



基础化工行业研究

买入（维持评级）
行业年度报告

证券研究报告

基础化工组

 分析师：陈屹（执业 S1130521050001）
 chenyi3@gjzq.com.cn

 分析师：杨翼荣（执业 S1130520090002）
 yangyirong@gjzq.com.cn

 分析师：王明辉（执业 S1130521080003）
 wangmh@gjzq.com.cn

 分析师：李含钰（执业 S1130523100003） 联系人：任建斌
 lihanyu@gjzq.com.cn renjb@gjzq.com.cn

新周期、新格局、新机遇——成长为先，周期接力

核心观点

内卷加剧形成三大主流方向的变化：竞争加剧行业磨底、龙头优势持续稳固、出海外卷谋求成长。化工多数赛道处于周期磨底阶段，在相对前两轮更“卷”的竞争状态下，多数大宗品的竞争压力和磨底时间明显加剧，且由于部分行业的新增供给投产时间不长，行业的自然产能出清需要的时间相对较长，在成本竞争之上更将延伸至配套管理和软实力提升，龙头企业的竞争优势将有望一直持续兑现，国内企业亦将出海规避风险并争取成长空间。

行业形成大周期拐点需要时间，但需求端的规划及刺激政策是持续重点关注方向。多数产品的价格和利润有较多调整，风险多数释放相对充分，短期看需求侧的政策变化是能够带动部分行业形成边际变化的核心动力，因而在大方向需要持续跟踪国家对于需求侧比如基建、地产、消费等刺激政策；而在整体需求变化需要时间的状态下，特定区域的建设、国家战略的落地、细分方向的规划将有望在相对特定的产品瓶中或细分赛道形成促进因素。

今年出口形成较好需求支撑，潜在风险短时间内相对可控。前三季度出口对于需求的支撑表现相对较好，但后期贸易关税的影响成为普遍隐忧，根据中美直接贸易比重来看，化工直接影响相对可控，间接影响长期将有望进一步推动材料端形成国产替代，建议对美贸易占比较低关注需求相对刚性的领域，具有较好抗风险能力的资源品等。

投资建议

新材料经历连续估值调整后，进入阶段性震荡回暖状态。自2021年后期，新材料行业的整体估值开始逐步进入调整阶段，整体市盈率持续调整下行，进入2024年新材料行业的估值仍有阶段性调整，但进入三季度行业估值出现了明显抬升，市场情绪出现一定程度的回暖，建议关注具有增量能够兑现成长性的细分方向，比如显示材料等领域；

周期品风险释放较多，底部边际变化有望形成阶段性机会。周期经过近两年的调整，多数产品的价格回落至相对较低分位数，价格风险有相对充分释放，建议关注格局相对较好，需求支撑相对较好，能够有边际变化的细分行业或者公司自身能够形成量增贡献的优质企业，比如农药、化肥、地产链产品等领域；

具有供给相对强约束的领域，有望能够有相对较好的价格支撑。多数化工产品经历上一轮涨价后，行业投资骤然增多，明显影响行业供需格局，而供给端能够形成相对限制的行业的格局维持相对较好，因而有政策约束、技术约束、资源约束、建设周期约束等行业将有望获得持续价格支撑，建议关注制冷剂、资源品等行业；

增量兑现的赛道无论短周期内形成业绩贡献，还是长周期获得市场份额的提升，将有持续性收益。建议关注出海布局抵御风险，谋求成长空间的轮胎行业等；部分行业虽然有价格调整预期，但部分优质企业能够实现以量补价，仍然带动业绩持续兑现，将带来投资机遇，建议关注具有增量项目兑现的优质龙头企业；

阶段性的高分红、国改、并购等方向可以持续跟踪。在市场情绪进行转换的过程中，如果叠加政策的刺激因素，会有阶段性的出现主题性行情，建议可以持续保持敏感性。

风险提示

能源价格剧烈波动；政策变动风险；产能集中释放风险；需求大幅波动风险；关税变化带动贸易波动风险。



内容目录

一、行业新趋势：内卷加剧+行业塑形+海外产能退出+出海提升.....	8
1.1、新建投产+老旧替换，有效供给明显新增，行业竞争持续.....	8
1.2、行业格局分化后逐步趋向稳定，优质企业多数进入新的发展阶段.....	17
1.3、国内竞争力持续，部分赛道出海开拓市场分散风险.....	28
二、地产政策持续托底，内需有望逐步改善.....	33
2.1、政策相继出台，基建支撑力度预计提升，地产有望获得改善.....	33
2.2、顺周期地产链品种位于相对底部，持续关注政策带来的边际变化.....	39
三、市场情绪有望逐步走出低迷，带动成长赛道获得修复.....	48
3.1、显示材料：市场空间提升，国产化占比提升.....	49
3.2、胶黏剂：过去一年行业运行呈现量增价格略有下降的情况.....	50
3.3、3C 涂料：市场具备增长潜力，国产化替代持续推进.....	51
3.4、代糖：看好阿洛酮糖需求增长；三氯蔗糖底部反转.....	53
四、资源品、高分红持续具有抗风险属性.....	54
4.1、资源品持续具有抗风险能力，供需表现相对较好.....	54
4.2、高分红和国企改革、有效并购等方向仍然值得阶段性关注.....	59
五、风险提示.....	61

图表目录

图表 1： 化工行业 2021 年利润大幅提升带动行业进入新一轮投资热潮.....	8
图表 2： 2021 年新一轮化学原料及制品、化纤等固定资产投资大幅提升.....	8
图表 3： 我国持续推进生产设备的“以旧换新”政策.....	9
图表 4： 尿素产能的建设时间分布.....	9
图表 5： 尿素装置的规模不断提升.....	9
图表 6： 化学原料及制品行业的资产回报及利润率.....	10
图表 7： 化学原纤维行业的资产回报及利润率.....	10
图表 8： 化工产品价格出现了明显回落，多数产品位于价格底部区间.....	10
图表 9： 化工上市公司营收变化（亿元）.....	11
图表 10： 化工上市公司归母净利润变化（亿元）.....	11
图表 11： 产品库存维持在相对底部（名义库存和实际库存）.....	12
图表 12： 《基加利修正案》规定的不同类型国家三代制冷剂（HFCs）削减进度.....	12
图表 13： 各类 HFC 配额的生产企业数量.....	13
图表 14： R32 配额的分布集中度.....	13



图表 15: R125 配额的分布集中度.....	13
图表 16: R134a 配额的分布集中度.....	13
图表 17: 三代制冷剂价格持续上行 (元/吨)	13
图表 18: R32 产品价差大幅提升 (元/吨)	13
图表 19: 农药价格逐步见底	14
图表 20: 草甘膦价格逐步企稳	14
图表 21: 主流杀虫剂产品价格逐步企稳 (万元/吨)	14
图表 22: 主流杀菌剂产品价格逐步企稳 (万元/吨)	14
图表 23: 十家原药企业销售收入及增速 (亿元)	15
图表 24: 十家原药企业归母净利润及增速 (亿元)	15
图表 25: 主流农药原药企业的毛利率与净利率	15
图表 26: 公司制造基地与全球业务布局	16
图表 27: 公司产品销售分布	16
图表 28: 广信股份打造一体化产业链	16
图表 29: 中旗股份淮北基地未来成长确定性强	17
图表 30: 大型企业的总资产报酬率相对较高	18
图表 31: 大型企业的净资产收益率相对优势有所放大	18
图表 32: 化工行业引进技术经费下降明显 (亿元)	18
图表 33: 万华化学产业链布局	19
图表 34: 公司综合竞争优势明显	20
图表 35: 我国 MDI 产能、产量 (万吨)	20
图表 36: 我国 MDI 进出口 (万吨)	20
图表 37: 美国房屋新开工与销售 (千套)	20
图表 38: 中国家用冰箱产量 (万台)	20
图表 39: MDI 月度产量 (万吨)	21
图表 40: MDI 价格 (元/吨)	21
图表 41: 宝丰能源单吨烯烃生产成本相对较低 (元/吨)	21
图表 42: 宝丰能源烯烃产品毛利率高于其他企业	21
图表 43: 煤制烯烃仍然较油头工艺有成本优势 (元/吨)	22
图表 44: 我国煤炭的自供比例相对较高 (万吨)	22
图表 45: 我国火电发电量占比持续下降	22
图表 46: 公司成立后快速完成了全面的产品布局	23
图表 47: 公司海外基地布局全面且具备一定的政策优势	23
图表 48: 公司的海外市场收入显著领先同业 (亿元)	24
图表 49: 公司的海外市场收入占比相对同业较高	24



图表 50:	公司的海外市场毛利率相对较高	24
图表 51:	公司整体销售毛利率开始领先同业	24
图表 52:	公司海外基地在建项目丰富	25
图表 53:	公司“液体黄金”产品价格接近一线品牌 (元/条)	25
图表 54:	扬农化工可通过主要中间体设计菊酯品种	26
图表 55:	高效氯氟氰菊酯菊酯价格处于底部区间	26
图表 56:	联苯菊酯价格处于底部区间	26
图表 57:	扬农化工优创项目	26
图表 58:	公司钛锂耦合产业链	27
图表 59:	公司营业收入稳步提升	27
图表 60:	公司归母净利润稳步提升	27
图表 61:	2024H1 公司钛白粉产量同比增长 9.7%	28
图表 62:	2024H1 公司钛白粉销量同比增长 3.7%	28
图表 63:	公司上游资源布局情况	28
图表 64:	中国是全球最大的化工销售市场	29
图表 65:	中国装备制造领域的收入快速增长 (万亿元)	29
图表 66:	2000-2009 年中国出口增速明显高于日、韩	29
图表 67:	中国 20 世纪初 10 年内化学品出口大幅增长	29
图表 68:	近两年欧洲化工品产能关停与退出梳理 (不完全统计)	30
图表 69:	全钢胎销售市场以亚洲地区为主 (2023 年)	31
图表 70:	半钢胎销售市场中欧美占比较高 (2023 年)	31
图表 71:	我国轮胎产业对于出口的依赖度较高	32
图表 72:	我国出口至美国的轮胎数量和占比均有下滑	32
图表 73:	美国对多个国家和地区征收双反税	32
图表 74:	国内轮胎企业纷纷出海布局	33
图表 75:	全球轮胎销售额和市场集中度情况	33
图表 76:	我国头部轮胎企业全球市占率分化	33
图表 77:	居民季度可支配收入变化趋势 (万元)	34
图表 78:	消费者信心指数短期承压	34
图表 79:	居民新增贷款同比负向增长	34
图表 80:	二手房价格指数仍有下行	35
图表 81:	新增和存量房贷利率皆有下行	35
图表 82:	三季度社零消费数据有小幅回暖, 促进消费政策有奏效	35
图表 83:	基建固定资产投资已经有所拉动, 地产前期表现依旧承压	36
图表 84:	地产新开工和竣工面积同比维持较大下行	36



图表 85: 10 月 PMI 数据出现回升, 新订单 PMI 提升至 50%.....	37
图表 86: 新疆煤炭产量占比持续提升.....	37
图表 87: 新疆煤炭外运量增多 (万吨).....	37
图表 88: 化工产品在前三季度仍然保持较好的出口需求支撑 (亿元).....	38
图表 89: 2017 年化工工业及相关工业产品的出口分布.....	38
图表 90: 2023 年化工工业及相关工业产品的出口分布.....	38
图表 91: 2023 年我国纯碱消费结构.....	39
图表 92: 国内纯碱消费量 (万吨).....	39
图表 93: 纯碱产能、产量 (万吨).....	39
图表 94: 纯碱进出口 (万吨).....	39
图表 95: 平板玻璃产量 (万重量箱).....	40
图表 96: 纯碱周度产量 (万吨).....	40
图表 97: 纯碱周度开工率 (%).....	40
图表 98: 纯碱周度库存.....	40
图表 99: 纯碱市场价格 (元/吨).....	40
图表 100: “十四五”民爆行业发展主要预期指标.....	41
图表 101: 行业前 20 家企业的生产总值占比持续提升.....	41
图表 102: 23 年北方特种能源与易普力市占率较为领先.....	41
图表 103: 前三季度生产企业生产总值同比下滑 6.4%.....	42
图表 104: 前三季度生产企业利润总额同比增长 9.2%.....	42
图表 105: 2024 年前三季度新疆地区民爆行业生产总值同比增长 27.12%.....	42
图表 106: 新疆煤炭资源开发布局.....	43
图表 107: 全球钛白粉下游需求主要集中在涂料领域.....	43
图表 108: 2014-2023 年国内钛白粉产能持续增长.....	44
图表 109: 2015 年以来我国钛白粉出口量持续增长.....	44
图表 110: 2023 年我国钛白粉出口结构.....	45
图表 111: 国内钛白粉表观消费量和房屋竣工面积变化趋势.....	45
图表 112: 有机硅产业链较长且终端应用领域较多.....	46
图表 113: 我国有机硅下游产品消费结构 (2023 年).....	46
图表 114: 我国有机硅终端应用分布 (2023 年).....	46
图表 115: 我国有机硅中间体产能持续提升 (万吨).....	47
图表 116: 我国有机硅产能分布情况 (2023 年).....	47
图表 117: 国内有机硅新增产能较多 (万吨).....	47
图表 118: 有机硅 DMC 供需平衡表 (万吨).....	48
图表 119: 我国有机硅 DMC 华东市场价 (元/吨).....	48



图表 120:	新材料行业的估值获得一定程度的回暖.....	49
图表 121:	全球 OLED 有机材料市场规模情况.....	49
图表 122:	中国 OLED 有机材料市场规模情况.....	49
图表 123:	国内 OLED 材料市场概况.....	50
图表 124:	2022 年全球 OLED 终端材料市场占比.....	50
图表 125:	公司营业收入 (亿元) 和增速.....	50
图表 126:	归母净利润 (亿元) 和增速.....	50
图表 127:	胶黏剂行业平均销售毛利率 (%).....	51
图表 128:	胶黏剂行业平均销售净利率 (%).....	51
图表 129:	全球涂料市场销售额稳步增长 (亿美元).....	51
图表 130:	3C 涂料为涂料市场中的细分领域.....	52
图表 131:	2023 年消费电子领域市场涂料和油墨市场容量测算.....	52
图表 132:	2023 年全球十大工业涂料收入 (亿美元).....	53
图表 133:	全球工业涂料市场格局 (2023 年).....	53
图表 134:	3C 产品各品牌主要供应商情况.....	53
图表 135:	2023-2024 三氯蔗糖产能经历扩产周期.....	54
图表 136:	2024 年 8 月三氯蔗糖价格持续上涨.....	54
图表 137:	2023 年国内磷矿产量分布占比.....	55
图表 138:	国内磷矿供给短期变化相对较小 (万吨).....	55
图表 139:	国内磷矿价格维持高位 (元/吨).....	55
图表 140:	磷酸铁产量大规模提升 (万吨).....	55
图表 141:	23 年全球钛铁矿储量 (TiO ₂ 计) 为 6.9 亿吨.....	56
图表 142:	23 年全球金红石储量 (TiO ₂ 计) 为 0.55 亿吨.....	56
图表 143:	2023 年中国钛铁矿储量约占全球储量的 31%.....	56
图表 144:	23 年澳大利亚金红石储量约占全球储量的 64%.....	56
图表 145:	2016-2023 年国内钛矿产量持续提升 (万吨).....	57
图表 146:	2016 年来国内钛矿进口量呈现波动上升趋势.....	57
图表 147:	2023 年我国进口钛矿中 51% 来自莫桑比克.....	57
图表 148:	19 年起我国对莫桑比克钛矿进口量持续提升.....	57
图表 149:	2024-2027 年全球主要钛矿企业与项目供给变化汇总 (不完全统计).....	58
图表 150:	2021 年以来钛精矿价格维持高位震荡.....	58
图表 151:	2021 年以来钛白粉价差呈现收窄趋势.....	58
图表 152:	中国仅占全球钾资源储量的 9%.....	59
图表 153:	2022 年全球钾肥供给主要集中于三个国家.....	59
图表 154:	我国钾肥自供比例仅能达到一半 (万吨).....	59



图表 155: 2023 年我国钾肥主要从白俄、俄、加进口..... 59

图表 156: 化工板块中现金分红比例靠前和股息率较高的公司..... 60

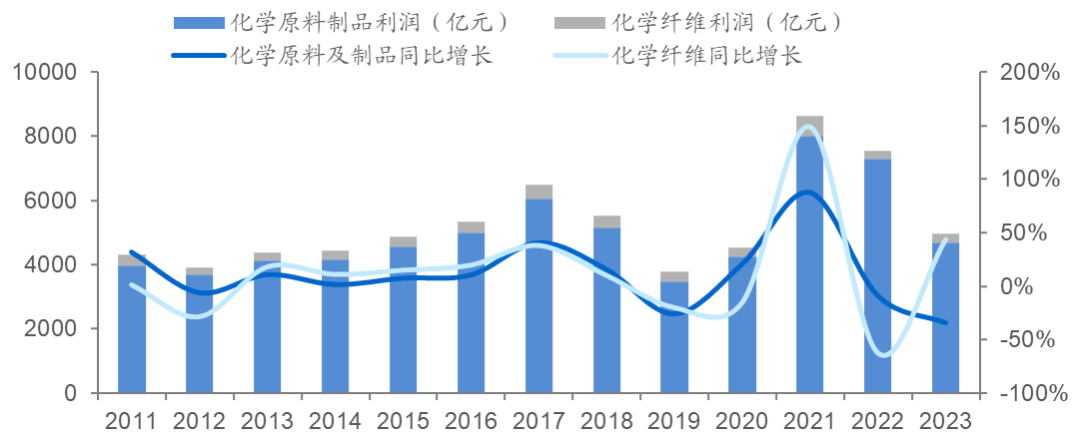


一、行业新趋势：内卷加剧+行业塑形+海外产能退出+出海提升

1.1、新建投产+老旧替换，有效供给明显新增，行业竞争持续

上一轮高景气带动行业进入明显的扩产周期，新建产能陆续进入投放期。2020年，国内制造业的恢复速度明显较快，更多的承接了海外的需求订单，国内需求迅速恢复，需求端的提升速度较为明显；而供给端在供给侧改革形成产能出清后，新增供给的速度相对较低，行业的供给相对平稳，带动了行业出现明显的周期行情，化工行业盈利较高的行业景气度，2021年化工原料及制品、化工纤维行业盈利出现大幅增长，同比提升约88%、149%，2022年盈利水平虽然较2021年的高点有所下降，但仍然处于盈利较好水平，连续超过2年的高景气大幅带动了化工行业的产能扩展。

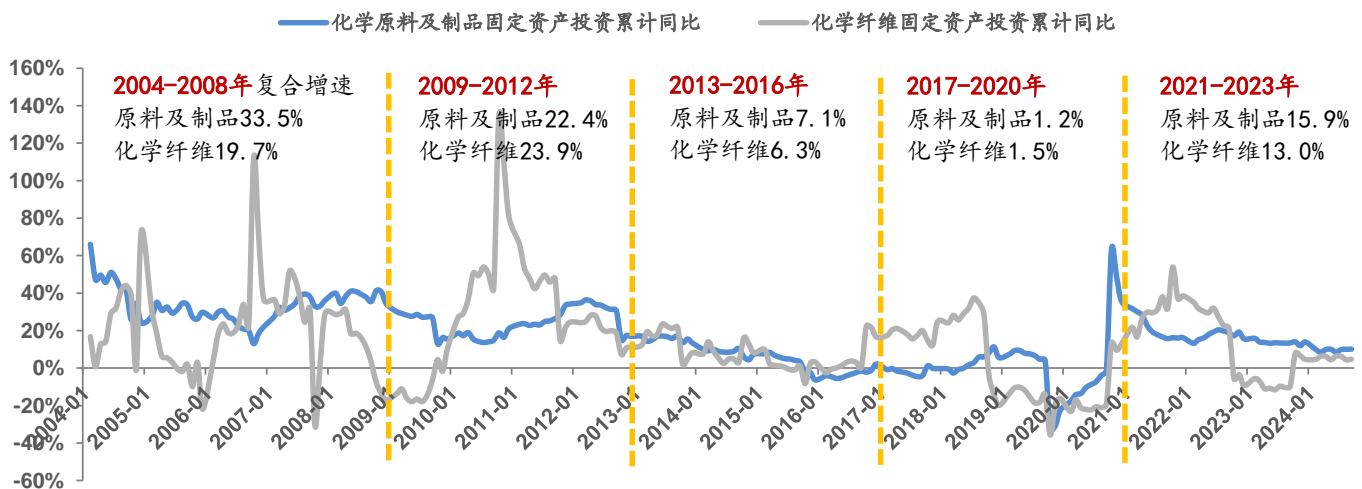
图表1：化工行业2021年利润大幅提升带动行业进入新一轮投资热潮



来源：Wind，国金证券研究所

较好的产品盈利直接促使国内大宗化工品进入大规模的产能建设期，行业进入新一轮长周期的产能消化阶段。自2021年以来的三年时间里，我国的化学原料及制品固定资产投资复合增速达到15.9%，化学纤维的固定资产投资复合增速达到13.0%，投资增速明显超过此前的两个化工发展阶段，带来供给压力的大幅提升，而伴随产能由建设期向投产期逐步过度，行业的供给压力开始逐步加总。截止2024年前三季度化学原料及制品、化学纤维的固定资产的投资增速仍有10.1%、4.7%，虽然相较于过去三年的投资增速有所放缓，但仍然明显高于前两阶段的需求增速，目前的行业产能供给压力仍在提升。

图表2：2021年新一轮化学原料及制品、化纤等固定资产投资大幅提升



来源：Wind，国金证券研究所

政策鼓励设备更新升级，带动部分化工行业进入老旧产能替换。我国化工行业经历了接近30年的加速追赶，在发展前期，通过技术引进的方式实现了一些产品的工艺突破，但也使



得在前期建设的装置规模相对较小，工艺未进行有效升级，伴随着国内的化工行业加速发展，很多装置已经实现了技术改造升级替换，但仍有部分产能仍然处于相对落后，而近两年来伴随着国家对于化工生产装置的能耗、碳排、污染等要求进一步严格，老旧装置的生产企业未来保留指标配额或者未来进行成本优化开始陆续进行装置的更新替换。3月我国颁布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，后续逐步在各地、各行业落地，带动了很多装置进入到升级改造期。

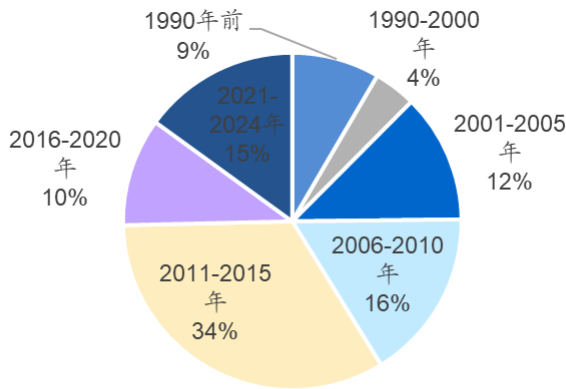
图表3：我国持续推进生产设备的“以旧换新”政策

时间	政策/会议	核心内容
2023年12月	中央经济工作会议	习近平总书记指出要以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动大规模设备更新和消费品以旧换新
2024年3月	《政府工作报告》	推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，鼓励和推动消费品以旧换新。
	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	建立激励和约束相结合的长效机制，加快淘汰落后产品设备，提升安全可靠水平，促进产业高端化、智能化、绿色化发展。加快建设全国统一大市场，破除地方保护。
	《推动工业领域设备更新实施方案》	围绕推进新型工业化，以大规模设备更新为抓手，实施制造业技术改造升级工程，以数字化转型和绿色化升级为重点，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展，为发展新质生产力
2024年7月	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新，将支持范围扩大到重点行业节能降碳和安全改造，并结合实际动态调整，降低超长期特别国债资金申报门槛，不再设置“项目总投资不低于1亿元”要求，支持中小企业设备更新。

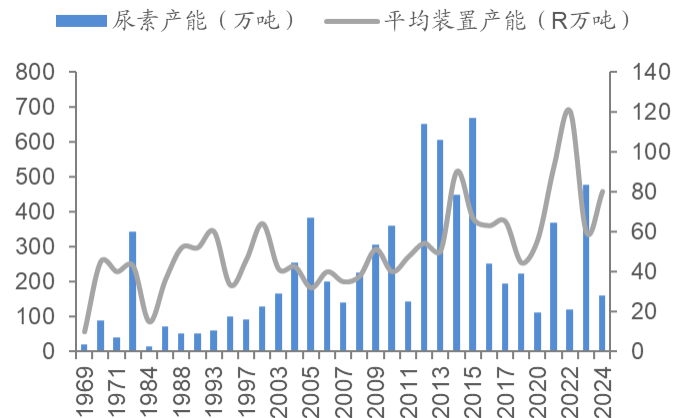
来源：政府网站，新华社，国金证券研究所

老旧产能升级替换，实际有效供给量提升。以尿素为例，我国是典型的农业大国，在化工产品领域中，化肥的产能布局时间相对较早，在最初进行工艺包引进后，我国开始陆续进行自主化升级改造，气化技术、装置不断升级，装置规模持续提升，近2-3年的投放的产能多数为前期退城入园或者产能替换形成的供给增量，而从目前看行业内仍有25%的产能仍然是20年前的生产装置，需要面临供给端的替换升级。老装置的成本偏高，规模较小，开工率相对较低，伴随新增装置的产能释放，产能利用率获得了较大提升，也同时将带动行业供给进一步提升。

图表4：尿素产能的建设时间分布



图表5：尿素装置的规模不断提升



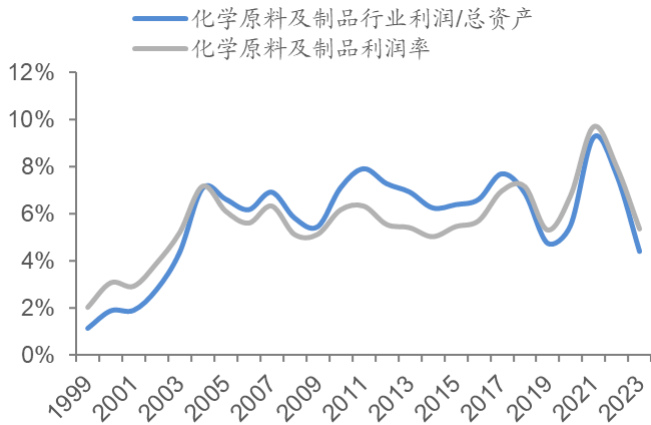
来源：卓创资讯，国金证券研究所

来源：卓创资讯，国金证券研究所

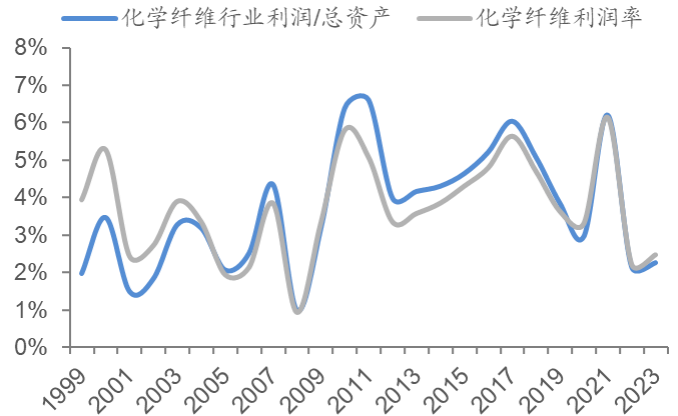
行业供给压力大幅提升，给多数产品带来盈利压力。根据目前的行业运行情况看，化工行业自2022年后产能供给的压力就已经开始初步体现，供给提升后，行业的整体盈利能力出现明显的回落，2023年化学原料及制品以及化纤行业的利润率分别为5.3%、2.5%，较2021年行业高点下行了2.7、3.6个点，已经回落至近几年的相对低点，而从最新的数据来看，截止到2024年前三季度，化学原料及制品、化学纤维毛利率为4.5%、2.1%，相较于2023年有进一步下行压力，新增产能叠加老旧装置升级给与行业的压力依然明显。



图表6: 化学原料及制品行业的资产回报及利润率



图表7: 化学原纤维行业的资产回报及利润率

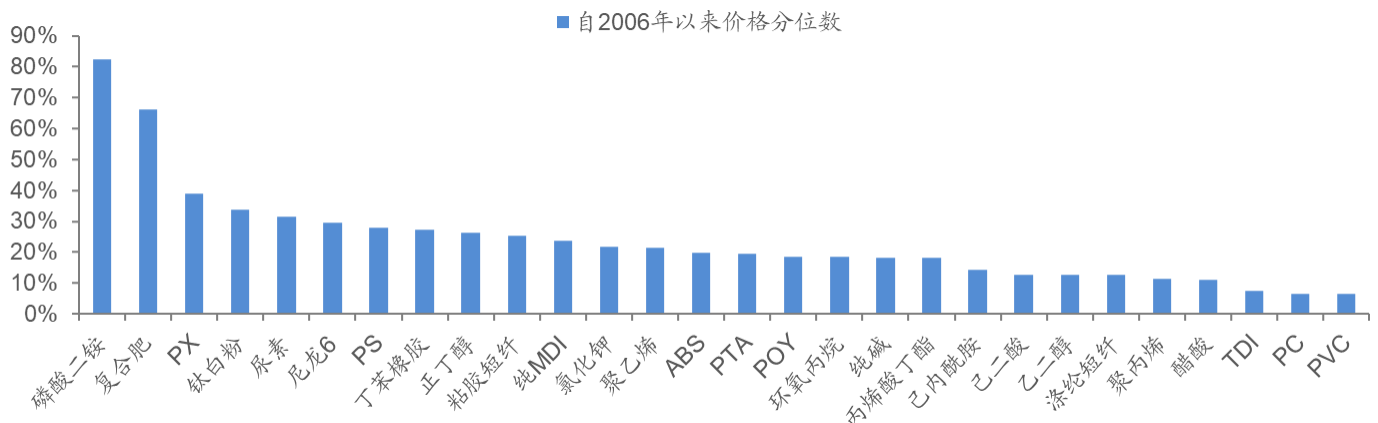


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

从细分产品看, 目前国内大宗产品多数经历了明显的盈利调整, 从行业运行情况看, 除少数具有资源品的价格支撑品种外, 多数化工产品的价格出现了明显的调整, 多数化工品种基本都位于底部区间, 产品盈利受到供给释放的影响亦跟随性下行。

图表8: 化工产品价格出现了明显回落, 多数产品位于价格底部区间

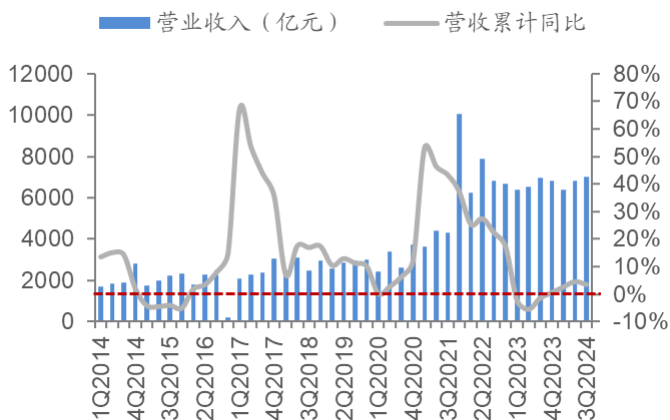


来源: 百川资讯, Wind, 卓创资讯, 国金证券研究所

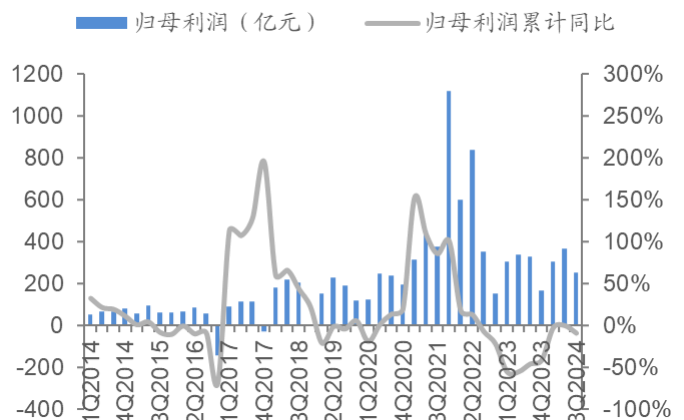
化工企业季度性表现依然没有明确进入拐点, 行业压力整体较大的情况下, 需要精选细分赛道。从化工行业的上市企业的运行情况看, 化工三季度累计营收同比实现正向增长, 但相较于二季度, 累计同比数据有所下降, 而同时前三季度化工累计利润同比有所下行, 且三季度下行幅度进一步提升, 化工行业预计还需要经过激烈的成本竞争, 大方向上产能投放给行业的压力依然较大, 因而需要精选能够有行业逻辑的细分领域, 建议关注供给端具有强约束或者隐形约束的领域, 比如政策限制、审批限制或者较长时间的技术限制, 建议关注供给端有强约束的制冷剂行业。



图表9：化工上市公司营收变化（亿元）



图表10：化工上市公司归母净利润变化（亿元）



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

行业自然出清速度相对较慢，可以关注政策对于供给端的要求变化，一旦形成额外的能耗、碳排或者环保的额外要求，将有望加速行业自平衡的过程。

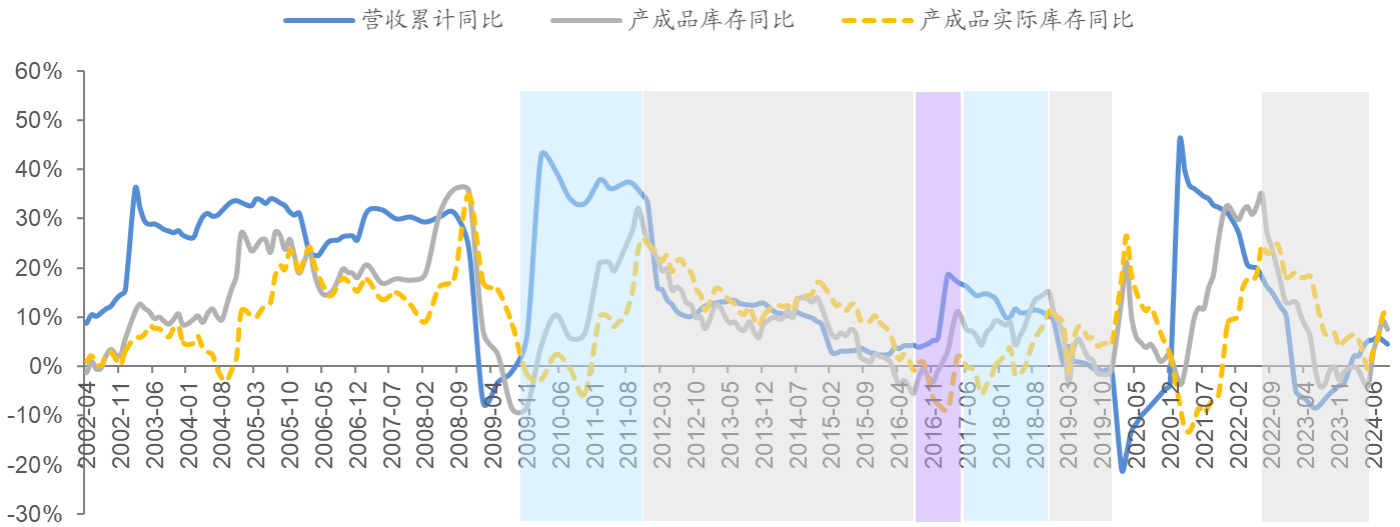
供给端的外部约束也将有望加速行业的结构优化，大方向仍然是优胜劣汰。从目前的情况看，行业供给端的压力已经有明显体现，目前看暂时还未有非常明确的供给端强力限制，但是从目前行业走势看，能耗和碳排、落后产能淘汰升级、环保要求落地等维度成为行业内可以形成外部约束的可能方向：

- **碳排和能耗：**在化工生产环节中，大宗是对接上游材料和下游精细产品的中间环节，一方面，本身部分传统产品生产中就涉及高能耗、高碳排的问题，属于国家重点关注的两高领域，比如部分煤化工、黄磷、电石等；另一方面，大宗产品一般走规模优势和产业链配套，单个公司或者基地一般具有较大的生产规模，相比于体量明显较小、专业化分工高的精细化工环节，是碳排的重点关注领域。
对于能耗，目前还主要集中在对于新增产能严格限制和落后产能的技改退出阶段，碳排目前在化工生产中，还主要表现为以绿色能源对现有的化石能源形成替代，以降低总体碳排的方式进行初步优化。从未来的发展方向看，能耗和碳排将进一步对新增产能形成严格管控，先进生产力的企业才有可能获得新建项目的审批或者整合行业产能的空间，且在现有装置运行过程中，通过碳税的交易，先进企业通过节约获得碳税收益，尾部企业需要额外付出碳税成本，碳排作为另一“生产要素”未来将明显提升行业成本曲线的陡峭程度，进一步加速行业格局优化。
- **落后产能升级淘汰：**我国的大宗产品高速发展基本经历了 20 多年的时间，产品的生产规模从小到大，生产技术从全盘依赖进口到自主优化技改，生产工艺也有不断的革新，在发展历史相对悠久的历史来看，行业的分散度相对较高，行业内存在一系列的历史较长的小规模产能，比如煤气化、煤焦化等，这部分装置无论是从能耗、碳排还是生产成本和经营管理上都缺乏有效竞争力，减量替换的过程一方面有望降低整体供给，同时也有希望给予头部企业进一步获得市场份额提升的空间。
- **环保安全要求严格执行落地：**我国在早期发展过程中，很多环节配套不足，最开始对于环保和安全的要求并未完全规范，导致很多小规模企业为节约投资支出和生产成本，在三废、安全等方面设置严重不足，比如部分矿山生产会出现安全事故、环境污染等问题，而伴随国家整体制造业不断成熟，对于安全环保的要求更为严格，新建项目的环境容量、生产产品的三废处理、安全生产设施的有效配套等都给小规模企业带来额外的成本增加，比如矿山开发、磷石膏处理等。

化工库存出现小幅提升，高开工高供给的情况下，化工出现阶段性被动累库。化工产能持续投放，行业开工变动相对较小，需求暂未有效消化的情况下，形成库存的小幅提升，名义和实际库存同比提升超过 10 个点，行业出现阶段性被动累库的情况，行业在今年上半年并未进行非常充分的产能去化，叠加有充分供给的行业预期，整体下游采购相对谨慎，预期短期内较难见到大面积的库存周期行情，因而从行业运行看，建议关注库存压力相对较小，行业产能相对可控，产品价格风险相对较低的细分赛道，建议关注农药行业。



图表11：产品库存维持在相对底部（名义库存和实际库存）



来源：iFinD，国金证券研究所

制冷剂行业：供给管控赛道，配额政策摒除潜在新玩家，格局给与长周期涨价空间

制冷剂行业是少数自国际公约形成供给约束的细分品种，延续时间长，一致性较好。不同于其他供给端受管控的领域，制冷剂的供给约束承袭自全球范围的蒙特利尔协定，针对制冷剂的生产、贸易、使用等多个维度进行了相对明确的规定，且二代制冷剂已经经历了逐步缩量的过程，三代制冷剂的管控也已经在发达国家落地，因而从供给约束来看，制冷剂的供给限制相较于其他的行业自发性约束、国家提倡性建议等都更强且更持久的约束力。因而在制冷剂领域发展中国家有行业历史的约束参考，供给约束持续时间有望延续至产品生命周期。

图表12：《基加利修正案》规定的不同类型国家三代制冷剂（HFCs）削减进度

进度	大部分发达国家 (美国、日本、欧盟各国、 澳大利亚等)	俄罗斯等五个国家 (俄罗斯、白俄罗斯、哈萨 克斯坦、塔吉克斯坦、乌兹 别克斯坦等)	大部分发展中国家(含中国)	印度等十个国家
基线值	2011-2013年HFCs平均值 +HFCs基线值的15%	2011-2013年HFCs平均值 +HFCs基线值的25%	2020-2022年HFCs平均值 +HFCs基线值的65%	2024-2026年HFCs平均值 +HFCs基线值的65%
冻结	-	-	2024年	2028年
削减进 度	2019年削减10%	2020年削减5%	2029年削减10%	2032年削减10%
	2024年削减40%	2025年削减35%	2035年削减30%	2037年削减20%
	2029年削减70%	2029年削减70%	2040年削减50%	2042年削减30%
	2034年削减80%	2034年削减80%	2045年削减80%	2047年削减85%
	2036年削减85%	2036年削减85%	-	-

来源：永和股份招股说明书，国金证券研究所

行业供给天花板从行业产能转向生产配额，供需大方向获得明显改善，摒除行业潜在进入者的风险。制冷剂政策端支撑配额约束，使得行业供给的天花板由原本的产品产能向生产配额进行转变，相较于此前产能相对过剩的供给状态，大幅缩减了供给空间，使得行业从严重供给过剩的状态向供给适度的方向明显转变，同时更为关键的是，配额的约束锁定了行业的供给方，排除了未来有新的进入者的可能性，保证了即使未来制冷剂价格有长期明显上行，也不会形成额外的供给增量。

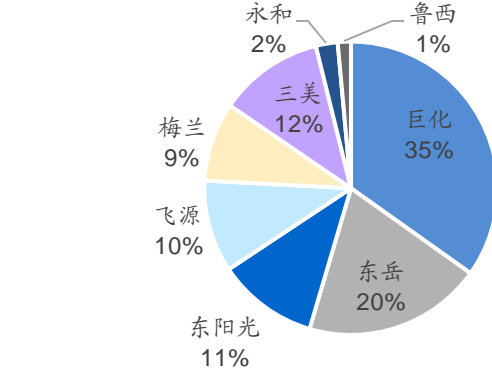
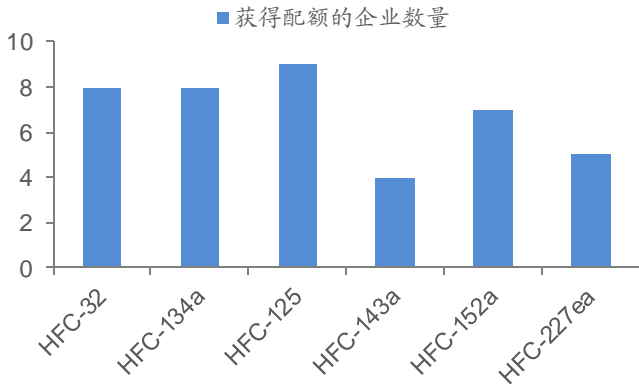
行业格局持续稳定，大幅提升制冷剂环节的产品议价权，为产品提供长期价格上行空间。在没有新增供给方的情景下，制冷剂的行业格局有了明显提升，2020年初，三代制冷剂的产能相对较为分散，R32、R125和R134a的CR3仅为50%、45%、52%，CR5分别为65%、



58%、68%。三年的配额争抢期，行业内的企业多数以低利润甚至是负利润进行生产和销售，规模相对较小的企业难以长期坚持下来，因而难以获得有效配额，行业的格局获得了大幅的优化。根据2024年、2025年的配额分配情况来看，R32、R125和R134a获得配额的企业仅有8-9家，相较于此前数量缩减了近一半，行业秩序明显改善，R32、R125和R134a的CR3分别达到66%、66%、70%，已经向下游厂家的集中度靠拢，CR5分别为85%、85%、92%。配额确定后，行业集中度大幅提升，协同性将有望获得提升。

图表13: 各类HFC配额的生产企业数量

图表14: R32配额的分布集中度

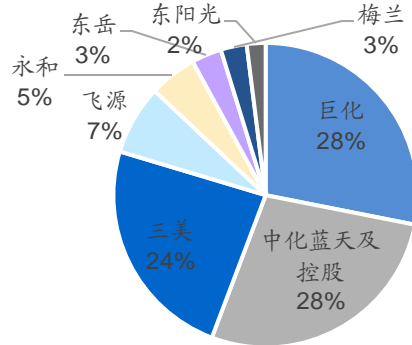
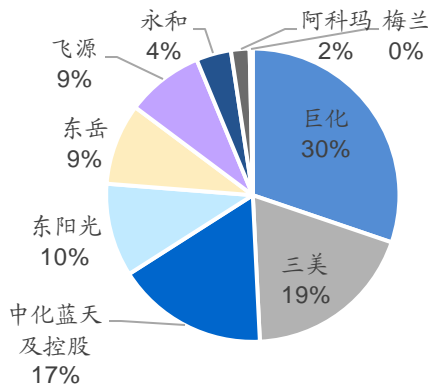


来源: 生态环境部, 国金证券研究所

来源: 生态环境部, 国金证券研究所

图表15: R125配额的分布集中度

图表16: R134a配额的分布集中度



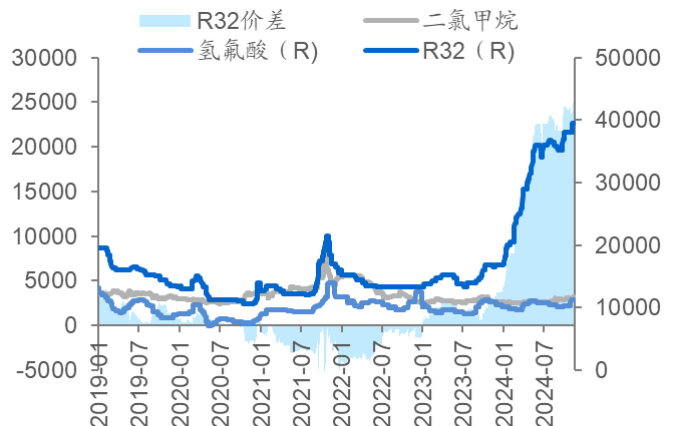
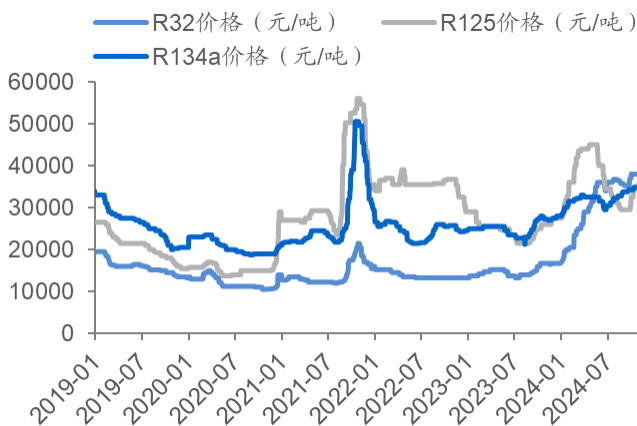
来源: 生态环境部, 国金证券研究所

来源: 生态环境部, 国金证券研究所

制冷剂行业格局持续，行业协同性良好，中国是全球供给的主要国家，无论是国内还是海外都具有较集中度行业格局，内销及出口产品价格预计将有持续性提升，建议管制制冷剂厂家巨化股份、三美股份、东岳集团、永和股份、东阳光。

图表17: 三代制冷剂价格持续上行(元/吨)

图表18: R32产品价格差大幅提升(元/吨)





来源：百川资讯，国金证券研究所

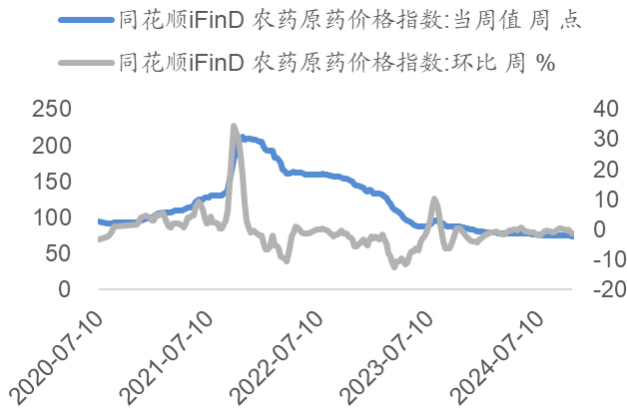
来源：百川资讯，国金证券研究所

农药：建议关注位于底部有回暖空间的赛道

在之前发布的《农药行业研究框架》中指出，当前我国农药行业处于结构性调整过程中，集中度不断提升。从结构来看，我们认为具有资金优势和规模优势的头部企业通过扩张产能抢占更多市场份额，在资源环境的约束强化下以及相关产业政策的引导下，行业加速向集约化、规模化方向发展。

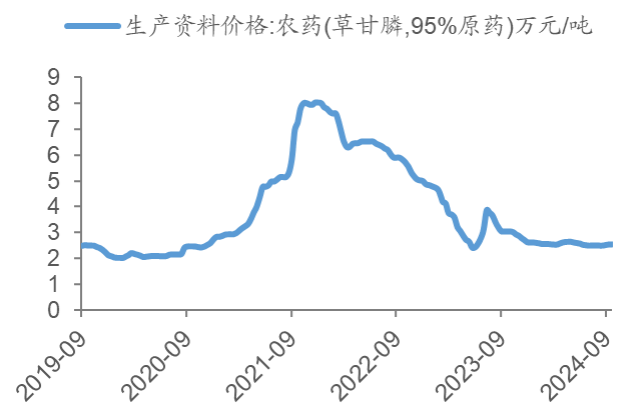
通过选取扬农化工、利尔化学、中旗股份、丰山集团、利民股份、广信股份、苏利股份、先达股份、江山股份、长青股份等十家主要以原药为主的上市公司，通过分析其财务指标变化来拟合头部农化企业的整体运行情况。从收入端来看，2021-2022年农药行业主流公司的收入和利润都上一台阶，主要是在原材料价格上涨叠加全球供应链不稳定，海外客户积极拿货的背景下，农药行业价格出现了上涨。2022年3季度之后，全球农药行业进入去库存周期，产品价格持续下行，行业盈利从高位回落，2024年上半年，农化行业毛利率和净利率基本上回落至相对底部位置。当前，主流的农药产品价格均处于历史较低水平，我们认为，伴随着行业的去库结束，行业有望走出底部。

图表19：农药价格逐步见底



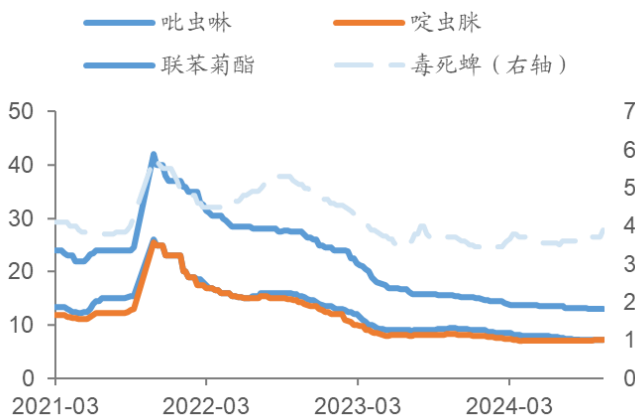
来源：同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表20：草甘膦价格逐步企稳



来源：同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表21：主流杀虫剂产品价格逐步企稳（万元/吨）



来源：同花顺 iFinD, 国金证券研究所

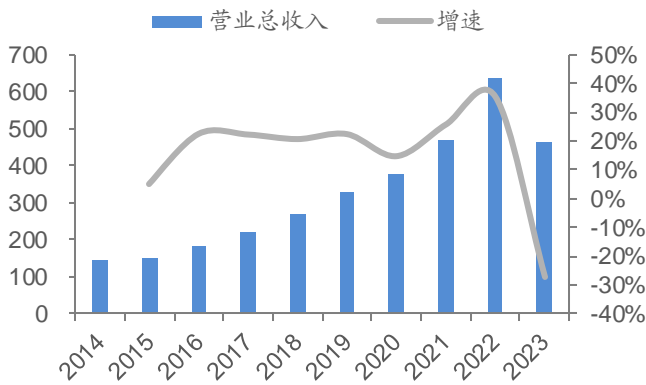
图表22：主流杀菌剂产品价格逐步企稳（万元/吨）



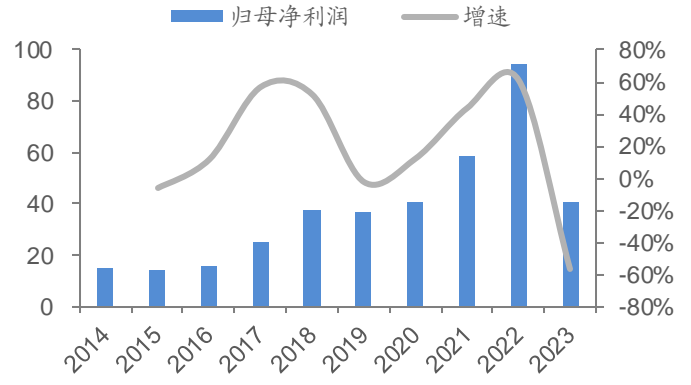
来源：同花顺 iFinD, 国金证券研究所



图表23: 十家原药企业销售收入及增速 (亿元)



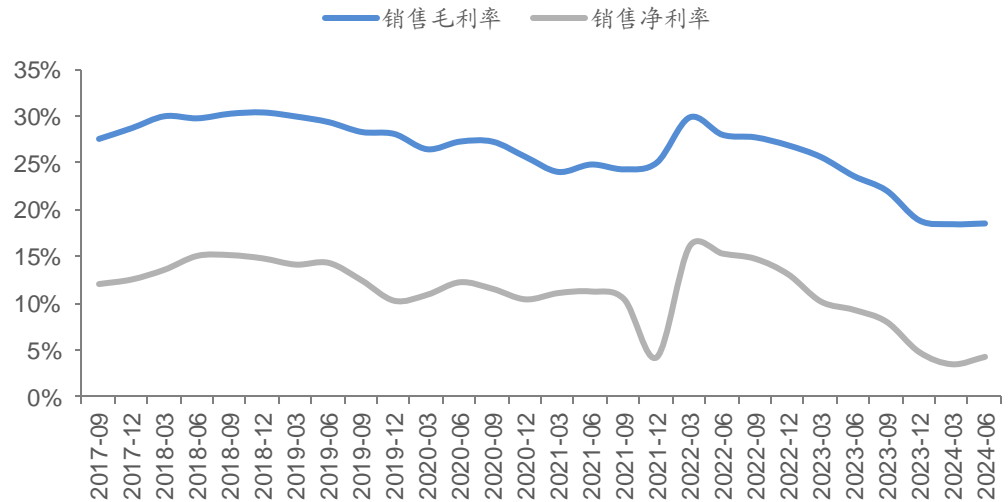
图表24: 十家原药企业归母净利润及增速 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: 主流农药原药企业的毛利率与净利率



来源: Wind, 国金证券研究所

润丰股份——布局全球渠道的农化制剂企业

依托丰富登记和全球渠道, 公司积极布局。公司自 2008 年起探索境外自主登记模式, 截至 2024 年 2 季度, 公司共拥有境外农药产品登记证 7000 个以上, 基于公司强大的全球登记能力, 正在持续加速完善全球营销网络。此外, 公司积极开拓 to C 业务试点。

以南美为支撑, 扩大亚非欧市场。根据公司招股书披露, 公司 2021 年南美地区营收占比在 50% 左右, 基于以巴西与阿根廷为代表的南美市场的稳定增长与出色的盈利能力, 公司未来仍会以南美作为战略重心拓展其他美洲国家。与此同时, 公司积极开拓亚洲、欧洲、非洲等新市场, 营业收入与获得登记证数量快速增长, 未来有望推动公司业绩持续增长。



来源：公司公告，环评报告，国金证券研究所

中旗股份——不断成长的小而美公司

公司是细分农药领域的佼佼者。中旗股份属于仿制类农化企业，主要开发专利到期的农药产品并迅速实现工业化生产抢占市场，目前公司的主要产品为除草剂和杀虫剂产品，除草剂主要产品氟吡氧乙酸、精噁唑禾草灵、异噁唑草酮、炔草酯；杀虫剂主要产品噻虫胺、虱螨脲。这些产品均有低毒高效的特点，符合行业未来发展趋势。

图表29：中旗股份淮北基地未来成长确定性强

序号	产品	规模（吨/年）
一期产品		
除草剂	氟吡氧乙酸异辛酯	3000
	丙炔氟草胺	1000
杀虫剂	虱螨脲	3000
	螺虫乙酯	1000
二期产品		
除草剂	苯嘧磺草胺	1000
	苯唑草酮	500
	精噁唑甘草胺	1500
	异噁唑草酮	1000
杀虫剂	唑草酮	500
	噻虫胺	3000

来源：公司公告，国金证券研究所

公司受益于跨国公司整合，淮北项目打开成长空间。长期看，公司在淮北基地规划 15500 吨新型农药原药及相关产品项目，投资额约 20 亿元，淮北新型农药项目落地有利于公司进一步扩大产能，打开公司的成长空间。

1.2、行业格局分化后逐步趋向稳定，优质企业多数进入新的发展阶段

新一轮的行业周期轮动，行业分化进一步加剧。受到行业新增产能和老旧产能升级替换的影响，行业竞争明显加剧，行业需求增速回落阶段的产能自然消化周期将明显拉长。从历史的情况看这一轮的行业供需再平衡过程，由于新增的产能明显较多，且需求增速较之前下行较多，如果没有对供给端施加外部约束，行业的再平衡时间会将进一步拉长，而对于大宗产品而言，产品差异度较小，成本成为竞争的主要因素，盈利会较长时间受影响：

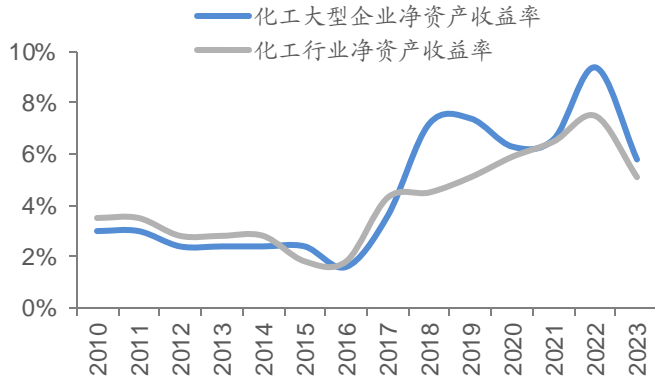
- 竞争的激烈程度提升：多数持续产能投放的行业将进入供给过剩状态，传统的边际成本定价情况或将因为供给过剩、产能爬坡、联动生产等问题，变成边际亏损定价，行业内成本管控不足的企业将直接面临亏损运行的状态；在此之上，由于大型企业在业务布局上相对多样，生产有一定的联动属性，单一产品的盈利压力的承受能力更强，意味着部分产品的竞争中，很多企业的压力点相对较低，很多产品的盈利回撤会更高。
- 竞争力的比拼将升级：由于没有外部干扰，产能消化时间会被明显拉长，一方面行业内规模较小的企业需要持续经历单一产品的低迷状态，或将长期难以维持运营；另一方面，由于多数大宗产品的压力相对较大，核心竞争力不突出、产品配套不合理、风险管控不到位、财务杠杆水平过高等因素都将带动企业进入危险竞争区域，从而导致行业内的企业存在优胜劣汰；
- 竞争格局有望形成本质性变革：从大环境出发，经过这么多年的追赶，行业的发展基础已经有明显的抬升，后期能够把握的产业化机会有限，规模、技术、配套形成的竞争优势在后续的发展过程中难以形成颠覆机遇，反而有可能通过综合的产业化布局加剧差异，有实力、有积淀的企业能够寻求更多赛道、更多品类的产品布局，不仅能够平稳渡过行业低谷阶段，然而能够实现有效成长和优势逆势放大；

优质的龙头企业的优势再次凸显，抗风险能力提升，成长性延续，生命周期拉长。在行业扩展周期，龙头企业的体量规模相对较大，产品种类也相对丰富，在周期表现方面，单一产品的盈利空间会被综合布局的产品结构所分散；而在成长表现方面，新增项目的业绩拉

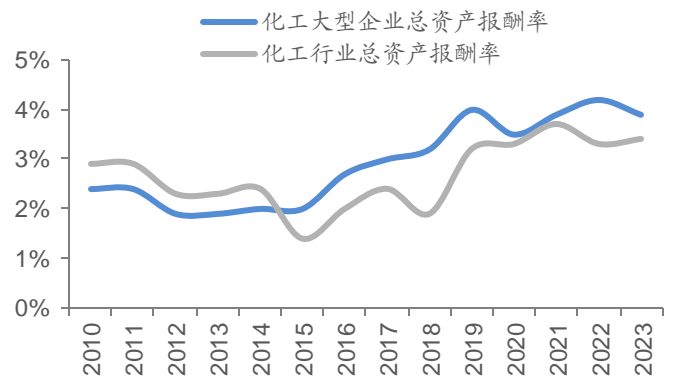


动也要被较大的基本盘稀释。但行业进入稳态或者周期底部区间时，龙头企业的优势显现就相对明显，从化工全行业平均值和大型企业的平均值对比来看，无论是总资产报酬率还是净资产收益率，大型企业的收益水平都已经获得了明显的反超，逐步形成头部效应。

图表30：大型企业的总资产报酬率相对较高



图表31：大型企业的净资产收益率相对优势有所放大

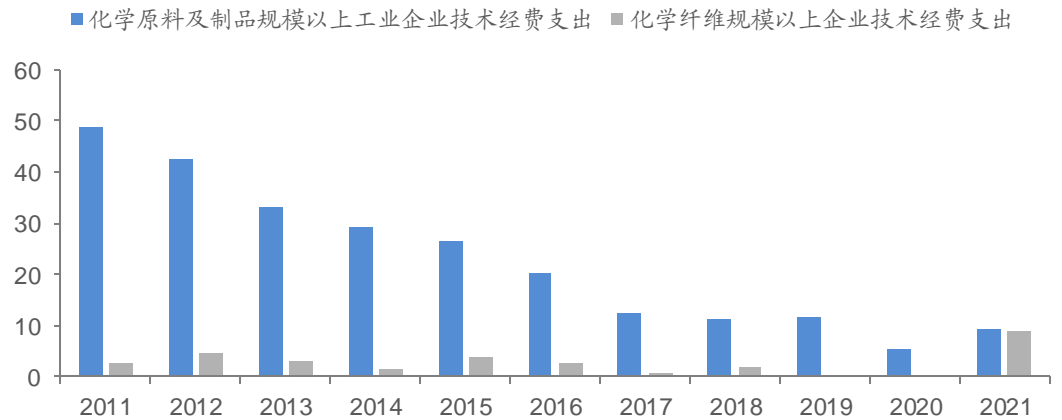


来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

大宗产品工艺技术更新迭代明显放缓，企业的自控能力逐步占据主导。大宗产品产能布局已经度过了明显的规模效应提升阶段，基本已经实现了规模的合理优化，前期通过规模提升带来的折旧、人工等方面的成本优化进入缓和期。早期通过技术引进，我国快速实现了初次的产品覆盖，但受当时的技术和工艺包以及我国初期设备配套能力的限制，开始时国内大宗化工产品的规模明显相对较小，但伴随国内生产企业工程化能力的提升，对于技术和工艺掌握能力不断加强，国内企业快速实现了装置规模提升，同时在实现设备国产化的过程中，大幅降低了设备的单吨投资成本，对应的单吨产品的折旧、人工都有明显下行；而进入到后期，全行业的规模化提升阶段逐步进入到缓和期，行业内的工艺升级开始更多集中于优质企业的自选工艺和升级优化为主，多数新增产能以成熟工艺的复制为主。

图表32：化工行业引进技术经费下降明显（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

龙头企业的综合实力逐步加强，抗风险能力大幅提升，竞争优势稳固。大宗产品的差异程度相对较小，成本是行业竞争的关键因素，而能够形成成本优势的因素中，无论是技术累积、趋势把握、产业配套、精细管理、文化培养等，龙头企业都已经开始能够形成自身的正向循环：

针对现有的业务：合理的产业链、产品协同配套——精细化的管理和成本约束——正向的企业文化和激励——高效稳定的生产管控和调配——提升技术和工艺水平——构建产品的成本竞争力——稳定的较好的盈利水平——合理高效培育新技术及新工艺——筛选有竞争力的新品进一步扩展发展空间。

而在不断形成正向循环的过程中，龙头企业不仅通过多轮周期波动形成基础业务布局，在规模生产、产业链、配套设施、技术工艺等方面不断强化，更是能够在企业文化、生产管理、工程化落地、工艺适配化改造、关联耗材及催化剂改进、基础研究等多个维度构建“软

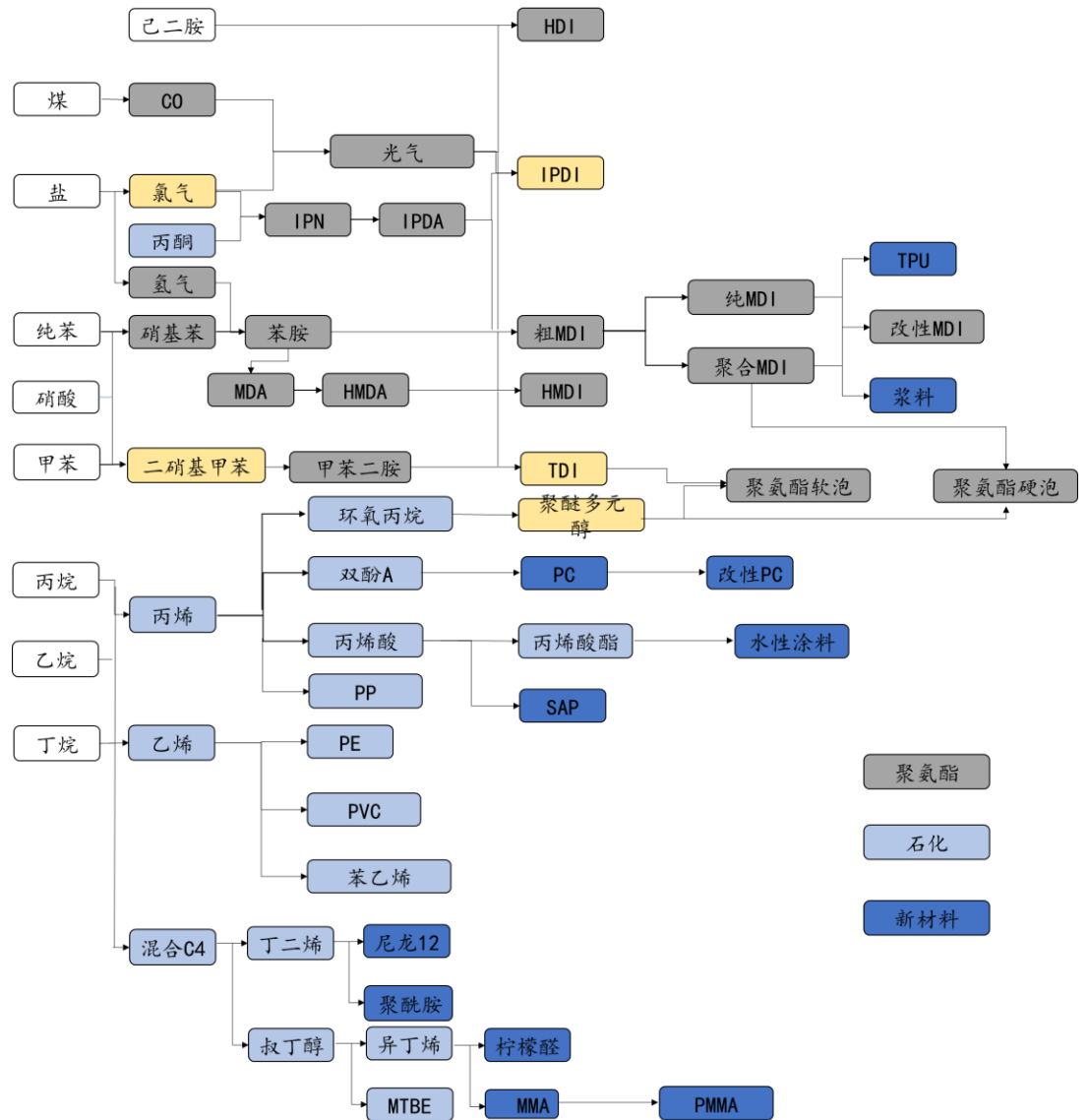


实力”，有助于在更多赛道及品类方向延伸复制成本优势，因而建议关注行业龙头企业万华化学、宝丰能源、赛轮轮胎、扬农化工、龙佰集团。

万华化学：看好 MDI 竞争格局，化工龙头持续成长

公司以 MDI 产业起家，在技术突破后把握机遇，逐步夯实行业竞争优势公司在夯实主打 MDI 产品基础上，积极进行横向产品种类扩充，实现了全系列综合供应能力，同时将产业链从异氰酸酯向下游延伸，搭建产品及服务综合方案解决平台。石化业务提供更加完善的配套，新材料方面高度研发投入。

图表33：万华化学产业链布局

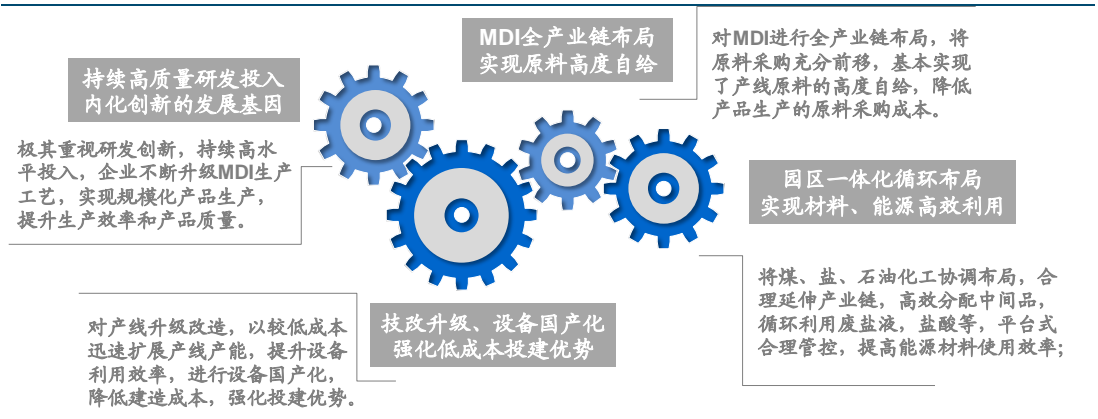


来源：公司公告，国金证券研究所

公司依托技改升级迅速高效提升产能，使用国产化设备，提升固定设备的利用效率，实现低成本的产能建造能力，减少成本折旧；公司对 MDI 产线进行了全产业链布局，通过采购煤、盐、苯、LPG 等产业链初级原料，基本实现了产线原料的高度自给，降低原料成本。在烟台、宁波、福建等进行了综合的园区规划和建设，配套园区公共设施，实现了一体化的布局和平台式管理，利用部分材料的循环利用和统一供能，实现能源和材料的高效利用。



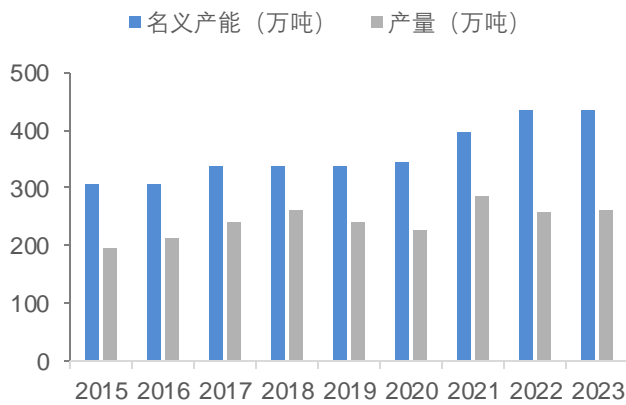
图表34: 公司综合竞争优势明显



来源: 公司公告, 国金证券研究所

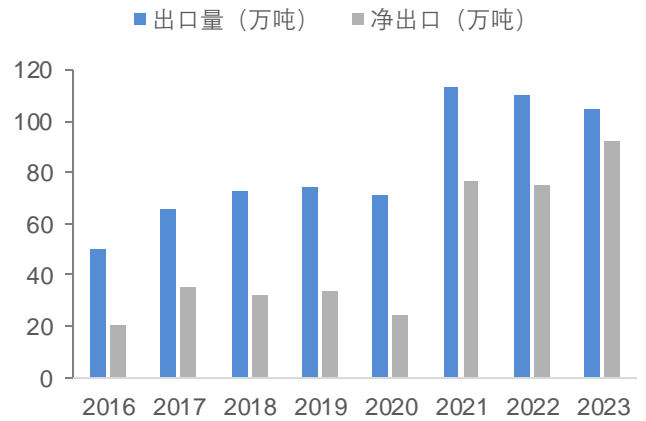
目前 MDI 仍然是公司主要盈利产品。全球 MDI 的供给集中度很高, 全球仅万华、巴斯夫、科思创、亨斯迈等少数化工巨头能够生产, 2023 年全球 MDI 产能 1032 万吨, 国内产能 431 万吨, 且未来新增产能主要集中在头部万华化学手里, 其价格弹性主要看厂家装置的开工率和下游需求的修复情况。

图表35: 我国 MDI 产能、产量 (万吨)



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

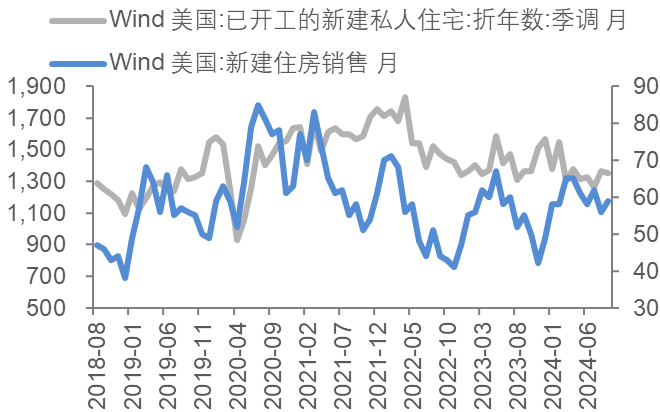
图表36: 我国 MDI 进出口 (万吨)



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

MDI 价格在 2024 年整体呈现平稳趋势。供给端: 从月度数据看, MDI 产量整体稳定。需求端: 国内房地产竣工端增速回暖, 美国新建住房需求较好, 国内家用冰箱产量较去年抬升, 对聚合 MDI 的需求有一定支撑。从价格来看, 2024 年 7 月份以来聚合 MDI 价格有所抬升, 我们认为, MDI 价格将在一段时间内保持震荡走势。

图表37: 美国房屋新开工与销售 (千套)



来源: wind, 国金证券研究所

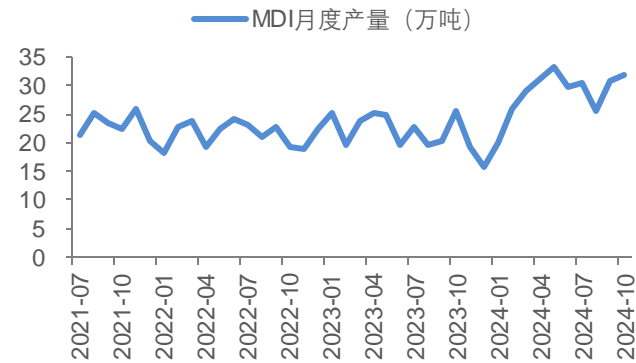
图表38: 中国家用冰箱产量 (万台)



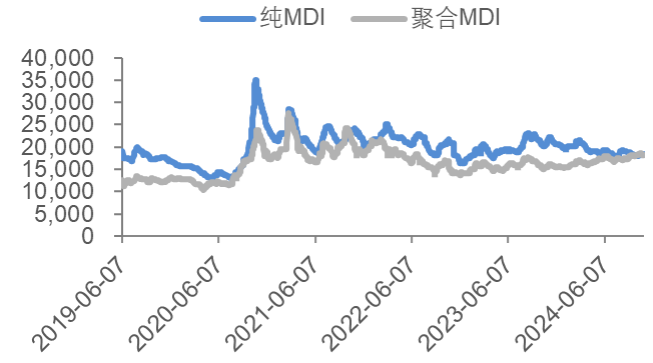
来源: wind, 国金证券研究所



图表39: MDI 月度产量 (万吨)



图表40: MDI 价格 (元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

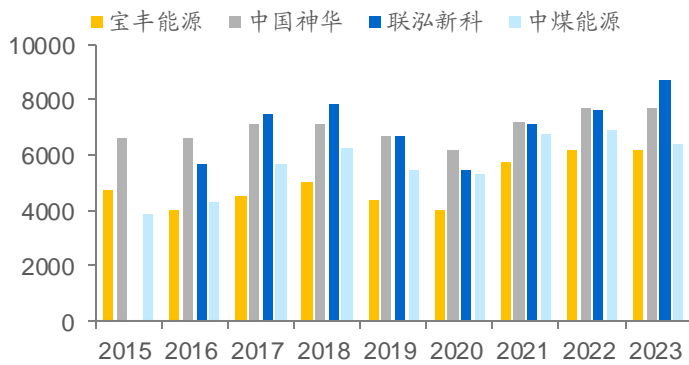
来源: wind, 国金证券研究所

宝丰能源: 低成本优势形成稳定护城河, 项目投产带来业绩提升

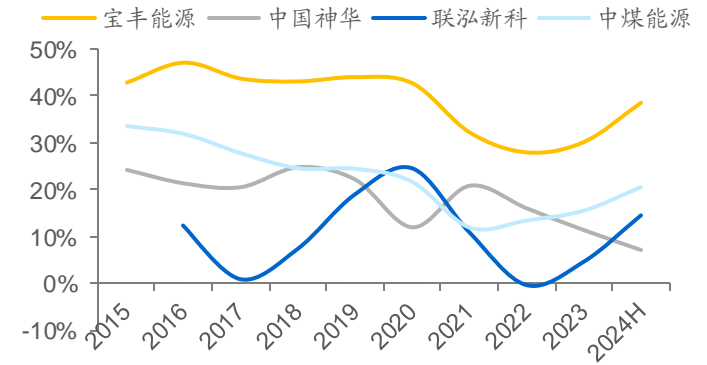
公司是具有明显增量的煤化工龙头企业, 涵盖煤焦化和煤气化双重路线。焦化方面, 700 万吨焦炭产能配套 40 万吨煤焦油深加工及 12 万吨粗苯加氢产能; 气化方面, 有在产烯烃产能 220 万吨, 内蒙烯烃项目四季度投产后, 2025 年有效产能将超过 520 万吨。目前公司的主要利润空间主要由烯烃贡献, 后续烯烃的翻倍以上的增长将明显带动公司盈利大幅增长。

烯烃业务具有明显的成本优势, 抵御行业风险。公司烯烃业务在稳定运行、规模生产、工艺选择、单耗管控、高效管理等多个方面不断强化, 夯实自身的成本优势, 而在常规状态下, 相比于油头和气头, 煤制烯烃属于最具有成本优势的工艺, 公司的低成本优势明显助力公司抵御行业风险, 增厚现有的中枢利润水平。

图表41: 宝丰能源单吨烯烃生产成本相对较低 (元/吨)



图表42: 宝丰能源烯烃产品毛利率高于其他企业



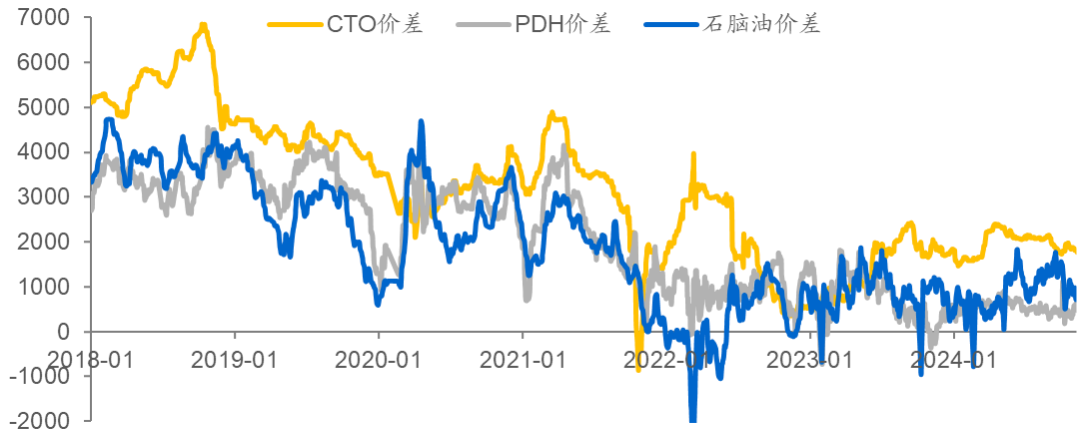
来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

煤制烯烃依然具有明显的成本优势, 公司内蒙项目有望进一步夯实成本优势。目前虽然原油价格较前期有所下降, 煤炭价格环比微服提升, 但煤炭的优势依然相对突出, 煤制烯烃的盈利保持相对较好水平, 公司宁夏三期 100 万吨烯烃增加 C2-C5 综合利用, 进一步降低成本; 内蒙基地 300 万吨项目采用最新的大连物化所三代工艺, 单耗下降明显, 结合和规模和区位优势, 成本优势有望进一步。



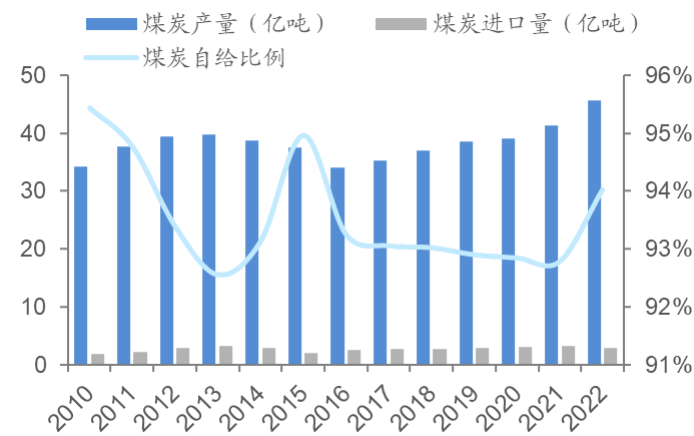
图表43: 煤制烯烃仍然较油头工艺有成本优势 (元/吨)



来源: 百川资讯, iFinD, 国金证券研究所

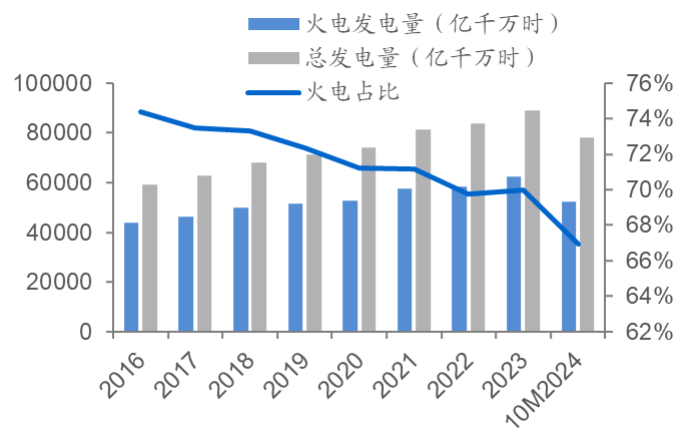
原油价格的风险预期相对充分,煤炭在我国的自主定价权相对较高。不同于其他原料的供给格局,煤炭在我国的供给能力相对较强,自供比例可以达到93%以上,根据我国目前仍在持续规划提升的新疆能源供应能力看,我国煤炭的供给量未来还将持续有提升空间,而伴随火电占发电量比重的不断下行,预估后续煤炭价格仍有自主可以调节的空间,短期煤油相对优势可能伴随原油价格有所回落,但煤炭价格调整可以一定程度上对冲煤油的相对优势变化。

图表44: 我国煤炭的自供比例相对较高 (万吨)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表45: 我国火电发电量占比持续下降



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

碳中和将拉大行业成本差距,绿氢布局将提升长期发展。受碳中和影响,煤制烯烃新增产能受限,未来碳税落地,先进工艺和落后产能一正一负的碳税收益,将明显拉大煤制烯烃内部的成本差距,公司的竞争优势将进一步突出。同时公司在宁夏和内蒙都有规划绿氢项目,短期看绿氢成本相对偏高,但伴随用电单耗和发电成本的下降,绿氢成本有6成的下降空间,公司借助区位优势可以一体化配套,有效管控绿氢成本,获得长期发展空间。

赛轮轮胎: 行稳致远, 寻求创新突破的轮胎龙头

公司在较短时间内快速完成了全面的产品布局,细分产品需求覆盖广泛。公司成立于2002年,对比同业成立时间较晚且发展历史较短,2003年12月第一条轮胎下线后公司逐渐进入产业化生产阶段,随着2006年公司第一条全钢工程胎试制成功和半钢子午胎进入到生产实践阶段,公司在成立后4年内完成了对轮胎行业主要产品的布局,形成了较为完善的产品体系。在细分品类方面,2009年第一条全钢子午巨胎试制成功让公司在非公路轮胎领域的布局实现了进一步深化,全面且丰富的产品布局也让公司能够覆盖更多的客户需求。



图表46: 公司成立后快速完成了全面的产品布局

公司	成立时间	产品布局					
		斜交胎	全钢胎	半钢胎	子午工程胎	巨胎	航空胎
赛轮轮胎	2002年	-	2003年	2006年	2006年	2009年	布局中
玲珑轮胎	1975年	1987年	2002年	2001年	2019年	2024年	布局中
森麒麟	2007年	-	2021年	2009年	-	-	2014年
三角轮胎	1976年	1985年	1995年	2006年	2002年	2007年	布局中

来源: 各公司官网和公告, 国金证券研究所

公司在海外进行了多点布局, 通过出海较好规避相关的政策风险。目前美国对部分地区通过双反政策限制出口, 较高的双反税会对企业的出口销售和盈利均造成影响。目前东南亚地区主要是泰国和越南地区被美国征收了双反税, 虽然泰国半钢双反税率有所降低但全钢双反税率相对初审提高; 公司海外基地中仅有越南有 6.23% 的反补贴税, 其他基地均没有被征收双反税, 在出口方面竞争优势明显。

图表47: 公司海外基地布局全面且具备一定的政策优势

公司	基地	企业所得税	税收优惠规则	轮胎品类	美国双反政策		
					反倾销	反补贴	合计税率
赛轮轮胎	国内	25%	高新技术企业税率	半钢	14.35%	30.61%	44.96%
				全钢+非公路	-	-	-
	越南	20%	15年内10%, 4年内免税+9年减半	半钢	-	6.23%	6.23%
				全钢+非公路	-	-	-
	柬埔寨	20%	启动期(最长3年)+免税期(3年)+优先期(2-3年)免税优惠。	全钢+半钢	-	-	-
	墨西哥	30%	-	半钢	-	-	-
印尼	22%	-	全钢+半钢+非公路	-	-	-	
玲珑轮胎	国内	25%	高新技术企业税率	半钢	25.84%	30.61%	56.45%
				全钢+非公路	-	-	-
	泰国	20%	产生业务收入之日起享受八免、五减半	半钢	4.52%	0.00%	4.52%
				全钢	12.33%	-	12.33%
塞尔维亚	15%	免征10年所得税	全钢+半钢+非公路	-	-	-	
森麒麟	国内	25%	高新技术企业税率	半钢	25.84%	30.61%	56.45%
	泰国	20%	产生业务收入之日起享受八免、五减半	半钢	1.24%	0.00%	1.24%
				全钢	12.33%	-	12.33%
	摩洛哥	10%-31%	5年免税+15%后续优惠税率	半钢	-	-	-
西班牙	25%	-	半钢	-	-	-	
通用股份	国内	25%	高新技术企业税率	半钢	87.99%	30.61%	118.60%
				全钢+非公路	-	-	-
	泰国	20%	自有营收之日起, 8年免税+3年减半	半钢	4.52%	0.00%	4.52%
				全钢	12.33%	-	12.33%
柬埔寨	20%	3年免税+6年优惠	半钢+全钢	-	-	-	

来源: 中国贸易救济信息网、各公司公告、国金证券研究所(注: 美国对中国出口的大部分轮胎产品还加征了301额外关税)

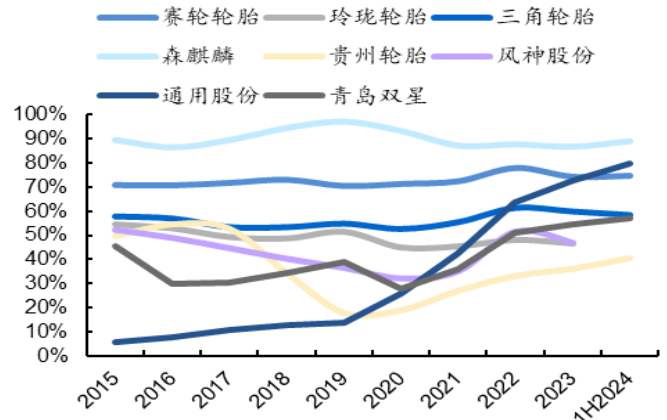
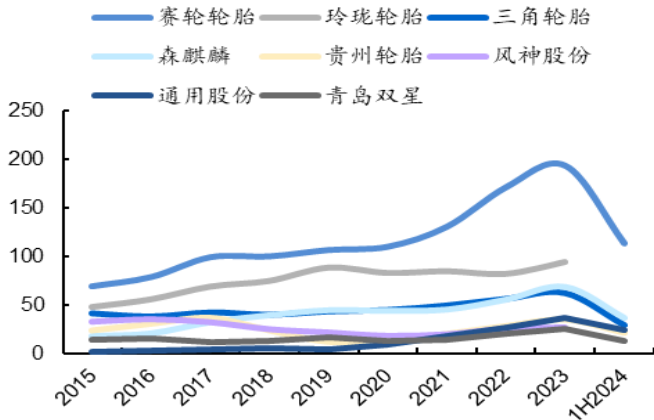
海外市场盈利能力更好, 公司依托全面的产品规划和前瞻性的海外布局实现了整体盈利能



力提高。对比我国上市胎企的国内外盈利能力可以发现，国内市场毛利率在行业竞争激烈的背景下大部分都呈现出震荡下滑的趋势；海外盈利方面，除了贵州轮胎近两年因为工程胎盈利能力较强因而对毛利率具备支撑以外，率先布局了海外基地的赛轮轮胎、森麒麟和玲珑轮胎的海外毛利率仍然较为领先。同时随着海外产能占比的逐渐提升，公司的海外收入也持续领先同业，2024年上半年海外收入占比提升至74.6%，国内企业中仅次于森麒麟和通用，盈利方面随着海外高毛利市场占比的继续提升，公司的整体毛利率也实现了快速回升，2024年上半年销售毛利率达到了28.8%，显著领先其他轮胎企业。

图表48：公司的海外市场收入显著领先同业（亿元）

图表49：公司的海外市场收入占比相对同业较高

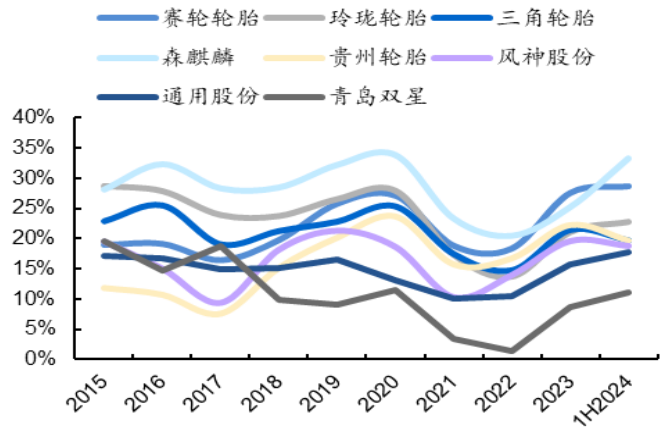
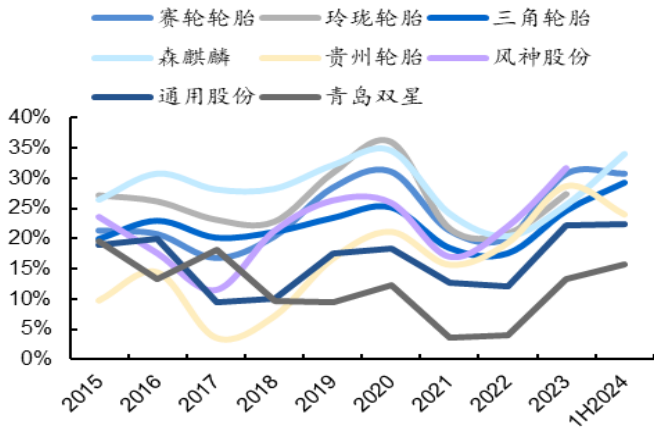


来源：同花顺、国金证券研究所

来源：同花顺、国金证券研究所

图表50：公司的海外市场毛利率相对较高

图表51：公司整体销售毛利率开始领先同业



来源：同花顺、国金证券研究所

来源：同花顺、国金证券研究所

全球化战略持续推进，海外基地投产放量后将显著增厚公司业绩。公司目前具备越南和柬埔寨两大海外基地，并且越南三期和柬埔寨2-3期项目仍在继续建设，其中柬埔寨一期半钢项目和越南三期项目的部分资金来源为公司在2022年发行可转债募集所得，其中柬埔寨1期项目在2021年投产后处于持续爬坡的状态，越南三期项目由于部分厂商设备交货周期较长预计延期到2025年3月达产；柬埔寨2-3期项目建设周期为16个月，预计在2024-2025年期间陆续投放；印尼和墨西哥两个新基地项目预计2024-2025年期间投产放量。分基地项目规划和投资收益来看，越南三期项目总投资30.1亿元，达产后预计年收入为30亿元，净利润为6.4亿；柬埔寨2-3期项目总投资22.5亿元，达产后预计年收入为32.3亿元，净利润为7.3亿元。印尼项目规划了60万条全钢胎、300万条半钢胎和4万吨非公路胎，总投资为17.7亿元，建设周期为21个月，达产后预期可实现19亿收入和4.7亿净利润；墨西哥项目规划了600万条半钢胎，总投资17亿元，建设周期为12个月，预计达产后可实现收入15.6亿元，净利润2.9亿元。



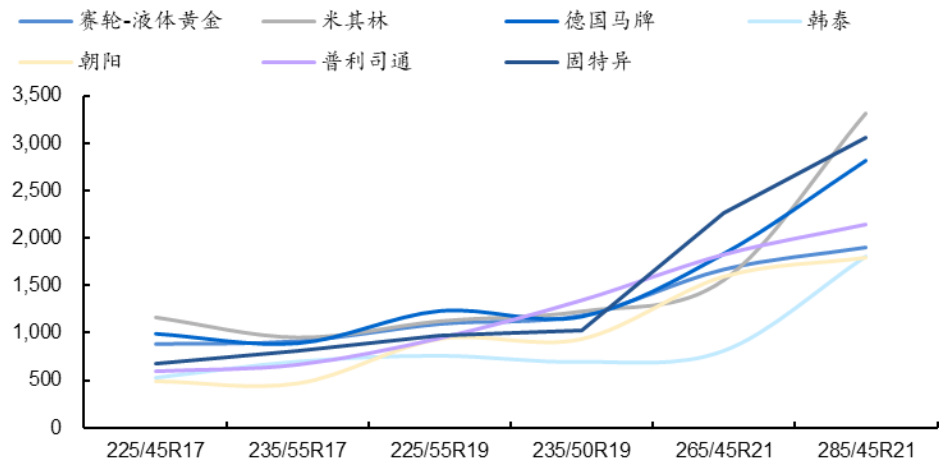
图表52：公司海外基地在建项目丰富

基地	产品	产能	投产时间	投资额 (亿元)	预期收入 (亿元)	预期利润 (亿元)	盈利能力
印尼	全钢胎 (万条)	60	2024-2025 年	17.7	19	4.7	24.80%
	半钢胎 (万条)	300					
	非公路胎 (万吨)	3.7					
墨西哥	半钢胎 (万条)	600	2024-2025 年	17.1	15.6	2.9	18.50%
柬埔寨 1 期	全钢胎 (万条)	165	2021 年投产后持续爬坡	14.3	17.9	3.1	17.30%
	半钢胎 (万条)	900		22.9	21.6	3.7	17.10%
柬埔寨 2-3 期	半钢胎 (万条)	1200	2024-2025 年	22.5	32.3	7	21.70%
越南三期	全钢胎 (万条)	100	延期到 2025 年 3 月达产	30.1	28.5	6	21.20%
	半钢胎 (万条)	300					
	非公路胎 (万吨)	5					

来源：公司公告、国金证券研究所（墨西哥基地投资额和收入利润数据为美元，按照汇率 7.1 折算为人民币数据）

“液体黄金”产品定位高端，价格对标一线品牌。对比终端销售价格，可以发现“液体黄金”轮胎的定价和一线品牌价格非常接近，比公司的普通产品以及其他国产轮胎的价格高不少，通过产品价格的抬升在切入高端市场的同时也能够实现单胎利润的增长。“液体黄金”轮胎现在重点在乘用车胎市场进行推广销售，一方面在配套比亚迪后能够通过配套拉动替换实现品牌知名度的继续提升，另一方面替换市场上给了渠道端相对充足的利润空间因而经销商对产品的推广动力较为充足。未来随着“液体黄金”轮胎销售量逐渐提升，公司能够实现品牌力和单胎价值的同步向上。

图表53：公司“液体黄金”产品价格接近一线品牌（元/条）



来源：京东自营、国金证券研究所

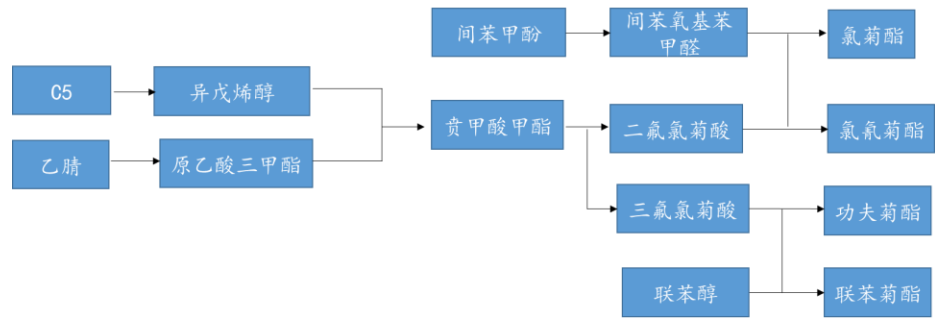
赛轮轮胎作为国内头部轮胎企业，具备全面的产品规划和前瞻性的出海布局，在行业高景气延续的背景下公司业绩增长显著，在新一轮出海浪潮下公司布局再度领先，叠加“液体黄金”材料轮胎的验证推广将助力公司提升品牌力，随着新产能的释放和产品结构的优化，公司实现收入增长的同时盈利能力也将继续维持高位。

扬农化工：葫芦岛项目带动新一轮成长

公司在优势产品上做到技术和成本领先。公司在布局产品之时，有效地实现各个产品线之间有机连接。菊酯方面，公司自配关键菊酯中间体贵亭酸甲酯、功夫菊酸、醚醛等，一方面保证了供应链的稳定性，另一方面通过技术延展和移植，设计出新的产品。



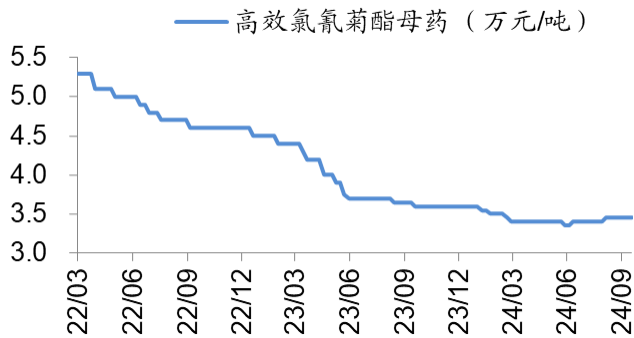
图表54: 扬农化工可通过主要中间体设计菊酯品种



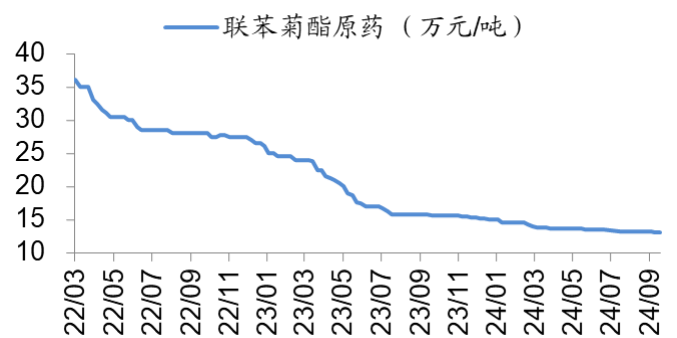
来源: 世界农化网, 扬农化工环评报告, 国金证券研究所绘制

当前, 公司的主流产品菊酯价格处于历史底部位置, 我们认为从盈利的周期性来看, 公司的盈利处于底部区间。

图表55: 高效氯氟菊酯母药价格处于底部区间



图表56: 联苯菊酯原药价格处于底部区间



来源: 中农立华原药, 国金证券研究所

来源: 中农立华原药, 国金证券研究所

优创项目打开成长空间。子公司辽宁优创成立于 2022 年 6 月, 在葫芦岛市葫芦岛经济开发区化工园区投资建设年产 15650 吨农药原药及 7000 吨农药中间体项目。我们认为, 伴随着公司优创项目的建设和投产, 公司的成长空间将进一步打开。

图表57: 扬农化工优创项目

名称	产能 (t/a)
咪草烟	1500
甲氧咪草烟	200
烯草酮	5000
烯禾啶	250
莎稗磷	500
啶菌噁唑	100
吡氟酰草胺	500
多效唑	500
功夫菊酯	3000
氟唑菌酰羟胺	2500
双酰胺类杀虫剂	1500
一氟吡啶	2000
环己二酮	2000
三氟唑	300

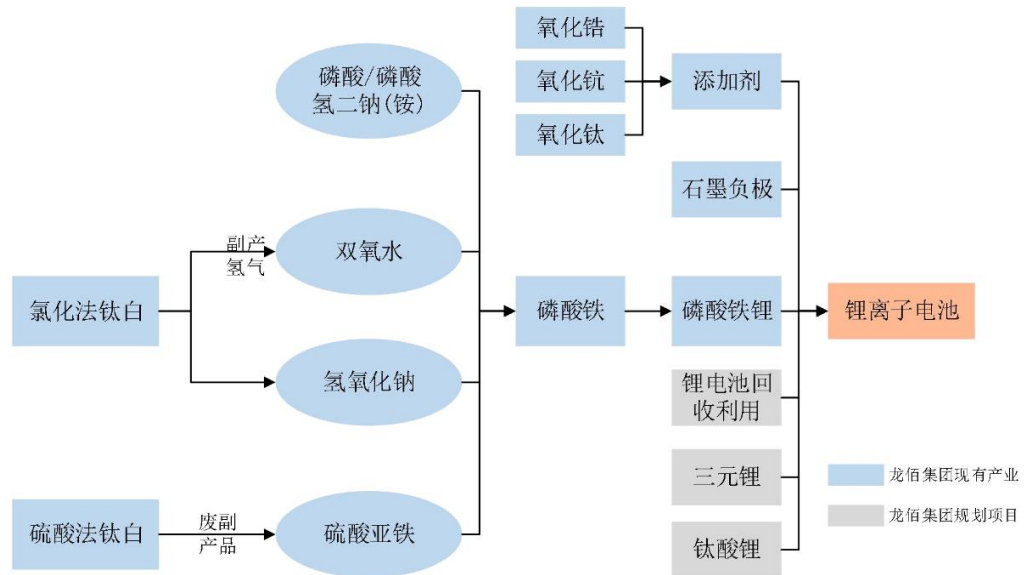
来源: 扬农化工公告, 国金证券研究所

龙佰集团: 钛产业链一体化龙头企业, 上游资源布局优势显著



全球钛白粉龙头企业，发展钛锂耦合产业链。公司主营产品为钛白粉、海绵钛、锆制品及锂电正负极材料，其中，钛白粉产能 151 万吨/年，海绵钛产能 8 万吨/年，规模均居世界前列；磷酸铁锂产能 5 万吨/年，磷酸铁产能 10 万吨/年，石墨负极产能 2.5 万吨/年，石墨化产能 5 万吨/年。钛白粉方面，根据公司 2024 年半年报，按照产能计，公司是全球最大硫酸法钛白粉生产商，全球第三大、中国第一大氯化法钛白粉生产商。公司位于河南省焦作市的生产基地是全球单一厂区产能最大的钛白粉生产基地，钛白粉年产能 65 万吨。

图表58：公司钛锂耦合产业链

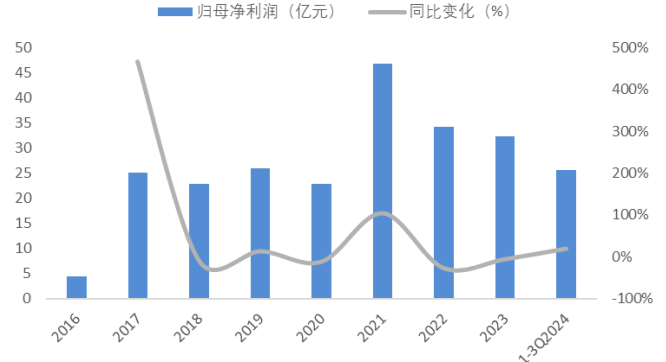
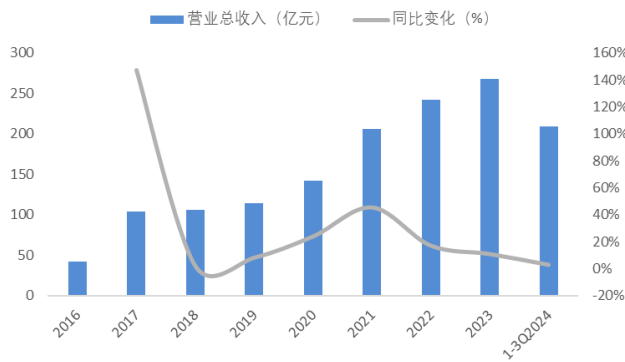


来源：龙佰集团公司公告，国金证券研究所

经营业绩稳步提升，钛白粉产销量持续增长。2024 年前三季度，公司实现营业收入 208.85 亿元，同比增长 2.97%，实现归母净利润 25.64 亿元，同比增长超 9.68%。根据公司公告，2016 年以来公司钛白粉产销量稳步提升，2016 年公司拥有钛白粉产能 56 万吨，产销量分别为 35.94、34.63 万吨，而到 2023 年公司钛白粉产能已经扩张至 151 万吨，产销量分别为 119.14、115.89 万吨。2024 年上半年，公司共生产钛白粉 64.96 万吨，同比增长 9.70%，其中生产硫酸法钛白粉 45.37 万吨，同比增长 16.31%，氯化法钛白粉 19.59 万吨，同比减少 3.07%；共销售钛白粉 59.96 万吨，同比增长 3.70%。

图表59：公司营业收入稳步提升

图表60：公司归母净利润稳步提升

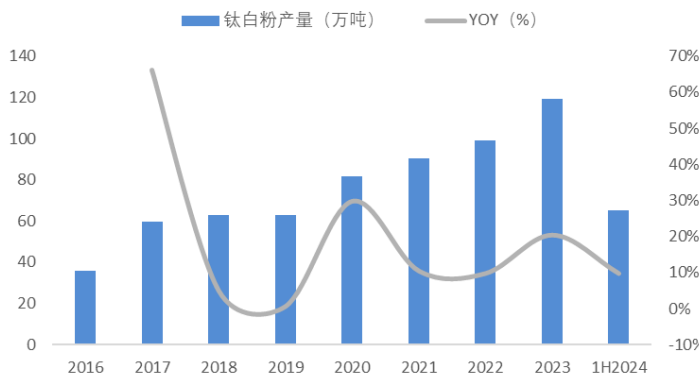


来源：龙佰集团公司公告，国金证券研究所

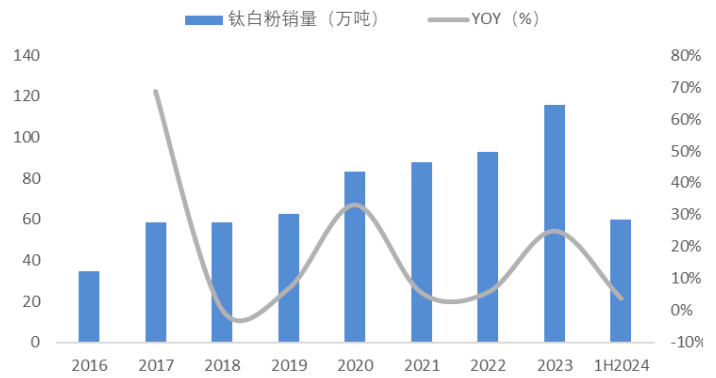
来源：龙佰集团公司公告，国金证券研究所



图表61：2024H1 公司钛白粉产量同比增长 9.7%



图表62：2024H1 公司钛白粉销量同比增长 3.7%



来源：同花顺 iFind，公司公告，国金证券研究所

来源：同花顺 iFind，公司公告，国金证券研究所

加速上游矿产资源布局，一体化优势逐步凸显。钛精矿作为钛白粉上游的重要原材料，对于钛白粉的生产成本具有较大影响。公司掌握优质矿产资源及深加工能力，产品贯通钛全产业链。公司拥有红格铁矿等多处矿权，可稳定供应钛精矿，公司使用自产的钛精矿及外购的钛精矿加工生产硫酸法钛白粉、富钛料（包括高钛渣、合成金红石）及生铁，富钛料进一步加工生产四氯化钛、海绵钛、氯化法钛白粉。2024 年上半年，公司共计生产钛精矿 154.82 万吨，对外销售钛精矿 154.86 万吨；生产钛精矿 104.56 万吨，全部内部使用，有效保障了公司原料供应。

图表63：公司上游资源布局情况

矿山	资源情况
红格铁矿	截至 2021 年底公司控制红格铁矿保有资源量 13,310.72 万吨，露天可开采资源量 7293 万吨。
庙子沟铁矿	截至 2021 年底经资源量估算，庙子沟铁矿整个矿区铁矿石保有资源量 9825.2 万吨（TFe 26.1%、TiO ₂ 11.7%、V ₂ O ₅ 0.3%），主要伴生资源量：TiO ₂ 为 567.21 万吨、V ₂ O ₅ 为 21.87 万吨。
徐家沟铁矿	截至 2021 年底经资源量估算，徐家沟铁矿整个矿区铁矿石保有资源量 9,919.36 万吨（TFe 29.7%、TiO ₂ 9.4%、V ₂ O ₅ 0.3%），主要伴生资源量：TiO ₂ 为 466.09 万吨、V ₂ O ₅ 为 28.83 万吨。

来源：龙佰集团公司公告，国金证券研究所

1.3、国内竞争力持续，部分赛道出海开拓市场分散风险

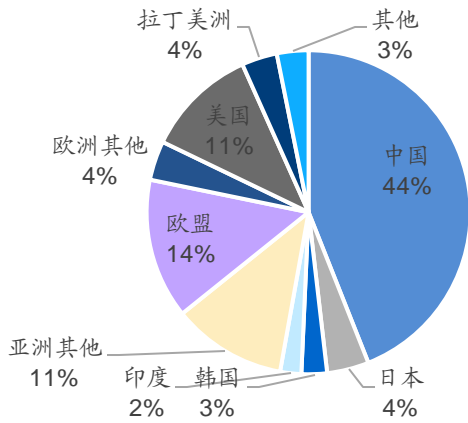
我国将有望在相当长一端时间内维持明显领先的低成本制造优势。在制造业发展进入中期后，最容易发展和渗透的领域已经获得了较快成长，行业竞争不仅仅局限于直接生产要求的比较，更需要关注关联配套和软实力的提升，而往往这一领域的发展需要有足够的匹配市场形成支撑。

无论是在关联装置零部件、工艺软件研发、催化剂适配，还是产业链环节、区域匹配等，都需要充足的市场形成支撑，而中国依托国内需求市场形成基数支撑后，不断丰富产品环节和品类，形成了贯穿的产业链布局基础，给予了国内关联设备厂、工艺软件研发、零部件装备、催化剂、细分耗材市场发展空间，进一步提升细分赛道的专业化，工艺设计、设备生产、工程安装等也逐步形成联合助力。

中国进入 21 世纪后，我国已经成为全球最大的化工销售市场，占比达到 44%，给予行业及周边产业充足的市场需求基数。国内的装备制造能力持续提升，通用设备和专用设备行业高速发展，经过最初十年黄金期，国内化工行业获得了较大的规模优势，并匹配综合制造业的提升，形成了良好的规模和应用市场。2023 年我国装备制造业占规模以上工业增加值的比重已经提升至 33.6%。庞大的内需市场地崛起同时给予了国内配套行业发展空间，不仅能够实现低成本的配套获取，同时还有助于我国快速实现新兴产业趋势的把握，以高效低成本的方式占领先期市场。

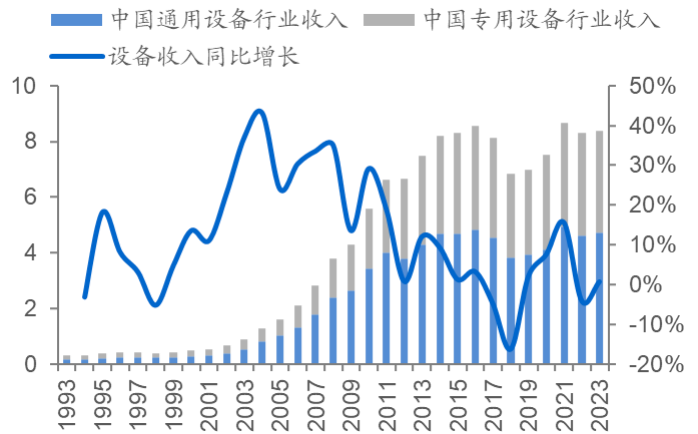


图表64：中国是全球最大的化工销售市场



来源：Cefic，国金证券研究所（2022年）

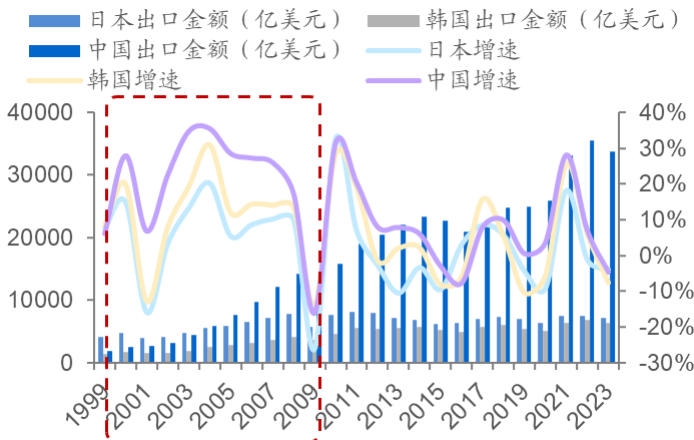
图表65：中国装备制造领域的收入快速增长（万亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

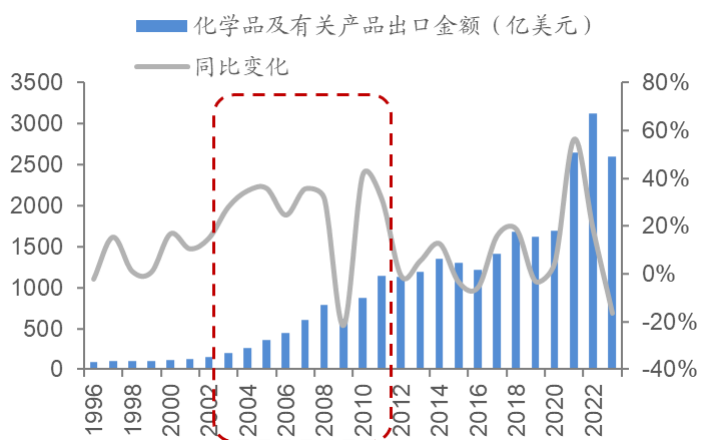
化工行业在叠加“时代”和“市场”技术的推动下形成了基础竞争力的累积。21世纪初的10年，我国出口开始快速提升，成为承接制造业转移的重要阵地，我国产品出口增速明显高于日本、韩国，成为承接制造业转移的新主阵地。经过多年的加速追赶，我国在生产要素、工程配套、市场容量逐步形成绝对优势，叠加我国快速形成优势阶段，终端的需求增速已经有所放缓，我国在更新技术、趋势把握等方面把握了较好的时机，因而我国的制造业的相对有望长时间持续。21世纪初以来，我国的出口增速已经开始明显高于日、韩，开始快速参与到全球产业合作之中，也同时带动国内化工产品出口的快速放量，进入产品出口的第一个快速放量期。

图表66：2000-2009年中国出口增速明显高于日、韩



来源：Wind，国金证券研究所

图表67：中国20世纪初10年内化学品出口大幅增长



来源：Wind，国金证券研究所

成本压力下欧洲产能逐步退出，国内企业有望受益。近年来随着国内化工企业竞争力的不断增强，全球化工市场品市场格局正在逐步重塑，国际化工龙头企业持续加速产业布局调整，尤其是欧洲地区由于环保、人力、能源等各方面成本较高，因此部分产能开始逐步关停和退出。从近两年龙头企业的产业调整来看，涉及到关停和退出的产品主要集中于大宗品，包括乙烯、丙烯、丁二烯等，从产业链角度而言，这部分产品主要集中在产业链的中上游环节，相对而言同质化较为严重，因此依靠规模优势以及产业链配套等方式实现低成本是取得竞争优势的关键，而欧洲地区生产要素价格相对偏高因此难以获得持续的竞争力。而对于国内企业而言，依靠国内成熟的化工产业链以及相对低廉的成本在相关领域有望持续扩大市场份额，弥补欧洲产能退出带来的全球市场缺口。



图表68：近两年欧洲化工品产能关停与退出梳理（不完全统计）

企业	关停产能所在国家	产能关停情况	相关产品国内产能	部分相关上市公司
巴斯夫	德国	公司将停止在路德维希港工厂生产己二酸、环十二酮（CDon）和环戊酮（CPon），其中CDon和CPon的生产工厂将于2025年上半年关闭；己二酸则在2023年启动的结构调整战略下已经减产，剩余产能主要保障CDon和CPon的原料供应，并将于2025年全部关闭，但韩国翁山以及在法国夏朗普的合资企业会继续生产己二酸。	己二酸：372万吨	己二酸：神马股份、华峰化学、华鲁恒升
盛禧奥	德国	公司已决定退出位于德国斯塔德的聚碳酸酯（PC）工厂的生产，此决定是在与相关工作委员会讨论后作出的，预计工厂生产将在2025年1月前结束。后续公司所有下游PC产品将从外部供应商处购买，对比可节省约1500万至2000万美元/年。盛禧奥德国PC产能为16万吨/年，是德国仅次于科思创的第二大PC生产商。	PC：348万吨	PC：沧州大化、鲁西化工、恒力石化
	德国、荷兰	2022年12月盛禧奥宣布关闭德国博伦（Boehlen）30万吨/年苯乙烯工厂。2023年10月30日，盛禧奥宣布决定停止苯乙烯单体（EBSM）业务位于荷兰泰尔讷曾的制造工厂。该工厂计划于2023年11月正式停止运营。	苯乙烯：2125万吨	苯乙烯：万华化学、恒力石化
埃克森美孚	法国	2024年4月宣布将永久关闭位于法国诺曼底港口杰罗姆港唯一蒸汽裂解装置，以及相关的衍生单元和物流设施。根据标普全球大宗商品洞察的数据，杰罗姆港的裂解装置设计年产能为乙烯42.5万吨、丙烯29万吨、丁二烯8万吨，	乙烯：5039万吨	乙烯：宝丰能源、恒力石化、鲁西化工
沙特基础工业公司	荷兰	2024年4月，公司宣布其位于荷兰赫伦的Olefins 3裂解装置将在现场维护检修期间永久关闭。标普全球大宗商品洞察数据显示，Chemelot工业园的Olefins 3装置拥有年产乙烯53万吨和丙烯32.5万吨的能力。该裂解装置于1973年首次投入运行。	丁二烯：628万吨	丙烯：卫星化学、东华能源 丁二烯：万华化学、齐翔腾达
索尔维	法国	2024年9月24日，索尔维宣布将与合作伙伴协商，停止法国Salindres工厂三氟乙酸（TFA）及其氟化衍生物生产，并预计将在2025年初到10月期间裁减68个相关职位。	-	-

来源：DT新材料，中国化工信息周刊，中国石化新闻网，百川盈孚，国金证券研究所

近年来国内化工行业的竞争力逐步提升，经过国内的积淀已经逐步构建了兼并和整合能力，开始形成“走出去”的能力。经过这么多年的累积，我国已经能够在引进来的工艺、设备上自主创新 and 升级，通过技术工艺升级和产线实战性改造，实现高稳定、低成本的生产能力，形成了自己独特的成本管控能力和产业链匹配能力；在新材料领域，不断通过技术累积实现国产化替代，逐步提升产品附加值，在部分产品领域更是实现了技术的反超。相比于产业发展前期，国内优秀的化工企业已经开始具备了“走出去”的能力，借助自身优势实现海外市场的布局，同时也可以借助海外的投资并购实现自身渠道、品牌的拓展，强化综合竞争力。

从发展路径看，国内的龙头企业可以通过产能、渠道、产品等多个维度“走出去”实现竞争力的提升。国内龙头企业在国内经历了长时间的发展，多数企业经历了不止一轮的行业大周期，在成本、产业链等方面形成了相对优势，因而产线整合、管理优化、成本管控等方面形成了较好的积累，可以为海外的产线形成运行、管理、改造升级等方面的赋能，同时借助海外标的市场、渠道、产品实现市占率的提升，产品线的丰富以及品牌力的提升。



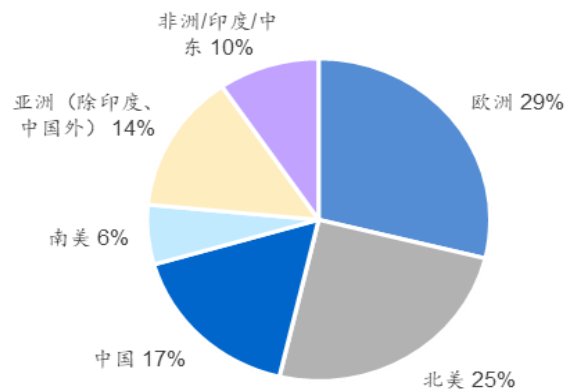
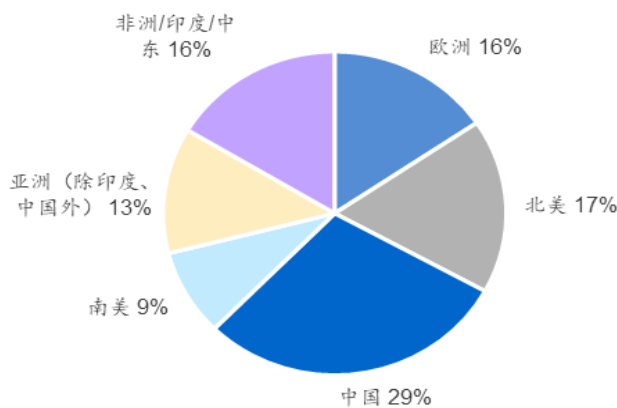
- 产能出海：通过海外构建基地，形成海外产能，可以不仅加强海外市场的布局，提升海外市场份额，同时通过产能布局可以有效避免贸易政策、运输距离等因素的影响，提升发展空间，抵御单一区域的波动风险；
- 产能整合：通过海外产能收购，形成海外基地布局，降低自建基地的难度，结合自身的成本和工艺的优势，形成盈利改善，同时借助原有的市场布局基础，破除产品的地域限制；
- 渠道整合：通过并购实现竞争壁垒的突破，减少自身进行专利、渠道、认证等软实力方面的布局时间，实现市场扩展的限制，从而加快全球化布局的速度，提升成长空间；
- 产品整合：在协同布局方面，化工产业链条的前段布局多数关注生产协同，后段的专业化更为明显，形成综合材料供应商则需要关注系列产品布局 and 综合方案解决。通过并购整合，可以实现系列产品的种类丰富，同时借助各区域具有相对优势的企业形成品牌力的提升，借助类似的渠道或者客户形成产品协同推广。

轮胎出海：万亿市场空间广阔，国产轮胎出海开启“全球替代”

亚洲地区为全钢胎的核心消费市场，欧美地区为半钢胎的主要消费市场。不同产品的消费市场有所差异，全钢胎方面由于我国下游基础设施建设规模大、重型工程车辆需求高，因而全球市场中需求占比较高，未来考虑到一带一路等政策的推动，预计我国全钢胎消费需求有望维持，并且非洲等地区的需求则仍有提升空间；半钢胎方面目前欧美需求仍然占据主导地位，2023年欧洲和北美的消费占比达到54%，中国市场消费占比为17%。考虑到半钢胎的销量规模更大，欧美市场需求在轮胎市场中的重要性仍然较高，因而轮胎出口也是国产胎企的必经之路。

图表69：全钢胎销售市场以亚洲地区为主（2023年）

图表70：半钢胎销售市场中欧美占比较高（2023年）



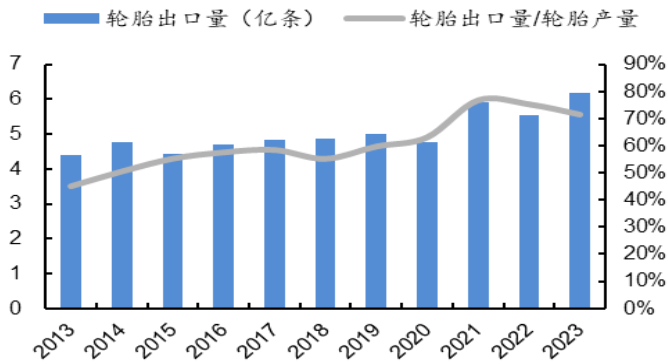
来源：米其林官网、国金证券研究所

来源：米其林官网、国金证券研究所

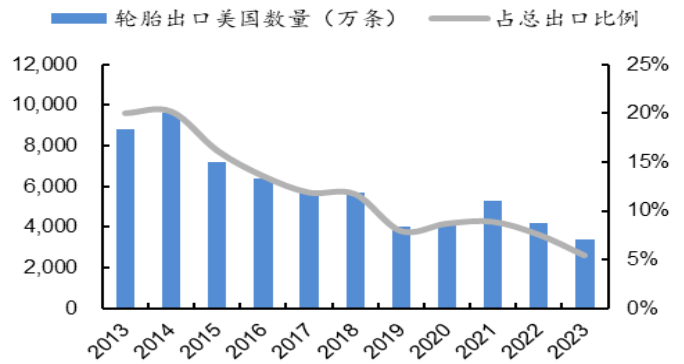
我国轮胎行业出口依赖度较高，“双反”政策影响下我国对美国的出口量明显下滑。随着国产轮胎走出去的步伐加快，出口市场对我国轮胎企业的重要性也在不断提升，2023年全球轮胎消费量为17.9亿条，我国轮胎产量同比增长18%达到8.6亿条，产量占全球轮胎销量的48%，为全球最大的轮胎生产国。2014-2020年期间我国轮胎的出口量基本在接近5亿条的位置徘徊，2021年开始在各类突发事件扰动全球供应链的背景下，叠加消费降级趋势下国产轮胎性价比优势提升，我国轮胎出口增长较为明显，2023年出口量回升至6.2亿条，占我国轮胎总产量的比例高达72%。从出口结构来看，美国市场对我国轮胎企业的重要性较高，在2015年之前我国轮胎出口美国的比例维持在20%的水平，自2015年开始美国对部分中国轮胎征收高额“双反”税，征收的反倾销税从14.35%到87.99%不等，反补贴税从20.73%到116.33%不等，在高额双反税的影响下，我国对美国的轮胎出口量开始持续下滑，从2014年的9605万条下滑至2023年的3391万条，占我国轮胎出口量的比例也从之前的20%降低至5.5%。



图表71：我国轮胎产业对于出口的依赖度较高



图表72：我国出口至美国的轮胎数量和占比均有下滑



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表73：美国对多个国家和地区征收双反税

被双反地区	产品	反倾销税	反补贴税	合计税率	最新结果公布时间	重点调查流程
中国	卡车和公共汽车轮胎	9%~22.57%	38.61%~65.46%	61.04%~88.03%	2024/8/8	2016年2月19日原审立案，2017年2月22日原审产业损害终裁。2024年1月2日日落/期中复审立案，8月8日复审产业损害终裁，维持原税率。
	乘用车和轻型货车轮胎	14.35%~87.99%	20.73%~116.33%	44.96%~142.17%	2021/1/26	2014年7月15日原审立案，2015年7月14日原审产业损害终裁，2021年1月26日日落/期终复审产业损害终裁。
	非公路胎	-	-	-	2019/5/7	2008年9月发布反倾销和反补贴税令，期间多次审查直至2019年5月7日撤销。
中国台湾	乘用车和轻型卡车轮胎	20.04%~101.84%	-	20.04%~101.84%	2021/6/23	
韩国	乘用车和轻型卡车轮胎	14.72%~27.05%	-	14.72%~27.05%	2021/6/23	2020年5月13日原审立案调查，2021年6月23日原审产业损害终裁。
越南	乘用车和轻型卡车轮胎	-	6.23%~7.89%	6.23%~7.89%	2021/6/23	
泰国	乘用车和轻型卡车轮胎	1.24%~6.16%	-	1.24%~6.16%	2024/1/25	2020年5月13日原审立案调查，2021年6月23日原审产业损害终裁，2024年1月发布第一次年度行政复审终裁结果。
泰国	卡车和公交车轮胎	12.33%~48.39%	-	12.33%~48.39%	2024/10/10	2023年10月17日立案申请，2023年11月7日立案，2024年5月15日初裁，2024年10月10日商务部终裁，2024年11月25日产业损害终裁。

来源：中国贸易救济信息网、各公司公告、国金证券研究所

国内轮胎企业依托性价比优势冲击全球市场，实现多基地布局的企业市占率有望提升。经过多年的发展我国轮胎产品性能质量不断提升，开始逐渐得到全球市场的认可，但由于发展时间不长所以品牌力仍有所欠缺，因此国内企业主要依靠性价比去和海外品牌竞争。2024年全球轮胎75强中我国内地企业中中策橡胶和赛轮轮胎进入销售额前十（销售额为2023年数据），前十销售额占比回升至62.3%，此外进入前二十的还有玲珑轮胎。2023年国内部分企业市占率加速提升，中策、玲珑、赛轮、三角、森麒麟和通用的全球市占率分别为2.5%、1.5%、1.9%、0.8%、0.6%、0.4%；其中海外基地布局较为完善的企业市占率提升显著。从国内轮胎企业的海外布局进程来看，目前国内企业的东南亚基地已经较为成熟，进入到扩建产能阶段，部分企业布局已经从亚洲延伸到欧洲和非洲地区，实现全球化多基



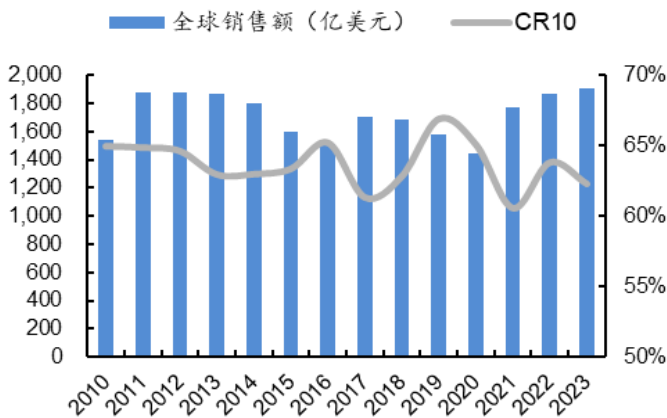
地布局后保障供应链稳定性的同时也将进一步扩大销售从而抢占市场份额。

图表74：国内轮胎企业纷纷出海布局

企业	海外基地布局情况									
	泰国	越南	柬埔寨	马来西亚	巴基斯坦	印尼	墨西哥	摩洛哥	塞尔维亚	西班牙
赛轮轮胎		2013年	2021年			建设中	建设中			
玲珑轮胎	2014年								2023年	
森麒麟	2015年							首胎下线		规划中
中策橡胶	2015年					首胎下线	建设中			
双钱轮胎	2018年									
福临轮胎				2018年						
浦林成山	2020年									
通用股份	2020年		2023年							
贵州轮胎		2021年								
青岛双星		2021年 增资锦湖	试生产							
浪马轮胎					2022年					
福麦斯轮胎			建设中							
正道轮胎			规划中							
万力轮胎			规划中							
昊华轮胎		规划中								
新迪轮胎				规划中						

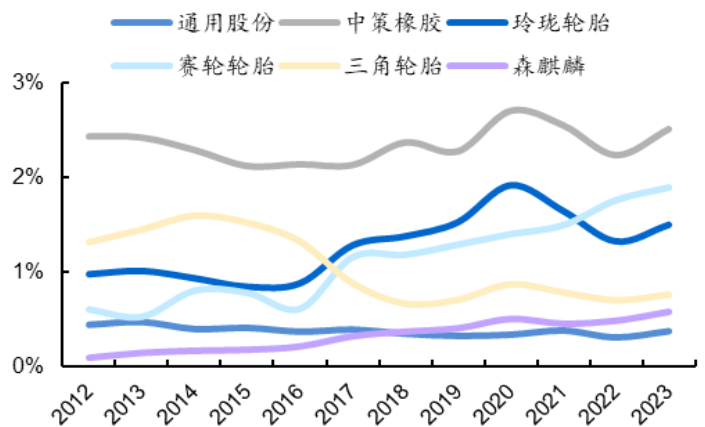
来源：各公司公告、各公司官网、立鼎产业研究院、轮胎世界网、车辙车轍网、国金证券研究所

图表75：全球轮胎销售额和市场集中度情况



来源：《轮胎商业》、国金证券研究所

图表76：我国头部轮胎企业全球市占率分化



来源：《轮胎商业》、国金证券研究所

二、地产政策持续托底，内需有望逐步改善

2.1、政策相继出台，基建支撑力度预计提升，地产有望获得改善

(一) 消费：前期景气度略有承压，三季度后期在政策刺激下稍有改善。

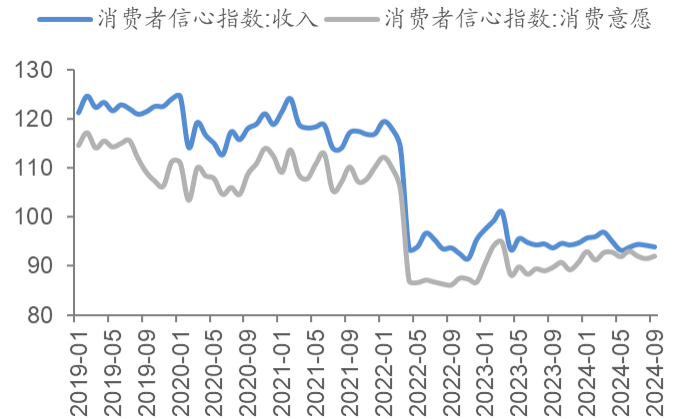
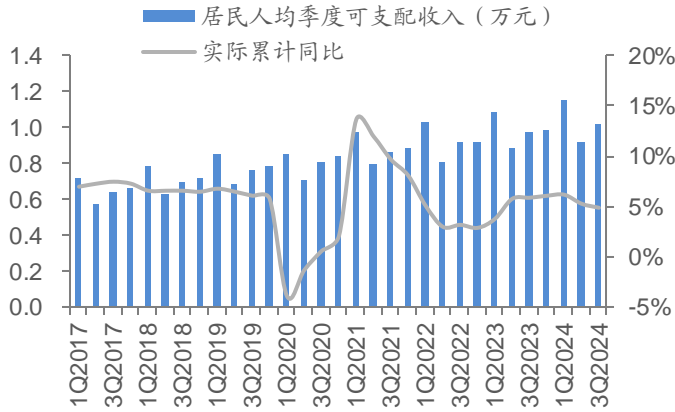
居民消费谨慎度提升，大方向改变还需时间。今年二季度以来，居民人均可支配收入累计同比数据出现下行，居民收入的增速下行直接影响短期的消费支配方案和未来的预期，而



从消费者信心指数看，进入二季度开始消费者对于收入预期有了明显的向下调整，直接带消费者的消费意愿也会出现了一定程度的调整。从目前看，在大的环境尚未发生本质性改变的情况下，消费出现阶段性谨慎度提升，居民短期贷款、新增短期带框数量都出现了明显下行。

图表77: 居民季度可支配收入变化趋势 (万元)

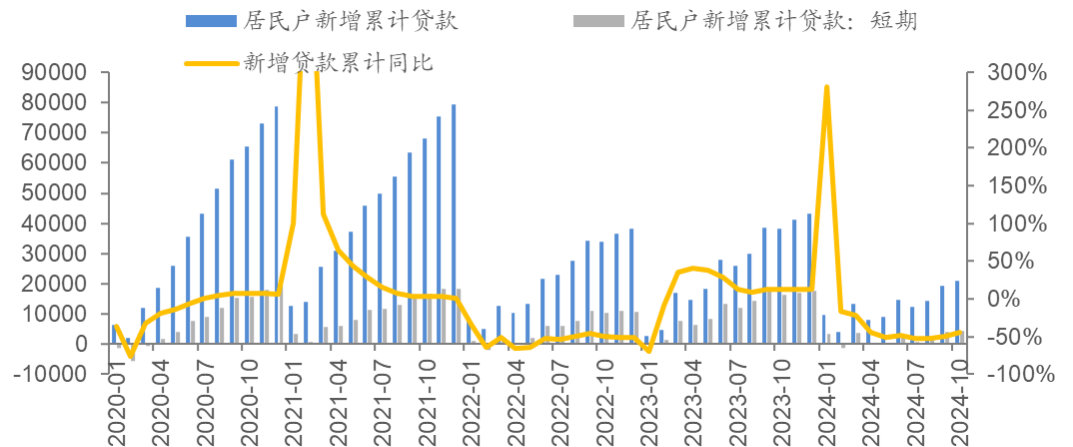
图表78: 消费者信心指数短期承压



来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

图表79: 居民新增贷款同比负向增长

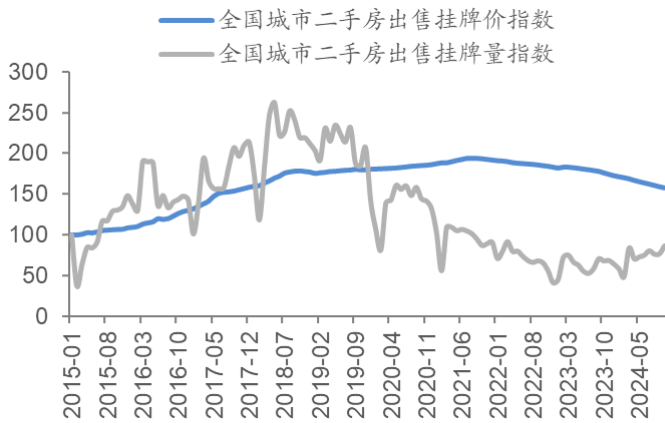


来源: iFinD, 国金证券研究所

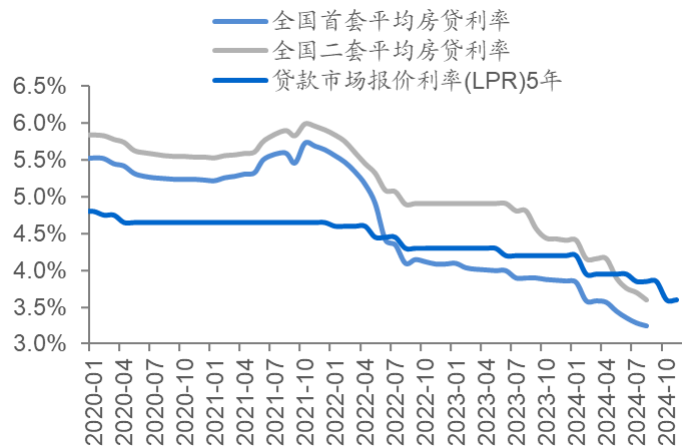
房价形成的情绪影响略有减弱，贷款利率下行降低居民还贷压力，释放部分消费需求。房价虽然仍有压力，但已有小幅筑底的迹象，对于情绪回暖有所支撑。从全国二手房成交价的运行来看，虽然整体价格仍然有下行趋势，但二手房的挂牌量已经开始有所提升，地产情绪压力有所释放，目前看房价的快速下阶段已经度过，后续有望逐步向磨底趋势转向，形成的悲观情绪略有缓解。而今年来，国家持续进行利率调整，在三季度不仅新增房贷利率持续下行，存量房贷利率也出现了及时调整，明显降低居民端的还款压力，释放部分居民端的消费需求。



图表80：二手房价格指数仍有下行



图表81：新增和存量房贷利率皆有下行

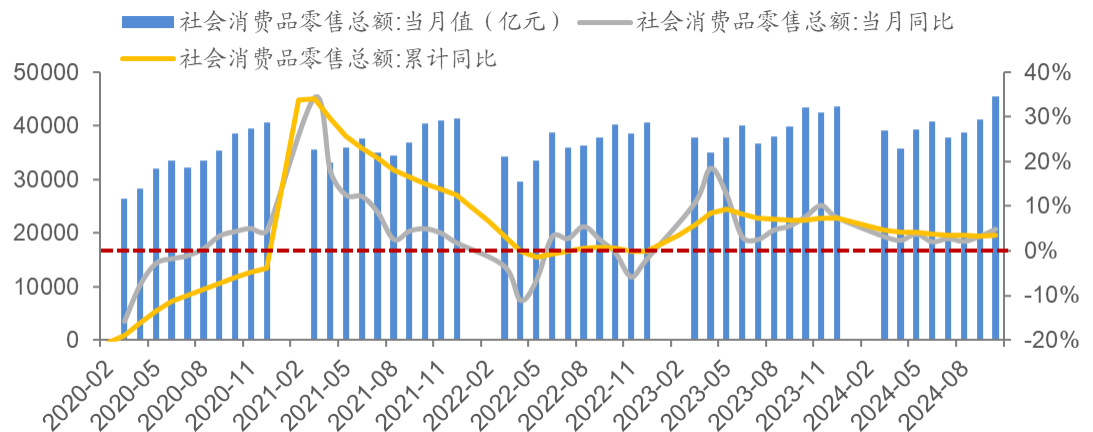


来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

前期的消费确有承压，10月在补贴、消费券等政策刺激下，消费数据出现小幅好转。受到情绪影响，今年以来社零消费数据同比增速有所下行，对于需求的支撑相对有限。但进入9月份整体消费当月同比数据接近触底回升，10月份数据继续回升，以旧换新、消费券等多重刺激政策给与消费形成一定的促进作用，有望对终端需求形成一定的支撑，短期看消费大方向的回转还需要终端关注政策蓄力和情绪的变化。

图表82：三季度社零消费数据有小幅回暖，促进消费政策有奏效



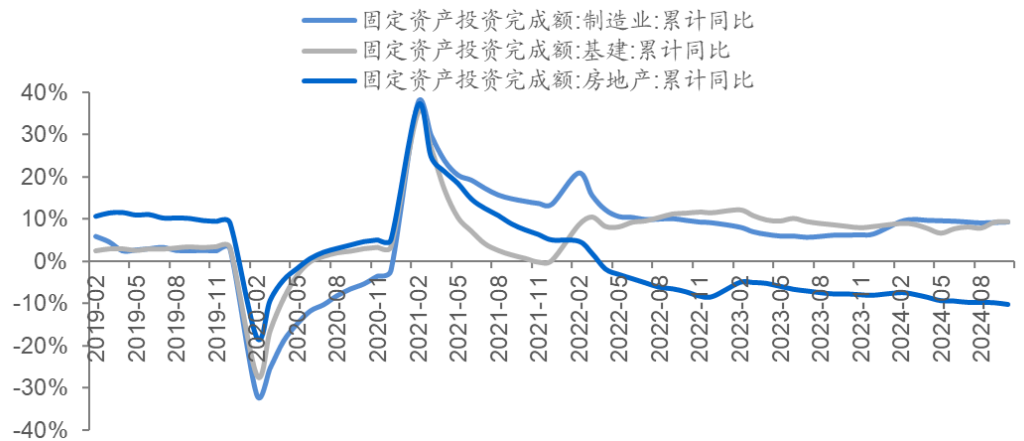
来源：iFinD，国金证券研究所

（二）投资：政策支持已经启动，支撑力度有望逐步提升

今年以来基建投资同比去年有了较好支撑，工程类项目陆续启动推进。受益于国家生产设备的以旧换新，制造业投资增速维持在相对较好水平，全年累计同比保持在9%以上，而相比之下基建投资呈现出波动运行状态，上半年，我国基建延续去年下半年的运行趋势，同比增速有所下降，但进入三季度基建投资开始有明显抬升，国家通过大规模的债务置换支持地方政府化解债务危机，对地方前期规划的项目落地、推进、执行有相对较好的支撑，带动基建投资持续落地，开始逐步在建造领域形成一定的支撑。从目前看，伴随地方财政压力逐步缓解，基建投资带来的经济驱动还有望持续。



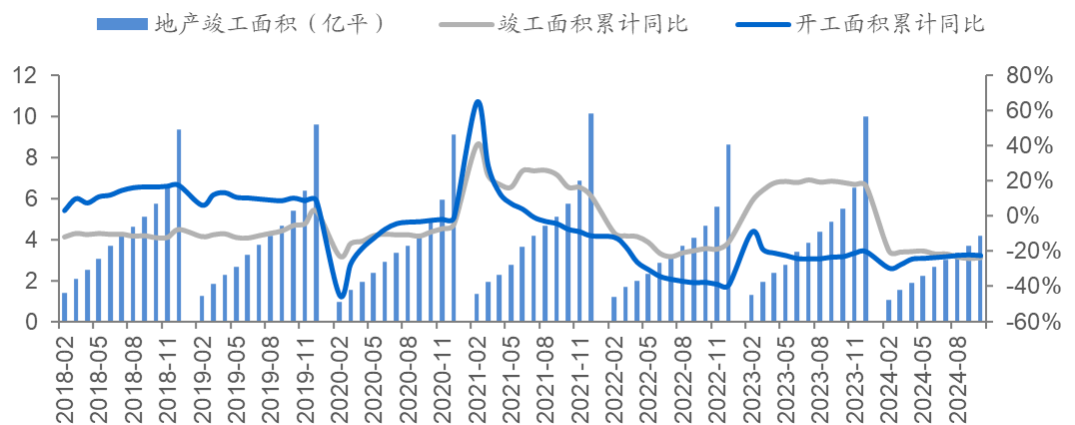
图表83: 基建固定资产投资已经有所拉动, 地产前期表现依旧承压



来源: iFinD, 国金证券研究所

地产链投资依旧明显承压, 但政策出台形成了一定程度的压力缓解。今年地产新开工面积延续前面两年的下行趋势, 仍有较大幅度的下滑, 而今年的地产竣工面积出现同步明显下行, 且进入下半年, 这一数据有同比进一步下落的趋势, 带动地产后周期产品需求支撑明显不足, 产品多数出现盈利收窄的情况, 考虑到新开工面积已经连续三年同比下行, 预估此后竣工面积仍有一定的下行空间。

图表84: 地产新开工和竣工面积同比维持较大下行



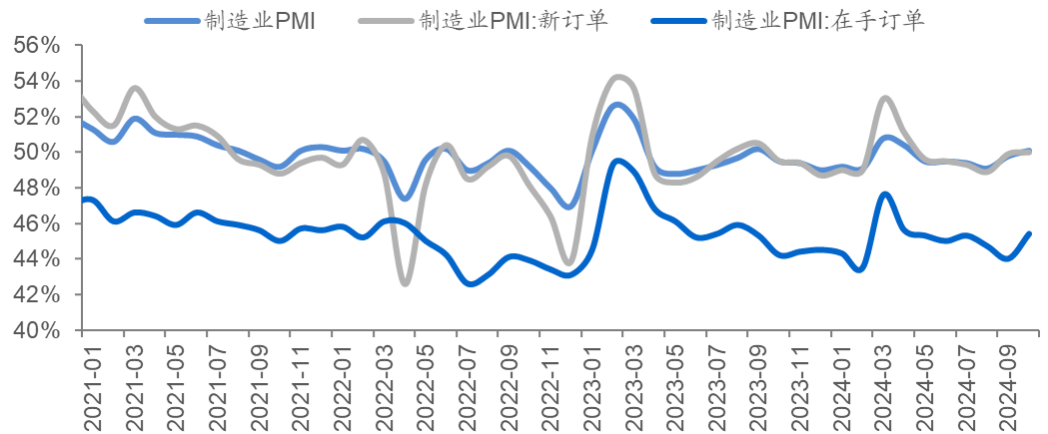
来源: iFinD, 国金证券研究所

地产政策持续出台, 有望加速市场企稳。从地产运行来看, 房价的调整已经经历两年多的时间, 且新开工面积已经持续下行, 对于竣工的担忧和地产链周期的需求方向已经有较为充分的预期, 4月政治局会议着重从消化房产库存和优化增量方向对房地产发展定调以来, 国家持续进行出台政策进行地产调整, 9月一线城市开始接连出台楼市新政, 通过调整限售政策, 降低购房要求, 合理的引导购房需求, 同时央行的保障性住房再贷款政策也进一步优化放宽, 推动地产链加速企稳。

地产的稳定政策和货币财政的刺激政策给与了市场情绪稳定, 为化工周期品筑底提供了一定的基础。10月PMI数据历经5个月后再次站上50%, 新订单PMI也形成回归。目前看周期多数品种已经进入底部区间, 风险释放相对充分, 政策的逐步退出和执行, 有望阶段性给与行业边际变化, 带动具有特定方向或者区域的布局的企业形成边际回暖。



图表85: 10月PMI数据出现回升, 新订单PMI提升至50%

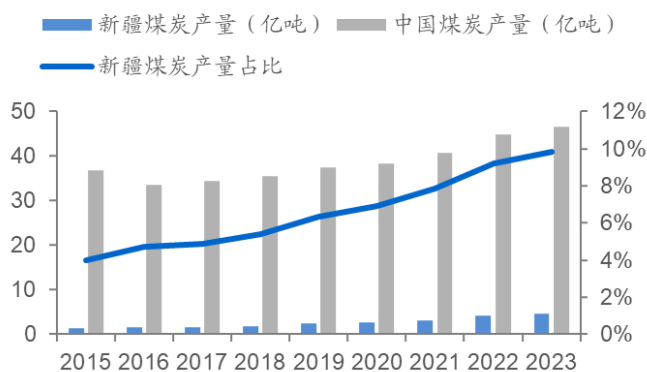


来源: iFinD, 国金证券研究所

重点区域建设或者大型项目的规划成为行业关注重点, 形成产业链重点方向。我国化工经历了2个10年的快速发展, 21世纪初的第一个10年, 大宗产品的品类和规模快速扩充, 初步形成供给能力和市场供应链条; 第二个10年, 生产工艺、设备配套、区域布局等方面大幅升级, 产业链快速优化完善, 大宗领域由前期的供给能力升级为竞争优势, 进入新阶段, 国内大宗领域已经具备了产业规模, 较难有大面整体建设规划, 然而跟随国家战略的布局形成的产业链匹配将成为行业阶段性形成优势增量的重点方向, 比如新疆的能源开发带动的煤化工前段的投资建设规划。

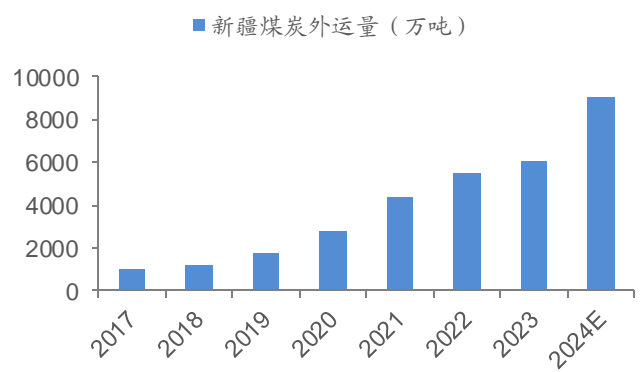
新疆煤炭产量持续提升, 就地转化带动未来煤化工形成较大增量。近年来我国煤炭产地格局逐步出现了变化, 国内老牌煤炭产区的部分产能逐步进入到开采后期导致煤炭产量占比出现下滑, 而新疆煤炭资源丰富, 预测资源量2.19万亿吨, 占全国预测总储量的40.6%, 凭借丰富的资源禀赋、低开采成本和优越的区位优势, 新疆逐步成为全国煤炭保供的重要接续地, 煤炭产量持续提升, 截止2023年新疆原煤产量提升至4.6亿吨, 5年复合增速达到19%, 占全国煤炭产量比例提升至接近1成。

图表86: 新疆煤炭产量占比持续提升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表87: 新疆煤炭外运量增多 (万吨)



来源: 人民网, 国金证券研究所

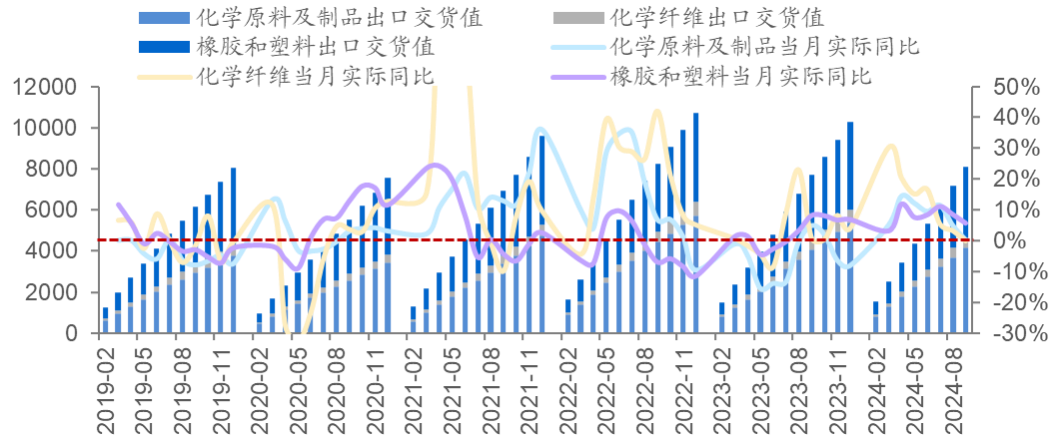
而根据新疆政府发布的《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》, 2025年新疆地区预计达成年产4.6亿吨以上, 产量4亿吨以上的总量任务, 而后续新疆作为国家重点建设的能源基地, 预计煤炭产量还将有进一步提升, 形成进一步的煤炭供给增量。而从煤炭消耗方向看, 新疆煤炭可以通过煤炭外运、煤电外输、煤化工等维度形成消化, 而根据煤炭外运的情况看, 一方面并不是所有的疆煤都适合外运解决销路, 另一方面外运量的能力也仅能解决部分煤炭销路问题, 还将有大比例的煤炭需要就地消化, 因而从未来发展看, 除部分继续有煤电外输外还将有大量的煤制油、煤制气、煤制化工品的产能建设, 是少数还将有新增煤化工产能布局的区域。且从竞争要素看, 新疆布局的煤化工无论是政策支持力度, 产业链前段配套等维度都具有较好支撑, 形成低成本的竞争优势, 因而建议关注煤化工建设过程对于设备、材料端的需求释放, 以及能够获得审批指标的煤化工生产企业。目前宝丰能源等企业已经开始规划新疆基地, 建议关注后续审批进展。



(三) 出口：前三季度化工具有较好支撑，后期关税风险略有提升，但影响暂可控

化工前期的需求支撑表现相对较好，给与国内产能消化形成需求支撑。今年以来我国化工产品的出口实际同比增长较为明显，国内化工产能投放想成了较好的产品价格优势，相较海外价格优势有提升，带动国内化工产品出口提升，扣除价格影响因素外，化学原料及制品、化学纤维、橡胶及塑料的细分领域都出现了明显的同比增长。

图表88：化工产品在前三季度仍然保持较好的出口需求支撑（亿元）

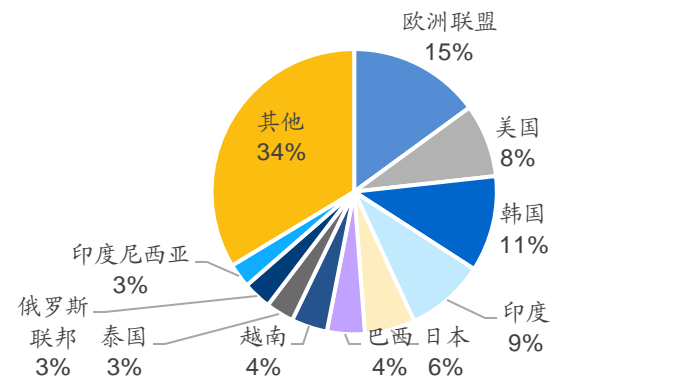
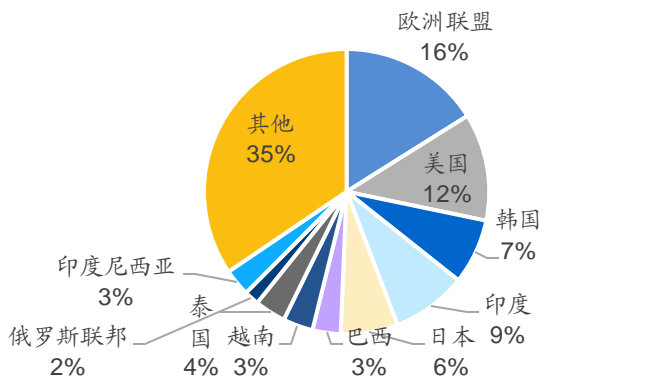


来源：iFinD，国金证券研究所

经历了 2018-2019 年的多轮加征关税后，我国化工产品直接出口美国的占比在逐步下行。自 2018 年以来，美国先后四次针对中国出口美国产品进行关税征收，直接导致国内出口至美国的产品受到较大影响，而落实到化工行业来看，2017 年我国化工工业及其相关工业产品出口至美国占我国整体出口量的 12.18%，经过两年的关税政策影响，2020 年，我国出口至美国的占比已经下降至 11.58%，而截止到 2023 年，这一比例已经明显下行至 8.29%，经过此前一轮的政策影响，化工产品出口受到美国的影响已经有了明显的下降，韩国、巴西、俄罗斯等国家形成了较好的承接，如果未来提升征税比例，对于国内化工产品直接出口至美国的影响已较之前有了明显的下行，边际影响在逐步减弱。

图表89：2017年化工工业及相关工业产品的出口分布

图表90：2023年化工工业及相关工业产品的出口分布



来源：海关总署，国金证券研究所

来源：海关总署，国金证券研究所

国内化工制造的系统性优势明显，中国产品的竞争力持续，间接供给或者市场替换将进一步缩小关税带来的影响。我国化工竞争优势已经不仅仅依靠政策、人口红利，产业链、市场容量、规模建设、执行效率、生产配套等已形成系统优势，不仅仅相较美国，即使相较于人工成本更为低廉的东南亚都具有长时间持续的生产竞争力，从全球市场的竞争来看，中国在除美国外的市场仍然具有明显优势，且伴随着国内海外构建加工基地，国内的产品可以通过终端出海的方式进一步形成全球化供给，同时由于全球贸易日渐充分，市场替换亦可以将点对点关税的影响进一步缩小，最终带来上游化工行业带来了多层缓冲带。

关税执行的落地仍有极大的变数，其本土产业链供给仍有较多条件。中国作为全球最重要的制造工厂之一，针对性、大面积的征收关税必然将大幅提升其现有产品的消费成本，60%以上的关税无论是从影响范围还是幅度都将给美国消费市场带来不小的冲击，结合现有的



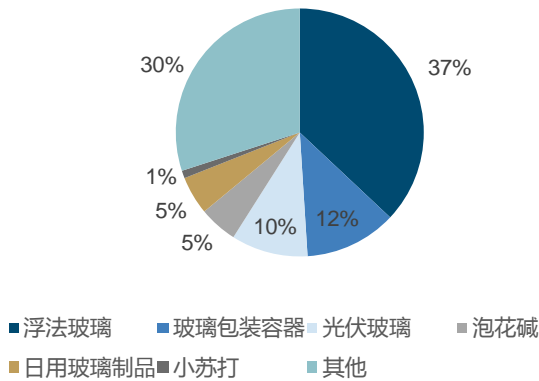
美国产能建设和生产效率情况来看,对于企业而言,发展策略调整、市场调研、规划出台、手续备案获取、项目征求意见、产能实体建设等都需要较长的时间,且若长周期政策方向力度发生改变,还将面临产品长周期的过度竞争风险,真正能够形成有效供给替换的比例预估难以达到理想情况,最终竞选演讲的内容能否执行仍有非常多的不确定因素,真正落地的影响存在着打折的可能。

2.2、顺周期地产链品种位于相对底部,持续关注政策带来的边际变化

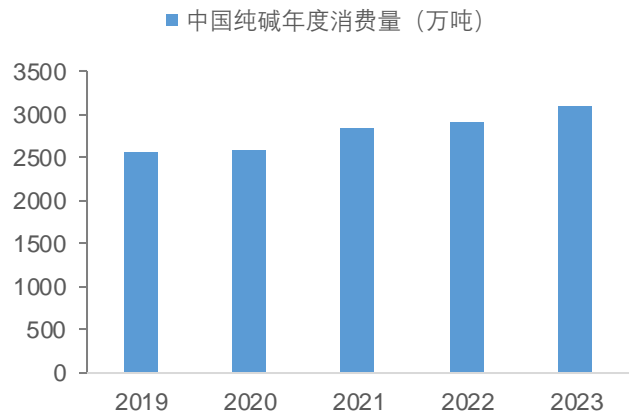
纯碱:供给端压力逐步消化缓解,关注需求端的变化

在工业生产中,纯碱广泛应用于平板玻璃、无机盐、日用玻璃、洗涤剂 and 氧化铝等行业。平板玻璃、光伏玻璃等主要消费重碱,日用玻璃、洗涤剂、氧化铝等行业则主要消费轻碱。根据卓创资讯数据,2023年纯碱消费量3104万吨,同比增长6.5%。

图表91: 2023年我国纯碱消费结构



图表92: 国内纯碱消费量(万吨)

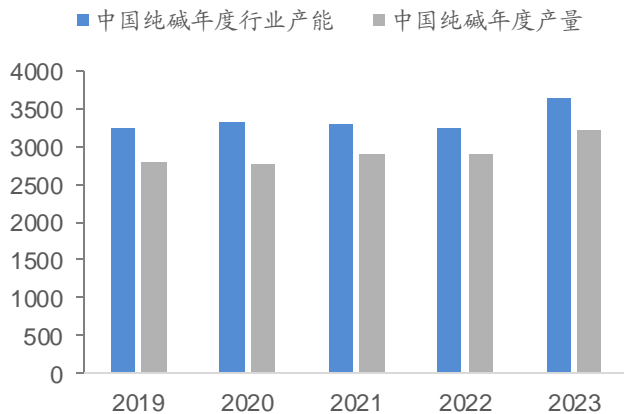


来源:卓创资讯,国金证券研究所

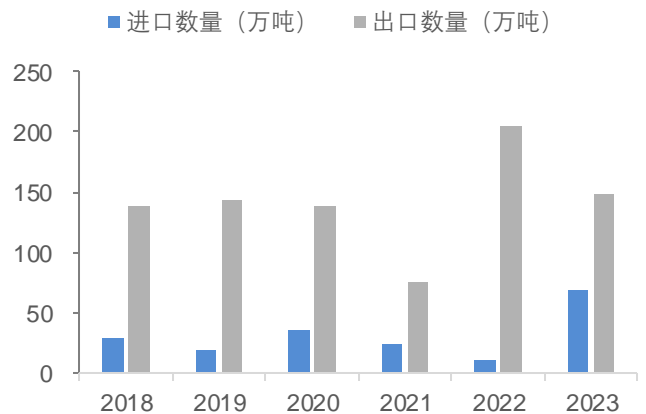
来源:卓创资讯,国金证券研究所

从进出口来看,纯碱整体受到进出口影响较小。截至2023年,纯碱产能3658万吨,产量3215万吨,出口量148万吨,进口量68万吨,进出口对行业整体影响不大。

图表93: 纯碱产能、产量(万吨)



图表94: 纯碱进出口(万吨)



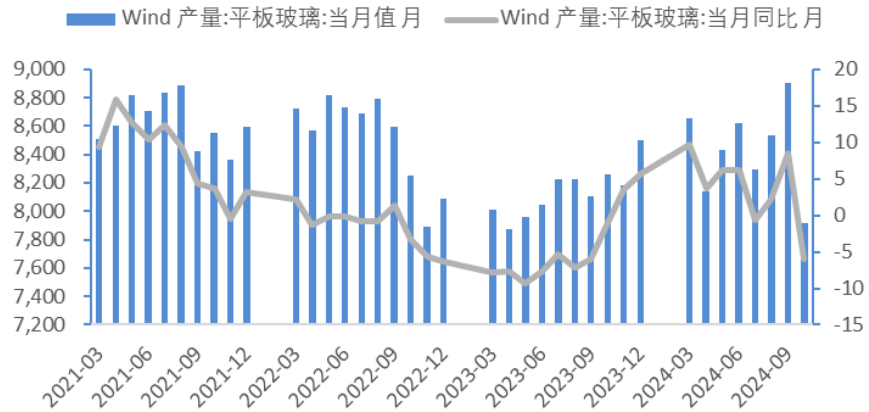
来源:wind,国金证券研究所

来源:wind,国金证券研究所

需求端:平板玻璃需求承压,需要跟踪产量情况。截至2024年10月,中国房屋竣工面积累计同比减少24.4%,平板玻璃产量累计同比增长10.8%,目前平板玻璃处于产能过剩阶段,我们认为,房屋竣工面积的下滑或将进一步传导至平板玻璃需求,后续进一步观察平板玻璃的开工情况。



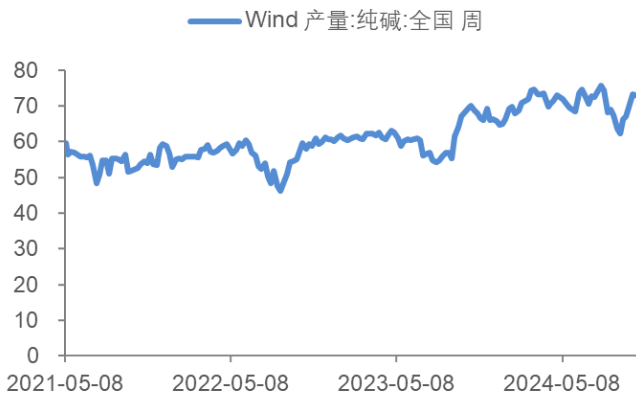
图表95: 平板玻璃产量 (万重量箱)



来源: wind, 国金证券研究所

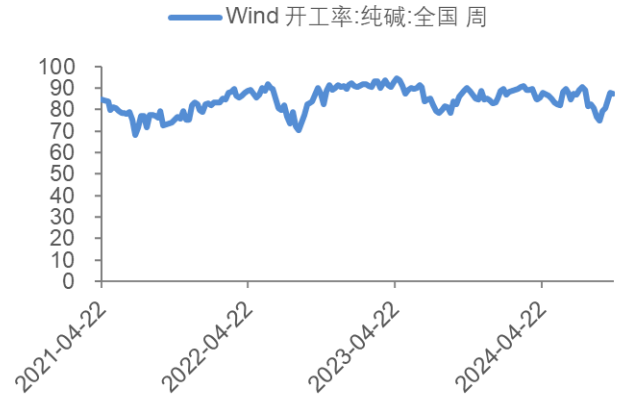
截至 2024 年 10 月底, 国内纯碱周度产量 73 万吨, 开工率 88%, 社会库存 150 万吨, 位于较高位置。价格方面, 年初以来纯碱价格有所调整, 我们认为, 供给端的压力正在被逐步消化和缓解, 若需求端平板玻璃冷修, 将对纯碱的需求造成一定影响, 纯碱价格或将纯在继续承压的可能性。

图表96: 纯碱周度产量 (万吨)



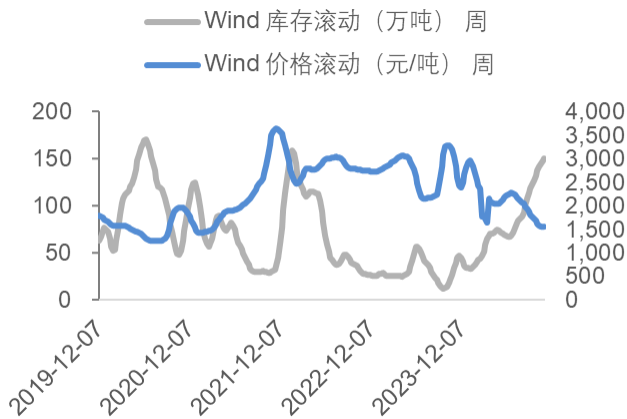
来源: wind, 国金证券研究所

图表97: 纯碱周度开工率 (%)



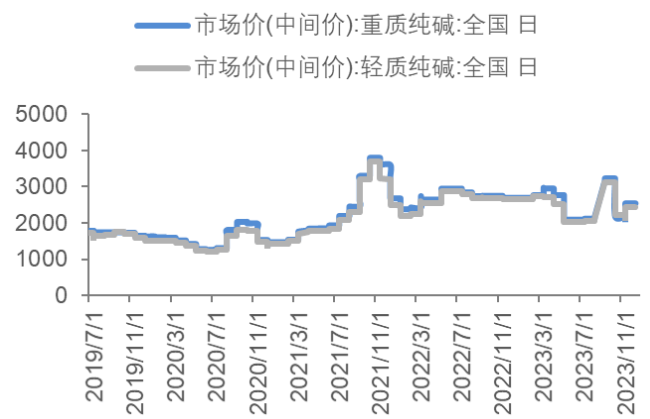
来源: wind, 国金证券研究所

图表98: 纯碱周度库存



来源: wind, 国金证券研究所

图表99: 纯碱市场价格 (元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

民爆: 政策推动行业集中度持续提升, 重点关注新疆地区民爆需求增长



“十四五”时期继续以深化供给侧结构性改革为主线，行业格局持续优化。根据工信部发布的《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，“十四五”时期我国民爆行业的发展目标之一是“产业集中度持续提高，企业数量进一步减少，形成 3-5 家具有较强行业带动力、国际竞争力的大型民爆一体化企业（集团）”。从具体指标而言，2025 年我国民爆行业生产企业数量预期将从 2020 年的 76 个下降到 2025 年的 50 个以内，排名前 10 家民爆企业行业生产总值占比预期将从 2020 年的 49% 提升至 60% 以上。在供给侧改革持续进行的背景之下，龙头企业市场份额有望进一步提升，而生产规模较小且在安全生产等方面无法达到政策约束性要求的中小企业可能会面临加速出清。

图表100：“十四五”民爆行业发展主要预期指标

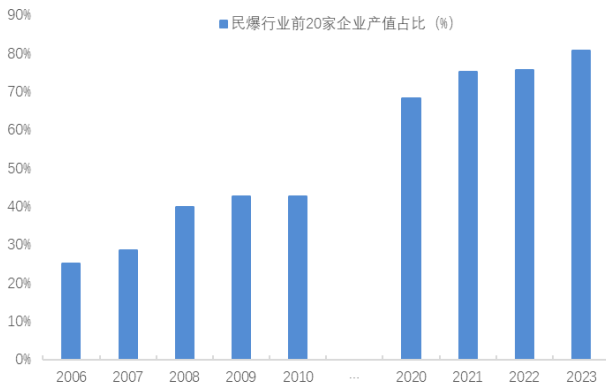
指标	2020 年	2025 年	属性
重特大生产安全事故起数	0	0	预期性
企业安全生产标准化二级及以上达标率 (%)	-	100	约束性
龙头骨干企业研发经费占营业收入比重 (%)	2.8	3.5	预期性
现有危险岗位操作人员机器人替代比例 (%)	-	≥40	预期性
包装型工业炸药生产线最小许可产能 (吨/年)	>10000	≥12000	约束性
企业现场混装炸药许可产能占比 (%)	≥30	≥35	约束性
生产企业 (集团) 数量	76	≤50	预期性
排名前 10 家民爆企业行业生产总值占比 (%)	49	≥60	预期性

来源：工信部，国金证券研究所

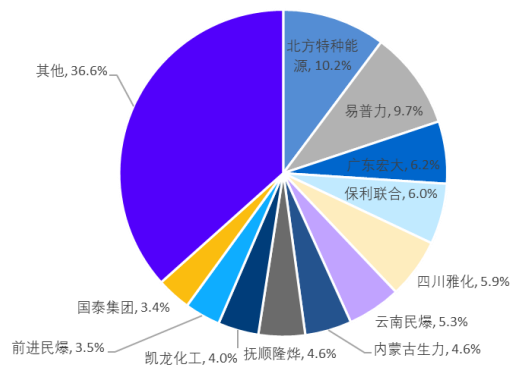
在政策的长期引导下，我国民爆行业集中度持续提升。根据工信部以及中国爆破器材行业协会数据，2006 年排名前 20 家生产企业的生产总值占全行业总产值比例仅有 25.1%，2010 年提升至 42.6%，而 2023 年这一比例已经提升至 80.7%。从行业竞争格局来看，2023 年北方特种能源集团有限公司和易普力市占率较为领先，生产总值占全行业产值的比例分别为 10.2% 与 9.7%，广东宏大、保利联合，四川雅化生产总值占比在 6% 左右，龙头企业在行业的话语权与相对优势逐步凸显。

图表101：行业前 20 家企业的生产总值占比持续提升

图表102：23 年北方特种能源与易普力市占率较为领先



来源：工信部，中国爆破器材行业协会，国金证券研究所



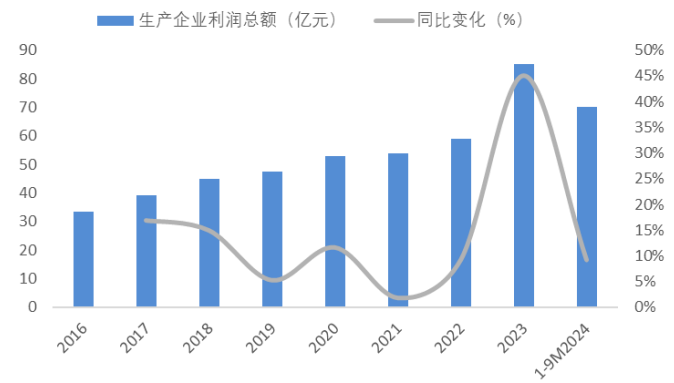
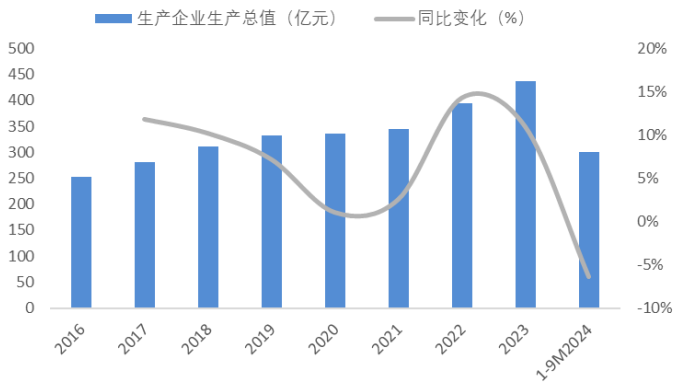
来源：中国爆破器材行业协会，国金证券研究所

行业生产总值呈现缩量下行态势，原材料价格下降支撑盈利能力稳步提升。根据中国爆破器材行业协会的数据，2016 年至 2023 年国内民爆行业生产企业生产总值由 251.9 亿元增长至 436.6 亿元，年均复合增长率约为 8%，生产企业利润总额由 33.6 亿元增长至 85.29 亿元，年均复合增长率约为 14%。今年前三季度，民爆生产企业累计完成生产、销售总值分别为 300.00 亿元和 297.13 亿元，同比分别下降 6.43% 和 6.25%，但是由于主要原材料硝酸铵价格的持续下行，前三季度累计实现利润总额 70.06 亿元，同比增长 9.18%。



图表103: 前三季度生产企业生产总值同比下滑 6.4%

图表104: 前三季度生产企业利润总额同比增长 9.2%



来源: 中国爆破器材行业协会, 国金证券研究所

来源: 中国爆破器材行业协会, 国金证券研究所

区域需求出现分化, 新疆地区增长显著。根据中国爆破器材行业协会数据, 2024 年前三季度民爆生产总值排名前四位的省份分别为新疆、四川、内蒙古、山西, 生产总值合计约为 115.81 亿元, 占国内民爆行业生产总值的 38.6%, 地域需求较为集中。但从增速角度来看, 2024 年前三季度国内民爆生产总值排名前十位的省份仅有新疆保持正增长, 且同比增幅较为明显。

图表105: 2024 年前三季度新疆地区民爆行业生产总值同比增长 27.12%

序号	省份	生产总值(亿元)	同比 (%)	销售总值(亿元)	同比 (%)
	合计	300	-6.43	297.13	-6.25
1	新疆区	31.91	27.12	30.41	23.09
2	四川省	30.41	-3.7	30.00	-2.61
3	内蒙古	30.05	-4.45	29.82	-5.01
4	山西省	23.44	-14.81	23.12	-14.1
5	辽宁省	16.12	-0.96	18.24	14.35
6	陕西省	14.48	-5.12	14.05	-4.05
7	河南省	13.42	-12.01	13.27	-17.34
8	江西省	10.95	-9.34	10.09	-17.6
9	湖南省	9.99	-25.88	9.95	-25.64
10	湖北省	9.87	-17.75	9.53	-20.77
11	山东省	9.7	-9.69	9.72	-9.09
12	黑龙江	9.41	-27.02	9.24	-24.67
13	云南省	9.29	-20.72	8.94	-21.86
14	安徽省	9.04	0.16	8.96	-1.46
15	江苏省	8.05	20.47	8.11	20.93

来源: 中国爆破器材行业协会, 国金证券研究所

新疆地区煤炭资源较为丰富, 政策引导下民爆需求有望持续增长。根据《“十四五”以来新疆煤炭地质工作进展及发展方向》中相关数据, 新疆 2000 米以浅含煤面积 $6.95 \times 10^4 \text{km}^2$, 煤炭预测资源总量 $2.19 \times 10^{12} \text{t}$, 占全国煤炭预测总量的 40%, 位居全国第一。其中, 600 米和 1000 米以浅煤炭资源量占比分别为 27.4% 和 50.8%, 中浅部煤炭资源较为丰富, 有利于煤炭资源的经济高效开采。

政策方面,《新疆维吾尔自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标



纲要》明确提出“以准东、吐哈、伊犁、库拜为重点推进新疆大型煤炭基地建设，实施‘疆电外送’‘疆煤外运’、现代煤化工等重大工程。”随着出疆铁路、公路等基础设施不断完善，新疆煤炭参与中东部地区市场消费程度不断增加，根据新疆煤炭交易中心相关数据，2023年疆煤铁路外运量为6022.7万吨，约为2017年的6倍。中国铁路乌鲁木齐局集团有限公司数据显示，今年前9月，新疆铁路疆煤外运量6381万吨，同比增长52%。前9月，新疆铁路煤炭运输总量1.1亿吨，同比增长17.5%，疆煤外运量占一半以上。随着新疆地区煤炭产量的持续提升，民爆相关需求有望持续增长。

图表106：新疆煤炭资源开发布局

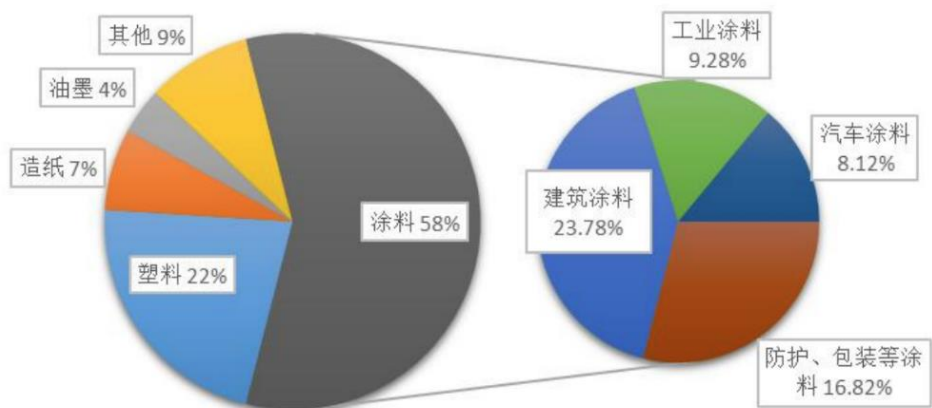
地区	资源开发布局
准噶尔区	包括昌吉州、塔城地区等地，累计查明资源量约2747亿吨，占全区查明资源量的61%。煤种以长焰煤、不粘煤和弱粘煤为主，是优质的动力、煤化工以及民生用煤。要根据现代煤化工、煤电产业布局，结合特高压通道煤炭需求，充分利用存量产能，统筹淮南煤田中小煤矿整合，促进煤炭资源集约开发。
吐哈区	包括吐鲁番市、哈密市等地，累计查明资源量约1407亿吨，占全区查明资源量的31%。煤种以长焰煤和不粘煤为主，是优质的动力、煤化工以及民生用煤。要统筹“疆电外送”“疆煤外运”、现代煤化工示范项目，有序建设配套煤矿，打造哈密综合能源示范基地，推进区域煤炭集运中心建设。
库拜区	主要为阿克苏地区，累计查明资源储量约46亿吨，占全区查明资源量的1%。煤种以气煤、瘦煤、焦煤为主，是优质的炼焦和配焦用煤。要以消化现有存量项目为主，原则上不再布局焦煤项目，重点满足南民生用煤需求。
伊犁区	主要为伊犁州，累计查明资源储量约273亿吨，占全区查明资源量的6%。煤种以长焰煤、不粘煤为主，是优质的动力、煤化工以及民生用煤。要坚持生态优先，煤炭生产以满足区内现代煤化工项目和民生需求为主，同时保障博州煤炭供应。
巴州及南疆三地州	主要包括巴州、喀什地区、和田地区及克州，累计查明资源量约26亿吨，占全区查明资源量的0.6%。煤种以长焰煤、不粘煤为主，是优质的动力、民生用煤。要根据资源条件，适度新增产能，提升煤炭就地供应保障能力。

来源：《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》，国金证券研究所

钛白粉：典型地产后周期化工品，政策驱动下内需有望改善

钛白粉的主要成分是二氧化钛 (TiO₂)，具有优良的白度、着色力、遮盖力、耐候性，是一种性能优异的白色颜料和化工原料，可广泛用于涂料、塑料、橡胶、油墨、造纸、化纤、日化、医药等行业，涉及人们日常生活的众多领域。根据龙佰集团公司公告，全球钛白粉下游需求中涂料占比58%，具体而言建筑涂料占全球钛白粉总需求的1/5以上，因此下游地产行业的景气度对于钛白粉的整体需求具有一定的影响。与此同时，由于钛白粉有众多与国民经济息息相关的用途，被称为“经济发展的晴雨表”。

图表107：全球钛白粉下游需求主要集中在涂料领域



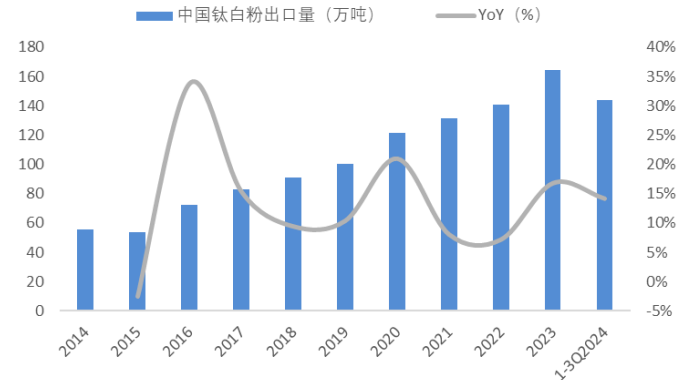
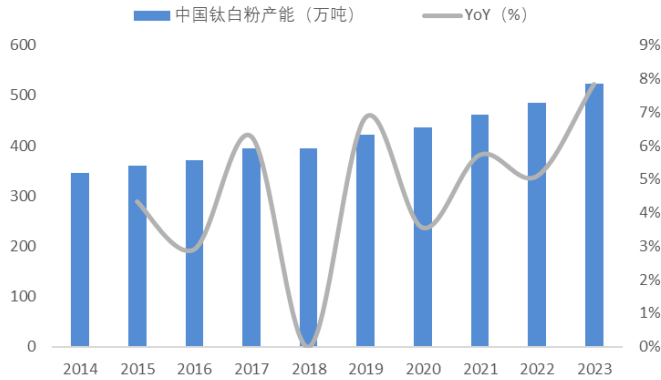


来源：龙佰集团公司公告，国金证券研究所

国内钛白粉产能持续增长，出口成为消化新增产能的重要方式。根据卓创资讯数据，2014年以来我国钛白粉产能从345万吨扩张至522万吨，产能累计增长177万吨，年均复合增长率约为4.7%。而从出口量的角度来看，根据卓创咨询以及涂多多相关数据，2014-2023年我国钛白粉出口量由55万吨增长至164万吨，年均复合增长率约为12.9%，远高于钛白粉产能增速，因此近年来出口成为了消化国内钛白粉新增产能的重要途径。

图表108：2014-2023年国内钛白粉产能持续增长

图表109：2015年以来我国钛白粉出口量持续增长



来源：卓创资讯，国金证券研究所

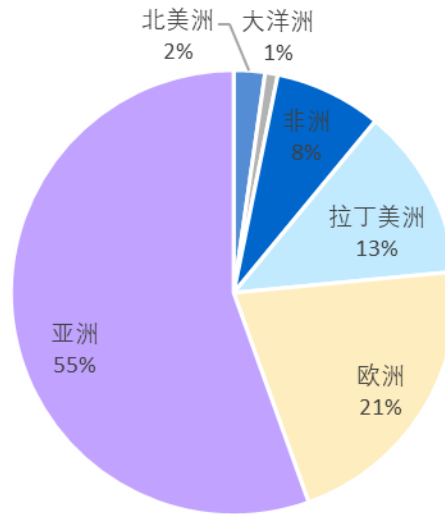
来源：卓创资讯，涂多多，国金证券研究所

海外钛白粉反倾销调查频发，后续出口或将面临一定压力。由于我国钛白粉在全球市场竞争力的持续增强以及出口量不断提升，2023年开始海外多地开始采用反倾销措施提高贸易壁垒，欧盟、巴西、印度、沙特、欧亚经济联盟先后对我国出口的钛白粉产品开展反倾销调查，在此影响下后续我国钛白粉出口可能会面临一定压力。

- 欧盟：欧盟委员会于2023年11月13日宣布启动调查，调查期覆盖2022年10月至2023年9月，损害评估则回溯至2020年。2024年7月11日，欧盟委员会发布公告，对原产于中国的二氧化钛作出反倾销初裁，对龙佰集团、中核钛白分别拟加征39.7%和14.4%的临时性反倾销税，对其他公司(包括济南裕兴、广西大华等)则加征35%~39.7%的临时性反倾销税。
- 巴西：2024年4月30日，巴西发展、工业、贸易和服务部外贸秘书处发布2024年第15号公告称，应巴西国内企业Tronox Pigmentos do Brasil S.A.于2024年1月30日提交的申请，对原产于中国的金红石型二氧化钛发起反倾销调查。涉案产品为金红石型钛白粉颜料，或基于二氧化钛的制剂，也称为钛白粉颜料或TiO₂，干量计含有至少80%的二氧化钛，包括所有类型的粒度。2024年10月10日，巴西发展、工业、贸易和服务部外贸秘书处发布2024年第54号公告，对原产于中国的金红石型二氧化钛作出反倾销肯定性初裁，建议对中国的涉案产品征收不超过6个月的临时反倾销税，税额为577.73-1772.69美元/吨。
- 沙特：2024年10月9日，沙特阿拉伯外贸总局发布第AD-24-2号公告称，应沙特生产商申请，对原产于中国的二氧化钛(TiO₂)启动反倾销调查。本案倾销调查期为2023年7月1日~2024年6月30日，损害调查期为2021年1月1日~2024年6月30日。涉案产品主要用于油漆、塑料、油墨、橡胶等行业。
- 印度：2024年3月28日，印度商工部发布公告，应印度国内企业Kerala Minerals and Metals Ltd.、Travancore Titanium Products Ltd.和VV Titanium Pigments Pvt. Ltd.提交的申请，对原产于或进口自中国的二氧化钛(Titanium Dioxide)发起反倾销调查。
- 欧亚经济联盟：2024年8月16日，欧亚经济联盟内部市场保护司发布对原产于中国二氧化钛反倾销终裁披露，裁定涉案产品存在倾销，该倾销对欧亚经济联盟相关产业造成了实质性损害，因此，建议对中国生产商/出口商征收为期五年的反倾销税，其中，龙佰集团股份有限公司、河南佰利联新材料有限公司、龙佰四川钛业有限公司及龙佰襄阳钛业有限公司税率均为14.27%，山东道恩钛业股份有限公司及中国其他生产商/出口商税率均为16.25%。涉案产品为干量计二氧化钛大于等于80%的颜料，涉及欧亚经济联盟税号3206110000项下的产品，但不包括用于生产香料及化妆品、药品和食品的二氧化钛。



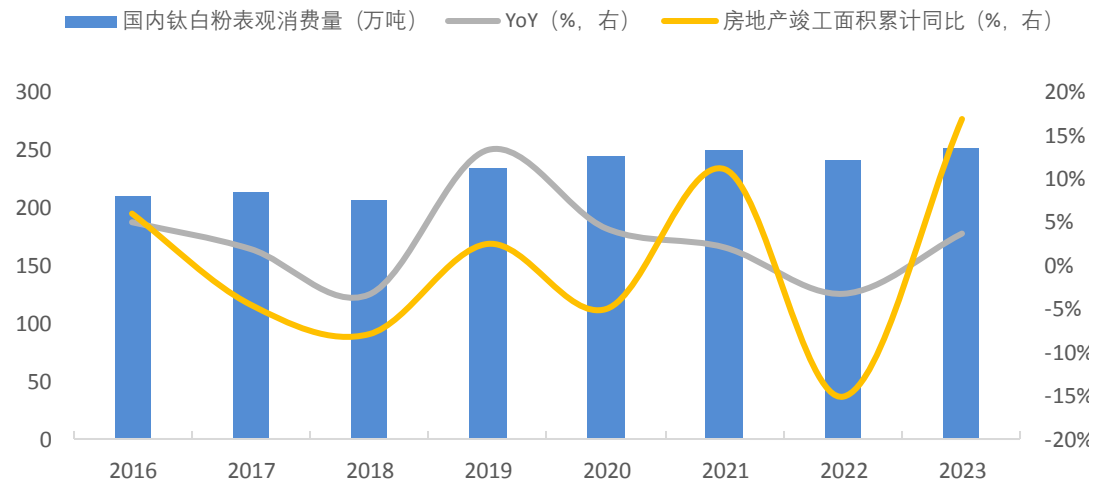
图表110: 2023年我国钛白粉出口结构



来源: 海关总署, 国金证券研究所

钛白粉表观消费量变化和地产竣工端存在一定关联, 政策驱动下钛白粉内需有望回暖。正如前文所述, 在钛白粉下游需求中建筑涂料占比约为 23.78%, 因此这部分需求与地产行业景气度有一定关联。根据国家统计局数据, 今年 1-9 月国内房地产竣工面积累计同比下降 24.4%, 因此钛白粉内需一定程度承压, 随着政策推动下房地产景气度的回升, 未来钛白粉内需有望逐步回暖。

图表111: 国内钛白粉表观消费量和房屋竣工面积变化趋势



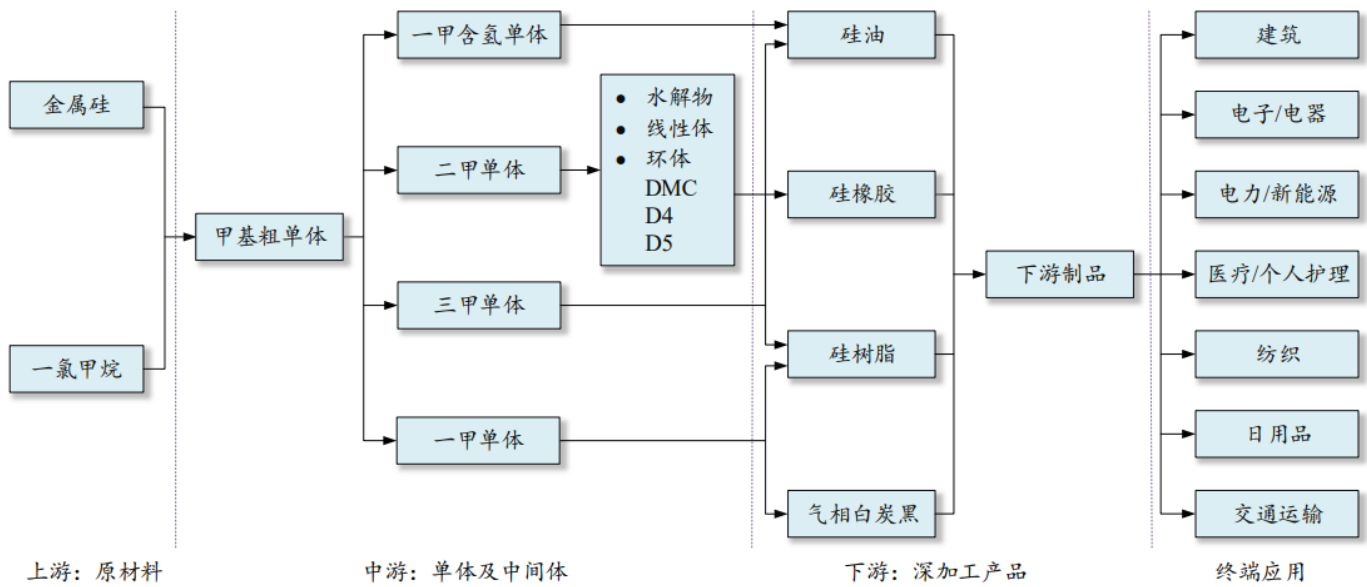
来源: 卓创资讯, 海关总署, 同花顺 iFind, 国金证券研究所

有机硅: 价格底部徘徊, 静待供需改善

有机硅产业链较长, 下游应用广泛。有机硅产业链主要包含前端的生原料金属硅, 中游的有机硅单体、中间体和下游深加工等产品, 深加工产品主要为硅橡胶、硅油和硅树脂, 我国 2023 年的消费占比分别为 64%、34%、2%。因为有机硅具备独特的结构所以性能上兼备了无机材料与有机材料的优点, 着眼于终端应用也更加广泛, 涉及到日常生活的各个方面, 目前仍以建筑、电子家电和纺织业为主, 2023 年消费占比分别为 30%、27%、12%。

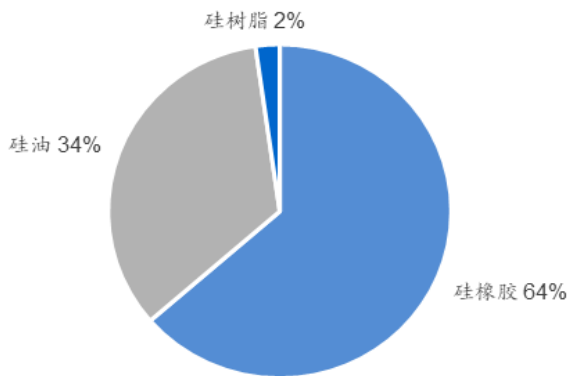


图表112：有机硅产业链较长且终端应用领域较多



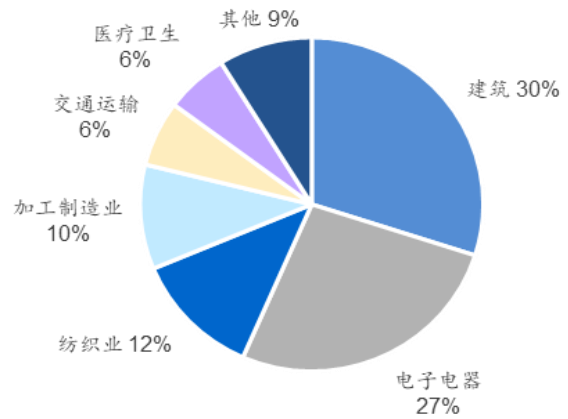
来源：东岳硅材招股说明书、国金证券研究所

图表113：我国有机硅下游产品消费结构（2023年）



来源：卓创资讯、国金证券研究所

图表114：我国有机硅终端应用分布（2023年）



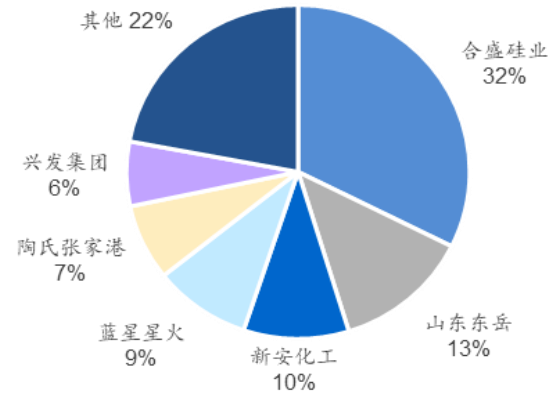
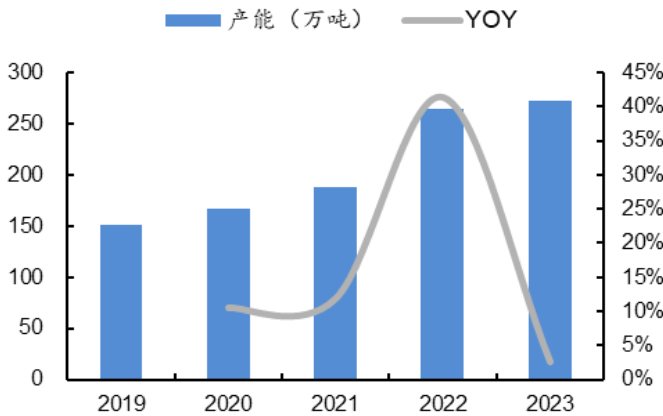
来源：百川资讯、国金证券研究所

我国有机硅产能扩张速度较快，市场集中度相对较高。我国有机硅中间体产能从2019年的151.5万吨提升至2023年的272万吨，复合增速达到16%，其中2022年为扩产高峰期，产能同比增长41%达到265万吨。从目前行业格局来看，合盛硅业的龙头地位仍然较为稳固，CR3达到55%。



图表115: 我国有机硅中间体产能持续提升 (万吨)

图表116: 我国有机硅产能分布情况 (2023年)



来源: 百川资讯、国金证券研究所

来源: 百川资讯、国金证券研究所

国内有机硅行业扩产渐进尾声, 新增产能长期可被较好消化。截至 2023 年底国内共有 272 万吨有机硅中间体产能, 当年产量为 181 万吨。面对有机硅市场尤其是深加工领域未来广阔的增长空间, 过去几年我国企业开始纷纷扩产, 今明两年预计还会有部分产能陆续投放, 合计在建新增产能为 77.5 万吨。

图表117: 国内有机硅新增产能较多 (万吨)

公司	地点	在建产能	投产时间	产能释放预测	
		(折合 DMC, 万吨)		2024E	2025E
三友硅业	河北	10	2024 年 4 月	10	
蓝星星火	江西	10	2024 年 5 月	10	
湖北兴瑞	湖北	10	2024 年 7 月	10	
浙江中天	浙江	7.5	2024 年 8 月	7.5	
鲁西化工	山东	20	2024 年 8 月	20	
内蒙恒星	内蒙古	10	2024 年 12 月		10
内蒙兴发	内蒙古	10	2025 年 6 月		10
合计		77.5		57.5	20

来源: 百川盈孚、国金证券研究所

行业仍在磨底期, 长期供需共振带动行业供需改善。从行业整体供需格局来看, 考虑到未来 2 年仍有新增产能, 预计产能利用率将在 60%-70%波动。出口方面需求有望稳步向上, 预计 2024-2026 年我国 DMC 行业表观消费量分别为 166.1、185.5、196.7 万吨, 对比实际需求可得行业供需过剩量分别为 1.8、6.6、0.8 万吨。未来随着传统需求的缓慢修复和新领域需求的快速增长, 加上部分企业开始向下延伸进入深加工领域的趋势, 长期看我国有机硅企业的新增产能仍将被较好消化。



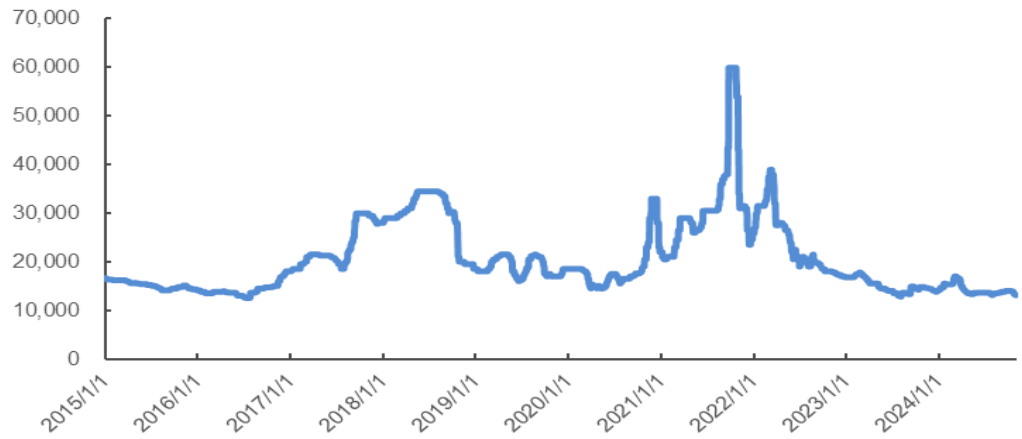
图表118: 有机硅 DMC 供需平衡表 (万吨)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产能 (万吨)	187.5	265	272	347.5	357.5	357.5
产能利用率	75.80%	64.40%	66.40%	61.00%	66.00%	70.00%
产量	142.1	170.7	180.6	212	236	250.3
进口量	13.4	9.8	10.3	11	11	11
出口量	37.6	45.3	40.7	56.9	61.5	64.6
净出口	24.2	35.5	30.4	45.9	50.5	53.6
表观消费量	117.9	135.2	150.2	166.1	185.5	196.7
YOY	-0.60%	14.70%	11.20%	10.50%	11.70%	6.10%
实际需求量 (万吨)	118	132.8	150.5	164.2	178.9	195.9
YOY	0.20%	12.50%	13.30%	9.20%	8.90%	9.50%
供需缺口/库存变化	-0.2	2.4	-0.2	1.8	6.6	0.8

来源: 百川盈孚、国金证券研究所

价格底部震荡,一体化布局企业优势显著。2021年在下游需求持续向好背景下,原料工业硅存在供应不足导致新产能投放低于预期,供需紧缺局面下行业景气度持续上扬,叠加能耗双控政策的实施,10月DMC华东市场价涨至60000元/吨的历史高位。后续随着政策影响的消退和原料供应压力的缓解,价格呈现出震荡回落的趋势。截至11月1日有机硅华东市场价下跌至13100元/吨,多数企业在这一价格水平下处于亏损状态,仅有少数产业链布局较为完善的企业能够实现微利。

图表119: 我国有机硅 DMC 华东市场价 (元/吨)



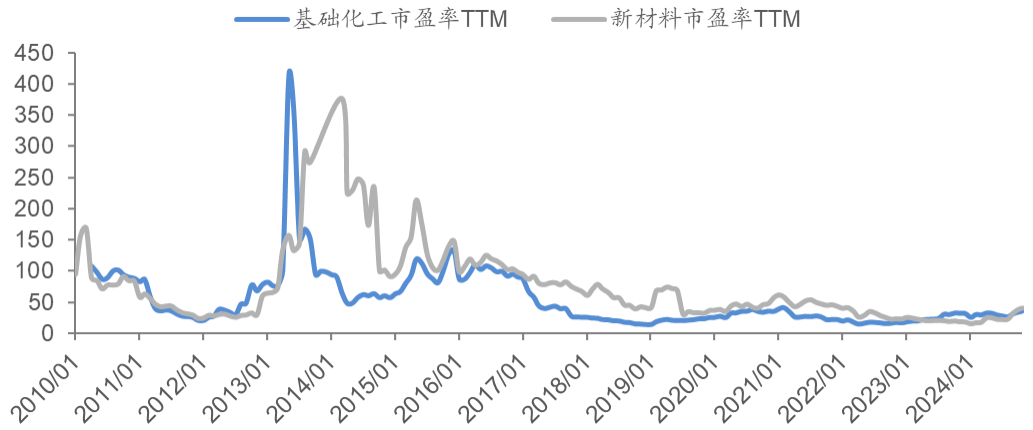
来源: 百川盈孚、国金证券研究所

三、市场情绪有望逐步走出低迷, 带动成长赛道获得修复

新材料经历连续估值调整后,进入阶段性震荡回暖状态。自2021年后,新材料行业的整体估值开始逐步进入调整阶段,整体市盈率持续调整下行,进入2024年新材料行业的估值仍有阶段性调整,但进入三季度行业估值出现了明显抬升,市场情绪出现一定程度的回暖,建议关注具有增量能够兑现成长性的细分方向。



图表120: 新材料行业的估值获得一定程度的回暖



来源: Wind, 国金证券研究所

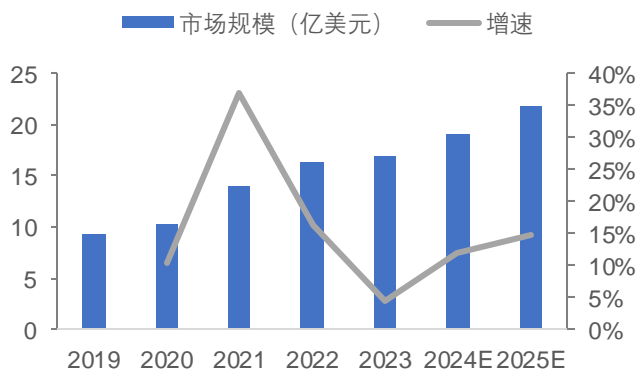
3.1、显示材料：市场空间提升，国产化占比提升

随着 OLED 技术成熟、成本优化，多元应用领域加速渗透。展望中长期需求端：1) 小尺寸终端价格下沉，中尺寸终端加速搭载 OLED 屏。以智能手机为代表的小尺寸占据最大份额，随着搭载 OLED 屏的手机价格下沉、小米 OV 等品牌国产替代、折叠屏放量/搭载 LTPO 等结构性拉动将带动手机 OLED 需求稳步增长。2) 中尺寸上 IT、车载市场等 OLED 应用前景广阔，汽车智能化趋势 OLED 也成为高端车载的主流方案之一。3) 大尺寸方面 TV 等市场 OLED 渗透率稳步提升。

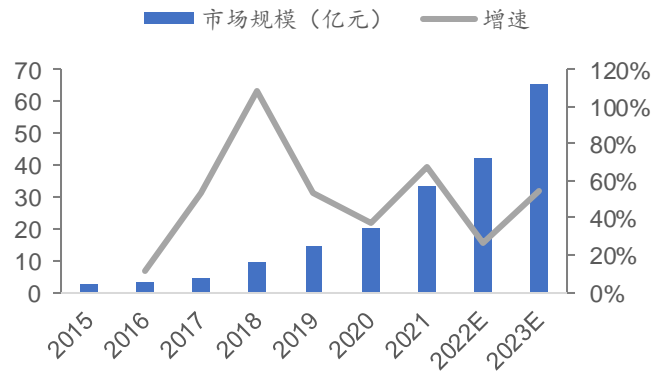
国内面板厂商产能不断抬升，向高世代 OLED 产线发展。近期主要面板厂商纷纷宣布投资计划，三星公布 G8.7 新厂投资计划，京东方规划 B16 项目，JDI 与 HKC 达成新技术战略联盟，维信诺积极进军 OLED 技术及其市场领域。预计伴随主要厂商投资规模和产能的抬升，将满足苹果对中型应用的需求，并推动下游其他应用领域发展。随着新高世代产线建成、技术发展以及材料寿命的提高，预计 2025 年 OLED 产品的市场渗透率持续提升。

有机发光材料，国产替代正当时。从上游原材料环节来看，有机材料是 OLED 面板的核心组成部分。有机发光材料海外专利垄断，蒸镀机 Tokki 垄断，掩膜版美日企业主导，国内厂商加速下游面板厂配套合作、导入验证。对于 OLED 终端材料制造来说，首先由前端材料生产企业将基础化工原料合成中间体，再进一步加工为升华前材料，将其销售给终端材料生产企业，由终端材料生产企业进行升华处理后最终形成 OLED 终端材料，用于 OLED 面板的生产。OLED 有机发光材料的生产一开始的原料经由化学合成形成中间体，毛利率较低约 10-20%。升华后的纯度要求非常高，相对技术壁垒较高，所以材料毛利率也高达 60-80%，其核心技术和专利均集中在海外少数厂商，伴随海外专利到期及国内技术突破，国产厂商迎来发展良机。

图表121: 全球 OLED 有机材料市场规模情况



图表122: 中国 OLED 有机材料市场规模情况

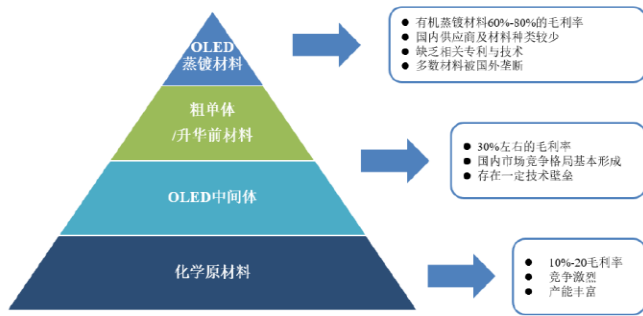


来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

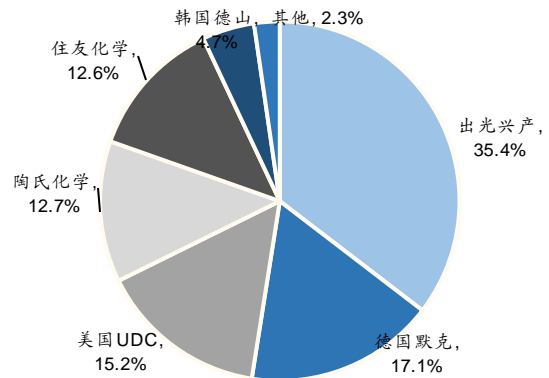
来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所



图表123: 国内 OLED 材料市场概况



图表124: 2022 年全球 OLED 终端材料市场占比



来源: 海谱润斯招股书, 国金证券研究所

来源: 观研天下, 国金证券研究所

有机发光材料, 国产替代正当时。从上游原材料环节来看, 有机材料是 OLED 面板的核心组成部分。对于 OLED 终端材料制造来说, 首先由前端材料生产企业将基础化工原料合成中间体, 再进一步加工为升华前材料, 将其销售给终端材料生产企业, 由终端材料生产企业进行升华处理后最终形成 OLED 终端材料, 用于 OLED 面板的生产。OLED 有机发光材料的生产一开始的原料经由化学合成形成中间体, 毛利率较低约 10-20%。升华后的纯度要求非常高, 相对技术壁垒较高, 所以材料毛利率也高达 60-80%, 其核心技术和专利均集中在海外少数厂商, 伴随海外专利到期及国内技术突破, 国产厂商迎来发展良机。我们建议关注材料厂商莱特光电、发光材料&蒸发源设备供应厂商奥来德、OLED 中间体及前端材料厂商瑞联新材。

3.2、胶黏剂: 过去一年行业运行呈现量增价格略有下降的情况

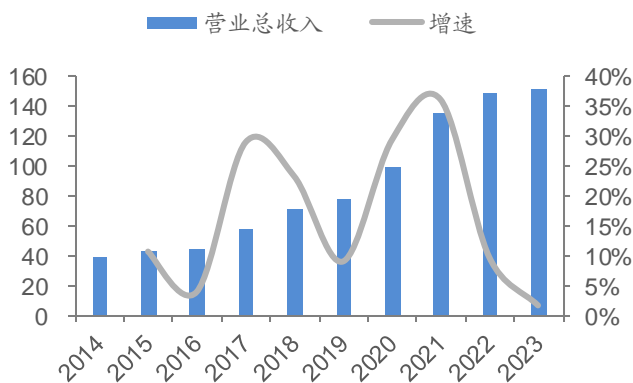
胶黏剂是一类广泛应用于各个行业的精细化工产品。胶黏剂指能在两个物体表面间形成薄膜并把他们牢固粘接在一起的材料, 一般由粘接料(基体树脂)、固化剂、增韧剂、稀释剂和改性剂等组分配制而成, 广泛应用于包装、电子电器、建筑材料、汽车与交通运输、机械制造、新能源、医疗卫生、航空航天等领域。

据中国胶黏剂和胶粘带工业协会统计, 2023 年我国胶黏剂行业总产量约 824.8 万吨, 销售额约 1140.9 亿元人民币, 分别比 2022 年增长 4.62% 和下降 0.91%。2023 年我国胶黏剂行业进口 16.94 万吨, 进口额 24.59 亿美元, 分别比 2022 年下降 10.28% 和下降 11.24%, 行业出口量 94.96 万吨, 出口金额 27.46 亿美元, 分别比 2022 年增长 9.67% 和下降 5.77%。

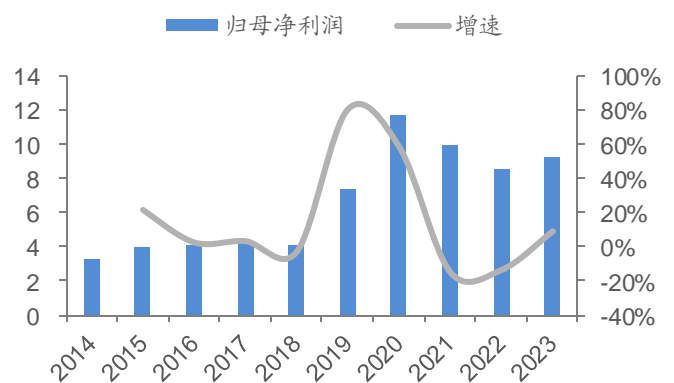
胶黏剂相关公司盈利持续修复。我们选取国内营收前五大的上市公司为代表, 对胶黏剂行业过去十年业绩进行总结分析, 以此窥探整个行业的情况, 选取的 5 家公司分别是回天新材、硅宝科技、康达新材、高盟新材和集泰股份, 这五家公司在我国胶黏剂行业有着绝对的领先优势。

收入整体呈现增长的趋势, 行业集中度不断提升。归母净利润方面, 20-22 年受到原材料影响, 行业的盈利情况持续下滑, 23 年之后, 随着原材料的逐步企稳, 胶黏剂行业毛利率和净利率呈现拐头向上趋势。

图表125: 公司营业收入 (亿元) 和增速



图表126: 归母净利润 (亿元) 和增速



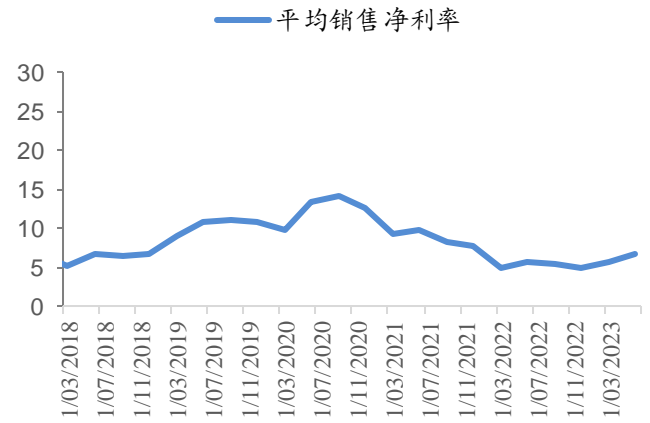
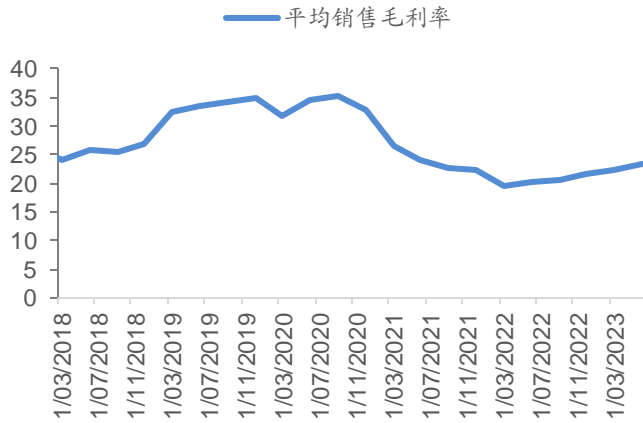


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表127：胶黏剂行业平均销售毛利率 (%)

图表128：胶黏剂行业平均销售净利率 (%)



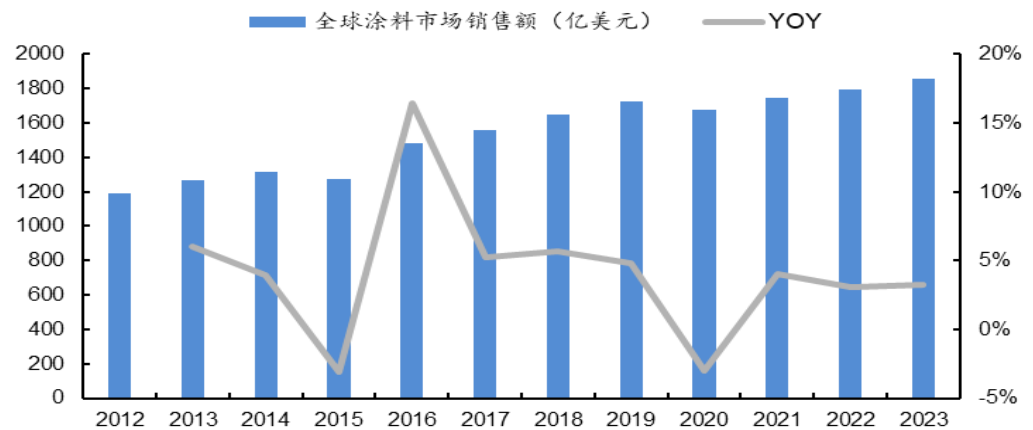
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

3.3、3C 涂料：市场具备增长潜力，国产化替代持续推进

全球涂料市场规模较大且持续增长。2012 年以来全球涂料市场销售额整体上呈现出波动增长态势，2019 年全球涂料需求市场增长主要得益于建筑业投资增长、汽车工业发展、城市人口增加及全球经济改善，销售额达到 1728 亿美元，2020 年在终端需求影响下回落至 1580 亿美元，2021 年开始经济持续复苏，销售规模在 2023 年回升至 1855 亿美元，同比增长 3.2%。

图表129：全球涂料市场销售额稳步增长 (亿美元)

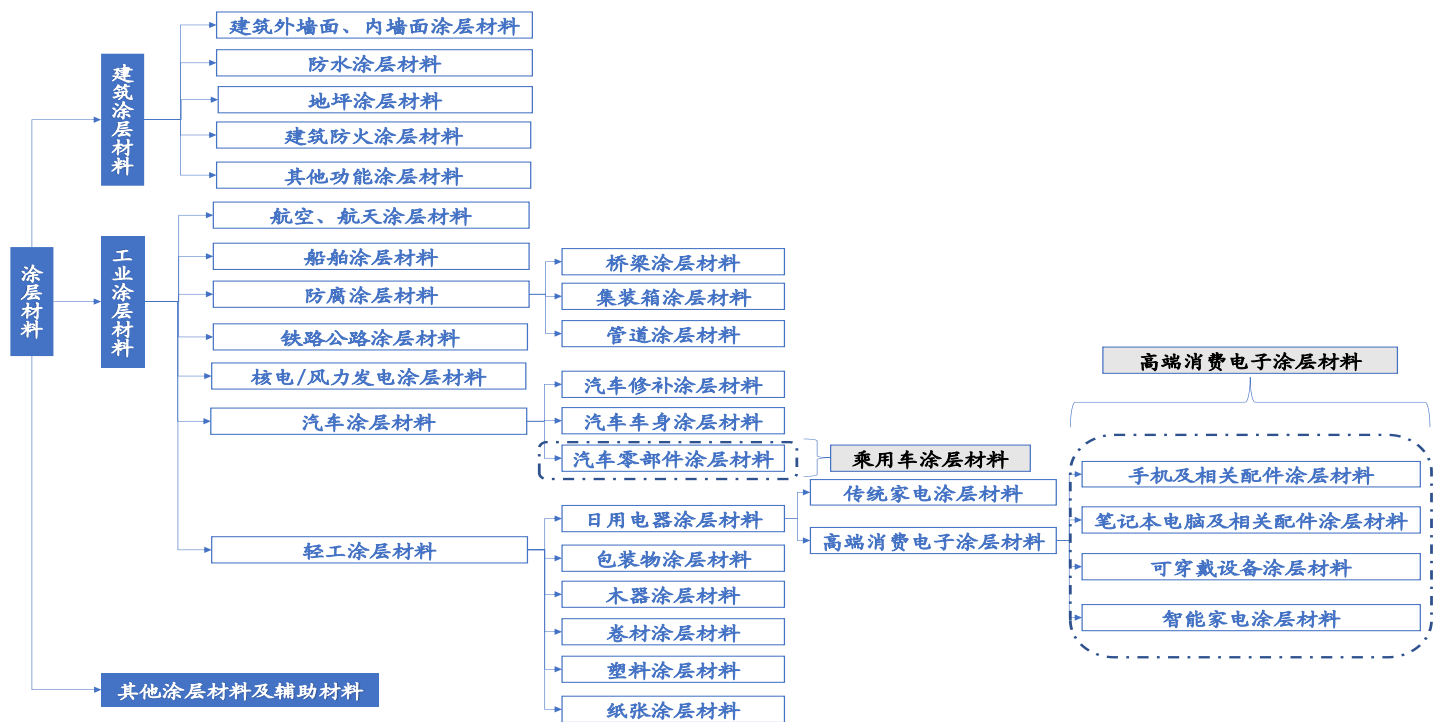


来源：世界油漆与涂料工业协会、国金证券研究所

涂层材料细分领域众多，3C 涂料属于工业涂料细分领域。工业涂料是涂料行业中复杂程度最高、用途范围最广、技术难度最大的涂料门类。高端消费电子涂层材料属于轻工涂层材料下的家用电器涂层材料的细分领域。



图表130: 3C 涂料为涂料市场中的细分领域



来源：松井股份招股说明书、国金证券研究所

预计 2023 年高端消费电子领域新型功能涂层材料市场规模 133-230 亿元。依据 2023 年全球各应用领域实际或预计产品出货量或产量,并结合行业内各应用领域产品涂层材料平均用量和公司各应用领域产品平均涂层材料单价计算,预计 2023 年高端消费电子领域涂料市场规模约 133-230 亿元,预计特种油墨市场规模 42-82 亿元。

图表131: 2023 年消费电子领域市场涂料和油墨市场容量测算

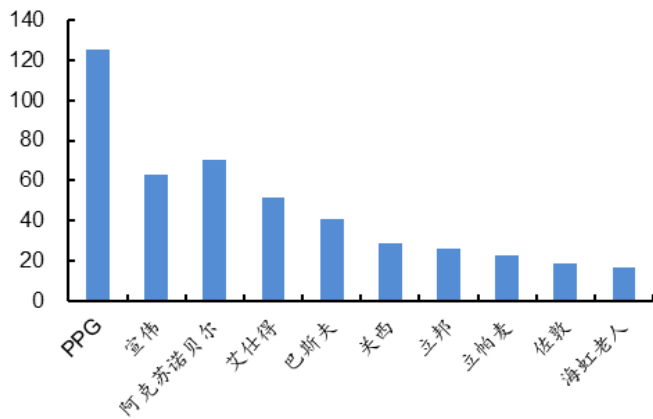
应用领域	涂料理论需求 (吨)	特种油墨理论需求 (吨)	预计涂料规模 (亿元)	预计特种油墨规模 (亿元)
手机及相关配件	45,600-91,200	15,200-30,400	46-91	30-61
笔记本电脑及相关配件	15,390-30,780	1,710-2,565	15-31	3月5日
可穿戴设备	9,640-14,460	964-1,928	10月14日	2月4日
智能家电	62,280-93,420	3,114-6,228	62-93	6月12日
高端消费类电子领域合计	132,910-229,860	20,988-41,121	133-230	42-82

来源：松井股份招股说明书、国金证券研究所

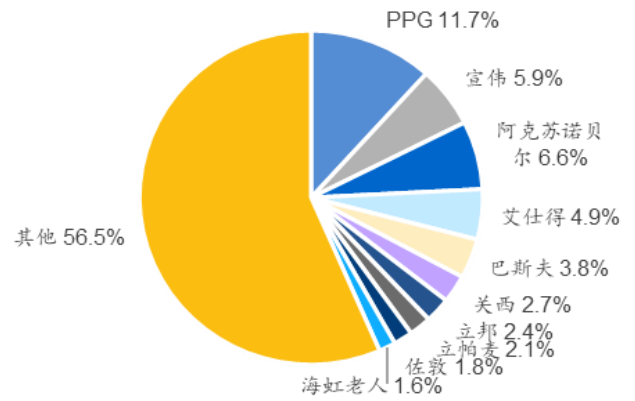
工业涂料行业全球市场由外资企业主导,国产替代仍待推进。根据涂界数据研究院统计的数据显示,2023 年全球工业涂料市场价值约为 1068 亿美元。从竞争格局来看,2023 年涂料行业销售额前十企业均为外资企业,合计占全球涂料市场份额的 43.5%,竞争格局相对分散,国内涂料企业仍有巨大的成长空间。



图表132: 2023年全球十大工业涂料收入(亿美元)



图表133: 全球工业涂料市场格局(2023年)



来源: 涂界、国金证券研究所

来源: 涂界、国金证券研究所

3C 产业更新换代速度快, 要求涂料公司具备强大的自主研发能力。高端消费品领域终端产品下游产品多样化、多变化、定制化、新基材迅速迭代, 对新型功能涂层材料应用提出了新的挑战, 上游企业必须通过持续的研发投入和技术更新不断满足消费者对终端产品新质感、新视觉、新体感的需求, 为用户营造最佳的使用体验, 涂料公司具备强大的自主研发能力成为必备条件。

图表134: 3C 产品各品牌主要供应商情况

下游应用领域分类	终端品牌	终端品牌涂料产品的主要供应商	终端品牌油墨产品的主要供应商	
手机及相关配件	国外	苹果	松井股份、卡秀、耐涂可	-
		谷歌	PPG、卡秀、松井股份	帝国、精工、松井股份
		MOTO	阿克苏诺贝尔、卡秀、松井股份	-
	国内	华为	松井股份、江苏宏泰、赐彩新材	精工、赐彩新材
		小米	松井股份、阿克苏诺贝尔、卡秀	四鼎、海正和
笔记本电脑及相关配件	国外	VIVO	阿克苏诺贝尔、松井股份、贝格	-
		惠普	阿克苏诺贝尔、松井股份、PPG	-
可穿戴设备	国外	苹果	PPG、东邦、松井股份	-
		苹果	松井股份、耐涂可、先锋	-
	国内	华为	松井股份、卡秀	-

来源: 松井股份招股说明书、国金证券研究所

高端消费品领域新型功能涂层材料企业按照经营领域和业务覆盖范围不同, 一般分为两种类型, 以阿克苏诺贝尔为代表的综合型涂料企业和以松井股份为代表的专业型涂料企业。综合型涂料以阿克苏诺贝尔、PPG、贝格、耐涂可、精工、帝国等跨国性的化工集团为代表企业, 3C 涂层材料业务主要为其下属的一小块业务单元, 一般通过下属子公司或事业部的形式开展经营。此类企业业务范围大, 历史悠久, 资金实力强, 依靠技术积累和品牌影响力, 占据较高市场份额, 具备先发优势。专业型涂料企业以下松井股份、卡秀等为代表企业。该类企业是以高端消费品等领域为目标市场, 专业从事涂料、油墨等某一类别或多类别新型功能涂层材料产品体系的品牌制造企业。此类企业技术、人才、资金等方面投入大, 具有一定市场竞争优势, 市场份额逐步提高。

3.4、代糖: 看好阿洛酮糖需求增长; 三氯蔗糖底部反转

消费升级驱动叠加食品饮料厂大力推广, 我国代糖行业将迎来发展新阶段。近年来, 随着经济发展水平的提高, 公众健康意识的不断增强, 同时在政府政策支持下, 饮料厂纷纷推出无糖饮料以迎合消费者需求。甜味剂需求呈现结构型变化, 部分产品将脱颖而出。

阿洛酮糖: 日本是世界上最早研究和开发阿洛酮糖的国家。2012年, 日本松谷化学工业发

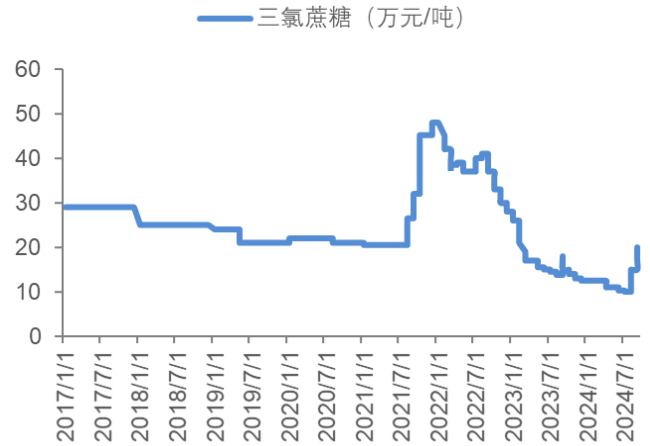
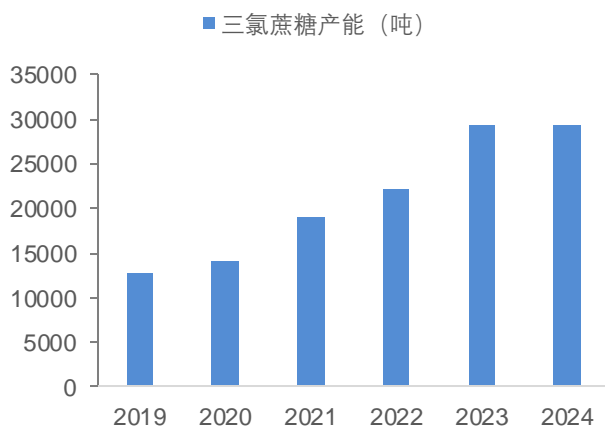


售了添加一定比例的 D-阿洛酮糖的稀有糖糖浆，受到消费者的青睐；2015 年，韩国 CJ 与美国安德森合作，以 AllSweet 品牌面世，主要向北美等地出售含有一定比例的 D-阿洛酮糖糖浆和糖粉等原料；同一时期，英国泰特莱尔 DolciaPrima 低热量阿洛酮糖糖浆步入市场。国内生产厂商通过与相关科研院所合作，近年已实现阿洛酮糖工业化生产，2019 年百龙创园阿洛酮糖首次实现销售并得到下游客户的初步认可，2020 百龙创园和保龄宝均实现了批量化的销售，同时在生产过程中通过不断积累经验，依托自身研发优势，百龙创园和保龄宝自研出了阿洛酮糖的生产专利，百龙创园更进一步，在生产阿洛酮糖晶体方面也取得技术突破。

全球三氯蔗糖产能集中在中国，未来集中度有望提升。截止 2024 年 10 月，国内三氯蔗糖有效产能 29300 吨，2021 年，三氯蔗糖行业处于景气周期，2022-2024 年，国内头部三氯蔗糖企业扩产，叠加海外去库存影响，三氯蔗糖价格持续下行，2024 年 8 月份，三氯蔗糖头部厂家负荷率下降，主动去库存，三氯蔗糖价格从 10 万/吨上涨至 2024 年 10 月份 21 万/吨，我们认为，三氯蔗糖行业随着供给端的收缩以及需求端的逐步改善，行业景气度持续上行，企业盈利有望改善。

图表 135: 2023-2024 三氯蔗糖产能经历扩产周期

图表 136: 2024 年 8 月三氯蔗糖价格持续上涨



来源：百川盈孚，国金证券研究所

来源：百川盈孚，国金证券研究所

在消费升级趋势下，受益于饮料厂家的持续推广，我们认为国内代糖企业将迎来发展机遇，建议重点关注：金禾实业（公司在三氯蔗糖、安赛蜜、麦芽酚等产品处于行业龙头地位）、百龙创园（公司在新型甜味剂阿洛酮糖产品上积极布局，目前主要产品出口至美国，在海外食品饮料厂成功应用）。

四、资源品、高分红持续具有抗风险属性

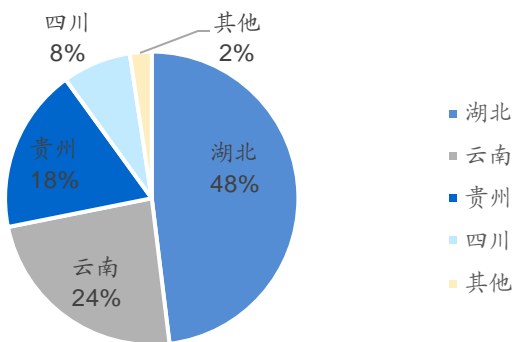
4.1、资源品持续具有抗风险能力，供需表现相对较好

（一）磷矿：需求支撑稳中向好，高品位供给逐步提升议价权

我国磷矿储量相对较大，但整体品位相对较低，资源价值进入重估阶段。我国的磷矿总体量位于全球第二，但下游消耗量巨大，行业供给受到限制：①我国磷矿长期高负荷开采的持久性不足；②我国磷矿品质较差，有效含量需要打折扣；③资源分布集中，区域性的安全生产等政策会对行业产生扰动因素；④矿山建设周期相对较长，新增产能释放需要时间。

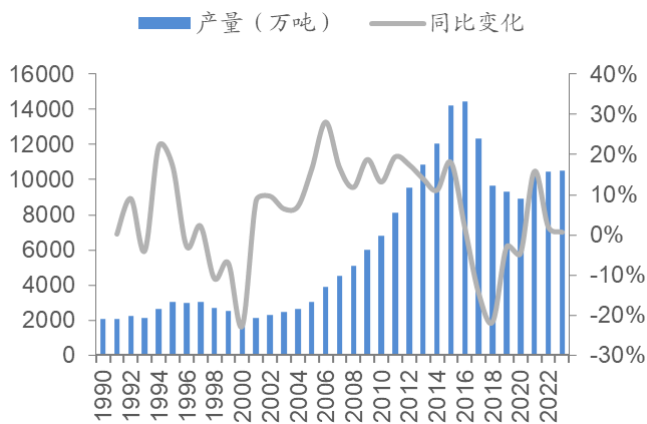


图表137: 2023年国内磷矿产量分布占比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表138: 国内磷矿供给短期变化相对较小(万吨)

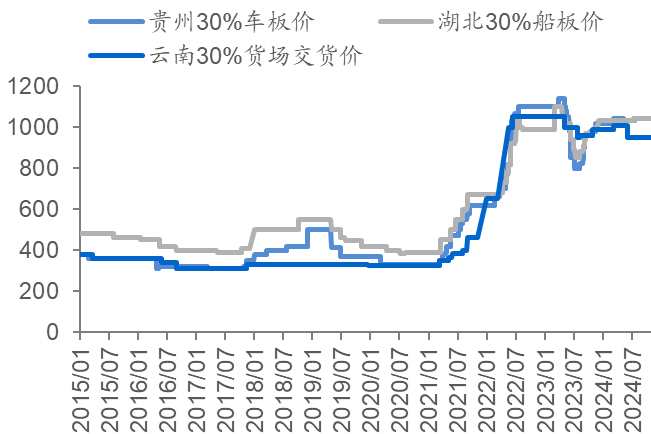


来源: Wind, 国金证券研究所

磷矿有效供给并未大幅提升,行业新增产能需要时间相对较长,中期维度供给市场相对稳定。国家对于磷矿管制加大,名义产能——有效产能——产量的“折扣”因素增多;而各地加强对于磷产业链一体化的布局,磷矿的流通量明显减少;同时磷矿的品位下行已经开始有所体现,对于低品位的磷矿的利用也将进一步抬升磷矿单位品位的生产成本,从而提升高品位原矿的价格中枢。国内的磷矿虽然建设效率相对较快,但磷矿的建设周期依然需要较长时间,且受到规模、地质条件等多方面因素影响,行业供给量增长受限,为磷矿价格重估提供基础。

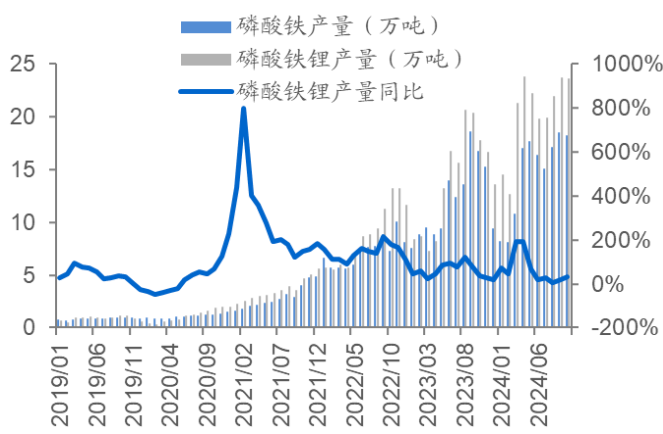
新能源需求为磷化工企业开启新的发展赛道,资源成为各家产业链布局的关键,一体化企业增多,磷矿成为维持行业长期盈利的关键。新能源需求属于边际增量,长期来看影响量将有所加大,但我们更看重的是新能源产业链的发展对于上游资源的价值发现作用:新能源需求将带动产业链利润的重新分配,下游竞争加剧,上游资源溢价提升,赚取利润的环节向上游移动,兼具资源和技术壁垒的企业将持续构筑利润空间。

图表139: 国内磷矿价格维持高位(元/吨)



来源: 百川资讯, 国金证券研究所

图表140: 磷酸铁产量大规模提升(万吨)



来源: 百川资讯, 国金证券研究所

(二) 钛矿: 全球钛矿供需格局偏紧, 行业有望维持高景气

全球钛矿资源分布不均,储量整体呈现下滑趋势。从储量角度来看,根据USGS数据,在1995-2023年期间,全球钛铁矿与金红石储量(以TiO₂计)在2017-2018年达到历史高峰,2018年全球钛铁矿和金红石储量分别为8.8亿吨、0.62亿吨。2023年,全球钛铁矿与金红石储量分别为6.9亿吨、0.55亿吨,相较于2018年分别下降21.6%、11.3%。从分布来看,根据USGS数据,全球钛铁矿资源主要分布在中国、印度、加拿大、巴西等国家,其中中国钛铁矿储量约为2.1亿吨,占全球储量的比例高达30.4%。而金红石相对而言分布更为集中,2023年澳大利亚金红石储量约为3500万吨,占全球金红石储量的63.6%。

根据《中国钛矿成矿地质特征与资源潜力评价》中相关信息和数据,我国钛矿资源主要呈现四个特点:

- 钛铁矿资源较为丰富,但金红石矿较少。

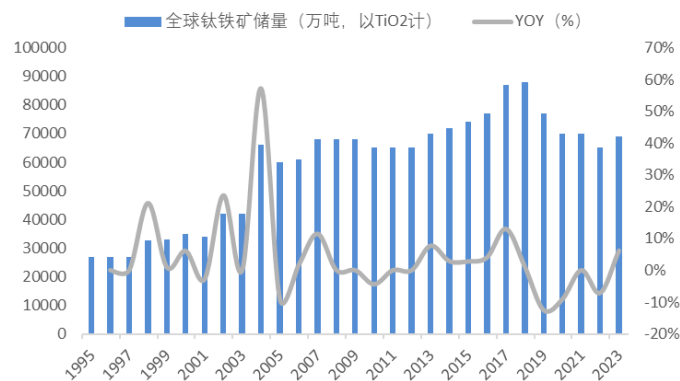
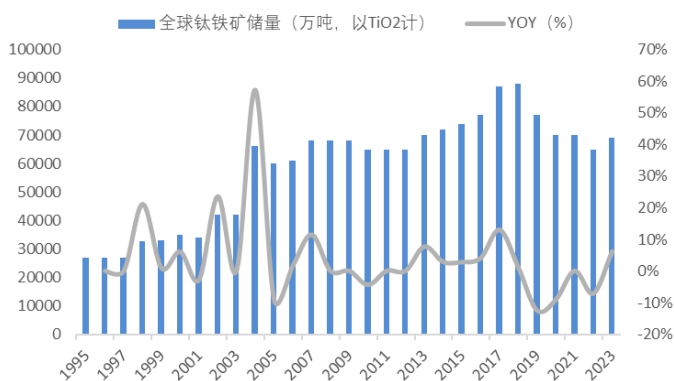


- 原生矿多，砂矿少。砂矿由于是松散堆积、埋藏浅、不需破碎加工而具有更大的经济意义。在中国已探明的钛资源中，金红石砂矿仅占金红石资源的 14%，钛铁矿砂矿在钛铁矿资源中的占比仅有 3%。
- 贫矿多，富矿少。我国钛矿资源的品位与海外相比普遍偏低。以加拿大为例，产于魁北克省的乌尔宾钛矿床，TiO₂的品位达 35%，其含钛较低的钒钛磁铁矿的平均品位也达 10%；美国散弗德湖钛磁铁矿的品位为 9.5%-30%，特雷尔里奇海滨砂矿的品位为 20%；俄罗斯钛铁矿的品位一般也在 5%-15%。而我国钛铁矿平均品位一般为 5%-10%；金红石平均品位一般为 1%-5%，多在 1%-2%。
- 共伴生矿(物)种类多，资源综合利用难度较大。我国钛矿矿床以多金属共生矿为主，钒钛磁铁矿除含有大量的铁、钛、钒以外，尚伴生有极其丰富的钴、镍、铜、铬、镓、锰、铌、钽、钨、硒、碲、硫等元素，金红石矿常常伴生有钛铁矿、透闪石、锆英石、磷灰石、石榴子石以及铌、钽等稀有元素等矿产。虽然这些共伴生矿种有相当大的综合利用价值，但是矿物的分选难度较大且回收率低，生产成本高，资源综合利用效率整体较低。

整体而言，我国钛矿资源储量丰富，但原生矿与贫矿偏多，高品位、易开发的钛矿资源较为稀缺。

图表141: 23 年全球钛铁矿储量 (TiO₂ 计) 为 6.9 亿吨

图表142: 23 年全球金红石储量 (TiO₂ 计) 为 0.55 亿吨

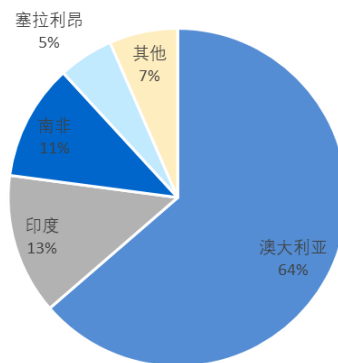
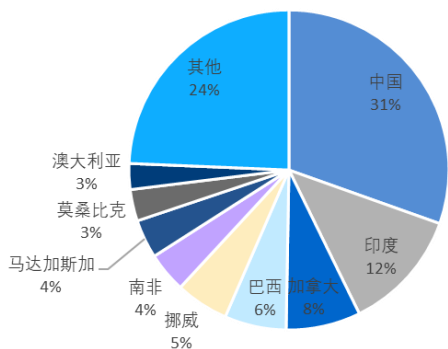


来源: 美国地质调查局 (USGS), 同花顺 iFind, 国金证券研究所

来源: 美国地质调查局 (USGS), 同花顺 iFind, 国金证券研究所

图表143: 2023 年中国钛铁矿储量约占全球储量的 31%

图表144: 23 年澳大利亚金红石储量约占全球储量的 64%



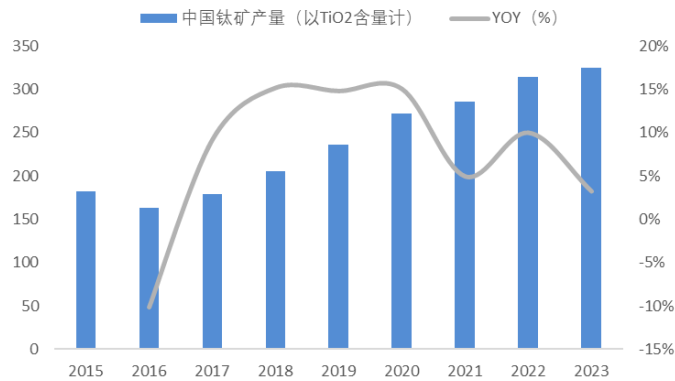
来源: USGS, 国金证券研究所

来源: USGS, 国金证券研究所

我国钛矿进口量波动上升，莫桑比克是我国的主要钛矿进口来源地。基于我国钛矿资源的分布特征，在国内钛矿产量持续提升的情况下我国对于进口钛矿仍具备一定的依赖性。根据海关总署数据，2023 年我国对于钛矿砂及其精矿的进口量约为 425 万吨，同比增长 23%。从进口来源看，我国从莫桑比克进口的钛矿数量从 2019 年以来保持持续增长的趋势，2023 年我国从莫桑比克进口钛矿数量约为 217 万吨，占我国钛矿进口总量的一半以上。

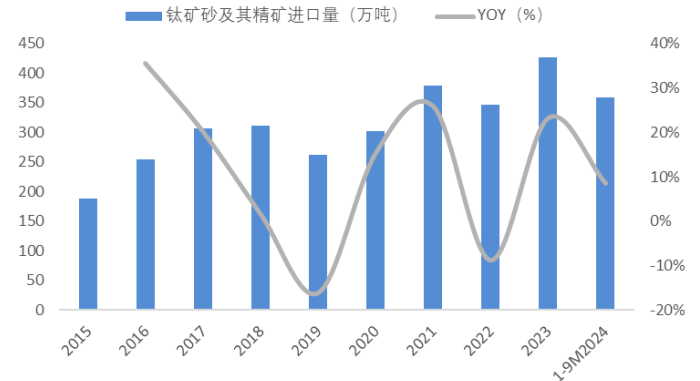


图表145: 2016-2023年国内钛矿产量持续提升(万吨)



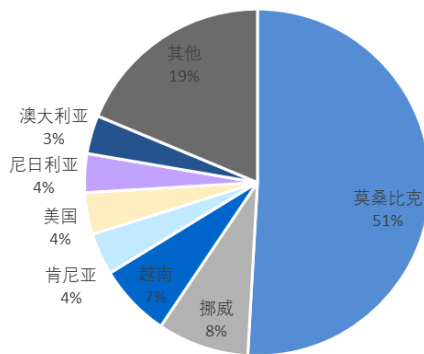
来源: 中国有色金属工业协会钛锆分会, 国金证券研究所

图表146: 2016年来国内钛矿进口量呈现波动上升趋势



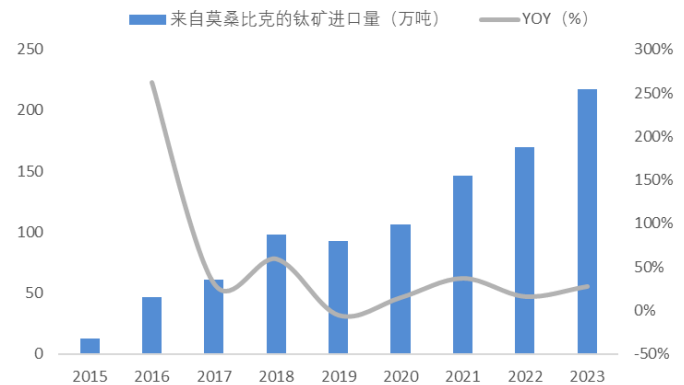
来源: Wind, 海关总署, 国金证券研究所

图表147: 2023年我国进口钛矿中51%来自莫桑比克



来源: 海关总署, 国金证券研究所

图表148: 19年起我国对莫桑比克钛矿进口量持续提升



来源: 海关总署, 国金证券研究所

未来三年海外产能新增供给有限, 国内增量主要集中在龙头企业。从海外供给来看, 以 Base Resources 的 Kwale、Image Resources 的 Boonanarring 为代表的项目由于资源枯竭等原因停止生产造成供给减少, 而新增产能按计划基本上在 24 年年底开始才能投产。而在国内供给方面, 未来三年内的钛矿增量主要在于龙佰集团红格矿区两矿整合、徐家沟开发等钛矿项目建设。



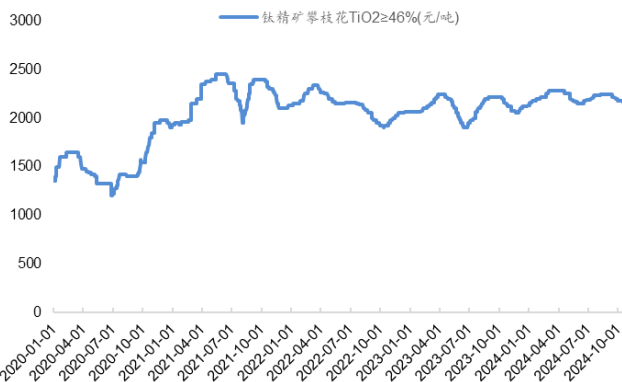
图表149：2024-2027年全球主要钛矿企业与项目供给变化汇总（不完全统计）

公司所属地区	公司	涉及矿山/项目	产能变化	投产/关停时间
海外	Iluka	Balranald	项目建设完成后将新增天然金红石6万吨+人造金红石6万吨	2H2025
		Area 1	2023年共计生产11.26万吨天然金红石和4.47万吨钛铁矿，但在2024年3月停止运营。	2024年3月宣布关停，5月重启
	Sierra Rutile	Sembahun	预计2026年投产，开采寿命14年，合计能够生产金红石215.5万吨、钛铁矿124.2万吨，锆精矿10.7万吨	2026
		Kwale	由于资源的枯竭整个Kwale项目的开采将在2024年年底结束，2023财年共生产钛铁矿29.79万吨，生产金红石6.88万吨。	2024
	Base Resources	Toliara	计划预计2027年开始逐步投产，开采寿命38年，预计每年可以合计生产钛铁矿、金红石和锆精矿130万吨，首船钛铁矿预计于2027年8月可以发出。	2027
		Sheffield Resources	Thunderbird	矿山寿命约为36年，计划每年能够生产锆精矿和钛铁矿合计140万吨。2024年一、二季度分别生产原矿105.65、248.20万吨，分别生产精矿10.17、16.50万吨，其中一季度钛铁矿和白钛石产量分别为7.38、0.85万吨，二季度钛铁矿和白钛石产量分别为11.97、1.21万吨。资源枯竭并已于2023年完成全部开采，2023年Boonanarring项目全年HMC产量为10.7万吨，同时根据2022年年报，Boonanarring项目HM中钛铁矿占比为45%，金红石占比为4.7%。
	Image Resources	Boonanarring	资源枯竭并已于2023年完成全部开采，2023年Boonanarring项目全年HMC产量为10.7万吨，同时根据2022年年报，Boonanarring项目HM中钛铁矿占比为45%，金红石占比为4.7%。	2023年年底
Atlas		矿石储量约为550万吨，HM品位为9.2%，HM中金红石占比7.9%，白钛石占比4.9%，钛铁矿占比53%，矿山寿命约为2.5年。	2024年年底	
国内	龙佰集团	红格北矿区两矿联合开发、徐家沟铁矿开发等	2023年，公司生产钛精矿147.45万吨，同比增长26.14%，全部内部使用，2024年钛精矿产量预计超过150万吨。根据公司规划，公司将力争在“十四五”末期实现年产铁精矿760万吨，钛精矿248万吨。目前开采规模已达300万吨/年，根据川发龙蟒2023年三季度报告，重钢西昌矿业有限公司（太和铁矿）取得变更后的采矿许可证，铁矿、钛矿合计生产规模提升至1000万吨/年。	2025年
		太和钒钛磁铁矿	2024年6月取得施工许可证，具备全面开工条件，建设工期20个月。建成后，年处理原矿（极贫矿和废石）500万吨，生产铁精矿50万吨、钛精矿16万吨。	3Q2023
	西昌矿业	500万吨极贫矿项目	2024年6月取得施工许可证，具备全面开工条件，建设工期20个月。建成后，年处理原矿（极贫矿和废石）500万吨，生产铁精矿50万吨、钛精矿16万吨。	1Q2026
	东方锆业	Mindarie	2021年6月，东方锆业决定重启Mindarie项目，但截至2024年上半年仍未达产。	-

来源：各公司公告，国金证券研究所

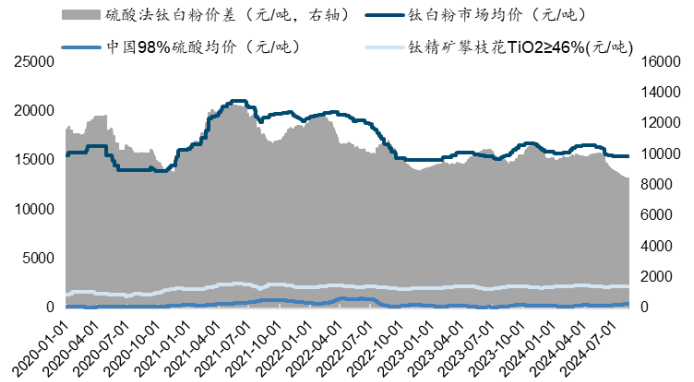
钛精矿价格维持高位运行，钛白粉环节盈利承压。从钛精矿近年来的价格变化来看，钛精矿价格的大幅上行主要发生在2020年的下半年，根据安宁股份年报，由于全球公共卫生事件的影响，2020年海外钛矿供应受到较大影响，导致钛精矿供需整体偏紧，价格上行。而在2021年以后，一方面海外老矿山的开采品位及储量下降、资源枯竭导致全球供给相对受限，另一方面需求端的逐步复苏使得钛精矿供需偏紧的状态延续，钛精矿价格整体高位震荡。

图表150：2021年以来钛精矿价格维持高位震荡



来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表151：2021年以来钛白粉价差呈现收窄趋势



来源：百川盈孚，国金证券研究所

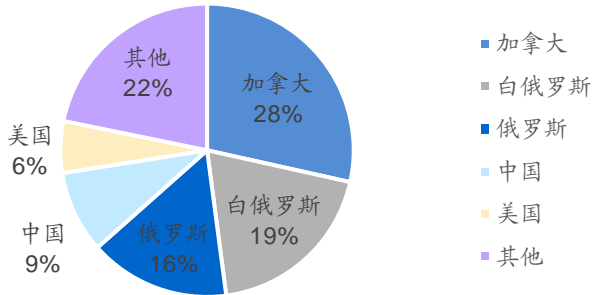
（三）钾资源：需求支撑较好，2025年新增产能有限，有阶段性支撑

具有资源稀缺属性的产品，具有一定的行业竞争壁垒。受到上游资源稀缺属性的限制，资源品的资源环节的产业链不能无限制进行产能扩建，因而从根本上抑制了供给过剩的风险。从海外进行相关资源的布局，一方面可以享受行业供给受限形成的盈利空间；另一方面，通过海外的资源品的布局可以形成自身的成长性，从而在相对平稳的盈利空间上获得量增，因而建议关注出海进行资源布局的钾肥行业。

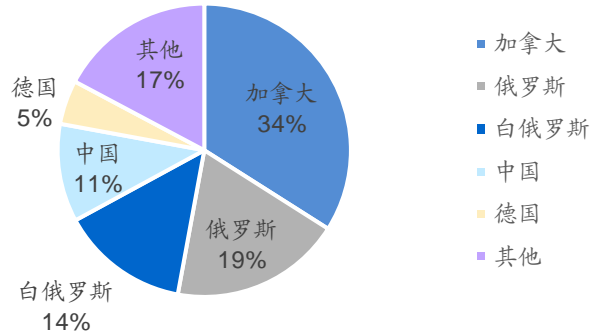


国内钾资源储量有限，长期高负荷供给，国内进入供给瓶颈。我国人口基础高，粮食需求大，多年来化肥需求持续位于高位，但不同于氮肥和磷肥，钾肥的资源属性最为明显，且我国的资源储量相对不足，因而钾肥长期处于进口依赖状态。我国钾肥资源储量仅占全球储量的9%，由于国内长期的化肥需求，一直处于较高负荷的供给状态，且由于长期资源开采问题，盐湖资源受到一定程度的破坏。伴随国内供给端的产能整治和梳理，国内有效供给不仅没有办法形成有效增量，还有可能出现阶段性小幅影响。

图表152：中国仅占全球钾资源储量的9%



图表153：2022年全球钾肥供给主要集中于三个国家

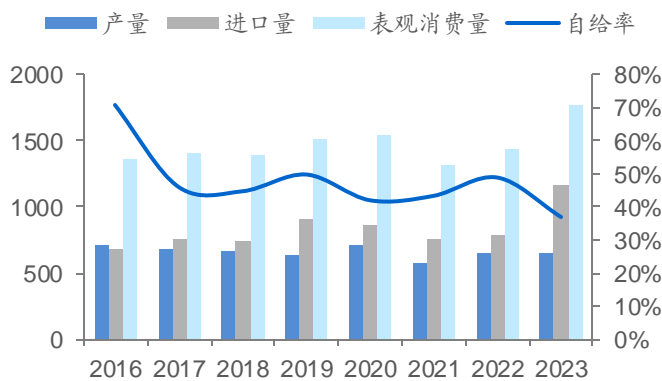


来源：USGS，国金证券研究所

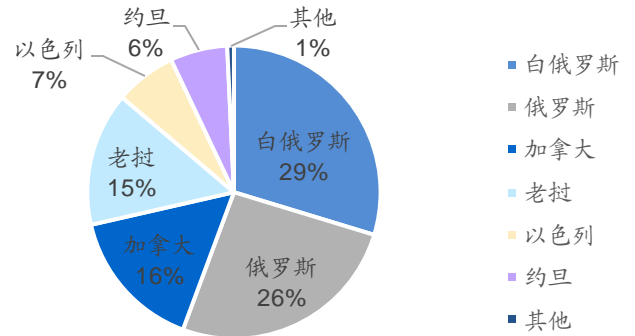
来源：IFA，国金证券研究所

国内需求偏刚性，产品长期依赖进口。由于钾肥下游对接需求，因而国内的钾肥应用相对较多，且和农业民生高度相关。受到资源不足的限制，国内钾肥供给仅能达到一半，还需要大量以来从加拿大、俄罗斯和白俄罗斯进口。

图表154：我国钾肥自供比例仅能达到一半（万吨）



图表155：2023年我国钾肥主要从白俄、俄、加进口



来源：百川资讯，国金证券研究所

来源：百川资讯，国金证券研究所

国内企业海外布局钾肥资源，一方面可以反哺国内，另一方面可以打破国内的资源瓶颈，形成新着的成长空间。钾肥的资源属性使得全球钾肥的供给不均，且一旦供给端出现扰动，会直接较大程度上影响行业。而目前钾肥的主要供给国俄罗斯和白俄罗斯的货源受到物流运输的限制，且短期内并无明显改善，加钾的新增产能规划推迟，供给优先美洲区域，中国国内的盐湖资源管控，供给无法形成新的增量，预估钾肥短期的供给格局仍然相对稳定。而中国企业通过出海进行资源布局可以享受行业的相对平稳的盈利空间。

老挝资源布局，产能提升有望带动盈利增长，建议关注国内出海布局的钾肥生产企业。我国企业较早就向海外进行资源布局，主要以老挝为主，但产能提升速度缓慢，目前在老挝具有产能的企业有亚钾国际（产能200万吨），东方铁塔（产能100万吨），计划在老挝布局产能的企业有藏格矿业（已经拿到探矿权）。

4.2、高分红和国企改革、有效并购等方向仍然值得阶段性关注

在市场具备不确定性的背景下，仍然建议关注具备高分红能力的企业。我们筛选了2021-2023年三年期间现金分红比例平均排名靠前的二十家公司（剔除部分年份分红率过低的企业），以及股息率排名靠前的二十家公司，可以看到石化类、化肥农药和其他化学制品板块的分红水平相对较高。分红派息能力一定程度上反应了企业较好的盈利能力和经营稳定性，因而抗风险的板块仍然建议重点关注高分红和高派息的公司。



图表156：化工板块中现金分红比例靠前和股息率较高的公司

股票名称	子行业	现金分红比例			上市以来 分红率	股票名称	子行业	股息率
		2021年	2022年	2023年				
通用股份	轮胎	741%	280%	41%	46%	广汇能源	石油加工	8.64%
神剑股份	涂料油漆油墨制造	113%	354%	374%	64%	君正集团	氯碱	7.44%
广聚能源	石油贸易	546%	29%	33%	40%	中国石化	石油加工	5.54%
北元集团	氯碱	68%	71%	426%	86%	广信股份	农药	5.42%
建新股份	其他化学制品	404%	54%	60%	58%	新开源	其他化学制品	5.28%
江南高纤	涤纶	118%	207%	188%	78%	建业股份	其他化学制品	5.22%
闰土股份	纺织化学用品	47%	46%	368%	40%	嘉化能源	其他化学制品	5.10%
集泰股份	其他化学制品	36%	183%	191%	58%	道明光学	其他化学制品	5.04%
晶华新材	其他化学制品	32%	344%	12%	18%	科思股份	日用化学产品	4.96%
安迪苏	其他化学制品	32%	32%	308%	41%	华邦健康	农药	4.69%
辉隆股份	氮肥	75%	55%	240%	52%	龙佰集团	其他化学制品	4.65%
奇德新材	改性塑料	129%	69%	125%	102%	三角轮胎	轮胎	4.62%
天原股份	氯碱	33%	18%	261%	33%	风神股份	轮胎	4.53%
华邦健康	农药	65%	101%	144%	61%	远兴能源	纯碱	4.45%
中科电气	其他化学制品	30%	30%	247%	36%	利民股份	农药	4.42%
雪龙集团	其他化学制品	49%	149%	99%	57%	恩捷股份	其他化学制品	4.41%
风光股份	其他化学制品	170%	21%	100%	126%	浙江龙盛	纺织化学用品	4.40%
严牌股份	其他化学制品	104%	80%	94%	78%	中材科技	玻纤	4.35%
醋化股份	其他化学制品	59%	42%	178%	52%	东方铁塔	钾肥	4.34%

来源：Wind，国金证券研究所

新国九条发布，国企改革仍然值得重点关注。4月国务院发布了《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，意见将市值管理纳入考核体系，能够进一步有利于企业吸纳市场和投资者的声音，推动进行有效的双向沟通，一方面在促进企业自身进行更好的优化，以便充分传递企业的设计和规划，另一方面，也有助于倾听市场的声音，在决策中修正偏差，降低试错成本。同时意见大力推动中长期资金入市，将有助于行业跟多的关注长期发展的终局，避免短期的投入、竞争和兑现形成的扰动因素，从而有利于公司站在更高远的维度规划未来成长信心和路径，避免由于短期利益造成资源浪费，决策失误。

2022年是国企改革三年行动的收官之年，2023年国家提出了新一轮国改方向：三大重点和五个部署，虽然国企改革仍有部分问题并未完全解决，但是行业内已经呈现出了一些变化。通过优化管理能力实现降本增效，也是国企改革的重要途径。综合我们对于国有企业的优势以及行业内领先的国有企业的分析，具有以下优势的国有企业值得关注：

- 良好的成本和费用管控：多数化工行业市场增速逐步下行时都将进入成本竞争阶段，而良好的成本和费用管控可以使得公司无论在什么发展阶段都能获得超越行业均值的收益水平，具有持续的盈利空间；
- 在细分领域持续深耕和研发，内部形成良好的技术积淀：已有产品需要不断优化实现成本突破、质量升级，同时新产品新方向需要有良好的技术储备和投入才能实现工艺突破和生产落地；
- 有较好的产业资源，形成产业链优势：无论是上游原材料还是下游销售渠道，能够实现相对优势的环节都将提升竞争力，资源型行业上游布局尤为重要，高端材料的下游客户突破将具备先发优势；
- 持续进行资金和项目投入，提升公司成长性：能够持续有项目布局资金投入是可以为公司提升发展空间，获得成长性的，大型的企业弹性一般会有所减弱，因而能够具有成长空间的优质标的更为稀缺；
- 优质的考核激励制度，提升员工和管理团队的积极性：很多国有企业由于缺少动力，



有资金、有实力、有技术，但却无法形成优势兑现，良好的激励机制将充分调动员工和管理团队的积极性，提升竞争力，谋求持续发展；

- 在细分领域逐步提升话语权，实现竞争优势的强化：在需求增速有所放缓的行业，部分产品进入供给过剩阶段而逐步实现产能出清，而国企抗风险能力相对更强，有助于提升行业集中度，有望享受行业格局优化带来的红利。

鼓励上市公司加强产业链整合，提升重组市场交易效率，有望带动进一步形成格局优化。证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，六个维度促进并购重组。我国化工发展阶段相对较晚，海外的巨头已经经历多轮的并购重组，形成了竞争力集中的发展路径，国内企业多数还尚未进入广泛的重组优化的过程，从发展过程看，优质的龙头企业未来进行多品多市场布局，并购重组将是重要的发展方向，此次政策出台将给国内优质的龙头企业提升竞争力，开辟新的正常路径提供更好的市场环境；另一方面，化工行业在产业链整合，资源综合利用等方面可以形成产业链和多赛道协同，国内化工企业可以通过并购重组形成优势互补或者协同，从而在国内化工规模优势的基础上，进一步提升竞争力，优化行业格局。

青岛双星：上市公司拟向双星集团、城投创投、国信资本发行股份，并通过其全资子公司叁伍玖公司向双星投资、国信创投支付现金，购买交易对方持有的星投资基金全部财产份额及双星集团持有的星微国际 0.0285% 的股权。本次重组前，星投资基金持有星微国际 99.9715% 的股权，星微国际通过全资子公司星微韩国持有锦湖轮胎 45% 的股份并控股锦湖轮胎。本次重组完成后，上市公司将直接和间接持有星投资基金全部财产份额及星微国际 100% 股权，从而间接持有锦湖轮胎 45% 的股份并控股锦湖轮胎。

新化股份：通过产业基金投资新存科技，布局新型存储芯片板块。新存科技是一家专注于新型存储芯片研发、生产、销售的高科技企业，公司成立于 2022 年 7 月，目前员工约 200 人，其中约 90% 为研发人员，硕士及以上学历占比 77%。2024 年 9 月 23 日公司隆重宣布，公司自主研发的国产首款最大容量新型三维存储器芯片“NM101”成功面世。该芯片采用了创新的三维堆叠技术，基于新型材料电阻变化的原理，利用先进工艺制程，在单颗芯片上集成了百亿数量的非易失性存储器件，实现了存储架构上的重大突破。NM101 单颗芯片容量为 64Gb，最高速度可达 3200MT/s，可搭配业界合作伙伴的控制芯片，应用于企业级或消费级高性能存储产品的开发。这一突破性成果展示了中国在新型存储芯片领域的自主研发实力，也推动了国内相关终端应用产业的蓬勃发展。

五、风险提示

- 能源价格剧烈波动：全球能源价格剧烈波动，将大幅影响化工产品生产成本，对产品盈利形成影响；
- 政策变动风险：国内刺激经济、进出口等政策变动将大幅影响国内供需格局，从而影响细分行业的盈利变化；
- 产能集中释放风险：行业内过多产能集中释放将导致行业供给过剩，从而影响行业格局，进一步影响产品价格及盈利；
- 需求大幅波动风险：化工行业属于中上游加工制造行业，会受到终端需求波动风险影响，若需求大幅下滑，会对行业格局产生较大影响。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究