

# 强于大市

# 化工行业 2024 年中期策略

## 供需略改善，关注油气油服、新材料与景气上行子行业

行业景气度略有改善，展望 2024 年下半年，国内外需求有望持续复苏。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

- 全球经济增长放缓，化工各子行业、各产品表现分化。**2024 年 1-5 月，化学原料与化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业累计营收分别同比增长 5.20%、16.20%、6.60%；利润总额同比分别下降 4.04%、提升 156.23%、提升 20.90%。从具体产品价格来看，截至 2024 年 7 月 7 日，重点跟踪的化工产品中有 46.53% 的产品年内均价较 2023 年均价有所上涨。从库存来看，截至 5 月，化学原料及化学制品产成品库存金额同比下降 4.00%，下降幅度略高于 PPI；化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业产成品库存分别同比增长 22.10%、4.50%，库存有所累积。
- 需求端来看，当前下游需求缓慢复苏，未来有望持续恢复。**上半年我国汽车、家电等领域增速较高，未来伴随稳增长政策继续发力，地产、纺织服装等下游需求有望迎来改善。出口方面，我国出口同比增速已于 2024 年一季度转正，扭转自 2022 年四季度以来持续同比负增长趋势；另一方面，由于全球范围内部分化工品利润持续收缩，加之欧洲等地较高的运营成本和剧烈波动的能源价格，近年来在盈利能力恶化下多家海外巨头化工企业宣布停产计划，暂停或永久关闭工厂，涉及聚烯烃、MMA 等多个产业链。随着海外部分产能的逐渐退出，国内部分化工产品的出口需求有望进一步增长，国内部分化工产业链的全球市占率有望进一步提升。此外，半导体、新能源、航空航天、军工等领域关键材料的自主化重要性日益提升，相关领域的优秀企业迎来发展良机。
- 供给端来看，化工各子行业的固定资产投资额较 2023 年均有所增长，且产能持续向优势龙头企业集中。**2024 年 1-5 月化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额分别累计同比增长 9.90%、4.70%、14.20%。从上市公司在建工程数据来看，2024 年一季度化工行业在建工程为 9,309.79 亿元，同比下降 1.05%，其中基础化工行业在建工程为 3915.24 亿元，同比增长 10.02%；石油行业在建工程为 5,394.55 亿元，同比下降 7.78%。2024 年一季度中国石油、中国石化、万华化学、恒力石化、荣盛石化、合盛硅业、东方盛虹、宝丰能源在建工程较高，合计占比达到 65.44%。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。
- 成本端来看，2024H2 国际油价仍有支撑，煤炭价格或小幅回调。**2024 年上半年国际油价在历史中高位水平震荡，截至 2024 年 6 月 28 日，布伦特原油与 WTI 原油价格分别为 86.40、81.49 美元/桶，分别同比增长 15.35%、15.36%。我们认为，2024 年下半年，欧佩克减产政策及地缘政治风险将对油价起到主要支撑作用，油价或延续中高位震荡。煤炭方面，整体来看我国煤炭需求保持旺盛，国内产量整体持稳，但基于煤炭海内外价差，进口量仍存在提升空间，预计下半年煤炭供需关系或偏宽松，煤炭价格或呈现弱稳态势。

### 相关研究报告

《化工行业周报 20240721》20240721  
 《化工行业周报 20240714》20240714  
 《化工行业周报 20240707》20240708

中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

### 基础化工

证券分析师：余媛媛

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

证券分析师：徐中良

zhongliang.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300524050001

联系人：范琦岩

qiyan.fan@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300123030023

联系人：赵泰

tai.zhao@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300123070003

### 投资建议

- 从估值的角度，截至 2024 年 6 月 30 日，SW 基础化工市盈率 (TTM) 为 20.86 倍，处在历史 (2002 年至今) 的 27.70% 分位数；市净率为 1.62 倍，处在历史水平的 2.30% 分位数；SW 石油石化市盈率 (TTM) 为 15.32 倍，处在历史 (2002 年至今) 的 24.80% 分位数；市净率为 1.26 倍，处在历史水平的 3.90% 分位数。当前板块估值处于历史低位，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，油气开采板块高景气度延续，能源央企提质增效深入推进，分红派息政策稳健，推荐：中国石油、中国海油、中国石化。**油气上游资本开支增加，油服行业景气度修复，技术进步带动竞争力提升，海外发展未来可期，建议关注：中海油服、海油发展、海油工程。
- 2、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、沪硅产业、江丰电子、德邦科技、鼎龙股份；建议关注：彤程新材、华特气体、联瑞新材、圣泉集团。**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；建议关注：莱特光电、奥来德、瑞联新材。吸附分离材料多领域需求持续高增长。推荐：蓝晓科技。
- 3、关注景气度持续向上的子行业。一是氟化工。三代制冷剂供给需求双端持续改善，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。二是动物营养。维生素和蛋氨酸需求改善、供给集中，景气度有望持续上行。推荐：新和成。三是涤纶长丝。短期受益 2024 年新增产能减少与需求修复，中长期竞争格局优化下，产品盈利中枢有望合理抬升，龙头企业有望优先受益。推荐：桐昆股份；建议关注：新凤鸣。四是业务逆势扩张、向新能源新材料领域延伸的传统化工龙头。推荐：万华化学、华鲁恒升、卫星化学。**

### 评级面临的主要风险

- 油价下跌风险；环保政策变化带来的风险；经济异常波动；全球经济低迷；关税政策发生变化。**

## 目录

行业数据回顾与展望 .....	8
全球宏观经济增速放缓 .....	8
2024 年行业整体营收同比改善，产品价格分化 .....	9
需求端展望：当前缓慢复苏，未来有望继续恢复 .....	14
供给端展望：产能持续向优势龙头企业集中 .....	16
成本端展望：2024H2 国际油价仍有支撑，煤炭价格或小幅回调 .....	17
2023 年及 2024 年一季度基础化工及石油石化行业业绩表现 .....	19
当前化工行业位于低估值区间 .....	22
小结及展望 .....	23
油气上游景气度延续及能源央企价值重估 .....	25
原油价格有望延续中高位，油气开采行业景气度持续 .....	25
技术发展日新月异，油服行业厚积薄发 .....	26
国内油服产业升级，技术革新成效显著 .....	29
国内油服企业竞争力提升，海外发展未来可期 .....	30
管理效率提升，经营业绩向好 .....	31
下游需求提升叠加国产化进程加速，相关新材料发展空间大 .....	35
我国新材料产业规模不断扩大 .....	35
半导体行业景气度有望回暖，上游材料进口替代持续推进 .....	35
OLED 材料需求提升 .....	41
吸附分离材料：多领域需求持续高增长 .....	45
景气度持续上行的子行业 .....	49
氟化工：配额落地，需求提振，景气度持续上行 .....	49
动物营养：需求改善、供给集中，景气度有望持续上行 .....	55
涤纶长丝：竞争格局优化，行业景气度修复 .....	60
传统化工龙头：业务逆势扩张，业绩稳健增长 .....	63
投资建议 .....	65
风险提示 .....	67
附表 .....	68

## 图表目录

图表 1. 全球制造业 PMI (截至 2024 年 6 月)	8
图表 2. 发达经济体制造业 PMI (截至 2024 年 6 月)	8
图表 3. 我国制造业 PMI (截至 2024 年 6 月)	8
图表 4. IMF 对全球经济增速的预测	8
图表 5. 全球主要经济体出口增速 (截至 2024 年 3 月)	9
图表 6. 化工一级子行业营业收入累计同比增速 (截至 2024 年 5 月)	9
图表 7. 化学原料及化学制品利润总额 (截至 2024 年 5 月)	9
图表 8. 化学纤维制造业利润总额 (截至 2024 年 5 月)	10
图表 9. 橡胶和塑料制品业利润总额 (截至 2024 年 5 月)	10
图表 10. 化学工业 PPI 当月同比 (截至 2024 年 5 月)	10
图表 11. 化工子行业 PPI 当月同比 (截至 2024 年 5 月)	10
图表 12. 主要化工产品价格情况	11
续 图表 12. 主要化工产品价格情况	12
图表 13. 化学原料及制品制造业历史产成品存货 (截至 2024 年 5 月)	13
图表 14. 化学纤维制造业产成品存货 (截至 2024 年 5 月)	13
图表 15. 橡胶和塑料制品业产成品存货 (截至 2024 年 5 月)	13
图表 16. 工业企业产成品存货累计同比 (截至 2024 年 5 月)	13
图表 17. 各子行业产能利用率 (截至 2024 年 3 月)	13
图表 18. 部分产业链开工率 (截至 2024 年 6 月)	13
图表 19. 国内汽车产量及同比增速 (截至 2024 年 5 月)	14
图表 20. 国内汽车销量及同比增速 (截至 2024 年 5 月)	14
图表 21. 国内新能源汽车产量及同比增速 (截至 2024 年 5 月)	14
图表 22. 国内新能源汽车销量及同比增速 (截至 2024 年 5 月)	14
图表 23. 国内房地产新开工、竣工面积累计同比 (截至 2024 年 5 月)	14
图表 24. 国内家电产品产量累计同比 (截至 2024 年 5 月)	14
图表 25. 我国出口金额当月同比 (截至 2024 年 5 月)	15
图表 26. 我国 PMI 新出口订单指数 (截至 2024 年 6 月)	15
图表 27. 2024 年 1-5 月我国出口占比较高的部分化工产品	15
图表 28. 海外部分化工装置关停计划梳理	16
图表 29. 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 2024 年 5 月)	17
图表 30. 化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比 (截至 2024 年 5 月)	17
图表 31. 塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比 (截至 2024 年 5 月)	17
图表 32. 2024Q1 化工行业上市公司在建工程占比	17
图表 33. 基础化工行业在建工程情况	17
图表 34. 石化行业在建工程情况	17

图表 35. 布伦特与 WTI 原油价格走势 (2000-2024H1)	18
图表 36. 美国汽油库存 (2019-2024H1)	18
图表 37. 美国原油库存 (2019-2024H1)	18
图表 38. 国内动力煤价格走势 (2011-2024H1)	19
图表 39. 中国原煤累计产量 (2015-2024)	19
图表 40. 中国原煤累计进口量 (2013-2024)	19
图表 41. 基础化工板块经营数据分析	20
图表 42. 基础化工板块经营数据 2024 年一季度同环比情况	20
图表 43. 2018Q1-2024Q1 基础化工行业销售毛利率、销售净利率走势	20
图表 44. 2018Q1-2024Q1 基础化工行业 ROE (摊薄) 走势	20
图表 45. 2022Q1-2024Q1 基础化工行业销售毛利率、销售净利率、ROE (摊薄) 走势	21
图表 46. 石油石化行业经营数据分析	21
图表 47. 石油石化板块经营数据 2024 年一季度同环比情况	21
图表 48. 2018Q1-2024Q1 石油石化行业销售毛利率、销售净利率走势	22
图表 49. 2018Q1-2024Q1 石油石化行业 ROE (摊薄) 走势	22
图表 50. 2022Q1-2024Q1 石油石化行业销售毛利率、销售净利率、ROE (摊薄) 走势	22
图表 51. 2002-2024 年 6 月申万基础化工指数、申万石油石化指数与沪深 300 指数	23
图表 52. SW 基础化工指数市盈率、市净率	23
图表 53. SW 石油石化指数市盈率、市净率	23
图表 54. “三桶油”历年原油产量 (2017-2024Q1)	25
图表 55. “三桶油”国内原油产量占比 (2017-2023)	25
图表 56. “三桶油”油气当量产量 (2018-2024 年 Q1)	25
图表 57. “三桶油”勘探开采板块营收 (2018-2023)	26
图表 58. “三桶油”勘探开采板块毛利 (2018-2023)	26
图表 59. “三桶油”在建工程和固定资产 (2018-2024Q1)	26
图表 60. 全球油气上游投资额 (2015-2024E)	27
图表 61. 全球上游油气投资额 (按资金去向分类) (2015-2024E)	27
图表 62. 主要海外油服公司营收 (2010-2023)	28
图表 63. 主要海外油服公司毛利 (2010-2023)	28
图表 64. 全球油气上游资本开支和布伦特原油价格 (2015-2024E)	28
图表 65. 全球油气上游资本开支增速和布伦特原油价格 (2015-2024E)	29
图表 66. 中国石油、中国石化、中国海油操作成本变动 (2016-2023)	29
图表 67. 海内外油气公司操作成本变化 (2023 VS 2018)	29
图表 68. 中国石油、中国石化、中国海油资本开支 (2015-2023)	30
图表 69. 中国石油、中国石化、中国海油资本开支/EBITDA 比率 (2015-2023)	30
图表 70. 中海油服、海油工程、海油发展营业收入 (2013-2023)	30
图表 71. 中海油服、海油工程、海油发展营业利润 (2013-2023)	30

图表 72. 中国油服企业部分新签海外订单或协议 (2023-2024)	31
图表 73. 中海油服分地区营收结构 (2004-2023)	31
图表 74. 海油工程分地区营收结构 (2004-2023)	31
图表 75. “三桶油”平均 ROE (2015-2023)	32
图表 76. “三桶油”总资产净利率 (2015-2024Q1)	32
图表 77. 代表性油服企业平均 ROE (2015-2023)	32
图表 78. 代表性油服企业总资产净利率 (2015-2023)	32
图表 79. “三桶油”股息率 (2015-2023)	33
图表 80. “三桶油”现金分红率 (2015-2023)	33
图表 81. 代表性油服企业股息率 (2020-2023)	33
图表 82. 代表性油服企业现金分红率 (2020-2023)	33
图表 83. “三桶油”毛利率 (2018-2024Q1)	33
图表 84. 代表性油服企业毛利率 (2013-2024Q1)	33
图表 85. 2022 年与 2023 年央企考核体系对比	34
图表 86. 推荐及建议关注的能源央企	34
图表 87. 近年国内部分新材料相关规划和支持政策	35
图表 88. 全球半导体产业销售额 (截至 2024 年 5 月)	36
图表 89. 台股半导体材料营收 (截至 2024 年 5 月)	36
图表 90. 2018-2023 年全球各地区半导体材料市场规模	36
图表 91. 2016-2023 年全球晶圆制造/封装材料市场规模	36
图表 92. 2022 年全球半导体晶圆制造材料细分市场结构	37
图表 93. 国内主要半导体材料企业相关业务收入情况	37
图表 94. 2022-2028 年全球先进封装市场规模预测	38
图表 95. 2022 年全球半导体封装材料细分市场结构	38
图表 96. 国内主要企业先进封装材料项目进展 (截至 2023 年 12 月)	39
图表 97. HBM 结构图	40
图表 98. 2022-2024 年 HBM2e 与 HBM3 比重预估	40
图表 99. 2022-2024 年 HBM 市占率预估	40
图表 100. 国内主要企业 HBM 材料项目进展 (截至 2024 年 6 月)	41
图表 101. 全球不同尺寸液晶电视面板价格 (截至 2024 年 5 月)	41
图表 102. TFT 液晶面板全球营收当月值 (截至 2024 年 5 月)	41
图表 103. 2023-2024 年智能手机显示屏 AMOLED 及 TFT LCD 出货量占比	42
图表 104. 2023 年及 24Q1 全球 AMOLED 智能手机面板出货量增长情况	43
图表 105. 2021-2028 年全球 OLED 材料市场规模及预测	44
图表 106. OLED 材料分类及全球主要代表厂商	44
图表 107. 国内 OLED 终端材料主要厂商 (截至 2023 年 12 月)	44
图表 108. 国内 OLED 前端材料与中间体主要生产厂商 (截至 2023 年 12 月)	45
图表 109. 吸附分离材料国内外主要厂商	45
图表 110. 蓝晓科技盐湖提锂项目进展	46

图表 111. 2019-2025 年全球色谱填料行业市场规模及增速.....	46
图表 112. 蓝晓科技 2023 年主要产品产能情况.....	47
图表 113. 主要推荐的新材料上市公司.....	48
图表 114. 三代制冷剂配额削减时间表.....	49
图表 115. 2024 年制冷剂生产配额（万吨）.....	50
图表 116. 主流制冷剂价格情况.....	50
图表 117. 我国 R22 产能、产量及开工率.....	50
图表 118. R22 价格及价差.....	50
图表 119. 我国 R32 产能、产量及开工率.....	51
图表 120. R32 价格及价差.....	51
图表 121. 我国 R125 产能、产量及开工率.....	51
图表 122. R125 价格及价差.....	51
图表 123. 我国 R134a 产能、产量及开工率.....	51
图表 124. R134a 价格及价差.....	51
图表 125. 2023 年 R32 下游应用领域.....	52
图表 126. 2023 年 R125 下游应用领域.....	52
图表 127. 2023 年 R134a 下游应用领域.....	52
图表 128. 2023 年 R22 下游应用领域.....	52
图表 129. 我国空调月度产量及当月同比（截至 2024 年 5 月）.....	53
图表 130. 我国空调月度销量及当月同比（截至 2024 年 5 月）.....	53
图表 131. 我国冰箱月度产量及当月同比（截至 2024 年 5 月）.....	53
图表 132. 我国冰箱月度销量及当月同比（截至 2024 年 5 月）.....	53
图表 133. 单相浸没式液冷系统原理.....	54
图表 134. 主要推荐的氟化工上市公司.....	54
图表 135. 2016 年-2024 年 7 月维生素 A、维生素 E、维生素 D <sub>3</sub> 市场价格走势.....	55
图表 136. 2024 年以来生猪价格有所上行.....	55
图表 137. 2024 年生猪养殖预测盈利改善.....	55
图表 138. 2024 年 1-5 月维生素 A 出口量延续改善.....	56
图表 139. 2024 年 1-5 月维生素 E 出口较去年同期增长较大.....	56
图表 140. 2023 年全球维生素 A 产能分布.....	57
图表 141. 2023 年全球维生素 E 产能分布.....	57
图表 142. 2019-2023 年我国蛋氨酸产能快速扩张.....	57
图表 143. 2023 年我国蛋氨酸产量同比下滑.....	57
图表 144. 2024 年我国蛋氨酸产能分布情况.....	58
图表 145. 蛋氨酸价格于 2023 年触底，2024 年有所反弹.....	58
图表 146. 2024 年 1-5 月我国蛋氨酸出口量同比大幅增长.....	59
图表 147. 主要推荐的维生素及蛋氨酸上市公司.....	59
图表 148. FDY 价格及价差（2015-2024H1）.....	60
图表 149. POY 价格及价差（2016-2024H1）.....	60

图表 150. DTY 价格及价差 (2016-2024H1)	60
图表 151. 涤纶长丝库存天数变化 (2021-2024H1)	60
图表 152. 涤纶长丝行业产能 (2020-2024)	61
图表 153. 涤纶长丝行业产能分布 (截至 2023 年底)	61
图表 154. 2024 年涤纶长丝行业预计新增产能	61
图表 155. 涤纶长丝表观消费量 (2013-2024.5)	62
图表 156. 国内服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额及同比 (2010-2024.5)	62
图表 157. 涤纶长丝出口量及同比变化 (2020-2024.5)	62
图表 158. 涤纶长丝相关标的	62
图表 159. 优秀企业资本开支情况	63
图表 160. 龙头企业 ROE (摊薄) 情况 (2017-2023)	63
图表 161. 龙头企业研发支出占收入比重 (2017-2024Q1)	63
图表 162. 万华化学及卫星化学 2024 年部分新投产产能	63
图表 163. 部分化工产品价格走势 (2010-2024H1)	64
图表 164. 万华化学、华鲁恒升、卫星化学市净率变化 (2010-2024H1)	64
图表 165. 主要推荐的化工龙头上市公司	64
附录图表 166. 基础化工行业上市公司列表	68
附录图表 167. 石油石化行业上市公司列表	71

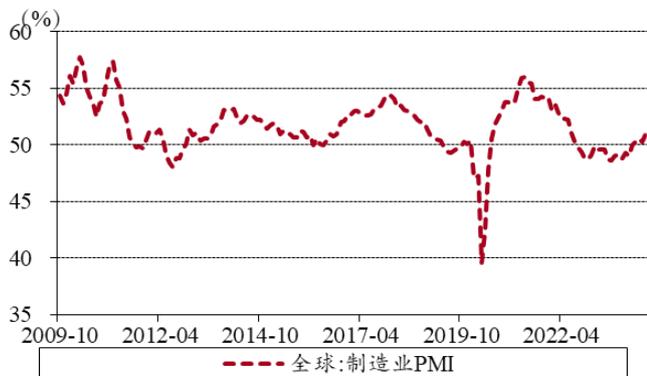
## 行业数据回顾与展望

### 全球宏观经济增速放缓

2024年上半年全球经济保持稳健复苏。2024年1-6月全球制造业采购经理人指数（PMI）均在荣枯线50%以上，5、6月份PMI分别为51.00%、50.90%。主要发达国家中，6月美国、欧盟、日本的PMI分别为48.50%、45.80%、50.00%，较去年同期均呈现复苏态势；我国5、6月PMI均为49.50%，较今年3-4月份水平有所下降，但高于去年同期。

2024年7月16日，国际货币基金组织（IMF）更新最新一期《世界经济展望》，报告中略微上调了对短期世界经济增速的预期，估计2024年、2025年全球经济增速分别为3.2%、3.3%，同时维持对五年后全球经济增速的预测值3.1%，为几十年来最低水平。在通胀方面，IMF于2024年4月发布的《世界经济展望》中预计2024年、2025年全球总体通胀率为5.9%、4.5%（2023年为6.8%），但在7月的更新报告中表示，由于服务业通胀高企，全球通胀下行的势头正在放缓。

图表 1. 全球制造业 PMI（截至 2024 年 6 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 2024 年 6 月）



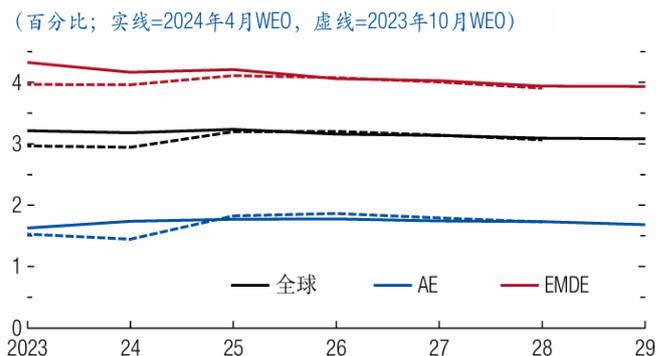
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 我国制造业 PMI（截至 2024 年 6 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 4. IMF 对全球经济增速的预测



资料来源：国际货币基金组织，中银证券

注：AE 代表发达经济体；EMDE 代表新兴市场和发展中经济体

出口层面，全球主要经济体出口仍有一定压力，中国恢复正增长。截至 2024 年一季度，美国出口增速连续四个季度为负，2024Q1 出口金额同比下降 0.34%，降幅有所收窄；欧盟 2024Q1 出口金额同比下降 4.43%，降幅持续扩大；日本出口金额连续 8 个季度负增长，2024Q1 出口金额增速为 -3.04%；中国出口经历 2022 年四季度以来的持续负增长后于 2024 年一季度迎来增速转正，2024Q1 当季出口同比增速为 1.51%。

图表 5. 全球主要经济体出口增速 (截至 2024 年 3 月)



资料来源: 万得, 中银证券

## 2024 年行业整体营收同比改善, 产品价格分化

行业营收总额方面, 化学原料与化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业累计营收增速分别于 2024 年 1-2 月、2023 年 8 月、2023 年 11 月开始同比转正。2024 年 1-5 月, 化学原料与化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业累计营收分别同比增长 5.20%、16.20%、6.60%。

行业利润总额方面, 子行业表现有所分化, 2024 年 1-5 月化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业利润总额同比分别下降 4.04%、提升 156.23%、提升 20.90%。

价格方面, 2022 年 10 月以来化工 PPI 同比增速持续为负。2024 年 5 月, 化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业的 PPI 同比增速分别为 -3.4%、-0.3%、-2.4%。

从具体产品价格来看, 截至 2024 年 7 月 7 日, 在我们统计的 101 种主要化工品种中, 2024 年以来的年内均价较 2023 年均价上涨的产品有 47 个, 占比为 46.53%, 其中涨幅超过 20% 的品种有 6 个, 占比为 5.94%, 分别是液氯 (长三角)、R125 (浙江高端)、R134a (巨化)、R22 (巨化)、丙酮 (华东)、硫酸 (浙江巨化 98%); 2024 年以来的年内均价较 2023 年均价下跌的产品有 54 个, 占比为 53.47%, 其中跌幅超过 20% 的有 7 个, 占比为 6.93%, 分别是 PTMEG (华东)、高效氯氟菊酯、草甘膦 (长三角)、联苯菊酯、盐酸 (长三角 31%)、三氯乙烯 (华东)、草铵膦。从价格分位数 (2006 年至今) 来看, 在跟踪的 101 个重点品种中, 共有 40 个品种的价格分位数低于 30%, 57 个品种的价格分位数低于 50%, 80 个品种的价格分位数低于 70%。其中, R22 (华东)、萤石粉 (华东) 价格处于历史 99% 以上分位, 氨纶 40D (华东)、贵亭酸甲酯、PTMEG (华东)、联苯菊酯、三氯乙烯 (华东)、草铵膦价格处于历史最低位置。

图表 6. 化工一级子行业营业收入累计同比增速 (截至 2024 年 5 月)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 化学原料及化学制品利润总额 (截至 2024 年 5 月)



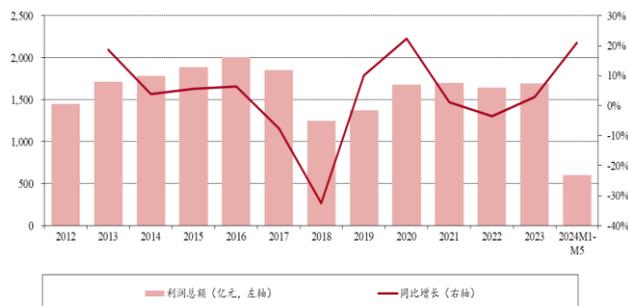
资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 化学纤维制造业利润总额 (截至 2024 年 5 月)



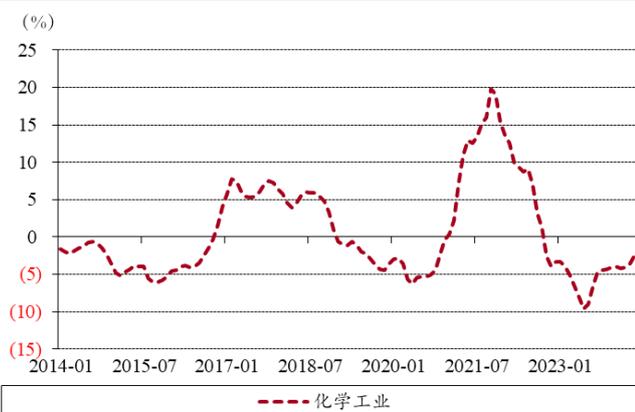
资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. 橡胶和塑料制品业利润总额 (截至 2024 年 5 月)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 化学工业 PPI 当月同比 (截至 2024 年 5 月)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 化工子行业 PPI 当月同比 (截至 2024 年 5 月)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 主要化工产品价格情况

品种	单位	最新价格	本年内均价	上年均价	同比(%)	当前分位数(%)
液氯(长三角)	元/吨	214	269	156	72.0	12.7
R125(浙江高端)	元/吨	34,500	39,766	24,900	59.7	82.4
R134a(巨化)	元/吨	31,000	32,413	24,999	29.7	69.9
R22(巨化)	元/吨	33,000	25,850	20,280	27.5	99.4
丙酮(华东)	元/吨	7,720	7,525	6,193	21.5	64.8
硫酸(浙江巨化 98%)	元/吨	500	329	272	20.9	64.7
蛋氨酸	元/吨	21,510	21,857	18,735	16.7	30.9
EDC(长三角)	元/吨	350	350	302	15.9	14.5
顺丁橡胶(华东)	元/吨	15,400	13,511	11,679	15.7	64.7
纯苯(FOB 韩国)	美元/吨	1,013	1,025	896	14.4	66.8
丁苯橡胶(华东 1502)	元/吨	15,650	13,407	11,822	13.4	70.0
棉短绒(华东)	元/吨	5,550	5,196	4,591	13.2	68.6
天然橡胶(上海地区)	元/吨	14,300	13,723	12,246	12.1	52.8
乙二醇	元/吨	4,721	4,531	4,096	10.6	23.7
乙烯(东南亚 CFR)	美元/吨	930	962	880	9.3	25.3
苯乙烯(FOB 韩国)	美元/吨	1,147	1,123	1,032	8.8	43.2
萤石粉(华东)	元/吨	3,825	3,555	3,274	8.6	99.2
甲醇(长三角)	元/吨	2,568	2,631	2,448	7.5	45.9
钛白粉(R型, 长三角)	元/吨	13,750	14,477	13,662	6.0	58.2
锦纶 FDY(华东)	元/吨	17,800	18,044	17,068	5.7	27.1
聚合 MDI(华东)	元/吨	17,200	16,815	16,007	5.1	52.3
己内酰胺(CPL)	元/吨	12,700	13,255	12,620	5.0	26.2
PA66(华东)	元/吨	21,000	22,059	21,031	4.9	4.1
无水氢氟酸(华东)	元/吨	10,725	10,355	9,904	4.6	79.4
多氟多氟化铝	元/吨	10,400	9,862	9,443	4.5	85.3
浆粕阔叶浆中国 CFR	美元/吨	940	927	891	4.1	20.7
丙烯酸	元/吨	9,450	9,817	9,457	3.8	16.6
石脑油(新加坡)	美元/桶	76	73	71	3.5	63.8
甲乙酮(华东)	元/吨	8,200	8,028	7,780	3.2	44.5
粘胶长丝(华东)	元/吨	45,500	43,925	42,588	3.1	93.2
PP(余姚市场 J340/扬子)	元/吨	8,250	8,367	8,159	2.6	10.8
二甲醚(长三角)	元/吨	3,640	3,738	3,647	2.5	43.6
磷矿石(湖北 28%)	元/吨	930	940	920	2.1	88.5
WTI 原油	美元/桶	84	79	78	1.8	68.4
己二酸(华东)	元/吨	9,650	9,693	9,528	1.7	34.6
原盐(山东海盐)	元/吨	309	310	305	1.6	85.4
LLDPE(余姚 7042/吉化)	元/吨	8,850	8,560	8,431	1.5	21.1
甲苯(华东)	元/吨	7,590	7,363	7,261	1.4	63.8
PET 切片(华东)	元/吨	7,150	6,909	6,832	1.1	37.2
涤纶 FDY(华东)	元/吨	8,550	8,263	8,173	1.1	32.9
苯胺(华东)	元/吨	11,250	11,693	11,593	0.9	67.9
PTA(华东)	元/吨	6,020	5,910	5,864	0.8	44.9
DAP(西南工厂褐色)	元/吨	3,625	3,602	3,574	0.8	87.6
涤纶短纤(华东)	元/吨	7,845	7,407	7,352	0.8	38.9
MAP(四川金河 55%)	元/吨	3,275	3,013	2,991	0.7	89.6
维生素 A	元/千克	88	84	84	0.6	6.9
粘胶短纤(华东)	元/吨	13,500	13,247	13,177	0.5	42.0
甲醛(华东)	元/吨	1,140	1,213	1,215	(0.2)	13.8
对二甲苯(PX 东南亚)	美元/吨	1,039	1,032	1,036	(0.4)	63.7
丙烯(韩国 FOB)	美元/吨	835	817	827	(1.2)	22.4
苯酚(华东)	元/吨	8,100	7,648	7,758	(1.4)	36.4
煤焦油(山西)	元/吨	4,201	4,405	4,511	(2.4)	87.0
纯 MDI(华东)	元/吨	18,100	19,467	19,947	(2.4)	26.3
丁二烯(东南亚 CFR)	美元/吨	835	817	838	(2.4)	20.6

资料来源: 百川盈孚, 卓创资讯, 中银证券

注 1: 化工产品价格分位数自 2006 年起, 或自该品种价格数据可得时间起, 截至 2024 年 7 月 7 日

注 2: 本表中所使用分位数为 percentrank 函数计算所得

续 图表 12. 主要化工产品价格情况

品种	单位	最新价格	本年内均价	上年均价	同比(%)	当前分位数(%)
维生素 E	元/千克	85	68	70	(2.8)	52.0
甲基环硅氧烷	元/吨	13,600	14,529	14,973	(3.0)	2.4
醋酐(华东)	元/吨	5,000	5,494	5,668	(3.1)	5.2
双酚 A(华东)	元/吨	9,950	9,695	10,025	(3.3)	23.8
醋酸乙烯(华东)	元/吨	5,800	6,520	6,745	(3.3)	10.5
环氧丙烷(华东)	元/吨	8,725	9,271	9,605	(3.5)	5.9
醋酸(华东)	元/吨	2,911	3,029	3,179	(4.7)	35.5
硬泡聚醚(华东)	元/吨	8,775	9,124	9,593	(4.9)	5.9
PVC(华东乙烯法)	元/吨	6,050	6,015	6,327	(4.9)	11.2
硫酸钾(罗布泊 51%粉)	元/吨	3,300	3,102	3,265	(5.0)	65.1
PVC(华东电石法)	元/吨	5,650	5,651	5,961	(5.2)	10.8
离子膜烧碱(30%折百)	元/吨	3,053	3,023	3,215	(6.0)	77.4
磷矿石(摩洛哥)	美元/吨	188	212	226	(6.1)	69.6
硝酸铵(陕西兴化)	元/吨	2,450	2,540	2,711	(6.3)	75.5
尿素(波罗的海小粒装)	美元/吨	315	287	306	(6.4)	64.0
PVA	元/吨	13,000	12,353	13,212	(6.5)	31.9
多氟多冰晶石	元/吨	6,450	6,538	7,000	(6.6)	64.9
纯吡啶(华东)	元/吨	23,750	23,414	25,164	(7.0)	33.5
硫磺(CFR 中国现货价)	美元/吨	89	79	85	(7.4)	38.3
软泡聚醚(华东散水)	元/吨	8,750	9,110	9,843	(7.5)	3.8
炭黑(黑猫 N330)	元/吨	7,850	8,120	8,820	(7.9)	79.9
环氧氯丙烷(华东)	元/吨	7,300	7,875	8,567	(8.1)	3.2
二氯甲烷(华东)	元/吨	2,425	2,356	2,578	(8.6)	12.0
金属硅	元/吨	13,600	14,629	16,108	(9.2)	52.3
电石(华东)	元/吨	3,039	3,213	3,540	(9.2)	26.0
黄磷(四川)	元/吨	21,700	22,551	24,932	(9.6)	83.4
硝酸(华东地区)	元/吨	2,000	1,984	2,197	(9.7)	57.1
尿素(华鲁恒升(小颗粒))	元/吨	2,260	2,210	2,455	(10.0)	83.5
DMF(华东)	元/吨	4,350	4,736	5,310	(10.8)	4.8
氨纶 40D(华东)	元/吨	26,400	27,928	31,872	(12.4)	0
贵亭酸甲酯	万元/吨	4	4	5	(13.0)	0
磷酸(澄星 85%)	元/吨	6,600	6,804	7,847	(13.3)	80.8
TDI(华东)	元/吨	13,400	15,499	17,926	(13.5)	15.7
氯化钾(青海盐湖 60%)	元/吨	2,500	2,541	2,957	(14.1)	58.0
液氨(河北新化)	元/吨	2,870	3,106	3,632	(14.5)	57.5
三聚磷酸钠(兴发 95%)	元/吨	7,000	7,286	8,610	(15.4)	76.1
NYMEX 天然气	美元/mbtu	2	2	3	(16.0)	20.5
轻质纯碱(华东)	元/吨	2,000	2,179	2,608	(16.4)	77.2
BDO(长三角)	元/吨	9,000	9,355	11,299	(17.2)	11.3
重质纯碱(华东)	元/吨	2,150	2,302	2,803	(17.9)	78.9
PTMEG(华东)	元/吨	13,500	15,539	19,635	(20.9)	0
高效氟氟氟菊酯	万元/吨	11	11	14	(21.6)	2.7
草甘膦(长三角)	元/吨	24,800	25,693	32,873	(21.8)	37.1
联苯菊酯	万元/吨	14	14	18	(23.1)	0
盐酸(长三角 31%)	元/吨	142	158	211	(24.9)	15.3
三氯乙烯(华东)	元/吨	4,044	4,717	6,302	(25.1)	0
草铵膦	万元/吨	5	6	8	(30.6)	0

资料来源:百川盈孚,卓创资讯,中银证券

注1:化工产品价格分位数自2006年起,或自该品种价格数据可得时间起,截至2024年7月7日

注2:本表中所使用分位数为percentrank函数计算所得

从库存数据来看，子行业间库存表现有所差异。化学原料及化学制品自 2023 年 6 月开始产成品库存金额持续同比减少，2023 年底产成品库存金额同比减少 1.10%，截至 2024 年 5 月，产成品库存金额同比下降 4.00%，下降幅度略高于 PPI；化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业 2024 年库存同比增长率不断走高，截至 2024 年 5 月，化学纤维制造业产成品库存同比增长 22.10%，橡胶和塑料制品业产成品库存同比增长 4.50%，结合二者 PPI 同比增速分别为 -0.3%、-2.4% 以及主要产品价格变化，我们判断库存量均有所累积。

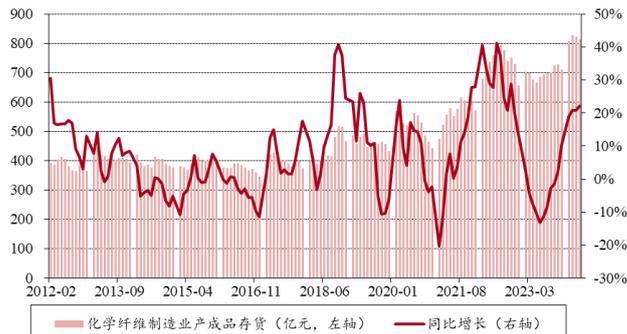
从行业开工率看，截至 2023 年 6 月，产业链开工率较高的子行业是纯碱、涤纶长丝产业链，分别达到 87.64%、86.40%；开工率较低子行业是制冷剂 R32，为 47.57%。自 2023 年起，乙烯、氯碱、制冷剂 R32 行业的开工率有所下滑，甲醇、纯碱、涤纶长丝行业的开工率有所提升。

图表 13. 化学原料及制品制造业历史产成品存货（截至 2024 年 5 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 化学纤维制造业产成品存货（截至 2024 年 5 月）



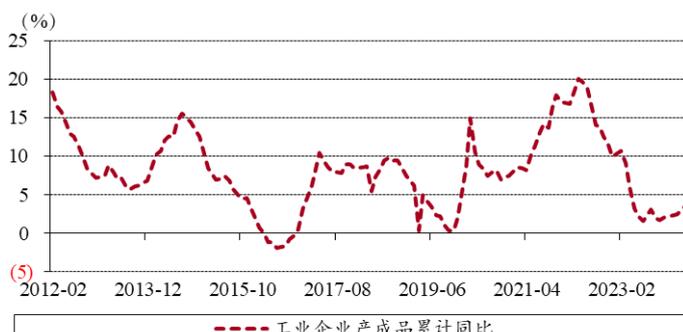
资料来源：万得，中银证券

图表 15. 橡胶和塑料制品业产成品存货（截至 2024 年 5 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 工业企业产成品存货累计同比（截至 2024 年 5 月）



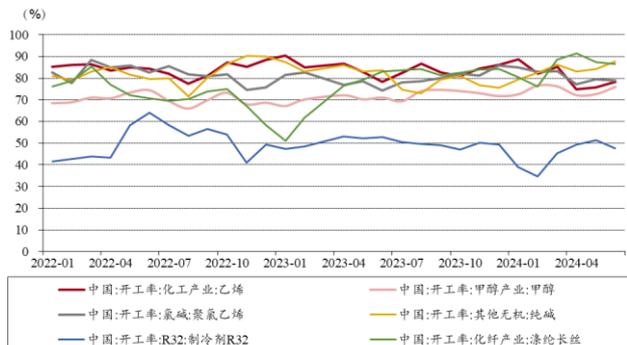
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 各子行业产能利用率（截至 2024 年 3 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 18. 部分产业链开工率（截至 2024 年 6 月）



资料来源：百川盈孚，中银证券

## 需求端展望：当前缓慢复苏，未来有望继续恢复

从国内市场来看，2024年1-5月汽车产量为1,133.10万辆，同比增长6.60%；销量为1,149.60万辆，同比增长8.30%。其中新能源汽车产量388.20万辆，同比增长33.90%；销量为389.53万辆，同比增长32.48%。

2024年1-5月国内房地产市场仍承压，房屋新开工、竣工面积分别同比下降24.20%、20.10%。但家电需求延续2023年旺盛趋势，1-5月空调、家用电冰箱累计产量同比分别增长16.70%、12.10%，彩电产量较去年同期微降0.10%。

图表 19. 国内汽车产量及同比增速（截至 2024 年 5 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 国内汽车销量及同比增速（截至 2024 年 5 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 21. 国内新能源汽车产量及同比增速（截至 2024 年 5 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 国内新能源汽车销量及同比增速（截至 2024 年 5 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 23. 国内房地产新开工、竣工面积累计同比（截至 2024 年 5 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 24. 国内家电产品产量累计同比（截至 2024 年 5 月）



资料来源：万得，中银证券

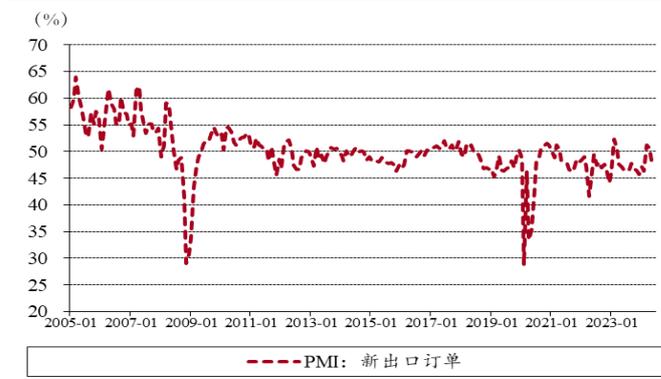
从出口情况来看，2024年1-5月我国出口金额总体保持正增长，5月出口金额当月同比为7.60%。此外，2024年1-6月我国PMI新出口订单指数多位于50%荣枯线以下，其中5、6月均为48.30%，但较2023年同期有一定改善。

图表 25. 我国出口金额当月同比（截至 2024 年 5 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 我国 PMI 新出口订单指数（截至 2024 年 6 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 27. 2024 年 1-5 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)	出口量同比增长 (%)	出口占比 (%)
基础化工	异丙醇	8.36	27.48	35.63
	丙二醇	10.63	30.64	57.99
磷化工	六偏磷酸钠	2.76	16.60	34.61
	三聚磷酸钠	8.47	(12.13)	42.57
钛白粉	钛白粉	79.67	12.12	41.33
橡胶助剂	橡胶助剂	33.33	6.51	24.63
氨基酸	赖氨酸	45.36	26.70	38.09
氟化工	聚四氟乙烯	1.41	13.15	28.46
化肥	磷酸一铵	61.45	(29.99)	14.62
	磷酸二铵	102.83	(30.63)	17.28
化学纤维	粘胶长丝	3.57	7.64	40.08
	涤纶短纤	50.80	0.67	16.24
聚氨酯	丁酮	9.15	58.59	48.96
	聚合 MDI	51.02	(1.53)	36.66
其他	柠檬酸	49.68	0.78	66.00
	草甘膦	23.99	37.36	92.88
	燃料油	796.70	(4.87)	42.17
	四氢呋喃	1.76	1.83	55.99

资料来源：万得，百川盈孚，中国橡胶工业协会，中银证券

注：橡胶助剂采用 2023 年 1-10 月数据

**2024 年下半年化工行业下游需求及出口有望复苏。**在全球经济缓慢复苏的背景下，大宗化工产品的需求有望进一步提升，有利于我国部分化工品出口。同时，伴随国内在政策端的不断发力，地产、纺织服装等领域的化工品需求或迎来改善。

**长期来看，海外部分产能退出有助于中国化工品全球市占率提升。**由于全球范围内部分化工品利润持续收缩，加之欧洲等地较高的运营成本和剧烈波动的能源价格，2024 年以来，在盈利能力恶化下多家海外巨头化工企业宣布停产计划，暂停或永久关闭工厂，涉及聚烯烃、MMA 等多个产业链。随着海外部分产能的逐渐退出，国内部分化工产品的出口需求有望进一步增长，国内部分化工产业链的全球市占率有望进一步提升。

图表 28. 海外部分化工装置关停计划梳理

产品	企业	公告时间	产能退出计划详情
苯乙烯	英力士集团	2024 年 6 月	将于 2026 年 6 月前关闭位于加拿大安大略省萨尼亚的 43 万吨/年苯乙烯生产基地
	埃克森美孚	2024 年 4 月	计划于 2024 年关闭位于法国 Gravenchon 一座蒸汽裂解炉以及相关衍生部门和物流设备, 该工厂拥有乙烯产能 42.5 万吨/年、丙烯产能 29 万吨/年, 相关衍生品包括聚乙烯、聚丙烯
	SABIC	2024 年 4 月	位于荷兰赫仑的烯烃 3 裂解装置将永久关闭, 根据标普全球商品观察的数据, 烯烃 3 工厂的年产能为 53 万吨乙烯和 32.5 万吨丙烯
聚丙烯	巴西布拉斯科 利安德巴塞尔	2023 年 2023 年 9 月	计划无限期停产位于宾夕法尼亚州马库斯胡克工厂中的一套 20.7 万吨/年 PP 装置 计划在 2023 年底关闭意大利布林迪西的 23.5 万吨/年的 PP 工厂
MMA	可乐丽	2024 年 6 月	对每年 6.7 万吨/年 MMA 产能减半, 并降低下游产品硫酸铵和 MMA 树脂成型材料的生产能力, 实施时间为 2025 年 7 月起
	三菱化学集团	2024 年 3 月	于 2024 年 7 月终止位于广岛的 ACH 法 MMA 生产装置 (10.7 万吨/年), 同时停止广岛的丙烯腈 (9 万吨/年) 和丙烯腈衍生物生产装置, 包括整合剂、乙腈和硫酸铵
双酚 A	日铁化学材料 三菱化学集团 出光兴产		年产 12 万吨装置于 2023 年底停产撤出 预计年产 12 万吨装置于 2024 年 3 月停产 预计年产 8.1 万吨装置于 2024 年 10 月停产
	PET 树脂	日本三井化学	2023 年 11 月
SAP	三洋化成株式会社	2024 年 3 月	马来西亚工厂停产; 日本名古屋工厂产能由 11 万吨/年降至 7 万吨/年, 预计于 2024 财年上半年停产; 中国工厂产能由 23 万吨/年降至 16 万吨/年
邻二甲苯、邻苯二甲酸酐	日本三菱瓦斯化学	2024 年 3 月	2025 年 1 月中旬起, 暂停其在水岛生产基地的 OX 和 PA 生产 (水岛工厂每年生产 3 万吨 OX 和 4 万吨 PA)
液晶面板材料 偏光片	日本住友化学	2024 年 1 月	预计 2024 财年偏光片产能较 2023 年 2 月削减 30%
环己酮	日本住友化学	2023 年 12 月	决定在 2024 年 3 月底之前关闭爱媛县新滨市的环己酮生产设施 (8.5 万吨/年), 并退出该业务

资料来源: 中国石油和化学工业联合会, 中国石油和化工网, 中化新网, 可乐丽公司官网, 中银证券

## 供给端展望: 产能持续向优势龙头企业集中

化工各子行业的固定资产投资完成额较 2023 年均有所增长。根据国家统计局数据, 2024 年 1-5 月化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业固定资产投资完成额累计分别同比增长 9.90%、4.70%, 较年初有一定回落, 塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比增长 14.20%。

从化工行业上市公司在建工程数据来看, 2024 年一季度化工行业 (申万 2021 版行业分类下基础化工行业与石油石化行业合计) 在建工程为 9,309.79 亿元, 同比下降 1.05%, 其中基础化工行业在建工程为 3,915.24 亿元, 同比增长 10.02%, 石油行业在建工程为 5,394.55 亿元, 同比下降 7.78%。从主要企业在建工程看, 2024 年一季度中国石油在建工程为 1,918.06 亿元, 同比增长 3.88%; 中国石化在建工程为 1,792.89 亿元, 同比减少 7.51%; 万华化学在建工程为 574.13 亿元, 同比增长 52.59%; 恒力石化在建工程为 566.24 亿元, 同比增长 71.02%; 荣盛石化在建工程为 482.17 亿元, 同比增长 61.46%。2024 年一季度中国石油、中国石化、万华化学、恒力石化、荣盛石化、合盛硅业、东方盛虹、宝丰能源在建工程较高, 合计占比达到 65.44%, 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 29. 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 2024 年 5 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比（截至 2024 年 5 月）



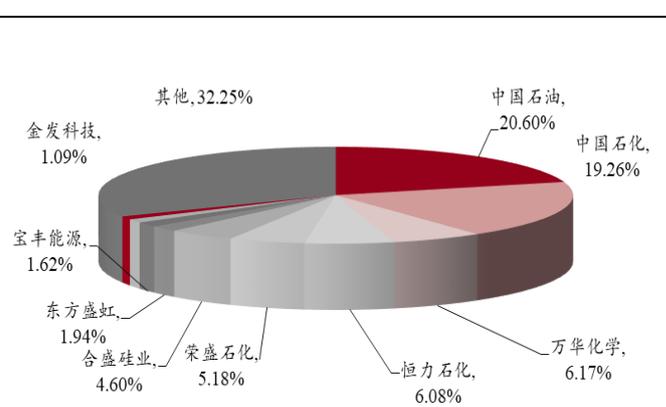
资料来源：万得，中银证券

图表 31. 塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比（截至 2024 年 5 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 32. 2024Q1 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 33. 基础化工行业在建工程情况



资料来源：万得，中银证券

图表 34. 石化行业在建工程情况



资料来源：万得，中银证券

## 成本端展望：2024H2 国际油价仍有支撑，煤炭价格或小幅回调

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。2024 年上半年国际油价在历史中高位水平震荡，截至 2024 年 6 月 28 日，布伦特原油与 WTI 原油价格分别为 86.40、81.49 美元/桶，分别同比增长 15.35%、15.36%。对 2024 年上半年油价走势产生重要影响的因素主要有地缘政治冲突、宏观环境、OPEC+ 减产政策等。2024 年上半年国际原油价格震荡上行，具体走势可分为 3 个阶段：1 月初-4 月中旬国际油价持续上涨，布伦特一度超过 90 美元/桶，主要驱动因素是地缘局势动荡加剧，以及 OPEC+ 减产政策延续。4 月中旬至 5 月下旬国际油价阶段性下跌，主要影响因素是地缘冲突阶段性缓和，且市场对全球经济和原油需求增长的担忧加剧。6 月份以来，随着北美成品油需求季节性提升以及美国原油库存波动，国际油价修复上行。

图表 35. 布伦特与 WTI 原油价格走势 (2000-2024H1)

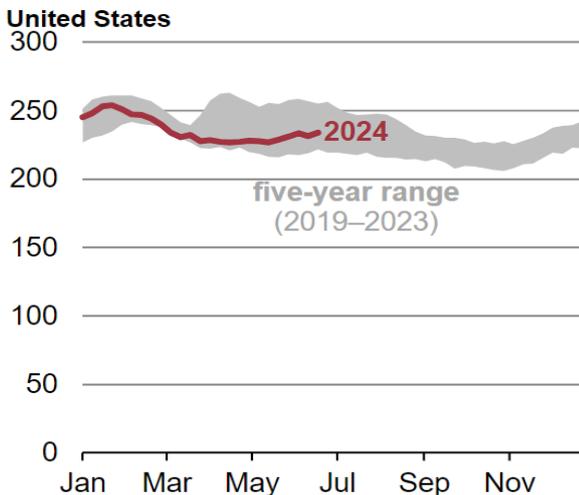


资料来源: 万得, 中银证券

**国际油价仍有支撑, 预计下半年维持中高位水平。**宏观方面, 美国通胀压力减弱, 美联储下半年降息概率上升, 美元指数有望走弱, 或对原油等大宗商品价格形成支撑。地缘政治方面, 以色列和黎巴嫩真主党之间的紧张局势不断升级, 中东地区冲突外溢的风险加大, 同时俄乌冲突仍在延续。欧佩克方面, 8 个欧佩克和非欧佩克产油国在 6 月份举行的部长级别会议上, 同意将每日 366 万桶的减产协议延长一年至 2025 年底, 并将最近一次减产协议 (八个成员国每日减产 220 万桶) 延长三个月至 2024 年 9 月底。我们认为欧佩克提出的产量政策是基于全球四季度及明年需求增长的预期, 计划在全球需求复苏的背景下适当增加供应, 并不会主动转向低价策略。

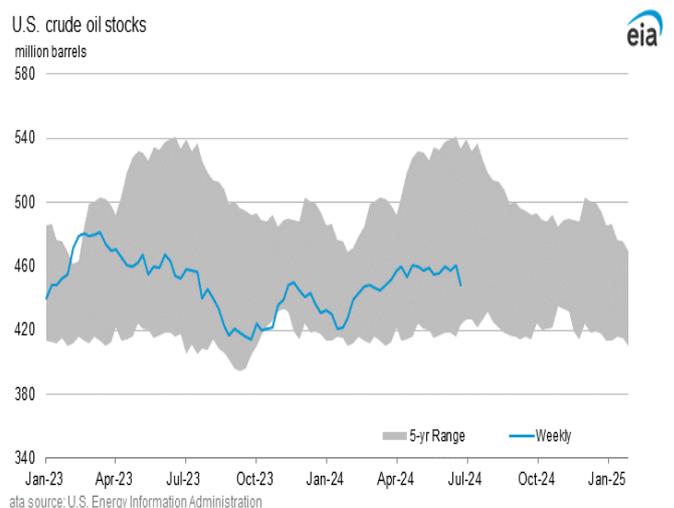
库存方面, EIA 报告显示, 截至 6 月 28 日当周, 包括战略储备在内的美国原油库存总量 8.21 亿桶, 比前一周减少 1,176 万桶, 其中, 美国商业原油库存量 4.49 亿桶, 比前一周下降 1,215.7 万桶;需求端, 全球原油需求仍将保持增长, EIA 在 6 月的《短期能源展望》报告中, 进一步上调了对全球石油需求的预期, EIA 预计今年全球原油和液体燃料消费量将增加 110 万桶/日, 至 1.03 亿桶/日, 较此前预测的 1.028 亿桶/日进一步提高。欧佩克在 6 月的月度报告中预测 2024 年全球石油需求将增加 225 万桶/日, 其中下半年全球石油需求或增加 230 万桶/日。而 IEA 的观点则相对保守, 将今年需求增长预测下调至 96 万桶/日。综合来看, 我们认为, 2024 年下半年, 欧佩克减产政策及地缘政治风险对油价起到主要支撑作用, 预计下半年油价或延续中高位震荡。

图表 36. 美国汽油库存 (2019-2024H1)



资料来源: EIA, 中银证券

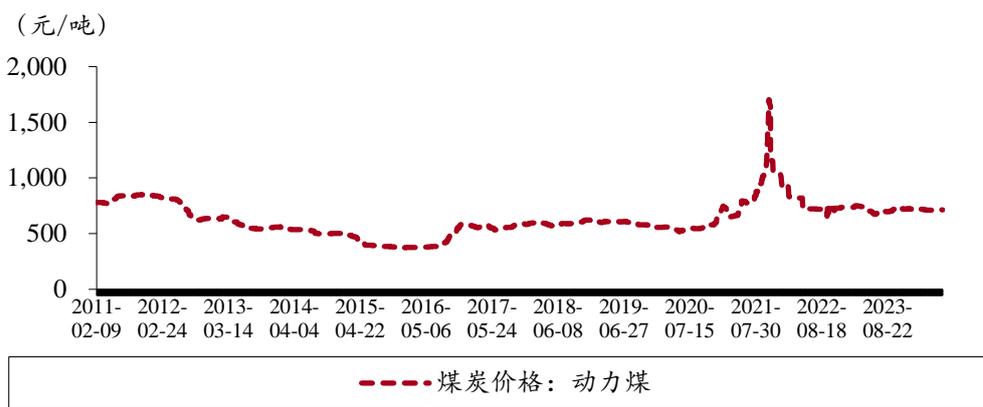
图表 37. 美国原油库存 (2019-2024H1)



资料来源: EIA, 中银证券

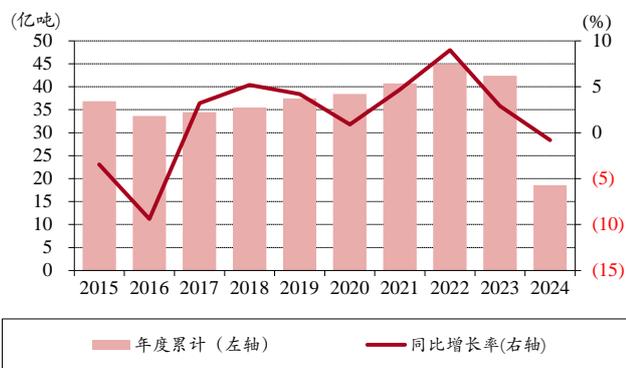
**下半年煤价或延续弱稳态势。**供应端，国内产量稳定，进口煤快速增长。产量方面，根据国家统计局的数据，2024年前5个月，中国原煤总产量为18.58亿吨，同比下降0.8%，进口方面，2024年前5个月，我国进口煤炭的总量为2.05亿吨，同比增加12.6%，煤炭进口量增加一方面是由于印度尼西亚、蒙古国等主要煤炭出口国产量增加；另一方面，2024年以来，进口煤较国内同热值煤炭存在价格优势，国内用煤企业对进口煤接受度较高。消费端，煤炭需求保持旺盛，根据国家统计局数据，2024年前5个月，规上工业发电量36570亿千瓦时，同比增长5.5%。下半年随着电力消费进入旺季，电煤需求或继续增长，另一方面，随着甲醇、尿素、PVC等煤化工品种春季检修陆续结束，下半年煤化工装置负荷或逐步提升，化工煤需求有望触底回升。综合来看，煤炭需求保持旺盛，国内产量整体持稳，但基于煤炭海内外价差，进口量仍存在提升空间，预计下半年煤炭供需关系或偏宽松，煤炭价格或呈现弱稳态势。

图表 38. 国内动力煤价格走势（2011-2024H1）



资料来源：ICE，万得，中银证券

图表 39. 中国原煤累计产量（2015-2024）



资料来源：万得，中银证券  
注：2024年数据为前5个月数据

图表 40. 中国原煤累计进口量（2013-2024）



资料来源：EIA，中银证券  
注：2024年数据为前5个月数据

## 2023年及2024年一季度基础化工及石油石化行业业绩表现

### 需求疲软下 2023、2024Q1 基础化工行业营收及归母净利润同比下降，盈利能力仍承压

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 266 家上市公司（见附表）。2023 年随着美联储持续加息，国际、国内需求复苏缓慢，叠加此前投资增速较高，供给充足，化工品价格持续走低，基础化工全行业营收、归母净利润同比均有所下降。2023 年基础化工板块实现营业收入合计 17,579.61 亿元，同比减少 5.73%；实现归母净利润 877.52 亿元，同比减少 43.83%。

2024 年一季度，随着国内需求有序复苏，叠加政府引领高质量发展政策出台，基础化工行业营收及归母净利润同比降幅有所缩小。2024Q1 基础化工板块上市公司实现营业收入 4,115.91 亿元，环比下降 5.82%，同比下降 2.23%；实现归母净利润 245.51 亿元，环比提升 159.92%，同比下降 7.74%。

图表 41. 基础化工板块经营数据分析

	2023 年	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年
营收 (亿元)	17,579.61	18,647.95	16,404.57	12,263.16	11,641.20
增速 (%)	(5.73)	13.68	33.77	5.34	4.42
归母净利润 (亿元)	877.52	1,562.38	1,817.92	758.53	705.99
增速 (%)	(43.83)	(14.06)	139.66	7.44	(16.32)

资料来源: 万得, 中银证券

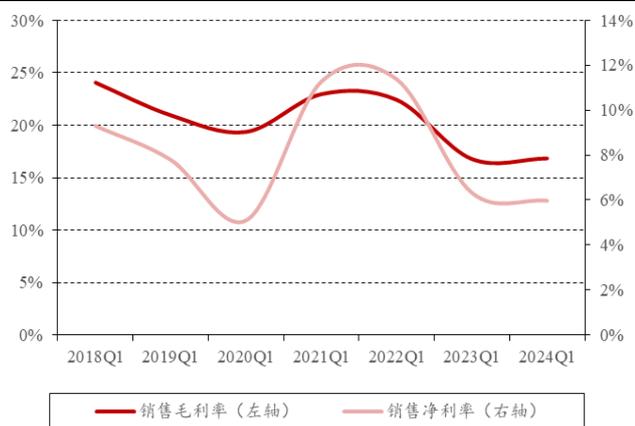
图表 42. 基础化工板块经营数据 2024 年一季度同环比情况

	2024 年 Q1	2023 年 Q4	2023 年 Q1
营业收入 (亿元)	4,115.91	4,370.26	4,209.90
2024Q1 环比 2023Q4 (%)	(5.82)		
2024Q1 同比 2023Q1 (%)	(2.23)		
归母净利润 (亿元)	245.51	94.45	266.10
2024Q1 环比 2023Q4 (%)	159.92		
2024Q1 同比 2023Q1 (%)	(7.74)		

资料来源: 万得, 中银证券

2024Q1 基础化工行业盈利能力进一步下探。2024 年一季度基础化工行业销售毛利率、销售净利率、ROE (摊薄) 分别为 16.84%、5.96%、1.77%，同比分别提升 0.06 pct、下降 0.36 pct、下降 0.24 pct。从近三年情况来看，基础化工板块盈利能力仍处近年来低位。

图表 43. 2018Q1-2024Q1 基础化工行业销售毛利率、销售净利率走势



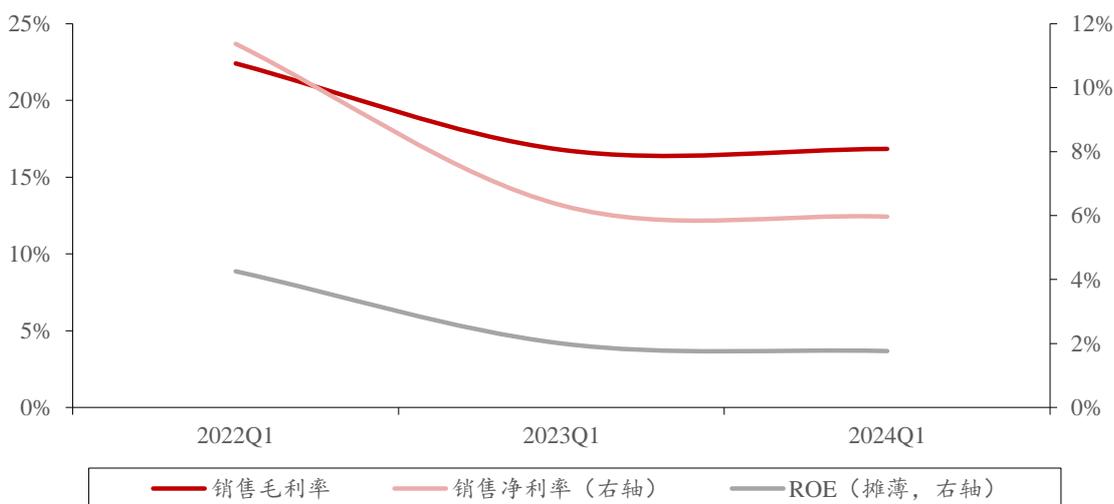
资料来源: 万得, 中银证券

图表 44. 2018Q1-2024Q1 基础化工行业 ROE (摊薄) 走势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 45. 2022Q1-2024Q1 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：万得，中银证券

### 石油石化行业营收稳健、利润增长，行业高景气度延续

根据申万 2021 年版石油石化分类，剔除掉 B 股、部分主业脱离石油石化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 42 家上市公司（见附表）。2023 年石油石化行业营收小幅下降 2.46% 至 77,465.33 亿元；归母净利润仍保持增长，同比增加 3.50% 至 2,481.82 亿元。

2024 年一季度石油石化行业营收及归母净利润延续较好增长。2024Q1 石油石化行业实现收入 19,586.53 亿元，环比增长 4.04%，同比增长 5.29%；实现归母净利润 713.58 亿元，环比增长 77.09%，同比增长 4.26%。

图表 46. 石油石化行业经营数据分析

	2023 年	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年
营收 (亿元)	77,465.33	79,418.15	64,899.10	49,003.26	63,337.72
增速 (%)	(2.46)	22.37	32.44	(22.63)	5.06
归母净利润(亿元)	2,481.82	2,397.87	2,219.04	860.64	1,373.13
增速 (%)	3.50	8.06	157.83	(37.32)	(0.88)

资料来源：万得，中银证券

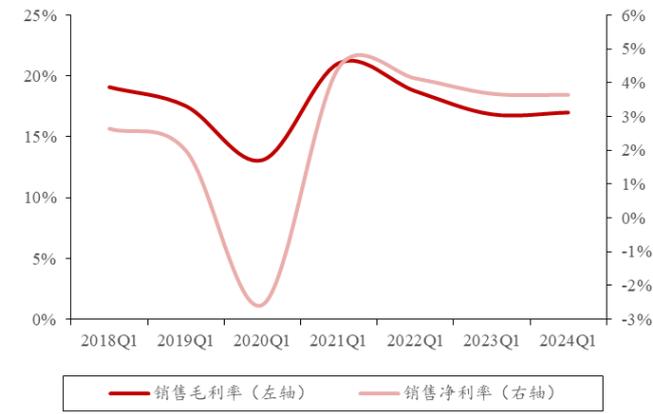
图表 47. 石油石化板块经营数据 2024 年一季度同环比情况

	2024 年 Q1	2023 年 Q4	2023 年 Q1
营业收入 (亿元)	19,586.53	18,825.82	18,602.65
2024Q1 环比 2023Q4 (%)	4.04		
2024Q1 同比 2023Q1 (%)	5.29		
归母净利润 (亿元)	713.58	402.95	684.43
2024Q1 环比 2023Q4 (%)	77.09		
2024Q1 同比 2023Q1 (%)	4.26		

资料来源：万得，中银证券

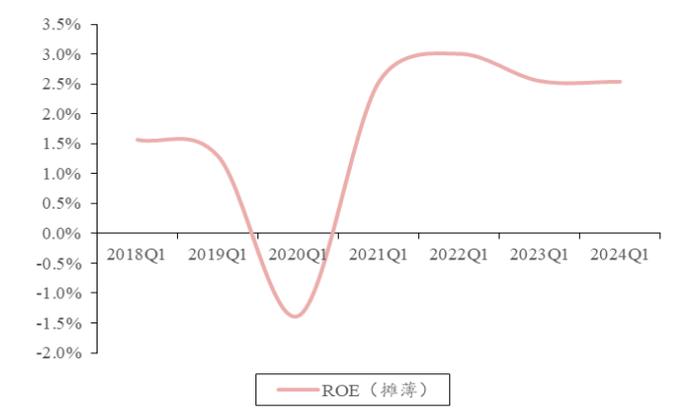
2024Q1 石油石化行业净利率、ROE（摊薄）维持较高水平。2024 年一季度石油石化行业销售毛利率、销售净利率、ROE（摊薄）分别为 17.01%、3.64%、2.53%，同比分别提升 0.14 pct、下降 0.04 pct、下降 0.01 pct。从近三年情况来看，自 2023Q1 以来，石油石化板块毛利率有所下降，但得益于主要公司控费效果明显、经营效率提升，净利率及 ROE（摊薄）基本保持稳定。

图表 48. 2018Q1-2024Q1 石油石化行业销售毛利率、销售净利率走势



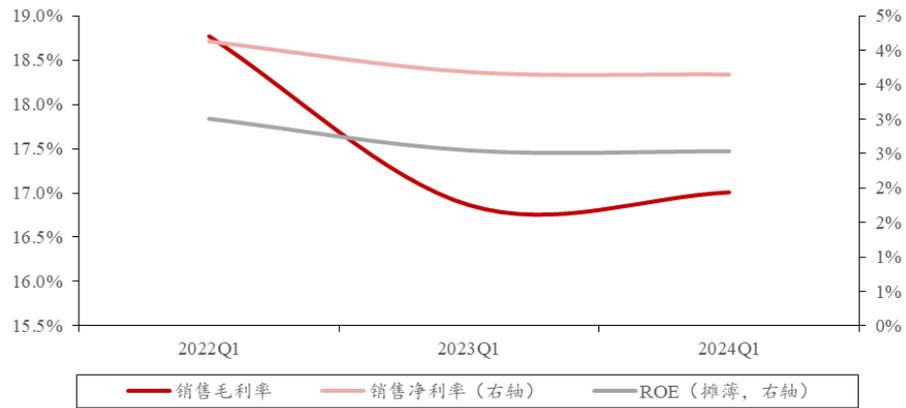
资料来源: 万得, 中银证券

图表 49. 2018Q1-2024Q1 石油石化行业 ROE (摊薄) 走势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 50. 2022Q1-2024Q1 石油石化行业销售毛利率、销售净利率、ROE (摊薄) 走势

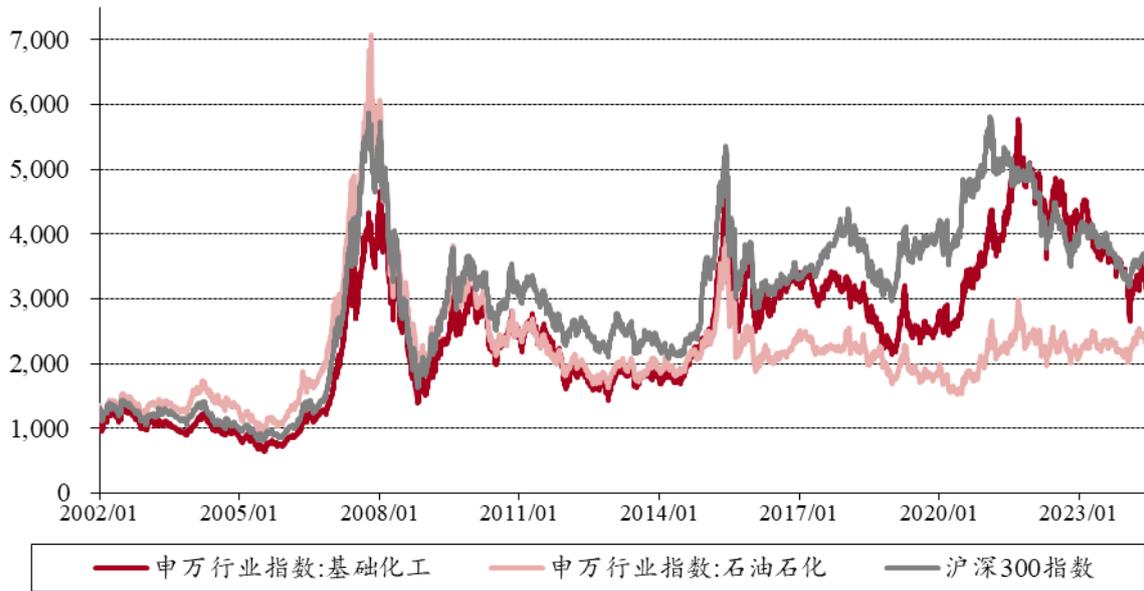


资料来源: 万得, 中银证券

## 当前化工行业位于低估值区间

截至 2024 年 6 月 30 日, SW 基础化工指数累计跌幅为 12.18%, 跑输沪深 300 指数 13.07 pct, 在 31 个行业中排名第 15; SW 石油石化指数累计涨幅为 7.90%, 跑赢沪深 300 指数 7.01 pct, 在 31 个行业中排名第 5。在估值方面, 截至 2024 年 6 月 30 日, SW 基础化工市盈率 (TTM) 为 20.86 倍, 处在历史 (2002 年至今) 的 27.70% 分位数; 市净率为 1.62 倍, 处在历史水平的 2.30% 分位数; SW 石油石化市盈率 (TTM) 为 15.32 倍, 处在历史 (2002 年至今) 的 24.80% 分位数; 市净率为 1.26 倍, 处在历史水平的 3.90% 分位数。当前板块处于历史估值低位。

图表 51. 2002-2024 年 6 月申万基础化工指数、申万石油石化指数与沪深 300 指数



资料来源：万得，中银证券

图表 52. SW 基础化工指数市盈率、市净率



资料来源：万得，中银证券

图表 53. SW 石油石化指数市盈率、市净率



资料来源：万得，中银证券

## 小结及展望

2024 年上半年全球经济保持稳健复苏，我国化工行业营收同比改善，产品价格分化。2024 年 1-6 月全球制造业 PMI 均在 50% 以上，主要经济体制造业 PMI 较去年有所提升。从我国化工行业来看，2024 年 1-5 月化学原料与化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业累计营收同比均实现正增长，但利润及库存表现有一定分化，总体上呈现改善趋势。在产品价格方面，2024 年 5 月，化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业的 PPI 同比增速分别为 -3.4%、-0.3%、-2.4%。从具体产品价格表现来看，截至 2024 年 7 月 7 日，在我们统计的 101 种主要化工产品中，2024 年以来的年内均价较 2023 年均价上涨的产品有 47 个，占比为 46.53%，其中涨幅超过 20% 的品种有 6 个，占比为 5.94%；2024 年以来的年内均价较 2023 年均价下跌的产品有 54 个，占比为 53.47%，其中跌幅超过 20% 的有 7 个，占比为 6.93%。

从上市公司 2024 年一季报来看，基础化工板块仍承压，石油石化板块高景气度延续。基础化工方面，2024Q1 基础化工板块上市公司实现营业收入 4,115.91 亿元，环比下降 5.82%，同比下降 2.23%；实现归母净利润 245.51 亿元，环比提升 159.92%，同比下降 7.74%；销售毛利率、销售净利率、ROE（摊薄）分别为 16.84%、5.96%、1.77%，同比分别提升 0.06 pct、下降 0.36 pct、下降 0.24 pct。从近三年情况来看，基础化工板块盈利能力仍处近年来低位。石油石化方面，2024Q1 石油石化行业实现收入 19,586.53 亿元，环比增长 4.04%，同比增长 5.29%；实现归母净利润 713.58 亿元，环比增长 77.09%，同比增长 4.26%；销售毛利率、销售净利率、ROE（摊薄）分别为 17.01%、3.64%、2.53%，同比分别提升 0.14 pct、下降 0.04 pct、下降 0.01 pct。从近三年情况来看，自 2023Q1 以来，石油石化板块毛利率有所下降，但得益于主要公司控费效果明显、经营效率提升，净利率及 ROE（摊薄）基本保持稳定。

## 展望 2024 年下半年

**需求端来看，内外需复苏态势有望延续。**上半年我国汽车、家电等领域增速较高，未来伴随稳增长政策继续发力，地产、纺织服装等下游需求有望迎来改善。出口方面，我国出口同比增速已于 2024 年一季度转正，扭转自 2022 年四季度以来持续同比负增长趋势；另一方面，由于全球范围内部分化工品利润持续收缩，加之欧洲等地较高的运营成本和剧烈波动的能源价格，近年来在盈利能力恶化下多家海外巨头化工企业宣布停产计划，暂停或永久关闭工厂，涉及聚烯烃、MMA 等多个产业链。随着海外部分产能的逐渐退出，国内部分化工产品的出口需求有望进一步增长，国内部分化工产业链的全球市占率有望进一步提升。此外，半导体、新能源、航空航天、军工等领域关键材料的自主化重要性日益提升，相关领域的优秀企业迎来发展良机。

**供给端来看，化工各子行业的固定资产投资额较 2023 年均有所增长，且产能持续向优势龙头企业集中。**根据国家统计局数据，2024 年 1-5 月化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额分别累计同比增长 9.90%、4.70%、14.20%。从上市公司在建工程数据来看，2024 年一季度化工行业在建工程为 9,309.79 亿元，同比下降 1.05%，其中基础化工行业在建工程为 3915.24 亿元，同比增长 10.02%；石油行业在建工程为 5,394.55 亿元，同比下降 7.78%。2024 年一季度中国石油、中国石化、万华化学、恒力石化、荣盛石化、合盛硅业、东方盛虹、宝丰能源在建工程较高，合计占比达到 65.44%，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。

**成本端来看，2024H2 国际油价仍有支撑，煤炭价格或小幅回调。**2024 年上半年国际油价在历史中高位水平震荡，截至 2024 年 6 月 28 日，布伦特原油与 WTI 原油价格分别为 86.40、81.49 美元/桶，分别同比增长 15.35%、15.36%。我们认为，2024 年下半年，欧佩克减产政策及地缘政治风险将对油价起到主要支撑作用，油价或延续中高位震荡。煤炭方面，整体来看我国煤炭需求保持旺盛，国内产量整体持稳，但基于煤炭海内外价差，进口量仍存在提升空间，预计下半年煤炭供需关系或偏宽松，煤炭价格或呈现弱稳态势。

从估值的角度，截至 2024 年 6 月 30 日，SW 基础化工市盈率（TTM）为 20.86 倍，处在历史（2002 年至今）的 27.70%分位数；市净率为 1.62 倍，处在历史水平的 2.30%分位数；SW 石油石化市盈率（TTM）为 15.32 倍，处在历史（2002 年至今）的 24.80%分位数；市净率为 1.26 倍，处在历史水平的 3.90%分位数。当前板块估值处于历史低位，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：**

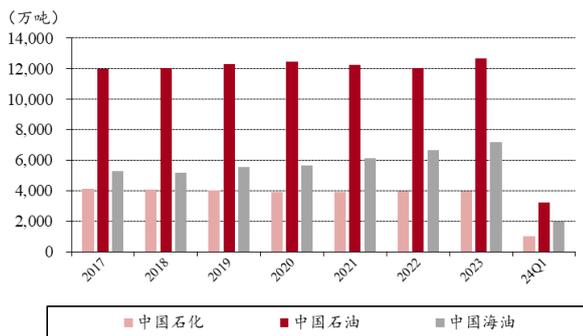
- 1、中高油价背景下，油气开采板块景气度延续，能源央企提质增效深入推进，分红派息政策稳健，推荐：中国石油、中国海油、中国石化。油气上游资本开支增加，油服行业景气度修复，技术进步带动竞争力提升，海外发展未来可期，建议关注：中海油服、海油发展、海油工程。
- 2、半导体行业有望复苏，关注先进封装、HBM 等引起的行业变化，半导体材料国产替代意义深远。推荐：安集科技、雅克科技、沪硅产业、江丰电子、德邦科技、鼎龙股份；建议关注：彤程新材、华特气体、联瑞新材、圣泉集团。下游面板景气度有望触底向好，关注 OLED 渗透率提升与材料国产替代。推荐：万润股份；建议关注：莱特光电、奥来德、瑞联新材。吸附分离材料多领域需求持续高速增长。推荐：蓝晓科技。
- 3、关注景气度持续向上的子行业。一是氟化工。三代制冷剂供给需求双端持续改善，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。二是动物营养。维生素及蛋氨酸需求改善、供给集中，景气度有望持续上行。推荐：新和成。三是涤纶长丝。短期受益 2024 年新增产能减少与需求修复，中长期竞争格局优化下，产品盈利中枢有望合理抬升，龙头企业有望优先受益。推荐：桐昆股份；建议关注：新凤鸣。四是业务逆势扩张、向新能源新材料领域延伸的传统化工龙头。推荐：万华化学、华鲁恒升、卫星化学。

## 油气上游景气度延续及能源央企价值重估

### 原油价格有望延续中高位，油气开采行业景气度持续

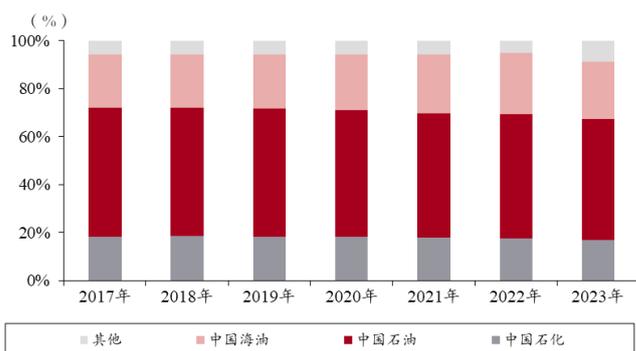
中国石油、中国石化、中国海油，作为国内石油石化行业的主力军，在保障中国化石能源产业安全供应中发挥着举足轻重的作用。2023年中国石油、中国石化、中国海油的原油产量分别为12,682.4万吨、3,950.28万吨、7,193.95万吨，其国内原油产量分别为10,470.97万吨、3,544.09万吨、4,969.90万吨，在国内原油总产量中的占比分别为50.3%、17.0%、23.9%，总占比超过90%。2024年第一季度，中国石油、中国石化、中国海油分别生产原油3,242.66万吨、988.74万吨、1,951.46万吨，同比分别增长1.4%、1.3%、9.6%。

图表 54. “三桶油”历年原油产量 (2017-2024Q1)



资料来源：公司年报，中银证券

图表 55. “三桶油”国内原油产量占比 (2017-2023)



资料来源：国家能源局，公司年报，中银证券

**增储上产力度加大，“三桶油”油气产量稳中有增。**推动油气增储上产是保障国家能源安全的战略选择，也是实现“双碳”目标的关键。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”，国内石油企业加大勘探开发资金和科技投入力度，上游勘探成果密集显现，原油产量止跌回升。2020年以来，我国原油及天然气产量实现连续上升。从资源条件来看，未来我国油气增储上产仍具备较大潜力，2024年一季度，中国石油、中国石化、中国海油的油气当量产量分别为463.70百万桶、128.78百万桶、180.10百万桶，同比分别增长1.4%、3.4%、9.8%。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。

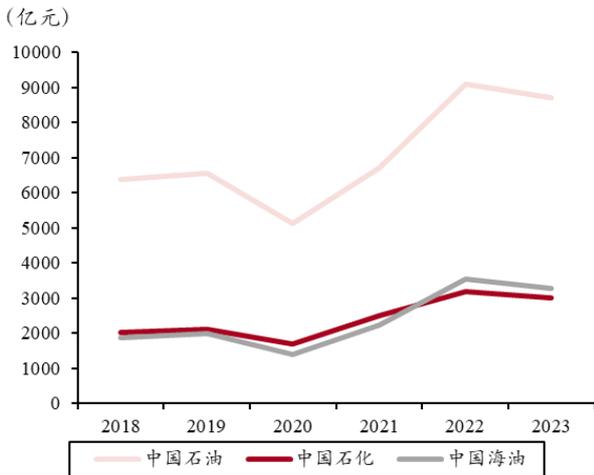
图表 56. “三桶油”油气当量产量 (2018-2024 年 Q1)

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024Q1
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	1,759.2	463.7
中国石化油气当量产量 (百万桶)	451.5	458.9	459.0	479.7	489.0	504.1	128.8
中国海油油气当量产量 (百万桶)	475.0	506.5	526.8	572.9	623.9	678.0	180.1

资料来源：各公司公告，中银证券

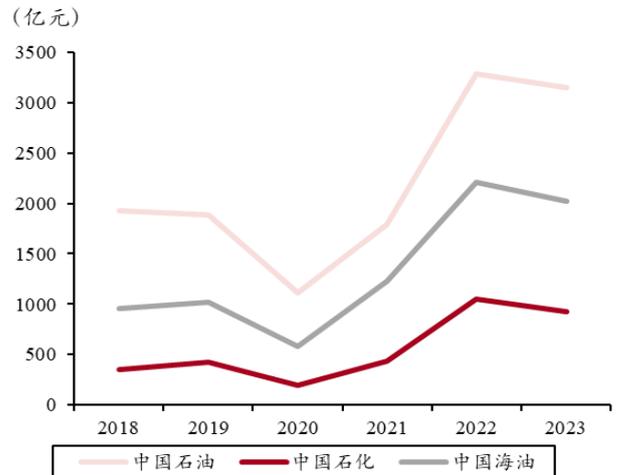
**油气开采板块景气度延续。**2018年-2023年中国石油、中国石化和中国海油在油气勘探与生产板块的营收年复合增长率分别为6.40%、8.43%和11.94%，毛利润年均复合增速分别为10.30%、21.62%和16.08%。2024年第一季度中国石油、中国石化和中国海油在油气勘探与生产板块的营业收入分别为2,231.19亿元、798.12亿元和899.8亿元，同比分别增加2.96%、1.34%和21.27%。在原油价格中高位延续的背景下，油气勘探及开采板块盈利或维持高位。

图表 57. “三桶油” 勘探开采板块营收 (2018-2023)



资料来源: 万得, 各公司公告, 中银证券

图表 58. “三桶油” 勘探开采板块毛利 (2018-2023)



资料来源: 万得, 各公司公告, 中银证券

图表 59. “三桶油” 在建工程和固定资产 (2018-2024Q1)

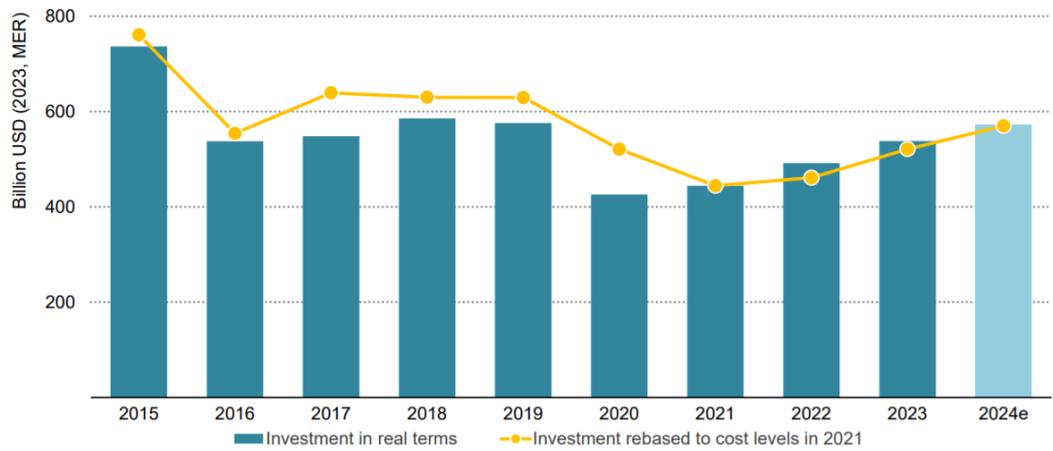
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 Q1
<b>中国石油</b>							
在建工程 (亿元)	2,196.23	2,479.96	2,222.15	2,236.71	1,968.76	1,974.33	1,918.06
固定资产 (亿元)	6,893.06	7,034.14	4,159.88	4,188.37	4,630.27	4,681.78	4,598.27
<b>中国石化</b>							
在建工程 (亿元)	1,369.63	1,734.82	1,247.65	1,559.39	1,960.45	1,802.5	1,792.89
固定资产 (亿元)	6,178.12	6,224.23	5,892.85	5,989.32	6,307.58	6,356.28	6,874.84
<b>中国海油</b>							
在建工程 (亿元)	-	-	-	15.45	14.36	18.03	16.23
固定资产 (亿元)	-	-	-	50.36	66.52	66.06	68.75

资料来源: 同花顺 iFind, 各公司公告, 中银证券

## 技术发展日新月异, 油服行业厚积薄发

全球油气上游资本开支持续增加。随着全球能源需求的增长和油价的回升, 油气行业上游资本开支呈现出连年递增的趋势。根据国际能源署 (IEA) 2024 年 6 月发布的《2024 世界能源投资报告》, 2023 年全球上游油气投资同比增长 9%, 同时, 预计 2024 年全球油气资本开支将接近 5,700 亿美元, 同比增长 7%。IEA 预计 2024 年用于常规油气勘探的资本开支为 500 亿美元, 同比增长 13.64%; 用于新增常规油气田的资本开支 1,250 亿美元, 同比增长 8.70%; 用于存量常规油气田稳产的资本开支 2,110 亿美元, 同比增长 6.0%; 用于美国页岩油气开发的资本开支 1,070 亿美元, 同比下降 10.0%, 但仍维持在近五年的高位。

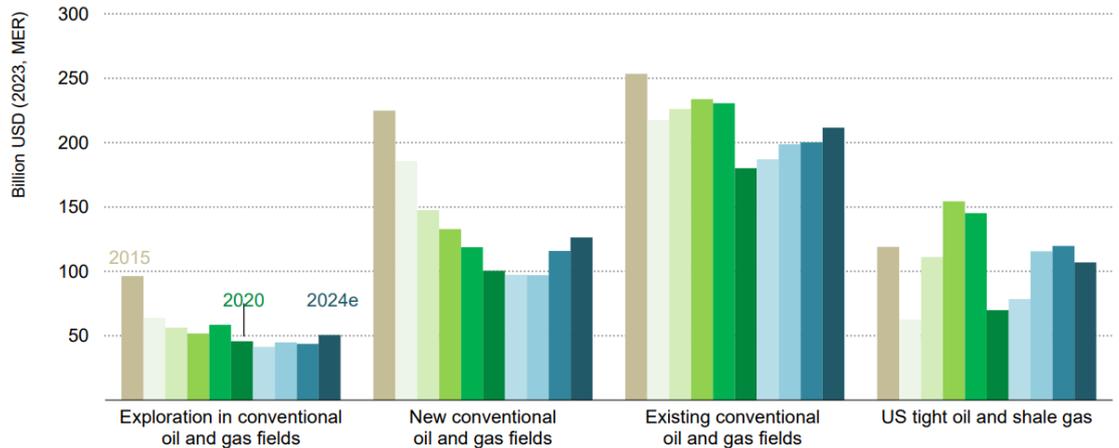
图表 60. 全球油气上游投资额 (2015-2024E)



IEA. CC BY 4.0

资料来源: IEA, 中银证券

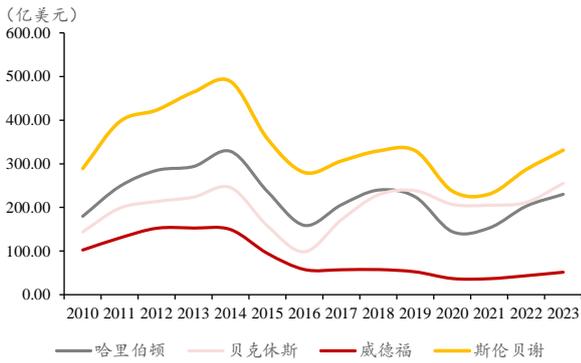
图表 61. 全球上游油气投资额 (按资金去向分类) (2015-2024E)



资料来源: IEA, 中银证券

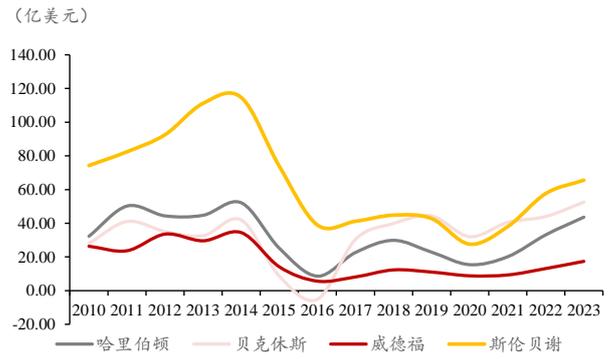
**海外油服企业业绩复苏。**上游资本开支的增长推动了国际油服市场的复苏, 据 Spears & Associates 咨询公司预计, 2024 年全球油田服务市场规模同比将增加 7.1%。2020 年以来, 海外油服公司业绩快速增长, 2020-2023 年斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯和威德福营收年复合增速分别为 11.72%、16.80%、7.20%和 11.70%; 毛利年复合增速分别为 33.41%、41.31%、17.96%和 25.61%。2024 年第一季度, 斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯和威德福营收分别为 87.07 亿美元、58.04 亿美元、64.18 亿美元和 13.58 亿美元, 同比分别增长 11.23%、2.24%、12.28%、14.50%; 毛利分别为 17.00 亿美元、10.82 亿美元、12.78 亿美元、4.74 亿美元, 同比分别增长 10.17%、4.95%、11.23%、19.70%。

图表 62. 主要海外油服公司营收 (2010-2023)



资料来源: 各公司公告, 中银证券

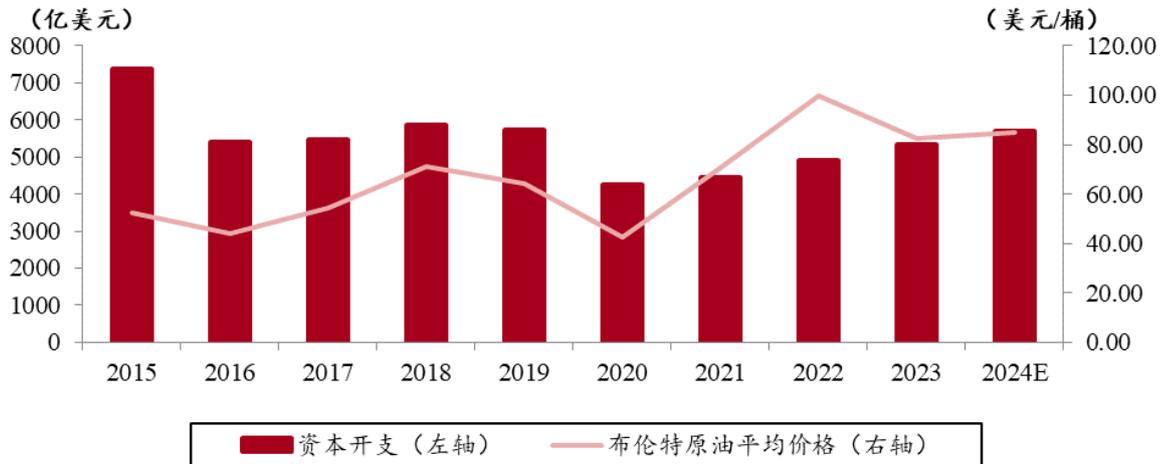
图表 63. 主要海外油服公司毛利 (2010-2023)



资料来源: 各公司公告, 中银证券

中高油价背景下油服行业景气度有望继续提升。从历史数据来看, 油价与油气上游资本开支之间存在密切联系, 中高油价通常会刺激油气公司增加上游资本开支, 扩大产能和增强勘探活动, 从而直接拉动油服市场的需求增长。值得注意的是, 近两年油气上游资本开支的增幅相对较缓, 相比于 2015 年和 2018 年, 当前油价处于明显高位, 但上游资本开支仍低于 2015 年和 2018 年, 随着全球经济复苏和能源需求的进一步增加, 我们认为油气上游资本开支仍存在一定的提升空间, 油服企业营收增长空间广阔。

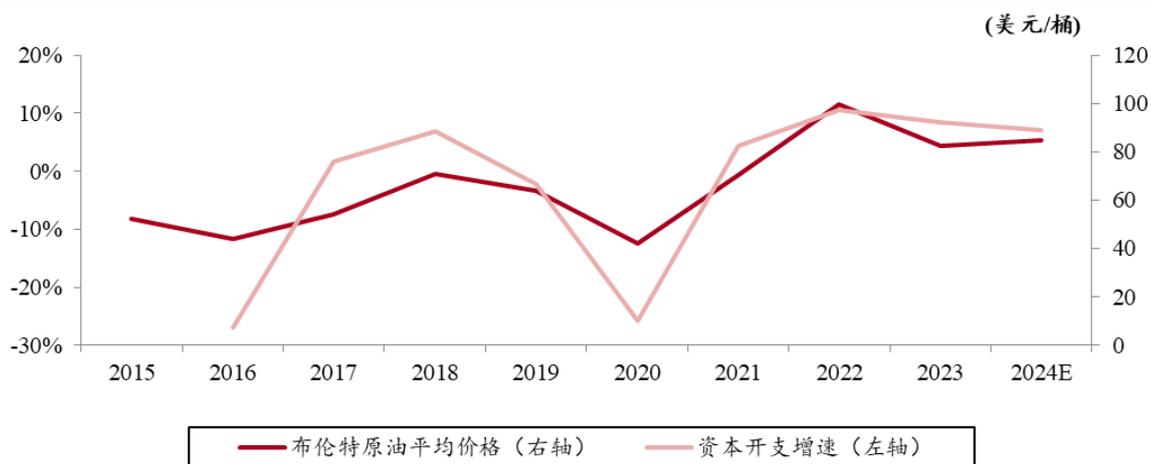
图表 64. 全球油气上游资本开支和布伦特原油价格 (2015-2024E)



资料来源: IEA, 中银证券

注: 2024 年布伦特原油价格为第一季度平均价格

图表 65. 全球油气上游资本开支增速和布伦特原油价格 (2015-2024E)



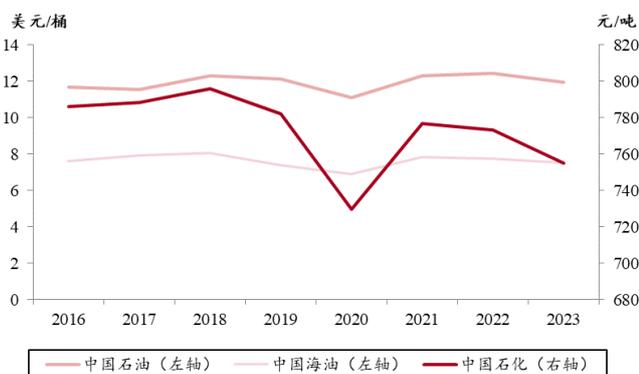
资料来源: IEA, 中银证券

注: 2024 年布伦特原油价格为第一季度平均价格

## 国内油服产业升级, 技术革新成效显著

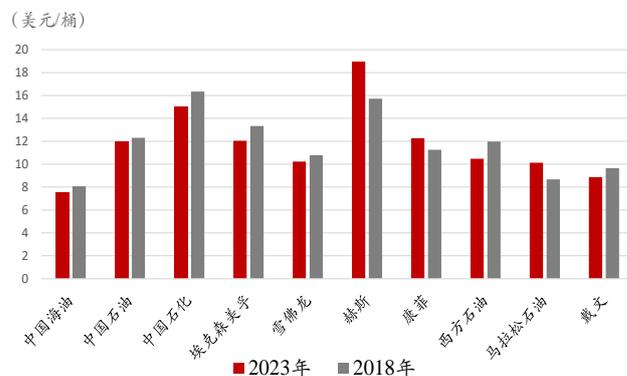
技术进步成果显著, 油气行业作业费用明显下降。国内油气公司及油服企业通过探勘理论创新以及开采技术进步, 推动油气操作成本持续下降。2023 年, 中国石油、中国石化和中国海油操作成本分别为 11.95 美元/桶、755.2 元/吨、7.54 美元/桶, 同比分别下降 3.78%、2.32%、2.58%, 较 2018 年分别下降 2.92%、5.13%、6.57%。从全球来看, 2023 年相比于 2018 年, 康菲、马拉松石油、赫斯等油气公司的油气操作成本有所上升, 雪佛龙、埃克森美孚、西方石油、戴文等油气公司油气操作成本小幅下降。相比于海外油气行业, 国内油气行业及油服行业的全球竞争力整体提升。

图表 66. 中国石油、中国石化、中国海油操作成本变动 (2016-2023)



资料来源: 彭博, 各公司公告, 中银证券

图表 67. 海内外油气公司操作成本变化 (2023 VS 2018)



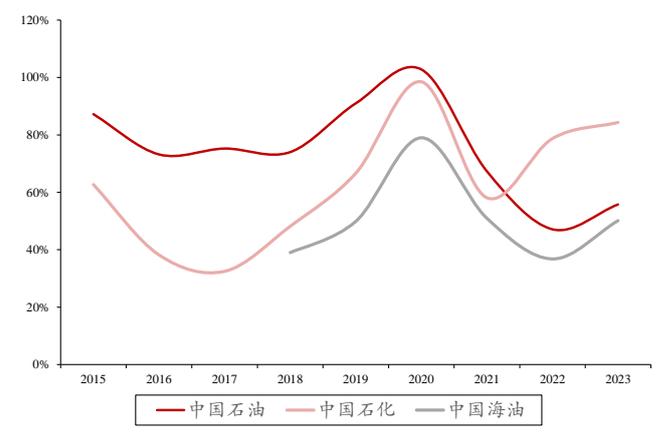
资料来源: 各公司公告, 中银证券

图表 68. 中国石油、中国石化、中国海油资本开支 (2015-2023)



资料来源: 各公司公告, 中银证券

图表 69. 中国石油、中国石化、中国海油资本开支/EBITDA 比率 (2015-2023)



资料来源: 各公司公告, 中银证券

**国内油服技术进步及设备国产化进程加速推进。**“璇玑”旋转导向及随钻测井系统由中海油服自主研发, 具备百米最大 60 度的转向能力、最大径向深度 6.8 米的探测能力和最大 20 比特率的信息传输速率, 比常规测井方式速度更快、效果更优。截至 2023 年 3 月, “璇玑”系统已完成 1,000 口井作业、100 万米钻井总进尺。2024 年 3 月, 中海油服的两项技术“套后密度测井技术”和“二氧化碳封存回注固井技术”获得国际海洋石油技术会议 (OTC) 技术大奖, 这是我国油气技术首次获得该国际大奖。2024 年 4 月, 我国首个自主设计建造的圆筒形 FPSO “海葵一号”完工交付, 率先将圆筒形 FPSO 应用于亚洲海域。目前, 我国已成为全球最大的 FPSO 制造与应用国之一。

**国内油服企业业务规模扩张, 业绩明显修复。**2020-2023 年, 中海油服、海油工程、海油发展营业收入年复合增速分别为 15.06%、19.85%、14.08%; 营业利润年复合增速分别为 10.34%、54.38%和 23.17%。2024 年第一季度, 中海油服、海油工程和海油发展利润继续增长, 归母净利润分别为 6.36 亿元、4.75 亿元、5.01 亿元, 同比分别增加 57.27%、5.96%和 21.44%。

图表 70. 中海油服、海油工程、海油发展营业收入 (2013-2023)



资料来源: 各公司公告, 中银证券

图表 71. 中海油服、海油工程、海油发展营业利润 (2013-2023)



资料来源: 业绩推介材料, 中银证券

## 国内油服企业竞争力提升, 海外发展未来可期

**国内油服企业取得技术进步, 国际市场竞争能力提升。**随着技术水平的提高, 国内油服企业竞争力提升, 海外新签订单数量显著增加。2024 年 1 月, 中海油服首次与北美客户签订框架协议, 成功进入北美市场; 2024 年 5 月, 海油工程和壳牌公司签署了 EFA (5 年+2 年) 协议, 进一步深化双方在油气开发、新能源、数字化智能化、绿色供应链等领域的广泛合作。此外, 据光明网报导, 2024 年 5 月, 在伊拉克的新一轮油气区块招标中, 中石化、联合能源、中海油和安东石油在内的 7 家中国企业赢得 10 个项目, 其中包括 8 个油田和两个具有潜在油气储量的项目。展望未来, 国内油服企业的海外业务或进入新的发展阶段。

图表 72. 中国油服企业部分新签海外订单或协议（2023-2024）

油服企业	签署项目或协议	签署时间	项目金额
中海油服	与挪威两家国际石油公司签署多个含固定期限和选择期最长五年的钻井平台服务合同	2023.9	47 亿元
	与印尼某客户签订自升式钻井平台 3 年固定期加 2 年可选期作业合同	2024.1	2.1 亿美元
海油工程	首次与北美客户签订框架协议	2024.1	
	与壳牌公司签署企业框架协议（EFA）	2024.5	
	与卡塔尔 NOC 签署 RUYA EPCI 09 总包项目合同	2024.2	9 亿美元
安东油服	与卡塔尔国家能源公司签订 ISND5-2 期油田开发项目	2023.12	44.37 亿元
洲际油气	中标伊拉克 Dhafriyah 油田开发权，开发期 25 年	2024.5	/
中曼石油	中标获得伊拉克 Zurbatiya 区块和 Jabel Sanam 区块的勘探权	2024.5	/
	中标获得伊拉克 East Baghdad Field Northern Extension 区块（EBN 区块）和 Middle Euphrates 区块（MF 区块）	2024.5	/

资料来源：各公司公告，中银证券

**国内油服企业积极出海，国际业务占比提升。**国内油气服务巨头中海油服和海油工程贯彻国际化的发展战略，积极开拓海外业务。受全球公共卫生事件冲击，国内油服企业 2020-2021 年间海外业务占比出现阶段性收缩：2023 年，中海油服国际业务营收 9,470.3 万元，占比 21.47%，海油工程国际业务营收 5,993.0 万元，占比 19.49%。2023 年海油工程海外市场承揽额 141.76 亿元，占全年总承揽额 339.86 亿元的 41.7%，创海外市场单年承揽额的历史新高。

图表 73. 中海油服分地区营收结构（2004-2023）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 74. 海油工程分地区营收结构（2004-2023）

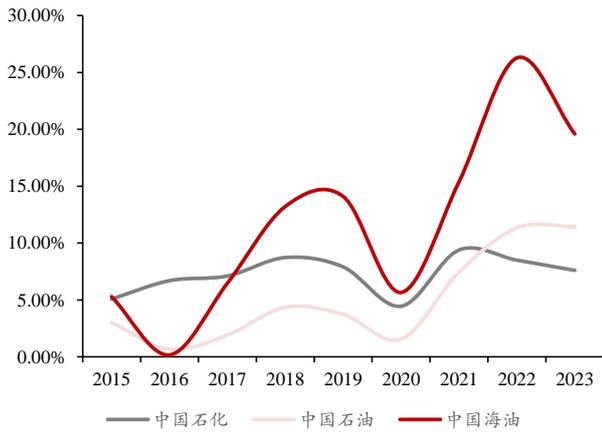


资料来源：公司公告，中银证券

## 管理效率提升，经营业绩向好

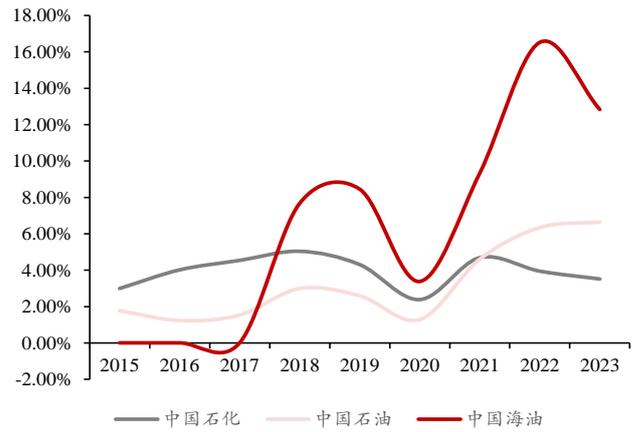
**央企考核指标优化，管理效能提升。**国务院国资委构建新型中央企业经营指标体系，2020 年，首次形成了“两利三率”的指标体系，包括净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率和研发经费投入强度。2021 年，为引导中央企业提高生产效率，增加了全员劳动生产率指标，完善为“两利四率”。2022 年，针对“两利四率”指标，进一步提出“两增一控三提高”的总体要求，即央企的利润总额和净利润增速要高于国民经济增速，资产负债率要控制在 65% 以内，营业收入利润率要再提高 0.1 个百分点、全员劳动生产率再提高 5%、研发经费投入要进一步提高。2023 年，国资委进一步将中央企业主要经营指标由原来的“两利四率”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。2024 年，对中央企业全面实施“一企一策”考核，全面推开上市公司市值管理考核，量化评价中央企业控股上市公司市场表现，引导企业更加重视上市公司的内在价值和市场表现。“三桶油”及其控股企业作为中国石油石化行业的领军企业，积极响应号召，管理效能及核心竞争力有望进一步提升。

图表 75. “三桶油” 平均 ROE (2015-2023)



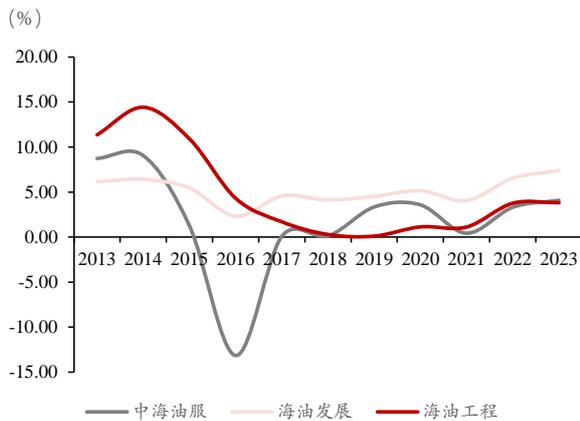
资料来源: 万得, 中银证券

图表 76. “三桶油” 总资产净利率 (2015-2024Q1)



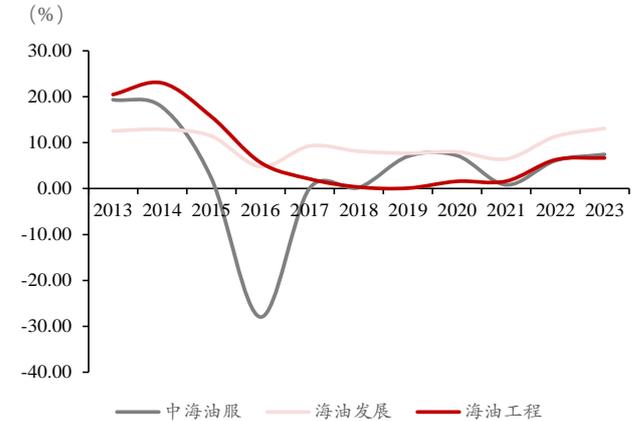
资料来源: 万得, 中银证券

图表 77. 代表性油服企业平均 ROE (2015-2023)



资料来源: 万得, 中银证券

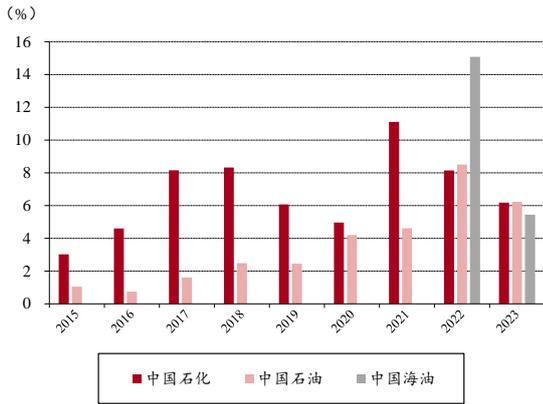
图表 78. 代表性油服企业总资产净利率 (2015-2023)



资料来源: 万得, 中银证券

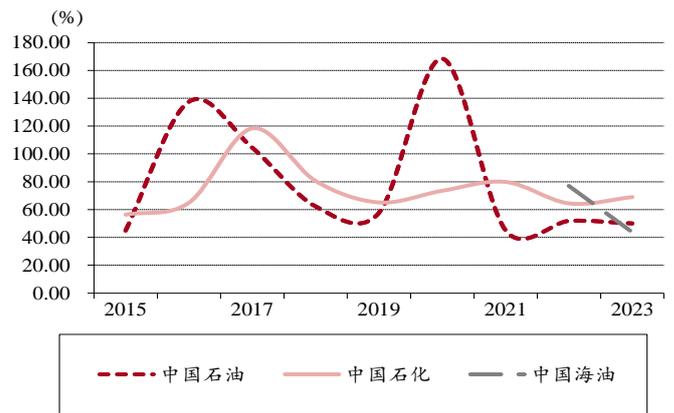
**改革成效促发展, 经营能力稳中提升。**2023年, 中国石化、中国石油和中国海油的平均净资产收益率分别为 7.60%、11.44%和 19.60%, 总资产净利率分别为 3.52%、6.64%和 12.83%, 毛利率分别为 15.65%、23.53%和 49.88%。截至 2024 年第一季度, 中国石化、中国石油和中国海油的平均净资产收益率分别为 2.23%、3.11%和 5.79%, 总资产净利率分别为 1.04%、1.86%和 3.86%, 毛利率分别为 16.04%、20.38%和 53.43%。2023 年油服行业来看, 中海油服、海油发展、海油工程的平均净资产收益率分别为 7.44%、13.12%、6.68%, 总资产净利率分别为 4.09、7.40%、3.80%, 毛利率分别为 15.88%、13.47%、10.75%。截至 2024 年第一季度, 中海油服、海油发展、海油工程的平均净资产收益率分别为 1.51%、2.01%和 1.90%, 总资产净利率分别为 0.83%、1.23%和 1.10%, 毛利率分别为 16.40%、11.88%和 9.91%。自 2016 年以来, “三桶油” 及优秀油服企业的盈利能力明显改善, 未来仍有提升空间。

图表 79. “三桶油”股息率 (2015-2023)



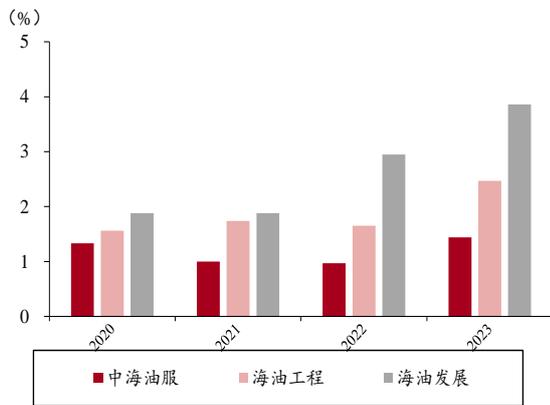
资料来源: 万得, 中银证券

图表 80. “三桶油”现金分红率 (2015-2023)



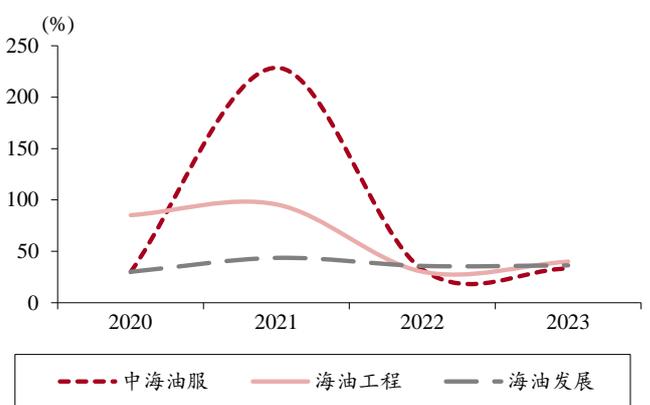
资料来源: 万得, 中银证券

图表 81. 代表性油服企业股息率 (2020-2023)



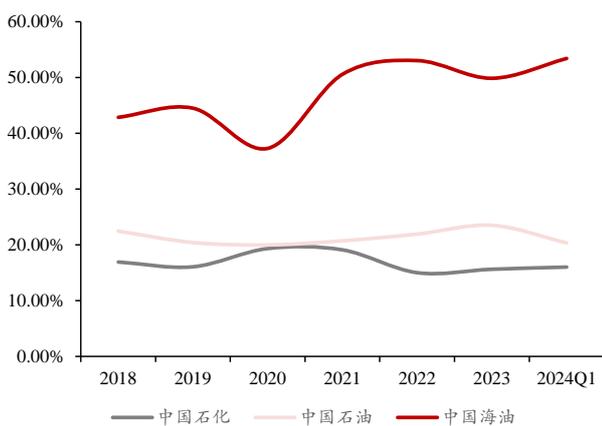
资料来源: 万得, 中银证券

图表 82. 代表性油服企业现金分红率 (2020-2023)



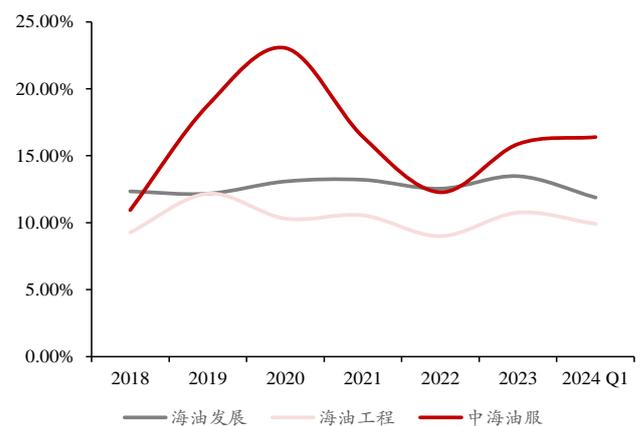
资料来源: 万得, 中银证券

图表 83. “三桶油”毛利率 (2018-2024Q1)



资料来源: 各公司公告, 中银证券

图表 84. 代表性油服企业毛利率 (2013-2024Q1)



资料来源: 各公司公告, 中银证券

图表 85. 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”	2024 年“一企一策”
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	在坚持“一利五率”基础上，根据企业功能定位、行业特点、承担重大任务等情况，增加反映价值创造能力的针对性考核指标，“一企一策”签订个性化经营业绩责任书，着力提升考核精准性有效性。
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	建立考核“双加分”机制，分档设置效益指标考核目标，对跑赢国民经济增速的企业给予考核加分，同步设立提质增效特别奖，对作出突出贡献的企业再给予额外加分

资料来源：国资委官网，中银证券

### 推荐及建议关注个股

1、中高油价背景下，油气开采板块高景气度延续，能源央企提质增效深入推进，分红派息政策稳健，推荐：**中国石油、中国海油、中国石化**。

2、油气上游资本开支增加，油服行业景气度修复，技术进步带动竞争力提升，海外发展未来可期，建议关注：**中海油服、海油发展、海油工程**。

图表 86. 推荐及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 (2024E)	EPS (2024E)	EPS (2025E)	市盈率 (2024E)	市盈率 (2025E)	主要优势
600938.SH	中国海油	买入	28.55	1.92	3.03	3.25	9.42	8.78	海洋油气龙头企业，油气产量持续增长
601857.SH	中国石油	买入	8.86	1.09	0.94	1.00	9.43	8.86	油气产量维持高位，央国企改革持续深化
600028.SH	中国石化	买入	6.69	0.98	0.53	0.62	12.62	10.79	经营业绩维持高位，分红比例再提升
601808.SH	中海油服	未有评级	14.57	1.64	0.82	1.02	17.99	14.43	油服及钻井业务双驱动，业绩明显增长
600968.SH	海油发展	未有评级	3.89	1.57	0.36	0.40	11.11	9.97	行业景气度修复，盈利能力提升
600583.SH	海油工程	未有评级	5.52	0.97	0.45	0.53	12.27	10.42	海工订单持续增长，利润率有望提升

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：股价截止日 2024 年 8 月 15 日，未有评级公司估值数据来自同花顺一致预期

## 下游需求提升叠加国产化进程加速，相关新材料发展空间大

### 我国新材料产业规模不断扩大

新材料是新型工业化的重要支撑，是我国大力发展的战略性新兴产业之一，也是加快发展新质生产力、扎实推进高质量发展的重要产业方向。近年来，我国新材料产业进入发展加速期，产业规模不断扩大，新材料市场机遇和发展前景良好。根据新华网，2022 年我国新材料产业总产值达到约 6.8 万亿元，较 2012 年增长近 6 倍；涵盖金属、高分子、陶瓷等结构与功能材料的研发和生产体系已经建成，有色金属、化学纤维、先进储能材料、光伏材料、有机硅、超硬材料、特种不锈钢等百余种材料产量位居全球前列。工业和信息化部数据显示，2023 年 1 至 9 月，我国新材料产业总产值超过 5 万亿元，保持两位数增长；截至 2023 年 10 月，中国新材料领域建立 7 个国家制造业创新中心，布局建设了 35 个新材料重点平台，一批重大关键材料取得突破，涌现出高温超导材料、钙钛矿太阳能电池材料等一批前沿技术；新材料规上企业超过 2 万家，专精特新“小巨人”企业 1,972 家、制造业单项冠军企业 248 家，同时培育形成了 7 个国家先进制造业集群。

图表 87. 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》
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）》
2024/01	工业和信息化部等七部门	《关于推动未来产业创新发展的实施意见》

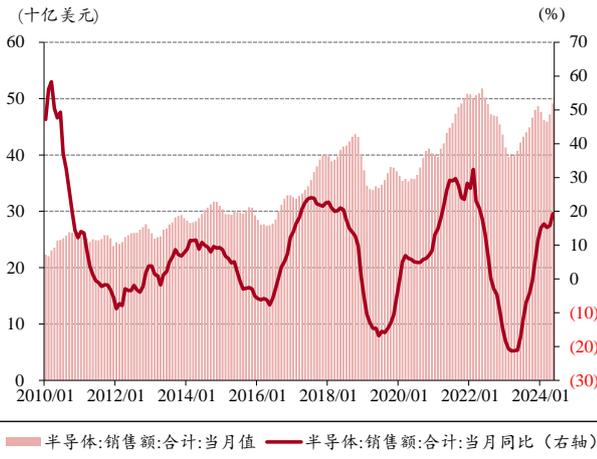
资料来源：中国政府网，中华人民共和国科学技术部，国家发展改革委办公厅，中华人民共和国工业和信息化部，中华人民共和国财政部，北京市经济和信息化局，北京市财政局，中银证券

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。

### 半导体行业景气度有望回暖，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。根据美国半导体行业协会数据，2023 年全球半导体产业销售额为 5,192.80 亿美元，同比下降 10.99%；2024 年一季度全球半导体产业销售额为 1,397.10 亿美元，同比增长 15.60%，环比 2023 年四季度下降 2.48%。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 年下半年开始销售额有所回升。

图表 88. 全球半导体产业销售额（截至 2024 年 5 月）



资料来源：美国半导体产业协会，万得，中银证券

图表 89. 台股半导体材料营收（截至 2024 年 5 月）

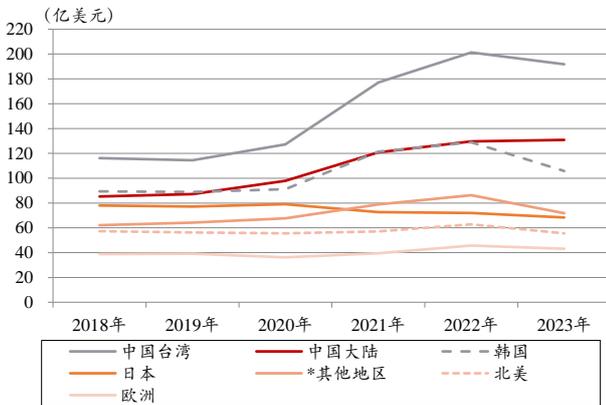


资料来源：美国半导体产业协会，万得，中银证券

2023 年半导体行业处于去库存阶段，晶圆厂稼动率下降，导致上游材料消耗同比减少。根据 SEMI，2023 年全球半导体材料市场销售额约为 667 亿美元，较 2022 年的 727 亿美元同比下降 8.2%。其中，晶圆制造材料销售额为 415 亿美元，同比下降 7.0%；封装材料销售额为 252 亿美元，同比下降 10.1%；硅、光刻胶辅助设备、湿化学品和 CMP 领域的晶圆制造材料市场降幅最大，有机衬底领域在封装材料市场降幅中占了很大部分比例。

分地区来看，根据 SEMI，除了中国大陆以外，2023 年全球各地区半导体材料销售额均有不同程度的下降。2023 年中国台湾、中国大陆、韩国的半导体材料市场规模分别为 191.76 亿美元（同比-4.7%）、130.85 亿美元（同比+0.9%）、105.75 亿美元（同比-18.0%），位居全球前三。

图表 90. 2018-2023 年全球各地区半导体材料市场规模



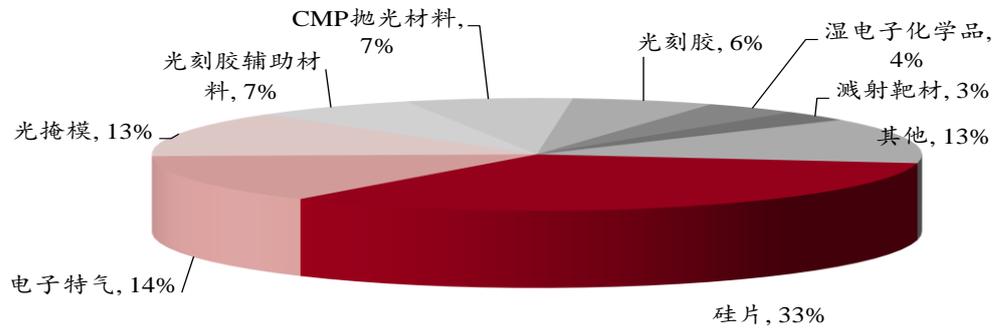
资料来源：SEMI，中银证券

图表 91. 2016-2023 年全球晶圆制造/封装材料市场规模



资料来源：SEMI，中银证券

图表 92. 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

**半导体材料国产替代持续推进。**根据中国化信·咨询, 历经多年发展, 我国已实现大多数半导体材料的布局或量产, 但是中国半导体材料整体国产化率约为 15%。其中晶圆制造材料国产化率<15%, 封装材料国产化率<30%, 尤其在高端领域几乎完全依赖进口。“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。

**国家大基金三期成立, 关键领域有望获支持。**日前, 国家集成电路产业投资基金三期股份有限公司(简称“国家大基金三期”)注册成立, 注册资本 3,440 亿元, 规模超过前两期。根据证券时报, 国家大基金三期旨在引导社会资本加大对集成电路产业的多渠道融资支持, 重点投向集成电路全产业链, 包括大型制造以及设备、材料等环节, 另外 HBM 产业等人工智能半导体关键领域也有望获得国家大基金三期的投资。

图表 93. 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	2023	当前市值 (亿元)
鼎龙股份	CMP 抛光垫	0.03	0.12	0.79	3.07	5.22	4.18	186.44
	CMP 抛光液						0.77	
雅克科技	光刻胶及配套试剂 (面板)			3.42	12.15	12.59	13.04	255.48
	电子特气 (半导体+电工)	2.57	3.95	3.73	3.91	4.96	4.39	
	半导体化学材料	2.74	5.03	7.53	8.45	11.43	11.38	
华特气体	球形硅微粉 (封装材料)	1.43	1.39	1.78	2.32	2.20	1.88	52.76
	电子特气 (包括半导体及面板等, 半导体占比提升至 70%左右)		4.48	5.50	7.97	13.22	10.23	
沪硅产业	半导体硅片	10.09	13.11	15.43	21.09	31.36	28.3	420.32
晶瑞电材	光刻胶	0.84	0.79	1.79	2.74	1.40	1.55	71.10
	湿化学品		1.79	2.09	3.32			
安集科技	CMP 抛光液	2.05	2.36	3.75	5.94	9.51	10.75	133.54
	湿化学品	0.42	0.49	0.47	0.91	1.24	1.55	
彤程新材	半导体光刻胶 (科华)	0.79	0.70	0.89	0.93	1.59	1.98	155.82
	面板光刻胶 (北旭)		1.80	1.55 (前三季度)	2.55	2.42	2.84	
	CMP 抛光垫							
江丰电子	靶材 (半导体)	4.66	5.84	7.74	10.08	16.11	16.73	134.82
	零部件				1.84	3.58	5.70	
华懋科技	光刻胶					超过 0.1		57.26

资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券

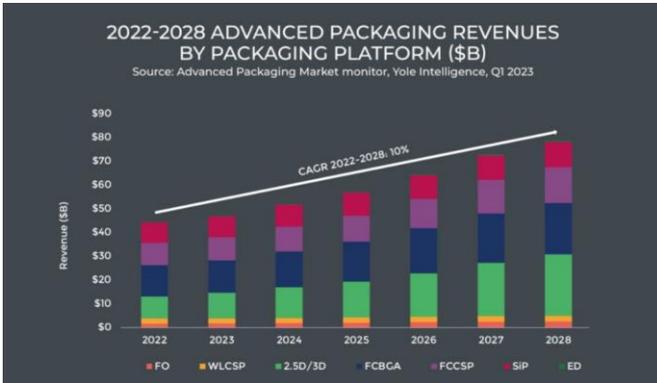
注: 市值截至 2024 年 8 月 15 日

**先进封装快速发展。**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持续增长，国内增速有望高于海外。**Yole 数据显示，2023 年全球先进封装市场规模约为 439 亿美元，同比增长 19.62%；中商产业研究院预测 2024 年全球先进封装市场规模有望增长至 472.5 亿美元；Yole 同时预计 2022-2028 年全球先进封装市场规模有望以 10.6% 的 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。

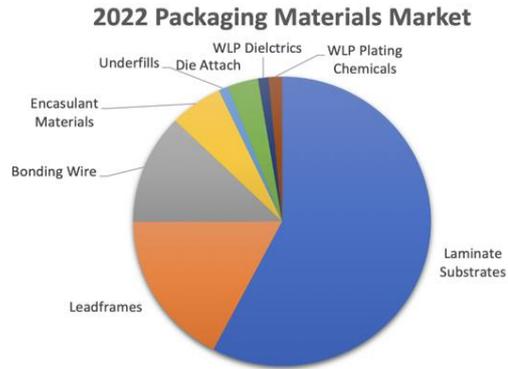
**海外先进封装渗透率有望超越传统封装，我国先进封装渗透率仍低于海外。**根据中商产业研究院，先进封装在全球封装市场的占比呈现增长趋势，2023 年全球先进封装占整体市场的 48.8%，中商产业研究院预测 2024 年全球先进封装市场份额有望增长至 49%，未来有望超越传统封装市场。中商产业研究院数据显示，2023 年我国先进封装渗透率约 39%，低于全球；受益于 AI、服务器、数据中心、汽车电子等需求放量，中商产业研究院预测 2024 年我国先进封装渗透率有望增长至 40%。

图表 94. 2022-2028 年全球先进封装市场规模预测



资料来源：Yole，中银证券

图表 95. 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。**上市公司中，鼎龙股份重点开发临时键合胶 TBA、半导体封装 PI 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。德邦科技 Lid 框粘接材料（AD 胶）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（Underfill）、芯片级导热界面材料（TIM1）部分型号获得关键客户验证通过，固晶胶膜（DAF 膜）已稳定批量出货。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。安集科技 TSV 和混合键合工艺用多款抛光液和清洗液作为首选供应商进入客户产线并持续上量，此外先进封装用电镀液及添加剂开拓市场进展顺利，多款产品实现量产销售，产品包括铜、镍、镍铁、锡银等电镀液及添加剂，应用于凸点、再分布线（RDL）等技术；在集成电路制造领域，铜大马士革工艺及硅通孔（TSV）电镀液及添加剂也按预期进展，进入测试论证阶段。

图表 96. 国内主要企业先进封装材料项目进展（截至 2023 年 12 月）

企业	产品名称	技术进展
鼎龙股份	临时键合胶 TBA	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，此外有三家以上晶圆厂和封装厂已完成技术对接，根据部分客户的需求正在进行内部验证中。量产方面，临时键合胶产业化建设已实施完成，核心原材料自主可控，具备量产供货能力。
	半导体封装 PI	已布局 7 款产品，全面覆盖非光敏 PI、正性 PSPI 和负性 PSPI，并已送样 5 款，客户全面覆盖前道晶圆厂和后道封装企业，争取在 2024 年内完成部分产品的验证并开始导入。此外，公司已建立完整的应用评价体系，确保材料的各项性能指标满足客户需求；供应链自主化持续进行，实现了核心原材料聚酰亚胺树脂和部分光敏剂的自主制备；封装光刻胶项目的产线建设和品管体系建设均已完成，保证客户测试通过后获得订单可实现无缝衔接。
德邦科技	芯片级底部填充胶（Underfill）	部分型号获得关键客户验证通过。
	Lid 框粘接材料（AD 胶）	已通过国内头部客户验证，获得小批量订单并实现出货。
	芯片级导热界面材料（TIM1） 固晶胶膜（DAF 膜）	部分型号获得关键客户验证通过。 已稳定批量出货。
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。
安集科技	抛光液、清洗液	TSV 和混合键合工艺用多款抛光液和清洗液作为首选供应商进入客户产线，持续上量。
	电镀液及添加剂	先进封装用电镀液及添加剂市场开拓进展顺利，多款产品实现量产销售，产品包括铜、镍、镍铁、锡银等电镀液及添加剂，应用于凸点、再分布线（RDL）等技术；在集成电路制造领域，铜大马士革工艺及硅通孔（TSV）电镀液及添加剂也按预期取得进展，进入测试论证阶段。

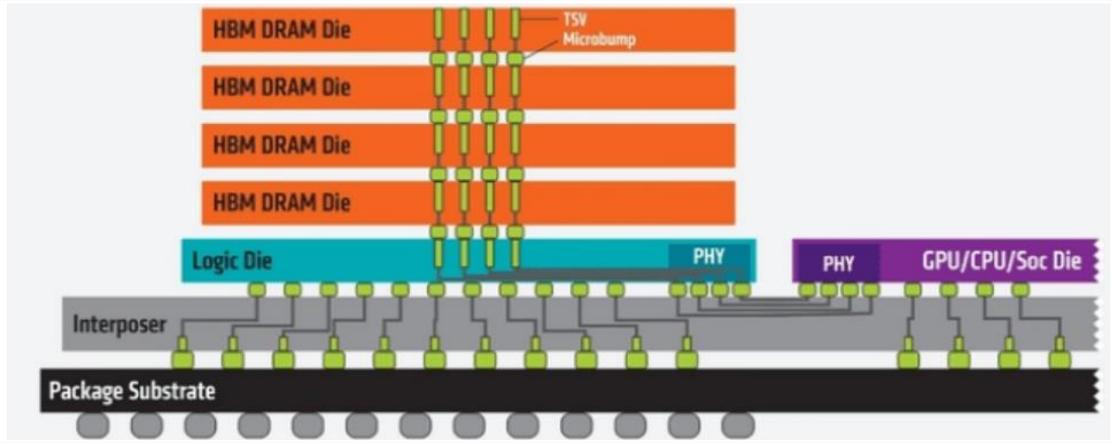
资料来源：公司公告，中银证券

**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的复杂性增加，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%。

**主流需求由 HBM2e 转向 HBM3，HBM 营收有望持续增长。**根据 TrendForce，2023 年主流需求由 HBM2e 转向 HBM3，需求比重预计分别为 50% 及 39%。TrendForce 表示，随着使用 HBM3 的加速芯片陆续放量，2024 年市场需求有望大幅转向 HBM3，而 2024 年有望超越 HBM2e，比重预计达 60%，且受惠于其更高的平均销售单价，有望带动 2024 年 HBM 营收增长。

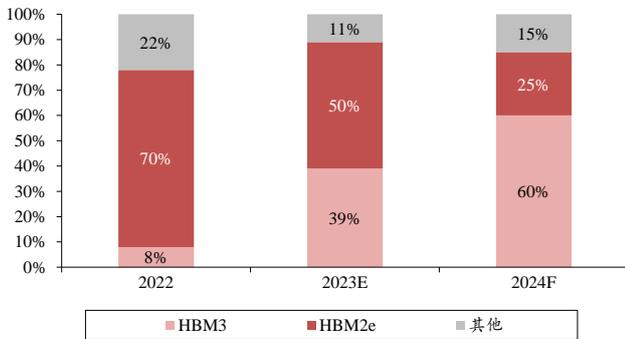
**目前 SK 海力士及三星占据 HBM 产品市场相对优势地位。**从竞争格局来看，根据 TrendForce，目前 SK 海力士的 HBM3 产品领先其他原厂，是 NVIDIA Server GPU 的主要供应商，三星着重满足其他云端服务业者的订单，2023-2024 年两家企业 HBM 市占率预计相当，合计拥有 HBM 市场约 95% 的市占率，不过因客户组成略有不同，在不同季度的位元出货表现上恐或有先后。美光 2023 年则专注开发 HBM3e 产品。

图表 97. HBM 结构图



资料来源: TrendForce, 中银证券

图表 98. 2022-2024 年 HBM2e 与 HBM3 比重预估



资料来源: TrendForce, 中银证券

图表 99. 2022-2024 年 HBM 市占率预估

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- $\alpha$  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, 根据雅克科技 2023 年年报, 公司前驱体产品国际范围内技术领先、种类丰富, 主要销售给三星电子、英特尔、台积电、SK 海力士、中芯国际、长江存储与合肥长鑫等国内外半导体芯片头部生产商; 截至 2023 年 12 月, 公司基本实现 12 寸大客户群体的全面覆盖, 多款新产品送样测试进展顺利, 江苏先科宜兴生产基地建设有序推进, 硅类前驱体产品已经稳定出货, 产能持续爬坡, High-K 前驱体和金属前驱体产品样品出货正常, 已经逐步具备业务连续性优势。

环氧塑封料方面, 飞凯材料在投资者互动平台表示, 环氧塑封料是 HBM 存储芯片制造技术所需要的材料之一, MUF 材料按性状和工艺分不同品种, 目前公司 MUF 材料产品包括液体封装材料 LMC 及 GMC 颗粒封装料, 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。华海诚科投资者关系活动记录显示, 公司颗粒状环氧塑封料 GMC 可用于 HBM 封装, 相关产品已通过客户验证, 现处于送样阶段。

Low- $\alpha$  球铝方面, 根据联瑞新材 2023 年年报, 公司紧盯 EMC、LMC、GMC、UF、电子电路基板、热界面材料等下游领域的趋势变化, 持续推出多种规格低 CUT 点 Low  $\alpha$  微米/亚微米球形硅微粉、球形氧化铝粉, 高频高速覆铜板用低损耗/超低损耗球形硅微粉, 新能源电池用高导热微米/亚微米球形氧化铝粉。另外, 2024 年 3 月公司发布公告, 拟投资 1.29 亿元实施先进集成电路用超细球形粉体生产线建设项目、拟投资 1.00 亿元建设 IC 用先进功能粉体材料研发中心。

底部填充胶方面, 德邦科技 2023 年年报显示, 公司芯片级底部填充胶部分型号已获得关键客户验证通过。

图表 100. 国内主要企业 HBM 材料项目进展 (截至 2024 年 6 月)

HBM 原材料	企业	产能及项目进展
前驱体	雅克科技	公司基本实现 12 寸大客户群体的全面覆盖, 多款新产品送样测试进展顺利, 江苏先科宜兴生产基地建设有序推进, 硅类前驱体产品已经稳定出货, 产能持续爬坡, High-K 前驱体和金属前驱体产品样品出货正常, 已经逐步具备业务连续性优势。
环氧塑封料	华海诚科	颗粒状环氧塑封料 GMC 相关产品已通过客户验证, 现处于送样阶段。
	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- $\alpha$ 球铝	联瑞新材	2023 年球形无机粉产量 2.65 万吨, 同比增长 9.07%; 公司拟投资 1.29 亿元实施年产 3,000 吨先进集成电路用超细球形粉体生产线建设项目、拟投资 1.00 亿元建设 IC 用先进功能粉体材料研发中心。
	壹石通	高端芯片封装用 Low- $\alpha$ 球形氧化铝产品已完成新产线调试、具备量产条件, 对日韩客户的送样验证工作持续推动, 主要是针对客户的差异化、定制化需求进行完善, 目前相关完善工作已完成, 尚待客户进一步反馈, 有望在 2024 年实现批量出货。
电子级环氧树脂	圣泉集团	公司一系列特种环氧树脂, 包括苯酚联苯环氧, 结晶型环氧, DCPD 环氧树脂等相继落地并商业化销售, 完成进口产品的国产化替代, 目前公司产品主要应用于半导体封装材料包括 BT 封装材料和 ABF 积层绝缘膜, 适用于 Chiplet、FC-BGA 等先进封装工艺, 主要应用于 Memory、MEMS、RF、ECP 封装技术及 CPU、GPU、FPGA 等算力芯片的半导体封装及相关的 underfill 胶水, 高端 EMC、LowDk/Mid-Loss 覆铜板等。
底部填充胶	德邦科技	芯片级底部填充胶部分型号已获得关键客户验证通过。

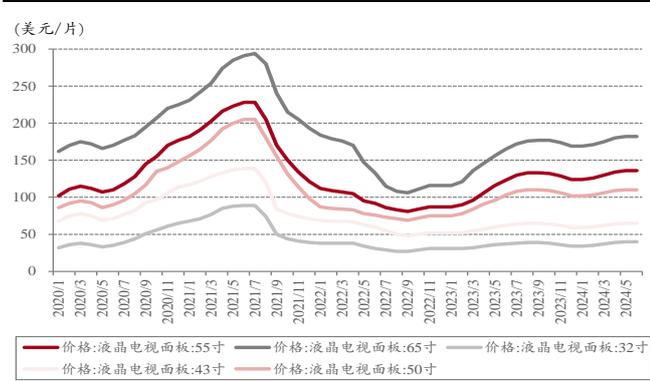
资料来源: 公司公告, 投资者互动平台, 投资者关系活动记录, 中银证券

## OLED 材料需求提升

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, 面板价格开始逐渐回升。2024 年 5 月 7 日, 苹果公司在春季新品发布会上发布了新款 iPad Pro, 此款 iPad Pro 首次搭载了 OLED 显示屏幕, 这也是苹果公司历史上首次推出采用 OLED 技术的智能平板。IT 产品对显示技术的偏好开始转向 OLED。

根据 DSCC 报告, 2024 年 OLED 收入预计为 440 亿美元, 较 2023 年增长 12% (据此增速测算 2023 年 OLED 收入约为 393 亿美元, 较 2022 年的 417 亿美元下降 6%); 2024 年 OLED 面板出货量预计增长 18%, 增长最快的 OLED 细分市场为平板电脑和显示器。DSCC 报告预计, 2024 年 OLED 平板电脑面板出货量有望同比增长 202%, 收入有望同比增长 632%, 主要原因是苹果首次在其 13 英寸以及 11.1 英寸 iPad Pro 中采用 OLED 面板; OLED 显示器出货量有望同比增长 80%, 收入有望增长 45%; OLED 智能手机面板出货量有望同比增长 21%, 收入有望同比增长 3%; OLED 电视面板出货量有望同比增长 24%, 收入有望同比增长 17%。

图表 101. 全球不同尺寸液晶电视面板价格 (截至 2024 年 5 月)



资料来源: 万得, 中银证券

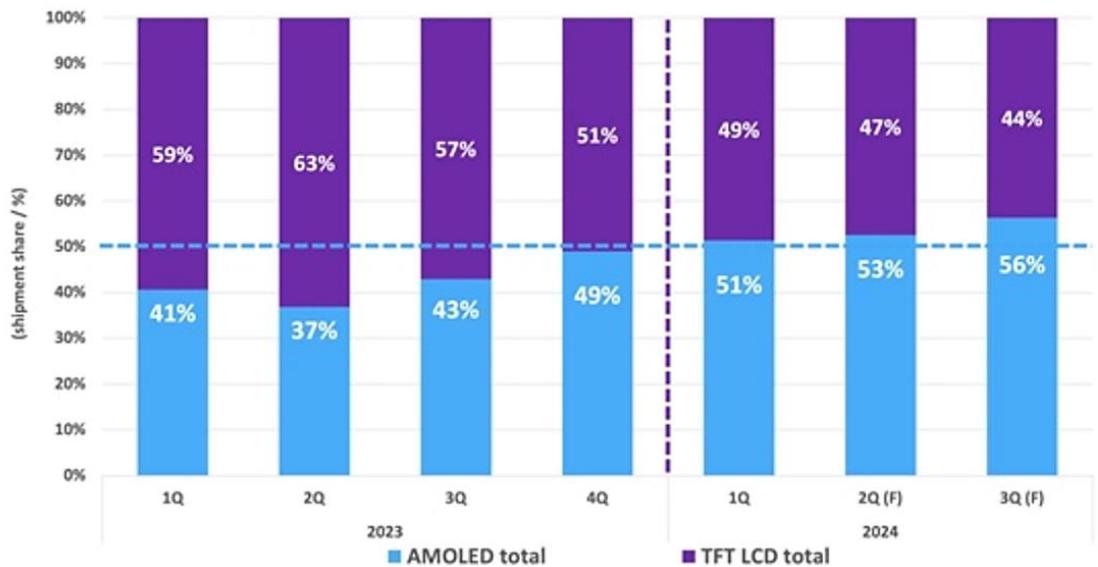
图表 102. TFT 液晶面板全球营收当月值 (截至 2024 年 5 月)



资料来源: 万得, 中银证券

AMOLED 智能手机面板需求增长，OLED 面板渗透率提升。CINNO Research 统计数据显示，2023 年全球市场 AMOLED 智能手机面板出货量约 6.9 亿片，同比增长 16.1%，其中 23Q4 出货量同比增长 30.9%，环比增长 35.1%。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。根据 Omdia 最新的智能手机显示屏市场跟踪报告，AMOLED 技术占比在智能手机显示屏中稳步上升，预计 2024 年出货量将超过 TFT LCD。此外 Omdia 报告显示，24Q1 智能手机 AMOLED 出货量增至 1.82 亿片，同比增长 39%，而 TFT LCD 出货量则降至 1.72 亿片，同比下降 10%，这是智能手机 AMOLED 出货量首次在季度内超过 TFT LCD 出货量。Omdia 预测 AMOLED 有望占据 24Q2 智能手机显示屏出货量的 53%，并有望在 24Q3 扩大至 56%。Omdia 研究主管 Hiroshi Hayase 表示，iPhone 16 的推出有望大幅提升 24Q4 AMOLED 出货量。

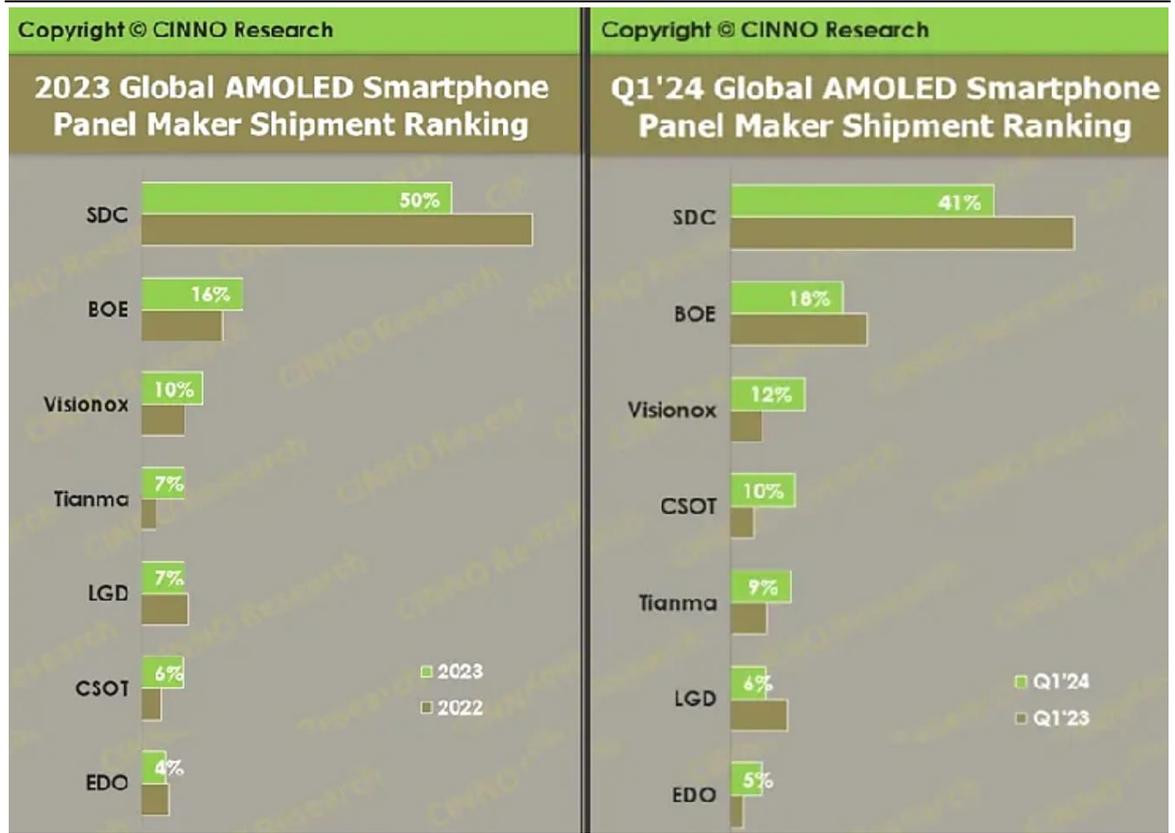
图表 103. 2023-2024 年智能手机显示屏 AMOLED 及 TFT LCD 出货量占比



资料来源：Omdia，中银证券

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。Omdia 数据显示，2023 年中国 OLED 面板产能占全球的 45.7%。根据 CINNO Research 发布的报告，2023 年全球 AMOLED 智能手机面板出货量中，京东方 BOE（同比增长 44.7%，16% 份额）位列第二，仅次于三星显示（同比下降 8.2%，50% 份额），维信诺（同比增长 68.4%，10% 份额）名列第三。

图表 104. 2023 年及 24Q1 全球 AMOLED 智能手机面板出货量增长情况

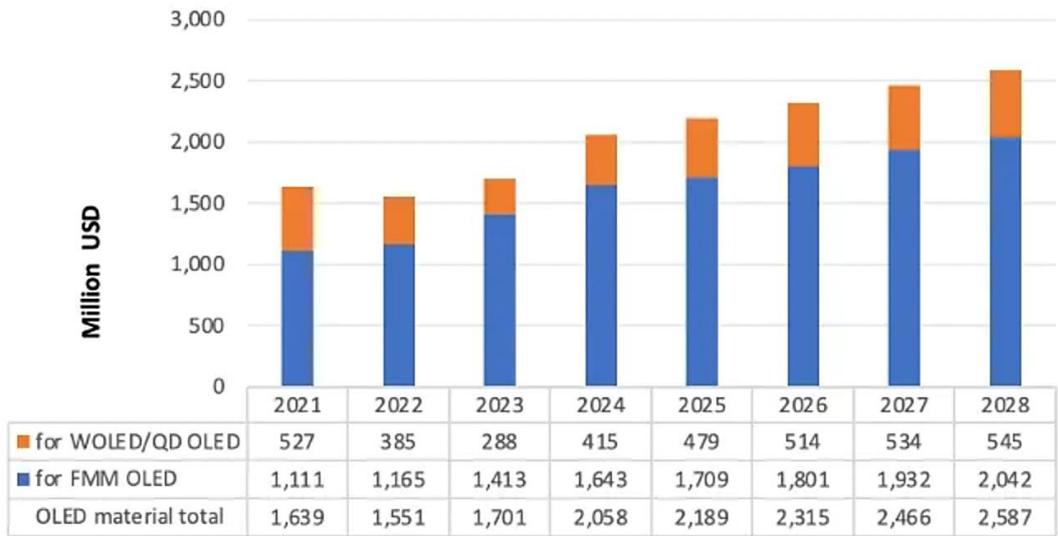


资料来源: CINNO Research, 中银证券

**全球 OLED 材料市场规模有望反弹。**根据 Omdia 最新报告, 全球 OLED 材料市场在经历 2022 年的下滑之后有望反弹, 预计 2024 年市场规模将超过 20 亿美元 (约为 145 亿元人民币)。Omdia 报告显示, OLED 材料市场在 2021 年前一直保持稳定增长, 但在 2022 年首次出现下滑, 主要原因是 OLED 电视终端市场销售不振。Omdia 报告中提到, 今年 WOLED 工厂的产能利用率有所提高, LG 坡州厂 E4 生产线利用率在 2022 年底达到 33% 的低点后, 在 24Q1 回升至 60% 以上; LG 广州厂 WOLED 生产线利用率也上升至 50% 以上; 此外三星计划在 24H1 将其 QD OLED 晶圆厂的产能利用率维持在 70% 以上; 相比之下, FMM RGB OLED 材料收入自 2023 年以来一直呈现增长, 得益于苹果最新 iPad 机型对材料需求的增加, 以及 iPhone OLED 显示屏收入的持续增长。

**我国 OLED 有机材料市场规模持续增长。**根据群智咨询 (Sigmaintell) 调研测算, 2023 年中国市场 OLED 有机材料的市场规模约为 43 亿元, 同比增长约 33%, 随着 OLED 在中大尺寸的渗透以及材料国产化趋势, 群智咨询预计 2030 年中国 OLED 有机材料市场规模有望达到 98 亿元, 2023-2030 年的复合增长率为 11%, 持续保持快速增长态势。

图表 105. 2021-2028 年全球 OLED 材料市场规模及预测



Notes: Revenue for dopant is excluded.

资料来源: Omdia, 中银证券

**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。经过多年发展，国内已涌现一大批 OLED 材料生产厂商，产品主要集中于 OLED 前端材料和中间体。部分公司已经具备“OLED 中间体-OLED 前端材料-OLED 终端材料”的一体化生产能力。此外，国内厂商也在 OLED 发光材料的研发方面实现了重大突破，已有部分生产技术与新产品处于国际领先地位。

图表 106. OLED 材料分类及全球主要代表厂商

公司名称	主营业务	具体产品
发光材料	红光材料	UDC、陶氏化学、住友化学、日本东丽、默克、LG 化学、出光兴产、新日铁化学、斗山、三星 SDI、Novaled
	绿光材料	UDC、陶氏化学、住友化学、默克、Novaled
	蓝光材料	出光兴产、保土谷化学、陶氏化学、JNC、Cynora、Kyulux
通用材料	电子注入材料	德山金属、LG 化学、三星 SDI、日本东丽、保土谷化学、出光兴产、陶氏化学
	电子传输材料	德山金属、LG 化学、三星 SDI、日本东丽、保土谷化学、出光兴产、陶氏化学
	空穴注入材料	LG 化学、三星 SDI、日本东丽、保土谷化学、JNC、默克、陶氏化学
	空穴传输材料	德山金属、LG 化学、三星 SDI、日本东丽、保土谷化学、默克

资料来源: 智研咨询, 中银证券

图表 107. 国内 OLED 终端材料主要厂商 (截至 2023 年 12 月)

公司名称	主营业务	具体产品	主要客户	研发及导入进展
莱特光电	OLED 终端材料	红、绿、蓝三色发光层材料、空穴传输层材料、空穴阻挡层材料和电子传输层材料等核心功能层材料	实现对京东方、天马、华星光电、信利的量产供应，同时新产品也在各大面板厂商积极推进，逐步实现客户全覆盖。此外，公司还积极拓展硅基 OLED 等其他客户，多款 OLED 终端材料产品在视涯、南京国兆等客户端进行验证测试，进一步扩大公司产品的终端应用场景	Red Prime 材料、Green Host 材料持续量产的同时，下一代产品紧跟客户最新需求升级迭代，使得客户器件亮度、发光效率及寿命显著提升；Red Host 材料、Green Prime 材料及蓝光系列材料等在客户端验证进展良好
奥来德	OLED 终端材料	红、绿、蓝有机发光主体材料	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	G'、R'、B'材料完成产线导入，稳定供货；封装材料产品已为产线稳定供货；PSPI 材料则已经通过部分客户的量产测试，批量供货。红色、绿色发光层材料在客户验证中，部分材料已通过验证，后续有望实现稳定供货

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 108. 国内 OLED 前端材料与中间体主要生产厂商（截至 2023 年 12 月）

公司名称	主营业务	具体产品	主要客户	研发及导入进展
莱特光电	OLED 中间体	氟代类以及非氟代类产品，其结构以吡唑、三嗪等类型产品为主	与海外客户签订氟代类产品销售协议，建立长期合作关系	重点推进附加值高的氟代类产品以及 OLED 终端材料类客户需求产品，优化产品及客户结构，提高 OLED 中间体盈利能力
瑞联新材	OLED 中间体、OLED 前端材料	OLED 升华前材料（投资出光电子，业务向 OLED 终端材料延伸）	已基本实现对国际领先 OLED 终端材料企业的全覆盖	公司 OLED 升华前材料已实现对发光层材料、通用层材料等主要 OLED 终端材料的全覆盖；公司与下游材料厂商深度合作，是国内最早开始规模化生产前端氟代发光材料的企业，已能够规模化量产红绿蓝全系列氟代发光材料
濮阳惠成	OLED 中间体	OLED 相关功能材料中间体	OLED 材料商	不断改进 OLED 相关功能材料中间体的合成工艺，以降低生产成本；公司将重点开发 OLED 功能材料，主要包括：OLED 光电材料、OLED 空穴传输材料、空穴注入材料、空穴阻挡材料、电子传输材料、电子注入材料、电子阻挡材料中间体以及材料合成的催化剂配体有机膦类化合物等，持续提升自身在 OLED 功能材料领域的市场地位和产品竞争力
万润股份	OLED 成品材料、升华前单体材料和中间体材料			控股子公司三月科技目前已有多个自主知识产权的 OLED 成品材料通过下游客户验证并实现供应，收入呈增长态势；控股子公司九目化学的 OLED 升华前材料业务再创新高，继续保持业内领先供应地位。三月科技于 2023 年启动“综合技术研发中心暨新型光电材料高端生产基地项目”，以提升自主知识产权 OLED 材料的研发与生产能力，该项目整体计划投资 5.3 亿元，正在推进一期项目计划投资 1.6 亿元，计划投资 3.7 亿元的二期项目后续择机启动；九目化学于 2023 年启动“九目化学生产基地 A04 项目”，以扩增 OLED 升华前材料产能，计划投资 1.45 亿元

资料来源：公司公告，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。根据蓝晓科技招股说明书，吸附分离材料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 109. 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	住友化学等	蓝晓科技
制药	美国陶氏、日本三菱等	蓝晓科技、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、江苏苏青、东大化工
化工催化	德国朗盛、日本三菱、漂莱特等	蓝晓科技

资料来源：蓝晓科技招股说明书，中银证券

**盐湖提锂业务进入收获期，有望为业绩增长提供良好支撑。**根据蓝晓科技 2023 年年报，公司提锂项目持续加大开发力度，材料、工艺、设备技术持续进步，在手订单高质量交付。2023 年公司凭借在盐湖提锂领域扎实的技术储备，领先的产业化能力和优质高效的项目履约能力，继续领跑市场，获取大型产业化项目订单 4 个，新增合同额近 5 亿元，实现营业收入 5.2 亿元；新增订单包括国投罗钾 5,000 吨提锂系统装置和吸附剂、阿根廷哈纳克 3,000 吨提锂整线、麻米措吸附剂订单等。截至 2023 年年报，公司已完成及在执行盐湖提锂产业化项目共 12 个，合计碳酸锂/氢氧化锂产能 8.6 万吨，其中 5 个已经成功投产运营；中试项目累计约 120 个，为持续形成订单提供潜力。2024 年以来，公司在阿根廷建立南美研发中心，为大量“锂三角”区域客户提供高效、及时、本地化的技术服务，提高项目开发和落地能力。

图表 110. 蓝晓科技盐湖提锂项目进展

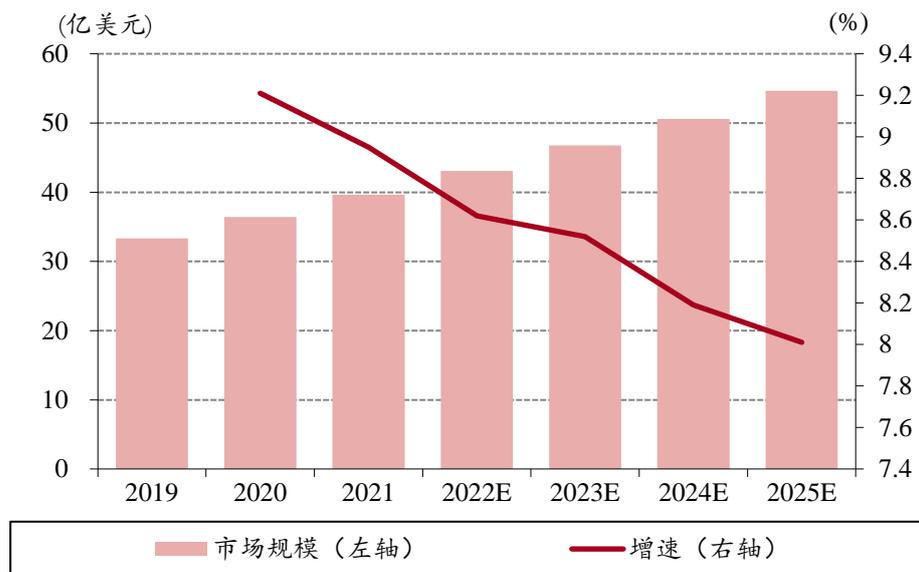
签订项目	产品	产能	项目进展 (截至 2024 年 7 月)
五矿盐湖一期	碳酸锂	1,000 t/a	已投产
五矿盐湖二期改扩建	碳酸锂	6,000 t/a	已投产
藏格锂业	碳酸锂	10,000 t/a	已投产
锦泰一期	碳酸锂	3,000 t/a	已投产
锦泰二期	碳酸锂	4,000 t/a	已投产
金昆仑锂业	碳酸锂	5,000 t/a	已完成安装
西藏珠峰	碳酸锂	25,000 t/a	吸附段第一批设备已发货
金海锂业	碳酸锂	10,000 t/a	已投产
金纬新材料	碳酸锂	6,000 t/a	试生产
国能矿业	氢氧化锂	10,000 t/a	已投产, 于 2024 年 3 月正式复工
中蓝长化设计院 (比亚迪)	碳酸锂	600 t/a	中试线已完成安装
国投罗钾	碳酸锂	5,000 t/a	已投产

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。色谱技术作为目前分离复杂组分最有效的手段之一, 几乎是生物制药分离纯化的唯一手段, 高纯度、高活性的生物制品制造基本都依赖于色谱/层析分离技术。

**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。根据纳微科技 2023 年年报, 在生物大分子分离纯化领域, 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) 等大型跨国科技公司是层析介质的主要市场参与者, 美国思拓凡公司 (Cytiva) 是实验室层析系统的主要供应商; 在中小分子分离纯化领域, 株式会社大阪曹达 (Osaka Soda, 原名 Daiso)、富士硅化学株式会社 (Fuji) 及瑞典诺力昂公司 (品牌为 Kromasil) 等是色谱填料的主要生产厂家, 产品主要为以硅胶色谱填料为代表的无机色谱填料。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 111. 2019-2025 年全球色谱填料行业市场规模及增速



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 2023 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，各园区建设已完成，根据下游应用需求逐步投产。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 112. 蓝晓科技 2023 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	98.52	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	19.72	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 2023 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，表现出了经典液相合成无法比拟的优越性。根据蓝晓科技官网资料，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；公司是全球多肽固相合成载体核心生产企业与主要供应商，相关产品在国内外知名药企与多肽 CDMO 企业中已规模化使用。根据蓝晓科技 2023 年年报，公司两年内新建成固相载体车间、琼脂糖/葡聚糖车间，产能分别达到 120 t 和 70,000 L，并系统化完成与之匹配的品控建设和认证体系；固相合成载体 seplife 2-CTC 和 sieber 树脂已成为多肽企业主导品种的主要供应商。

### 推荐及建议关注个股

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、沪硅产业、江丰电子、德邦科技、鼎龙股份；建议关注：彤程新材、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；建议关注：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 113. 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	53.68	1.91	2.65	28.17	20.29	·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	103.35	3.77	4.73	27.42	21.86	·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	9.00	0.83	0.97	10.87	9.24	·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	鼎龙股份	增持	19.87	0.45	0.71	44.50	27.95	·抛光垫业务逐季度持续放量基础良好，抛光液、清洗液各型号产品上量、导入验证稳步推进 ·显示材料与下游重要面板客户的产品渗透和合作持续加深
300487.SZ	蓝晓科技	买入	39.04	1.95	2.47	20.00	15.81	·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	15.30	0.09	0.12	172.26	125.09	·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	50.81	1.23	1.68	41.36	30.16	·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
688035.SH	德邦科技	增持	25.99	0.97	1.26	26.79	20.65	·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 ·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：同花顺 iFinD，中银证券

注：股价截止日 2024 年 8 月 15 日

## 景气度持续上行的子行业

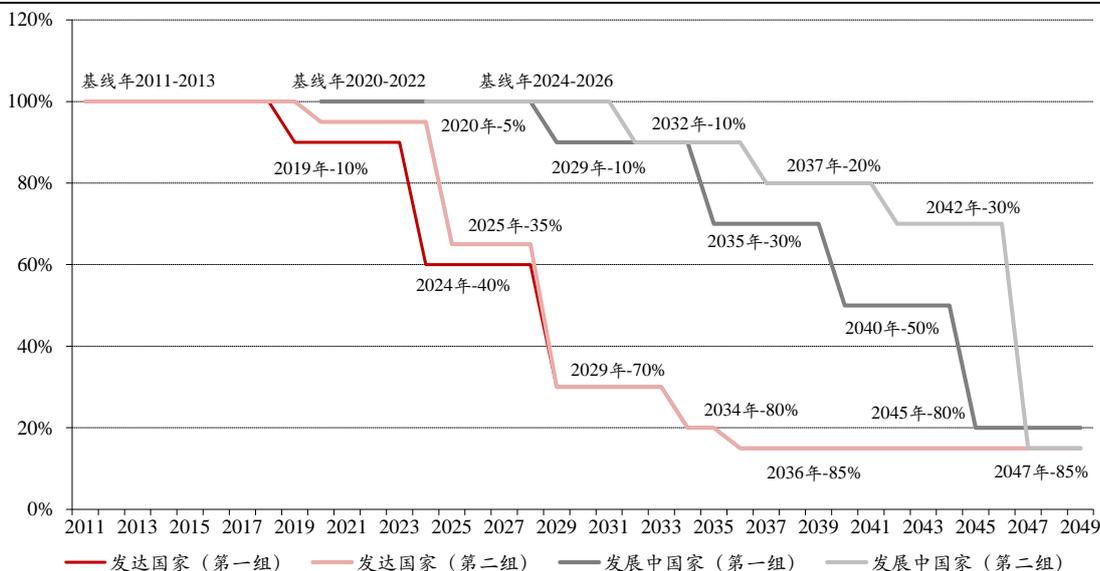
**氟化工：配额落地，需求提振，景气度持续上行**

三代制冷剂配额落地，下游复苏叠加新能源等发展提振氟化工需求

供给端：三代制冷剂配额落地，行业格局有望改善

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 114. 三代制冷剂配额削减时间表



资料来源：《〈蒙特利尔议定书〉基加利修正案》，中银证券

**三代制冷剂配额落地。**2023 年 11 月，生态环境部发布《2024 年度氢氟碳化物配额总量设定与分配实施方案》，对配额总量设定、配额分配范围、分配方法、申请和发放流程、配额调整原则和程序等进行了详细说明。2024 年 1 月，生态环境部公示 2024 年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物生产、使用和进口配额核发情况。2024 年 6 月，生态环境部批准了阿科玛、中化蓝天、巨化、永和、东岳、梅兰、东阳光等公司对 HCFCs 以及 HFCs 的生产配额调整申请，此次调整不影响配额总量。

图表 115. 2024 年制冷剂生产配额 (万吨)

制冷剂类型	种类	2024 年生产配额	2024 年内用配额	内用配额占比(%)
二代制冷剂	R22	18.1	11.1	61.5
	R141b	2.1	1.1	51.0
	R142b	0.9	0.6	62.0
	R123	0.2	0.04	19.5
	R124	0.0307	0.0139	45.3
	R133a	0.0	0.0	0.0
合计		21.3	12.8	60.0
三代制冷剂	R32	24.0	14.2	59.2
	R125	16.6	6.0	36.3
	R134a	21.6	8.3	38.3
	R143a	4.6	1.1	24.5
	R152a	3.3	0.8	23.9
	R245fa	1.4	0.9	61.3
	R227ea	3.1	2.8	88.0
	R236fa	0.0842	0.0147	17.5
	R236ea	0.0141	0.0	0.0
	R41	0.0050	0.0016	32.0
合计		74.6	34.0	45.6

资料来源：生态环境部，中银证券

**制冷剂价格提升。**《基加利修正案》的基线年 2020-2022 年，制冷剂盈利并不乐观，企业为了抢占更多配额，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 甚至出现亏损。2024 年以来，制冷剂价格持续上涨。根据百川盈孚，截至 7 月 11 日，R32 价格/价差为 3.60/2.28 万元/吨，较年初+108.70%/+383.41%；R125 价格/价差为 3.45/1.90 万元/吨，较年初+24.32%/+53.01%；R134a 价格/价差为 3.00/1.52 万元/吨，较年初+7.14%/+28.12%；R22 价格/价差为 3.05/2.09 万元/吨，较年初+56.41%/+89.21%。

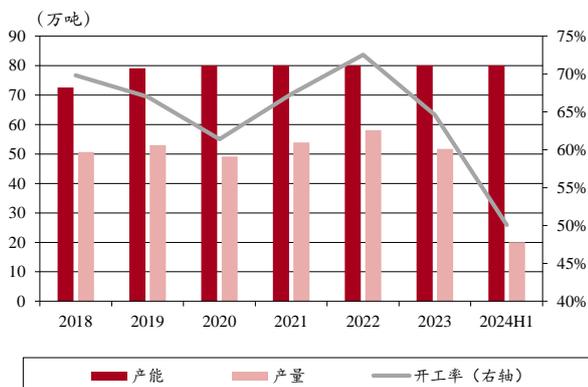
图表 116. 主流制冷剂价格情况

制冷剂	单位	最新价格	年初价格	较年初	年内均价	上年均价	24 年同比 23 年 (%)	当前分位数 (%)	历史最高价	历史最低价
R22	元/吨	30,500	19,500	56.41%	24,340	19,386	25.56	100.00	30,500	12,500
R32	元/吨	36,000	17,250	108.70%	28,454	14,859	91.49	100.00	36,000	10,500
R125	元/吨	34,500	27,750	24.32%	39,296	25,078	56.69	24.10	100,000	13,700
R134a	元/吨	30,000	28,000	7.14%	31,015	24,138	28.49	43.18	50,000	14,800
R410	元/吨	35,500	22,500	57.78%	33,363	20,262	64.66	90.20	38,000	12,500

资料来源：百川盈孚，中银证券

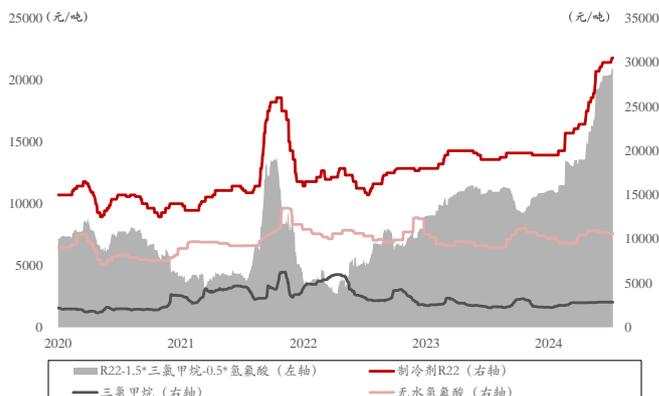
注：最新价格截至 2024 年 7 月 11 日；历史价格自 2017 年 1 月 3 日开始统计

图表 117. 我国 R22 产能、产量及开工率



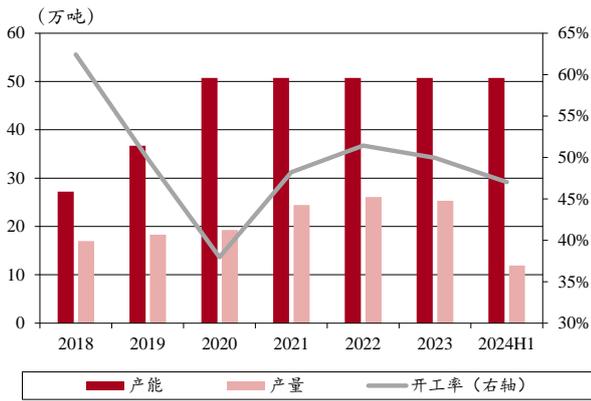
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 118. R22 价格及价差



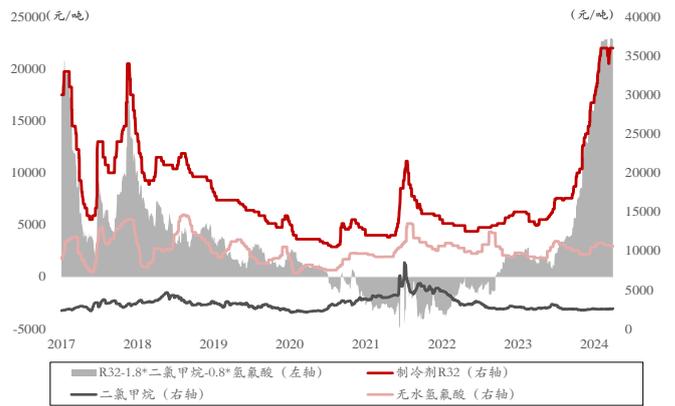
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 119. 我国 R32 产能、产量及开工率



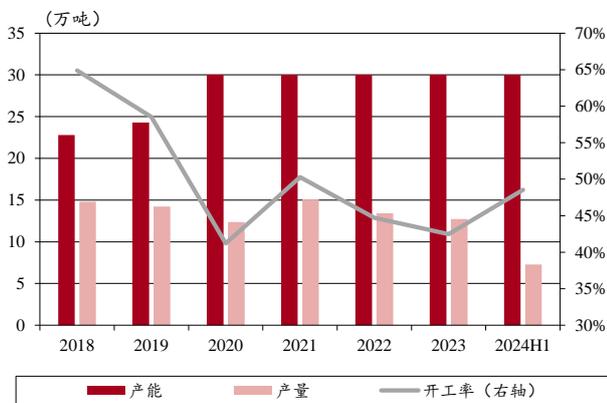
资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 120. R32 价格及价差



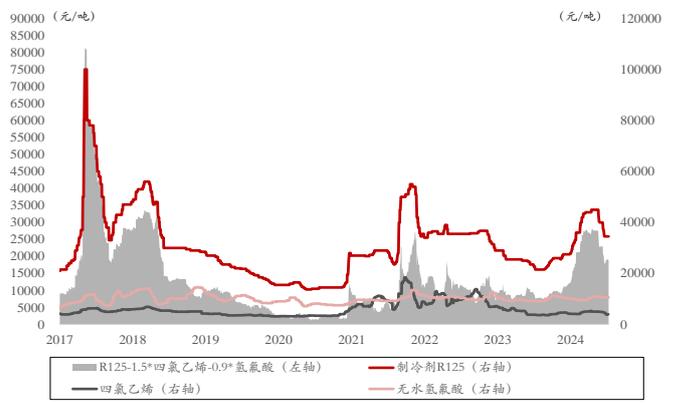
资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 121. 我国 R125 产能、产量及开工率



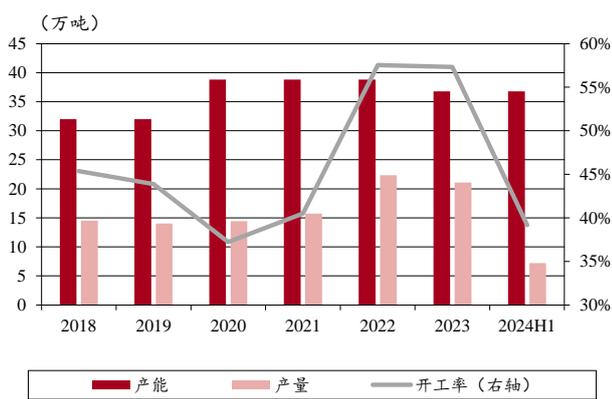
资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 122. R125 价格及价差



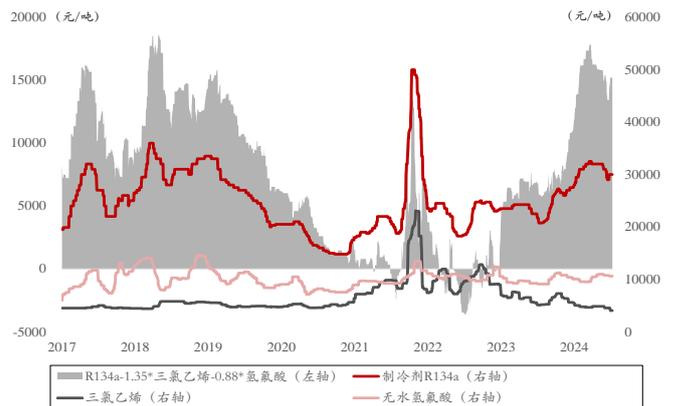
资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 123. 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 124. R134a 价格及价差

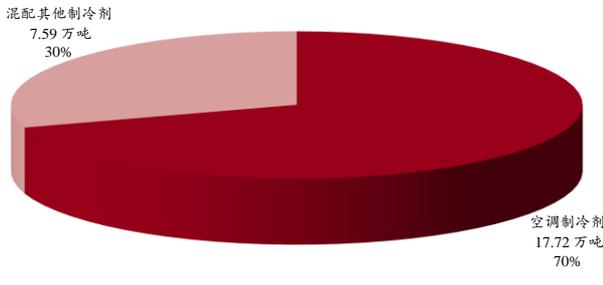


资料来源: 百川盈孚, 中银证券

## 需求端：制冷剂下游需求稳健，新能源与液冷提升高端氟材料需求

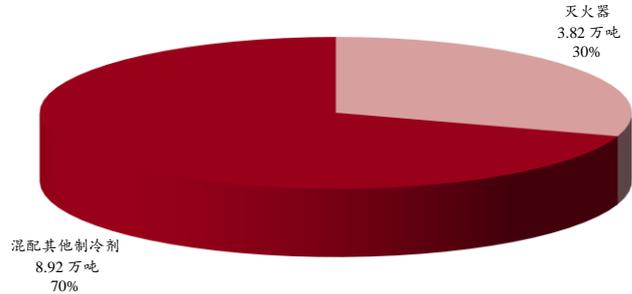
制冷剂下游需求稳中有进。根据百川盈孚，2023年R32的下游应用中，用于空调制冷剂17.72万吨（占比70%），混配其他制冷剂7.59万吨（占比30%）；2023年R125的下游应用中，用于混配其他制冷剂8.92万吨（占比70%），灭火器3.82万吨（占比30%）；2023年R134a的下游应用中，用于汽车制冷剂占比10.54万吨（占比50%），气雾剂（汽车后市场）5.27万吨（占比25%），工商制冷设备2.11万吨（占比10%），混配其他制冷剂2.11万吨（占比10%），药用气雾剂1.05万吨（占比5%）。国家统计局数据显示，2023年我国空调产量2.14亿台，同比增长11.35%；2024年1-5月我国空调产量9,021.40万台，同比增长11.05%；产业在线数据显示，2023年我国空调销量1.70亿台，同比增长11.19%；2024年1-5月我国空调销量9,453.21万台，同比增长18.23%。产业在线数据显示，2023年我国冰箱产量8,737.90万台，同比增长16.34%，销量8,722.79万台，同比增长15.41%；2024年1-5月我国冰箱产量3,874.90万台，同比增长16.10%，销量3,887.03万台，同比增长16.01%。制冷剂需求有望随着空调、冰箱产销量的提升而增长。

图表 125. 2023 年 R32 下游应用领域



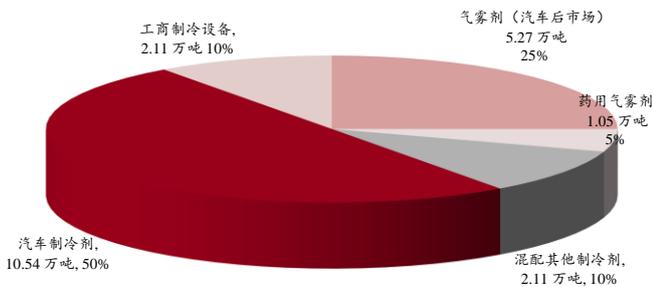
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 126. 2023 年 R125 下游应用领域



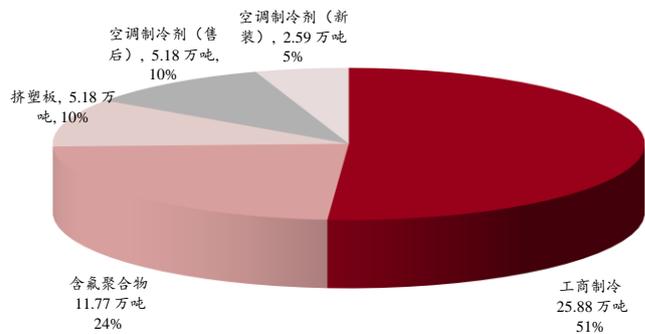
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 127. 2023 年 R134a 下游应用领域



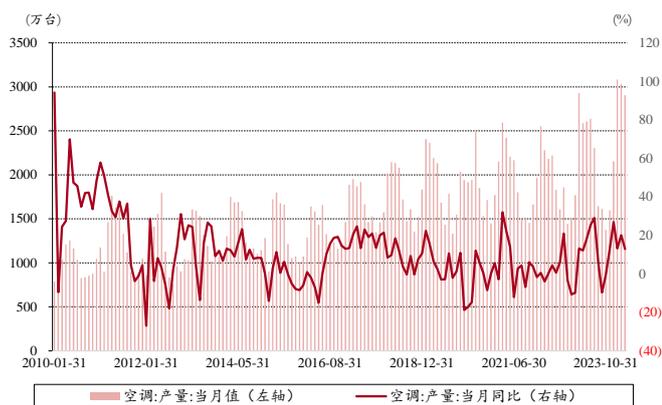
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 128. 2023 年 R22 下游应用领域



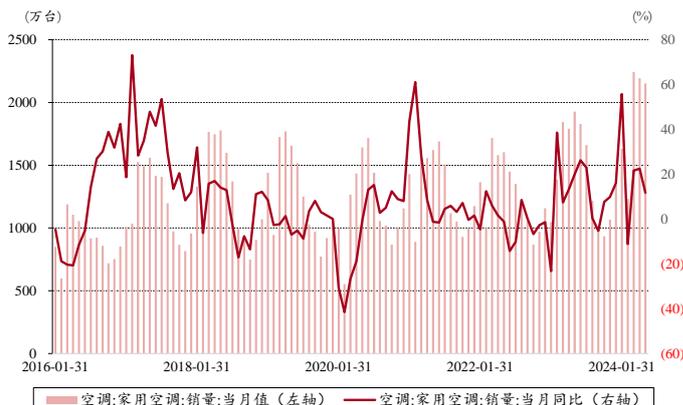
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 129. 我国空调月度产量及当月同比（截至 2024 年 5 月）



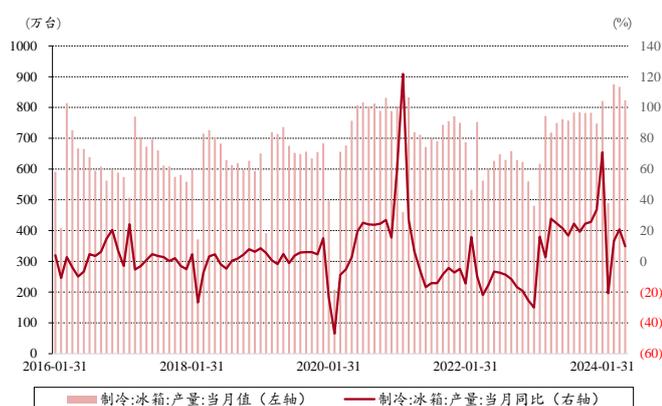
资料来源：同花顺 iFinD，国家统计局，中银证券

图表 130. 我国空调月度销量及当月同比（截至 2024 年 5 月）



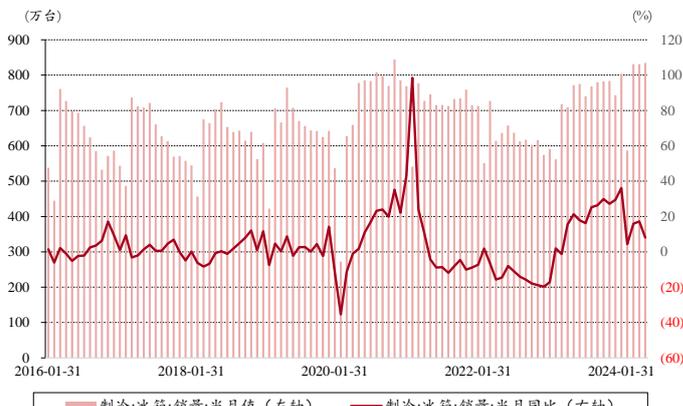
资料来源：同花顺 iFinD，产业在线，中银证券

图表 131. 我国冰箱月度产量及当月同比（截至 2024 年 5 月）



资料来源：同花顺 iFinD，产业在线，中银证券

图表 132. 我国冰箱月度销量及当月同比（截至 2024 年 5 月）

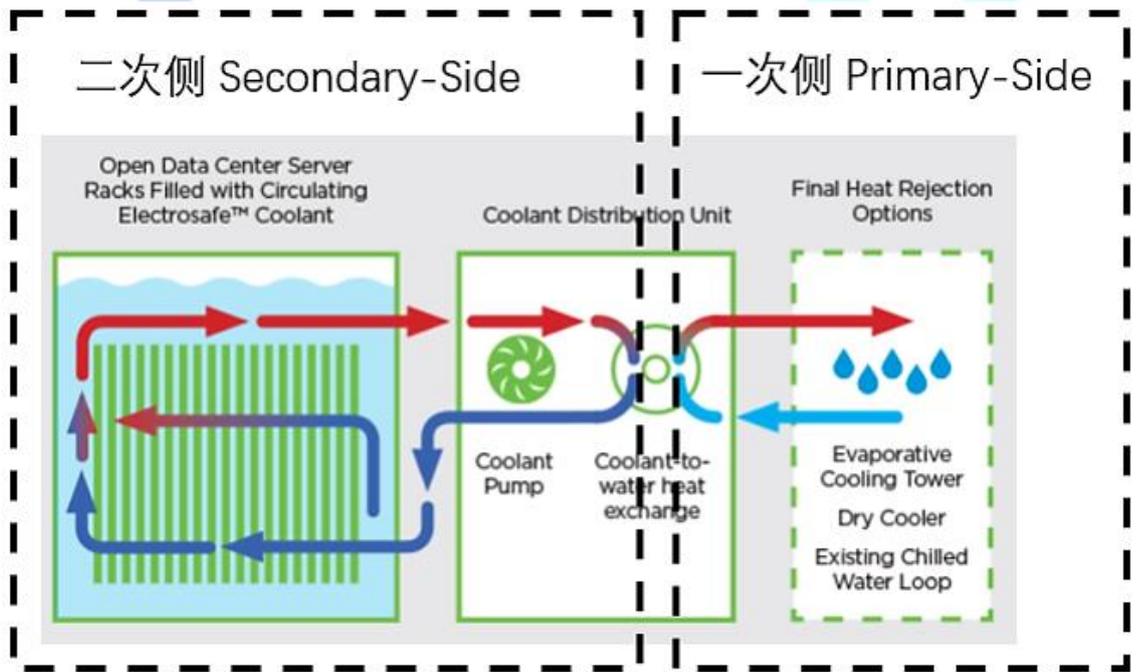


资料来源：同花顺 iFinD，产业在线，中银证券

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，根据中国通信业数字基建产业研究院发布的《中国数据中心产业发展白皮书（2023 年）》，2021 年我国数据中心市场规模达到近 1,800 亿元，同比增长 24.0%；2022 年市场规模超 2,200 亿元，仍然保持较高增速。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。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。

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。根据巨化股份 2023 年年报，公司巨芯冷却液项目规划产能为 5,000 吨/年，2023 年已建成的项目一期 1,000 吨/年运行状况良好；该项目产品主要有 JHT 电子流体系列、JHLO 润滑油系列以及 JX 浸没式冷却液等产品，作为全氟聚醚新材料，具有优异的电绝缘、无腐蚀、低挥发、热稳定性好等优点，广泛应用于半导体、数据中心、电子、机械、核工业、航空航天等领域。根据新宙邦 2023 年年报，随着人工智能以及数据中心的全面推广，公司含氟冷却液销售规模逐渐扩大，未来具有较好的增长空间。

图表 133. 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继续上行。供给端，三代制冷剂配额落地，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，或迎来新增长点。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

氟化工景气度有望持续向上。三代制冷剂供给需求双端持续改善，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 134. 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	17.95	0.96	1.31	18.71	13.65	三代制冷剂景气度或持续向上，公司盈利改善 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

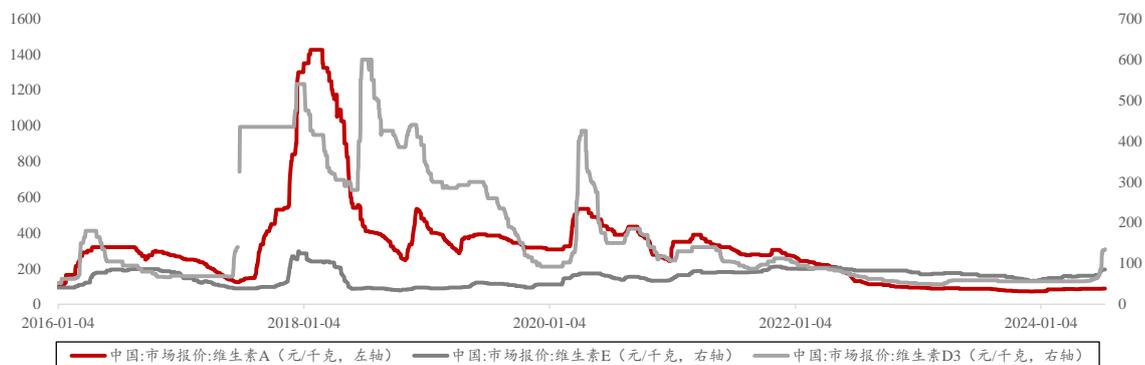
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：股价截止日 2024 年 8 月 15 日

## 动物营养：需求改善、供给集中，景气度有望持续上行

2024年以来维生素A、维生素E、维生素D<sub>3</sub>价格均上涨。根据博亚和讯，截至2024年7月12日，维生素A市场均价为88元/千克，较年初上涨21.38%；维生素E市场均价为85元/千克，较年初上涨42.86%；维生素D<sub>3</sub>市场均价为135元/千克，较年初上涨138.94%。

图表 135. 2016年-2024年7月维生素A、维生素E、维生素D<sub>3</sub>市场价格走势



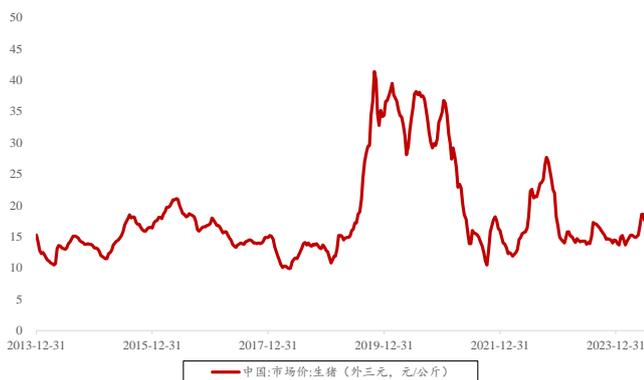
资料来源：万得，中银证券

### 维生素需求端：养殖利润改善带动需求提升，出口端延续修复

维生素A、维生素E、维生素D<sub>3</sub>的主要用途是饲料添加剂。根据花园生物可转债募集说明书，不同种类维生素下游消费结构差异较大，其中维生素A、维生素E、维生素D<sub>3</sub>主要应用于饲料领域，2020年维生素D<sub>3</sub>、维生素A下游饲料需求占比分别大于80%、70%，维生素E的下游需求中，饲料占比在60%左右，此外还有30%左右为医药等领域。

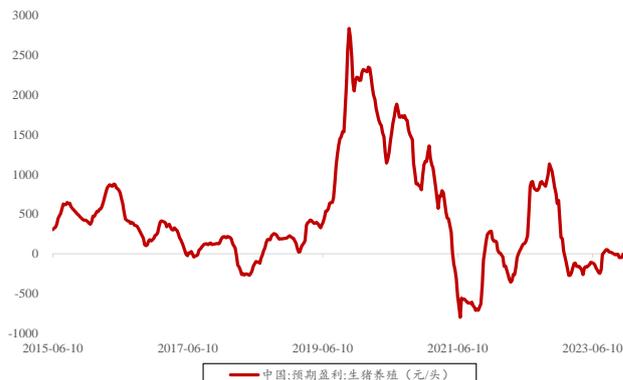
2024年以来生猪养殖盈利改善，或带动猪肉饲料需求提升。根据国家统计局，截至2024年6月，生猪市场价格为17.6元/公斤，较年初上涨幅度为22.22%；生猪养殖预测盈利为421.08元/头，较年初亏损(-21.85元/头)明显改善。生猪养殖盈利端的改善，有望带动存栏量和饲料中维生素添加量提升，从而对维生素需求形成提振。

图表 136. 2024年以来生猪价格有所上行



资料来源：国家统计局，中银证券

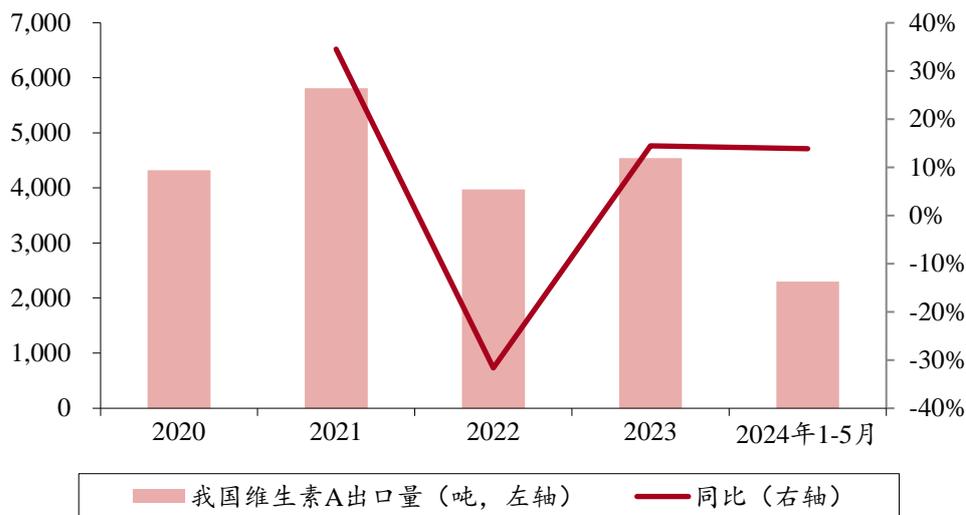
图表 137. 2024年生猪养殖预测盈利改善



资料来源：万得，中银证券

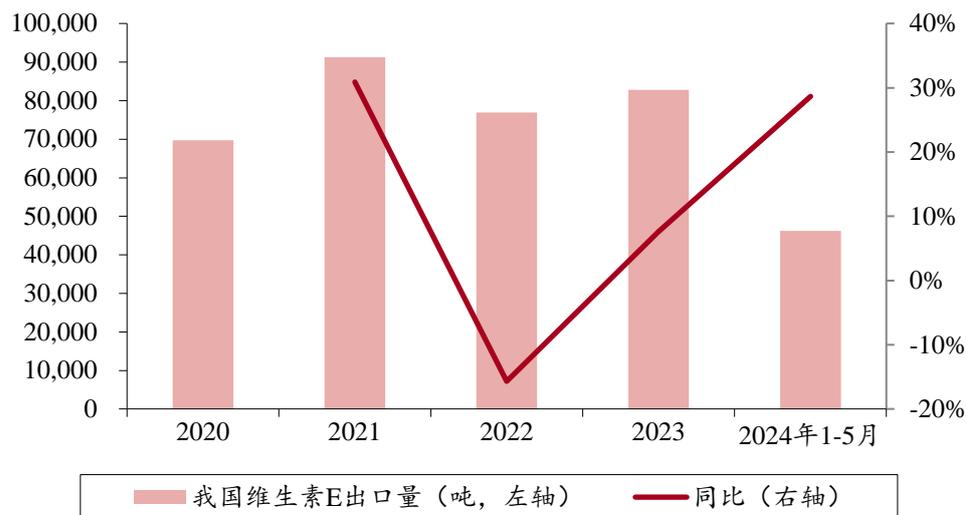
出口方面，2024年维生素出口迎来改善。2022年受海外去库存及需求疲软等因素影响，维生素出口较为低迷，2023年随着海外库存去化顺利，维生素刚需显现，出口端有所反弹。根据海关总署，2023年维生素A、维生素E出口量分别同比增长14.45%、7.59%，2024年1-5月延续修复态势，维生素A、维生素E出口量较2023年同期分别增长13.87%、28.65%。

图表 138. 2024 年 1-5 月维生素 A 出口量延续改善



资料来源：海关总署，中银证券

图表 139. 2024 年 1-5 月维生素 E 出口较去年同期增长较大

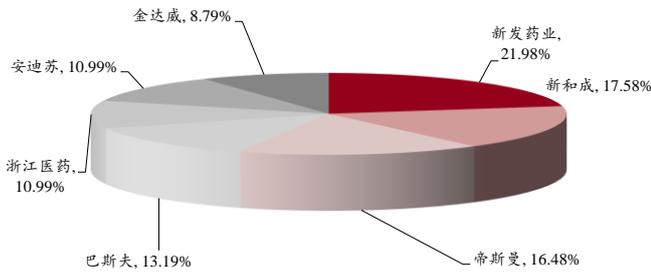


资料来源：海关总署，中银证券

### 维生素供给端：集中度较高，检修+海外产能退出下格局有望优化

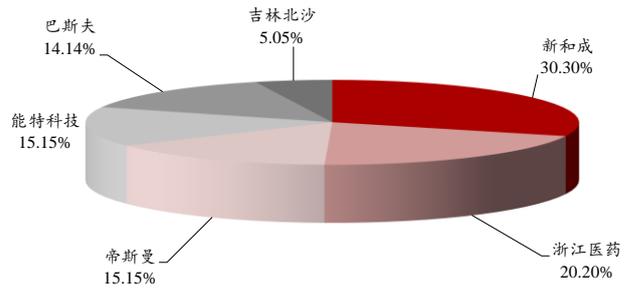
维生素行业集中度高且格局稳定。根据花园生物可转债募集说明书，全球维生素 A 主要厂商包括帝斯曼、巴斯夫、安迪苏、新和成、浙江医药、金达威等；维生素 E 主要厂商包括帝斯曼、巴斯夫、浙江医药、能特科技、新和成、福建海欣、北沙制药、海嘉诺等。维生素 A 及维生素 E 的产能集中度较高，以维生素 A 为例，根据百川盈孚，2023 年国内维生素 A 厂商中，新发药业、新和成、浙江医药、金达威分别拥有产能 10,000 吨、8,000 吨、5,000 吨、4,000 吨，占全球总产能份额达到 59.34%。

图表 140. 2023 年全球维生素 A 产能分布



资料来源：百川盈孚，华经产业研究院，中银证券  
注：帝斯曼、巴斯夫、安迪苏产能为 2020 年数据

图表 141. 2023 年全球维生素 E 产能分布



资料来源：智研咨询，中银证券

**频繁检修+海外巨头产能退出，供给端有望优化。**2021-2023 年维生素价格保持较低水平，利润率收缩影响下，维生素巨头厂商通过停产检修等方式降低负荷。根据博亚和讯统计，2024 年以来，新和成、巴斯夫、浙江医药等企业相继对维生素 E 工厂停产检修或发布停产计划，时间在 6-8 周不等。此外，部分海外企业拟通过退出维生素业务、成本优化等方式保持盈利。巴斯夫计划推行裁员计划并启动成本削减，希望在 2026 年底前将德国路德维希港基地成本削减 10 亿欧元；帝斯曼宣布预计于 2025 年将动物营养与健康业务从集团剥离。

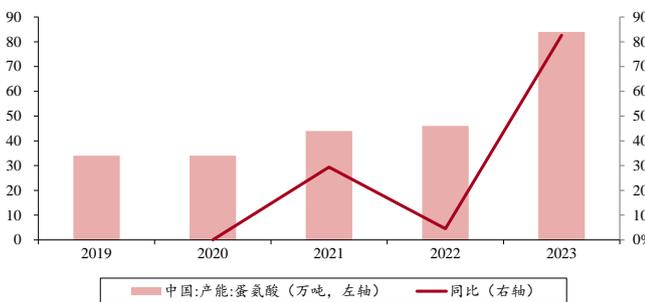
我们认为，当前维生素下游利润率回暖叠加出口延续修复，需求迎来改善；另一方面，供给高集中度格局下，主要厂商挺价意愿强，动物营养用维生素价格上涨具备一定持续性，行业景气度有望上行。

### 蛋氨酸：价格由底部回暖，2024 年有望维持稳定

蛋氨酸是必须氨基酸中唯一含硫的氨基酸，由于动物自身无法合成，必须通过饲料进行摄取。对于禽类、高产奶牛和鱼类，蛋氨酸一般是第一限制氨基酸。根据百川盈孚，蛋氨酸下游中，饲料应用占比为 90%。

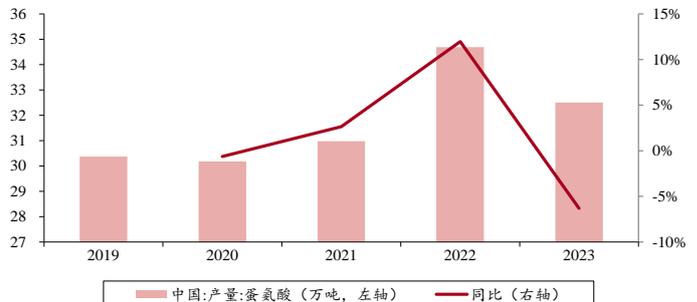
**近年来我国蛋氨酸产能快速增长。**根据百川盈孚数据，2019-2023 年我国蛋氨酸产能快速扩张，CAGR 为 25.37%，其中 2021 年产能增幅达 29.41%；从产量角度，2022、2023 年同比分别增长 11.97%、下降 6.30%。同时，我国蛋氨酸产能占全球份额持续提升，根据博亚和讯数据，2021-2023 年，我国蛋氨酸产能全球占比由 23.5% 提升至 33.3%。

图表 142. 2019-2023 年我国蛋氨酸产能快速扩张



资料来源：百川盈孚，中银证券

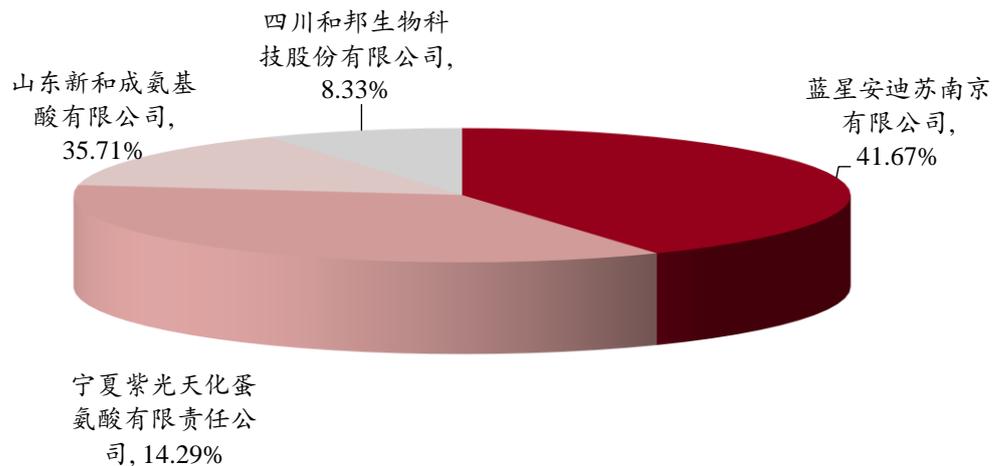
图表 143. 2023 年我国蛋氨酸产量同比下滑



资料来源：百川盈孚，中银证券

**蛋氨酸生产有较高的技术壁垒，生产集中度较高。**海外蛋氨酸生产企业包括赢创、安迪苏、住友、诺维斯、希杰等。根据百川盈孚数据，国内蛋氨酸生产企业有蓝星安迪苏南京、新和成、宁夏紫光天化、四川和邦生物科技等，2024 年产能分别为 35 万吨、30 万吨、12 万吨、7 万吨，国内产能 CR2 高达 77.38%。

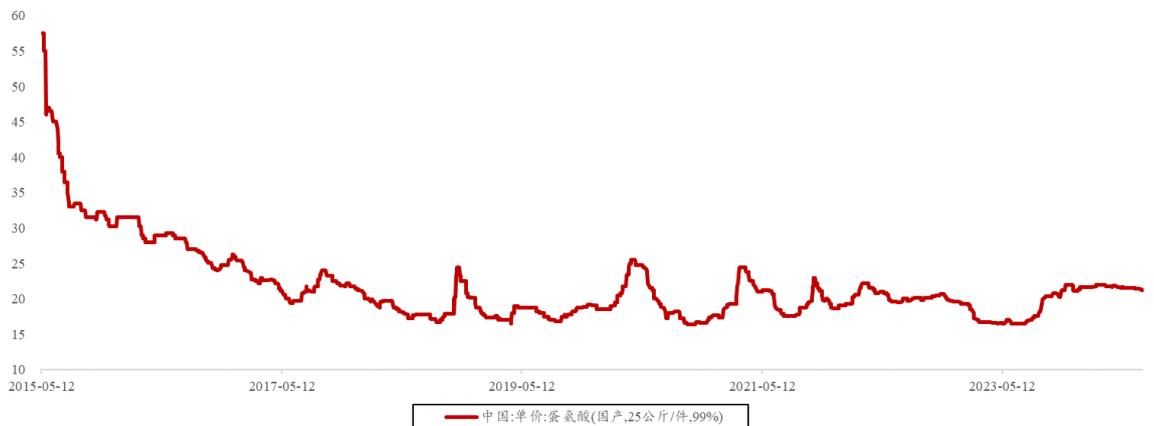
图表 144. 2024 年我国蛋氨酸产能分布情况



资料来源：百川盈孚，中银证券  
注：数据截至 2024 年 6 月

随着产能扩张，蛋氨酸整体价格于 2023 年触底，此后在新产能延后投产及海外减产影响下于 2024 年有所反弹。2023 年，蛋氨酸价格始终处于低位，至 7 月最低点价格为 1,650 元/吨。受此影响，2023 年希杰马来西亚工厂、赢创、住友相继检修、减产，同时新和成新投产产能延后释放；2024 年，安迪苏宣布永久关闭法国科芒特里蛋氨酸生产线。截至 2024 年 7 月 12 日，蛋氨酸价格有所修复，为 2,120 元/吨，较去年同期增长 28.48%。

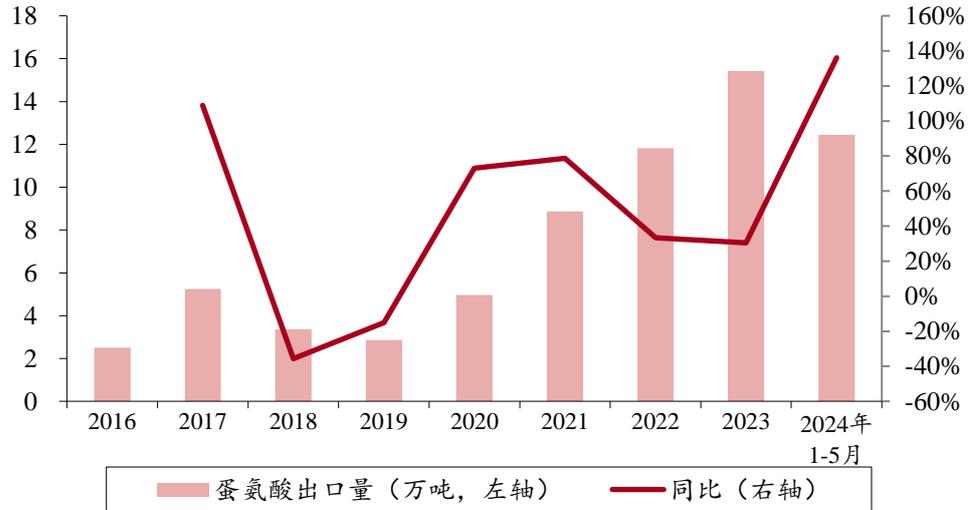
图表 145. 蛋氨酸价格于 2023 年触底，2024 年有所反弹



资料来源：百川盈孚，中银证券

2019 年以来我国蛋氨酸出口量逐年增长。根据汇易网，2019 年以来，我国蛋氨酸出口量逐年增长，2023 年全年出口量为 15.43 万吨，2019-2023 年 CAGR 为 52.33%；2024 年 1-5 月，我国蛋氨酸出口量为 12.44 万吨，较去年同期增长 136.17%。

图表 146. 2024 年 1-5 月我国蛋氨酸出口量同比大幅增长



资料来源：同花顺 iFinD，汇易网，中银证券

**新和成有望受益于维生素、蛋氨酸行业景气度提升。**2023 年新和成营养品板块实现营收 98.67 亿元（同比-9.91%），毛利率 29.91%（同比-6.68 pct），主要原因为 2023 年维生素行业产能惯性释放，供过于求形势加剧，行业竞争激烈，维生素产品价格下行压力较大，此外蛋氨酸价格也处于低位。在下游饲料等需求提升以及供给格局优化的情况下，2024 年维生素、蛋氨酸价格修复。根据 2024 年 7 月投资者互动问答，公司目前维生素 A 折 50 万 IU 计年产能能为 8,000 吨、维生素 E 以 50% 粉计年产能能为 6 万吨。根据新和成 2023 年年报，2023 年公司原有产品精细化运营，新项目、新产品的开发建设有序进行，营养品板块蛋氨酸二期 25 万吨/年项目其中 10 万吨装置平稳运行，15 万吨装置工艺路线一次性打通，综合竞争优势持续提升；公司与中国石油化工股份有限公司合资建设 18 万吨/年液体蛋氨酸（折纯）项目投入建设；此外，4,000 吨/年胱氨酸开工建设，30,000 吨/年牛磺酸项目正常生产、销售，2,500 吨/年维生素 B5 项目正常生产、销售。公司“化工+”和“生物+”两大核心技术平台不断发展，目前已成为世界四大维生素生产企业之一、全国精细化工百强企业、中国轻工行业香料行业十强企业和知名的特种工程塑料生产企业。

### 推荐个股

动物营养板块维生素及蛋氨酸需求改善、供给集中，景气度有望持续上行。推荐：**新和成**。

图表 147. 主要推荐的维生素及蛋氨酸上市公司

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	
002001.SZ	新和成	买入	20.11	1.20	1.45	16.74	13.88	维生素及蛋氨酸价格上涨有望提升公司营养品板块业绩 公司持续巩固香精香料、新材料、原料药板块优势，新项目有序推进

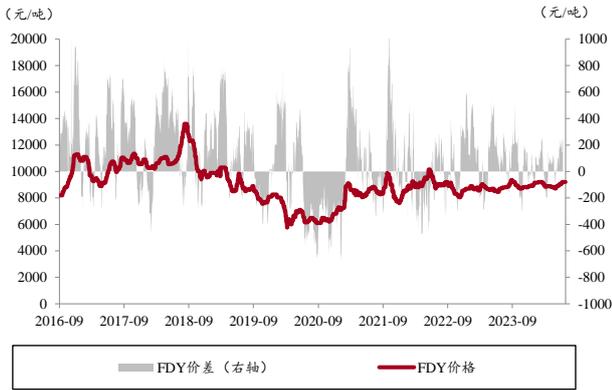
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：股价截止日 2024 年 8 月 15 日

## 涤纶长丝：竞争格局优化，行业景气度修复

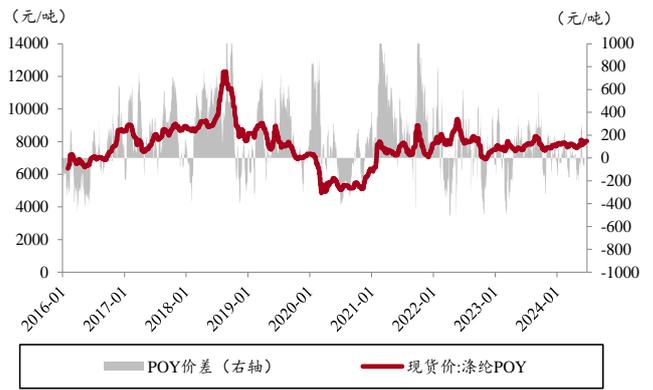
涤纶长丝价格波动上涨，价差逐步修复。2024年上半年涤纶长丝价格呈现“N”字型的波动上涨。一季度在成本驱动以及低库存环境下，涤纶长丝价格持续上涨，价差实现较快修复。4月-5月下旬，受原油价格波动、2023年新产能集中释放、去库节奏不及预期等因素共同影响，价格及价差阶段性回落，6月份以来，受供应端扰动以及行业自律行为影响，价格及价差快速修复。截止6月30日，POY、FDY、DTY等主流长丝品种价格均提升至年内新高。

图表 148. FDY 价格及价差 (2015-2024H1)



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 149. POY 价格及价差 (2016-2024H1)



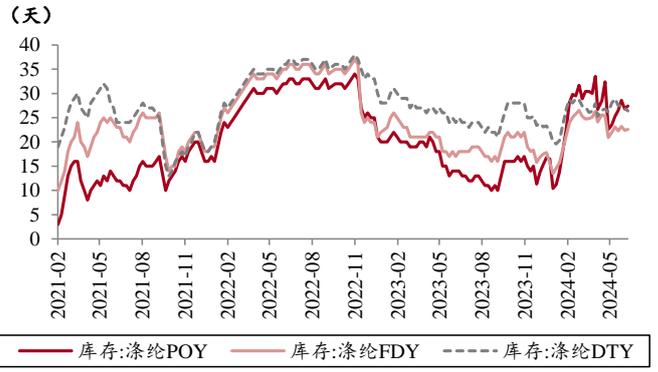
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 150. DTY 价格及价差 (2016-2024H1)



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 151. 涤纶长丝库存天数变化 (2021-2024H1)



资料来源：隆众资讯，中银证券

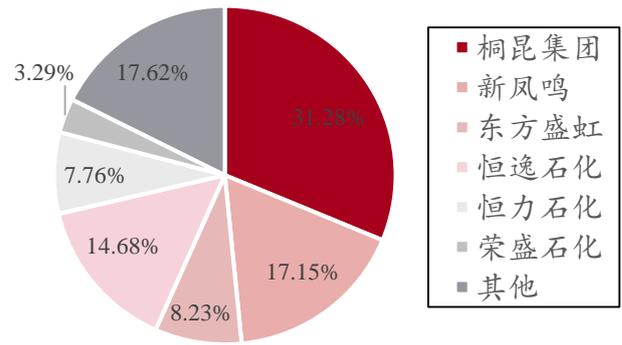
龙头企业新产能集中释放，落后产能逐步淘汰。2023年的新扩产能集中释放，根据百川盈孚的统计数据，涤纶长丝行业2024年上半年总产量达1821.17万吨，同比增长27.05%，2024年，涤纶长丝新增产能明显减少，据百川盈孚统计，2024年涤纶长丝产能4263万吨，同比下降1.22%。新增产能大幅减少，据隆众资讯，2024年预计新投产产能115万吨，仅为2023年的26.02%，其中新凤鸣新增40万吨，荣盛石化新增50万吨，中泰石化新增25万吨。同时，行业的落后产能正在出清，2021年以来，我国涤纶长丝行业每年淘汰落后产能上百万吨，未来老旧装置的落后产能或加速淘汰，隆众资讯预计2024-2025年涤纶长丝淘汰产能将在200-250万吨之间。

图表 152. 涤纶长丝行业产能（2020-2024）



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 153. 涤纶长丝行业产能分布（截至 2023 年底）



资料来源：各公司年报，百川盈孚，中银证券

行业集中度持续提升，截至 2023 年底，CR6 占比高达 82.4%。龙头企业依托规模优势及管理优势，市占率逐步提升。根据百川盈孚统计数据，前六家企业的产能占总产能的 82.2%。当前，涤纶长丝的价差仍处于历史低位，中小企业生存空间被进一步挤压，落后产能或陆续退出市场。未来随着行业格局进一步优化，头部企业的市占率及盈利能力有望扩大。

图表 154. 2024 年涤纶长丝行业预计新增产能

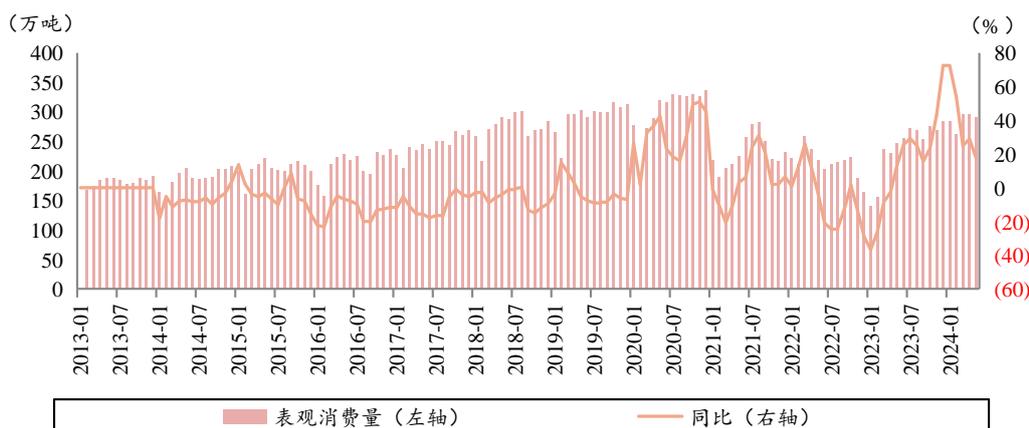
企业	地址	产能 (万吨)	预计投产时间
新疆库尔勒中泰石化有限责任公司	新疆维吾尔自治区	25	2024-08
新凤鸣江苏新拓新材有限公司	江苏省	40	2024-10
荣盛石化股份有限公司	浙江省	50	2024-11
<b>总计</b>		<b>115</b>	

资料来源：隆众资讯，中银证券

**龙头企业联合减产，行业利润合理修复。**面对过度激烈的市场竞争，5月中旬包括桐昆股份、新凤鸣、东方盛虹等在内的主流聚酯工厂联合协商减产，协商减产幅度在 10% 左右，合计减停产能约 240 万吨/年，5月下旬，龙头企业会议新的价格模式“一口价”，有效带动行业利润修复。我们认为，在行业集中度提升，竞争格局优化的背景下，龙头企业的自律行为或持续推进，可避免过度无序竞争，确保产品利润维持在合理水平，带动行业景气度稳步修复。

**国内需求逐步恢复，海外出口短期受阻。**根据百川盈孚统计数据，截至 2024 年 5 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，国内纺织服装消费回升，根据国家统计局数据，2024 年 1-5 月中国社会消费品零售总额 195236.9 亿元、同比增速 4.1%，其中限额以上服装鞋帽、针、纺织品零售额 5855.5 亿元、同比增长 2%。受海运成本高涨以及贸易摩擦加剧等因素影响，涤纶长丝出口同比下滑，但仍维持较高水平，根据中国海关总署数据，2024 年 1-5 月直纺长丝出口量达到 129.23 万吨，同比下降 10.19%。2023 年四季度以及 2024 年一季度有较多加弹、织机机械订单下达，预计下半年将陆续交付并投入生产，涤纶长丝及下游产能增速差将逐步凸显，同时季节性需求旺季即将来临，内需释放有望带动长丝消费增长。

图表 155. 涤纶长丝表观消费量 (2013-2024.5)



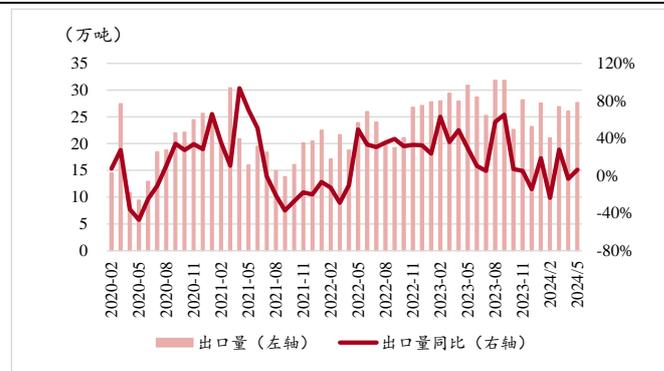
资料来源: 钢联数据, 中银证券

图表 156. 国内服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额及同比 (2010-2024.5)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 157. 涤纶长丝出口量及同比变化 (2020-2024.5)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

**2024 年下半年涤纶长丝行业景气度有望继续修复。**短期来看, 供应端, 2024 年新增产能明显减少, 需求端, 下半年为传统消费旺季, 同时, 下游产能有望释放, 内需仍将推动长丝消费增长, 远期来看, 随着行业集中度提升, 龙头企业联合减产, 产品盈利中枢将合理提升, 涤纶长丝行业景气度有望稳步上行。

### 推荐及建议关注个股

涤纶长丝行业景气度有望继续提升, 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 158. 涤纶长丝相关标的

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
				2024E	2025E	2024E	2025E	
601233.SH	桐昆股份	买入	12.30	1.29	1.74	9.53	7.07	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	11.45	1.22	1.6	9.39	7.16	涤纶长丝景气度提升, 龙头企业管理效率优异

资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

注: 股价截至日 2024 年 8 月 15 日, 未有评级公司估值数据来自同花顺一致预期

## 传统化工龙头：业务逆势扩张，业绩稳健增长

优秀企业固定资产增加，在建工程扩张。2024年一季度，万华化学、卫星化学、华鲁恒升在建工程有所增长，近三年固定资产持续增加。优秀龙头企业不仅在传统优势业务扩大产能优势，同时积极寻求新的发展机会，研发支出占比维持偏高水平，在新材料等领域加码业务布局，具备长期成长性。

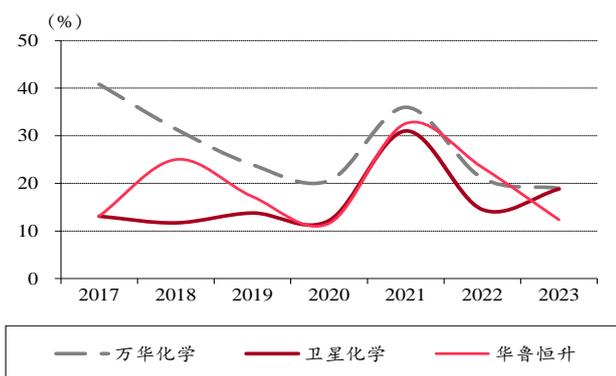
图表 159. 优秀企业资本开支情况

		在建工程合计 (亿元)				固定资产合计 (亿元)			
		2021	2022	2023	2024Q1	2021	2022	2023	2024Q1
600309.SH	万华化学	293.5	370.6	504.5	574.1	652.3	785.6	987.6	981.1
002648.SZ	卫星化学	78.9	49.1	31.9	42.3	127.4	190.3	252.6	246.5
600426.SH	华鲁恒升	12.4	50.3	32.0	35.6	160.8	155.9	289.4	283.2

资料来源：万得，各公司公告，中银证券

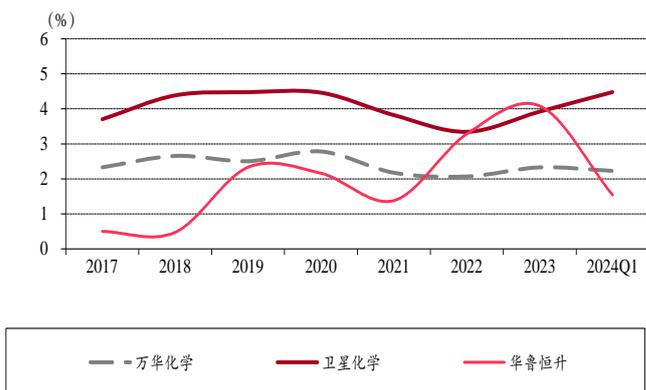
龙头企业抗风险能力凸显，一季度业绩均实现同比正增长。2023年，万华化学、卫星化学和华鲁恒升实现归母净利润分别为168.16亿元、47.89亿元、35.76亿元，同比分别+3.59%、+54.71%、-43.14%。2024年一季度，万华化学、卫星化学和华鲁恒升实现归母净利润分别为41.57亿元、10.23亿元、10.65亿元，同比分别+2.57%、+46.55%、+36.30%。在行业整体承压的市场环境下，龙头企业依托产业链一体化优势、精益管理优势或产品品牌优势，业绩表现优于行业平均水平，抗风险能力再次凸显。

图表 160. 龙头企业 ROE (摊薄) 情况 (2017-2023)



资料来源：万得，中银证券

图表 161. 龙头企业研发支出占收入比重 (2017-2024Q1)



资料来源：万得，中银证券

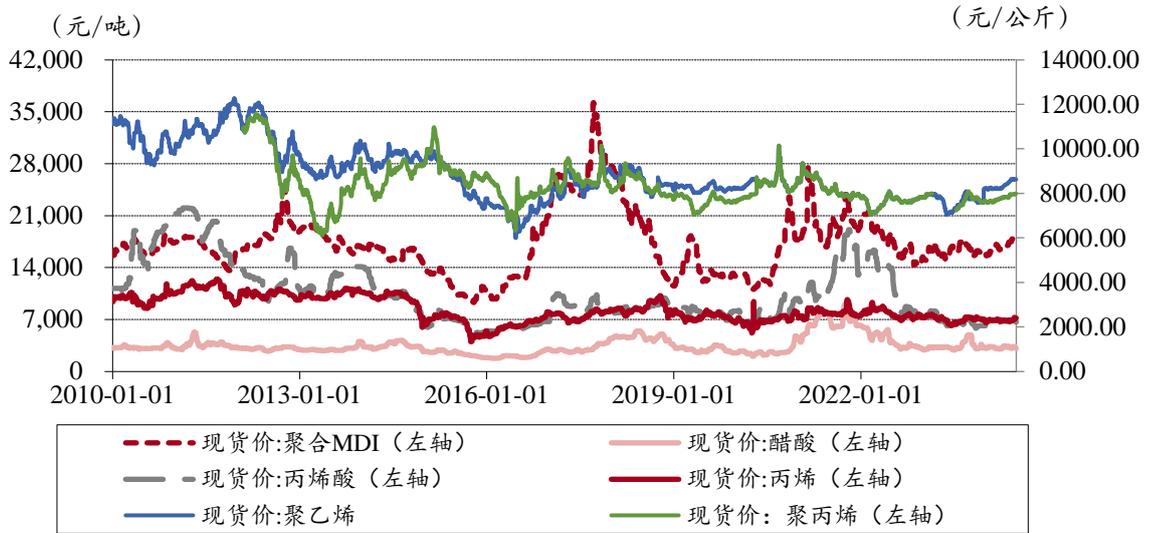
延伸原有产业链，布局新材料。中长期来看，龙头企业业务扩张的方向主要有两个，其一，以现有业务为核心，扩充主力产品产能的同时向产业链上下游其他相关产品延伸，旨在通过产品间的协同优势，降低整体运营成本，进一步扩大公司的行业优势。其二，加大新材料，尤其是新能源材料的产业布局，具体包括光伏、锂电、风电等化工原材料，航空航天、汽车、机械等高端工程材料，以及可降解塑料、生物合成等新兴材料。

图表 162. 万华化学及卫星化学 2024 年部分新投产产能

企业	项目	产能	(预计) 投产时间
万华化学	福建 MDI 装置技改扩能	40 万吨/年增至 80 万吨/年	2024-04
万华化学	POE 项目	20 万吨/年	2024-06
卫星化学	多碳醇项目	80 万吨/年	2024Q3
卫星化学	高分子乳液项目	26 万吨/年	2024H2

资料来源：各公司公告，中银证券

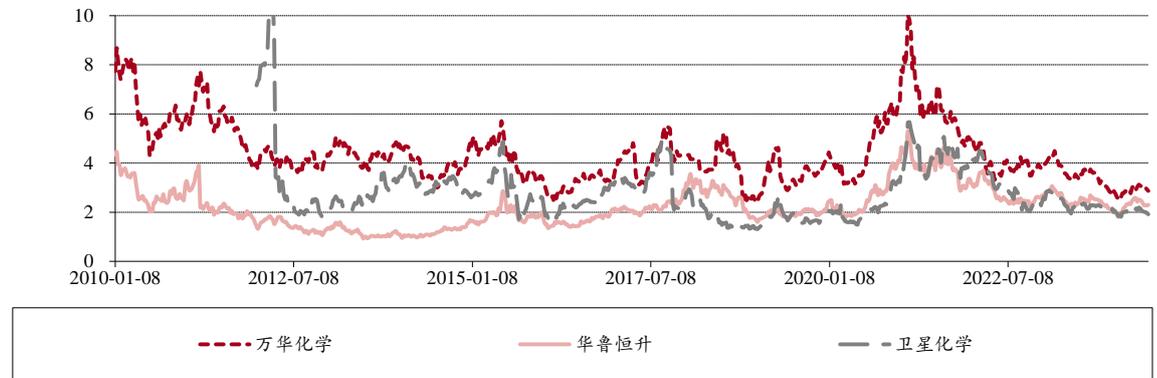
图表 163. 部分化工产品价格走势 (2010-2024H1)



资料来源: 同花顺 iFinD、百川盈孚, 中银证券

行业景气度仍处底部, 未来有望复苏。2024 年上半年随着终端需求弱修复以及上游原料成本上行等因素影响, 化工产品价格多有上涨, 但价格仍处于历史中位水平, 盈利能力依然偏弱。同时万华化学当前的市净率处于 2010 年以来 10% 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, 龙头企业估值存在修复空间。

图表 164. 万华化学、华鲁恒升、卫星化学市净率变化 (2010-2024H1)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

### 推荐个股

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、卫星化学。

图表 165. 主要推荐的化工龙头上市公司

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	
600309.SH	万华化学	买入	70.36	5.74	7.29	12.26	9.65	聚氨酯新产能有序释放, 经营业绩稳健增长
600426.SH	华鲁恒升	买入	22.14	2.16	2.71	10.25	8.17	盈利能力有望修复, 竞争优势巩固
002648.SZ	卫星化学	买入	15.96	1.72	2.02	9.28	7.90	轻烃一体化优势凸显, 新材料项目成长可期

资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

注: 股价截至日 2024 年 8 月 15 日

## 投资建议

**2024年上半年全球经济保持稳健复苏，我国化工行业营收同比改善，产品价格分化。**2024年1-6月全球制造业PMI均在50%以上，主要经济体制造业PMI较去年有所提升。从我国化工行业来看，2024年1-5月化学原料与化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业累计营收同比均实现正增长，但利润及库存表现有一定分化，总体上呈现改善趋势。在产品价格方面，2024年5月，化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业的PPI同比增速分别为-3.4%、-0.3%、-2.4%。从具体产品价格表现来看，截至2024年7月7日，在我们统计的101种主要化工产品中，2024年以来的年内均价较2023年均价上涨的产品有47个，占比为46.53%，其中涨幅超过20%的品种有6个，占比为5.94%；2024年以来的年内均价较2023年均价下跌的产品有54个，占比为53.47%，其中跌幅超过20%的有7个，占比为6.93%。

从上市公司2024年一季度来看，基础化工板块仍承压，石油石化板块高景气度延续。基础化工方面，2024Q1基础化工板块上市公司实现营业收入4,115.91亿元，环比下降5.82%，同比下降2.23%；实现归母净利润245.51亿元，环比提升159.92%，同比下降7.74%；销售毛利率、销售净利率、ROE（摊薄）分别为16.84%、5.96%、1.77%，同比分别提升0.06pct、下降0.36pct、下降0.24pct。从近三年情况来看，基础化工板块盈利能力仍处近年来低位。石油石化方面，2024Q1石油石化行业实现收入19,586.53亿元，环比增长4.04%，同比增长5.29%；实现归母净利润713.58亿元，环比增长77.09%，同比增长4.26%；销售毛利率、销售净利率、ROE（摊薄）分别为17.01%、3.64%、2.53%，同比分别提升0.14pct、下降0.04pct、下降0.01pct。从近三年情况来看，自2023Q1以来，石油石化板块毛利率有所下降，但得益于主要公司控费效果明显、经营效率提升，净利率及ROE（摊薄）基本保持稳定。

### 展望2024年下半年

**需求端来看，内外需复苏态势有望延续。**上半年我国汽车、家电等领域增速较高，未来伴随稳增长政策继续发力，地产、纺织服装等下游需求有望迎来改善。出口方面，我国出口同比增速已于2024年一季度转正，扭转自2022年四季度以来持续同比负增长趋势；另一方面，由于全球范围内部分化工品利润持续收缩，加之欧洲等地较高的运营成本和剧烈波动的能源价格，近年来在盈利能力恶化下多家海外巨头化工企业宣布停产计划，暂停或永久关闭工厂，涉及聚烯烃、MMA等多个产业链。随着海外部分产能的逐渐退出，国内部分化工产品的出口需求有望进一步增长，国内部分化工产业链的全球市占率有望进一步提升。此外，半导体、新能源、航空航天、军工等领域关键材料的自主化重要性日益提升，相关领域的优秀企业迎来发展良机。

**供给端来看，化工各子行业的固定资产投资额较2023年均有所增长，且产能持续向优势龙头企业集中。**根据国家统计局数据，2024年1-5月化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额分别累计同比增长9.90%、4.70%、14.20%。从上市公司在建工程数据来看，2024年一季度化工行业在建工程为9,309.79亿元，同比下降1.05%，其中基础化工行业在建工程为3915.24亿元，同比增长10.02%；石油行业在建工程为5,394.55亿元，同比下降7.78%。2024年一季度中国石油、中国石化、万华化学、恒力石化、荣盛石化、合盛硅业、东方盛虹、宝丰能源在建工程较高，合计占比达到65.44%，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。

**成本端来看，2024H2国际油价仍有支撑，煤炭价格或小幅回调。**2024年上半年国际油价在历史中高位水平震荡，截至2024年6月28日，布伦特原油与WTI原油价格分别为86.40、81.49美元/桶，分别同比增长15.35%、15.36%。我们认为，2024年下半年，欧佩克减产政策及地缘政治风险将对油价起到主要支撑作用，油价或延续中高位震荡。煤炭方面，整体来看我国煤炭需求保持旺盛，国内产量整体持稳，但基于煤炭海内外价差，进口量仍存在提升空间，预计下半年煤炭供需关系或偏宽松，煤炭价格或呈现弱稳态势。

从估值的角度，截至2024年6月30日，SW基础化工市盈率（TTM）为20.86倍，处在历史（2002年至今）的27.70%分位数；市净率为1.62倍，处在历史水平的2.30%分位数；SW石油石化市盈率（TTM）为15.32倍，处在历史（2002年至今）的24.80%分位数；市净率为1.26倍，处在历史水平的3.90%分位数。当前板块估值处于历史低位，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，油气开采板块高景气度延续，能源央企提质增效深入推进，分红派息政策稳健，推荐：**中国石油、中国海油、中国石化**。油气上游资本开支增加，油服行业景气度修复，技术进步带动竞争力提升，海外发展未来可期，建议关注：**中海油服、海油发展、海油工程**。

2、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、沪硅产业、江丰电子、德邦科技、鼎龙股份**；建议关注：**彤程新材、华特气体、联瑞新材、圣泉集团**。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**；建议关注：**莱特光电、奥来德、瑞联新材**。吸附分离材料多领域需求持续高增长。推荐：**蓝晓科技**。

3、关注景气度持续向上的子行业。一是氟化工。三代制冷剂供给需求双端持续改善，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**。二是动物营养。维生素及蛋氨酸需求改善、供给集中，景气度有望持续上行。推荐：**新和成**。三是涤纶长丝。短期受益 2024 年新增产能减少与需求修复，中长期竞争格局优化下，产品盈利中枢有望合理抬升，龙头企业有望优先受益。推荐：**桐昆股份**；建议关注：**新凤鸣**。四是业务逆势扩张、向新能源新材料领域延伸的传统化工龙头。推荐：**万华化学、华鲁恒升、卫星化学**。

## 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。

**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，有可能给企业的正常运行、原材料的稳定供应、价格的走势都带来不可预计的影响。

**经济异常波动。**化工产品与国计民生息息相关，经济发展和人民生活水平直接影响行业的下游需求。作为典型的周期性行业，化工行业又将面临供给侧改革的相关政策的影响。

**全球经济低迷。**当前全球经济增长放缓，终端需求疲软，化工行业盈利或承压。

**关税政策发生变化。**当前全球贸易环境不确定性增强，未来若发生贸易摩擦或关税调整，将可能对化工行业公司的进出口业务收入及盈利能力产生影响。

## 附表

附录图表 166. 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	粘胶	000420.SZ	吉林化纤	
	000707.SZ	双环科技		000677.SZ	恒天海龙	
	000822.SZ	山东海化		600889.SH	南京化纤	
	600409.SH	三友化工	其他化学纤维	600063.SH	皖维高新	
	000510.SZ	新金路	氨纶	000949.SZ	新乡化纤	
	000635.SZ	英力特		002064.SZ	华峰化学	
	000818.SZ	航锦科技		002254.SZ	泰和新材	
	氯碱	002002.SZ	鸿达兴业	锦纶	000782.SZ	美达股份
		002092.SZ	中泰化学		600810.SH	神马股份
		002386.SZ	天原股份	其他塑料制品	002108.SZ	沧州明珠
002748.SZ		世龙实业	002825.SZ		纳尔股份	
600075.SH		新疆天业	300180.SZ		华峰超纤	
600277.SH		亿利洁能	300218.SZ		安利股份	
600319.SH		亚星化学	300230.SZ		永利股份	
600618.SH		氯碱化工	300243.SZ		瑞丰高材	
601216.SH		君正集团	300539.SZ		横河精密	
601678.SH		滨化股份	300717.SZ		华信新材	
无机盐	002053.SZ	云南能投	600589.SH		*ST 榕泰	
	600328.SH	中盐化工	603330.SH		天洋新材	
	600367.SH	红星发展	603580.SH	艾艾精工		
	600714.SH	金瑞矿业	603991.SH	至正股份		
	600929.SH	雪天盐业	002324.SZ	普利特		
	603067.SH	振华股份	002768.SZ	国恩股份		
	603299.SH	苏盐井神	002838.SZ	道恩股份		
	603663.SH	三祥新材	002886.SZ	沃特股份		
	其他化学原料	002109.SZ	兴化股份	改性塑料	300221.SZ	银禧科技
		002648.SZ	卫星化学		300478.SZ	杭州高新
300082.SZ		奥克股份	300538.SZ		同益股份	
430489.BJ		佳先股份	300586.SZ		美联新材	
603938.SH		三孚股份	300644.SZ		南京聚隆	
煤化工	000830.SZ	鲁西化工	300716.SZ	泉为科技		
	000990.SZ	诚志股份	600143.SH	金发科技		
	002274.SZ	华昌化工	002361.SZ	神剑股份		
	600623.SH	华谊集团	002395.SZ	双象股份		
	600722.SH	金牛化工	300487.SZ	蓝晓科技		
	600746.SH	江苏索普	603879.SH	永悦科技		
	600844.SH	丹化科技	603928.SH	兴业股份		
	600989.SH	宝丰能源	605589.SH	圣泉集团		
	钛白粉	000545.SZ	金浦钛业	000859.SZ	国风新材	
		002136.SZ	安纳达	000920.SZ	沃顿科技	
002145.SZ		中核钛白	000973.SZ	佛塑科技		
002601.SZ		龙佰集团	002263.SZ	大东南		
600727.SH		鲁北化工	002341.SZ	新纶新材		
涂料油墨	000565.SZ	渝三峡 A	膜材料	002522.SZ	浙江众成	
	002319.SZ	乐通股份		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	
民爆制品	002096.SZ	南岭民爆	其他橡胶制品	300320.SZ	海达股份	
	002226.SZ	江南化工		300587.SZ	天铁股份	
	002246.SZ	北化股份		300731.SZ	科创新源	
	002360.SZ	同德化工		603033.SH	三维股份	

	002683.SZ	广东宏大		002068.SZ	黑猫股份
	002783.SZ	凯龙股份	炭黑	002442.SZ	龙星化工
	002827.SZ	高争民爆		002753.SZ	永东股份
	002917.SZ	金奥博		605183.SH	确成股份
	603227.SH	雪峰科技	橡胶助剂	300121.SZ	阳谷华泰
	603977.SH	国泰集团		000422.SZ	湖北宜化
纺织化学制品	002054.SZ	德美化工		000731.SZ	四川美丰
	002440.SZ	闰土股份	氮肥	000912.SZ	泸天化
	300067.SZ	安诺其		600426.SH	华鲁恒升
	300107.SZ	建新股份		600691.SH	阳煤化工
	600352.SH	浙江龙盛		600227.SH	赤天化
	603188.SH	亚邦股份		600423.SH	柳化股份
	603980.SH	吉华集团		002312.SZ	川发龙蟒
	000881.SZ	中广核技	磷肥及磷化工	002895.SZ	川恒股份
	002455.SZ	百川股份		300505.SZ	川金诺
	002549.SZ	凯美特气		600078.SH	ST澄星
002591.SZ	恒大高新		600096.SH	云天化	
002637.SZ	赞宇科技		600141.SH	兴发集团	
002666.SZ	德联集团		600331.SH	宏达股份	
002802.SZ	洪汇新材		600470.SH	六国化工	
002809.SZ	红墙股份		603077.SH	和邦生物	
002810.SZ	山东赫达		000525.SZ	ST红太阳	
300109.SZ	新开源		000553.SZ	安道麦 A	
300163.SZ	先锋新材		002215.SZ	诺普信	
300169.SZ	天晟新材		002250.SZ	联化科技	
300174.SZ	元力股份		002258.SZ	利尔化学	
300214.SZ	日科化学		002391.SZ	长青股份	
300405.SZ	科隆股份		002496.SZ	辉丰股份	
300530.SZ	达志科技		002513.SZ	蓝丰生化	
300535.SZ	达威股份		002734.SZ	利民股份	
300596.SZ	利安隆		002749.SZ	国光股份	
300610.SZ	晨化股份	农药	300261.SZ	雅本化学	
300637.SZ	扬帆新材		300575.SZ	中旗股份	
300641.SZ	正丹股份		600389.SH	江山股份	
300721.SZ	怡达股份		600486.SH	扬农化工	
600165.SH	宁科生物		600731.SH	湖南海利	
600273.SH	嘉化能源		603086.SH	先达股份	
600500.SH	中化国际		603360.SH	百傲化学	
603010.SH	万盛股份		603585.SH	苏利股份	
603181.SH	皇马科技		603599.SH	广信股份	
603722.SH	阿科力		603639.SH	海利尔	
603725.SH	天安新材		603970.SH	中农立华	
603822.SH	嘉澳环保		833819.BJ	颖泰生物	
603906.SH	龙蟠科技		000408.SZ	藏格矿业	
603916.SH	苏博特	钾肥	000792.SZ	盐湖股份	
688179.SH	阿拉丁		000893.SZ	亚钾国际	
688199.SH	久日新材		002545.SZ	东方铁塔	
氟化工	002326.SZ	永太科技		000902.SZ	新洋丰
	002407.SZ	多氟多		002170.SZ	芭田股份
	002915.SZ	中欣氟材	复合肥	002470.SZ	ST金正
	600160.SH	巨化股份		002538.SZ	司尔特
	600378.SH	昊华科技		002539.SZ	云图控股
603505.SH	金石资源		002588.SZ	史丹利	
002165.SZ	红宝丽		300387.SZ	富邦股份	
300200.SZ	高盟新材		603612.SH	索通发展	
300321.SZ	同大股份	非金属材料III	603688.SH	石英股份	
600230.SH	沧州大化		603826.SH	坤彩科技	
600309.SH	万华化学		688300.SH	联瑞新材	
603041.SH	美思德		836675.BJ	秉扬科技	
食品及饲料添加	002166.SZ	莱茵生物	半导体材料	002119.SZ	康强电子

剂	002562.SZ	兄弟科技	电子化学品III	002409.SZ	雅克科技
	002597.SZ	金禾实业		300666.SZ	江丰电子
	300741.SZ	华宝股份		300706.SZ	阿石创
	300829.SZ	金丹科技		600206.SH	有研新材
	600299.SH	安迪苏		002584.SZ	西陇科学
	600866.SH	星湖科技		002643.SZ	万润股份
	600873.SH	梅花生物		002741.SZ	光华科技
	603020.SH	爱普股份		300054.SZ	鼎龙股份
	603968.SH	醋化股份		300236.SZ	上海新阳
	002211.SZ	ST宏达		300285.SZ	国瓷材料
有机硅	002909.SZ	集泰股份	300346.SZ	南大光电	
	300019.SZ	硅宝科技	300398.SZ	飞凯材料	
	300041.SZ	回天新材	300429.SZ	强力新材	
	300727.SZ	润禾材料	300446.SZ	乐凯新材	
	600596.SH	新安股份	300481.SZ	濮阳惠成	
	603260.SH	合盛硅业	300537.SZ	广信材料	
胶黏剂及胶带	002669.SZ	康达新材	300576.SZ	容大感光	
	603683.SH	晶华新材	300655.SZ	晶瑞电材	
涤纶	000936.SZ	华西股份	300684.SZ	中石科技	
	002206.SZ	海利得	603002.SH	宏昌电子	
	002427.SZ	*ST尤夫	603078.SH	江化微	
	600370.SH	三房巷	688106.SH	金宏气体	
	603225.SH	新凤鸣			
	603332.SH	苏州龙杰			

资料来源：万得，中银证券

附录图表 167. 石油石化行业上市公司列表

子行业	股票代码	股票简称
	000059.SZ	华锦股份
	000301.SZ	东方盛虹
	000698.SZ	沈阳化工
	000703.SZ	恒逸石化
炼油化工	002493.SZ	荣盛石化
	600028.SH	中国石化
	600346.SH	恒力石化
	600688.SH	上海石化
	601857.SH	中国石油
油品石化贸易	000096.SZ	广聚能源
	000554.SZ	泰山石油
	600256.SH	广汇能源
	600387.SH	ST海越
	000637.SZ	茂化实华
	000819.SZ	岳阳兴长
	000985.SZ	大庆华科
其他石化	002221.SZ	东华能源
	002408.SZ	齐翔腾达
	002476.SZ	宝莫股份
	300135.SZ	宝利国际
	600800.SH	渤海化学
	601233.SH	桐昆股份
	603798.SH	康普顿
油气开采	000968.SZ	蓝焰控股
	600759.SH	ST洲际
	600777.SH	新潮能源
	002207.SZ	准油股份
油田服务	002629.SZ	仁智股份
	002828.SZ	贝肯能源
	600871.SH	石化油服
	600968.SH	海油发展
	601808.SH	中海油服
	603619.SH	中曼石油
	002554.SZ	惠博普
油气及炼化工程	300157.SZ	恒泰艾普
	300164.SZ	通源石油
	300191.SZ	潜能恒信
	600339.SH	中油工程
	600583.SH	海油工程
603727.SH	博迈科	

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予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。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