



化工周期新起点，看好中国化工稳定供应全球

化工行业2024年中期投资策略

金益腾（分析师）

证书编号：S0790520020002

邮箱：jinyiteng@kysec.cn

龚道琳（分析师）

证书编号：S0790522010001

邮箱：gongdaolin@kysec.cn

张晓锋（分析师）

证书编号：S0790522080003

邮箱：zhangxiaofeng@kysec.cn

毕挥（分析师）

证书编号：S0790121070017

邮箱：bihui@kysec.cn

蒋跨越（分析师）

证书编号：S0790523120001

邮箱：jiangkuayue@kysec.cn

徐正凤（联系人）

证书编号：S0790122070041

邮箱：xuzhengfeng@kysec.cn

宋梓荣（联系人）

证书编号：S0790123070025

邮箱：songzirong@kysec.cn

李思佳（联系人）

证书编号：S0790123070026

邮箱：李思佳@kysec.cn

2024年5月6日

核心观点：化工周期新起点，看好中国化工稳定供应全球

- ✓ **供给端**：从国内角度，本轮自2022年以来的化工扩产周期进入尾声，随着《政府工作报告》再设单位GDP能耗降低具体目标，新“国九条”出台引领高质量发展，化工行业或迎新一轮供给侧改革，国内供给侧有望边际大幅改善；从全球角度，我国化工品全球市占率稳步提升，化工作为长链条行业，产能转移并未发生，且由于海外化工装置受高油价等因素影响陆续有装置退出，中国化工竞争力进一步提升。
- ✓ **需求端**：2024年以来全球主要经济体PMI重返扩张区间，经济景气水平稳步回升，国内化工行业出口交货值同比增长，全球补库需求渐启。
- ✓ **成本端**：地缘冲突不确定性增加致国际油价高位震荡，国内积极引导煤价运行在合理区间，油煤价差逐步扩大。
- **供需边际双重改善叠加化工龙头公司万华化学等2024年一季报同比大幅改善下，建议超配化工。**

(1) 龙头白马：供给侧改革预期及新国九条出台背景下，高质量发展是大势所趋，我们建议超配化工行业，重点关注大炼化和煤化工等优质龙头白马。

【推荐标的】恒力石化、华鲁恒升、荣盛石化、万华化学、龙佰集团、新和成等。【受益标的】卫星化学。

(2) 受海外补库及出口放量影响行业：如农药草甘膦、化纤、轮胎、工程塑料等。

【推荐标的】农药草甘膦（扬农化工、兴发集团等）、涤纶长丝（新凤鸣、桐昆股份等）、轮胎（赛轮轮胎等）。【受益标的】农药草甘膦（广信股份、江山股份、润丰股份等）、粘胶长丝（新乡化纤、吉林化纤）、轮胎（森麒麟、玲珑轮胎、通用股份、贵州轮胎等）、PC等工程塑料（金发科技、维远股份等）。

(3) 海外供给扰动、行业格局优化的行业：制冷剂、粘胶长丝、TMA、醋酸、PA66、钛白粉、维生素/氨基酸等。

【推荐标的】制冷剂（巨化股份、三美股份、昊华科技等）、醋酸（华鲁恒升、江苏索普）、钛白粉（龙佰集团）。【受益标的】制冷剂（东阳光、东岳集团、永和股份等）、粘胶长丝（新乡化纤、吉林化纤）、TMA（正丹股份等）、PA66（神马股份）、维生素/氨基酸（梅花生物）等。

风险提示：政策执行不及预期、原油及产品价格大幅波动、安全环保生产等；其他风险详见倒数第4页标注¹。

目录

CONTENTS

- 1 供需边际双重改善，看好中国化工稳定供应全球
- 2 化工龙头先行+关注出口放量和弹性涨价品种
- 3 盈利预测与投资建议
- 4 风险提示

1.1 2022年以来全球化工行业盈利持续承压，行业资本开支或有所放缓

■ 2022年以来，全球化工行业景气高位回落、行业盈利持续承压。2022年以来，全球增长放缓和局部矛盾突出，化工行业同时也面临着需求收缩、供给冲击和预期转弱压力，运行走势呈现出自2021年高位回落态势。根据国家统计局数据，2022年以来，除了石油和天然气开采行业，化学原料及化学制品制造业，化学纤维制造业，橡胶和塑料制品业，石油、煤炭及其他燃料加工业的营业利润/营业收入比值自2021年高点持续下行，表明行业盈利能力有所承压。

■ 我们选取A股基础化工、石油石化行业上市公司进行统计，2018年以来，基础化工行业资本性开支保持增长、石油化工行业资本性开支仅在2022年同比下降。我们认为，近年来国内化工行业持续的资本性开支带来的产能释放将导致结构性供应更加失调、市场竞争加剧，行业企业盈利能力自2022年以来持续承压或导致行业资本开支有所放缓。（注：剔除ST股、B股、中国石化、中国石油以及业绩缺失公司后，得到石油化工42家+基础化工349家上市公司）

图1：2022年以来，欧美及中国化工PPI指数震荡下行

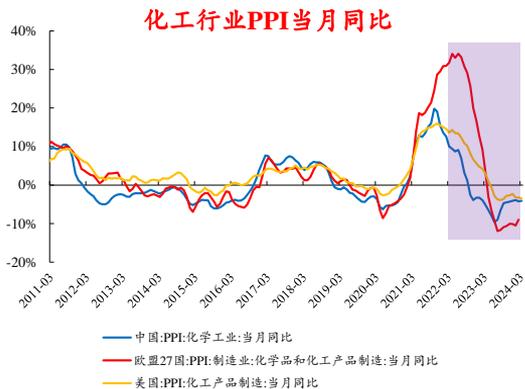


图2：2022年以来，国内多数化工子行业盈利能力下降

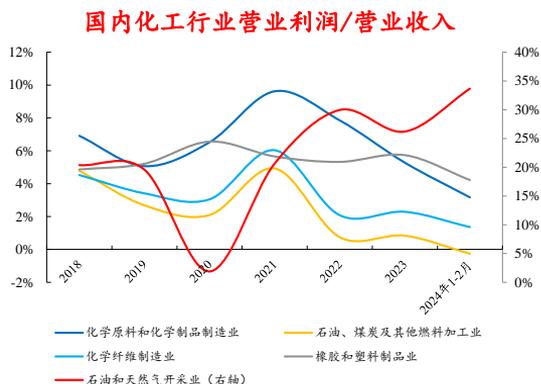
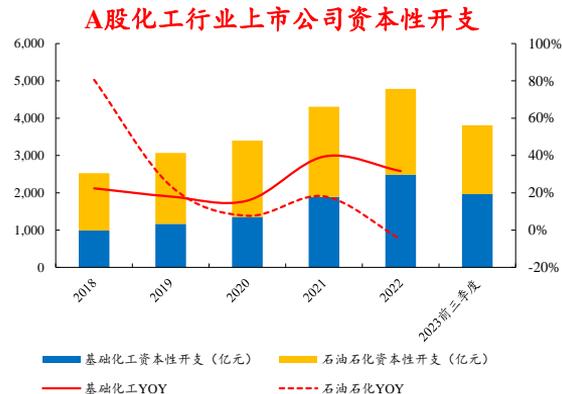


图3：2022年，基础化工上市公司资本性开支同比增速放缓，石油化工上市公司资本性开支同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

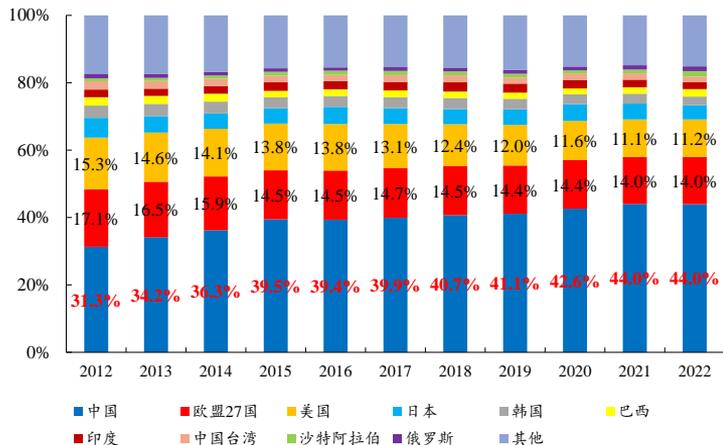
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 供给端：中国化工供应链韧性凸显，全球市占率稳步提升

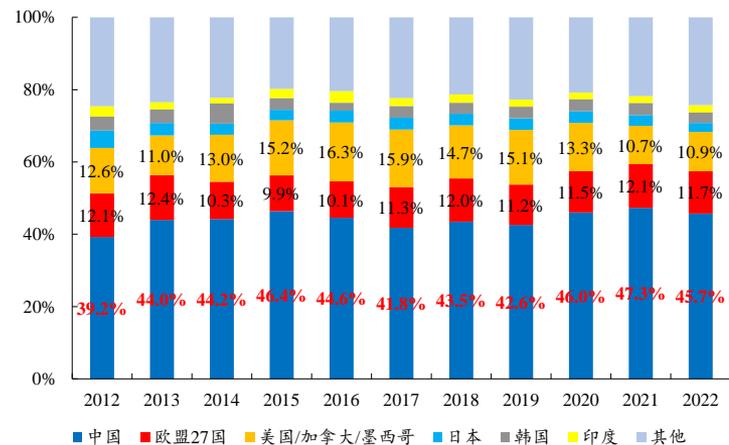
- 化工产业是我国最重要的基础制造业之一，全球市占率不断提升。据CEFIC数据，2022年中国化工品销售额约2.39万亿欧元，占全球化工品销售总额的44%；2022年中国化工行业资本开支1250亿欧元，占全球化工行业资本开支的45.7%，两项数据自2012年以来均稳居全球第一。
- 2022年以来，全球增长放缓和局部矛盾突出，国内化工产业坚定落实国家各项工作部署要求，运行态势整体平稳，为保持经济总体稳定向好提供有力支撑，同时加速提升中国化工行业话语权，化工品订单内流或将可持续，中国化工全球市占率有望进一步提高。

图4：2022年，我国在全球化工品销售总额中占比提升至44.0%



数据来源：CEFIC、开源证券研究所

图5：2022年，我国在全球化工资本开支总额中占比提升至45.7%



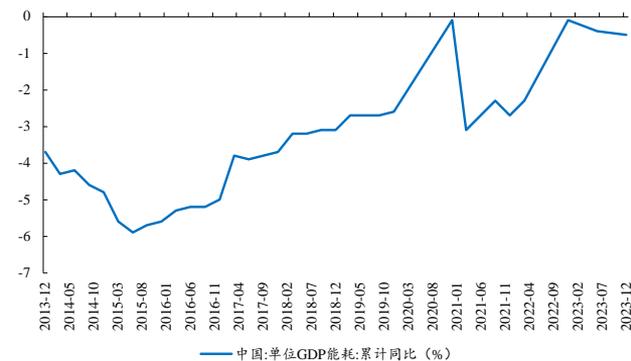
数据来源：CEFIC、开源证券研究所

1.1 《政府工作报告》再设单位GDP能耗降低具体目标，化工行业或迎新一轮供给侧改革

■ 3月5日，在第十四届全国人大二次会议上，国务院总理李强作《政府工作报告》，提出了2024年发展主要预期目标：“国内生产总值增长5%左右；城镇新增就业1200万人以上，城镇调查失业率5.5%左右；居民消费价格涨幅3%左右；居民收入增长和经济增长同步；国际收支保持基本平衡；粮食产量1.3万亿斤以上；单位国内生产总值能耗降低2.5%左右，生态环境质量持续改善。”

1. 在单位国内生产总值能耗降低方面，回顾2015年至今的历年政府工作报告，其均对单位国内生产总值能耗及主要污染物排放量的降低提出相应的目标。同时，此次《政府工作报告》继2022-2023年连续两年均没有设定年度单位国内生产总值能耗降低的具体数值之后，再次针对2024年单位国内生产总值能耗降低提出具体目标，且设定了2.5%左右这一相对较高的数值。
2. 此外，回顾2015年至今的历年计划指标完成度可以发现：（1）2015-2018年均超额完成计划指标；（2）2019年与2021年实际完成情况略微不及计划指标，但整体下降幅度较大；（3）2020年、2022年与2023年虽继续实现单位国内生产总值能耗降低，但降幅较小。

图6：2022-2023年国内单位GDP能耗降低幅度降小



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2015年至2024年，历年政府工作报告均对单位国内生产总值能耗及主要污染物排放量提出目标

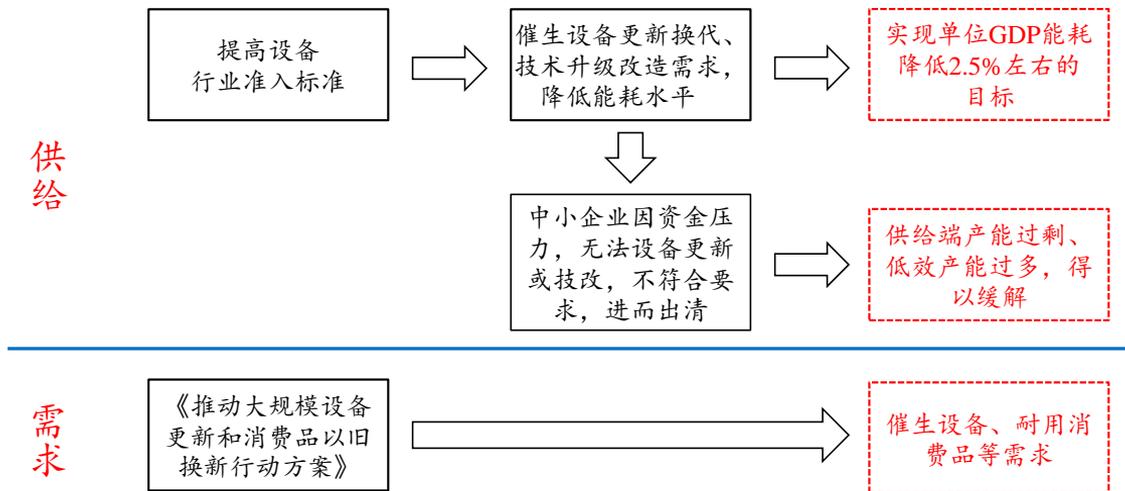
2015年		2016年		2017年		2018年		2019年	
计划指标	实际完成	计划指标	实际完成	计划指标	实际完成	计划指标	实际完成	计划指标	实际完成
能耗强度下降3.1%以上，主要污染物排放继续减少。	-5.60%	单位国内生产总值能耗下降3.4%以上，主要污染物排放继续减少。	-5%	单位国内生产总值能耗下降3.4%以上，主要污染物排放量继续下降。	-3.70%	单位国内生产总值能耗下降3%以上，主要污染物排放量继续下降。	-3.10%	单位国内生产总值能耗下降3%左右，主要污染物排放量继续下降。	-2.60%
2020年		2021年		2022年		2023年		2024年	
计划指标	实际完成	计划指标	实际完成	计划指标	实际完成	计划指标	实际完成	计划指标	实际完成
单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降，努力完成“十三五”规划目标任务。	-0.10%	单位国内生产总值能耗降低3%左右，主要污染物排放量继续下降。	-2.70%	能耗强度目标在“十四五”规划期内统筹考核，并留有适当弹性，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制。	-0.10%	单位GDP能耗和主要污染物排放量继续下降，重点控制化石能源消费，生态环境质量稳定改善。	-0.50%	单位国内生产总值能耗降低2.5%左右，生态环境质量持续改善。	-

数据来源：Wind、中国政府网、开源证券研究所

1.1 设备更新技改或导致中小企业落后产能出清，新一轮供给侧改革或将开启

- 我们认为，结合2022-2023年的实际完成情况以及2024年提出的具体数值目标，从中可以看出，此次《政府工作报告》对于单位GDP能耗降低事项的强烈重视以及实现2024年目标的必要性与重要性。为了这一目标，我们认为设备更新、提升行业标准、技术升级改造等措施具有重要作用。
- 考虑到受行业持续扩产影响，当前化工企业盈利处于承压状态，对于行业内市场竞争力较弱的中小企业来说，相关设备更新及技术升级改造或面临一定的资金压力。同时，3月6日，央行行长潘功胜表示：“将进一步提升货币政策对促进经济结构调整、转型升级、新旧动能转换的效能。发挥好结构性货币政策工具的激励带动作用，与其他政策一道，形成做好“五篇大文章”的政策合力。约束对产能过剩行业的融资供给，更有针对性地满足合理消费融资需求。盘活存量金融资源，着力提升资金使用效率。”在此背景下，面临资金压力的相关中小企业的落后设备及产能或迎来逐步出清，化工行业新一轮供给侧改革也有望由此开启。

图7：设备更新技改或导致中小企业落后产能出清，新一轮供给侧改革或将开启

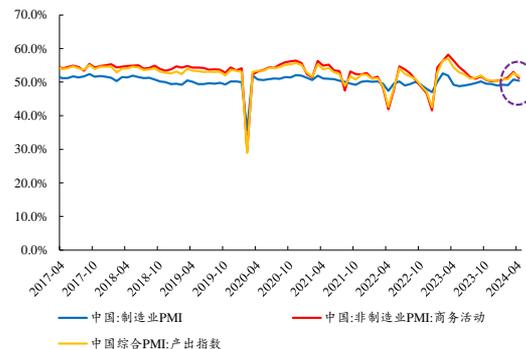


资料来源：开源证券研究所

■ 2024年以来，全球经济景气水平稳步回升。据Wind数据，2024年4月，国内PMI指数为50.4%，环比3月下降0.4个百分点，连续两个月位于扩张区间，制造业继续保持恢复发展态势。此外，美国4月综合PMI为51.3%；欧元区4月综合PMI初值从3月份的50.3%反弹至51.4%，为连续第二个月站到荣枯线上方，增速为11个月最高。

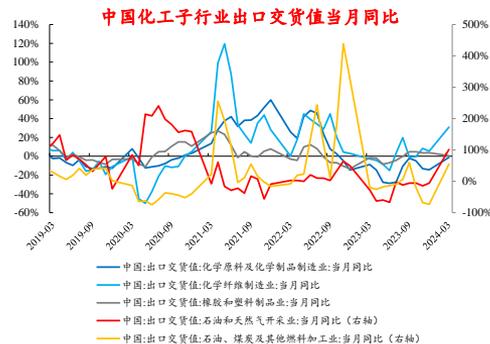
■ 随着海外经济水平回升，补库需求或渐渐启动。据Wind数据，2024年3月，美国制造业新订单5845.24亿美元，环比+1.6%。2024年3月，我国化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业等化工子行业出口交货值同比增长。

图8：2024年4月，国内PMI三大指数均位于扩张区间



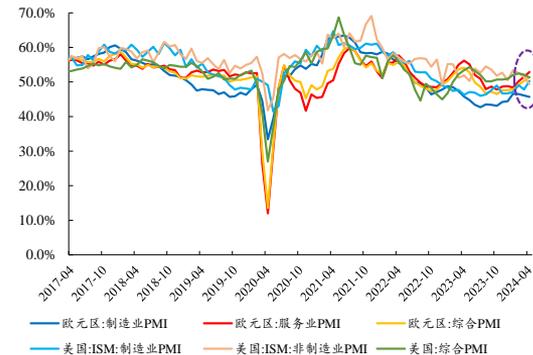
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2024年3月，国内化学纤维制造业出口交货值同比增长



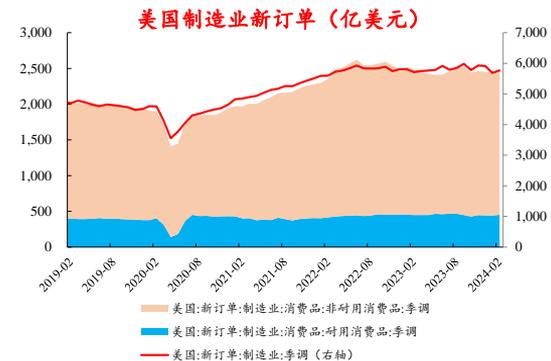
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2024年4月，美国、欧元区经济景气稳步回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2024年3月，美国制造业新订单环比增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 成本端：国际油价高位震荡，国内煤炭安全稳定供应能力持续增强

- 2024年以来，国际油价保持高位震荡。据Wind和百川盈孚数据，4月中旬中东地缘局势不确定性扰动，叠加美联储降息预期进一步延后及EIA库存数据变化，国际原油价格保持高位震荡，5月2日，布伦特（FOB欧洲）、WTI（FOB库欣）现货价分别报84.81、80.59美元/桶，较2024年初分别+9.2%、+12.1%。
- 国内煤炭安全稳定供应能力持续增强，2024年以来煤炭、天然气价格震荡下行。据光明网报道，根据中国煤炭工业协会发布的《2023煤炭行业发展年度报告》，我国煤炭安全稳定供应能力持续增强，2024年将继续扎实做好煤矿安全生产和煤炭保供稳价。

图12：2024年以来，国际油价保持高位震荡



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2024年以来，国内煤炭、天然气价格震荡下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 供需边际双重改善，看好中国化工稳定供应全球
- 2 化工龙头先行+关注出口放量和弹性涨价品种
- 3 盈利预测与投资建议
- 4 风险提示

2.1.1 龙头白马—恒力石化：以炼化为基，持续进军下游化工新材料

表2：恒力石化以炼化为基，持续进军下游化工新材料

项目	产品	当前产能 (万吨)	待投放产能 (万吨) 及预计投产时间	主要下游应用领域/预计投产时间
2000万吨/年炼化一体化产品产能	石脑油	162		乙烯裂解原料、重整原料等
	成品油	992		航空煤油、汽柴油等动力燃料
	苯	96		苯乙烯、异丙苯等各类化工品
	润滑油基础油	54		工业、车辆运输等
	硫磺	50		硫酸
	醋酸	35		PTA
	聚丙烯	45		编织制品、注塑制品、管材、薄膜等领域
150万吨/年乙烯项目产品产能	PX	450		PTA
	MEG	180		聚酯产品、其他精细化工品
	HDPE	40		各类薄膜、容器、管材等制品
	苯乙烯	72		EPS, PS, ABS等
	聚丙烯	40		编织制品、注塑制品、管材、薄膜等领域
长兴岛新材料配套化工项目	合成氨	35		
	硝酸	30		
	己二酸	30		
	食品级CO2	20		
恒力石化(大连)新材料科技有限公司160万吨/年高性能树脂及新材料项目	双酚A		23.18万吨	预计2024年
	异丙醇		13.12万吨	
	环氧乙烷		13万吨	
	聚碳酸酯		26万吨 (含EC\EMC\DEC)	
	电子级DMC		20万吨	
	ABS		30万吨	
	GPPS		7.5万吨	
	HIPS		7.5万吨	
	乙醇胺		16.05万吨	
	PDO		7.2万吨	
PTMEG		6万吨		
中下游产品产能	PTA	1660		涤纶长丝、聚酯薄膜、聚酯切片、工程塑料等
	民用涤纶长丝	370		主要用于服装纺织、床上用品、内饰用品等
	工业涤纶长丝	80		主要用于产业类纺织品, 包括广告灯箱布、土工布、输送带、汽车纤维及轮胎帘子布等
	聚酯切片	40	大连长兴岛: 260万吨高性能聚酯切片 (2024年左右)	主要用于纤维, 各类容器、包装材料、薄膜、胶片、工程塑料等领域; MLCC离型基膜、光学膜、光伏膜
	聚酯薄膜	38	聚酯薄膜由江苏康辉建设57万吨 (2023-2024年): (1) 功能性聚酯薄膜34.6万吨/年装置; (2) 高端功能性聚酯薄膜12.4万吨/年装置; (3) 功能性薄膜10万吨/年装置	运用于包装材料、电子(工)绝缘、护卡、影像胶片、热烫印箔等多领域
	工程塑料	39		家用器具, 电器元件, 汽车配件, 航天材料等
	PBAT可降解塑料	11.3	长兴岛45万吨 (从2022年上半年开始逐步投放)	塑料包装薄膜、农用薄膜、一次性塑料袋和一次性塑料餐具

2.1.2 龙头白马—华鲁恒升：产能不断落地，有望充分受益于国内需求恢复

■ 公司为甲醇、合成氨能效领跑者，有望在激烈行业竞争中脱颖而出。根据闪电新闻报道，2023年公司同时获得合成氨、甲醇、醋酸三个行业“能效领跑者”标杆称号的企业，也是第11次获得这一荣誉称号。根据国家发改委发布的《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023年版）》，2025-2026年，对于煤制甲醇、乙二醇、合成氨、尿素等产品能效低于基准水平的存量项目，将能效改造升级到基准水平以上，对于不能按期改造完毕的项目进行淘汰，届时这些产品的行业供给端压力有望减缓，公司作为氨醇行业的能效领跑者，或有望受益于行业供给压力减小。

■ 华鲁恒升子公司拟建高端产能，未来成长动力充足。公司拟投资50.54亿元建设BDO-NMP-PBAT一体化项目、10万吨醋酐项目、密胺树脂单体项目、蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目等，预计建成投产后年均实现营收分别为35.91、8.11、18.06、11.47亿元。此外，根据湖北工信公众号报道，2024年华鲁恒升（荆州）计划投资110亿元，全面发力冲刺百亿级企业。

表3：2023-2024年，华鲁恒升规划产能将逐步落地

预计投产时间	所属项目	投产产品	产品产能	终端领域	项目位置
			(万吨/年)		
2023年1月	高端电子溶剂项目	DMC	30	新能源、工业、电子	山东德州
2023年H1	30万吨二元酸项目	草酸	30	新能源、工业、医药	山东德州
2023年9月	园区气体动力平台（一期）	合成气、蒸汽、高压氮气等产品			湖北荆州
	合成气综合利用平台（一期）	尿素	100	农业、房地产、工业	湖北荆州
		醋酸	100	纺织服装、工业	
		DMF	15	纺织服装、工业	
		混甲胺	15	纺织服装、工业	
2023年H2	高端电子溶剂项目	EMC	30	新能源	山东德州
		DEC	5		
	等容量替代建设3台高效锅炉项目				山东德州
2024年H1	尼龙66项目（一期）	己二酸	20	纺织服装、工业	山东德州
		己二胺	4.2	工业、纺织服装	山东德州
		尼龙66	8	工业、纺织服装	
2024年H2	树脂项目	密胺单体	16	日化、工业	湖北荆州
		碳酸氢铵	80	日化、农业、工业	
2024年H2	醋酐项目	醋酐	10	纺织服装、工业、医药	
2024年H2	一体化项目	BDO	20	纺织服装、工业	湖北荆州
		NMP	16	新能源、工业	
		PBAT	3	工业	
2025年H2	优化提升项目	尿素	52	农业、房地产、工业	

数据来源：华鲁恒升公告、湖北工信、华鲁集团、大德之城、石油和化工园区、现代煤化工、中国石油和化工等公众号、开源证券研究所

表4：荣盛石化产品矩阵丰富，权益产能弹性较大

板块	产品	公司	已有产能	已有权益产能	在建产能	在建权益产能	持股比例	
炼化	常减压	浙江石化	4000	2040	/	/	51%	
		浙江石化	900	459	/	/	51%	
PX	PX	中金石化	160	160	/	/	100%	
		合计	1060	619	/	/	/	
		逸盛大化	600	355	/	/	59%	
PTA	PTA	浙江逸盛新材料	600	306	/	/	51%	
		浙江逸盛石化	500	150	/	/	30%	
		逸盛海南	200	100	50	25	50%	
		合计	1900	911	/	/	/	
		荣翔化纤	60	60	/	/	100%	
聚酯	涤纶长丝	盛元化纤	50	50	50	50	100%	
		合计	110	110	50	50	/	
		逸盛海南	200	100	180	90	50%	
	聚酯瓶片	逸盛大化	70	41.3	/	/	59%	
		合计	270	141.3	180	90	/	
		永盛科技	30	21	13	9.1	70%	
	聚酯薄膜	合计	30	21	13	9.1	/	
		EVA	浙江石化	30	15.3	70	35.7	51%
	新能源材料	POE	浙江石化	0	0	40	20.4	51%
			荣盛新材料(舟山)	0	0	20	20	100%
DMC		浙江石化	20	10.2	20	10.2	51%	
		荣盛新材料(舟山)	0	0	20	20	100%	
工程塑料		PC	浙江石化	52	26.52	/	/	51%
	荣盛新材料(舟山)		0	0	52	52	100%	
	PBT	荣盛新材料(舟山)	0	0	40	40	100%	
		浙江石化	0	0	50	25.5	51%	
	尼龙66	荣盛新材料(舟山)	0	0	32	32	100%	
特种树脂	PMMA	浙江石化	0	0	18	9.18	51%	
		浙江石化	40	20.4	120	61.2	51%	
	ABS	荣盛新材料(舟山)	0	0	120	120	100%	
特种橡胶	TPU	荣盛新材料(舟山)	0	0	60	60	100%	
	稀土顺丁橡胶	浙江石化	10	5.1	/	/	51%	
	溶聚丁苯橡胶	浙江石化	6	3.06	/	/	51%	

数据来源：荣盛石化公告等、开源证券研究所

表5：荣盛石化战略规划清晰敏锐，在建项目秉持多产业链布局原则

规划项目	实施主体	基地	建设内容
高端新材料项目	浙石化	舟山	400万吨/年催化裂解装置、35万吨/年 α -烯烃装置、2×20万吨/年POE聚烯烃弹性体装置、8万吨/年聚丁烯-1装置、100万吨/年醋酸装置、2×30万吨/年醋酸乙酯装置、30万吨/年EVA/LDPE（管式）装置、2×15万吨/年己二酸装置、25万吨/年己二腈装置、28万吨/年己二胺装置、50万吨/年尼龙66盐装置、60万吨/年顺酐装置、50万吨/年1,4-丁二醇装置、20万吨/年PBS装置、12万吨/年聚四氢呋喃装置、3万吨/年NMP装置、27万吨/年硝酸装置、66万吨/年丙烯腈装置、20万吨/年SAR装置、30万标立/时CO ₂ 重整装置、100万吨/年甲醇装置、60万吨/年合成氨装置、24万吨/年双酚A装置等及相关公用工程装置
高性能树脂项目	浙石化	舟山	30万吨/年LDPE/EVA（管式）装置、10万吨/年EVA（釜式）装置、40万吨/年LDPE装置、20万吨/年DMC装置、3×6万吨/年PMMA装置和120万吨/年ABS装置
140万吨/年乙烯及下游化工装置项目	浙石化	舟山	140万吨/年乙烯、30万吨/年醋酸乙烯、38万吨/年聚醚多元醇、27/60万吨/年PO/SM、40/25万吨/年苯酚丙酮、25万吨/年丁二烯抽提、35万吨/年高密度聚乙烯、40万吨/年ABS、10万吨/年HRG胶乳、6万吨/年融聚丁苯&10万吨/年稀土顺丁橡胶、75万吨/年裂解汽油加氢、10万吨/年苯乙烯&3万吨/年乙苯抽提、60万吨/年苯乙烯、20万吨/年碳酸乙烯酯（含24万吨/年乙二醇装置CO ₂ 回收）、80万吨/年乙二醇、膜袋厂等装置及配套罐区、空分装置、地面火炬、包装及仓库、循环水场、事故水池及雨水监测池等配套公用工程
金塘新材料项目	荣盛新材料（舟山）	舟山	60万吨/年丙烷脱氢装置、100万吨/年气分装置、60万吨/年芳烃抽提联合装置、30万吨/EOEG装置、20万吨/年POE装置、40/25万吨/年苯酚丙酮装置、20万吨/年1,3-丙二醇装置、40/88万吨/年PO/SM装置、40万吨/年PTT装置、50万吨/年异丁烷正构化装置、60万吨/年顺酐装置、50万吨/年BDO装置、20万吨/年PBS装置、40万吨/年PBT装置、12万吨/年异丁烯装置、18万吨/年丁烯氧化脱氢装置、15万吨/年CO ₂ 回收装置、16万吨/年乙氧基化装置、20万吨/年DMC装置、48万吨/年聚醚多元醇装置、120万吨/年ABS装置、2×24万吨/年双酚A装置、2×26万吨/年聚碳酸酯装置、10万吨/年CHDM装置、10万吨/年PCT装置、10万吨/年PCTG装置、5万吨/年UHMWPE装置、2×45万吨/年PP装置、30万吨/年 α -烯烃装置、60万吨/年聚氨酯弹性体装置、14万标立/时制氢装置、2×2万吨/年硫酸装置等生产装置及配套装置和相关共用工程
年产1000万吨高端化工新材料项目	荣盛新材料（台州）	台州	1000万吨高端化工新材料

数据来源：荣盛石化公告、开源证券研究所

2.1.4 龙头白马—龙佰集团：钛白粉景气度有望继续复苏，矿端成长潜力十足

表6：预计2025年龙佰集团钛精矿、铁精矿产能分别达到248、760万吨

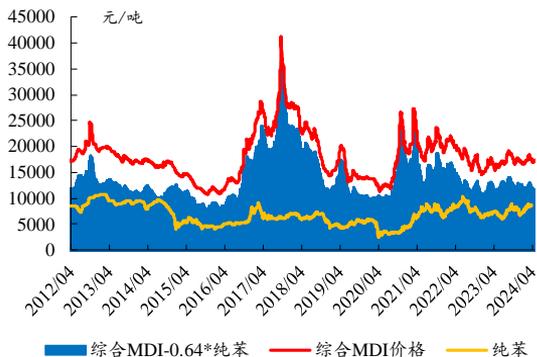
分类	产品	所在地	现有产能 (万吨)		在建/筹建产能 (万吨)	
			硫酸法	氯化法	硫酸法	氯化法
矿山	铁精矿	四川攀枝花	400		预计到2025年产能达到760万吨	
	钛精矿	四川攀枝花	120		预计到2025年产能达到248万吨	
钛产品	钛白粉	河南焦作	25	40	-	-
	钛白粉	湖北襄阳	15	-	-	-
	钛白粉	四川德阳	25	-	-	-
	钛白粉	云南楚雄	-	26	-	20万吨（拟建、投产时间未定）
	钛白粉	甘肃金昌	20	-	-	-
	合计		85	66	-	20
	海绵钛	云南楚雄	5		-	
	海绵钛	甘肃金昌	3		-	
	合计		8		-	
	钒产品	五氧化二钒	河南焦作	0.08		-
五氧化二钒		云南楚雄	-		0.08（预计2024年投产）	
五氧化二钒		四川攀枝花	-		3（1.5+1.5，投产时间未定）	
合计			0.08		3.08	
锂电产品	磷酸铁	湖北襄阳	-		15（投产时间未定）	
	磷酸铁锂	湖北襄阳	-		15（投产时间未定）	
	磷酸铁	河南焦作	10		10（投产时间未定）	
	磷酸铁锂	河南焦作	5		15（二期5万吨与三期10万吨投产时间未定）	
	石墨负极	河南焦作	5（石墨化）		15（二期5万吨与三期10万吨投产时间未定）	
	石墨负极	河南焦作	2.5		7.5（二期7.5万吨投产时间未定）	

数据来源：龙佰集团公告等、开源证券研究所

2.1.5 龙头白马—万华化学：MDI价差低位，有望在板块估值修复中率先获益

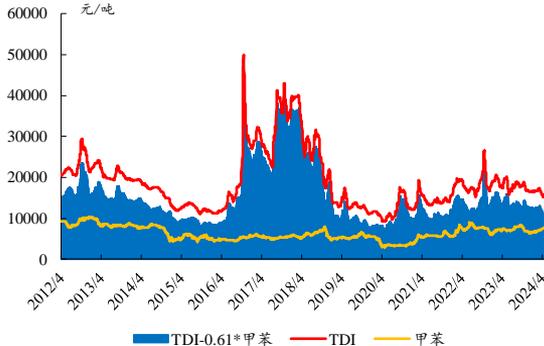
- 万华化学是目前全球最大的MDI和TDI供应商。截至2023年底，公司拥有MDI产能310万吨/年、TDI产能95万吨/年。
- **MDI：价格、价差处于低位。**据Wind数据，截至2024年4月19日，综合MDI（0.7*聚合MDI+0.3*纯MDI）价格、价差分别为17,335、11,626元/吨，位于2012年至今的21.57%、13.00%分位，处于历史较低水平。
- **TDI：价格较年初有所下行。**据Wind数据，截至2024年4月19日，国内TDI现货价格为15,550元/吨，较年初下降6.33%，处于2012年以来15.36%分位；价差为10,847元/吨，较年初下跌13.65%，处于历史9.12%分位。
- **需求端：2023年，国内冰箱、冷柜需求回暖。**据Wind数据，2023年我国家用电冰箱、冷柜产量分别为8,548、2,255万台，同比增长16.38%、23.02%，其余汽车行业、氨纶行业等需求逐步恢复，MDI、TDI或存在较大向上弹性。
- **沿产业链横纵双向稳步扩张，POE项目落地在即。**据公司投资者问答，2024年公司预计投产的主要项目包括：20万吨/年POE项目预计二季度投产，4.8万吨/年柠檬醛-香精香料项目预计三季度投产，蓬莱一期90万吨/年丙烷脱氢项目预计四季度陆续投产，烟台120万吨/年乙烯项目预计于2024年年底至2025年初陆续投产，福建MDI技改从40万吨增至80万吨预计于2024年4月底完成。我们认为，未来新项目投产将带动公司业绩增长，公司有望率先受益于化工板块景气修复行情。我们看好公司中长期内成长属性延续，向着全球化工巨头持续迈进。

图14：截至4月19日，国内综合MDI价格为17,335元/吨



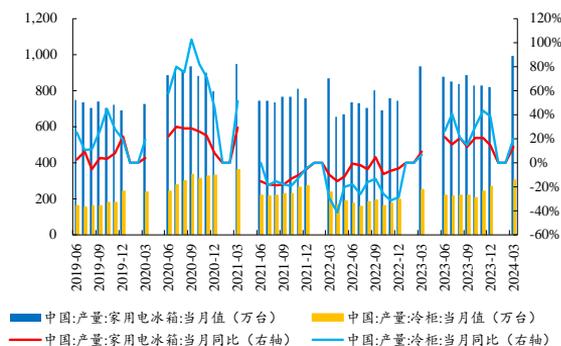
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：截至4月19日，国内TDI价格为15,550元/吨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2023年，国内冰箱、冷柜需求回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1.6 龙头白马—新和成：专注打造“化工+”和“生物+”精细化工平台

■ 做强做大营养品，做宽做深香精香料，大力发展高分子新材料。上市以来，新和成专注于精细化工，坚持创新驱动发展，以“化工+”和生物+”两大核心平台不断发展各类功能性化学品，目前拥有营养品、香精香料、高分子新材料、原料药四大业务板块，在浙江新昌（营养品和原料药）、浙江上虞（营养品和高分子新材料）、山东潍坊（营养品、香精香料、蛋氨酸）、黑龙江绥化（生物发酵营养品）建设了四大生产基地。

■ 新和成规划新建项目将继续围绕现有四大业务板块展开，其中：

(1) 营养品板块：公司从合成工艺和发酵工艺两方面继续做强做大维生素系列产品，蛋氨酸方面，现有30万吨固蛋产能（其中15万吨自2023年分步试车），同时与中国石油共同设立的合资公司将建设18万吨/年液体蛋氨酸（折纯）的生产装置，目前在建设中。

(2) 香精香料板块：公司在香精香料领域布局种类较多，除了柠檬醛系列和芳樟醇系列、叶醇系列产品外，还有紫罗兰酮、覆盆子酮和薄荷醇等产品，将通过拓展会对香精香料的衍生产品 and 应用服务产品，进一步做宽做深香精香料业务。

(3) 高分子新材料：公司是国内唯一能够稳定生产纤维级、注塑级、挤出级、涂料级PPS的企业，主要产品包括聚苯硫醚（PPS）、高温尼龙（PPA）等。此外，公司规划年产25万吨己二胺及48万吨尼龙新材料产业一体化建设项目、高端尼龙和高端光学级材料项目以及新能源材料和环保新材料项目（HA项目），进一步扩展己二腈、己二胺、尼龙66（PA66）、六亚甲基二异氰酸酯（HDI）等新材料产品。

表7：新和成新建项目继续围绕营养品、香精香料、高分子新材料

业务板块	产品名称	现有产能（万吨/年）	规划新增产能（万吨/年）
1、营养品	维生素A (50万IU/g)	0.8	
	乙醚丁内酯 (合成维生素B1和农药)		0.3
	D-泛酸钙 (维生素B5)		0.8+0.4 (饲料添加剂)
	D-泛醇		0.48 (化妆品用)
	维生素B6	0.5	
	生物素 (维生素B7, 折纯)	0.012	0.07 (医药级)
	维生素D3	0.2	
	维生素E (50%粉)	6	
	维生素K3		0.1+0.2+0.2
	蛋氨酸	30 (固蛋)	18 (液蛋, 折纯, 与中石化合作, 各50%权益)
	β-丙氨酸		0.2
	L-胱氨酸		0.4
	L-丝氨酸		0.05
	三氯蔗糖		0.2+0.4
1.1、黑龙江省绥化市新和成生物发酵产业园项目	牛磺酸	3	
	虾青素	0.05	
	辅酶Q10 (叶红素)	0.03	
	葡萄糖	15.51	15.51
	辅酶Q10 (叶红素)	0.05	
	山梨醇	6	6
	己糖酸 (维生素C系列产品)	3	3
2、香精香料	核黄素 (维生素B2)		0.3
	钴胺素 (1%含维生素B12)	0.3	
	芳樟醇系列	1.70	0.86
	柠檬醛	2	
	香叶醇、香茅醇、橙花醇等	1.5	0.6
	紫罗兰酮系列	1.0	0.05
	L-薄荷醇	0.6	0.4
	覆盆子酮	0.25	
	铃兰吡喃	0.2	0.5
	PPS (纤维级)	2.2	0.8
	PPS (复合)	0.5	1.5
	PPA	0.1 (中试)	0.9
	3、高分子新材料	PA66及高端尼龙新材料	
己二腈			5+5
己二胺			5+5+25
甲基戊二腈 (折纯)			0.635+0.635
聚甲基丙烯酸甲酯 (PMMA)			4
甲基丙烯酸甲酯 (MMA)			4
丙酸甲酯			1.2+3
六亚甲基二异氰酸酯 (HDI)		0.3	5+5
异佛尔酮二异氰酸酯 (IPDI)		0.1	2
异佛尔酮二胺 (IPDA)		2	2
4、医药/农药	卡龙酸酐	0.05	
	氮杂双环	0.05	
	全氟己基辛烷		0.0045
	全氟丁基戊烷		0.0015
	植物醇		0.008
	含磷氨基酸农药 (草铵膦)		6

资料来源：新和成公告、新和成项目环评公告、开源证券研究所

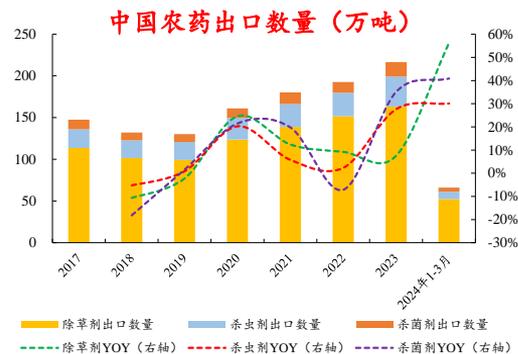
2.2.1 需求放量—农药：2024年1-3月农药出口量同比高增长，看好出口链农药补库渐启

■ 2024年1-3月国内农药出口量同比高增长、价格承压但降幅趋缓。

■ 我们认为，随着海外市场去库存已近尾声，新周期备货启动带动农药刚需逐步释放，国内农药出口需求将逐步恢复正常，我们看好农药补库周期已起，农药行业公司2024年一季报业绩或见底，有望迎来盈利修复。

■ **推荐标的：扬农化工、兴发集团等；受益标的：江山股份、润丰股份、广信股份等。**

图17：2024年1-3月，国内农药出口量均同比高增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2024年1-3月，国内农药出口价格同环比承压但降幅趋缓

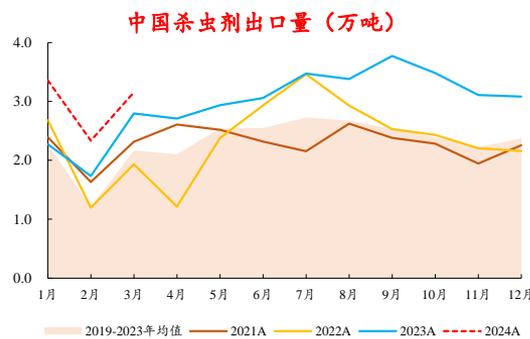


图21：2024Q1，国内杀菌剂出口数量高于2019-2023年同期出口量均值



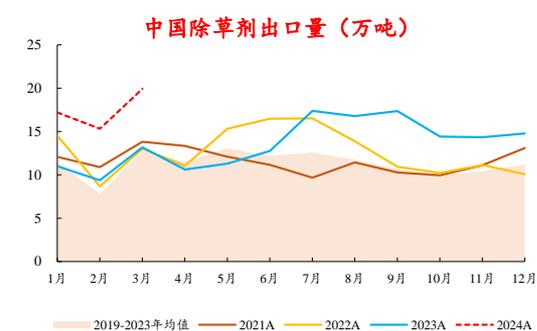
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2024Q1，国内杀虫剂出口数量高于2019-2023年同期出口量均值



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2024Q1，国内除草剂出口数量高于2019-2023年同期出口量均值



数据来源：Wind、开源证券研究所

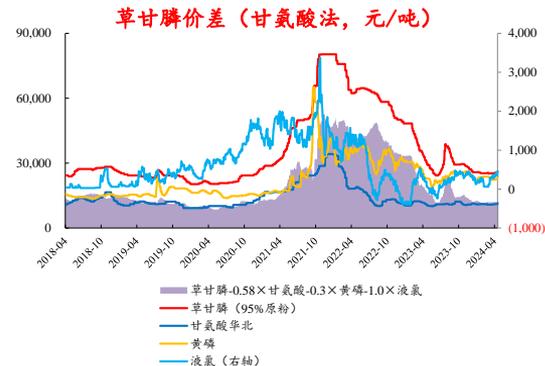
2.2.1 需求放量—农药：草甘膦3月以来持续去库，行业开工较高，企业订单需求较好

■ **价格价差：**据Wind和百川盈孚数据，截至4月30日，95%草甘膦原粉主流成交价2.59-2.62万元/吨，港口FOB报3650-3670美元/吨；97%原粉主流成交价2.66万元/吨左右；我们测算甘氨酸法、IDA法草甘膦价差分别在12,668、13,959元/吨，草甘膦-双甘膦价差在3,175元/吨，三者分别处于2018年以来的32.9%、33.3%、42.7%历史分位。

■ **库存：**据百川盈孚数据，国内草甘膦工厂库存自2024年2月23日的8.13万吨持续去库，截至4月26日，库存量去化至5.32万吨，仍处于2017年以来的80%历史分位。

■ **需求端：**据百川盈孚数据，目前多数草甘膦企业均有排单，供应端销售压力不大，短中期内仍将保持挺价态度。

图22：2024年4月下旬以来甘氨酸法草甘膦价差扩大



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图24：2024年3月以来草甘膦持续去库



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图23：2024年4月下旬以来IDA法草甘膦价差扩大



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图25：2024年4月末，草甘膦开工率处于较高水平



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

2.2.1 需求放量—农药：草甘膦行业集中度较高，短期无新增产能

■ 目前全球草甘膦产能118万吨，其中国内产能81万吨（占比68.6%），国内兴发集团（23万吨，甘氨酸法）、新安股份（甘氨酸法，8万吨）、江山股份（甘氨酸法3万吨+IDA法4万吨）产能居于全球前列。

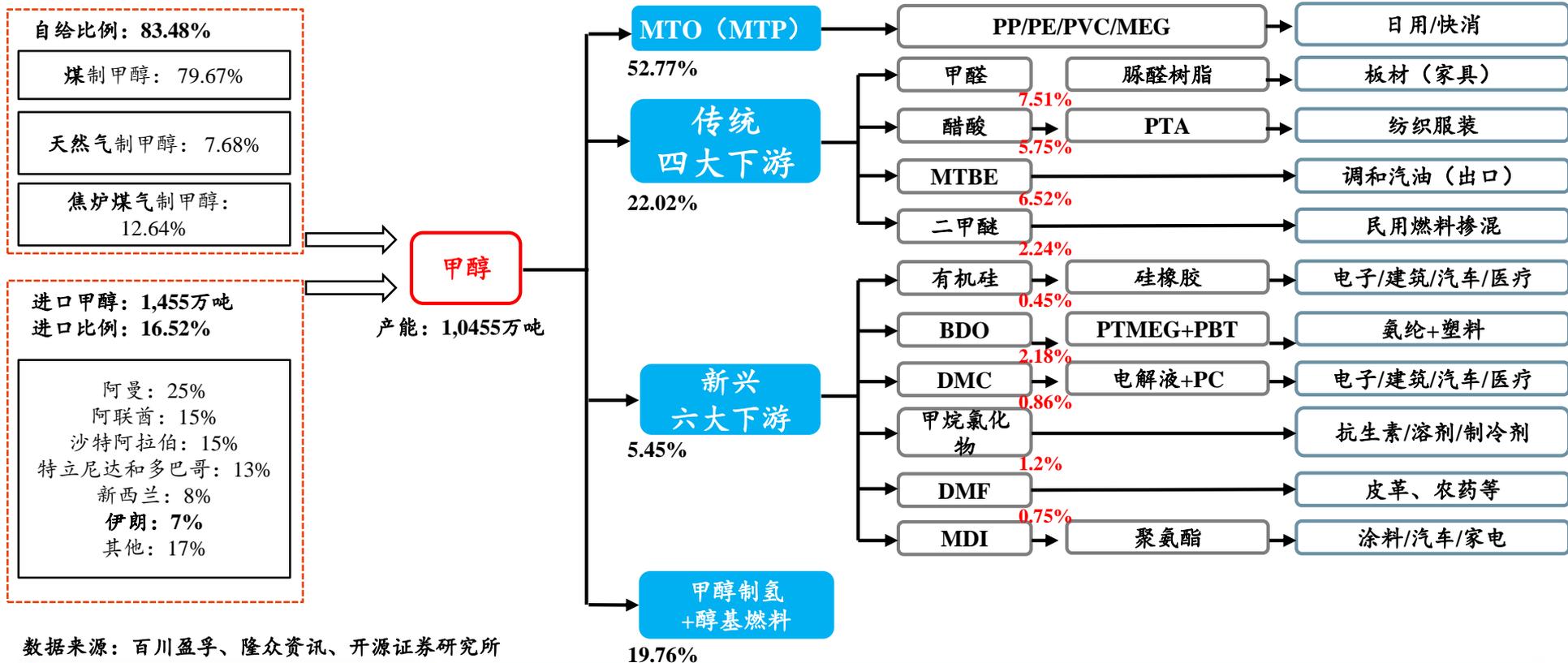
表8：目前中国草甘膦产能全球占比68.6%，产品以出口为主（总市值数据截至4月30日）

国家	公司	现有产能 (万吨/年)	现有产能 占比	拟新增产能 (万吨/年)	生产工艺	每上涨1000元增厚 净利润(万元)	总市值 (亿元)	产能/总市值 (吨/万元)
美国	孟山都(现属拜耳)	37	31.4%		IDA法(配套双甘膦)			
中国	兴发集团	23	19.5%		甘氨酸法(配套磷矿-黄磷, 自产甘氨酸)	17936	237.4	0.10
	福华化学	15.3	13.0%		甘氨酸法(自产甘氨酸)	11931		
	新安股份	8	6.8%		甘氨酸法(外购甘氨酸)	6239	120.9	0.07
	江山股份	7	5.9%		IDA-IDAN法(4万吨)+甘氨酸法(3万吨)	4817	74.3	0.09
				10	与瓮福集团合资建设10万吨草甘膦			
	江苏好收成	7	5.9%		IDA-IDAN法	4817		
	和邦生物	5	4.2%		IDA-IDAN法(外购黄磷、天然气, 自产氨基脲-羟基乙腈-IDAN)	14294	185.5	0.03
		20万吨双甘膦			1.5吨双甘膦生产1吨草甘膦, 现有20万吨双甘膦折合13.3万吨草甘膦			
				20	拟在印尼投建20万吨草甘膦等项目			
				50万吨双甘膦	拟在国内建设50万吨双甘膦项目, 折合33.3万吨草甘膦			
	广信股份	2	1.7%		甘氨酸法(自产亚磷酸二甲酯等)	1560	134.7	0.01
	扬农化工	3	2.5%		IDA-DEA法(外购二乙醇胺)	2339	261.8	0.01
	河南红东方	3	2.5%		甘氨酸法(自产氨基乙酸、亚磷酸二甲酯等)	2064		
	广安诚信	3	2.5%		IDA法	2064		
兰州鑫隆泰生物科技	3	2.5%		拟迁建2.7万吨草甘膦原药及3000吨草甘膦水剂	2064			
江苏捷马	1.7	1.5%		IDA-IDAN法(外购双甘膦)	1180			
润丰股份			2.5	甘氨酸法(外购甘氨酸), 预计2025年5月投产	1720			
山东睿力生物科技			5万吨双甘膦	拟新建5万吨双甘膦, 预计2024年7月投产				
中国产能合计		81	68.6%	12.5				
全球产能合计		118	100.0%	32.5				

资料来源：草甘膦项目环评、安徽中农纵横、百川盈孚、各公司公告、开源证券研究所

2.2.2 需求放量—甲醇：下游需求广泛，涉及国内生产、生活的多个方面

图26：2023年，我国仍需进口1,455万吨甲醇，占总需求的16.52%；甲醇下游需求广泛，涉及国内生产、生活的多个方面



数据来源：百川盈孚、隆众资讯、开源证券研究所

2.2.2 需求放量—甲醇：2024年甲醇景气度逐步修复，后续供给压力或较弱

■ 2023年，甲醇产能同比增长4.08%，产能增速放缓。根据百川盈孚，2020-2023年，甲醇产能呈现稳步上升的趋势，其中2021年为甲醇产能增速最大的一年，产能增长727万吨。2023年，甲醇产能增速较去年有所放缓，甲醇产能为1.046亿吨，同比增长4.08%。

■ 后续甲醇产能以一体化装置的方式投产，行业供给压力或较弱。预计2024年以后，新投产的煤制产能较小，基本以上、下游一体化的装置投产为主。具有下游配套的甲醇新增产能为855万吨，无下游配套的新增产能为145万吨。

■ 2024年以来，甲醇价差逐步修复，开工率高位、库存下滑。据百川盈孚数据，截至4月19日，甲醇价格、价差分别为2,308、993元/吨，分别较年初+10.70%、+57.48%；甲醇开工率为70.36%，位于较高水平；库存为107.94万吨，较年初下降11.02%。

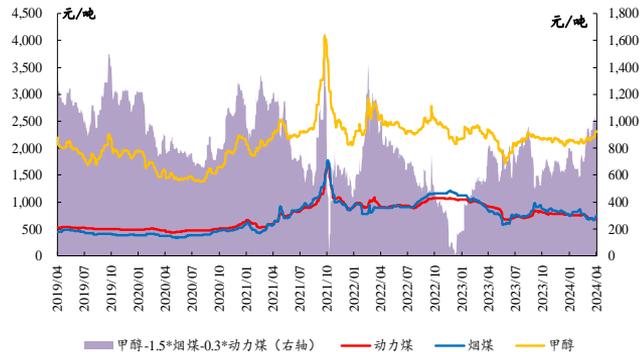
■ 推荐标的：华鲁恒升；受益标的：鲁西化工等。

图27：2023年，甲醇产能同比增长4.08%



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图28：2023年以来，甲醇价差逐步修复



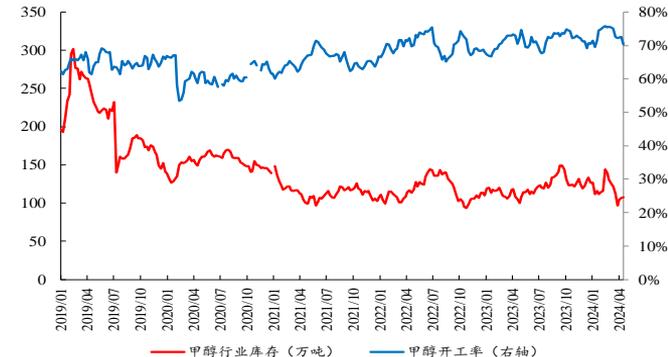
数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：预计2024年，多数新增甲醇产能配套下游产能

公司	地区	产能 (万吨)	工艺	投产时间
盛隆泰达	山西	10	焦炉气	2024年Q1
内蒙君正	内蒙	55(配套BDO)	焦炉气	
介休昌盛	宁夏	25	焦炉气	
宁夏冠能	宁夏	40(配套BDO)	煤制	2024年Q2
黑猫二期	内蒙	30	焦炉气	
河南晋开	河南	30	焦炉气	
黔西化工	贵州	30	焦炉气	2024年Q4
新疆中泰	新疆	100(配套BDO)	煤制	
宝丰	内蒙	660(配套300万 MTO)	煤制	
山东瑞星	山东	20	煤制	

数据来源：金凯讯公众号、开源证券研究所

图29：2024年以来，甲醇开工率高位、库存下滑



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

2.2.3 需求放量—粘胶长丝：出口及国内国风服饰需求增长，行业供需持续向好

■ 马面裙需求向好，叠加行业供给有限，带动部分粘胶长丝型号供应偏紧，主流生产企业持续上调报价。未来随着国内经济持续恢复，叠加节假日的到来，旅游人数增多还将持续带动国风服饰需求增长，进而带动粘胶长丝需求持续向好，粘胶长丝行业企业有望持续受益。

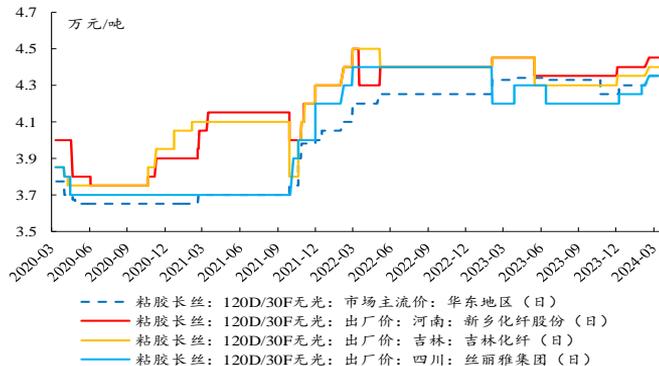
■ 受益标的：新乡化纤、吉林化纤。

表10：粘胶长丝行业供给稳定，新乡化纤为行业龙头

企业	省份	地区	产能(万吨/年)
新乡化纤	河南	华中地区	9
吉林化纤	吉林	东北地区	8
宜宾丝丽雅	四川	西南地区	4.5
湖北金环	湖北	华中地区	1.5
汇总			23

数据来源：新乡化纤公告、吉林化纤公告、中国纺联产品开发基地、新材料在线等公众号、开源证券研究所

图30：2024年以来，粘胶长丝价格持续上涨



数据来源：隆众资讯、开源证券研究所

2.2.4 需求放量—涤纶长丝：供需格局向好，盈利有望继续修复

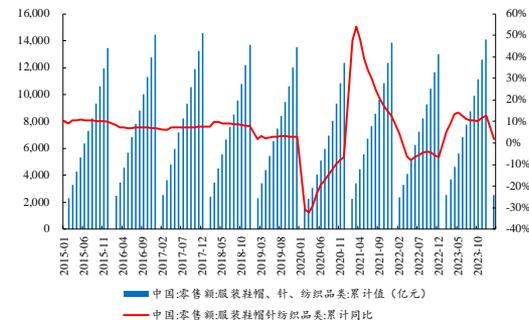
- **供给端：**我们保守预计2024年国内涤纶长丝新增产能仅为90万吨。同时若考虑到在建项目的投产不确定性与落后产能进一步出清等情况，则2024年涤纶长丝行业净增产能可能更少。
- **需求端：**国内方面，据Wind数据，2023年国内服装鞋帽、针、纺织品类零售额累计达到14095亿元，累计同比增长12.9%。出口方面，据百川盈孚数据，2023年国内涤纶长丝出口量也累计达到335万吨，同比增长高达25%。
- **未来展望与投资建议：**我们认为当前涤纶长丝行业投产高峰将过，供给端前景已经较为明确，后续供给格局或将逐步优化。未来伴随内需与直接出口的稳步增长以及终端纺服出口的边际改善，涤纶长丝行业或开启长周期向上拐点，产品盈利水平也有望持续修复。
- **推荐标的：新凤鸣、桐昆股份。**

表11：2023年为国内涤纶长丝行业投产大年，预计2024年产能增速将明显放缓（单位：万吨/年）

公司	2022年底产能	2023H1新增产能	2023H2新增产能	2023年底产能	2024年预计新增产能	2024年底产能预计	2025年及远期规划产能
桐昆股份	960	210（恒阳60万吨+恒超60万吨+嘉通60万吨+新疆宇欣30万吨）	120（恒阳60万吨+嘉通60万吨）	1290	/	1290	480
恒逸石化	644.5	/	/	644.5	/	644.5	75
新凤鸣	630	70（中磊化纤30万吨+江苏新拓40万吨）	40（江苏新拓40万吨）	740	40（江苏新拓40万吨，预计2024年8月投产）	780	250
恒力石化	335	35（南通厂区35万吨）	/	370	/	370	60
东方盛虹	310	20（国望高科20万吨）	/	330	/	330	50
荣盛石化	142	/	/	142	50（盛元化纤50万吨，预计2024年下半年投产）	192	/
其他厂商	875.5	20（恒鸣化纤20万吨）	/	801.5	/	801.5	40（华祥）
合计	3897	2023年合计新增产能515万吨，同时CCF统计2023年其他厂商出清94万吨产能		4318	90	4408	955

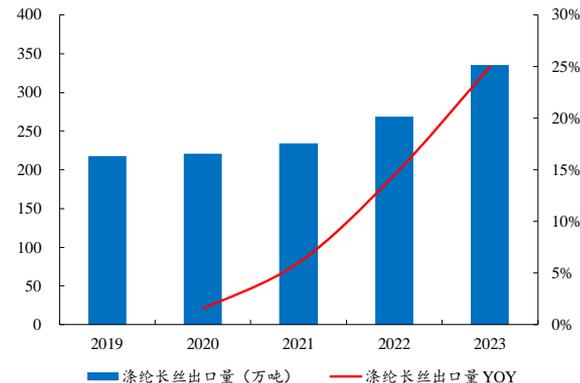
数据来源：各公司公告、百川盈孚、CCF、开源证券研究所

图31：2023年国内服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比增长12.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：2023年涤纶长丝出口量同比增长25%

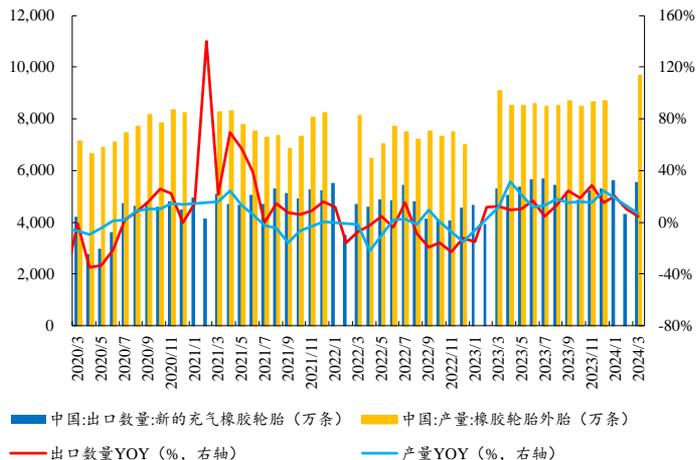


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

2.2.5 需求放量—轮胎：看好中国轮胎抢占全球市场，持续在配套市场崭露头角

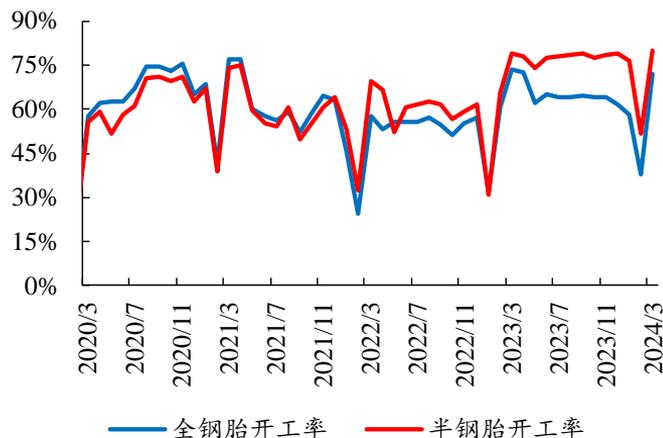
■ 2024年1-3月，我国轮胎出口处于历史高位。据海关总署数据，2023年2月至今，我国轮胎出口数量实现连续14个月的同比增长，其中2024年1-3月，全国出口新的充气橡胶轮胎1.55亿条，同比增长11.56%。生产方面，据国家统计局数据显示，2024年3月，中国橡胶轮胎外胎产量为9,691万条，同比增加6.66%。据百川盈孚数据，2024年3月，国内全钢胎、半钢胎开工率分别达到72%、80%，春节后国内轮胎开工率恢复至较高水平。

图33：3月，我国出口新的充气橡胶轮胎5549万条



数据来源：海关总署、国家统计局、开源证券研究所

图34：2024年春节后我国轮胎开工率恢复良好



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

2.2.5 需求放量—轮胎：看好中国轮胎抢占全球市场，持续在配套市场崭露头角

■ 我们坚定看好中国轮胎抢占全球市场，中国轮胎在全球市场份额提升的逻辑正在稳步兑现，同时将伴随中国新能源车出海，持续在配套市场崭露头角。

■ 推荐标的：赛轮轮胎。受益标的：森麒麟、玲珑轮胎、通用股份、贵州轮胎等。

表12：我国轮胎企业积极建设海外基地（市值数据截至2024年4月26日）

证券简称	证券代码	市值 (亿元)	海外收入占比 (2023)	2023年实际达产产能（万条）			主要在建产能		
				半钢胎	全钢胎	非公路轮胎	基地	规划产能（万条）	预计投产时间
赛轮轮胎	601058.SH	542.54	74%	5,600	1,380	17.3	越南	350（半钢）+60（全钢）+3（非公路）	2024-2025
							柬埔寨	1200（半钢）+75（全钢）	2024
							印尼	300（半钢）+60（全钢）+3.7（非公路）	2024-2025
							墨西哥	600（半钢）	有序推进
							董家口	2000（半钢）+1000（全钢）+15（非公路）	分期建设
森麒麟	002984.SZ	266.28	87%	2800	200	-	摩洛哥	1200（半钢）	2024Q4
							西班牙	1200（半钢）	有序推进
玲珑轮胎	601966.SH	331.84	47%	7,350	1,745	39	塞尔维亚	1200（半钢）+22（非公路）	2024-2025
							长春	900（半钢）+80（全钢）	2024-2025
							铜川	1200（半钢）+300（全钢）	有序推进
							安徽	1200（半钢）+200（全钢）	有序推进
通用股份	601500.SH	98.87	73%	1,200	420	-	泰国	600（半钢）+50（全钢）	2025
							柬埔寨	550（半钢）+115（全钢）	2024-2025
							无锡	900（半钢）+10（非公路）	2025

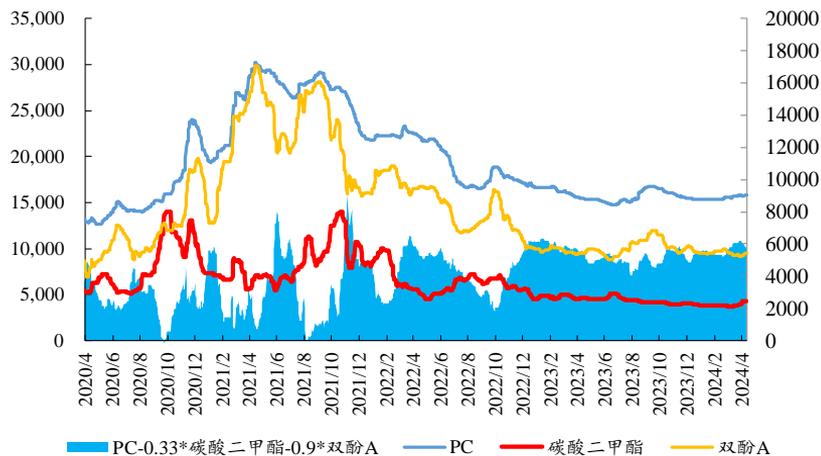
数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

2.2.6 需求放量-工程塑料：消费品以旧换新有望带动需求高增，PC等行业或将迎来拐点

■ 2024年以来，PC市场均价震荡上行。据Wind数据，截至4月23日，国内PC市场均价为15,150元/吨，较2024年初上涨600元/吨，涨幅4.12%。期间国内PC市场供应整体稳定，由于部分装置检修且多数工厂产销压力一般，加之上游原料也呈现稳价态势，PC工厂继续坚持稳价操作为主。展望未来，我们认为伴随下游家电、汽车等用量的持续增加，以及行业格局的逐步改善，PC行业盈利水平有望随之提升。

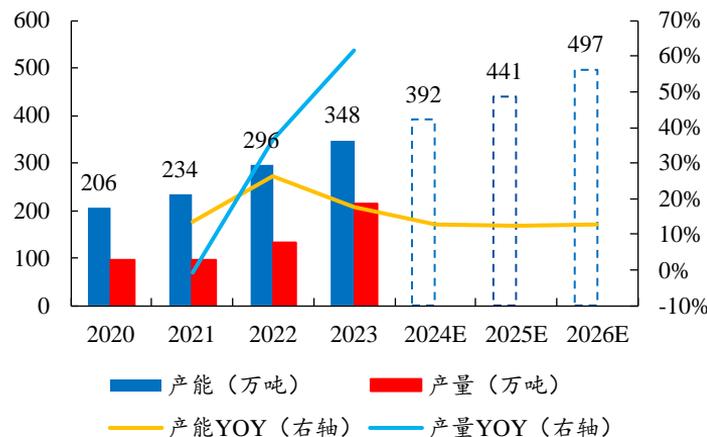
■ 供给端：产能投放高峰已过，2024年新增产能有限，行业格局有望持续向好。2023年我国PC产能约为348万吨/年，产量为214万吨，产能利用率约为61.47%。我们预计2024年或将新增PC产能44万吨/年至392万吨/年，产能增速为12.64%，其中恒力石化26万吨/年新建产能或将于2024H1投产，漳州奇美18万吨/年新建产能或将于2024年11月投产。

图35：2024年4月23日，PC市场均价为15,100元/吨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：2024H1，预计PC行业仅有26万吨/年新产能投产

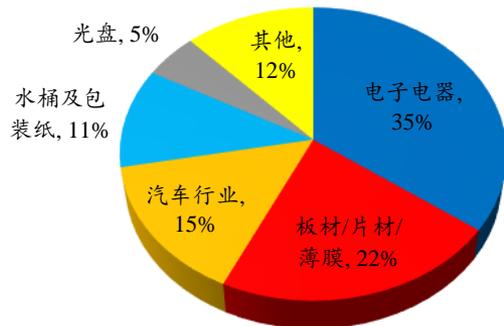


数据来源：钢联数据、百川盈孚、开源证券研究所

2.2.6 需求放量-工程塑料：消费品以旧换新有望带动需求高增，PC等行业或将迎来拐点

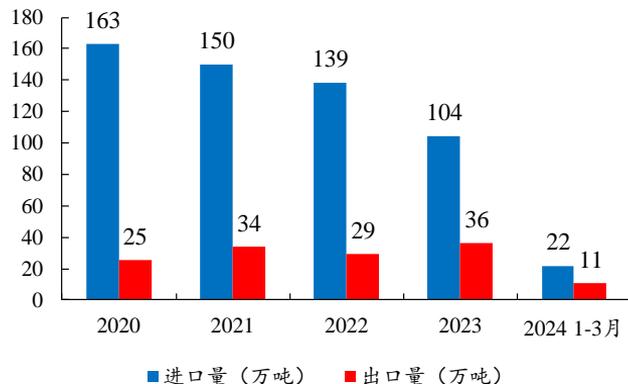
- **需求端**：PC内需有望持续增长，我国进口依存度下降明显。据百川盈孚数据，PC下游应用领域主要包括电子电器（占比35%）、板材/片材/薄膜（占比22%）、汽车行业（占比15%）、水桶及包装纸（11%）以及光盘（5%）等。2020年至2023年间，我国PC需求量由235万吨增长至281万吨，年复合增长率为6.02%。
- **国内需求方面**，2023年我国汽车、新能源汽车产量分别为3016万辆、959万辆，同比增长11.62%、35.82%，受益于我国汽车产量回暖以及新能源车渗透率提升，车用塑料需求有望高速增长。2024年3月27日，商务部等14部门关于印发《推动消费品以旧换新行动方案》的通知，有望进一步带动我国汽车、家电等领域工程塑料需求增长。
- **进出口方面**，伴随我国PC生产能力不断提升，以及对原产于台湾地区的进口PC反倾销税最终落地，PC行业进口依存度下降明显。据海关总署数据，2024年1-3月，我国PC进口量为21.91万吨，同比下降20.93%；出口量为10.86万吨，同比增长11.38%。

图37：汽车行业等PC需求增长潜力较大



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图38：2023年，我国PC进口量下降明显



数据来源：海关总署、开源证券研究所

2.2.6 需求放量-工程塑料：消费品以旧换新有望带动需求高增，PC等行业或将迎来拐点

■ 我们认为，未来伴随PC下游内外需的持续增长以及行业产能增长放缓，PC行业供需格局或将逐步改善，行业景气度或将迎来拐点。

■ 推荐标的：万华化学、恒力石化。

■ 受益标的：维远股份、神马股份、鲁西化工、沧州大化等。

表13：预计2024年我国PC需求或将延续高速增长（单位：万吨）

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
供给：							
产能	206	234	296	348	392	441	497
产能YOY		13.59%	26.50%	17.57%	12.64%	12.50%	12.70%
产量	98	97	132	214	269	320	353
产量YOY		-0.63%	36.55%	61.64%	25.65%	19.08%	10.22%
开工率	47%	41%	45%	61%	69%	73%	71%
需求：							
电子电器	82	74	85	98	108	119	131
板材/片材/薄膜	52	47	53	62	71	82	94
汽车	35	32	36	42	51	61	73
水桶及包装纸	26	23	27	31	36	39	43
光学媒介	12	11	12	14	15	15	16
其他	28	26	29	34	35	37	39
合计	235	213	242	281	315	353	396
YOY		-9.73%	13.71%	16.10%	12.30%	11.93%	12.13%
产量-需求	-138	-116	-109	-67	-46	-33	-43
进出口：							
进口量	163	150	139	104	80	70	60
出口量	25	34	29	36	40	45	50
产量+进口量-需求-出口量	-0.08	0.46	0.15	1.21	-6.38	-7.70	-32.79

数据来源：百川盈孚、海关总署、开源证券研究所

表14：维远股份等标的弹性较大（截至4月15日）

股票代码	公司	市值(亿元)	PC产能(万吨)	2024年在建PC产能(万吨)	苯酚产能(万吨)	丙酮产能(万吨)	双酚A产能(万吨)	产能/市值(吨/万元)
600309.SH	万华化学	2,763	48		40	25	48	0.02
600346.SH	恒力石化	1,097		26	42	26	48	0.02
600955.SH	维远股份	90	13		44	26	24	0.15
600810.SH	神马股份	78	10		-	-	13	0.13
000830.SZ	鲁西化工	201	26.5		-	-	20	0.13
600230.SH	沧州大化	45	10		-	-	20	0.22

数据来源：Wind、各公司公告、百川盈孚、开源证券研究所

2.3.1 供给优化—制冷剂：右侧初期，拥抱趋势

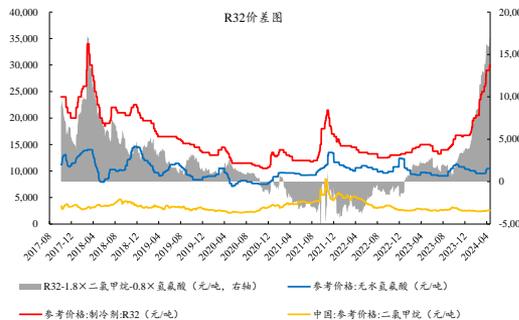
■ 近期行情：制冷剂行情大幅走高，出口市场有所回暖，维修旺季或将到来。据百川盈孚数据，2024年（截至4月17日，含税价），R32、R125、R134a、R143a均价分别为23,924、39,028、31,152、43,581元/吨，相比2023年均价分别+61%、+55%、+29%、+191%。同时R32出口市场价格近期也在不断提升，从一个月前的1.7万元/吨近期逐渐提升至2.2万元/吨。我们认为，提价大概率会持续。另外，近期市场有观点认为，制冷剂旺季已过，价格已无提升空间。据我们在报告中测算，制冷剂整体需求来看，空调新装市场和维修市场的制冷剂需求比例约为3:7，汽车领域新车市场和维修市场需求比例约为2:8，市场关注重心大多集中在空调企业的需求，而实际上占需求大头的维修市场旺季尚未到来，我们对制冷剂后市的行情演绎依然保持乐观，主要应用于维修市场的R22近期价格已上调1000-2000元/吨，历史高位运行。R32、R125、R134a的走势应继续保持关注。

■ 周期位置及空间：右侧初期，长期趋势、逻辑清晰，拥抱趋势，淡化短期博弈。我们认为，当前制冷剂周期位置是已走出底部，修复阶段尾声，刚开始起右侧的阶段，当前正处于上升趋势中。我们一直建议和强调，制冷剂要从长周期时间来看，逻辑和趋势很简单很清晰，既然当前是起周期的初期阶段，以后不断新高是大概率的事情。我们判断，明年是制冷剂可能起大周期的重要时间点（配额刚性供给，R22大规模淘汰+以旧换新催化需求），有望复刻2010-2011年制冷剂行情，甚至超越。

■ 总而言之，制冷剂当前正处于上升趋势中，并具备起大周期的潜力，建议积极关注。

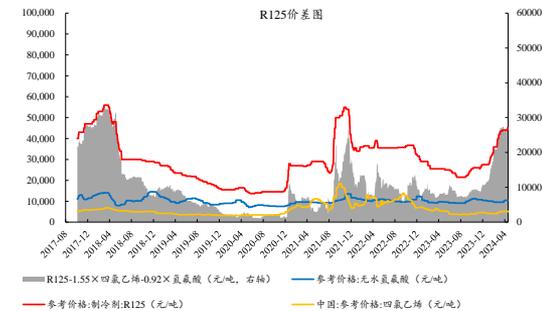
■ 推荐标的：巨化股份、三美股份、昊华科技等；受益标的：东阳光、东岳集团、永和股份等。

图39：2024年以来，制冷剂R32价格走高



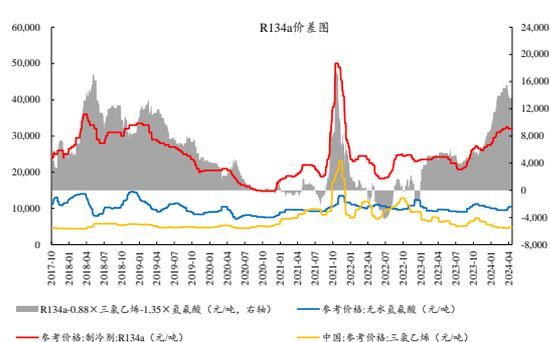
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图40：2024年以来，制冷剂R125价格走高



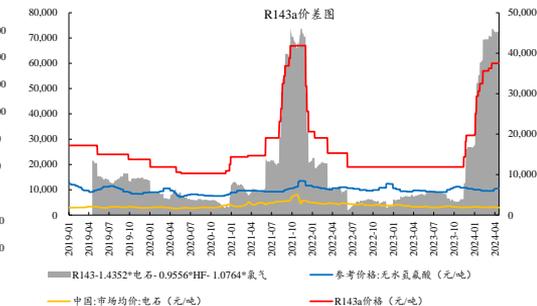
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图41：2024年以来，制冷剂R134a价格走高



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图42：2024年以来，制冷剂R143价格走高



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

2.3.2 供给优化—偏苯三酸酐TMA：供应短缺带动价格上涨，下游需求持续向好

- TMA的合成方法主要有以偏三甲苯为原料的硝酸氧化法、气相空气氧化法、液相空气氧化法和以间二甲苯为原料的甲醛液相空气氧化法四种，合成的关键是催化剂的选择和多段氧化工艺，其中以偏三甲苯为原料的液相空气氧化法因具有原料较易得、原料及公用工程消耗低、腐蚀小、“三废”问题较易解决等优点成为目前国内外偏苯三酸酐生产的主要方法。近年来国内产品收率、色泽、酐含量、熔点等质量指标均为国际领先。
- 海外英力士或停产，供需偏紧下TMA价格上涨。根据百川盈孚，2024年2月以来TMA价格上涨，主要系TMA现货供应偏紧，一方面，国内工厂装置生产尚未达到较高水平，部分装置停车或低负荷运行，2024年后至今国内市场TMA现货流动整体偏紧；另一方面，根据百川盈孚信息，3月左右美国某7万吨TMA工厂传出爆炸消息，供应端产量骤减。正丹股份表示尚未直接收到英力士正式宣布TMA停产的公告，因此供给端是否有大量产能退出尚不确定。而TMA上游原材料偏三甲苯价格与原油价格相关度高，自2022年5月以来一直比较稳定，在9,000元/吨上下波动。

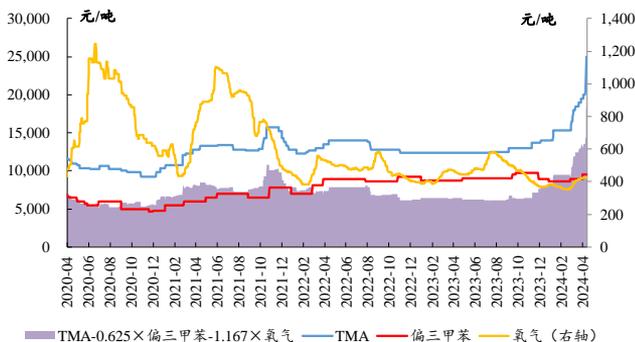
■ 受益标的：正丹股份等。

表15：国内主要企业采用的液相空气氧化法为连续氧化法工艺和分段氧化法工艺

公司	工艺路线	主要方法名称	核心催化剂	产能（万吨/年）
正丹股份	连续氧化法	“连续法氧化工艺生产偏苯三酸酐的方法”（专利号ZL2002143030.6）	偏三甲苯为原料，醋酸为溶剂，醋酸钴、醋酸锰、四溴乙烷或溴化氢为催化剂	8.5 (2023年产能利用率69.35%)
百川股份	连续氧化法	“利用间歇式鼓泡氧化塔多塔串联连续氧化生产偏苯三甲酸的方法”和“偏苯三甲酸连续成酐精制生产高纯度偏苯三酸酐的方法”（专利号分别为ZL200610086124.1和ZL200610086123.7）	偏三甲苯为原料，醋酸为溶剂，醋酸钴、醋酸锰为催化剂，四溴乙烷为促进剂	4
泰达新材	分段氧化法	“偏三甲苯液相空气分段氧化法生产偏苯三酸酐的方法”（专利号ZL200810122196.6）	偏三甲苯为原料，醋酸为溶剂，醋酸钴、醋酸锰、四溴乙烷为催化剂	3

资料来源：中金企信、各公司公告、百川盈孚、开源证券研究所

图43：2024年2月份以来TMA价格快速上涨

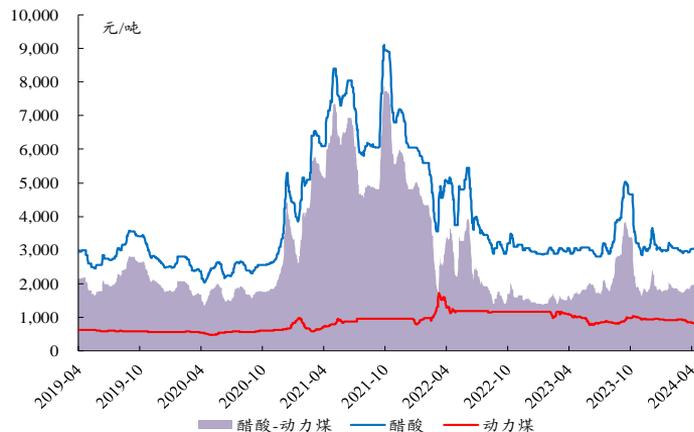


数据来源：Wind、钢联数据、开源证券研究所

2.3.3 供给优化—醋酸：国内装置开工高位下降，国外装置异动较多，价格上行

- **国内供给方面**，根据百川盈孚数据，目前醋酸行业开工负荷80%以上，依旧偏于高位，新增辽宁地区装置停车检修，醋酸整体开工率或再度下降。国外开工方面，据百川盈孚报道，多套装置检修，美国利安德巴塞尔54.4万吨装置于3月4日宣布不可抗力，恢复时间待定；日本大赛路45万吨装置于3月末故障停车；韩国乐天65万吨装置将于4月10日-5月15日停车检修。
- **新增产能方面**，根据卓创资讯数据，2020年醋酸行业产能为935万吨，而2023年行业产能为1,126万吨，行业产能增幅达20.43%。而2023年在需求疲软，产能大幅增长背景下，醋酸行业产能利用率仍有84%。2024年预计仅有两套装置投产，分别为河北建滔80万吨装置，预计于2024年4月投产；新疆中和合众100万吨装置，预计于2024年10月投产。随着国内外开工负荷下降、国内新增产能有限，2024年醋酸供给压力有望大幅减缓。
- **推荐标的：江苏索普、华鲁恒升等。**

图44：2024年3月以来，醋酸价差扩大

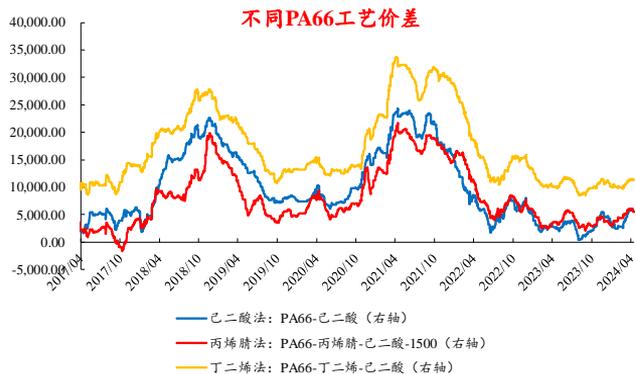


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.4 供给优化—PA66：己二腈国产化进程较慢，推动PA66价格上涨

- **PA66核心生产原料己二腈生产技术壁垒较高。**2022年我国己二腈表观消费量约为38.3万吨，而我国己二腈产量约为10万吨，需进口己二腈28.3万吨，进口依赖度为73.89%。截至2022年年底统计数据，目前国内在建产能48万吨/年、规划产能255万吨/年，但由于己二腈生产难度较大，预计短期内实际投产产能或较少。
- **2023年10月以来，PA66价格、价差呈增长趋势。**据DT新材料公众号，2023年10月，英威达奥兰治(Orange)工厂的51.65万吨/年己二腈产能关闭，己二腈供应短缺带动其价格上涨，进而带动PA66价格上涨。进入2024年以来，受益于我国经济持续恢复，新能源汽车、家电等领域景气高增，带动PA66需求增长，进而推动PA66价格持续增长。据Wind数据及我们测算，截至2024年4月12日，PA66价格为2.35万元/吨，同比增长14.08%；丁二烯法、己二酸法、丙烯腈法PA66价差分别为1.14、0.56、0.56万元/吨，分别同比增长11.53%、109.12%、50.11%，其中丁二烯法PA66与原料的价差高于其他工艺。未来随着PA66需求持续增加，而已二腈产能国产化进程若较慢，己二腈或维持偏紧格局，推动PA66价格上涨。
- **受益标的：中国化学、神马股份。**

图45：2017年以来丁二烯法PA66价差高于较其他工艺



数据来源：Wind、开源证券研究所

KYSEC

表16：截至2023年年底，己二腈产能主要集中在国外

地区	企业名称	2023年年底产能 (万吨/年)	技术路径
国外	英威达	89	丁二烯法
	奥升德	49	丙烯腈法
	巴斯夫	30	丁二烯法
	旭化成	4.3	丙烯腈法
	合计	173	
国内	英威达(中国)	40	
	华峰集团	20	己二酸法
	天辰齐翔	20	丁二烯法
	合计	80	

数据来源：《国内外己二腈行业现状及竞争力分析》（屠庆华等，2023年）、化工新材料公众号、DT新材料公众号、开源证券研究所

表17：预计2024年国内PA66投产产能32万吨/年

企业	现有产能 (万吨/年)	规划新增产能 (万吨/年)
	2023年	2024E
神马尼龙化工	26	2
华峰聚氨酯	23	5
上海英威达	19	21
江苏华洋	5	
宁夏瑞泰	4	
辽阳兴家	4	
优纤科技	2	
聚合顺鲁化新材料	0.5	
浙江新力	2	
烟台华润锦纶		4
合计	85.5	32

数据来源：百川盈孚、隆众资讯、神马股份公告、开源证券研究所

2.3.5 供给优化—蛋氨酸：海外巨头减产或陆续退出，产品价格底部上行

■ 供给扰动带动营养品价格底部上行。据Wind数据，2023Q3以来蛋氨酸价格震荡上行，截至2024年4月29日，蛋氨酸市场价格稳定，国内固体蛋氨酸、液体蛋氨酸报价22.00、16.15元/公斤，处于2009年以来的37.4%、26.6%历史分位。据饲料巴巴公众号报道，2024年巴斯夫、帝斯曼、宁夏紫光、赢创及新和成等头部企业均有维生素或氨基酸的停产检修或退出市场计划。我们认为，随着供需格局逐步优化，维生素、氨基酸行业景气有望复苏，行业龙头公司有望充分受益。

■ 推荐标的：新和成。受益标的：梅花生物等。

图46：2023Q3以来蛋氨酸价格底部震荡上行

蛋氨酸价格（元/公斤）



表18：蛋氨酸行业集中度高，2024H2预计新增包括赢创4万吨、新和成18万吨

企业简称	生产基地	现有产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)	远期产能 (万吨/年)	备注
赢创	新加坡	15+15	4	34	新加坡基地2023预计2024Q3达产
	比利时安特卫普	36.5	新建一套甲硫醇生产装置	36.5	甲硫醇是生产MetAMINO® (DL-蛋氨酸)的中间体, 目前通过第三方采购, 预计2024年投产。
	美国莫比尔				
	德国韦塞林		升级和扩建位于德国韦塞林的蛋氨酸中间体 (MMP) 生产工厂		采用了新开发的生产工艺, 可避免如丙烯醛等化学中间体在工厂的仓储。
小计	66.5	4	70.5		
安迪苏	法国、西班牙	35.7 (液蛋、固蛋)		35.7	Les Roches工厂主要生产合成蛋氨酸的第一中间体MMP; 法国Commentry工厂和Roussillon工厂生产固蛋, 西班牙Burgos工厂生产液蛋。
	中国南京	17+18 (液蛋)		36	一期、二期液蛋协同, 实际产能可以达到36万吨/年
	中国泉州		15 (固蛋)	15	预计2027年投产
小计	70.7	15	86.7		
新和成	中国山东	30	18 (液蛋, 折纯)	48	
诺伟司	美国	32 (液蛋)		32	
住友化学	日本	25	-7.5	17.5	计划将爱媛县工厂的产能比2018财年未减少3成。
希杰	马来西亚	8	-3.2	4.8	自2023H2蛋氨酸产量将减少30%-40%, 自2024年开始与小品种氨基酸共线生产。
紫光	中国宁夏	5+5	10	20	计划投产三期合计20万吨, 目前投产二期共10万吨; 还有1万吨/年氰醇法制蛋氨酸中试装置。
和邦生物	中国四川	7 (液蛋)		7	
国内产能合计 (折纯)		82		126	
全球产能合计 (折纯)		249		287	
前三大企业产能占比CR3		67%		72%	

数据来源：Wind、博亚和讯等、开源证券研究所

资料来源：博亚和讯、各公司官网、各公司公告等、开源证券研究所

2.3.6 供需共振——钛白粉：非地产类需求稳增与出口旺盛，2024年盈利或继续修复

- **供给端：**国内钛白粉行业经历2022-2023年的大规模产能扩张以后，行业盈利中枢出现下滑，扩产进程也有所放慢。据百川盈孚统计，预计后续2024-2025年国内钛白粉合计新增产能仅约86万吨，且投产进程存在诸多不确定性。
- **需求端：**国内或受地产竣工端拖累，但国内非地产类需求与出口方面仍值得期。国内方面，钛白粉需求与地产竣工端相关度较高，2023年国内地产竣工端表现亮眼，但开工端有所承压，预计2024年地产领域对于钛白粉需求或形成拖累。但钛白粉其他领域需求为工业涂料、油墨、塑料、造纸等，与国民经济高度相关，仍有望保持稳定增长。**出口方面**，2023年国内钛白粉累计出口164万吨（占总产量的41%），同比增长16.75%，出口去向主要为亚洲、南美、非洲等发展中国家。同时，海外钛白粉企业由于盈利下滑，其产能陆续出清，如2023年7月科慕宣布关闭中国台湾（观音）钛白粉工厂，该基地于2023年8月1日起立即停止生产，对应氯化法钛白粉产能15万吨/年。在此背景下，未来国内钛白粉出口有望继续保持稳定增长。
- **未来展望与投资建议：**尽管2024年地产领域或对钛白粉需求形成拖累，但国内非地产类需求与出口方面仍值得期待。同时，钛白粉行业投产高峰已过，未来供给增量也较为有限，预计钛白粉盈利有望进一步修复。
- **推荐标的：**龙佰集团、安宁股份等。

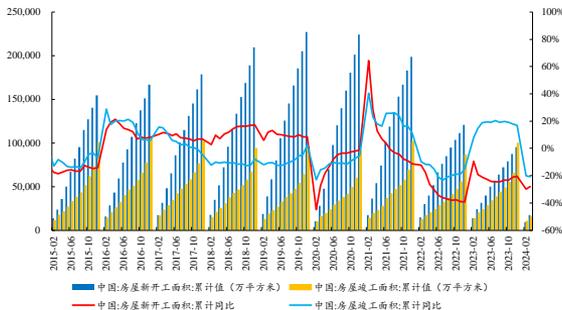
表19：钛白粉新增产能有限，且投产存在诸多不确定性（万吨）

企业名称	新增产能	类型	预计投产时间
惠云钛业	5	硫酸法	2024年3月投产
国城资源	10	硫酸法	预计2024年4月投产
中核钛白	20	硫酸法	预计2024年4月投产
攀钢集团	6	氯化法	预计2024年4月投产
威胜福化工	8	硫酸法	预计2024年6月投产
镇钛化工	5	硫酸法	预计2024年12月投产
大地云天化	10	硫酸法	预计2025年1月投产
顺风钛业	12	硫酸法	预计2025年3月投产
国城资源	10	硫酸法	预计2025年12月投产
合计	86	-	-

数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

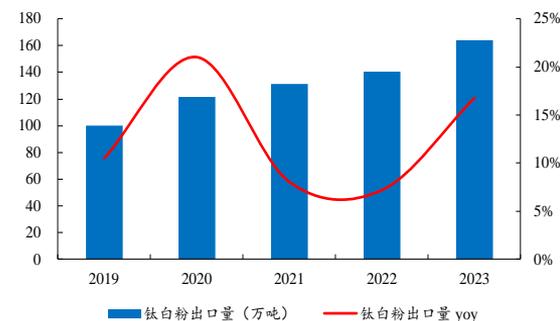
KYSEC

图47：2023年地产竣工端与开工端分化严重



数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：国内钛白粉出口稳步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 供需边际双重改善，看好中国化工稳定供应全球
- 2 化工龙头先行+关注出口放量和弹性涨价品种
- 3 盈利预测与投资建议
- 4 风险提示

表20：相关标的盈利预测与估值表

证券简称	收盘价(元/股)	归母净利润增速(%)			PE(倍)			评级
	2024年4月30日	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
恒力石化	15.50	197.8	35.6	20.6	13.4	11.7	9.7	买入
华鲁恒升	29.79	-43.1	26.8	7.7	16.4	13.9	12.9	买入
荣盛石化	11.21	-65.3	436.7	62.2	90.5	18.3	11.3	买入
万华化学	89.10	3.6	20.2	28.2	14.3	13.8	10.8	买入
龙佰集团	21.00	-5.6	21.8	34.7	12.7	12.8	9.5	买入
新和成	19.20	-25.3	44.3	16.0	19.4	15.2	13.1	买入
扬农化工	64.43	-12.8	22.3	33.0	16.4	13.7	10.3	买入
兴发集团	21.52	-76.4	24.4	28.0	14.7	14.1	11.0	买入
新凤鸣	14.29	628.4	89.0	23.5	20.0	10.6	8.6	买入
桐昆股份	13.77	539.1	359.2	54.6	45.8	9.1	7.1	买入
赛轮轮胎	16.60	132.1	11.9	11.6	11.9	15.8	14.1	买入
金石资源	33.28	56.9	100.6	35.7	47.1	28.8	21.2	买入
巨化股份	23.65	-60.4	222.1	61.6	47.2	21.0	13.0	买入
三美股份	42.48	-42.4	241.5	60.7	74.2	27.2	16.9	买入
昊华科技	31.09	-22.8	32.7	26.8	30.9	24.0	18.7	买入
江苏索普	6.83	-96.5	—	—	477.4	—	—	买入
龙佰集团	21.00	-5.6	21.8	34.7	12.7	12.8	9.5	买入
安宁股份	32.75	-14.5	13.5	2.6	13.6	12.4	12.0	买入
卫星化学	19.28	54.7	24.9	20.5	10.4	10.8	8.9	未评级
广信股份	14.80	-37.9	26.4	17.9	9.2	7.5	6.4	未评级
江山股份	16.75	-84.7	58.0	61.2	27.3	16.6	10.3	未评级
润丰股份	57.90	-45.4	40.3	24.6	25.3	14.7	11.8	未评级
鲁西化工	11.57	-74.1	135.7	29.5	23.5	11.5	8.9	未评级
沧州大化	10.43	-54.7	—	—	29.4	—	—	未评级
中国化学	6.90	0.2	16.6	13.6	7.2	6.7	5.9	未评级
新乡化纤	4.17	90.3	1058.4	52.2	-112.4	16.2	10.6	未评级
吉林化纤	3.65	135.2	386.2	44.7	222.3	59.7	41.3	未评级

证券简称	收盘价(元/股)	归母净利润增速(%)			PE(倍)			评级
	2024年4月30日	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
森麒麟	26.23	70.9	52.6	17.1	15.7	12.5	10.7	未评级
玲珑轮胎	22.40	376.9	57.6	22.6	20.4	15.1	12.3	未评级
通用股份	6.48	1175.5	176.2	45.4	30.2	16.4	11.3	未评级
贵州轮胎	6.43	94.2	25.5	20.2	8.8	9.1	7.5	未评级
金发科技	7.46	-84.1	280.0	57.8	67.4	17.3	10.8	未评级
维远股份	17.53	-83.8	87.6	54.1	100.1	50.1	32.5	未评级
东阳光	8.85	-123.7	525.7	38.3	-75.1	21.7	15.7	未评级
永和股份	24.30	-38.8	210.7	37.6	51.6	16.6	12.0	未评级
正丹股份	19.90	-82.3	—	—	279.6	—	—	未评级
神马股份	7.68	-69.1	234.2	61.2	63.0	19.3	12.0	未评级
梅花生物	11.12	-27.8	4.2	13.2	8.8	9.7	8.5	未评级
东岳集团	6.97	-81.6	112.1	21.9	16.3	10.5	8.6	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：江苏索普、昊华科技以及“未评级”公司的盈利预测与估值均来自Wind一致预测，其余“买入”评级公司的盈利预测与估值来自开源证券研究所；“-”表示没有Wind一致预测）

目录

CONTENTS

- 1 供需边际双重改善，看好中国化工稳定供应全球
- 2 化工龙头先行+关注出口放量和弹性涨价品种
- 3 盈利预测与投资建议
- 4 风险提示

(1) 政策执行不及预期：化工行业政策法规较多，在“碳达峰”、“碳中和”目标的提出及《长江保护法》发布实施的背景下，近年来化工行业准入条件和污染物防控标准不断提升，供给端落后产能有所出清。未来化工行业格局持续优化仍需依托各级政策文件的严格施行，若政策执行不及预期，化工行业供给格局进一步优化的进度或将放缓。

(2) 原油及产品价格大幅波动：受化工行业周期性属性影响，多数化工产品市场价格易受油煤气等大宗原材料成本、行业政策、市场供需关系等因素变化而呈现较大幅度波动，给化工行业公司的经营管理带来了一定挑战，企业应该紧密关注宏观经济走势及行业发展动态，根据市场变化科学调整产品结构及业务模式；还要加强对原材料市场价格走势的研判，科学把握原材料采购节奏，加强物流、采购供应商管理；同时优化公司产业结构，不断提升公司抵御市场波动的能力。

(3) 安全环保生产等：化工企业生产过程中部分原料、半成品或产成品为易燃、易爆、腐蚀性或有毒物质，产品生产过程中可能涉及高温、高压等工艺，对操作要求较高，存在着因设备及工艺不完善、操作不当等原因而造成意外安全事故的风险，化工产品的生产过程中会产生一定数量的废水、废气、废渣，如果处置不当，可能出现环保事故。企业应当严格遵守国家安全及环保政策的有关规定，继续加大安全环保生产管理投入，强化源头治理，层层落实安全环保主体责任，降低安全环保生产风险。

1根据新凤鸣2024一季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 6.41%的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券