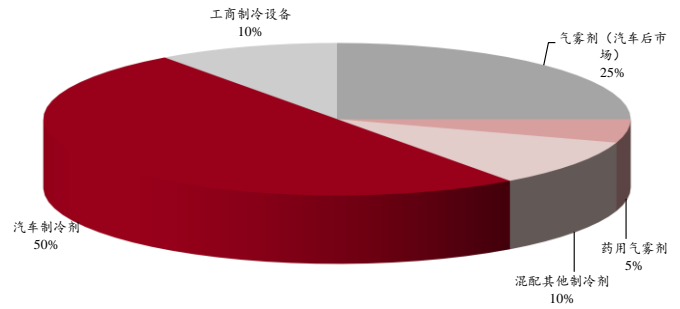
制冷剂传统下游需求稳中有进，随经济复苏有望平稳增长。根据百川盈孚数据，2021 年，R32 下游 70% 应用于空制冷剂，30% 用于混配其他制冷剂，因此 R32 的应用主要集中在空调市场。R134a 的下游应用中，汽车制冷剂占比 50%，气雾剂（汽车后市场）占比 25%，工商制冷设备占比 10%，混配其他制冷剂占比 10%，药用气雾剂占比 5%。空调产量受 2020 年疫情扰动触底后逐步反弹，考虑到国内更新换代需求以及海外需求增长，叠加 2023 年厄尔尼诺现象导致的持续高温，空调整体需求有望稳中有进。2023 年 1-10 月，我国空调、冰箱产量分别为 20,738.5 万台、7,996.8 万台，同比增长 9%、12%，后续伴随需求的改善有望呈现温和复苏的态势。国内汽车产量自 2021 年已扭头为增，预计随着新能源汽车的不断推广，汽车整体产量将保持平稳增长。

图表 119. 2021 年 R32 下游应用领域



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 120. 2021 年 R134a 下游应用领域

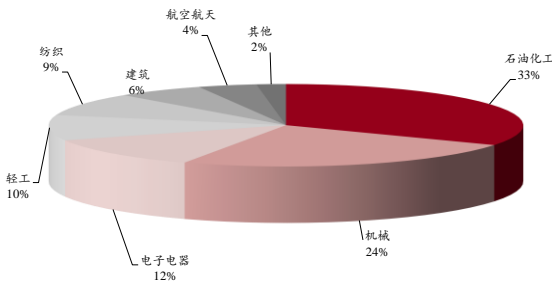


资料来源：百川盈孚，中银证券

含氟聚合物方面，PTFE 主要应用于石油化工、机械、电子电器等领域。百川盈孚数据显示，2020 年石油化工领域占聚四氟乙烯下游应用市场的 33%，位列下游需求量的首位，机械、电子电器领域则分别占 24%、12%。

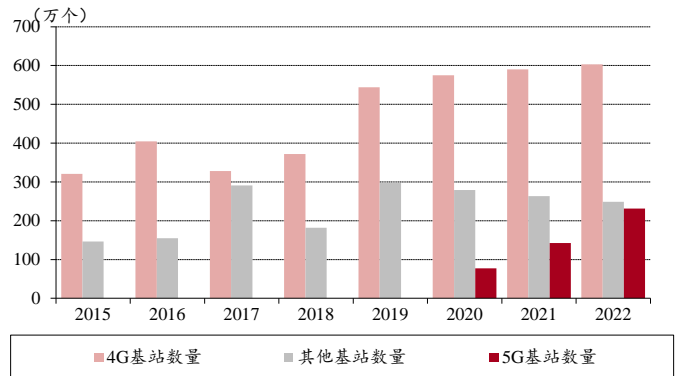
PTFE 可用于印制高速化、高可靠性基板。PTFE 介电系数最低，且具有优异的耐高低温性以及耐老化性，最适合用作高频基板材料。国家统计局数据显示，2015-2022 年，我国移动电话基站数量逐年增长，2022 年 5G 基站数量达到 231 万个。随着 5G 技术的推广应用以及自动驾驶、智慧城市等新型领域的高速发展，PTFE 高频覆铜板的市场需求将快速增长。

图表 121. 2020 年 PTFE 下游需求格局



资料来源：百川盈孚，中银证券

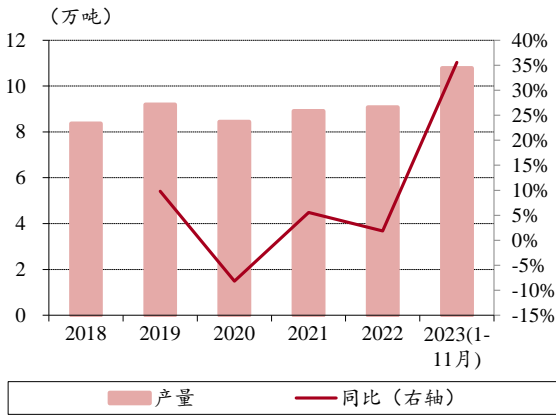
图表 122. 我国移动电话基站数量逐年增长



资料来源：万得，国家统计局，中银证券

我国 PTFE 产能和产量均处于迅速扩张阶段。伴随着发达国家 PTFE 产能向高端化、特种化转型，部分中低端 PTFE 产能向我国转移，目前我国已经成为全球聚四氟乙烯主要生产国。根据百川盈孚数据，我国 PTFE 年产能由 2020 年的 15.46 万吨/年扩张至 2023 年 12 月的 19.91 万吨/年，复合年增长率为 8.8%。其中，东岳集团、昊华科技、浙江巨化占据头部，CR3 为 55.25%。2020-2023 年（截至 2023 年 12 月），我国 PTFE 产量分别为 8.44 万吨、8.91 万吨、9.07 万吨、10.78 万吨，产能利用率不足 60%，低端产能过剩。

图表 123. 我国 PTFE 产量及同比



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 124. PTFE 生产企业年产能 (万吨/年, 截至 2023 年 12 月)

企业	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
东岳化工	4.5	4.5	5.5	5.5
中昊晨光	1.5	2.13	3	3
浙江巨化	2	2	2.5	2.5
江西理文	0.8	1.65	1.65	1.65
鲁西化工	0.1	0.1	1	1
江苏梅兰	1	1	1	1
山东华氟	0.36	0.36	0.36	0.36
中国其他	5.2	4.2	4.2	4.9
总产能	15.46	15.94	19.21	19.91

资料来源: 百川盈孚, 中银证券

根据永和股份公告, 截至 2023 年 12 月, 公司尚有 0.4 万吨/年 PTFE 分散树脂以及 0.4 万吨/年 PTFE 乳液产能在建, 预计于 2025 年全部建设完成。其一期项目截至 2023 年 6 月末已基本完成建设并陆续投产。此项目系邵武永和新型环保制冷剂及含氟聚合物等氟化工生产基地项目, 包括 TFE、PTFE、FEP、HFP 等众多含氟聚合物扩产计划。据昊华科技 2022 年年报可知, 昊华科技尚有 1.85 万吨/年 PTFE 悬浮树脂项目在建, 预计将于 2024 年 12 月投产。

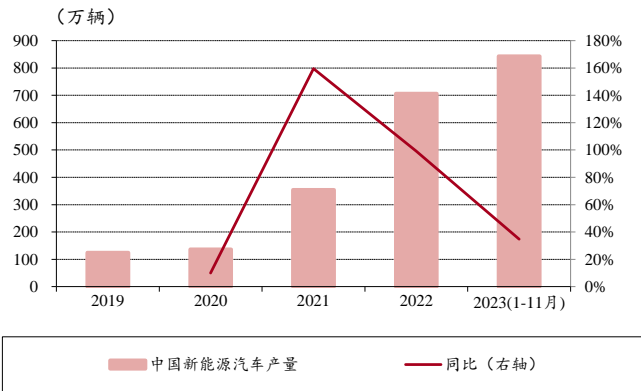
图表 125. 重点企业 PTFE 扩产项目

公司	项目	在建产能 (万吨/年)	预计投产时间
永和股份	邵武永和新型环保制冷剂及含氟聚合物等氟化工生产基地项目	0.80	2025 年
昊华科技	聚四氟乙烯悬浮树脂项目	1.85	2024 年 12 月

资料来源: 公司公告, 中银证券

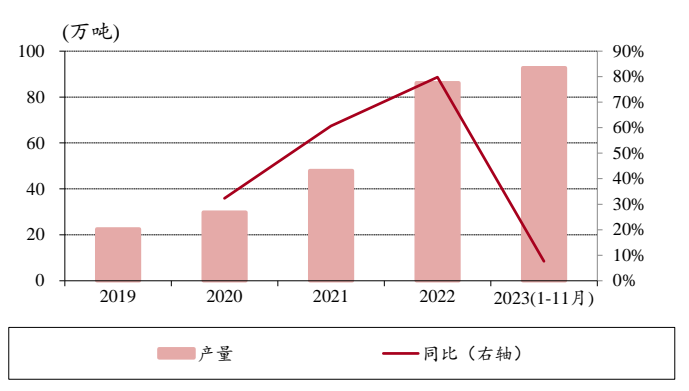
含氟精细化学品方面, 根据百川盈孚数据可知, 六氟磷酸锂下游 100%应用于锂电池领域。作为电解液的核心溶质, 下游新能源汽车、储能锂电池市场将带动电解液以及六氟磷酸锂需求的快速上升。根据中国汽车工业协会数据, 我国新能源汽车产量由 2019 年的 124.19 万辆迅速提升至 2023 年(截至 11 月)的 842.60 万辆, 复合年增长率高达 61.39%。我国电解液产量也实现了大幅增长, 由 2019 年的 22.55 万吨增长至 2023 年(截至 11 月)的 92.76 万吨, 复合年增长率为 42.42%。

图表 126. 我国新能源汽车产量及同比



资料来源: 中国汽车工业协会, 万得, 中银证券

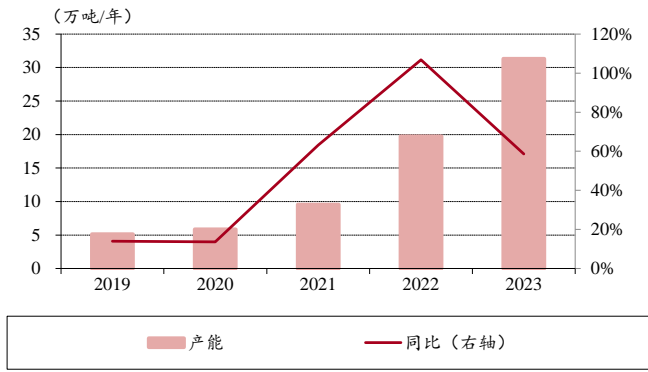
图表 127. 我国电解液产量及同比



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

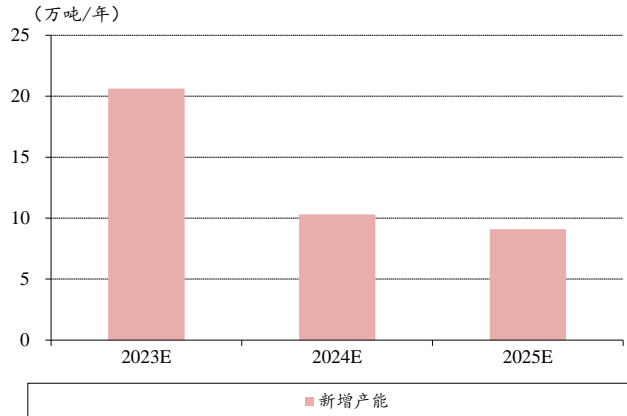
我国处于六氟磷酸锂大幅扩产的阶段。2022年中国六氟磷酸锂产能为19.75万吨/年，同比增速高达106.85%。根据百川盈孚统计，2023年国内企业将持续布局，截至2023年11月，国内六氟磷酸锂产能已达35.52万吨/年。且随着相关产能的逐步落地，市占率将向可更快投产的头部公司聚集。就主要企业占比情况而言，2023年中国前五大六氟磷酸锂厂家总市场占有率达到60%，其中天赐材料产量占比最高，达36%左右。

图表 128. 我国六氟磷酸锂产能及同比



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 129. 我国六氟磷酸锂预计新增产能

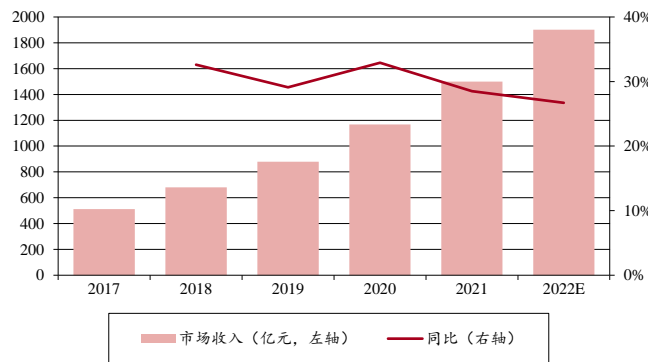


资料来源：百川盈孚，中银证券

以氢氟醚、全氟聚醚、全氟胺类化合物等为代表的含氟冷却液化学稳定性高，不燃、不爆、介电常数低，目前主要用于浸没式冷却液降温技术。我国数据中心市场规模稳步提升，据中国信息通信研究院发布的《数据中心白皮书（2022）》，我国数据中心2021年实现市场收入1,500.2亿元，同比增长28.5%。随着大数据中心算力迅速增强，对于含氟冷却液的需求也将稳步提升，同时，随着海外以3M为代表的大型企业退出含氟冷却液的生产，国内企业迎来了较多的发展机遇，据上证e互动投资者问答可知，目前巨化股份巨芯冷却液项目的规划产能为5,000吨/年，一期实施1,000吨/年现已投入运营，项目产品包括JHT电子流体系列、JHLO润滑油系列以及JX浸没式冷却液等。据新宙邦2022年年报，公司顺利通过行业知名客户认证，实现批量交付，公司以自有原料生产全氟聚醚，具有生产成本低，质量稳定，生产运行平稳等优点。

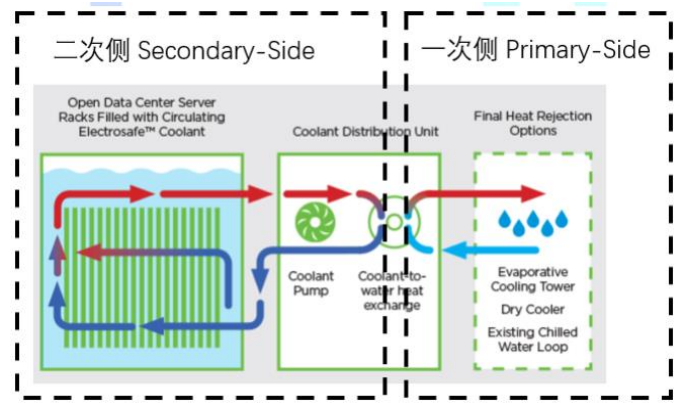
此外，含氟冷却液也广泛应用于半导体领域。半导体刻蚀过程中会产生大量的热量，需要持续使用以含氟电子冷却液为核心的冷却液进行降温，以维持其正常工作；同时，半导体的清洗干燥环节也需要用到半导体氟化液。根据新宙邦投资者关系活动记录表，随着人工智能以及数据中心的全面推广，公司半导体含氟冷却液（氟冷液）销售规模逐渐扩大，未来具有显著的增长空间。

图表 130. 我国数据中心市场规模



资料来源：中国信息通信研究院，中银证券

图表 131. 单相浸没式液冷系统原理



资料来源：开放数据中心委员会，中银证券

氟化工行业景气度有望上行。供给端，三代制冷剂配额政策平稳落地，价格预计持续回暖；需求端，传统需求中空调与汽车平稳增长，冰箱受益于旧有产品的更新，叠加海外需求扩张，或迎来新的增长点。同时，含氟聚合物应用领域广泛，受益于各领域发展需求将稳步提升。含氟精细化学品，产品附加值高，发展前景广阔，特别是受益于新能源汽车、锂电池行业发展的含氟电解质盐，景气度有望持续提升；数据中心算力与数量的提升、智能手机与电脑增长推动半导体行业的加速复苏也带动了液冷需求，含氟冷却液迎来发展机遇。

推荐个股

氟化工景气度有望向好。三代制冷剂供给需求两端持续改善，新能源等产业快速发展，氟化工相关产品需求扩张，优质氟化工企业或将受益。推荐：巨化股份。

图表 132. 主要推荐的氟化工上市公司

公司代码	公司简称	评级	股价 (元/股)	每股净收益 (元/股)		市盈率 (x)		主要优势
				2024E	2025E	2024E	2025E	
600160.SH	巨化股份	买入	16.51	0.87	1.26	19.06	13.13	·三代制冷剂景气度或向上，公司盈利或持续改善 ·新产品陆续放量，为跻身国际一流氟化工企业奠定坚实产业基础

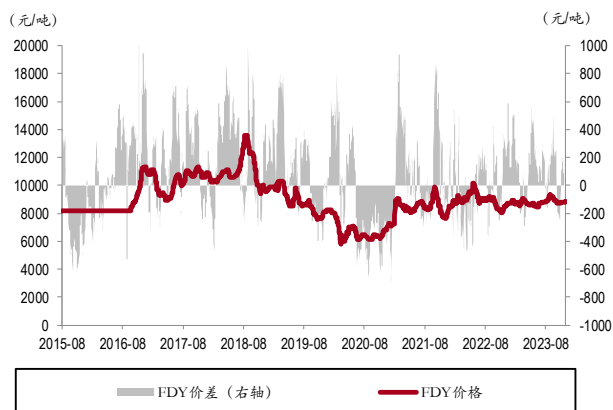
资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2023 年 12 月 18 日

涤纶长丝：扩产高峰已过，需求增长可期

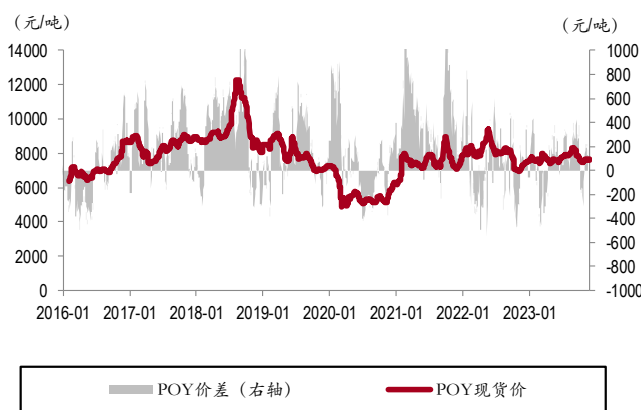
2023 年行业景气度底部修复。2023 年涤纶长丝市场价格窄幅波动，整体呈现“M”型走势，2023 年内市场价格出现两轮上涨，第一轮价格上涨是三月下旬至四月上旬，驱动因素是纺织内销市场明显好转，且纺织外贸订单陆续下达，需求表现旺盛，第二轮价格上涨是 8 月下旬至 9 月中旬。驱动因素是纺织内销市场带动。产品价差温和好转，2023 年随着下游需求好转，POY、FDY 产品价差逐步修复，同时行业库存明显降低，四季度以来，库存虽有小幅增加，但仍处于近三年中低位水平。

图表 133. FDY 价格及价差（2015-2023）



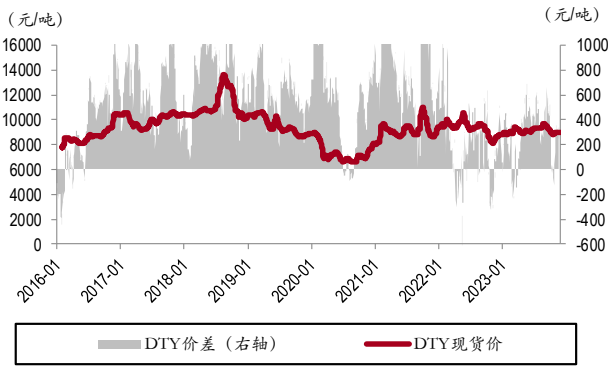
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 134. POY 价格及价差（2016-2023）



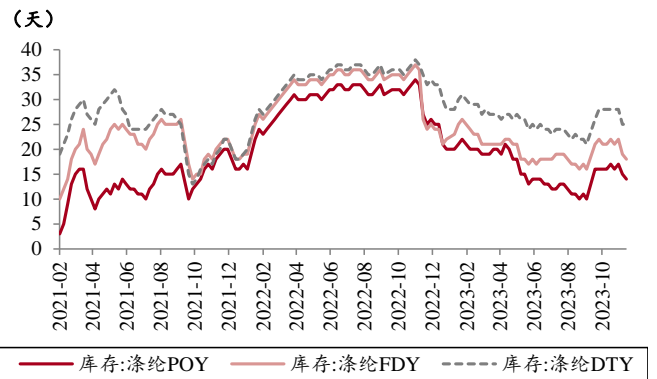
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 135. DTY 价格及价差 (2016-2023)



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

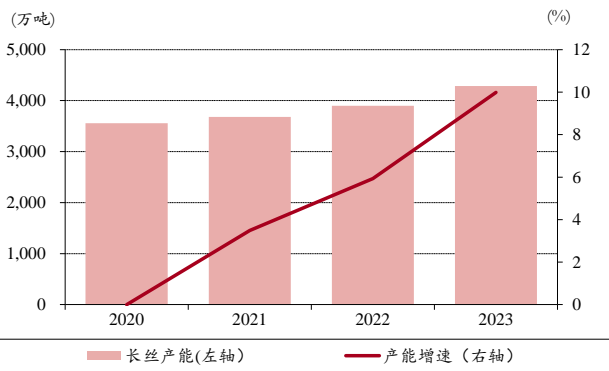
图表 136. 涤纶长丝库存天数变化 (2021-2023)



资料来源: 隆众资讯, 中银证券

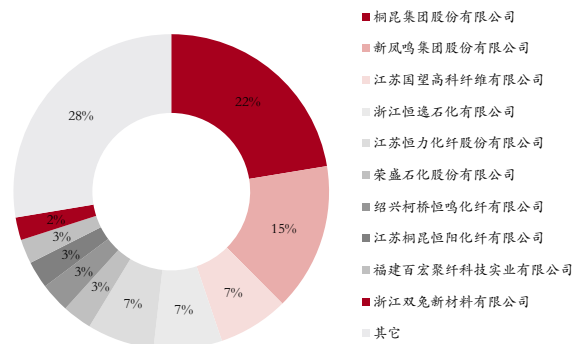
未来扩产节奏放缓, 行业产能有望阶段性见顶。长丝行业产能持续增长, 根据百川盈孚的统计数据, 涤纶长丝行业总产能达到 4,286 万吨, 近三年年均复合增长为 6.43%, 其中, 2023 年新增产能投放最为集中, 根据隆众资讯的统计, 2023 年新增总产能达到 442 万吨, 产品以 POY 和 FDY 为主, 主要集中在苏北地区。2024 年, 行业扩产节奏放缓, 新增产能减少, 根据现有统计, 2024 年行业新增产能规模在 100 万吨附近, 同时, 行业落后产能或加速淘汰, 隆众资讯预期 2024-2025 年涤纶长丝淘汰产能将在 200-250 万吨之间, 未来行业有效产能或迎来负增长。

图表 137. 涤纶长丝行业产能 (2020-2023)



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 138. 涤纶长丝行业集中度 (2023)



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

行业格局优化, 龙头企业竞争力提升。涤纶长丝龙头企业通过产业链上下游一体化发展, 构筑明显的成本优势, 此轮扩产周期中, 行业新增产能多集中在头部企业, 根据百川盈孚的统计数据, 2023 年, 行业 CR4 为 51.80%, 较 2020 年提升 5.60 pct, CR8 为 67.55%, 较 2020 年提升 5.25 pct, 龙头企业的市占率进一步提升。同时, 在行业低毛利行情下, 中小企业的生存空间受到进一步挤压, 根据卓创资讯统计, 2020 年-2023 年, 聚酯行业淘汰产能达 387.5 万吨, 其中淘汰的涤纶长丝产能占比最高, 达到 47%。此外, 长停 2 年以内的聚酯装置产能为 284 万吨, 其中 2022 年长停装置 160 万吨, 2023 年长停装置 124 万吨, 多为 5-20 万吨的小型聚酯装置, 长停聚酯装置中涤纶长丝占比达到 59%。未来随着聚酯行业竞争加剧, 头部企业的规模化经营优势及品牌优势有望进一步扩大, 落后产能或加快淘汰。

图表 139. 2023 年涤纶长丝行业新增产能

投产时间	企业	产能 (万吨)	产品	地址
2023 年 2 月	江苏桐昆恒阳化纤	30	涤纶长丝半光 POY	江苏宿迁沭阳
2023 年 2 月	新凤鸣江苏新拓新材	36	涤纶长丝 POY/FDY	江苏徐州新沂
2023 年 2 月	桐昆恒超化纤	60	涤纶长丝 POY	浙江湖州片区
2023 年 3 月	绍兴柯桥恒鸣化纤	20	涤纶长丝 POY	浙江绍兴
2023 年 3 月	新疆宇欣纺织新材料	30	涤纶长丝 POY/FDY	新疆阿尔库
2023 年 3 月	江苏嘉通能源	30	涤纶长丝 POY/FDY	江苏南通洋口港
2023 年 4 月	江苏轩达高分子材料	25	涤纶长丝 POY 阳离子	江苏南通
2023 年 5 月	江苏港虹纤维	25	双组份 POY/FDY	苏州吴江平望梅雁
2023 年 5 月	江苏桐昆恒阳化纤	30	涤纶长丝 POY	江苏宿迁沭阳
2023 年 6 月	江苏嘉通能源	30	涤纶长丝 POY/FDY	江苏南通洋口港
2023 年 7 月	江苏桐昆恒阳化纤	30	涤纶长丝 POY/FDY	江苏宿迁沭阳
2023 年 8 月	新凤鸣江苏新拓新材	36	涤纶长丝 POY	江苏徐州新沂
2023 年 9 月	江苏桐昆恒阳化纤	30	涤纶长丝 POY/FDY	江苏宿迁沭阳
2023 年 10 月	江苏嘉通能源	30	涤纶长丝 POY/FDY	江苏南通洋口港
	合计	442		

资料来源：隆众资讯，中银证券

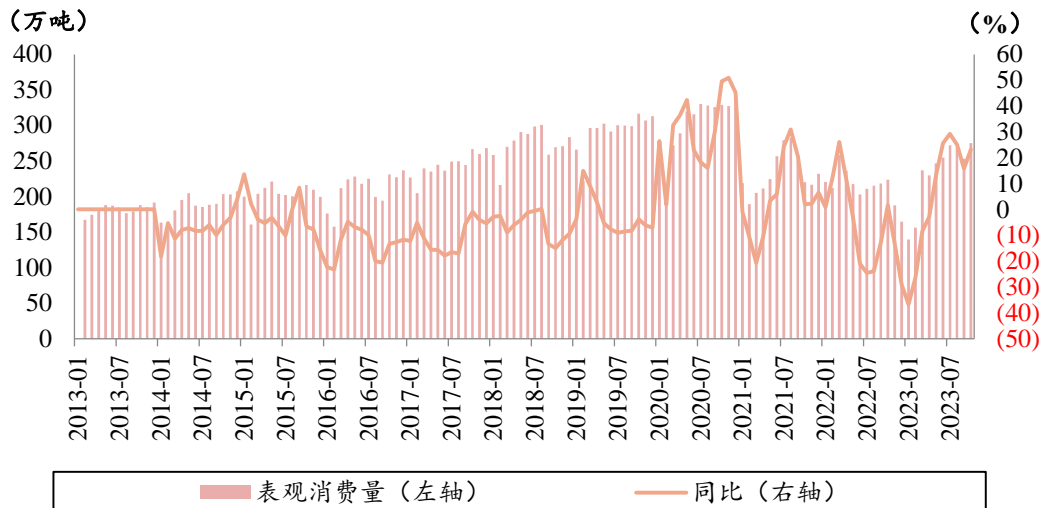
图表 140. 2024 年涤纶长丝行业预计新增产能

企业	产能 (万吨)	产品	地址
新凤鸣江苏新拓新材料有限公司	30	涤纶长丝	江苏徐州新沂
新凤鸣江苏新拓新材料有限公司	30	涤纶长丝	江苏徐州新沂
荣盛盛元	50	涤纶长丝	浙江萧山
合计	110		

资料来源：隆众资讯，中银证券

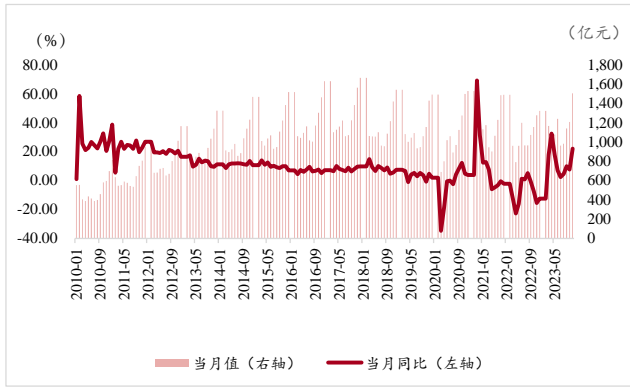
需求韧性凸显，未来增长仍可期。根据百川盈孚统计数据，截至 2023 年 10 月份，中国涤纶长丝表观消费量为 2,333.23 万吨，同比增长 5.29%。分下游来看，纺织服装国内消费回升，根据国家统计局数据，2023 年 1-11 月中国社会消费品零售总额 427,945 亿元、同比增速 7.20%，其中限额以上服装鞋帽、针、纺织品零售额 12,595.00 亿元、同比增长 11.5%。同时，涤纶长丝出口快速增长，根据中国海关总署数据，2023 年 1-10 月直纺长丝出口量达到 284.05 万吨，同比增长 32.43%。展望未来，东南亚织造产能增长将继续带动我国聚酯出口增长；同时在欧美加息放缓下，海外消费有望回暖，或带动纺织服装出口复苏。此外海外纺织服装去库存进入尾声，2024 年有望进入主动补库存周期，涤纶长丝整体需求未来有望继续提升。

图表 141. 涤纶长丝表观消费量 (2013-2023)



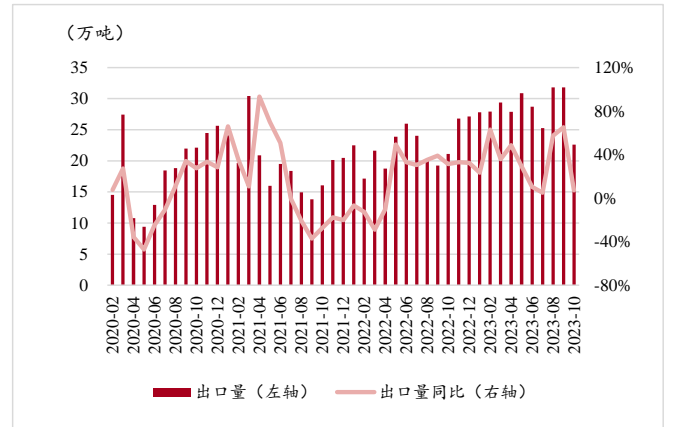
资料来源：钢联数据，中银证券

图表 142. 国内服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额及同比 (2010-2023)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 143. 涤纶长丝出口量及同比变化 (2020-2023)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

涤纶长丝行业景气度有望持续提升。供应端, 2024 年涤纶长丝新产能投产节奏放缓, 我们预计新投产产能或在 100 万吨附近, 较 2023 年大幅减少, 同时考虑到落后产能或加速淘汰, 长丝行业有效产能在 2024 年有望阶段性见顶。需求端, 随着我国经济高质量发展, 国内纺织服装需求有望保持稳健增长, 同时东南亚织造产能增长将带动我国聚酯出口提升; 此外海外纺织服装去库存进入尾声, 且在欧美加息放缓的背景下, 海外消费有望回暖, 涤纶长丝需求或持续增长。2023 年涤纶长丝行业景气度虽有修复, 但仍处于历史底部, 未来行业景气度有望持续提升。

推荐个股

涤纶长丝行业景气度有望持续提升, 同时随着行业竞争格局优化, 龙头企业有望优先受益。推荐: **桐昆股份**, 建议关注: **新凤鸣**等。

图表 144. 推荐标的

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	每股净收益 (元/股)		市盈率 (x)		主要优势
				2023E	2024E	2023E	2024E	
601233.SH	桐昆股份	买入	15.03	0.67	1.58	22.43	9.51	·长丝销量大幅提升, 股权激励彰显企业信心
603225.SH	新凤鸣	未有评级	14.23	0.78	1.26	18.24	11.29	·涤纶长丝景气度提升, 龙头企业管理效率优异

资料来源: 万得, 中银证券

注: 股价截至日 2023 年 12 月 29 日, 未有评级公司估值数据来自万得一致预期

传统化工龙头: 行业周期底部, 逆势扩张赋能

优秀企业持续扩张, 资本开支稳定增长。2023 年, 荣盛石化、万华化学、卫星化学、华鲁恒升、恒力石化在建工程有所增长, 东方盛虹炼化一体化项目完成转固, 东方盛虹、万华化学、卫星化学、华鲁恒升、新和成固定资产持续增长。优秀龙头企业不仅在原有主营业务上持续扩产, 同时保持着偏高或者持续上升的研发支出占比, 为其寻求新的发展领域, 在新材料相关领域进行布局提供技术储备和支持, 具备长期较高的成长性。

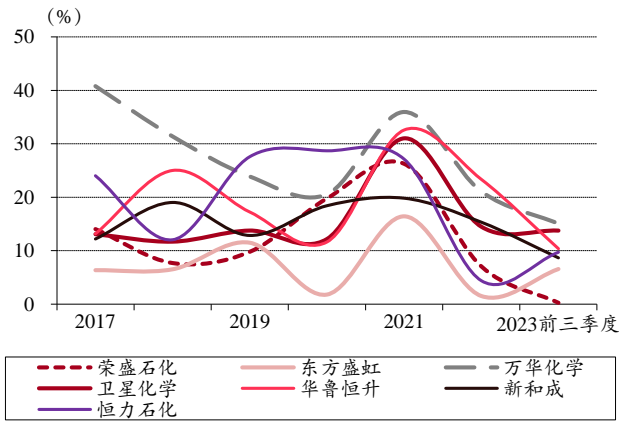
图表 145. 优秀企业资本开支情况

	在建工程 (亿元)				固定资产 (亿元)			
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年三季度	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年三季度
荣盛石化	881.9	1085.5	261.4	365.5	860.0	1233.5	2221.6	2,132.9
东方盛虹	137.7	599.7	801.2	263.5	137.7	311.9	399.5	1,071.1
万华化学	232.6	293.5	370.6	466.9	563.7	652.3	785.6	918.3
卫星化学	121.0	78.9	49.1	50.3	45.4	127.4	190.3	195.3
华鲁恒升	34.7	12.4	50.3	130.1	112.5	160.8	155.9	165.2
新和成	13.3	29.8	50.9	54.1	139.1	143.2	165.2	175.8
恒力石化	42.0	77.8	272.9	541.1	1218.5	1227.3	1187.2	1,164.0

资料来源: 万得, 各公司公告, 中银证券

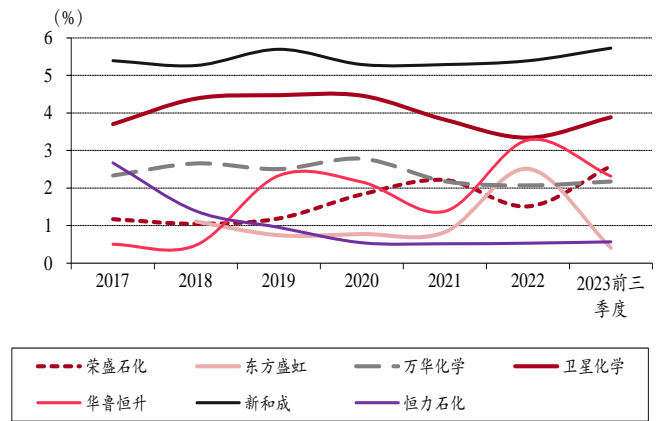
龙头企业抗风险能力凸显。2023 年前三季度, 东方盛虹、万华化学、卫星化学和恒力石化实现归母净利润分别为 24.79 亿元、127.03 亿元、33.94 亿元、57.01 亿元, 同比分别+57.15%、-6.65%、+11.43%、-6.34%。在行业整体承压的市场环境下, 龙头企业依托产业链一体化优势、精益管理优势、或产品品牌优势, 业绩表现优于行业平均水平, 抗风险能力再次凸显。

图表 146. 龙头企业 ROE (摊薄) 情况 (2017-2023 前三季度)



资料来源: 万得, 中银证券

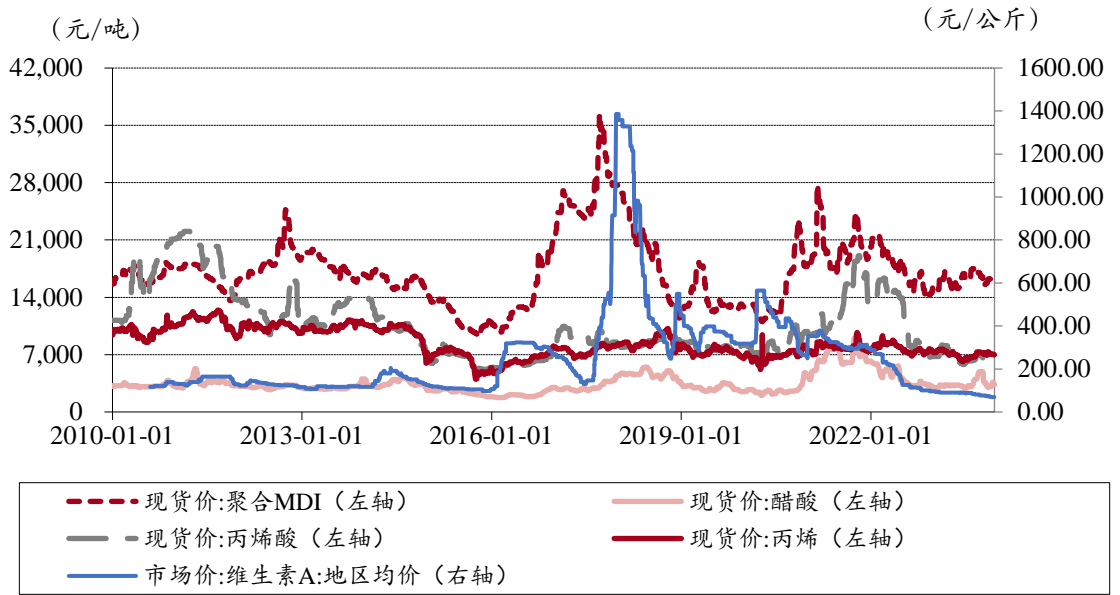
图表 147. 龙头企业研发支出占收入比重 (2017-2023 前三季度)



资料来源: 万得, 中银证券

延伸原有产业链, 布局新材料。中长期来看, 龙头企业业务扩张的方向主要有两个, 其一, 以现有业务为核心, 扩充主力产品产能的同时向产业链上下游其他相关产品延伸, 旨在通过产品间的协同优势, 降低整体运营成本, 进一步扩大公司的行业优势。其二, 加大新材料, 尤其是新能源材料的产业布局, 具体包括光伏、锂电、风电等化工原材料, 航空航天、汽车、机械等高端工程材料, 以及可降解塑料、生物合成等新兴材料。

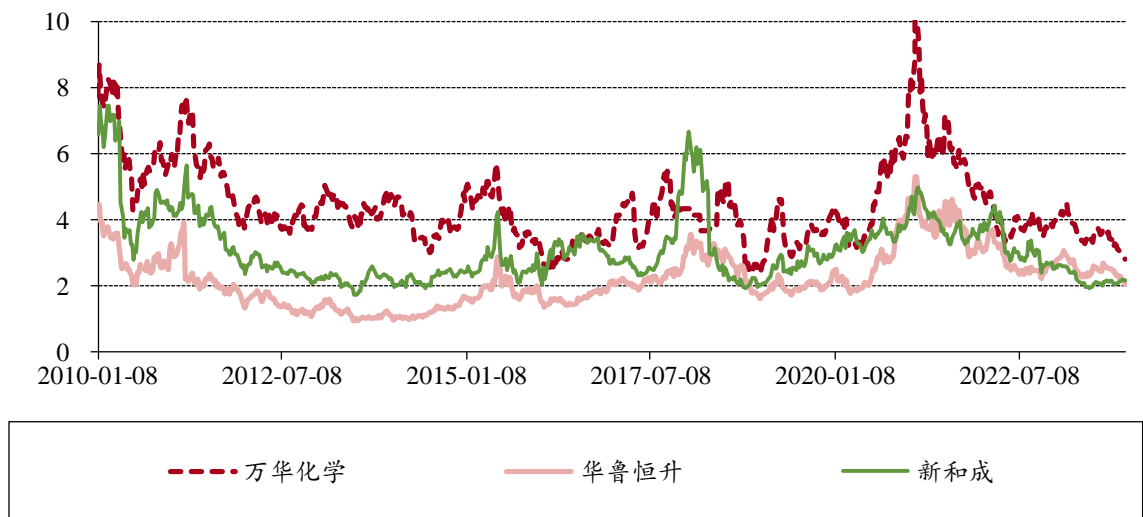
图表 148. 部分化工产品价格走势 (2010-2023)



资料来源: 钢联数据, 中银证券

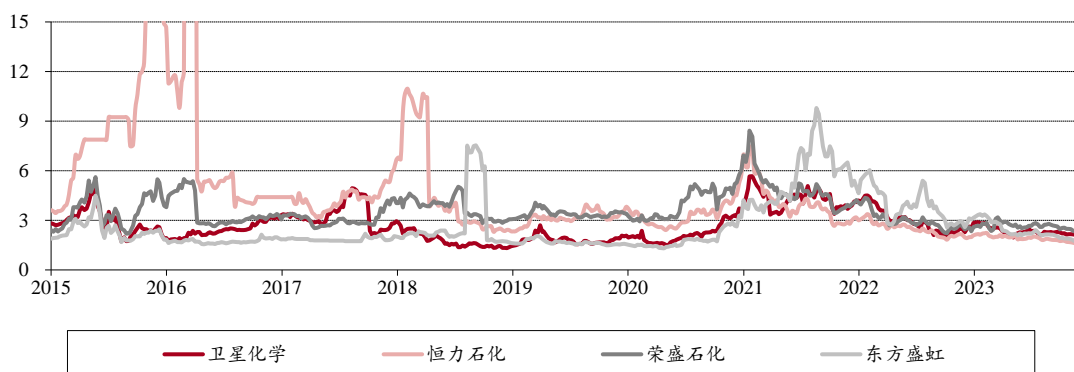
行业景气度仍处底部, 未来有望复苏。2023 年受终端需求疲软等因素影响, 多数化工品价格下跌, 截止到 2023 年 12 月, MDI、醋酸、丙烯酸、丙烯、维生素 A 等产品价格均处于 2010 年以来的价格历史低位, 同时万华化学、恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、新和成等优秀企业当前的市净率均处于 2010 年以来 20% 以下分位数。未来随着国内经济高质量发展, 以及海外需求恢复, 产品价格存在提升空间, 行业景气度有望逐步修复, 龙头企业估值存在较大提升空间。

图表 149. 万华化学、华鲁恒升、新和成市净率变化 (2010-2023)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 150. 卫星化学、恒力石化、荣盛石化、东方盛虹市净率变化 (2015-2023)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

推荐个股

- 1、龙头企业抗风险能力强, 化工品需求有望复苏, 关注新能源新材料领域持续延伸。推荐: **万华化学、华鲁恒升、新和成**。
- 2、民营石化公司盈利触底向好, 并看好民营炼化公司进入新能源、高性能树脂、可降解塑料等具成长性的新材料领域。推荐: **卫星化学、荣盛石化、东方盛虹、恒力石化**。

图表 151. 主要推荐的化工龙头及民营炼化上市公司

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	每股净收益 (元/股)		市盈率 (x)		主要优势
				2023E	2024E	2023E	2024E	
600309.SH	万华化学	买入	75.8	5.43	6.67	13.96	11.36	· 聚氨酯新产能有序释放, 新材料业务高速增长
600426.SH	华鲁恒升	买入	26.98	2.11	2.77	12.79	9.74	· 盈利能力有望修复, 荆州基地开始投产
002648.SZ	卫星化学	买入	14.79	1.32	1.75	11.20	8.45	· 三季度业绩持续改善, 轻烃一体化优势凸显
600346.SH	恒力石化	买入	12.91	1.15	1.62	11.23	7.97	· 加码布局精细化工, 康辉新材料产能释放
002493.SZ	荣盛石化	买入	10.09	0.53	0.97	19.04	10.40	· 三季度业绩稳步提升, 新材料产业链延伸
000301.SZ	东方盛虹	买入	8.73	0.79	1.25	11.05	6.98	· 经营业绩短期承压, 拟引入战投强化信心 · 炼化项目顺利投产, 行业景气度回暖上行
002001.SZ	新和成	买入	17.05	0.94	1.25	18.14	13.64	· 维生素价格仍处低位, 多个精细化工产品项目进度稳步推进

资料来源: 万得, 中银证券

注: 股价截止日 2023 年 12 月 18 日

投资建议

2023 年全球经济增速放缓。2023 年 1-10 月，国内化学原料与化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业等一级子行业营收同比下降，但跌幅减小。化学原料及化学制品、化学纤维制造业利润总额同比分别下降 43.13%、15.13%，橡胶和塑料制品业利润总额同比增长 5.32%。受俄乌冲突等影响，大宗商品价格波动，导致不同子行业盈利分化。从存货数据来看，截至 2023 年 10 月，化学原料与化学制品库存金额与 2022 年同期基本相当，化学纤维存货金额同比下降，橡胶和塑料制品库存水平小幅回落，但仍处较高水平。

产品价格方面，2023 年 1-11 月受全球宏观增长放缓、行业景气度低迷、下游需求疲软等影响，国内化工重点产品价格回落，PPI 于第二季度末达到谷底后缓慢回升。截至 2023 年 12 月 9 日，2023 年内均价较 2022 年均价下跌的产品占 81.19%，跌幅超过 20% 的占比 38.61%。只有 R125（浙江高端）、萤石粉（华东）、R22（巨化）和丙酮（华东）4 个品种均价同比上涨超 10%。

根据上市公司三季报，2023 年前三季度基础化工板块营收同比下降 6.30%，归母净利润同比下降 46.66%；行业毛利率、净利率分别为 16.89% 和 6.00%，同比分别下降 4.73 pct 和 4.54 pct；行业 ROE（摊薄）为 5.83%，同比下降 6.06 pct；三季度营收同环比分别增长 1.14%、2.90%，归母净利润同环比分别下降 24.25%、6.59%。2023 年前三季度石油石化行业营收及归母净利润同比基本持平，其中油品石化贸易、油田服务和其他石化板块营收实现同比增长，油田服务、油气及炼化工程以及炼油化工板块归母净利润实现同比增长；三季度石油石化行业营收同比下降 9.06%，环比增长 7.42%，其中油气开采、炼油化工和其他石化板块营收实现环比增长。

展望 2024 年

需求端来看，未来预计全面缓慢复苏。我国汽车领域增速较高，家电等市场出现复苏迹象，尤其需关注稳经济一揽子等政策后续发力，地产、纺织服装等产业链相关化学品需求变化情况。出口情况来看，2023 年 1-10 月，我国出口金额当月同比波动回落，PMI 新出口订单指数平均位于 50% 荣枯线以下。《中国经济金融展望报告（2024 年年报）》预计，2024 年中国出口同比增长 2% 左右，增速有望较上年回升约 6.2 个百分点。我们预计 2024 年行业下游需求及出口有望持续复苏。

供给端来看，化工行业各子行业的固定资产投资完成额累计同比有所分化，产能持续向优势龙头企业集中。化学原料及化学制品制造业、塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比于 2021 年一季度达到极高峰值后回落，化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比则于 2022 年一季度达到极高峰值后回落。2023 年以来，各子行业累计同比均有回落趋势。国家统计局数据显示，2023 年 1-10 月化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比增长 13.40%，化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比下降 9.70%，塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比增长 3.80%。

从化工行业上市公司在建工程数据来看，2023 年前三季度化工行业在建工程为 9,079.41 亿元，其中基础化工行业在建工程为 3,252.74 亿元，石油行业在建工程为 5,826.67 亿元。2023 年前三季度中国石化、中国石油、东方盛虹、万华化学、荣盛石化、恒力石化、桐昆股份、宝丰能源在建工程较高，合计占比达到 68.10%，新增产能持续向龙头企业集中，行业集中度将继续提升。预计未来龙头企业将获得更多市场份额，盈利水平进一步提高。

成本端来看，2023 年国际油价较 2022 年有所回落，但仍处于历史中高位水平。截至 2023 年 12 月 29 日，布伦特原油与 WTI 原油价格分别为 77.15、71.77 美元/桶，2023 年均价分别为 82.04 美元/桶、77.45 美元/桶。**需求端仍有增长空间，供应端在供需关系中占据主导，宏观因素或对油价形成支撑。我们预计 2024 年国际油价的价格区间为 70-100 美元/桶。**另一方面，国内天然气价格市场化改革仍将有序推进。我国煤炭供应能力有望小幅增加，煤炭需求具有较强韧性，煤炭市场供需关系趋于平稳，价格波动幅度或减弱。

从估值的角度，截至 2023 年 12 月 22 日，SW 基础化工市盈率（TTM 剔除负值）为 21.03 倍，处在历史（2002 年至今）的 13.33% 分位数；市净率为 1.77 倍，处在历史水平的 6.54% 分位数。SW 石油石化市盈率（TTM 剔除负值）为 14.49 倍，处在历史（2002 年至今）的 12.01% 分位数；市净率为 1.20 倍，处在历史水平的 1.15% 分位数。经过调整，板块当前处于估值低位，考虑到下游需求将逐渐复苏，维持行业“强于大市”评级。**中长期推荐投资主线：**

1、中高油价背景下，特大型能源央企依托特有的资源禀赋、技术优势、以及提质增效，有望受益行业高景气度并迎来价值重估。推荐：中国石化，关注：中国石油，中国海油。

2、半导体、显示面板行业有望复苏，关注先进封装、HBM 等引起的行业变化以及 OLED 渗透率的提升，关注上游材料国产替代进程，推荐：安集科技、雅克科技、万润股份、飞凯材料、沪硅产业、江丰电子、德邦科技，关注：鼎龙股份、华特气体、联瑞新材、莱特光电、奥来德、瑞联新材、圣泉集团。另外，吸附分离材料多领域需求持续高增长，推荐蓝晓科技。

3、周期磨底，关注景气度有望向上的子行业。一是供需结构预期改善，氟化工、涤纶长丝行业景气度有望提升。推荐巨化股份、桐昆股份，关注新凤鸣。二是龙头企业抗风险能力强，化工品需求有望复苏，关注新能源新材料领域持续延伸。推荐：万华化学、华鲁恒升、新和成。三是民营石化公司盈利触底向好，并看好民营炼化公司进入新能源、高性能树脂、可降解塑料等具成长性的新材料领域。推荐卫星化学、荣盛石化、东方盛虹、恒力石化。

风险提示

油价下跌风险。影响油价走势的不确定性风险有增加的趋势，美联储加息频率、OPEC+减产协议退出或者重新协商、俄乌冲突加剧等因素都有可能给油价走势带来影响，甚至在个别时点会引起油价异常巨大的波动，并因此给行业政策、企业盈利带来负面影响。

行业扩张产能供应过剩风险。本轮行业扩产产能较多，需求增速整体下台阶，大部分子行业与产品产能消化时间拉长，行业供应或明显增加，从而给行业景气度带来不利影响。

全球经济波动影响下游需求风险。化工品价格价差走势与国内外宏观经济表现密切相关，当前全球经济增长放缓，对地产、消费等化工下游应用领域带来影响，终端需求疲软，化工行业盈利或承压。

项目进展不及预期风险。产品研发周期、项目建设进程均具有较大不可预测性，如果项目进展不佳，可能导致相关企业业绩不及预期。

环保政策变化带来的风险。若干化工子行业的生产、加工过程都伴有污染物的产生，因此我国环保政策的设计和对于此类行业来讲事关重大，可能给企业的正常运行、原材料的稳定供应、价格的走势带来不可预计的影响。

图表 152. 报告中主要推荐的上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益 (元/股)			市盈率 (x)			最新每股净资产 (元/股)
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
002001.SZ	新和成	买入	17.25	533.18	1.17	0.94	1.25	14.73	18.30	13.78	7.84
002643.SZ	万润股份	买入	16.11	149.84	0.78	0.86	1.05	20.78	18.73	15.37	6.95
002409.SZ	雅克科技	买入	54.84	261.00	1.10	1.36	2.10	49.81	40.22	26.10	13.96
300487.SZ	蓝晓科技	买入	51.76	261.39	1.07	1.54	2.13	48.59	33.64	24.27	8.57
600426.SH	华鲁恒升	买入	26.64	565.65	2.96	2.11	2.77	8.99	12.63	9.61	13.07
002648.SZ	卫星化学	买入	14.99	504.96	0.91	1.32	1.75	16.49	11.39	8.55	6.49
600309.SH	万华化学	买入	77.37	2,429.22	5.17	5.43	6.67	14.96	14.25	11.60	25.78
002493.SZ	荣盛石化	买入	10.11	1,023.69	0.33	0.16	0.74	30.65	62.76	13.58	4.52
000301.SZ	东方盛虹	买入	8.75	578.48	0.08	0.48	0.79	105.56	18.29	11.11	5.37
688126.SH	沪硅产业	增持	16.93	465.10	0.12	0.14	0.17	143.11	121.44	100.02	5.23
688019.SH	安集科技	买入	161.80	160.30	3.04	4.09	5.21	53.25	39.58	31.07	24.16
601233.SH	桐昆股份	买入	14.27	344.07	0.05	0.67	1.58	264.67	21.33	9.02	14.18
600160.SH	巨化股份	买入	16.36	441.68	0.88	0.40	0.87	18.55	41.01	18.89	5.79
600346.SH	恒力石化	买入	12.74	896.78	0.33	1.15	1.62	38.69	11.11	7.87	7.65
600028.SH	中国石化	买入	5.35	5,959.16	0.55	0.57	0.65	9.64	9.33	8.20	6.73
688035.SH	德邦科技	增持	51.89	73.81	0.86	1.08	1.64	60.01	47.93	31.68	15.67
300666.SZ	江丰电子	增持	55.48	147.26	1.00	1.01	1.56	55.57	55.15	35.49	15.35
300398.SZ	飞凯材料	买入	15.41	81.47	0.82	0.80	1.07	18.73	19.35	14.42	6.86

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2023 年 12 月 22 日

附表

附录图表 153. 基础化工行业上市公司列表

子行业	股票代码	股票简称	子行业	股票代码	股票简称
纯碱	000683.SZ	远兴能源	涤纶	000936.SZ	华西股份
	000707.SZ	双环科技		002206.SZ	海利得
	000822.SZ	山东海化		002427.SZ	尤夫股份
	600409.SH	三友化工		603225.SH	新风鸣
氯碱	000818.SZ	航锦科技	粘胶	000420.SZ	吉林化纤
	002002.SZ	ST 鸿达		600889.SH	南京化纤
	002092.SZ	中泰化学	氨纶	000949.SZ	新乡化纤
	002386.SZ	天原股份		002064.SZ	华峰化学
	002748.SZ	世龙实业	锦纶	000782.SZ	美达股份
	600075.SH	新疆天业		600810.SH	神马股份
	600277.SH	亿利洁能	其他化学纤维	002254.SZ	泰和新材
	600319.SH	亚星化学		600063.SH	皖维高新
	600618.SH	氯碱化工	其他塑料制品	002108.SZ	沧州明珠
	601216.SH	君正集团		300539.SZ	横河精密
	000510.SZ	新金路		300717.SZ	华信新材
	000635.SZ	英力特		600589.SH	*ST 榕泰
601678.SH	滨化股份	002825.SZ		纳尔股份	
002053.SZ	云南能投	300180.SZ		华峰超纤	
600328.SH	中盐化工	300218.SZ		安利股份	
600367.SH	红星发展	300230.SZ		永利股份	
600714.SH	金瑞矿业	300243.SZ		瑞丰高材	
603067.SH	振华股份	603330.SH		天洋新材	
603299.SH	苏盐井神	改性塑料	002324.SZ	普利特	
603663.SH	三祥新材		002768.SZ	国恩股份	
002109.SZ	兴化股份		002838.SZ	道恩股份	
002648.SZ	卫星化学		002886.SZ	沃特股份	
300082.SZ	奥克股份		300221.SZ	银禧科技	
603938.SH	三孚股份		300478.SZ	杭州高新	
000830.SZ	鲁西化工		300586.SZ	美联新材	
000990.SZ	诚志股份		300716.SZ	泉为科技	
002274.SZ	华昌化工		600143.SH	金发科技	
600623.SH	华谊集团		002361.SZ	神剑股份	
600722.SH	金牛化工	002395.SZ	双象股份		
600746.SH	江苏索普	300487.SZ	蓝晓科技		
600844.SH	丹化科技	603928.SH	兴业股份		
600989.SH	宝丰能源	000859.SZ	国风新材		
000545.SZ	金浦钛业	000920.SZ	沃顿科技		
002136.SZ	安纳达	000973.SZ	佛塑科技		
钛白粉	002145.SZ	中核钛白	002263.SZ	大东南	
002601.SZ	龙佰集团	002341.SZ	新纶新材		
600727.SH	鲁北化工	002522.SZ	浙江众成		
煤化工	000565.SZ	渝三峡 A	002585.SZ	双星新材	
	300225.SZ	金力泰	002632.SZ	道明光学	
	300522.SZ	世名科技	300305.SZ	裕兴股份	
	300665.SZ	飞鹿股份	600135.SH	乐凯胶片	
	603110.SH	东方材料	601208.SH	东材科技	
	603823.SH	百合花	002224.SZ	三力士	
	002037.SZ	保利联合	002381.SZ	双箭股份	
	002096.SZ	易普力	300320.SZ	海达股份	
	002226.SZ	江南化工	300587.SZ	天铁股份	
	002246.SZ	北化股份	603033.SH	三维股份	
002360.SZ	同德化工	002068.SZ	黑猫股份		
002683.SZ	广东宏大	002442.SZ	龙星化工		
002783.SZ	凯龙股份	002753.SZ	永东股份		
002827.SZ	高争民爆	300121.SZ	阳谷华泰		
民爆制品	涂料油墨	膜材料	其他橡胶制品	炭黑	橡胶助剂

	002917.SZ	金奥博		000422.SZ	湖北宜化
	603227.SH	雪峰科技		000731.SZ	四川美丰
	603977.SH	国泰集团	氮肥	000912.SZ	泸天化
纺织化学制品	002054.SZ	德美化工		600227.SH	赤天化
	002440.SZ	闰土股份	600426.SH	华鲁恒升	
	300067.SZ	安诺其	600691.SH	阳煤化工	
	300107.SZ	建新股份	002895.SZ	川恒股份	
	600352.SH	浙江龙盛	300505.SZ	川金诺	
	603188.SH	亚邦股份	600078.SH	ST澄星	
	603980.SH	吉华集团	600096.SH	云天化	
	000881.SZ	中广核技	600141.SH	兴发集团	
	002453.SZ	华软科技	600331.SH	宏达股份	
	002455.SZ	百川股份	600470.SH	六国化工	
002549.SZ	凯美特气	603077.SH	和邦生物		
002591.SZ	恒大高新	000525.SZ	ST红太阳		
002637.SZ	赞宇科技	000553.SZ	安道麦 A		
002666.SZ	德联集团	002215.SZ	诺普信		
002802.SZ	洪汇新材	002250.SZ	联化科技		
002809.SZ	红墙股份	002258.SZ	利尔化学		
002810.SZ	山东赫达	002391.SZ	长青股份		
300072.SZ	海新能科	002496.SZ	辉丰股份		
300109.SZ	新开源	002513.SZ	蓝丰生化		
300163.SZ	先锋新材	002734.SZ	利民股份		
300169.SZ	天晟新材	002749.SZ	国光股份		
300174.SZ	元力股份	300261.SZ	雅本化学		
300214.SZ	日科化学	300575.SZ	中旗股份		
300405.SZ	科隆股份	600389.SH	江山股份		
300530.SZ	领湃科技	600486.SH	扬农化工		
300535.SZ	达威股份	600596.SH	新安股份		
300596.SZ	利安隆	600731.SH	湖南海利		
300610.SZ	晨化股份	603086.SH	先达股份		
300637.SZ	扬帆新材	603360.SH	百傲化学		
300641.SZ	正丹股份	603585.SH	苏利股份		
300721.SZ	怡达股份	603599.SH	广信股份		
600165.SH	宁科生物	603639.SH	海利尔		
600273.SH	嘉化能源	000792.SZ	盐湖股份		
600500.SH	中化国际	000893.SZ	亚钾国际		
603181.SH	皇马科技	002545.SZ	东方铁塔		
603722.SH	阿科力	000902.SZ	新洋丰		
603725.SH	天安新材	002170.SZ	芭田股份		
603822.SH	嘉澳环保	002470.SZ	金正大		
603916.SH	苏博特	002538.SZ	司尔特		
氟化工	002326.SZ	永太科技	002539.SZ	云图控股	
	002407.SZ	多氟多	002588.SZ	史丹利	
	002915.SZ	中欣氟材	300387.SZ	富邦股份	
	300343.SZ	联创股份	603612.SH	索通发展	
	600160.SH	巨化股份	603688.SH	石英股份	
600378.SH	昊华科技	603826.SH	坤彩科技		
603505.SH	金石资源	002119.SZ	康强电子		
002165.SZ	红宝丽	002409.SZ	雅克科技		
300200.SZ	高盟新材	300666.SZ	江丰电子		
300321.SZ	同大股份	300706.SZ	阿石创		
600230.SH	沧州大化	600206.SH	有研新材		
600309.SH	万华化学	002584.SZ	西陇科学		
002166.SZ	莱茵生物	002643.SZ	万润股份		
002562.SZ	兄弟科技	002741.SZ	光华科技		
002597.SZ	金禾实业	300054.SZ	鼎龙股份		
600299.SH	安迪苏	300236.SZ	上海新阳		
600866.SH	星湖科技	300285.SZ	国瓷材料		
600873.SH	梅花生物	300346.SZ	南大光电		
			磷肥及磷化工		
			农药		
			钾肥		
			复合肥		
			非金属 III		
			半导体材料		
			电子化学品 III		
其他化学制品					

	603020.SH	爱普股份	300398.SZ	飞凯材料
	603968.SH	醋化股份	300429.SZ	强力新材
	002211.SZ	宏达新材	300446.SZ	乐凯新材
	002909.SZ	集泰股份	300481.SZ	濮阳惠成
有机硅	300019.SZ	硅宝科技	300537.SZ	广信材料
	300041.SZ	回天新材	300576.SZ	容大感光
	300727.SZ	润禾材料	300655.SZ	晶瑞电材
	603260.SH	合盛硅业	603002.SH	宏昌电子
胶黏剂及胶带	002669.SZ	康达新材	603078.SH	江化微
	603683.SH	晶华新材	688106.SH	金宏气体

资料来源：万得，中银证券

附录图表 154. 石油石化行业上市公司列表

子行业	证券代码	证券名称
炼油化工	000059.SZ	华锦股份
	000301.SZ	东方盛虹
	000698.SZ	沈阳化工
	000703.SZ	恒逸石化
	002493.SZ	荣盛石化
	600028.SH	中国石化
	600346.SH	恒力石化
	600506.SH	统一股份
	600688.SH	上海石化
	601857.SH	中国石油
油品石化贸易	600256.SH	广汇能源
	600387.SH	ST 海越
	603223.SH	恒通股份
	000096.SZ	广聚能源
	000554.SZ	泰山石油
	600800.SH	渤海化学
	601233.SH	桐昆股份
其他石化	603798.SH	康普顿
	000637.SZ	ST 实华
	000819.SZ	岳阳兴长
	000985.SZ	大庆华科
	002221.SZ	东华能源
	002408.SZ	齐翔腾达
	002476.SZ	宝莫股份
油气开采	300135.SZ	宝利国际
	600759.SH	*ST 洲际
	600777.SH	新潮能源
	000968.SZ	蓝焰控股
	600871.SH	石化油服
油田服务	600968.SH	海油发展
	601808.SH	中海油服
	603619.SH	中曼石油
	002207.SZ	准油股份
	002629.SZ	仁智股份
油气及炼化工程	002828.SZ	贝肯能源
	600339.SH	中油工程
	600583.SH	海油工程
	603727.SH	博迈科
	002554.SZ	惠博普
	300164.SZ	通源石油
300191.SZ	潜能恒信	

资料来源：万得，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371