

强于大市

化工行业 2025 年度策略

政策加持预期复苏，关注景气度系统性修复与新材料长期发展

行业景气度略有改善，展望 2025 年，政策加持预期复苏。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

- **全球经济增速放缓，化工各子行业、各产品表现分化。**2024 年 1-10 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 4.30%、7.10%、4.70%，利润总额同比分别下降 8.03%、提升 34.41%、提升 2.99%。从具体产品价格来看，截至 2024 年 11 月 17 日，重点跟踪的化工产品中有 40.59% 的产品年内均价较 2023 年均价有所上涨。
- **需求端来看，政策加力国内复苏，海外降息背景下出口需求有望提振。**2024 年我国汽车、家电等领域增速较高，展望 2025 年，“两新”政策有望继续加力扩围，同时政策组合拳支持下地产有望实现止跌企稳，汽车、地产建筑等相关产业链品种及其他顺周期品种需求有望受益。出口方面，年内美联储、央行行分别降息 75bp。2025 年，虽然对美关税仍有一定不确定性，但国内全球化布局企业有望受益于海外需求改善。此外，近年来全球范围内部分化工品利润收缩及欧洲等地能源价格及运营成本高企，导致多家海外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、维生素等多个产业链。海外产能的逐渐退出，有望改善全球范围内部分化工品种的竞争格局，国内化工品的出口需求有望进一步增长。
- **供给端来看，产能持续向优势龙头企业集中，部分品种供应格局有望改善。**2024 年 1-10 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 11.20%、5.90%、14.10%。从上市公司在建工程数据来看，2024 年三季度末化工行业（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 10,083.17 亿元，同比增长 4.76%，中国石油、中国石化、万华化学、荣盛石化、恒力石化、合盛硅业在建工程较高，合计占比达到 61.30%，新增产能持续向龙头企业集中，未来行业集中度有望继续提升。此外，在节能降碳及老旧装置淘汰等政策约束下，部分化工品种有望迎来供给格局优化。
- **成本端来看，2025 年国际油价仍有支撑，煤炭价格或小幅回调，天然气价格有望进一步市场化。**2024 年国际油价震荡回落，截至 11 月 20 日，布伦特原油与 WTI 原油价格分别为 73.10、69.01 美元/桶，分别同比下跌 10.89%、11.09%。我们认为，俄乌冲突引发全球能源贸易格局变化，在美国原油产量未实现跨越性增长之前，OPEC+ 的减产联盟较为稳固，同时全球原油需求仍存在提升空间，供应端对原油价格存在较大影响力，国际油价或在中高位置震荡，预计 2025 年布伦特原油价格区间为 65-80 美元/桶。煤炭方面，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，我们预计年底至明年上半年煤炭供需关系或偏宽松，煤炭价格或呈现弱稳态势。天然气方面，随着全球天然气基础设施逐步完善，管道气及 LNG 的贸易量或持续提升，我国进口气依然存在提升空间，叠加国内天然气价格市场化改革深化，未来国内天然气价格与国际天然气价格联动或更为紧密。

投资建议

- 截至 2024 年 11 月 24 日，SW 基础化工市盈率（TTM）为 23.85 倍，处在历史（2002 年至今）的 40.40% 分位数；市净率为 1.81 倍，处在历史水平的 11.10% 分位数；SW 石油石化市盈率（TTM）为 16.19 倍，处在历史（2002 年至今）的 32.40% 分位数；市净率为 1.24 倍，处在历史水平的 3.60% 分位数。当前板块处于历史估值低位，考虑到下游需求将逐渐复苏，维持行业“强于大市”评级。中长期推荐投资主线：
- 1、原油价格有望延续中高位，油气开采板块高景气度持续，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、下游行业快速发展，新材料领域公司发展空间广阔。一是电子材料。半导体材料方面，关注人工智能、先进封装、HBM 等引起的行业变化，半导体材料自主可控意义深远。OLED 材料方面，下游面板景气度有望触底向好，关注 OLED 渗透率提升与相关材料国产替代。二是新能源材料。我国新能源材料市场规模持续提升，固态电池等下游应用新方向有望带动相关材料产业链发展。三是医药、新能源等新兴领域对吸附分离材料需求旺盛。推荐：安集科技、雅克科技、江丰电子、鼎龙股份、蓝晓科技、沪硅产业、万润股份、德邦科技；建议关注：彤程新材、华特气体、联瑞新材、圣泉集团、阳谷华泰、莱特光电、奥来德、瑞联新材。
- 3、政策加持需求复苏，关注龙头公司业绩弹性及高景气度子行业。2025 年政策加持下需求有望复苏，优秀龙头企业业绩估值有望双提升。推荐：万华化学、华鲁恒升、卫星化学，关注宝丰能源。二是配额约束叠加需求提振，氟化工景气度持续上行，推荐：巨化股份。三是需求改善，供给格局集中，维生素景气度有望维持高位，推荐：新和成。四是优秀轮胎企业进一步加码全球化布局，出海仍有广阔空间，建议关注：赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟。

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。

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

目录

行业数据回顾与展望	7
全球宏观经济缓慢复苏，增长放缓.....	7
2024 年行业整体营收同比改善，产品价格及利润分化.....	8
需求端展望：政策加力国内复苏，海外降息背景下出口需求有望提振.....	13
供给端展望：产能持续向优势龙头企业集中，部分品种供应格局有望改善.....	16
成本端展望：2025 国际油价仍有支撑，煤炭价格或小幅回调，天然气价格有望进一步市场化.....	18
2024 年前三季度基础化工及石油石化行业业绩表现.....	21
当前化工行业位于低估值区间.....	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
国内油服产业竞争力提升，海外发展未来可期.....	26
管理效率提升，经营业绩向好.....	32
下游行业快速发展，电子材料、新能源材料等领域公司发展空间广阔	36
我国新材料产业规模不断扩大.....	36
吸附分离材料：多领域需求持续高增长.....	37
电子材料：关注需求复苏、国产替代及先进技术发展.....	39
新能源材料：下游持续发展，固态电池等新方向带动上游材料端需求增长.....	41
政策加持需求复苏，关注龙头公司业绩弹性及高景气子行业	43
政策加持需求复苏，优秀龙头企业业绩估值有望双提升.....	43
氟化工：配额落地，需求提振，景气度持续上行.....	45
需求改善、供给集中，维生素景气度有望维持高位.....	52
国产轮胎企业再度扬帆，全球竞争力持续增强.....	54
投资建议	58
风险提示	60

图表目录

图表 1. 全球制造业 PMI (截至 2024 年 10 月)	7
图表 2. 发达经济体制造业 PMI (截至 2024 年 10 月)	7
图表 3. 我国制造业 PMI (截至 2024 年 10 月)	7
图表 4. IMF 对全球经济增速的预测	7
图表 5. 全球主要经济体出口金额增速 (截至 2024 年 6 月)	8
图表 6. 化工一级子行业营业收入累计同比增速 (截至 2024 年 10 月)	8
图表 7. 化学原料及化学制品利润总额 (截至 2024 年 10 月)	8
图表 8. 化学纤维制造业利润总额 (截至 2024 年 10 月)	9
图表 9. 橡胶和塑料制品业利润总额 (截至 2024 年 10 月)	9
图表 10. 化学工业 PPI 当月同比 (截至 2024 年 10 月)	9
图表 11. 化工子行业 PPI 当月同比 (截至 2024 年 10 月)	9
图表 12. 主要化工产品价格情况	10
续图表 12. 主要化工产品价格情况	11
图表 13. 化学原料及制品制造业历史产成品存货 (截至 2024 年 10 月)	12
图表 14. 化学纤维制造业产成品存货 (截至 2024 年 10 月)	12
图表 15. 橡胶和塑料制品业产成品存货 (截至 2024 年 10 月)	12
图表 16. 工业企业产成品存货累计同比 (截至 2024 年 10 月)	12
图表 17. 各子行业产能利用率 (截至 2024 年 9 月)	12
图表 18. 部分产业链开工率 (截至 2024 年 10 月)	12
图表 19. 国内汽车产量及增速 (截至 2024 年 10 月)	13
图表 20. 国内汽车销量及增速 (截至 2024 年 10 月)	13
图表 21. 国内新能源汽车产量及增速 (截至 2024 年 10 月)	13
图表 22. 国内新能源汽车销量及增速 (截至 2024 年 10 月)	13
图表 23. 国内房地产新开工、竣工面积累计同比 (截至 2024 年 10 月)	13
图表 24. 国内家电产品产量累计同比 (截至 2024 年 10 月)	13
图表 25. 2024 年以来我国部分需求政策梳理	14
图表 26. 我国出口金额当月同比 (截至 2024 年 10 月)	15
图表 27. 我国 PMI 新出口订单指数 (截至 2024 年 10 月)	15
图表 28. 2024 年 1-10 月我国出口占比较高的部分化工产品	15
图表 29. 海外部分化工装置关停计划梳理	16
图表 30. 化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比 (截至 2024 年 10 月)	17
图表 31. 化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比 (截至 2024 年 10 月)	17
图表 32. 塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比 (截至 2024 年 10 月)	17
图表 33. 2024Q3 化工行业上市公司在建工程占比	17
图表 34. 2019Q3-2024Q3 基础化工行业在建工程情况	17

图表 35. 2019Q3-2024Q3 石油石化行业在建工程情况	17
图表 36. 《2024-2025 年节能降碳行动方案》有望促进石油、化工行业供给格局优化	18
图表 37. 布伦特与 WTI 原油价格走势 (2000-2024)	18
图表 38. 美国汽油库存 (2019-2024)	19
图表 39. 美国原油库存 (2019-2024)	19
图表 40. 国内动力煤价格走势 (2011-2024)	19
图表 41. 中国原煤累计产量 (2015-2024)	20
图表 42. 中国原煤累计进口量 (2013-2024)	20
图表 43. NYMEX 天然气价格走势 (2016-2024 年 11 月)	20
图表 44. 基础化工板块经营数据分析	21
图表 45. 2019-2024 年前三季度基础化工行业销售毛利率、销售净利率走势	21
图表 46. 2019-2024 年前三季度基础化工行业 ROE (加权平均) 走势	21
图表 47. 石油石化行业经营数据分析	21
图表 48. 2019-2024 年前三季度石油石化行业销售毛利率、销售净利率走势	22
图表 49. 2019-2024 年前三季度石油石化行业 ROE (加权平均) 走势	22
图表 50. 2002.1.1-2024.11.24 申万基础化工指数、申万石油石化指数与沪深 300 指数	22
图表 51. SW 基础化工指数市盈率、市净率	22
图表 52. SW 石油石化指数市盈率、市净率	22
图表 53. “三桶油”历年原油产量 (2017-2024 年前三季度)	25
图表 54. “三桶油”国内原油产量占比 (2017-2023)	25
图表 55. “三桶油”油气当量产量 (2018-2024 年前三季度)	25
图表 56. “三桶油”勘探开采板块营收 (2018-2023)	26
图表 57. “三桶油”勘探开采板块毛利 (2018-2023)	26
图表 58. “三桶油”在建工程和固定资产 (2018-2024Q3)	26
图表 59. 全球油气上游投资额 (2015-2024E)	27
图表 60. 全球上游油气投资额 (按资金去向分类) (2015-2024E)	27
图表 61. 主要海外油服公司营收 (2010-2024 年前三季度)	28
图表 62. 主要海外油服公司毛利 (2010-2024 年前三季度)	28
图表 63. 全球油气上游资本开支和布伦特原油价格 (2015-2024E)	28
图表 64. 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 65. 中国石油、中国石化、中国海油操作成本变动 (2016-2023)	29
图表 66. 海内外油气公司作业费用变化 (2023 VS 2018)	29
图表 67. 中国石油、中国石化、中国海油资本开支 (2015-2024 年前三季度) ...	30
图表 68. 中国石油、中国石化、中国海油资本开支/EBITDA 比率 (2015-2023) ...	30
图表 69. 中海油服、海油工程、海油发展营业收入 (2013-2024 年前三季度) ...	30
图表 70. 中海油服、海油工程、海油发展营业利润 (2013-2024 年前三季度) ...	30
图表 71. 中国油服企业部分新签海外订单或协议 (2023-2024)	31

图表 72. 中海油服分地区营收结构 (2004-2023)	31
图表 73. 海油工程分地区营收结构 (2004-2023)	31
图表 74. “三桶油”加权平均 ROE (2015-2024 年前三季度)	32
图表 75. “三桶油”总资产净利率 (2015-2024 年前三季度)	32
图表 76. 代表性油服企业加权平均 ROE (2013-2024 年前三季度)	32
图表 77. 代表性油服企业总资产净利率 (2013-2024 年前三季度)	32
图表 78. “三桶油”股息率 (2015-2023)	33
图表 79. “三桶油”现金分红率 (2015-2024 年前三季度)	33
图表 80. 代表性油服企业股息率 (2020-2023)	33
图表 81. 代表性油服企业现金分红率 (2020-2023)	33
图表 82. “三桶油”毛利率 (2018-2024 年前三季度)	34
图表 83. 代表性油服企业毛利率 (2018-2024 年前三季度)	34
图表 84. 2022 年至 2024 年央企考核体系对比	34
图表 85. 推荐及建议关注的能源央企	35
图表 86. 近年国内部分新材料相关规划和支持政策	36
图表 87. 吸附分离材料国内外主要厂商	37
图表 88. 蓝晓科技盐湖提锂项目进展	38
图表 89. 2019-2025 年全球色谱填料行业市场规模及增速	38
图表 90. 蓝晓科技 2023 年主要产品产能情况	39
图表 91. 2021-2025 年全球半导体制造产能	40
图表 92. 2020-2030 年全球 OLED 显示面板需求	41
图表 93. 主要推荐的新材料上市公司	42
图表 94. 优秀企业资本开支情况	43
图表 95. 龙头企业 ROE (摊薄) 情况 (2017-2023)	43
图表 96. 龙头企业研发支出占收入比重 (2018-2024 前三季度)	43
图表 97. 万华化学及卫星化学 2024 年部分新投产产能	43
图表 98. 部分化工产品价格走势 (2010-2024)	44
图表 99. 万华化学、华鲁恒升、卫星化学市净率变化 (2010-2024H1)	44
图表 100. 主要推荐的化工龙头上市公司	44
图表 101. 三代制冷剂配额削减时间表	45
图表 102. 2025 年度 HCFCs 生产配额和内用生产配额分配情况 (单位: 吨)	46
图表 103. 2025 年制冷剂生产配额 (万吨)	46
图表 104. 主流制冷剂价格情况	47
图表 105. 我国 R22 产能、产量及开工率	47
图表 106. R22 价格及价差	47
图表 107. 我国 R32 产能、产量及开工率	47
图表 108. R32 价格及价差	47
图表 109. 我国 R125 产能、产量及开工率	48
图表 110. R125 价格及价差	48

图表 111. 我国 R134a 产能、产量及开工率	48
图表 112. R134a 价格及价差	48
图表 113. 2023 年 R32 下游应用领域	49
图表 114. 2023 年 R125 下游应用领域	49
图表 115. 2023 年 R134a 下游应用领域	49
图表 116. 2023 年 R22 下游应用领域	49
图表 117. 我国空调月度产量及当月同比（截至 2024 年 10 月）	49
图表 118. 我国空调月度销量及当月同比（截至 2024 年 10 月）	49
图表 119. 我国冰箱月度产量及当月同比（截至 2024 年 10 月）	50
图表 120. 我国冰箱月度销量及当月同比（截至 2024 年 10 月）	50
图表 121. 单相浸没式液冷系统原理	51
图表 122. 主要推荐的氟化工上市公司	51
图表 123. 2016 年-2024 年 11 月维生素 A、维生素 E、维生素 D ₃ 市场价格走势 ..	52
图表 124. 2024 年以来生猪价格有所上行	52
图表 125. 2024 年生猪养殖预测盈利改善	52
图表 126. 2024 年 1-10 月维生素 A 出口量	53
图表 127. 2024 年 1-10 月维生素 E 出口量	53
图表 128. 2024 年维生素 A 全球产能（折 50 万 IU/g）	53
图表 129. 2024 年维生素 E（油）全球产能	53
图表 130. 主要推荐的维生素上市公司	54
图表 131. 2023 年全球各国家（地区）轮胎消费数量占比	54
图表 132. 2018.1-2024.10 我国轮胎产量	55
图表 133. 2019-2024 年前三季度我国轮胎出口数量	55
图表 134. 海外对我国出口轮胎“双反”及关税政策梳理（部分梳理）	55
图表 135. 东南亚地区为我国轮胎企业重要海外基地	56
图表 136. 主要轮胎企业积极布局全球基地	56
图表 137. 2023 年各国汽车产量、销量	57
图表 138. 2016-2023 年我国大陆轮胎企业 CR3 市占率变化	57
图表 139. 优秀轮胎企业 2024 年前三季度毛利率情况	57

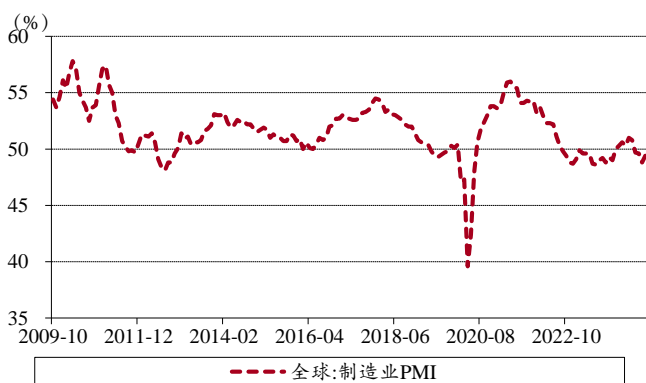
行业数据回顾与展望

全球宏观经济缓慢复苏，增长放缓

2024年上半年全球制造业采购经理人指数（PMI）均在荣枯线 50% 以上，进入 7 月后有转弱趋势，7-10 月 PMI 均低于 50%，10 月 PMI 为 49.40%。主要国家/经济体中，美国 10 月 PMI 为 46.50%，略低于去年同期水平；日本、欧盟 11 月 PMI 分别为 49.00%、45.20%，环比走弱，但较去年同期小幅回升。我国 10 月 PMI 为 50.10%，同比、环比均有一定改善。

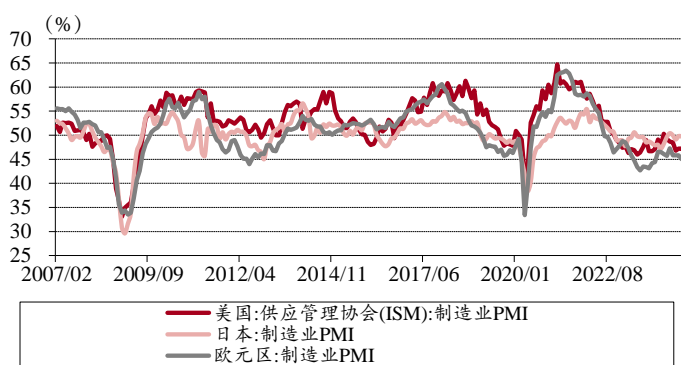
2024 年 10 月 22 日，国际货币基金组织（IMF）更新最新一期《世界经济展望》，对 2025 年全球经济增长率预测下调 0.1pct，预测 2024、2025 年全球经济增速稳定在 3.2%。在通胀方面，IMF 预计全球通胀率由 2023 年的 6.7% 降至 2024 年的 5.8%，并于 2025 年达到 4.3%。

图表 1. 全球制造业 PMI（截至 2024 年 10 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 10 月）



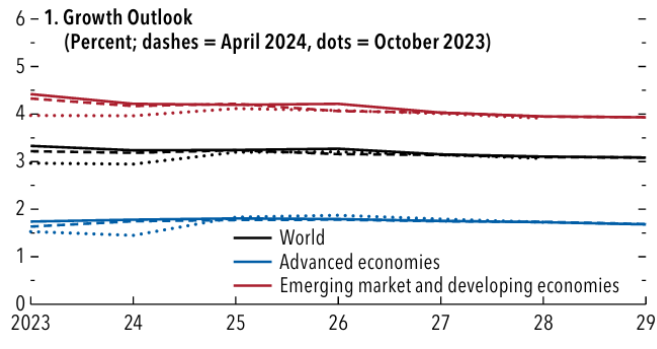
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 我国制造业 PMI（截至 2024 年 10 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

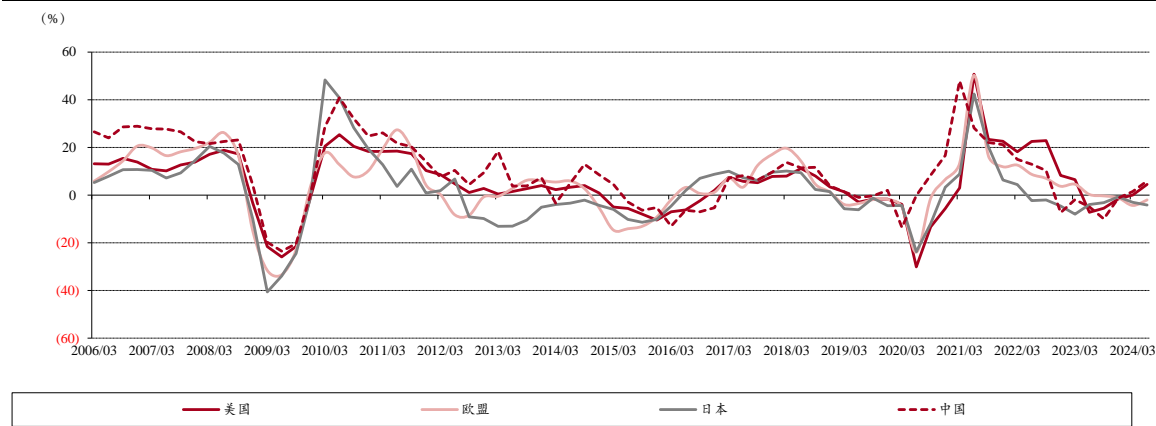


资料来源：国际货币基金组织，中银证券

注：虚线表示 2024 年 4 月预测值；点线表示 2023 年 10 月预测值

出口层面，2024H1 中国、美国出口同比正增长，其他主要经济体仍有一定压力。2024 年上半年，中国 Q1、Q2 出口金额分别同比增长 1.51%、5.90%，美国 Q1、Q2 出口金额分别同比增长 0.07%、4.54%，第二季度中、美出口均呈现环比改善态势。欧盟 2024Q2 出口金额同比下降 2.00%，降幅较 Q1 收窄 2.34 个百分点，日本出口金额自 2022Q2 以来连续 9 个季度同比负增长，2024Q2 当季同比继续下滑 4.16%。

图表 5. 全球主要经济体出口金额增速 (截至 2024 年 6 月)



资料来源: 万得, 中银证券

2024 年行业整体营收同比改善, 产品价格及利润分化

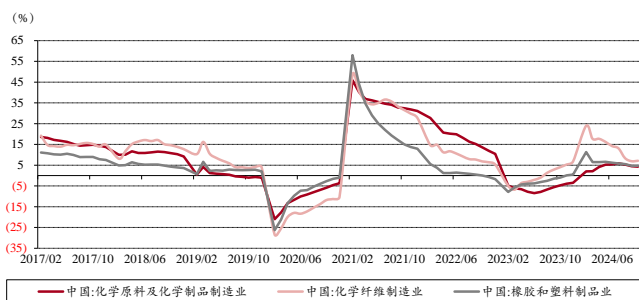
行业营收总额方面, 化学原料与化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业累计营收增速分别于 2024 年 1-2 月、2023 年 8 月、2023 年 11 月开始同比转正。2024 年 1-10 月, 化学原料与化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业累计营收分别同比增长 4.30%、7.10%、4.70%。

价格方面, 2022 年 10 月以来化工 PPI 同比增速持续为负。2024 年 10 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 -5.6%、-2.5%、-1.9%。

行业利润总额方面, 子行业表现有所分化, 2024 年 1-10 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 8.03%、提升 34.41%、提升 2.99%。

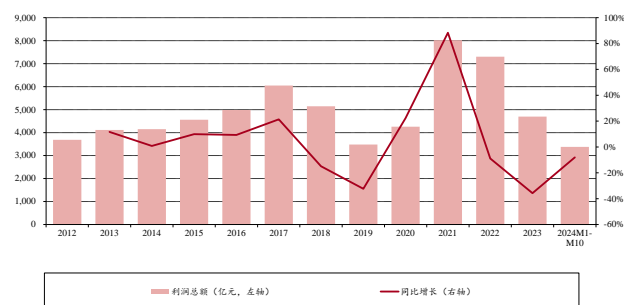
从具体产品价格来看, 截至 2024 年 11 月 17 日, 在我们统计的 101 种主要化工品种中, 2024 年以来的年内均价较 2023 年均价上涨的产品有 41 个, 占比为 40.59%, 其中涨幅超过 20% 的品种有 9 个, 占比为 8.91%, 分别是液氯 (长三角)、维生素 A、R125 (浙江高端)、硫酸 (浙江巨化 98%)、R22 (巨化)、维生素 E、R134a (巨化)、顺丁橡胶 (华东)、丁苯橡胶 (华东 1502); 2024 年以来的年内均价较 2023 年均价下跌的产品有 60 个, 占比为 59.41%, 其中跌幅超过 20% 的有 10 个, 占比为 9.90%, 分别是 BDO (长三角)、草甘膦 (长三角)、高效氯氟氰菊酯、轻质纯碱 (华东)、联苯菊酯、重质纯碱 (华东)、PTMEG (华东)、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 28 个品种的价格分位数低于 30%, 45 个品种的价格分位数低于 50%, 66 个品种的价格分位数低于 70%。其中, 无水氢氟酸 (华东)、丁苯橡胶 (华东 1502)、萤石粉 (华东) 价格处于历史 99% 以上分位, BDO (长三角)、贵亭酸甲酯价格处于历史 1% 以下分位。

图表 6. 化工一级子行业营业收入累计同比增速 (截至 2024 年 10 月)



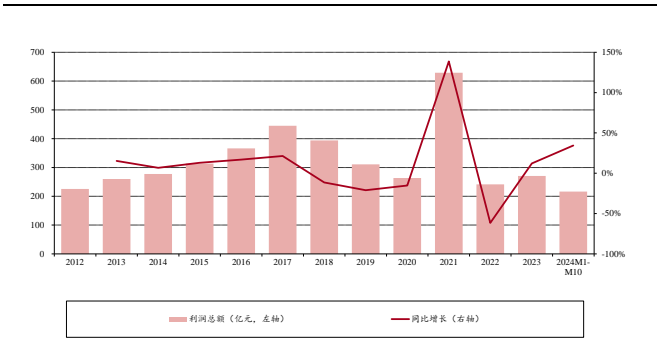
资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 化学原料及化学制品利润总额 (截至 2024 年 10 月)



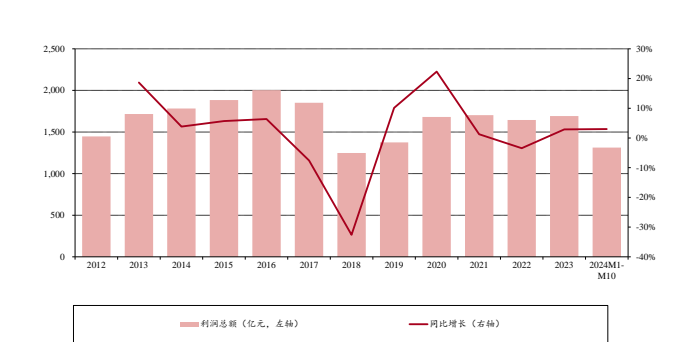
资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 化学纤维制造业利润总额 (截至 2024 年 10 月)



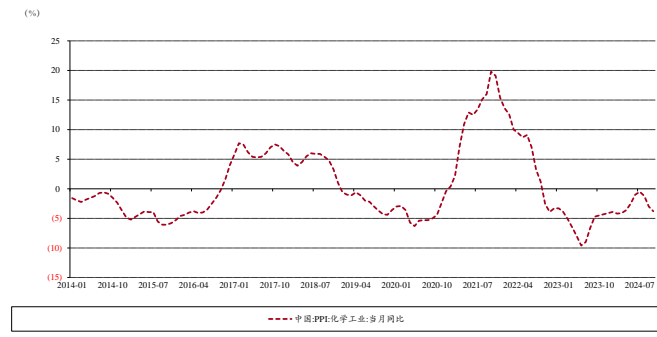
资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. 橡胶和塑料制品业利润总额 (截至 2024 年 10 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 10 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 10 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	440	241	156	54.3	44.3
维生素 A	元/千克	161	129	84	54.2	77.3
R125 (浙江高端)	元/吨	38,000	36,839	24,900	47.9	64.3
硫酸(浙江巨化 98%)	元/吨	570	390	272	43.2	74.0
R22 (巨化)	元/吨	34,000	28,843	20,280	42.2	53.9
维生素 E	元/千克	148	94	70	34.1	90.5
R134a (巨化)	元/吨	38,500	32,899	24,999	31.6	95.2
顺丁橡胶 (华东)	元/吨	13,950	14,252	11,679	22.0	89.5
丁苯橡胶 (华东 1502)	元/吨	15,317	14,366	11,822	21.5	99.6
天然橡胶 (上海地区)	元/吨	16,750	14,586	12,246	19.1	94.8
EDC (长三角)	元/吨	350	350	302	15.9	24.2
蛋氨酸	元/吨	19,630	21,373	18,735	14.1	48.8
丙酮 (华东)	元/吨	5,730	7,010	6,193	13.2	57.1
乙二醇	元/吨	4,645	4,583	4,096	11.9	78.9
纯苯 (FOB 韩国)	美元/吨	865	996	896	11.2	64.4
萤石粉 (华东)	元/吨	3,775	3,577	3,274	9.3	99.1
乙烯 (东南亚 CFR)	美元/吨	940	955	880	8.5	30.2
聚合 MDI (华东)	元/吨	18,350	17,292	16,007	8.0	89.1
多氟多氟化铝	元/吨	12,250	10,158	9,443	7.6	94.8
苯乙烯 (FOB 韩国)	美元/吨	1,005	1,106	1,032	7.2	2.6
硫磺 (CFR 中国现货价)	美元/吨	126	91	85	7.1	71.0
浆粕阔叶浆中国 CFR	美元/吨	970	941	891	5.6	64.8
甲醇 (长三角)	元/吨	2,523	2,584	2,448	5.5	94.3
无水氢氟酸 (华东)	元/吨	11,275	10,417	9,904	5.2	99.7
棉短绒 (华东)	元/吨	4,625	4,814	4,590	4.9	98.3
原盐 (山东海盐)	元/吨	345	316	305	3.5	97.1
锦纶 FDY (华东)	元/吨	15,900	17,648	17,068	3.4	18.0
钛白粉 (R 型, 长三角)	元/吨	12,900	14,093	13,662	3.2	45.4
粘胶长丝(华东)	元/吨	43,500	43,880	42,588	3.0	71.8
MAP(四川金河 55%)	元/吨	3,100	3,078	2,991	2.9	52.4
石脑油 (新加坡)	美元/桶	68	73	71	2.8	59.7
磷矿石(湖北 28%)	元/吨	950	943	920	2.5	95.2
苯酚 (华东)	元/吨	7,675	7,909	7,758	1.9	91.5
粘胶短纤(华东)	元/吨	13,850	13,412	13,177	1.8	83.9
LLDPE (余姚 7042/吉化)	元/吨	8,570	8,545	8,431	1.3	77.8
DAP(西南工厂褐色)	元/吨	3,625	3,611	3,573	1.1	95.4
PP (余姚市场 J340/扬子)	元/吨	8,100	8,235	8,159	0.9	17.1
己内酰胺(CPL)	元/吨	10,725	12,698	12,620	0.6	89.7
甲乙酮 (华东)	元/吨	7,050	7,827	7,780	0.6	16.8
涤纶短纤(华东)	元/吨	7,080	7,384	7,352	0.4	20.0
二甲醚 (长三角)	元/吨	3,550	3,663	3,647	0.4	58.9
丙烯 (韩国 FOB)	美元/吨	810	824	827	(0.4)	18.2
涤纶 FDY(华东)	元/吨	7,500	8,104	8,173	(0.8)	13.5
PA66 (华东)	元/吨	18,500	20,846	21,031	(0.9)	35.9
丙烯腈	元/吨	9,400	9,347	9,457	(1.2)	26.7
WTI 原油	美元/桶	67	77	78	(1.3)	53.9
PET 切片(华东)	元/吨	6,150	6,739	6,832	(1.4)	56.4
丁二烯 (东南亚 CFR)	美元/吨	810	824	838	(1.6)	26.8
尿素(波罗的海小粒装)	美元/吨	330	299	306	(2.3)	26.9
己二酸 (华东)	元/吨	8,000	9,268	9,527	(2.7)	2.5
二氯甲烷 (华东)	元/吨	3,170	2,498	2,578	(3.1)	63.2
甲醛 (华东)	元/吨	1,120	1,177	1,215	(3.1)	34.6
PVA	元/吨	13,800	12,786	13,212	(3.2)	59.8
双酚 A (华东)	元/吨	9,100	9,697	10,025	(3.3)	16.6

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11月17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 (%)
甲苯 (华东)	元/吨	5,660	7,019	7,261	(3.3)	44.9
苯胺 (华东)	元/吨	9,910	11,174	11,593	(3.6)	79.3
PTA(华东)	元/吨	4,770	5,628	5,864	(4.0)	31.0
离子膜烧碱 (30%折百)	元/吨	3,460	3,078	3,215	(4.3)	42.9
硫酸钾 (罗布泊 51%粉)	元/吨	3,100	3,122	3,265	(4.4)	23.8
纯 MDI (华东)	元/吨	19,300	19,068	19,947	(4.4)	36.0
对二甲苯 (PX 东南亚)	美元/吨	821	984	1,036	(5.0)	50.4
环氧丙烷 (华东)	元/吨	8,800	9,098	9,605	(5.3)	14.4
PVC (华东乙烯法)	元/吨	5,613	5,971	6,327	(5.6)	80.2
甲基环硅氧烷	元/吨	12,800	14,125	14,973	(5.7)	36.4
环氧氯丙烷 (华东)	元/吨	9,200	8,048	8,567	(6.1)	36.7
醋酸 (华东)	元/吨	2,608	2,984	3,179	(6.1)	54.9
煤焦油 (山西)	元/吨	3,607	4,233	4,511	(6.2)	80.3
醋酐 (华东)	元/吨	4,480	5,289	5,668	(6.7)	81.1
硬泡聚醚 (华东)	元/吨	8,400	8,924	9,593	(7.0)	14.8
多氟多冰晶石	元/吨	6,450	6,502	7,000	(7.1)	91.7
PVC(华东电石法)	元/吨	5,130	5,523	5,961	(7.3)	27.1
硝酸铵 (陕西兴化)	元/吨	2,300	2,499	2,711	(7.8)	37.3
纯吡啶(华东)	元/吨	21,500	23,124	25,164	(8.1)	40.5
黄磷 (四川)	元/吨	23,300	22,746	24,932	(8.8)	78.9
软泡聚醚 (华东散水)	元/吨	8,775	8,953	9,843	(9.0)	97.5
醋酸乙烯 (华东)	元/吨	5,500	6,128	6,745	(9.1)	13.8
炭黑 (黑猫 N330)	元/吨	7,400	7,998	8,820	(9.3)	66.7
磷矿石 (摩洛哥)	美元/吨	186	201	226	(10.7)	75.4
电石 (华东)	元/吨	3,112	3,151	3,540	(11.0)	70.6
磷酸 (澄星 85%)	元/吨	7,100	6,833	7,847	(12.9)	82.5
NYMEX 天然气	美元/mbtu	3.0	2.3	2.6	(13.5)	63.4
贵亭酸甲酯	元/吨	40,000	40,708	47,380	(14.1)	0.0
金属硅	元/吨	12,700	13,800	16,108	(14.3)	44.9
DMF (华东)	元/吨	4,100	4,530	5,310	(14.7)	6.5
尿素 (华鲁恒升 (小颗粒))	元/吨	1,760	2,091	2,455	(14.8)	55.6
氯化钾 (青海盐湖 60%)	元/吨	2,380	2,519	2,957	(14.8)	67.8
氨纶 40D(华东)	元/吨	24,300	26,774	31,872	(16.0)	61.5
三聚磷酸钠 (兴发 95%)	元/吨	7,000	7,168	8,610	(16.8)	13.0
硝酸 (华东地区)	元/吨	1,550	1,825	2,197	(16.9)	69.7
液氨 (河北新化)	元/吨	2,800	2,961	3,631	(18.5)	22.5
TDI (华东)	元/吨	12,700	14,565	17,926	(18.7)	22.5
BDO (长三角)	元/吨	8,000	8,903	11,299	(21.2)	0.7
草甘膦(长三角)	元/吨	24,700	25,430	32,873	(22.6)	64.7
高效氯氟氯菊酯	元/吨	108,000	108,825	140,786	(22.7)	11.6
轻质纯碱 (华东)	元/吨	1,530	1,978	2,608	(24.1)	38.9
联苯菊酯	元/吨	130,000	135,888	180,737	(24.8)	8.9
重质纯碱 (华东)	元/吨	1,550	2,067	2,803	(26.3)	38.1
PTMEG(华东)	元/吨	12,000	14,358	19,635	(26.9)	7.1
盐酸 (长三角 31%)	元/吨	129	145	211	(31.0)	80.8
三氯乙烯 (华东)	元/吨	3,359	4,276	6,302	(32.1)	85.4
草铵膦	元/吨	50,000	55,228	83,205	(33.6)	1.8

资料来源: 百川盈孚, 卓创资讯, 中银证券

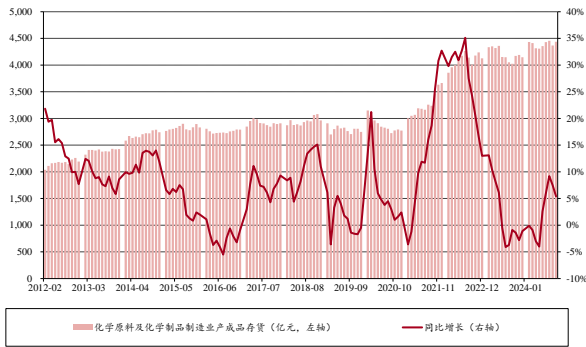
注 1: 化工产品价格分位数自 2006 年起, 或自该品种价格数据可得时间起, 截至 2024 年 11 月 17 日

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，各子行业库存或有所累积。截至2024年10月，化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业产成品库存金额分别同比增长5.40%、8.00%、6.70%，结合三个子行业PPI同比增速分别为-5.6%、-2.5%、-1.9%，库存数量或均有所增加。

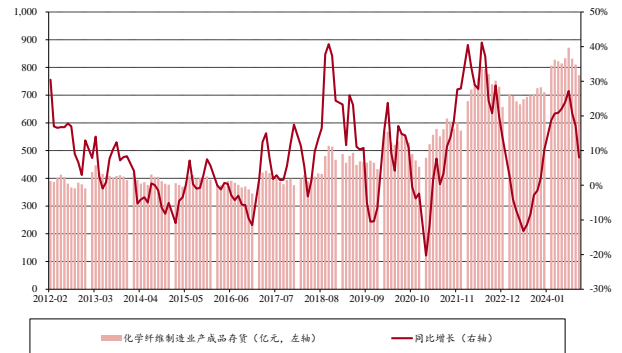
从行业开工率看，截至2024年10月，产业链开工率较高的子行业是涤纶长丝、纯碱、乙烯产业链，分别达到90.03%、84.88%、83.08%；开工率较低子行业是制冷剂R32，为44.26%。与2023年同期相比，聚氯乙烯、制冷剂R32行业的开工率有所下滑，乙烯、甲醇、纯碱、涤纶长丝行业的开工率有所提升。

图表 13. 化学原料及制品制造业历史产成品存货（截至2024年10月）



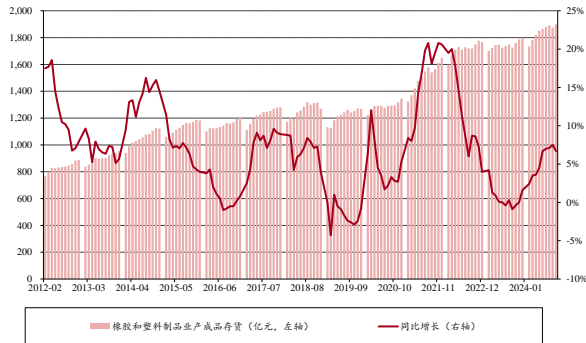
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 化学纤维制造业产成品存货（截至2024年10月）



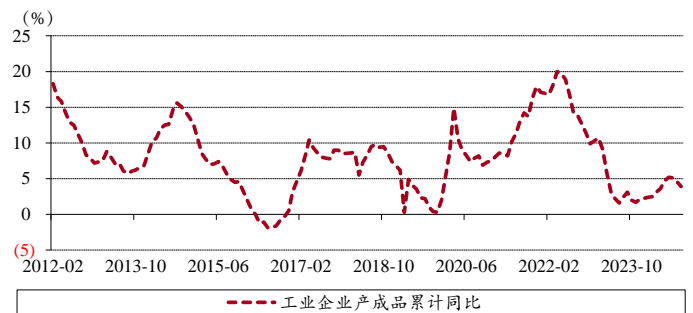
资料来源：万得，中银证券

图表 15. 橡胶和塑料制品业产成品存货（截至2024年10月）



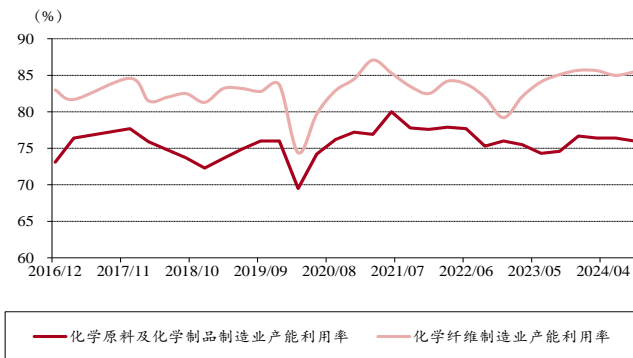
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 工业企业产成品存货累计同比（截至2024年10月）



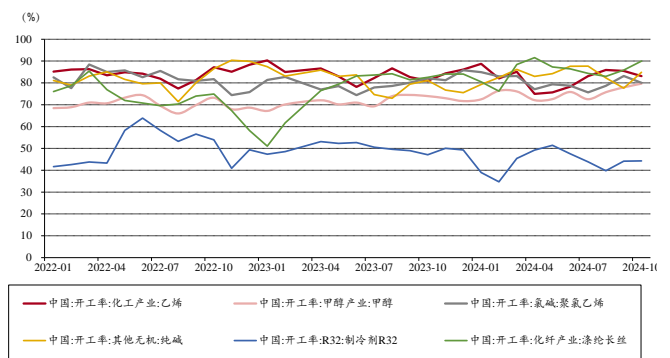
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 各子行业产能利用率（截至2024年9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10月）



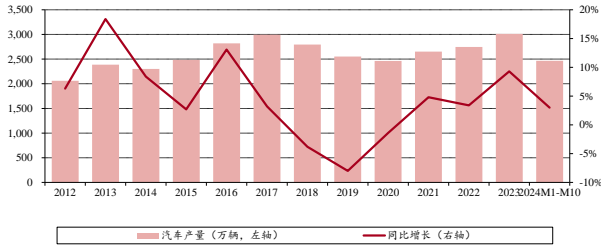
资料来源：百川盈孚，中银证券

需求端展望：政策加力国内复苏，海外降息背景下出口需求有望提振

2024年1-10月地产需求仍承压，家电、汽车需求稳中向好。从国内市场来看，2024年1-10月汽车产量为2,466.10万辆，同比增长3.00%；销量为2,462.40万辆，同比增长2.70%。其中新能源汽车产量990.00万辆，同比增长36.30%；销量为975.02万辆，同比增长33.93%。

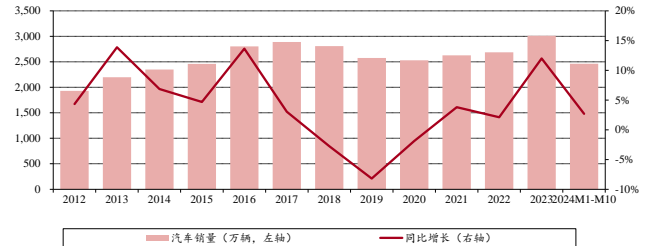
2024年1-10月国内房地产市场仍承压，房屋新开工、竣工面积分别同比下降22.60%、23.90%。但家电需求延续2023年旺盛趋势，1-10月空调、家用电冰箱、彩电累计产量同比分别增长8.20%、8.50%、2.70%。

图表 19. 国内汽车产量及增速（截至 2024 年 10 月）



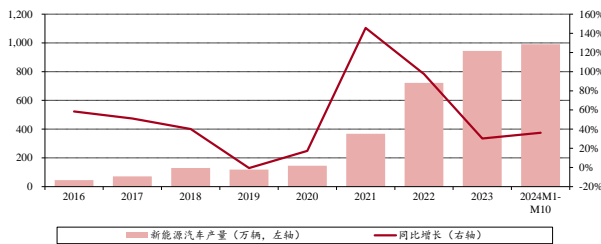
资料来源：万得，中银证券

图表 20. 国内汽车销量及增速（截至 2024 年 10 月）



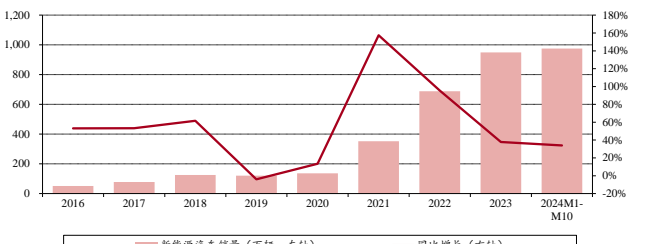
资料来源：万得，中银证券

图表 21. 国内新能源汽车产量及增速（截至 2024 年 10 月）



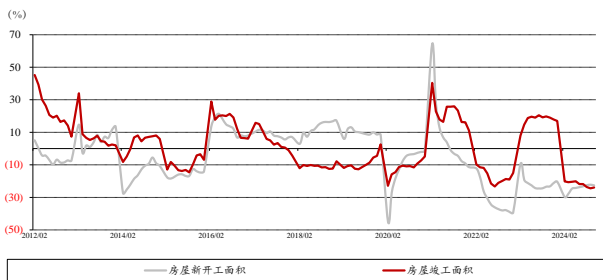
资料来源：万得，中银证券

图表 22. 国内新能源汽车销量及增速（截至 2024 年 10 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 10 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 10 月）



资料来源：万得，中银证券

国内政策发力，内需有望持续修复。1) 大规模设备更新和消费品以旧换新政策有望带动相关产业链需求改善。2024年3月国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，7月安排超长期特别国债资金加力支持，“两新”政策在消费、投资拉动方面发挥了积极作用，对汽车、家电（冰箱、空调、电视等）等需求形成支撑。国家发展改革委员会表示，未来“两新”政策有望进一步加力扩围。2) 政策组合拳有望支撑地产链止跌回稳。5月房地产新政出台，央行调节商业个人住房贷款利率并取消首套和二套住房的贷款利率下限，9月央行发布一揽子增量政策，此后住建部、财政部、自然资源部等多部门发布举措形成组合拳。2025年我国地产市场有望企稳，地产链相关化学品有望迎来需求改善。3) 加大财政逆周期调节力度，未来仍有充足的政策空间和丰富的政策储备。2024年10月，发改委、财政部宣布财政增量政策，明确了财政政策逆周期调节的基调与未来增量政策陆续出台的信号。未来增量政策陆续推出，有望对整体需求形成进一步提振。

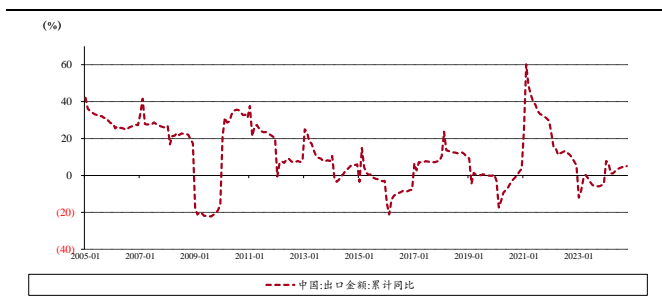
图表 25. 2024 年以来我国部分需求政策梳理

文件/会议	时间	部门	主要内容	化工受益品种
“两新”政策				
《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	2024.3.7	国务院	推进重点行业设备更新改造；开展汽车、家电、家装消费品等换新	汽车产业链（轮胎、塑料、新能源材料等）； 家电产业链（MDI、改性塑料、制冷剂）等
《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的措施》	2024.7.24	国家发改 委、财政部	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	
地产政策				
中共中央政治局会议	2024.9.26	中共中央政 治局	促进房地产市场止跌回稳，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量土地；要调整住房限购政策，降低存量房贷利率 取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准	地产建筑（PVC、纯碱、钛白粉、有机硅、减水剂等）；家具（MDI、TDI、聚醚、涤纶等）
住建部等相关负责人介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况	2024.10.17	住建部、财 政部、中国 人民银行等	降低住房公积金贷款利率、降低住房贷款首付比例、降低存量贷款利率、降低换购住房的税费负担 通过货币化安置等方式，新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造，将“白名单”项目的信贷规模增加到 4 万亿元	
《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》	2024.11.12	财政部、税 务总局、住 建部	加大住房交易环节契税优惠力度，降低土地增值税预征率下限；明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税优惠政策，降低二手房交易成本	
其他政策				
“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”有关情况发布会	2024.10.12	财政部	财政部在加快落实已确定的政策基础上，围绕稳增长、扩内需、化风险，推出一揽子有针对性政策举措，同时有其他政策工具在研究中	顺周期产业链
《全国人民代表大会常务委员会关于批准〈国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案〉的决议》	2024.11.9	全国人大常 委会	增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务；从 2024 年开始，连续 5 年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元专门用于化债	

资料来源：中国政府网，中银证券

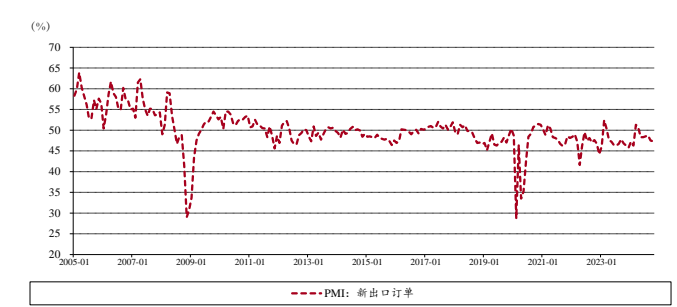
从出口情况来看，2024年1-10月我国出口金额同比增长5.10%。但2024年1-10月我国PMI新出口订单指数多位于50%荣枯线以下，其中8、9、10月分别为48.70%、47.50%、47.30%，呈现环比下滑趋势。

图表 26. 我国出口金额当月同比（截至 2024 年 10 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 27. 我国 PMI 新出口订单指数（截至 2024 年 10 月）



资料来源：万得，中银证券

2024 年美联储分别于 9 月、11 月降息 50bp、25bp，欧央行分别于 6 月、9 月、10 月三次降息，幅度均为 25bp，海外主要经济体降息有助于带来需求回暖。展望 2025 年，虽然对美出口关税政策仍有一定不确定性，但国内具有完整的化工产业链配套优势，部分品种全球市占率领先，且聚氨酯、轮胎等行业企业推进全球化布局，有望受益于海外需求改善。此外，近年来全球范围内部分化工品利润收缩，加之欧洲等地能源价格及运营成本高企，多家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、维生素等多个产业链。海外产能的逐渐退出，有望改善全球范围内部分化工品种的供给格局，国内化工品的出口需求有望进一步增长。

图表 28. 2024 年 1-10 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	15.96	46.73	34.08
	丙二醇	20.80	22.29	58.64
磷化工	六偏磷酸钠	5.80	9.04	35.66
	三聚磷酸钠	17.59	(15.41)	44.14
钛白粉	钛白粉	159.45	16.10	41.15
橡胶助剂	橡胶助剂	14.25	15.40	-
氨基酸	赖氨酸	2.84	14.59	29.83
氟化工	聚四氟乙烯	166.17	(2.00)	18.12
	磷酸一铵	375.18	(7.44)	31.41
化肥	磷酸二铵	7.64	1.68	40.39
	粘胶长丝	107.78	6.76	16.42
化学纤维	涤纶短纤	19.49	68.04	48.67
	丁酮	99.55	9.96	38.92
聚氨酯	聚合 MDI	91.43	17.04	36.83
	柠檬酸	100.81	2.96	64.41
其他	草甘膦	23.99	32.18	46.81
	燃料油	1680.51	0.62	45.75
	四氢呋喃	4.01	13.20	65.27

资料来源：万得，百川盈孚，中国橡胶工业协会，中银证券

注：聚合 MDI 数据截至 2024 年 9 月

图表 29. 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	2023 年	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
	利安德巴塞尔	2023 年 9 月	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	三菱化学集团	2024 年 2 月	预计年产 12 万吨装置于 2024 年 3 月停产
苯酚	日本三井化学	2024 年 4 月	计划于 2026 财年介绍前关闭位于日本千叶县市原的苯酚工厂, 该工厂的年生产能力为 19 万吨
动物营养	帝斯曼	2024 年 2 月	公司将在 2025 年剥离旗下动物营养与保健业务
PET 树脂	日本三井化学	2023 年 11 月	2024 年 10 月岩国大竹工厂的年产 14.5 万吨 PET 树脂设备将停产
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, 部分品种供应格局有望改善

化工各子行业的固定资产投资完成额较 2023 年同期均有所增长。根据国家统计局数据, 2024 年 1-10 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累计分别同比增长 11.20%、5.90%、14.10%。

从化工行业上市公司在建工程数据来看, 2024 年三季度末化工行业 (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 10,083.17 亿元, 同比增长 4.76%, 其中基础化工行业在建工程为 4,222.03 亿元, 同比增长 12.04%, 石油石化行业在建工程为 5,861.14 亿元, 同比增长 0.07%。从主要企业在建工程看, 2024 年三季度末中国石油在建工程为 2,133.17 亿元, 同比增长 5.65%; 中国石化在建工程为 1,944.26 亿元, 同比降低 13.36%; 万华化学在建工程为 697.24 亿元, 同比增长 49.33%; 荣盛石化在建工程为 579.30 亿元, 同比增长 58.51%; 恒力石化在建工程为 451.28 亿元, 同比减少 16.61%。2024 年三季度末, 中国石油、中国石化、万华化学、荣盛石化、恒力石化、合盛硅业在建工程较高, 合计占比达到 61.30%, 新增产能持续向龙头企业集中, 未来行业集中度有望继续提升。

图表 30. 化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比（截至 2024 年 10 月）



资料来源：万得，中银证券

图表 31. 化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比（截至 2024 年 10 月）



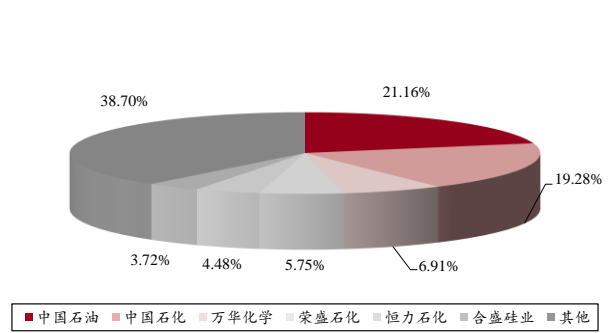
资料来源：万得，中银证券

图表 32. 塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比（截至 2024 年 10 月）



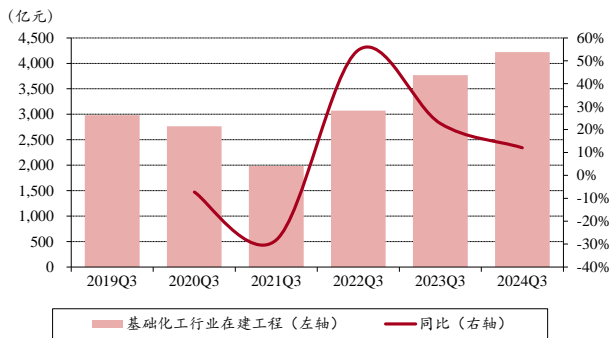
资料来源：万得，中银证券

图表 33. 2024Q3 化工行业上市公司在建工程占比



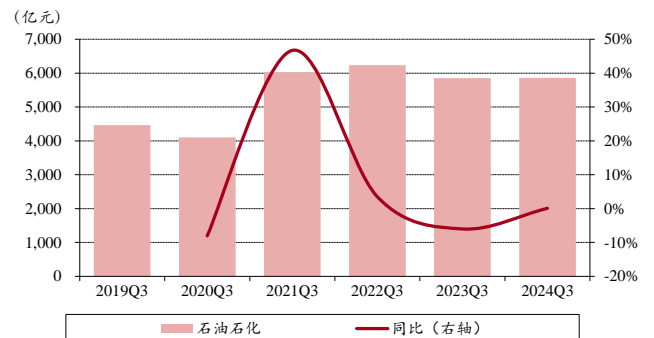
资料来源：万得，中银证券

图表 34. 2019Q3-2024Q3 基础化工行业在建工程情况



资料来源：万得，中银证券

图表 35. 2019Q3-2024Q3 石油石化行业在建工程情况



资料来源：万得，中银证券

节能降碳、老旧装置淘汰有望促进结构性供给格局改善。2024 年 5 月 23 日，国务院印发《2024-2025 年节能降碳行动方案》，对单位国内生产总值能源消耗和二氧化碳排放提出要求，并设置 2024、2025 年具体节能减排目标，要求争取于 2025 年尽最大努力完成“十四五”节能降碳约束性指标，具体方案涉及炼油化工、磷化工、聚氯乙烯等多个化工产业链。同时，我国上世纪建设的化工装置设备已运行较长年限，加之监测监控设施不完善、安全间距不足等问题，安全风险隐患叠加并进入集中暴露期。7 月，应急管理部等四部门印发联合《化工老旧装置淘汰退出和更新改造工作方案》，要求对企业中老旧装置、压力式液化烃球罐和部分常压可燃、剧毒液体储罐，实现依法淘汰一批、有序退出一批、改造提升一批。政策约束下，部分化工品种有望迎来供给格局优化。

图表 36. 《2024-2025 年节能降碳行动方案》有望促进石油、化工行业供给格局优化

总体要求	2024 年单位国内生产总值能源消耗和二氧化碳排放分别降低 2.5% 左右、3.9% 左右，规模以上工业单位增加值能源消耗降低 3.5% 左右，非化石能源消费占比达到 18.9% 左右，重点领域和行业节能降碳改造形成节能量约 5000 万吨标准煤、减排二氧化碳约 1.3 亿吨。 2025 年，非化石能源消费占比达到 20% 左右，重点领域和行业节能降碳改造形成节能量约 5000 万吨标准煤、减排二氧化碳约 1.3 亿吨，尽最大努力完成“十四五”节能降碳约束性指标。 加强煤炭清洁高效利用。
化石能源	合理调控石油消费，推广先进生物液体燃料、可持续航空燃料。加快页岩油（气）、煤层气、致密油（气）等非常规油气资源规模化开发。有序引导天然气消费，优先保障居民生活和北方地区清洁取暖。
石化行业	严控炼油、电石、磷铵、黄磷等行业新增产能，禁止新建用汞的聚氯乙烯、氯乙烯产能，严格控制新增延迟焦化生产规模。到 2025 年底，炼油、乙烯、合成氨、电石行业能效标杆水平以上产能占比超 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。
建材行业	到 2025 年底，水泥、陶瓷行业能效标杆水平以上产能占比达到 30%，平板玻璃行业能效标杆水平以上产能占比达到 20%，建材行业能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。

资料来源：中国政府网，中银证券

成本端展望：2025 国际油价仍有支撑，煤炭价格或小幅回调，天然气价格有望进一步市场化

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 年国际油价震荡回落，截至 2024 年 11 月 20 日，布伦特原油与 WTI 原油价格分别为 73.10、69.01 美元/桶，分别同比下跌 10.89%、11.09%。对 2024 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 年上半年国际油价震荡上行，主要驱动因素是地缘局势动荡加剧，以及 OPEC+ 减产政策延续。2024 年下半年，受美国大选、OPEC+ 减产政策调整以及全球原油需求预期下调等因素共同作用，国际油价震荡下行。

图表 37. 布伦特与 WTI 原油价格走势（2000-2024）



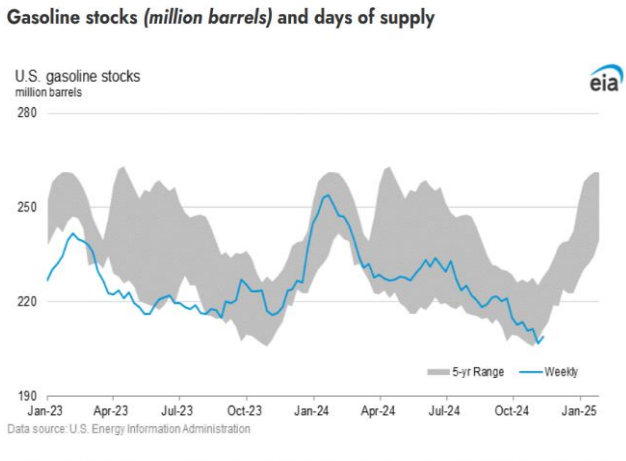
资料来源：万得，中银证券

国际油价预计维持中高位水平震荡。宏观方面，美国通胀压力减弱，美联储降息落地，美元指数走弱，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。OPEC+ 各国再次调整产量计划，在 2024 年 6 月份举行的部长级别会议上，各国同意将每日 366 万桶的减产协议延长一年至 2025 年底，并将原定于 2024 年 6 月底到期的包括沙特、阿联酋、伊拉克在内的 8 个 OPEC+ 成员国实施的 220 万桶/日的“自愿减产”计划推迟至 9 月份。然而，2024 年 6 月份以来，OPEC+ 已多次推迟取消 220 万桶/日的“自愿减产”计划，根据 12 月份 OPEC+ 的会议决议，原则上已同意推迟原定的 1 月增产计划，将从 2025 年 4 月开始逐步解除石油减产，直到 2026 年 9 月。

库存方面，EIA 报告显示，截至 2024 年 12 月 6 日当周，包括战略储备在内的美国原油库存总量 8.14 亿桶；需求端，全球原油需求仍将保持增长，OPEC 在 11 月月度原油市场报告中连续第四个月下调全球石油需求增长预测，预计 2024 年全球石油日均需求增长 182 万桶，比上个月报告预测下调了 10.7 万桶，2025 年全球石油日均需求增长 154 万桶，比上个月报告预测下调了 10 万桶。EIA 在 12 月的《短期能源展望》报告中，预计 2024 年全球原油需求增速预期为 90 万桶/日，2025 年全球原油需求增速预期为 130 万桶/日。IEA 预测 2025 年全球石油需求将增长 110 万桶/日。

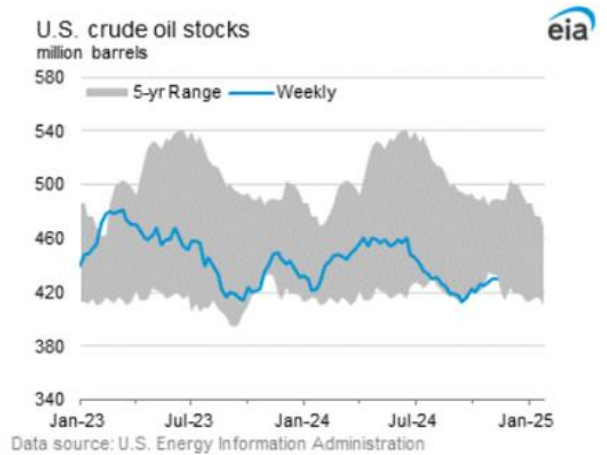
我们认为，俄乌冲突引发全球能源贸易格局变化，在美国原油产量未实现跨越性增长之前，OPEC+ 的减产联盟较为稳固，同时全球原油需求仍存在提升空间，供应端对原油价格存在较大影响力，国际油价或在中高位震荡，预计 2025 年布伦特原油价格区间为 65-80 美金/桶。

图表 38. 美国汽油库存 (2019-2024)



资料来源: EIA, 中银证券

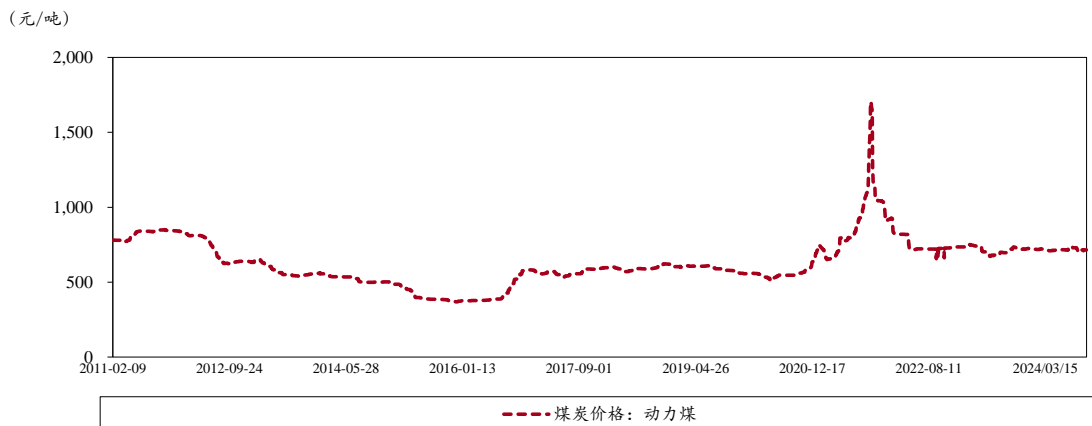
图表 39. 美国原油库存 (2019-2024)



资料来源: EIA, 中银证券

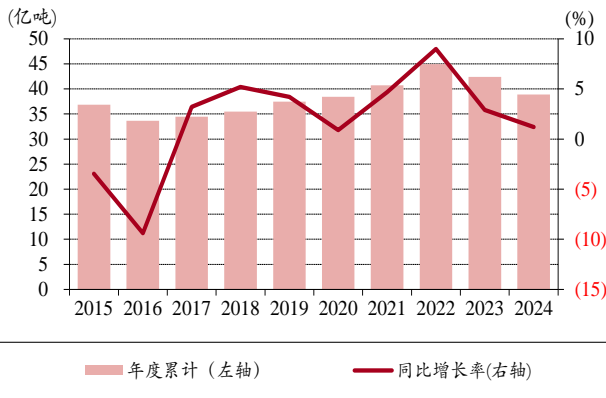
年底至明年上半年煤价或延续弱稳态势。供应端，国内产量稳定，进口煤快速增长。产量方面，根据国家统计局的数据，2024 年前 10 个月，中国原煤总产量为 38.9 亿吨，同比增长 1.2%，进口煤炭 4.4 亿吨，同比增长 13.5%，煤炭进口量增加一方面是由于印度尼西亚、蒙古国等主要煤炭出口国产量增加，另一方面，2024 年进口煤较国内同热值煤炭存在价格优势，国内用煤企业对进口煤接受度较高。消费端，煤炭需求保持旺盛，根据国家统计局数据，2024 年前 10 个月，我国规上工业发电量 78,027 亿千瓦时，同比增长 5.2%。随着电力消费进入冬季旺季，电煤需求或继续增长，同时，随着甲醇、尿素、PVC 等煤化工产品在产能逐步投产，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，我们预计年底至明年上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 40. 国内动力煤价格走势 (2011-2024)



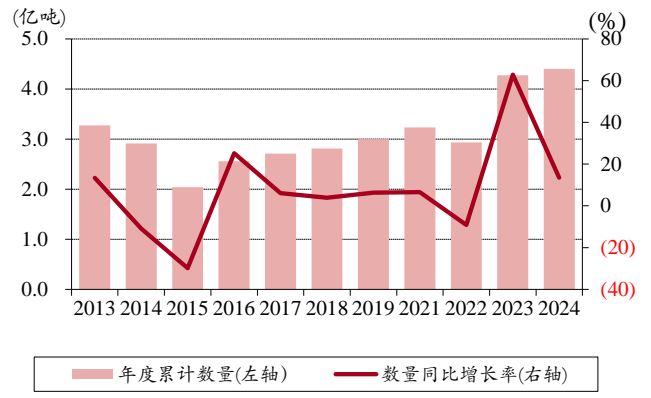
资料来源: ICE, 万得, 中银证券

图表 41. 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 10 个月数据

图表 42. 中国原煤累计进口量 (2013-2024)

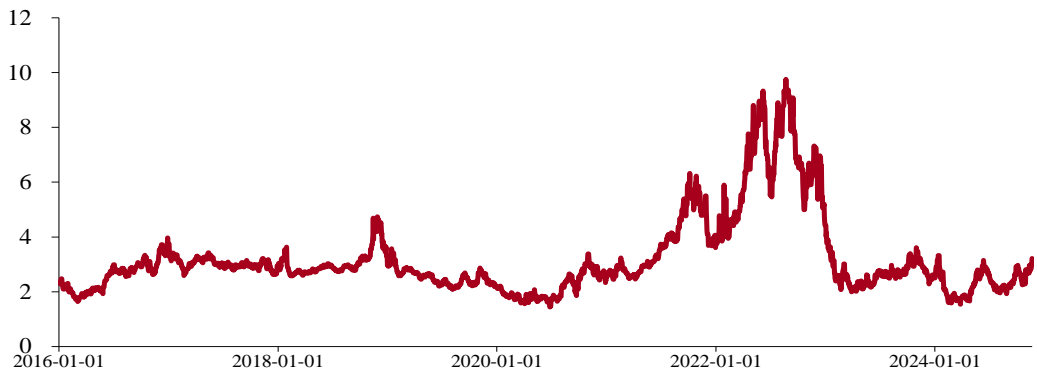


资料来源: 万得, 中银证券
注: 2024 年数据为前 10 个月数据

国内天然气需求快速增长, 价格市场化改革有序推进。国内方面, 我国天然气消费规模大、需求增速快、对外依存度较高。据国家能源局《中国天然气发展报告(2024)》, 2023 年我国天然气消费量 3,945 亿立方米, 增量 282 亿立方米, 同比增长 7.6%, 天然气在一次能源消费总量中占比 8.5%, 较上年提高 0.1 个百分点, 而产量仅 2,324 亿立方米, 同比增长 5.6%, 并预计 2024 年天然气消费量 4200 亿~4250 亿立方米, 同比增长 6.5%~7.7%; 天然气产量 2460 亿立方米, 增产持续超过 100 亿立方米; 中俄东线进口气按达产计划增供, 液化天然气 (LNG) 进口维持增长态势。海外方面, 基础设施建设平稳推进, 欧洲、美国天然气库存较为充足。2023 年, 全球在役天然气管道总里程 136 万千米, 主要分布在北美、欧洲、亚太、俄罗斯-中亚, 管道里程分别为 55 万千米、24 万千米、22 万千米、21 万千米; 在建管道 6.76 万千米, 美国加快气源地通往 LNG 出口设施管道建设, 欧洲以连接新气源端及跨国联络线为主, 海恩斯维尔页岩盆地—墨西哥湾沿岸、保加利亚—塞尔维亚联络线等相继投产。库存方面, EIA 公布的天然气库存周报显示, 截至 12 月 6 日当周, 美国天然气库存总量为 37470 亿立方英尺, 较去年同期增加 670 亿立方英尺, 同比增幅 1.8%, 同时较 5 年均值高 1650 亿立方英尺, 增幅 4.6%, 根据 MacroMicro 的统计数据, 截至 12 月 11 日, 欧盟天然气库存率为 80.16%。全球来看, 随着天然气基础设施逐步完善, 管道气及 LNG 的贸易量或持续提升。我国天然气需求增速大于产量增速, 进口气依然存在提升空间, 叠加国内天然气价格市场化改革深化推进, 未来国内天然气价格与国际天然气价格联动或更为紧密。

图表 43. NYMEX 天然气价格走势 (2016-2024 年 11 月)

(美元/百万英热单位)



资料来源: ICE, 万得, 中银证券

2024 年前三季度基础化工及石油石化行业业绩表现

2024 年前三季度基础化工行业营收同比小幅增长，盈利能力处于近年低位

根据万得数据,2024 年前三季度基础化工行业(采用申万 2021 版行业分类)实现营业总收入 16,476.80 亿元,同比增长 1.89%,在整体需求疲软及化工品价格承压下,归母净利润同比下滑 7.26%至 944.95 亿元,但较 2023 年降幅 45.01%有所收窄。

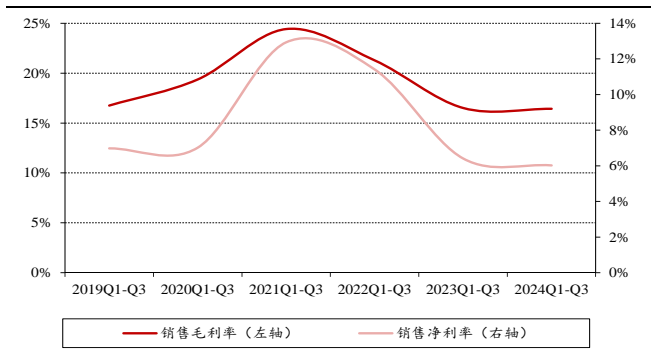
图表 44. 基础化工板块经营数据分析

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 Q1-Q3
营收(亿元)	18,998.95	18,579.95	22,110.63	20,963.30	16,476.80
增速(%)	5.61	33.22	14.49	(6.40)	1.89
归母净利润(亿元)	1,139.33	2,085.34	2,028.64	1,105.87	944.95
增速(%)	106.88	128.78	(5.88)	(45.01)	(7.26)

资料来源:万得,中银证券

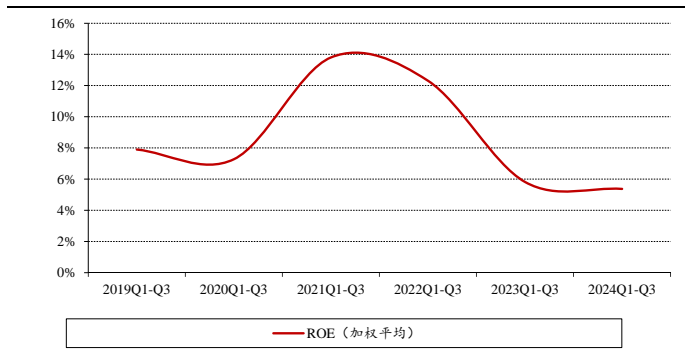
2024 年前三季度基础化工板块盈利能力同比小幅下降。2024Q1-Q3 基础化工板块毛利率为 16.43%,同比下降 0.08pct;净利率为 6.02%,同比下降 0.39pct;ROE(加权平均)为 5.37%,同比下降 0.45pct。当前基础化工板块盈利能力已处于近六年内最低水平,未来随着宏观政策效果进一步显现、国内需求有序复苏,板块盈利能力有望触底回升。

图表 45. 2019-2024 年前三季度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 46. 2019-2024 年前三季度基础化工行业 ROE(加权平均)走势



资料来源:万得,中银证券

石油石化行业营收、业绩保持稳健,2024 年前三季度盈利能力同比提升

2024Q3 国际油价波动,对石油石化板块收入业绩产生一定影响,但全年来看,油价仍保持相对高位,板块景气度仍维持。根据万得数据,2024 年前三季度石油石化行业(采用申万 2021 版行业分类)营业总收入为 60,609.58 亿元,同比下降 1.96%;归母净利润为 3,104.62 亿元,同比增长 1.46%。

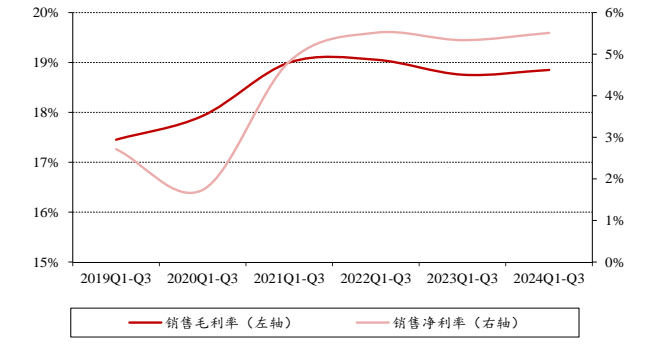
图表 47. 石油石化行业经营数据分析

	2020	2021	2022	2023	2024Q1-Q3
营收(亿元)	44,594.08	64,930.32	83,753.28	81,738.50	60,609.58
增速(%)	(25.18)	32.21	23.99	(2.40)	(1.96)
归母净利润(亿元)	570.89	2,146.13	3,819.92	3,726.24	3,104.62
增速(%)	(50.92)	152.82	30.55	(2.55)	1.46

资料来源:万得,中银证券

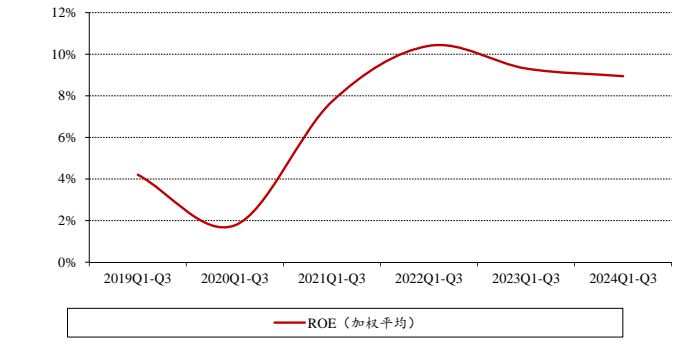
石油石化行业盈利能力保持较高水平。2024 年前三季度石油石化行业毛利率为 18.85%,同比提升 0.10pct;净利率为 5.51%,同比提升 0.17pct;ROE(加权平均)为 8.95%,同比降低 0.37pct。当前板块盈利能力较 2022 年高点有所下降,但得益于主要公司控费效果显现、经营效率提升,板块毛利率、净利率、ROE(加权平均)等指标仍处于近年较高位置。

图表 48. 2019-2024 年前三季度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. 2019-2024 年前三季度石油石化行业 ROE (加权平均) 走势

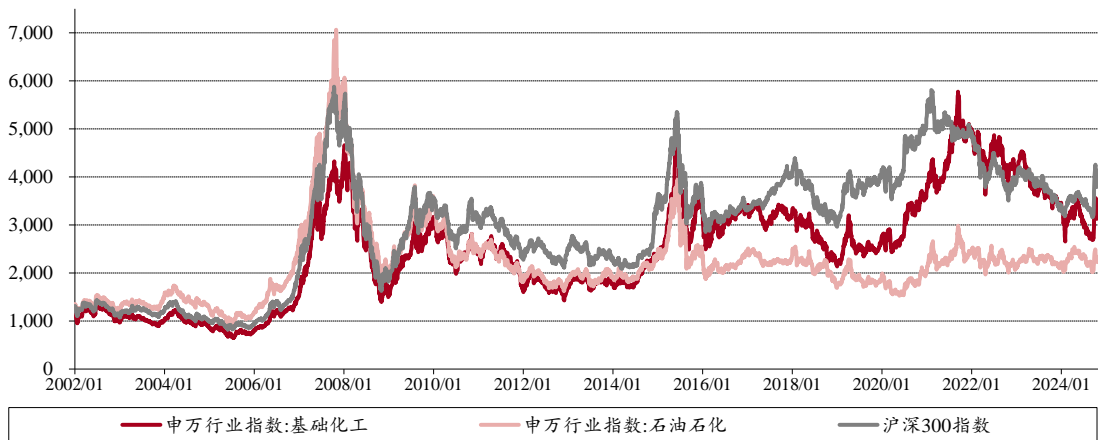


资料来源：万得，中银证券

当前化工行业位于低估值区间

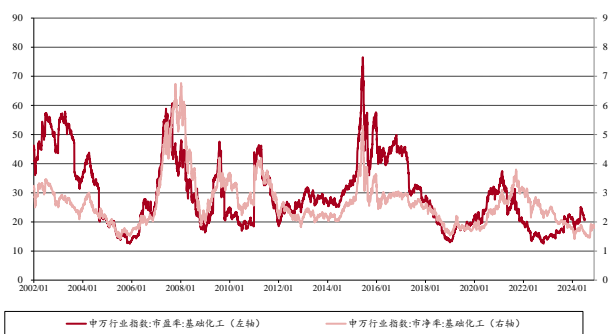
截至2024年11月24日，SW基础化工指数年内累计跌幅为2.50%，跑输沪深300指数15.17 pct，在31个行业中排名第23；SW石油石化指数累计涨幅为3.72%，跑输沪深300指数8.94 pct，在31个行业中排名第19。在估值方面，截至2024年11月24日，SW基础化工市盈率（TTM）为23.85倍，处在历史（2002年至今）的40.40%分位数；市净率为1.81倍，处在历史水平的11.10%分位数；SW石油石化市盈率（TTM）为16.19倍，处在历史（2002年至今）的32.40%分位数；市净率为1.24倍，处在历史水平的3.60%分位数。当前板块处于历史估值低位。

图表 50. 2002.1.1-2024.11.24 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 51. 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 52. 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 年全球经济增速放缓，我国化工行业营收同比改善，产品价格分化。2024 年 7-10 月全球制造业 PMI 均在 50% 荣枯线以下，10 月美国 PMI 为 46.50%，略低于去年同期水平；日本、欧盟 11 月 PMI 分别为 49.00%、45.20%，较去年同期小幅提升。我国 10 月 PMI 为 50.10%，同比、环比均有一定改善。

从我国化工行业来看，2024 年 1-10 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，分别同比增加 4.30%、7.10%、4.70%。但子行业间利润表现有所分化，库存数量或均有所增加。

在产品价格方面，2024 年 10 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-5.6%、-2.5%、-1.9%。从具体产品价格表现来看，截至 2024 年 11 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 41 个，占比为 40.59%，其中涨幅超过 20% 的品种有 9 个，占比为 8.91%；2024 年以来的年内均价较 2023 年均价下跌的产品有 60 个，占比为 59.41%，其中跌幅超过 20% 的有 10 个，占比为 9.90%。

从上市公司 2024 年前三季度经营数据来看，基础化工板块营收同比改善，但利润仍承压，石油石化板块营收业绩保持稳健，盈利能力保持近年来较高水平。基础化工方面，2024 年前三季度基础化工板块实现营业总收入 16,476.80 亿元，同比增长 1.89%；实现归母净利润 944.95 亿元，同比下滑 7.26%；销售毛利率、销售净利率、ROE（加权平均）分别为 16.43%、6.02%、5.37%，分别同比下降 0.08pct、0.39pct、0.45pct，盈利能力已处于近六年内最低水平。石油石化方面，2024 年前三季度实现营业总收入 60,609.58 亿元，同比下降 1.96%；归母净利润 3,104.62 亿元，同比增长 1.46%；毛利率、净利率、ROE（加权平均）分别为 18.85%、5.51%、8.95%，同比分别提升 0.10pct、提升 0.17pct、降低 0.37pct，盈利能力指标仍处于近年较高位置。

展望 2025 年

需求端来看，政策加力国内复苏，海外降息背景下出口需求有望提振。2024 年我国汽车、家电等领域增速较高，展望 2025 年，“两新”政策有望继续加力扩围，同时政策组合拳支持下地产有望实现止跌企稳，汽车、地产建筑等相关产业链品种及其他顺周期品种需求有望受益。出口方面，2024 年 1-10 月我国出口金额同比增长 5.10%，年内美联储、欧央行分别降息 75bp。2025 年来看，虽然对美关税仍有一定不确定性，但国内全球化布局企业有望受益于海外需求改善。此外，全球范围内部分化工品利润收缩及欧洲等地能源价格及运营成本高企，导致多家海外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、维生素等多个产业链。海外产能的逐渐退出，有望改善全球范围内部分化工品种的竞争格局，国内化工品的出口需求有望进一步增长。

供给端来看，产能持续向优势龙头企业集中，部分品种供应格局有望改善。根据国家统计局数据，2024 年 1-10 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累计分别同比增长 11.20%、5.90%、14.10%。从化工行业上市公司在建工程数据来看，2024 年三季度末化工行业（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 10,083.17 亿元，同比增长 4.76%，中国石油、中国石化、万华化学、荣盛石化、恒力石化、合盛硅业在建工程较高，合计占比达到 61.30%，新增产能持续向龙头企业集中，未来行业集中度有望继续提升。此外，在节能降碳及老旧装置淘汰等政策约束下，部分化工品种有望迎来供给格局优化。

成本端来看，2025 年国际油价仍有支撑，煤炭价格或小幅回调，天然气价格有望进一步市场化。2024 年国际油价震荡回落，截至 11 月 20 日，布伦特原油与 WTI 原油价格分别为 73.10、69.01 美元/桶，分别同比下跌 10.89%、11.09%。我们认为，俄乌冲突引发全球能源贸易格局变化，在美国原油产量未实现跨越性增长之前，OPEC+ 的减产联盟较为稳固，同时全球原油需求仍存在提升空间，供应端对原油价格存在较大影响力，国际油价或在中高位震荡，预计 2025 年布伦特原油价格区间为 65-80 美金/桶。煤炭方面，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，我们预计年底至明年上半年煤炭供需关系或偏宽松，煤炭价格或呈现弱稳态势。天然气方面，随着全球天然气基础设施逐步完善，管道气及 LNG 的贸易量或持续提升，我国进口气依然存在提升空间，叠加国内天然气价格市场化改革深化，未来国内天然气价格与国际天然气价格联动或更为紧密。

从估值的角度，截至 2024 年 11 月 24 日，SW 基础化工市盈率 (TTM) 为 23.85 倍，处在历史 (2002 年至今) 的 40.40% 分位数；市净率为 1.81 倍，处在历史水平的 11.10% 分位数；SW 石油石化市盈率 (TTM) 为 16.19 倍，处在历史 (2002 年至今) 的 32.40% 分位数；市净率为 1.24 倍，处在历史水平的 3.60% 分位数。当前板块处于历史估值低位，考虑到下游需求将逐渐复苏，维持行业“强于大市”评级。**中长期推荐投资主线：**

1、原油价格有望延续中高位，油气开采板块高景气度持续，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、下游行业快速发展，新材料领域公司发展空间广阔。一是电子材料。半导体材料方面，关注人工智能、先进封装、HBM 等引起的行业变化，半导体材料自主可控意义深远。OLED 材料方面，下游面板景气度有望触底向好，关注 OLED 渗透率提升与相关材料国产替代。二是新能源材料。我国新能源材料市场规模持续提升，固态电池等下游应用新方向有望带动相关材料产业链发展。三是医药、新能源等新兴领域对吸附分离材料需求旺盛。推荐：安集科技、雅克科技、江丰电子、鼎龙股份、蓝晓科技、沪硅产业、万润股份、德邦科技；建议关注：彤程新材、华特气体、联瑞新材、圣泉集团、阳谷华泰、莱特光电、奥来德、瑞联新材。

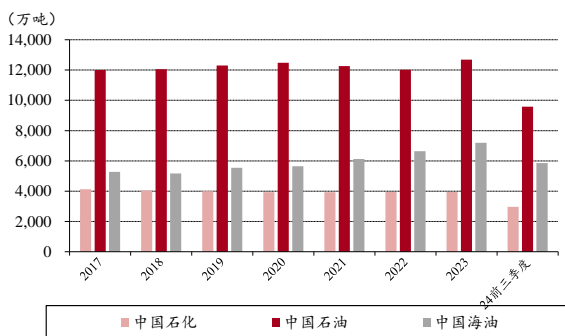
3、政策加持需求复苏，关注龙头公司业绩弹性及高景气度子行业。2025 年政策加持下需求有望复苏，优秀龙头企业业绩估值有望双提升。推荐：万华化学、华鲁恒升、卫星化学，关注宝丰能源。二是配额约束叠加需求提振，氟化工景气度持续上行，推荐：巨化股份。三是需求改善，供给格局集中，维生素景气度有望维持高位，推荐：新和成。四是优秀轮胎企业进一步加码全球化布局，出海仍有广阔空间，建议关注：赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟。

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

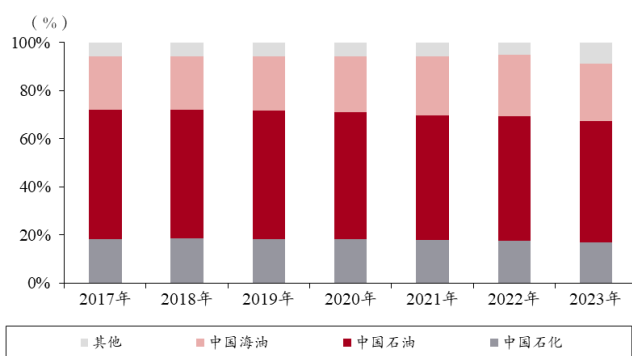
中国石油、中国石化、中国海油，作为国内石油石化行业的主力军，在保障中国化石能源产业安全供应中发挥着举足轻重的作用。2023年中国石油、中国石化、中国海油的原油产量分别为12,682.37万吨、3,950.28万吨、7,193.95万吨，其中国内原油产量分别为10,470.97万吨、3,544.08万吨、4,969.90万吨，在国内原油总产量中的占比分别为50.3%、17.0%、23.9%，总占比超过90%。2024年前三季度，中国石油、中国石化、中国海油分别生产原油9,585.87万吨、2,969.44万吨、5,858.53万吨，同比分别增长0.3%、0.3%、8.4%。

图表 53. “三桶油”历年原油产量 (2017-2024 年前三季度)



资料来源：公司年报，中银证券

图表 54. “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

保障能源安全，“三桶油”加大增储上产力度。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。根据国家能源局统计数据，2023年我国新建原油产能2,250万吨、天然气产能420亿立方米；储量方面，根据自然资源部《中国矿产资源报告2024》，截至2023年底，我国共有剩余探明技术可采储量石油38.51亿吨，天然气67,424.52亿立方米，较2022年底分别增长0.45亿吨、1,734.4亿立方米，同比分别增长1.18%、2.64%。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年前三季度，中国石油、中国石化、中国海油的油气当量产量分别为1,343.2百万桶、386.1百万桶、542.1百万桶，同比分别增长2.0%、2.6%、8.5%。未来随着增储上产的持续推进，三桶油的油气产量有望稳步增长。

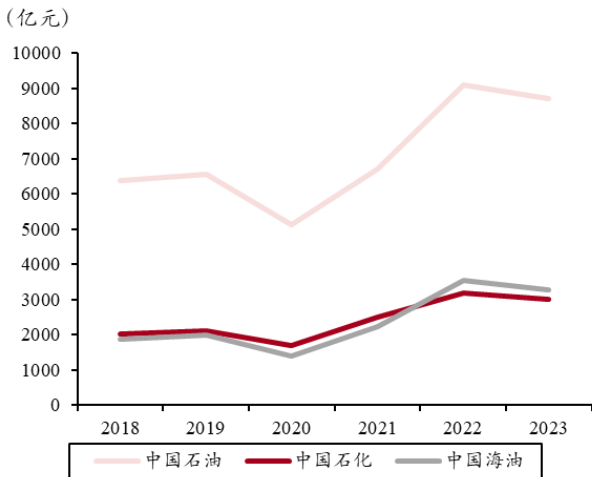
图表 55. “三桶油”油气当量产量 (2018-2024 年前三季度)

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年前三季度
中国石油油气当量产量 (百万桶)	1,491.7	1,560.8	1,625.5	1,624.8	1,685.4	1,759.2	1,343.2
中国石化油气当量产量 (百万桶)	4,51.5	458.9	459.0	479.7	489.0	504.1	386.1
中国海油油气当量产量 (百万桶)	4,75.0	506.5	526.8	572.9	623.9	678.0	542.1

资料来源：各公司公告，中银证券

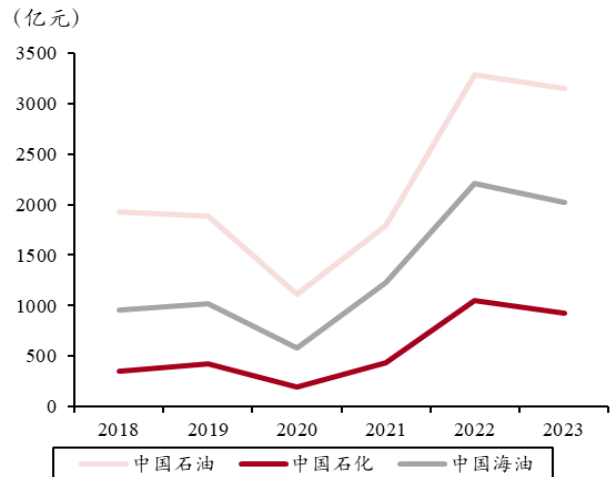
油气开采板块景气度延续。2018-2023年中国石油、中国石化和中国海油在油气勘探与生产板块的营收年复合增速分别为6.40%、8.43%和11.94%，毛利润年均复合增速分别为10.30%、21.62%和16.08%。2024年前三季度中国石油、中国石化和中国海油在油气勘探与生产板块的营业收入分别为6,784.52亿元、2,205.22亿元和2,714.32亿元，同比分别增加4.7%、2.9%和13.9%。依托增储上产以及技术进步，在油价略有波动的市场环境下，油气开采板块盈利能力依然强劲。

图表 56. “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 57. “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 58. “三桶油”在建工程和固定资产 (2018-2024Q3)

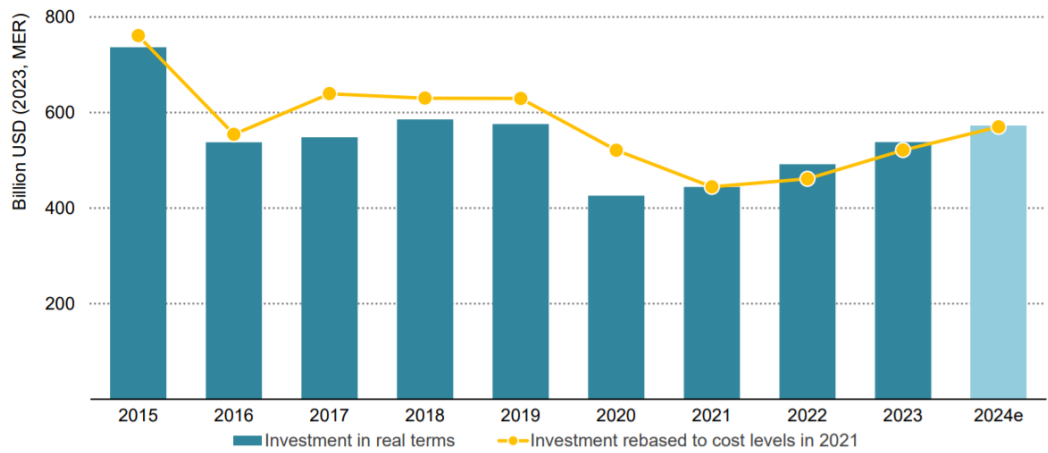
公司	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
中国石油							
在建工程 (亿元)	2196.23	2479.96	2222.15	2236.71	1968.76	1974.33	2133.17
固定资产 (亿元)	6893.06	7034.14	4159.88	4188.37	4630.27	4681.78	4536.24
中国石化							
在建工程 (亿元)	1369.63	1734.82	1247.65	1559.39	1960.45	1802.5	1944.26
固定资产 (亿元)	6178.12	6224.23	5892.85	5989.32	6307.58	6356.28	6864.98
中国海油							
在建工程 (亿元)	-	-	-	15.45	14.36	18.03	21.89
固定资产 (亿元)	-	-	-	50.36	66.52	66.06	66.86

资料来源: 同花顺 iFinD, 各公司公告, 中银证券

国内油服产业竞争力提升, 海外发展未来可期

全球油气上游资本开支持续增加, 海外油服企业业绩持续提升。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 IEA 《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 13.6%; 用于新增常规油气田的资本开支 1,250 亿美元, 同比增长 8.7%; 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。

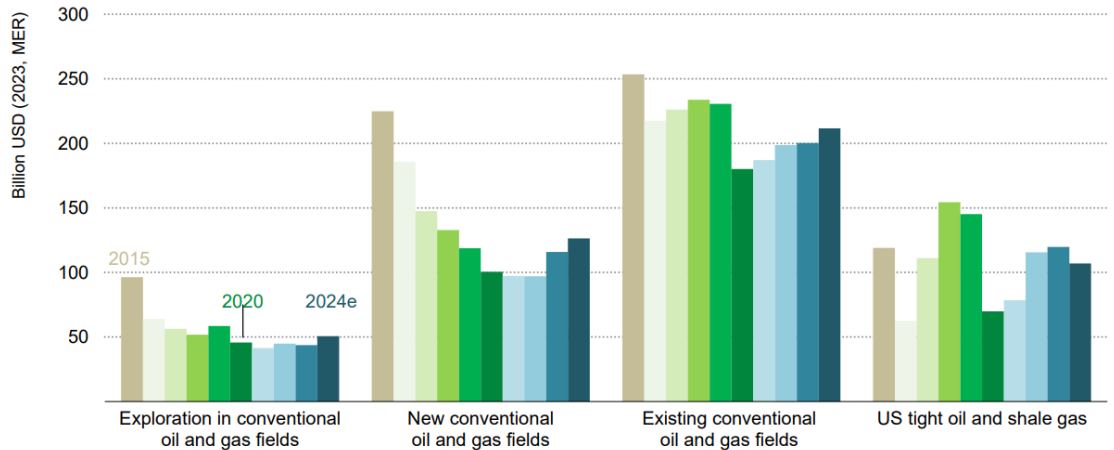
图表 59. 全球油气上游投资额 (2015-2024E)



IEA. CC BY 4.0

资料来源: IEA, 中银证券

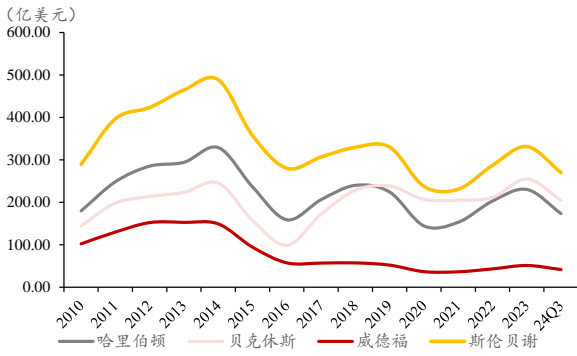
图表 60. 全球上游油气投资额 (按资金去向分类) (2015-2024E)



资料来源: IEA, 中银证券

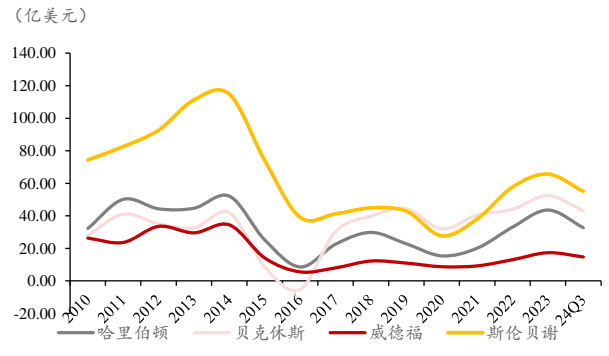
海外油服企业业绩持续提升。上游资本开支的增长推动了国际油服市场的复苏, 据 Spears & Associates 咨询公司预计, 2024 年全球油田服务市场规模同比将增加 7.1%。2020 年以来, 海外油服公司业绩快速增长, 2020-2023 年斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯和威德福营收年复合增速分别为 11.72%、16.80%、7.20%和 11.70%; 毛利年复合增速分别为 33.41%、41.31%、17.96%和 25.61%。2024 年前三季度, 斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯和威德福营收分别为 270.05 亿美元 173.34 亿美元、204.65 亿美元和 41.72 亿美元, 同比分别增长 10.71%、0.32%、9.61%、10.58%; 毛利分别为 54.99 亿美元、32.75 亿美元、43.10 亿美元、14.80 亿美元, 同比分别增长 9.67%、1.49%、13.30%、15.90%。

图表 61. 主要海外油服公司营收(2010-2024 年前三季度)



资料来源: 各公司公告, 中银证券

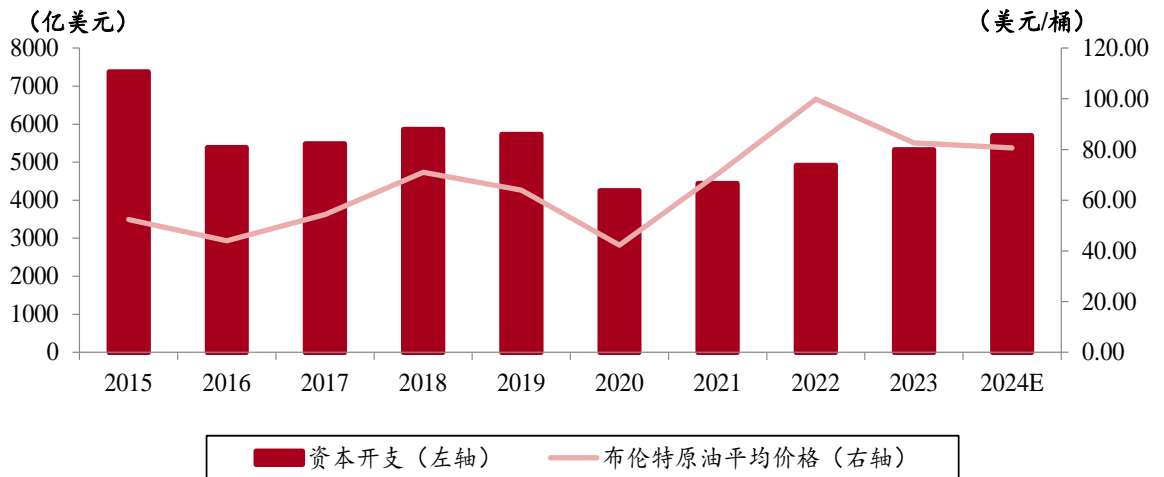
图表 62. 主要海外油服公司毛利(2010-2024 年前三季度)



资料来源: 各公司公告, 中银证券

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, 当前油价环境相对略高, 但上游资本开支仍略低, 随着全球经济复苏和能源需求的增加, 我们认为全球油气上游资本开支或稳步增长, 油服行业景气度有望继续提升。

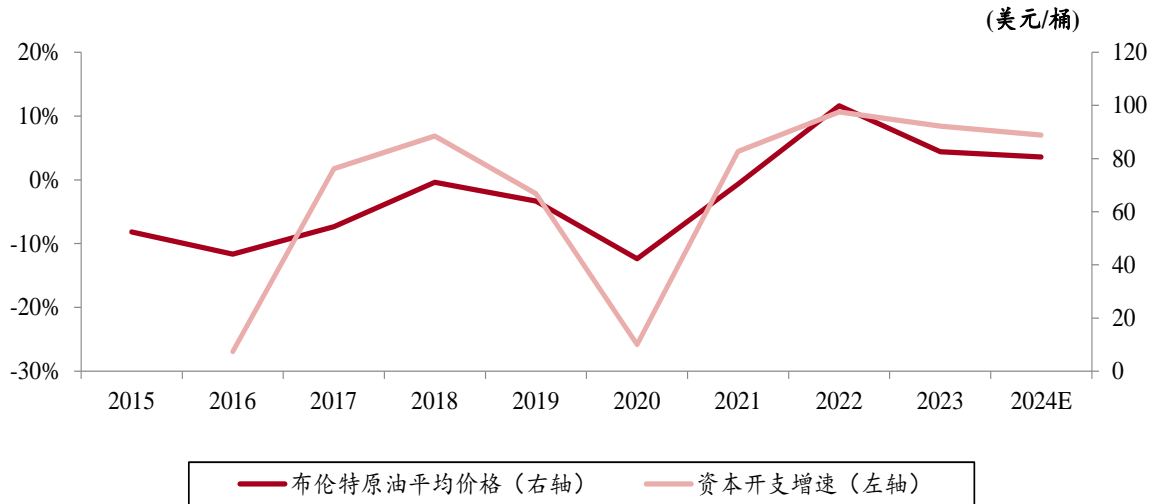
图表 63. 全球油气上游资本开支和布伦特原油价格(2015-2024E)



资料来源: IEA, 中银证券

注: 2 布伦特原油价格为 2024 年前三季度平均价格

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

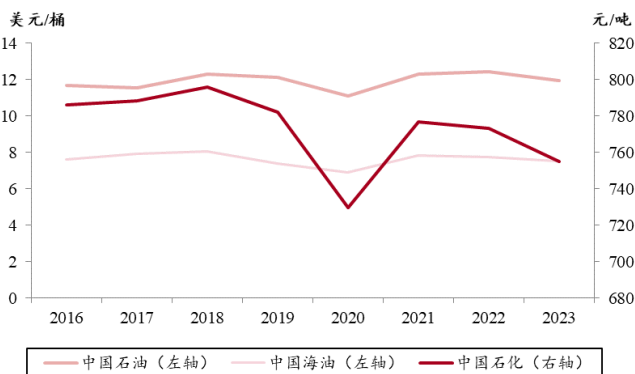


资料来源: IEA, 中银证券

注: 布伦特原油价格为 2024 年前三季度平均价格

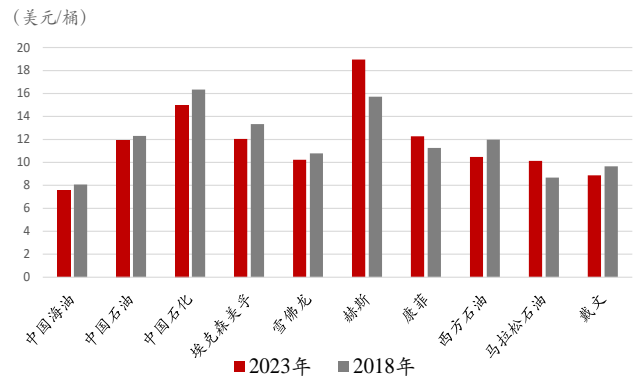
油服行业助力油气企业降本增效。国内油气公司及油服企业通过探勘理论创新以及开采技术进步,推动油气操作成本持续下降。2023 年,中国石油、中国石化和中国海油的油气操作成本分别为 11.95 美元/桶、755.2 元/吨、7.54 美元/桶,较 2018 年分别下降 2.92%、5.13%、6.57%。2024 年前三季度,中国石油、中国海油油气单位操作成本分别为 11.49 美元/桶,7.21 美元/桶,同比分别增长 2.1%、下降 1.50%。从全球来看,2023 年相比于 2018 年,康菲、马拉松石油、赫斯等油气公司的油气作业费用有所上升,雪佛龙、埃克森美孚、西方石油、戴文等油气公司油气操作成本小幅下降。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 65. 中国石油、中国石化、中国海油操作成本变动 (2016-2023)



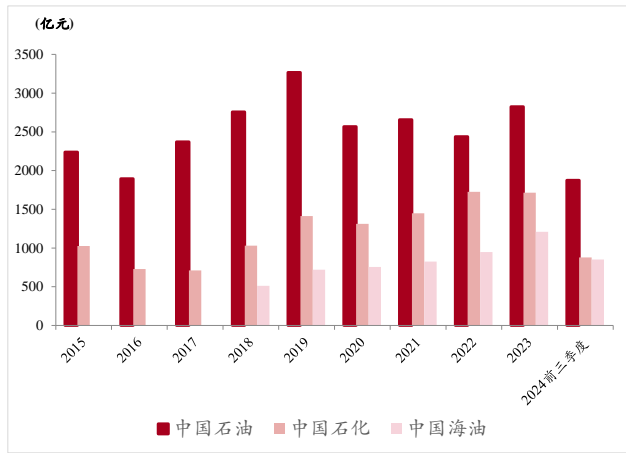
资料来源: 彭博, 各公司公告, 中银证券

图表 66. 海内外油气公司作业费用变化 (2023 VS 2018)



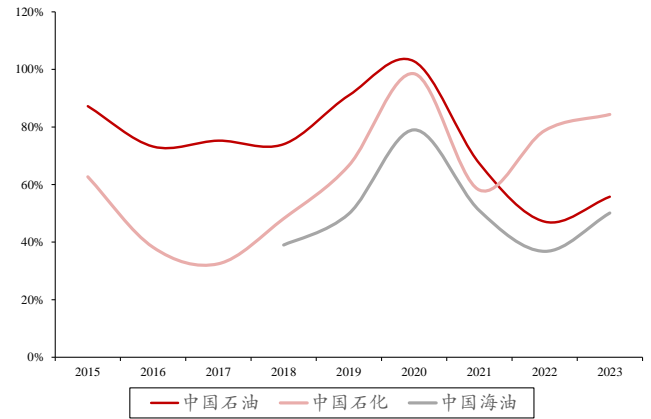
资料来源: 各公司公告, 中银证券

图表 67. 中国石油、中国石化、中国海油资本开支 (2015-2024 年前三季度)



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/EBITDA 比率 (2015-2023)



资料来源: 各公司公告, 中银证券

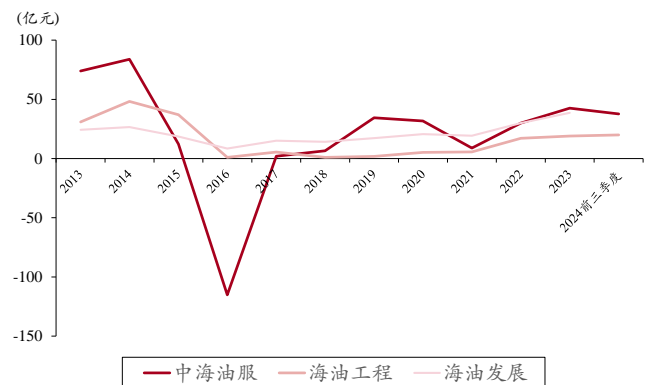
油服行业设备国产化进程加速推进。旋转导向钻井系统是现代油气勘探开发领域革命性的技术, 是深水、深层及非常规油气勘探开发需要用到的一项特殊的技术装备, 代表着当今世界钻井技术发展的最高水平, 被誉为石油钻井技术“皇冠上的明珠”。由中海油服自主研发的“璇玑”旋转导向及随钻测井系统, 具备百米最大 60 度的转向能力、最大径向深度 6.8 米的探测能力和最大 20 比特率的信息传输速率, 比常规测井方式速度更快、效果更优。中海油服在“璇玑”系统的静态推靠式旋转导向仪器日趋成熟的情况下, 历经 5 年时间, 攻克了指向式旋转导向关键技术, 成为全球第一家同时掌握静态“推靠式”和动态“指向式”旋转导向技术的企业, “璇玑”系列工具有望成为引领全球石油钻井装备行业发展的标志性产品。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, 海油工程承建的“海葵一号”完工交付, 率先将圆筒形 FPSO 应用于亚洲海域, 标志着我国深水油气装备自主设计建造关键技术取得重大突破, 未来有望推动我国深水油气高效开发。

图表 69. 中海油服、海油工程、海油发展营业收入 (2013-2024 年前三季度)



资料来源: 各公司公告, 中银证券

图表 70. 中海油服、海油工程、海油发展营业利润 (2013-2024 年前三季度)



资料来源: 业绩推介材料, 各公司公告, 中银证券

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年前三季度，中海油服、海油工程和海油发展利润继续增长，营业利润分别为37.62亿元、20.02亿元、33.48亿元，同比分别增加18.35%、24.48%和24.59%。

国内油服企业海外业务快速发展。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。7月，海油工程公司与韩国浦项制铁国际公司签署SHWE气田四期开发总包合同，合同金额5.2亿美元。8月，中海油服公司的SEEKER钻井平台同东南亚某知名石油公司锁定三年服务合同。展望未来，国内油服企业的海外业务或进入新的发展阶段。

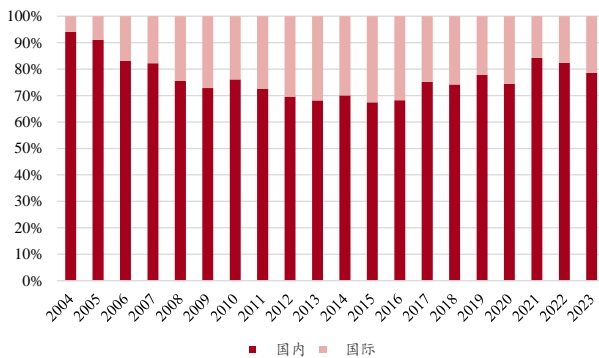
图表 71. 中国油服企业部分新签海外订单或协议（2023-2024）

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
	首次与北美客户签订框架协议	2024.1	
	东南亚某知名石油公司锁定三年服务合同	2024.8	
海油工程	与壳牌公司签署企业框架合作协议（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
	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
安东油服	与韩国浦项制铁国际公司签署 SHWE 气田四期开发总包合同	2024.7	5.2 亿美元
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

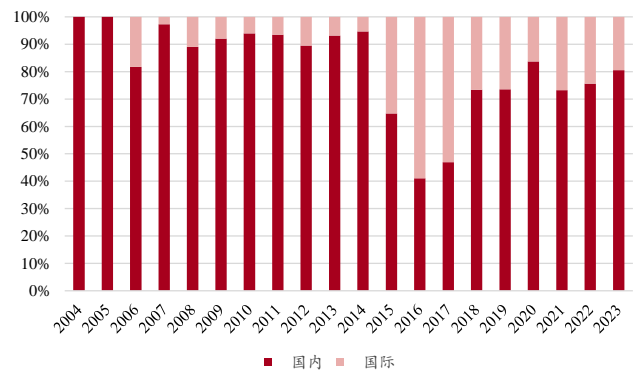
国内油服企业积极出海，国际业务占比提升。国内油气服务企业中海油服和海油工程贯彻国际化的发展战略，积极开拓海外业务。受全球公共卫生事件冲击，国内油服企业 2020-2021 年间海外业务占比出现阶段性收缩：2023 年，中海油服国际业务营收 94.70 亿元，占比 21.47%，海油工程国际业务营收 59.93 亿元，占比 19.49%。2023 年海油工程海外市场承揽额 141.76 亿元，占全年总承揽额 339.86 亿元的 41.7%，创海外市场单年承揽额的历史新高。

图表 72. 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 73. 海油工程分地区营收结构（2004-2023）

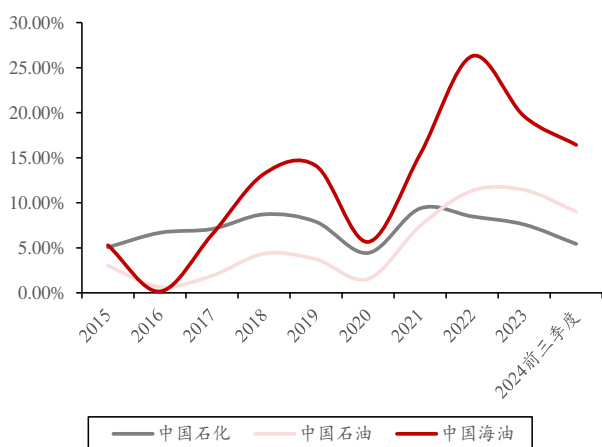


资料来源：公司公告，中银证券

管理效率提升，经营业绩向好

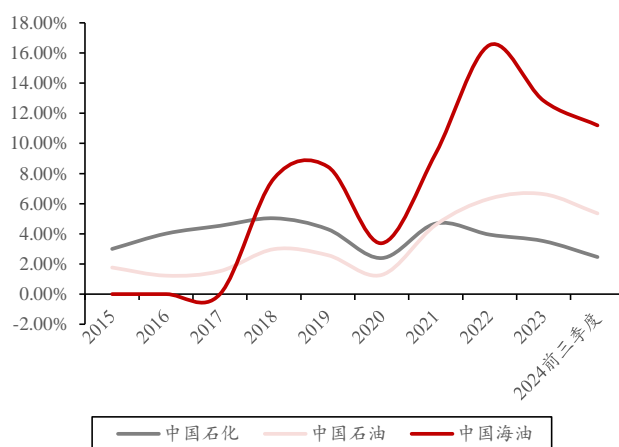
央企考核指标优化，管理效能提升。国务院国资委构建新型中央企业经营指标体系，2020年，首次形成了“两利三率”的指标体系，包括净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率和研发经费投入强度。2021年，为引导中央企业提高生产效率，增加了全员劳动生产率指标，完善为“两利四率”。2022年，针对“两利四率”指标，进一步提出“两增一控三提高”的总体要求，即央企的利润总额和净利润增速要高于国民经济增速，资产负债率要控制在65%以内，营业收入利润率要再提高0.1个百分点、全员劳动生产率再提高5%、研发经费投入要进一步提高。2023年，国资委进一步将中央企业主要经营指标由原来的“两利四率”调整为“一利五率”，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 74. “三桶油”加权平均 ROE(2015-2024 年前三季度)



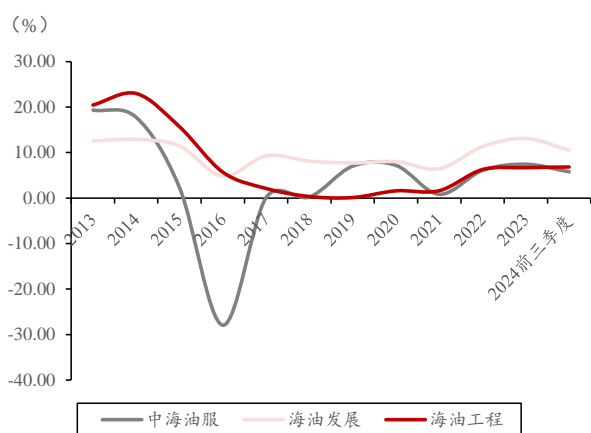
资料来源：万得，中银证券

图表 75. “三桶油”总资产净利率 (2015-2024 年前三季度)



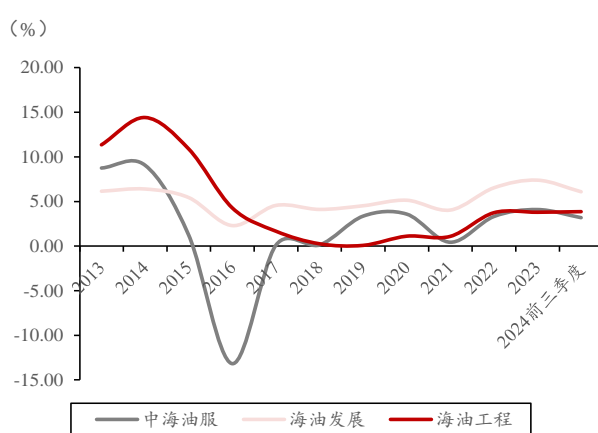
资料来源：万得，中银证券

图表 76. 代表性油服企业加权平均 ROE (2013-2024 年前三季度)



资料来源：万得，中银证券

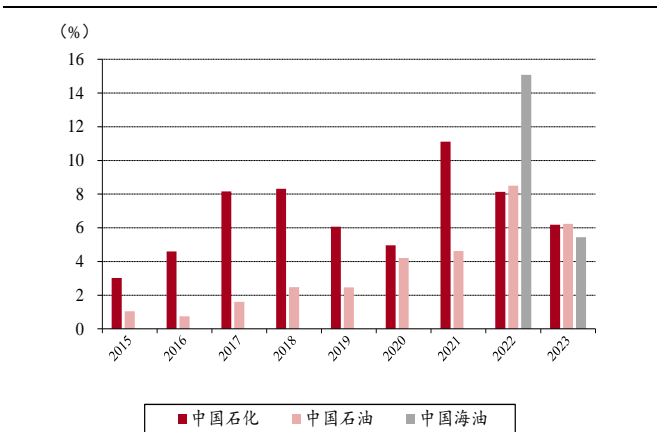
图表 77. 代表性油服企业总资产净利率 (2013-2024 年前三季度)



资料来源：万得，中银证券

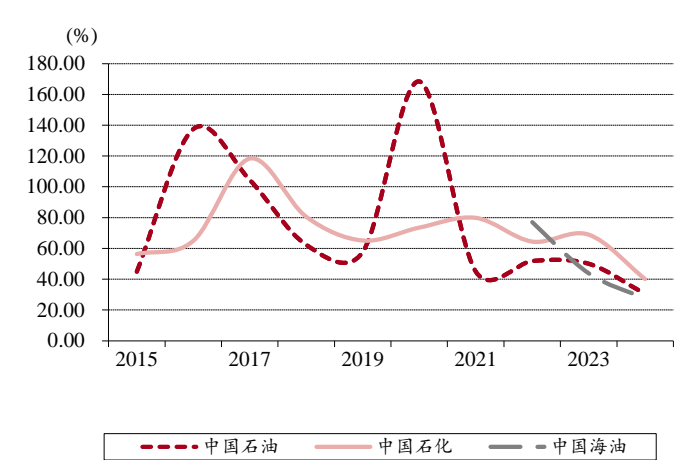
改革成效促发展，经营能力稳中提升。2023年，中国石化、中国石油和中国海油的平均净资产收益率分别为7.60%、11.44%和19.60%，总资产净利率分别为3.52%、6.64%和12.83%，毛利润率分别为15.65%、23.53%和49.88%。截至2024年前三季度，中国石化、中国石油和中国海油的加权平均净资产收益率分别为5.45%、9.03%和16.4%，总资产净利率分别为2.46%、5.36%和11.19%，毛利润率分别为15.20%、21.57%和54.45%。2023年油服行业来看，中海油服、海油发展、海油工程的平均净资产收益率分别为7.44%、13.12%、6.68%，总资产净利率分别为4.09%、7.40%、3.80%，毛利润率分别为15.88%、13.47%、10.75%。截至2024年前三季度，中海油服、海油发展、海油工程的平均净资产收益率分别为5.76%、10.50%和6.84%，总资产净利率分别为3.18%、6.10%和3.87%，毛利润率分别为17.24%、14.61%和11.77%。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 78. “三桶油”股息率 (2015-2023)



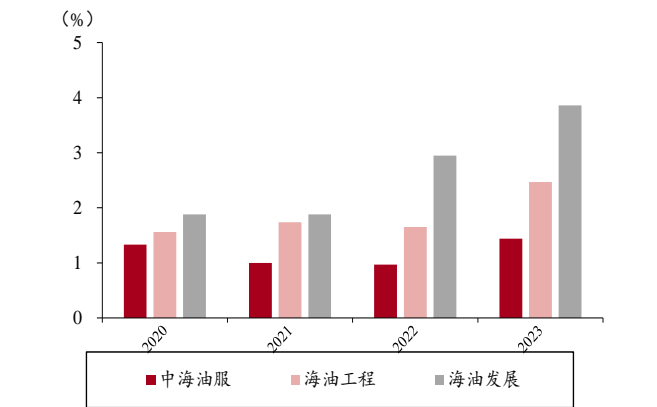
资料来源：万得，中银证券

图表 79. “三桶油”现金分红率 (2015-2024 年前三季度)



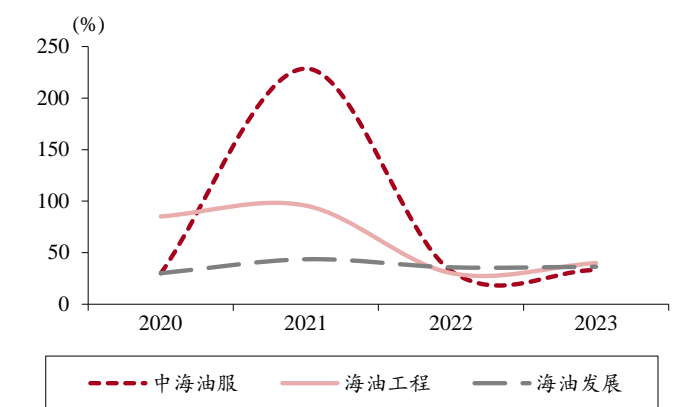
资料来源：万得，中银证券

图表 80. 代表性油服企业股息率 (2020-2023)



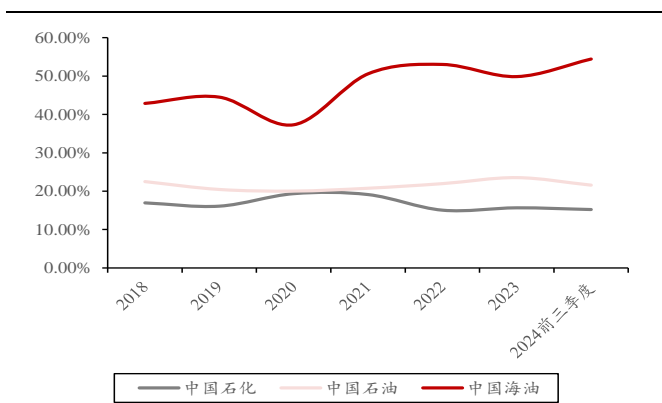
资料来源：万得，中银证券

图表 81. 代表性油服企业现金分红率 (2020-2023)



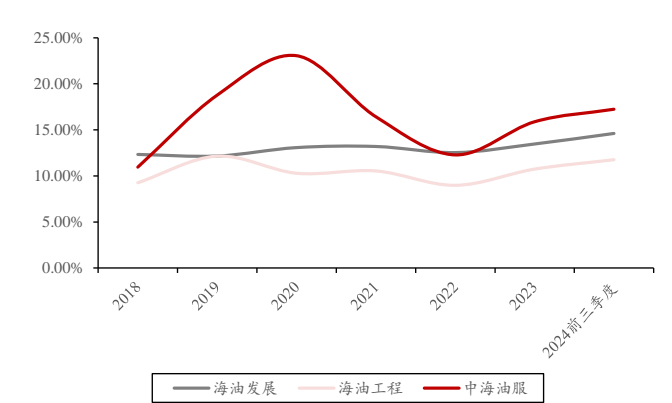
资料来源：万得，中银证券

图表 82. “三桶油”毛利率 (2018-2024 年前三季度)



资料来源: 各公司公告, 中银证券

图表 83. 代表性油服企业毛利率 (2018-2024 年前三季度)



资料来源: 各公司公告, 中银证券

图表 84. 2022 年至 2024 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”
考核指标	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, 对做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 85. 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	27.03	1.79	3.13	3.37	8.64	8.02	海洋油气龙头企业, 油气产量持续增长
601857.SH	中国石油	买入	8.28	1.02	0.94	1.00	8.81	8.28	油气产量维持高位, 央企国企改革持续深化
600028.SH	中国石化	买入	6.36	0.94	0.59	0.67	10.78	9.49	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	14.98	1.65	0.74	0.94	20.38	16.14	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	4.02	1.56	0.36	0.41	11.38	10.13	行业景气度修复, 盈利能力提升
600583.SH	海油工程	未有评级	5.44	0.93	0.46	0.53	12.05	10.48	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 12 月 15 日, 未有评级公司估值数据来自同花顺一致预期

下游行业快速发展，电子材料、新能源材料等领域公司发展空间广阔

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 86. 近年国内部分新材料相关规划和支持政策

颁布时间	单位	政策名称
2017/01	工业和信息化部、财政部、科技部	《新材料产业发展指南》
2017/04	科技部	《“十三五”材料领域科技创新专项规划》
2017/05	科技部	《“十三五”先进制造技术领域科技创新专项规划》
2017/11	发改委	《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020 年）》
2018/01	工业和信息化部、财政部、科技部	《国家新材料生产应用示范平台建设方案》
2018/01	工业和信息化部、财政部	《国家新材料测试评价平台建设方案》
2018/03	工业和信息化部、发改委、科技部等九部委	《新材料标准领航行动计划（2018-2020 年）》
2018/04	工业和信息化部、财政部	《国家新材料产业资源共享平台建设方案》
2020/12	工业和信息化部、银保监会	《关于开展重点新材料首批次应用保险补偿机制试点工作的通知》
2021/11	工业和信息化部	《重点新材料首批次应用示范指导目录（2021 年版）》
2022/03	工业和信息化部、国家发展和改革委员会、科学技术部等六部门	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》
2023/02	北京市经济和信息化局、北京市财政局	《2023 年北京市高精尖产业发展资金实施指南（第一批）》
2023/08	国家发展和改革委员会	《产业结构调整指导目录（2023 年本，征求意见稿）》
2023/09	工业和信息化部、国资委	《前沿材料产业化重点发展指导目录（第一批）》
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》
2024/06	工业和信息化部、财政部、金融监管总局	《关于进一步完善首台（套）重大技术装备首批次新材料保险补偿政策的意见》
2024/10	工业和信息化部、财政部、国家数据局	《新材料大数据中心总体建设方案》

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

根据国家统计局公布的《工业战略性新兴产业分类目录（2023）》，高性能材料主要分为先进钢铁材料、先进有色金属材料、先进石化化工新材料、先进无机非金属材料、高性能纤维及制品和复合材料及前沿新材料。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。

吸附分离材料：多领域需求持续高增长

吸附材料在国民经济中起到重要作用。根据蓝晓科技 2024 年中报，吸附分离材料是功能高分子材料的一种，所处行业为新材料行业。吸附分离技术是制造业的基础技术，是实现高效提取、浓缩和精制的重要分离手段，在下游生产过程中起到分离、纯化的作用，在金属资源、生命科学、水处理与超纯化、食品加工、节能环保、化工与催化等领域获得广泛应用。吸附分离材料作为新材料的一种，在国民经济中起着重要作用。《中国制造 2025》《战略性新兴产业分类（2018）》《新材料产业发展规划指南》等均将其列为国家战略重点支持发展的功能性高分子材料，是下游客户提质增效、成本控制、节能减排、资源化回收利用的重要技术手段。作为应用广泛的关键技术，吸附分离技术成为新一轮高新技术发展的重要方向。

吸附材料成熟领域市场稳定增长，新兴领域市场需求旺盛。根据蓝晓科技 2024 年中报，吸附分离技术在食品、化工等传统领域市场需求继续保持高速增长，同时新兴产业技术进步带来了多个细分领域的新需求，例如：新能源汽车行业的蓬勃发展，带动了锂、镍、钴等新能源金属的需求，加速了该类金属资源开发和回收方面的新技术创新；在半导体、电子元器件行业，第三代半导体材料对金属镓需求旺盛，另外产业升级要求产品品质提升，对纯化技术提出更高要求；在生命科学领域，伴随技术进步，对药品、疫苗、血液制品、重组蛋白质、抗体等的纯度提出更高的要求。此外，日益紧迫的环保压力促进了吸附分离材料产业的发展，具有环境净化功能的吸附分离材料可以在大气和水污染控制领域进行应用。

吸附分离材料行业格局逐步发生变化，带来新的发展机遇。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。根据蓝晓科技 2024 年中报，2009 年 4 月，陶氏完成对罗门哈斯的收购，两家公司吸附分离材料业务合并；2019 年 2 月，丹纳赫以 214 亿美元价格收购 GE 生命科学（GELifeSciences）旗下的 GE 生物医药（GEBiopharma）业务，对其生物医药领域分离纯化业务进行整合；2021 年 10 月，美国艺康公司（Ecolab）宣布以 37 亿美元现金收购美国吸附分离材料制造商 Purolite。国际公司频繁的并购交易造成行业投资停滞，新增产能匮乏，供货周期延长。国内方面，面对国内环保安全管理政策持续趋严，国内行业原有小产能、落后产能逐步向先进制造水平的产能集中，行业头部效应显现。

图表 87. 吸附分离材料国内外主要厂商

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

资料来源：各公司公告，蓝晓科技招股说明书，中银证券

盐湖提锂订单持续交付。根据蓝晓科技 2024 年中报，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的项目履约能力，多年来持续领跑市场，在全球客户中获得“DLE Leader”（直接提锂技术领先企业）称号。截至 2024 年中报，蓝晓科技已完成及在执行盐湖提锂产业化项目共超过 15 个，合计碳酸锂/氢氧化锂产能近 10 万吨，其中 6 个已经成功投产运营。

图表 88. 蓝晓科技盐湖提锂项目进展

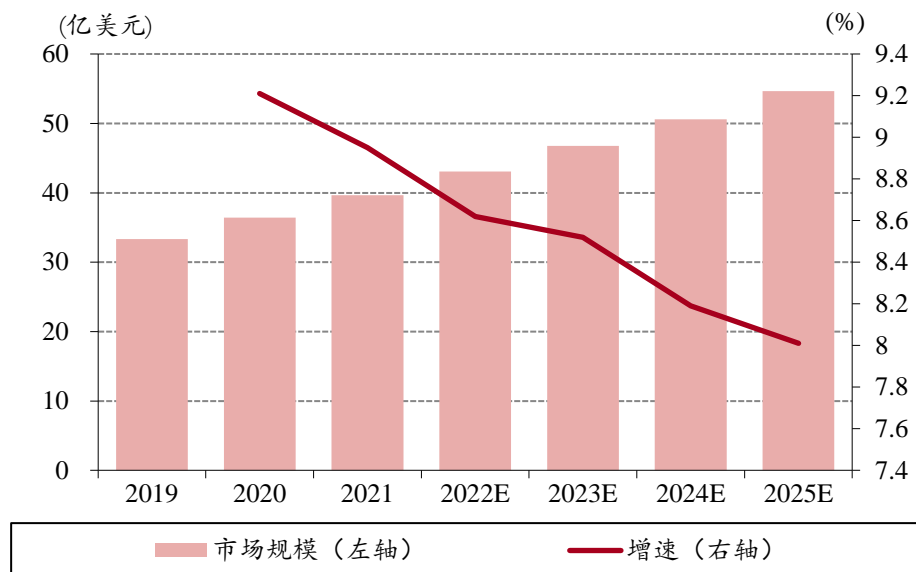
签订项目	产品	产能	项目进展 (截至 2024 年 11 月)
五矿盐湖一期	碳酸锂	1,000 t/a	已投产
五矿盐湖二期改扩建	碳酸锂	4,000 t/a	已投产
藏格锂业	碳酸锂	10,000 t/a	已投产
锦泰一期	碳酸锂	3,000 t/a	已投产
锦泰二期	碳酸锂	4,000 t/a	已投产
金昆仑锂业	碳酸锂	5,000 t/a	已完成安装
西藏珠峰	碳酸锂	25,000 t/a	吸附段第一批设备已发货
金海锂业	碳酸锂	10,000 t/a	已投产
金纬新材料	碳酸锂	6,000 t/a	试生产
国能矿业	氢氧化锂	10,000 t/a	已投产, 于 2024 年 3 月正式复工
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, 公司官网, 公司投资者关系活动记录, 公司投资者互动平台, 第一财经, 界面新闻, 证券时报, 同花顺, 电池中国网, 每日经济新闻, 证券之星, 有色资讯, 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, 2021 年全球色谱填料行业市场规模达到 39.67 亿美元, 同比增长 8.95%, 预计 2025 年全球色谱填料市场规模达到 54.64 亿美元, 增速逐渐趋缓。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 89. 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 90. 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 2024 年中报，受益于 GLP-1 多肽类药物良好的市场表现，公司固相合成载体业务销售趋势良好。近年来，凭借 seplife® 2-CTC 固相合成载体和 sieber 树脂的高等级优质产能和持续稳定供货，公司已成为多肽领域的重要供应商。2024 年上半年公司继续布局全球化营销和技术服务网络，在北美、欧洲持续扩大本地化团队，补齐生科国际市场短板，提升蓝晓生科品牌的国际影响力。

电子材料：关注需求复苏、国产替代及先进技术发展

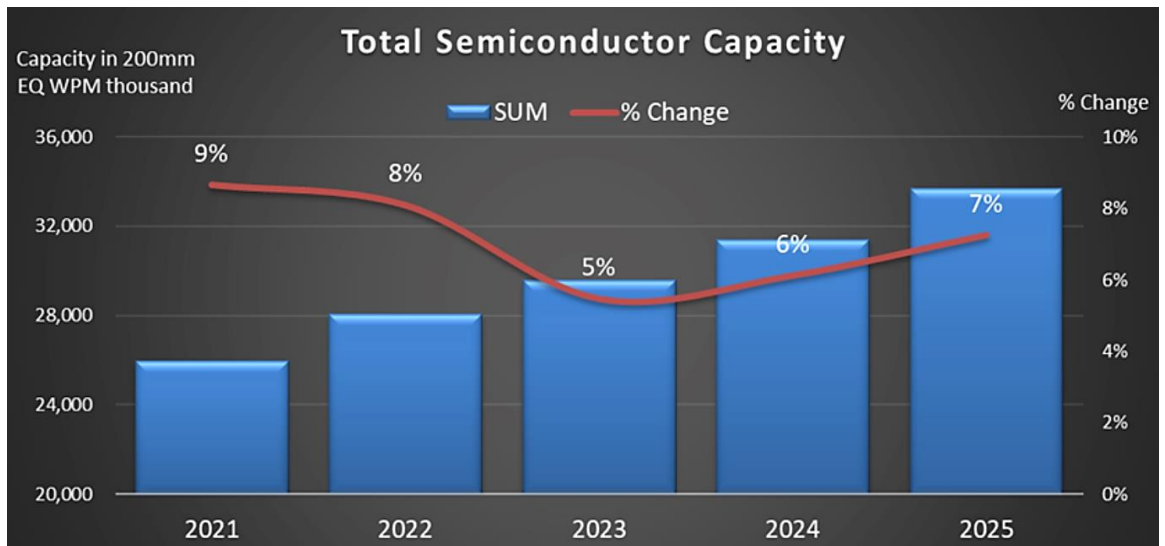
我国半导体材料市场规模不断增长，国产替代持续推进。根据美国半导体产业协会数据，2023 年全球半导体产业销售额为 5,192.80 亿美元（同比-10.99%），24Q3 销售额为 1,597.60 亿美元（同比+20.89%，环比+9.17%）。由于 2023 年半导体行业处于去库存阶段，晶圆厂稼动率下降，上游材料消耗同比减少，SEMI 数据显示 2023 年全球半导体材料市场销售额约为 667 亿美元（同比-8.2%）。2023 年中国台湾、中国大陆、韩国的半导体材料市场规模分别为 191.76 亿美元（同比-4.7%）、130.85 亿美元（同比+0.9%）、105.75 亿美元（同比-18.0%），位居全球前三。SEMI 预计全球半导体晶圆制造产能分别在 2024/2025 年增长 6%/7%，2025 年达到 3,370 万片/月的历史新高（以 8 英寸当量计算）。AI 驱动先进制程市场需求增长，半导体制造产能扩张，有望进一步带动相关材料的采购需求。另一方面，中国化信信息显示，我国半导体材料整体国产化率约为 15%，高端领域几乎完全依赖进口。近年来我国出台大量政策支持半导体领域创新和产业化，半导体材料国产化率有望持续提升。

多家企业积极布局先进封装材料。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+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；根据 Frost&Sullivan 数据，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 1,136.6 亿元，2020-2025 年 CAGR 达 26.47%，高于全球 CAGR。中商产业研究院数据显示，2023 年我国先进封装渗透率约 39%，低于全球的 48.8%，2024 年有望增长至 40%。目前多款先进封装材料被国外企业垄断，国内企业正积极布局键合胶、封装 PI、电镀材料等先进封装材料项目。此外，AI 驱动 HBM 放量，国内厂商积极切入前驱体、环氧塑封料、Low- α 球铝、环氧树脂、封装基板、底部填充胶等 HBM 相关细分领域，国产自主可控进程加速。

OLED 面板出货量及渗透率持续提升，我国 OLED 面板厂商持续加大投入。根据 DSCC 数据，2024 年 OLED 收入预计为 440 亿美元（同比+12%），2024 年 OLED 面板出货量预计同比增长 18%，增长最快的细分市场为平板电脑和显示器。Omdia 数据显示，24H1 全球 AMOLED 面板手机市场渗透率已超过 50%，并有望持续提升。根据半导体产业纵横的信息，目前国内 OLED 面板产线以 6 代及以下世代线为主。京东方在成都开建 8.6 代 OLED 面板生产线，是中国首条、全球第二条 8.6 代 AMOLED 生产线，总投资 630 亿元人民币，目标在 2026 年量产 8.6 代 OLED 面板；维信诺与合肥市政府签署合作备忘录推动维信诺 8.6 代 AMOLED 生产线项目的投资建设和生产运营。Omdia 数据显示，2023 年中国 OLED 面板产能占全球的 45.7%。根据 CINNO Research 数据，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。

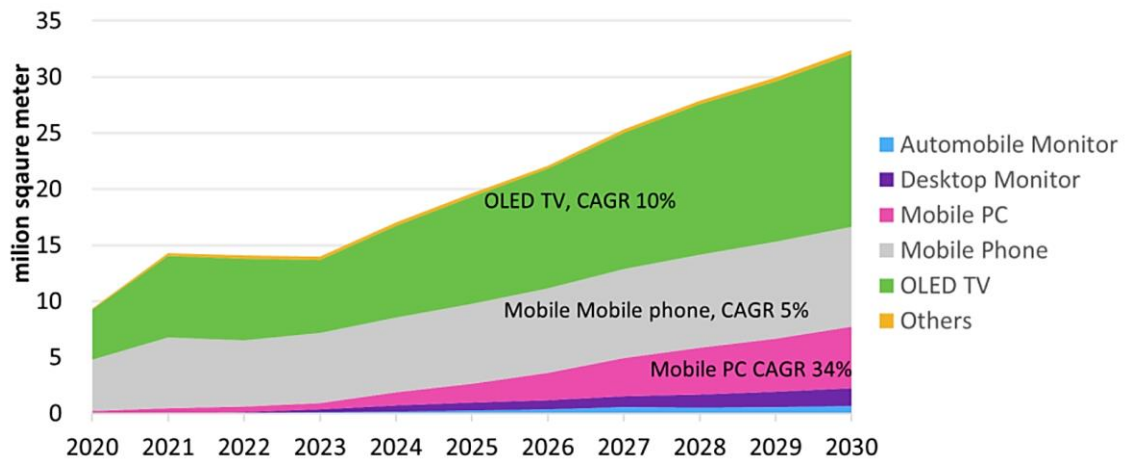
OLED 材料需求增长，国产替代空间广阔。根据 Omdia 的信息，全球 OLED 材料市场在经历 2022 年 OLED 电视终端市场销售不振带来的下滑后有望反弹，预计 2024 年市场规模超 20 亿美元。根据群智咨询的信息，2023 年中国市场 OLED 有机材料市场规模约为 43 亿元（同比+33%）。随着 OLED 在中大尺寸的逐渐渗透以及材料国产化率提升，群智咨询预计 2030 年中国 OLED 有机材料市场规模达 98 亿元，2023-2030 年 CAGR 为 11%。发光层是 OLED 器件的核心功能层，根据莱特光电 2023 年年报的信息，在全球 OLED 有机材料供应体系中，我国企业主要集中在 OLED 中间体和升华前材料领域，在 OLED 终端材料领域布局较为薄弱。目前 OLED 终端材料核心技术和专利主要掌握在海外少数厂商手中，例如 UDC、杜邦公司、德国默克等。近年来国内企业积极布局 OLED 终端材料，少数企业突破国外专利封锁、掌握核心专利并实现量产。当前全球显示面板产业重心逐渐向中国大陆转移，国内 OLED 材料厂商不断加大研发投入，正在加快打破国外对 OLED 终端材料市场的垄断。未来随着 OLED 渗透率的快速提升、下游客户产能的持续释放、面板技术革新带来的终端材料迭代和需求提升等诸多积极影响，国内 OLED 有机材料行业有望迎来广阔的发展空间。另一方面，显示用 PI 薄膜是实现 OLED 柔性显示的关键材料，根据势银膜链的信息，显示用 PI 市场需求近百亿，国产替代空间广阔。根据智研咨询的信息，国内 PI 薄膜大部分为低端产品，高性能 PI 薄膜领域主要被杜邦、钟渊化学、SKPI 等国外巨头占据，国内企业正积极布局 PI 材料。

图表 91. 2021-2025 年全球半导体制造产能



资料来源：SEMI，中银证券

图表 92. 2020-2030 年全球 OLED 显示面板需求



资料来源: Omdia, 中银证券

新能源材料：下游持续发展，固态电池等新方向带动上游材料端需求增长

我国新能源技术和新能源产业快速发展。为顺应绿色低碳发展大势，全球新能源行业展现出较强的韧性和发展潜力。根据学习时报，我国可再生能源发展为全球可再生能源电力增长作出巨大贡献。国家能源局数据显示，2023 年我国可再生能源发电装机 14.5 亿千瓦、占全球比重接近 40%；我国风电、光伏产品出口到全球 200 多个国家和地区；国际可再生能源署报告指出，2023 年全球可再生能源电力新增装机容量 4.73 亿千瓦，中国贡献占六成。我国新能源汽车、锂电池和光伏产品等为世界能源绿色转型注入全新希望。根据国家能源局，2022 年我国可再生能源发电量折合国内碳减排量约 22.6 亿吨，出口风电、光伏产品折合国外碳减排约 5.73 亿吨，合计减排超 28 亿吨，约占全球同期可再生能源折算碳减排量的 41%，为全球减碳事业作出重大贡献；2013-2023 年，我国风力发电装机增长近 5 倍，光伏发电装机增长 30 多倍；2023 年我国新能源汽车产销均约 950 万辆，连续 9 年位居全球第一。彭博新能源财经数据显示，2022 年我国能源转型投资达 5,460 亿美元，占全球比重 49.6%。

我国新能源材料市场规模持续提升。根据中国能源报，2023 年我国正极材料制造量 240 万吨，同比增长 31%；负极材料出货量 171 万吨，同比增长 19.76%；电子液出货量 114 万吨，同比增长 27.7%；我国正负极材料锂电池电解液和隔膜占全球比重已超过 70%。根据中国石油企业协会的信息，风电、光伏、氢能、锂电池等新能源行业相关化工新材料市场前景较大，预计 2030 年我国新能源材料市场规模有望超过 3 万亿元。

固态电池等下游应用新方向带动上游新能源材料需求增长。随着电动汽车、储能系统等领域的快速发展，固态电池技术受到广泛关注。相较于传统液态锂电池，固态电池在安全性和能量密度有优势，此外还具有更长的循环寿命和更快的充电速度。根据 Data Bridge，2029 年全球固态电池市场预计为 8.698 亿美元，2022-2029 年 CAGR 达 34.2%。然而目前尚缺乏一种既具有高导电性又具有良好稳定性的固态电解质材料，其次需要开发区别于传统液态锂电池的全新制造设备和工艺，此外固态电池的成本也是制约其商业化应用的重要因素之一。近年来，国家积极鼓励固态电池研发，工信部《2024 年汽车标准化工作要点》提出围绕固态电池、电动汽车换电、车用人工智能等新领域，前瞻研究相应标准子体系，支撑新技术、新业态、新模式创新发展。目前恩捷股份、宁德时代等企业正积极推进固态电解质的研发，有望带动相关材料产业链发展。

推荐个股

下游行业快速发展，新材料领域公司发展空间广阔。一是电子材料。半导体材料方面，关注人工智能、先进封装、HBM 等引起的行业变化，半导体材料自主可控意义深远。OLED 材料方面，下游面板景气度有望触底向好，关注 OLED 渗透率提升与相关材料国产替代。二是新能源材料。我国新能源材料市场规模持续提升，固态电池等下游应用新方向有望带动相关材料产业链发展。三是医药、新能源等新兴领域对吸附分离材料需求旺盛。推荐：安集科技、雅克科技、江丰电子、鼎龙股份、蓝晓科技、沪硅产业、万润股份、德邦科技；建议关注：彤程新材、华特气体、联瑞新材、圣泉集团、阳谷华泰、莱特光电、奥来德、瑞联新材。

图表 93. 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	
300487.SZ	蓝晓科技	买入	52.15	1.65	2.01	31.65	25.96	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 下游稼动率回升,前驱体业绩稳健增长
002409.SZ	雅克科技	买入	61.68	1.97	2.64	31.31	23.35	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	147.10	4.21	5.48	34.94	26.85	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	12.26	0.43	0.58	28.51	21.16	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	26.93	0.52	0.72	51.46	37.43	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
688126.SH	沪硅产业	增持	21.38	0.09	0.12	240.72	174.81	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	73.80	1.39	1.78	53.21	41.58	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	38.49	0.71	0.97	54.21	39.67	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 12 月 15 日

政策加持需求复苏，关注龙头公司业绩弹性及高景气子行业

政策加持需求复苏，优秀龙头企业业绩估值有望双提升

优秀龙头企业持续扩张。2024 年前三季度，万华化学、卫星化学、华鲁恒升在建工程延续高位，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。

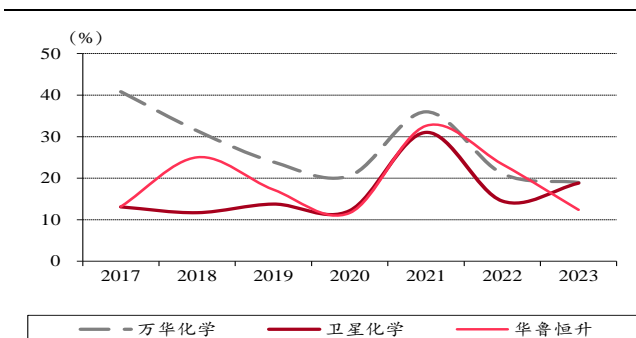
图表 94. 优秀企业资本开支情况

	在建工程合计 (亿元)				固定资产合计 (亿元)			
	2021	2022	2023	2024 年前 三季度	2021	2022	2023	2024 年前 三季度
600309.SH 万华化学	293.5	370.6	504.5	697.2	652.3	785.6	987.6	1,057.1
002648.SZ 卫星化学	78.9	49.1	31.9	35.0	127.4	190.3	252.6	263.2
600426.SH 华鲁恒升	12.4	50.3	32.0	44.0	160.8	155.9	289.4	290.0

资料来源：万得，各公司公告，中银证券

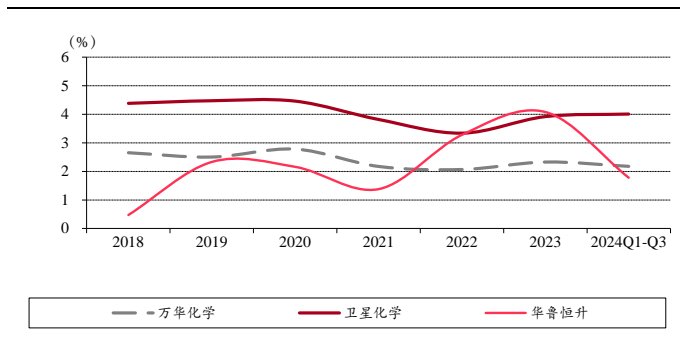
行业景气度低点，龙头企业业绩韧性凸显。2024 年前三季度，万华化学、卫星化学和华鲁恒升分别实现归母净利润 110.93 亿元、36.93 亿元、30.49 亿元，同比分别-12.67%、+7.64%、+4.16%。在行业整体承压的市场环境下，龙头企业依托产业链一体化优势、精益管理优势或产品品牌优势，业绩表现优于行业平均水平，抗风险能力凸显。

图表 95. 龙头企业 ROE (摊薄) 情况 (2017-2023)



资料来源：万得，中银证券

图表 96. 龙头企业研发支出占收入比重 (2018-2024 前三季度)



资料来源：万得，中银证券

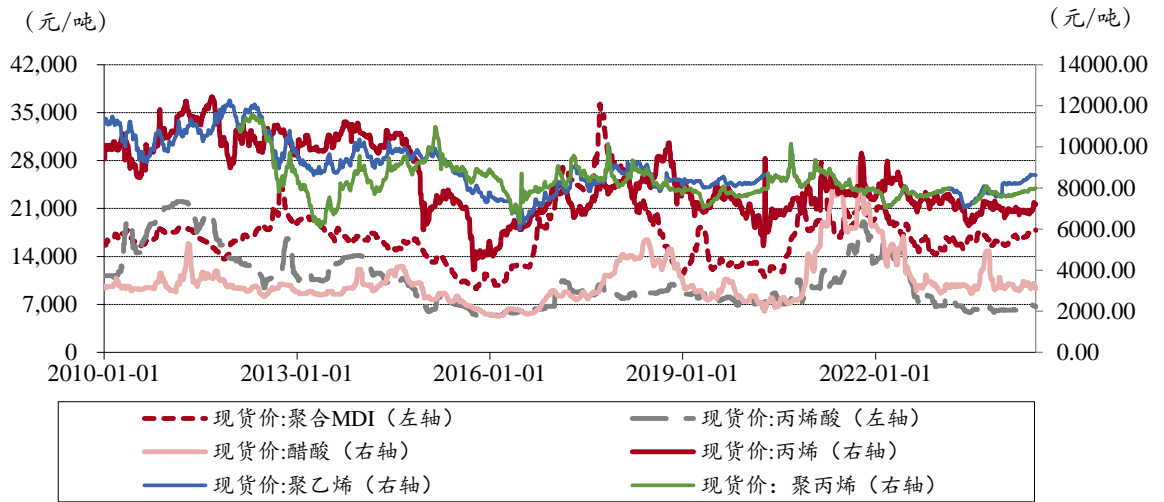
延伸原有产业链，布局新材料。中长期来看，龙头企业业务扩张的方向主要有两个，其一，以现有业务为核心，扩充主力产品产能的同时向产业链上下游其他相关产品延伸，旨在通过产品间的协同优势，降低整体运营成本，进一步扩大公司的行业优势。其二，加大新材料，尤其是新能源材料的产业布局，具体包括光伏、锂电、风电等化工原材料，航空航天、汽车、机械等高端工程材料，以及可降解塑料、生物合成等新兴材料。

图表 97. 万华化学及卫星化学 2024 年部分新投产产能

企业	项目	产能	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	2024H1
万华化学	POE 项目	20 万吨/年	2024H1
卫星化学	多碳醇项目	80 万吨/年	2024H2
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

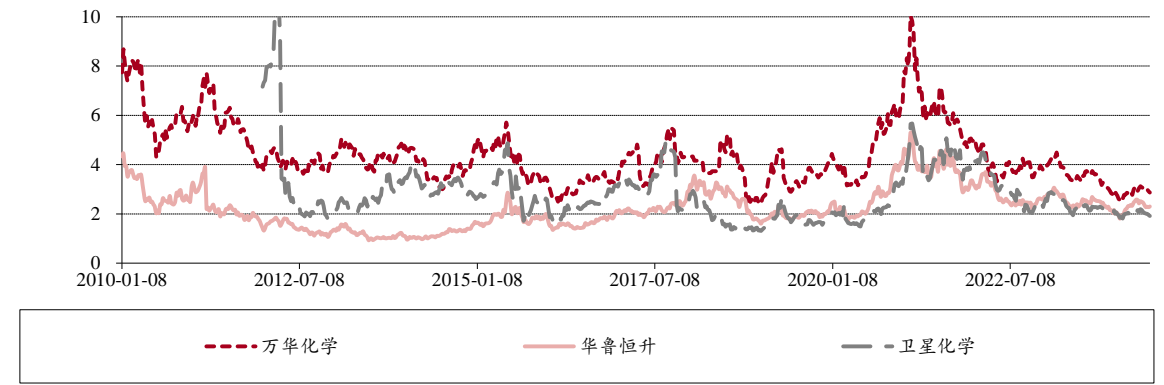
图表 98. 部分化工产品价格走势 (2010-2024)



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，政策加持下需求有望复苏。2024 年前三季度，受新产能投放，终端需求弱修复等因素共同影响，多数化工产品价格处于历史中位水平，价差处于历史偏低水平。同时万华化学、华鲁恒升等龙头标的当前市净率处于 2010 年以来 10% 以下分位数。在国内宏观刺激政策不断发力的背景下，终端需求逐步修复，行业景气度有望回暖，龙头企业的业绩和估值均存在提升空间。

图表 99. 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

2025 年政策加持下需求有望复苏，优秀龙头企业业绩估值有望双提升。推荐：万华化学、华鲁恒升、卫星化学，关注宝丰能源。

图表 100. 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	74.75	5.74	7.29	13.02	10.25	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	22.56	2.16	2.71	10.44	8.32	盈利能力有望修复，竞争优势巩固
002648.SZ	卫星化学	买入	17.58	1.72	2.02	10.22	8.70	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

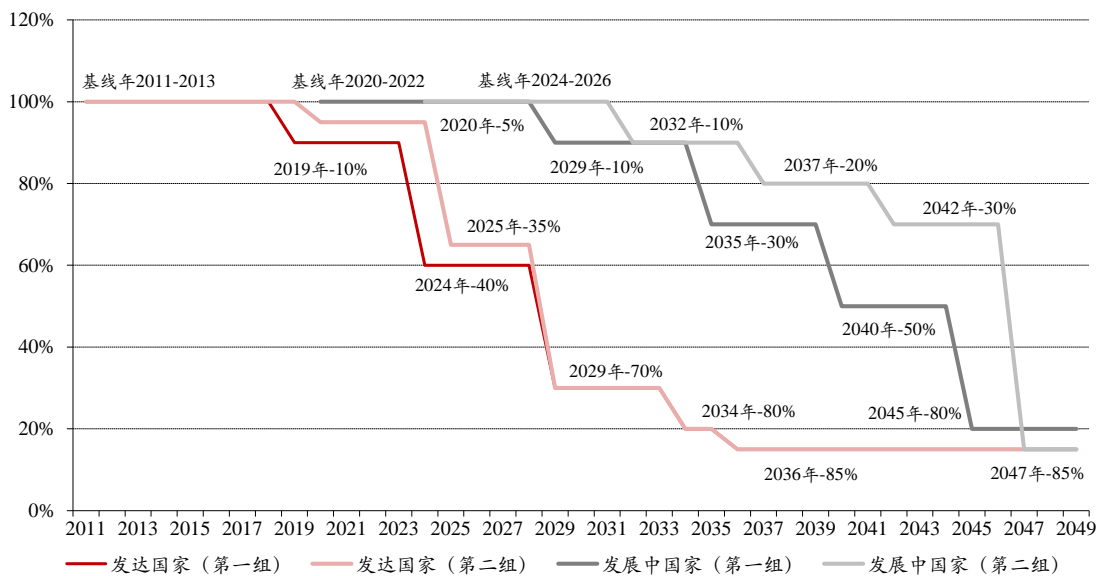
注: 股价截至日 2024 年 12 月 15 日

氟化工：配额落地，需求提振，景气度持续上行

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 101. 三代制冷剂配额削减时间表



资料来源：联合国环境规划署《〈蒙特利尔议定书〉基加利修正案》，中银证券

2025年二代制冷剂配额将大幅削减。2024年10月，生态环境部发布《2025年度消耗臭氧层物质配额总量设定与分配方案》，方案中提到，根据《中国含氢氟烃生产、使用行业第二阶段淘汰管理计划（2021-2026年）》，2025年度我国HCFCs生产配额总量为163,573吨，内用生产配额总量和使用配额总量均为86,029吨，分别折合9,465 ODP吨和4,912.3 ODP吨，满足2025年度我国HCFCs生产和使用量分别削减基线值的67.5%和73.2%的阶段性履约任务要求。

图表 102. 2025 年度 HCFCs 生产配额和内用生产配额分配情况 (单位: 吨)

物质品种	2025 年度生产配额	与 2024 年度相比生产配额削减	2025 年度内用生产配额	与 2024 年度相比内用生产配额削减
HCFC-22	149068	32779	80862	31044
HCFC-141b	9157	11938	3395	7354
HCFC-142b	3360	5995	1240	4559
HCFC-123	1738	472	432	0
HCFC-124	250	57	100	39
HCFC-133a	0	0	0	0

资料来源: 生态环境部《关于印发 2025 年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物配额总量设定与分配方案的通知》, 中银证券注: HCFC-22 含浙江鹏友化工有限公司

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。2024 年 8 月, 生态环境部发布《关于 2024 年度氢氟碳化物剩余配额有关安排的通知》, 决定按照各生产单位享有 R32 内用生产配额占全国比例, 分配 3.5 万吨 R32 内用生产配额。2024 年 10 月, 生态环境部发布《关于印发 2025 年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物配额总量设定与分配方案的通知》, 2025 年度的分配在 2024 年度配额基础上, 根据 HCFCs 淘汰的替代需求、半导体行业 R41 和 R236ea 的增长需求, 增发 R32 生产配额 45,000 吨, 其中内用生产配额 45,000 吨; R245fa 生产配额 8,000 吨, 其中内用生产配额 8,000 吨; R41 生产配额 50 吨, 其中内用生产配额 25 吨; R236ea 生产配额 50 吨, 其中内用生产配额 0 吨。2024 年 12 月, 生态环境部发布《关于 2025 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的公示》, 生态环境部受理了 48 家企业提交的 2025 年度消耗臭氧层物质生产、使用配额申请, 受理了 67 家企业提交的 2025 年度氢氟碳化物生产、进口配额申请, 对各单位 2025 年度配额核发情况进行了公示。

图表 103. 2025 年制冷剂生产配额 (万吨)

制冷剂类型	种类	2025 年生产配额	2025 年内用配额	内用配额占比
二代制冷剂	R22	14.9	8.1	54.2%
	R141b	0.9	0.3	37.1%
	R142b	0.3	0.1	36.9%
	R123	0.2	0.04	24.9%
	R124	0.025	0.01	40.0%
	R133a	0.0	0.0	0.0%
	合计		16.4	8.6
三代制冷剂	R32	28.0	18.4	65.8%
	R125	16.7	6.1	36.5%
	R134a	20.8	8.0	38.6%
	R143a	4.7	1.1	24.2%
	R152a	3.4	0.8	23.9%
	R245fa	2.0	1.4	71.9%
	R227ea	3.1	2.7	87.5%
	R236fa	0.0756	0.0145	19.2%
	R236ea	0.0191	0.0	0.0%
	R41	0.0102	0.0042	41.2%
	R23	0.2952	0.2348	79.5%
合计		79.2	39.0	49.2%

资料来源: 生态环境部, 赢务在线, 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 11 月 26 日，R32 价格/价差为 4.00/2.55 万元/吨，较年初+131.88%/+439.30%；R125 价格/价差为 3.80/2.08 万元/吨，较年初+36.94%/+67.66%；R134a 价格/价差为 3.90/2.44 万元/吨，较年初+39.29%/+106.04%；R22 价格/价差为 3.20/2.28 万元/吨，较年初+64.10%/+106.36%。

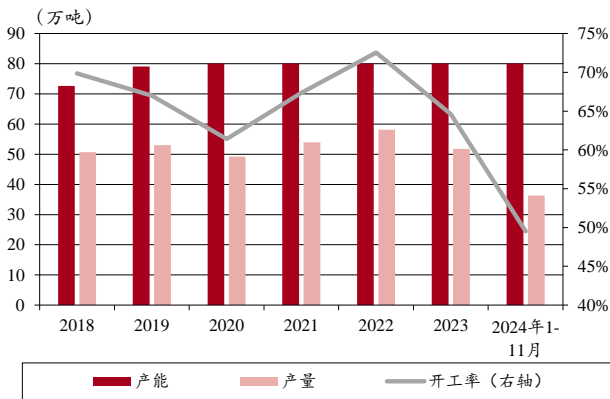
图表 104. 主流制冷剂价格情况

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	32,000	19,500	64.10	26,971	19,386	39.13	100.00	32,000	12,500
R32	元/吨	40,000	17,250	131.88	32,142	14,859	116.31	100.00	40,000	10,500
R125	元/吨	38,000	27,750	36.94	36,568	25,078	45.81	28.16	100,000	13,700
R134a	元/吨	39,000	28,000	39.29	32,138	24,138	33.14	68.75	50,000	14,800
R410	元/吨	38,000	22,500	68.89	34,171	20,262	68.65	100.00	38,000	12,500

资料来源：百川盈孚，中银证券

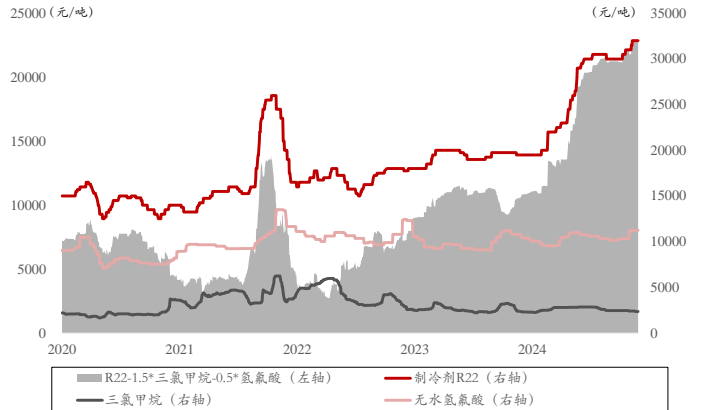
注：最新价格截至 2024 年 11 月 26 日；历史价格自 2017 年 1 月 3 日开始统计

图表 105. 我国 R22 产能、产量及开工率



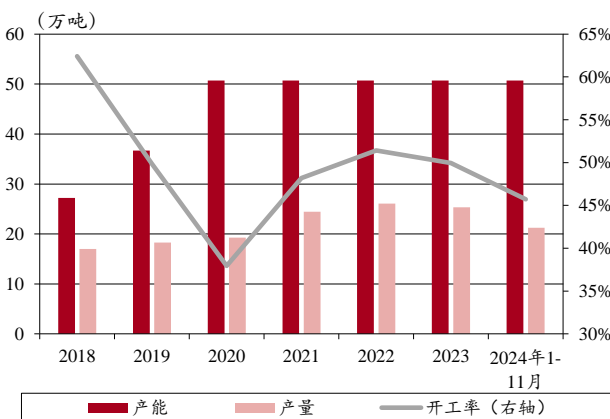
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 106. R22 价格及价差



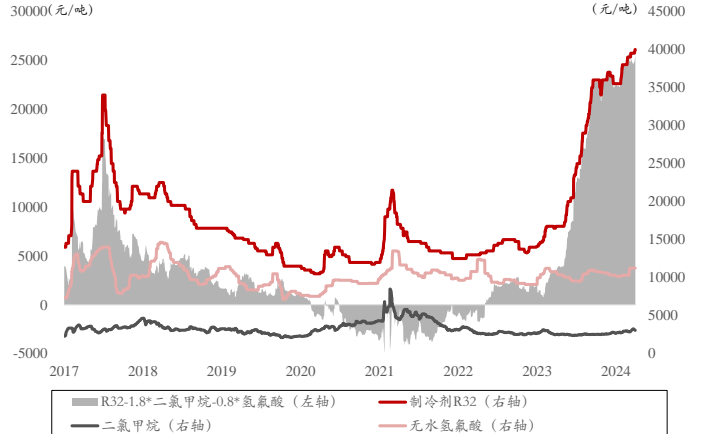
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 107. 我国 R32 产能、产量及开工率



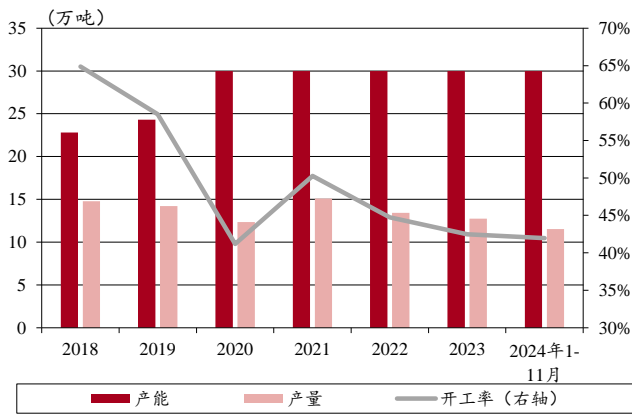
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 108. R32 价格及价差



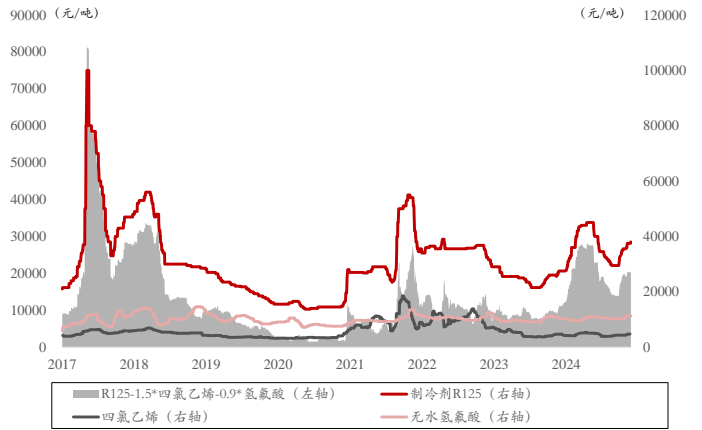
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 109. 我国 R125 产能、产量及开工率



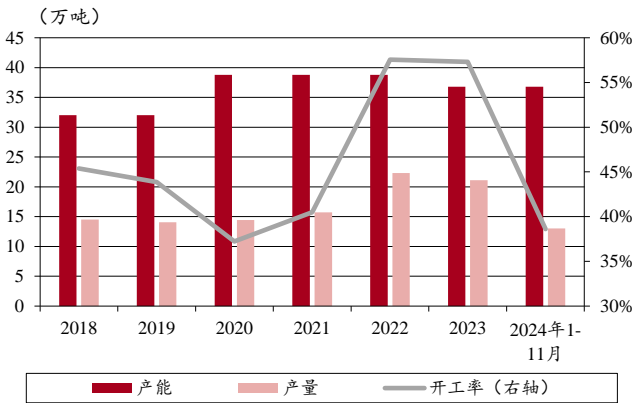
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 110. R125 价格及价差



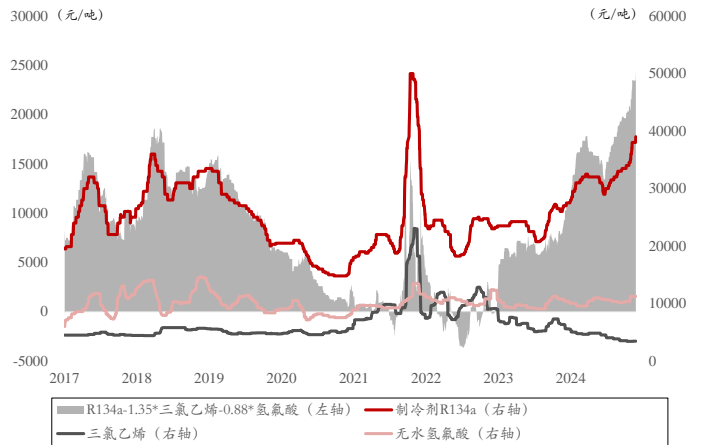
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 111. 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 112. R134a 价格及价差

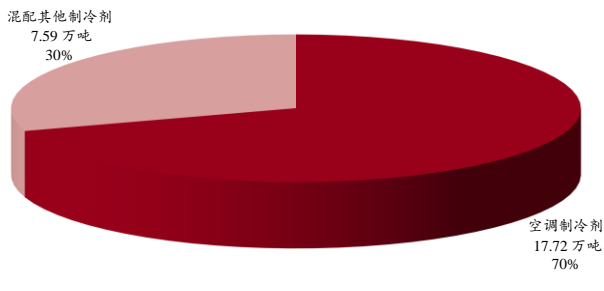


资料来源：百川盈孚，中银证券

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

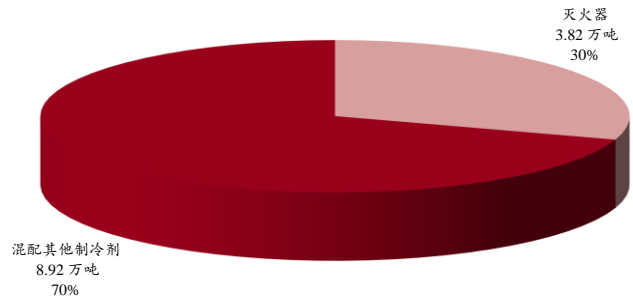
制冷剂下游需求稳中有进。根据百川盈孚，2023 年 R32 的下游应用中，用于空调制冷剂 17.72 万吨（占比 70%），混配其他制冷剂 7.59 万吨（占比 30%）；2023 年 R125 的下游应用中，用于混配其他制冷剂 8.92 万吨（占比 70%），灭火器 3.82 万吨（占比 30%）；2023 年 R134a 的下游应用中，用于汽车制冷剂占比 10.54 万吨（占比 50%），气雾剂（汽车后市场）5.27 万吨（占比 25%），工商制冷设备 2.11 万吨（占比 10%），混配其他制冷剂 2.11 万吨（占比 10%），药用气雾剂 1.05 万吨（占比 5%）。国家统计局数据显示，2023 年我国空调产量 2.14 亿台，同比增长 11.35%；2024 年 1-10 月我国空调产量 1.88 亿台，同比增长 6.52%；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 1-10 月我国空调销量 1.68 亿台，同比增长 14.60%。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 1-10 月我国冰箱产量 8,025.80 万台，同比增长 11.36%，销量 8,005.28 万台，同比增长 11.25%。制冷剂需求有望随着空调、冰箱产销量的提升而增长。根据经济日报，随着消费品以旧换新政策全面启动，家电销售额由降转升，该政策有望有效带动制冷剂下游需求增长。

图表 113. 2023 年 R32 下游应用领域



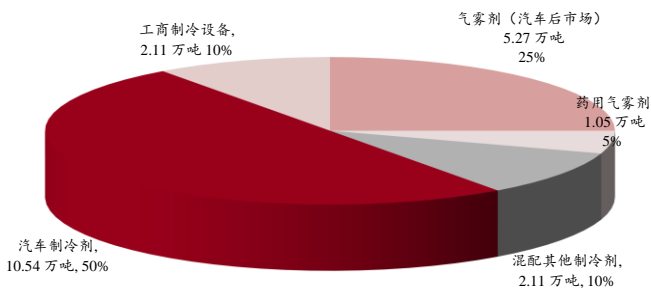
资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 114. 2023 年 R125 下游应用领域



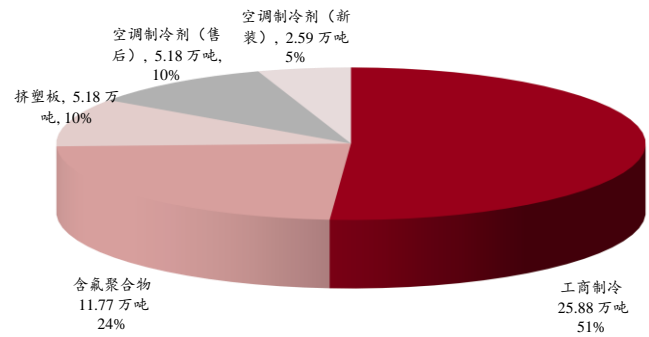
资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 115. 2023 年 R134a 下游应用领域



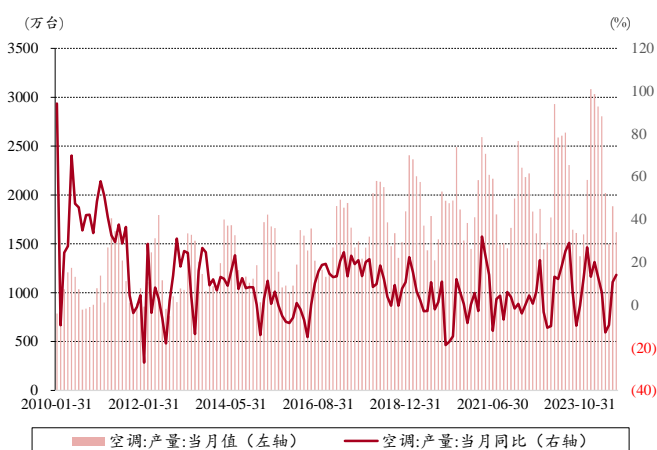
资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 116. 2023 年 R22 下游应用领域



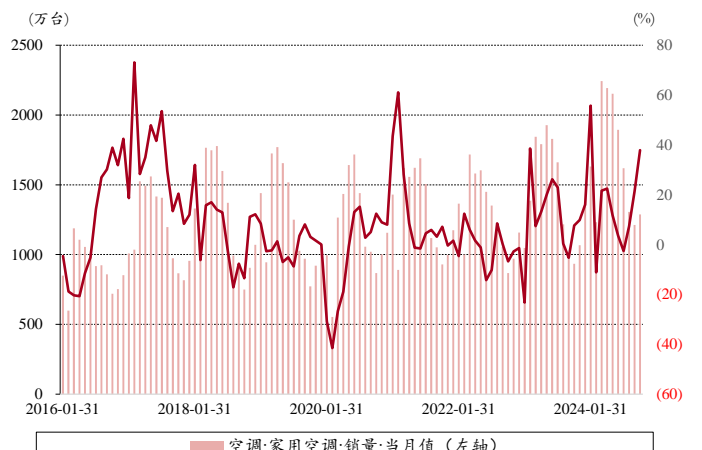
资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 117. 我国空调月度产量及当月同比 (截至 2024 年 10 月)



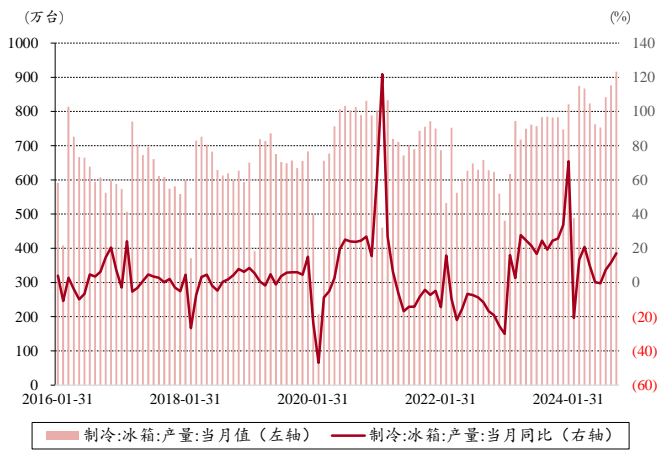
资料来源: 同花顺 iFinD, 国家统计局, 中银证券

图表 118. 我国空调月度销量及当月同比 (截至 2024 年 10 月)



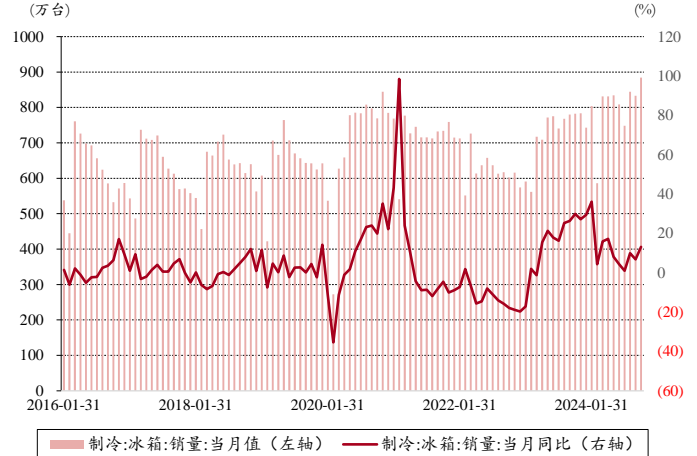
资料来源: 同花顺 iFinD, 产业在线, 中银证券

图表 119. 我国冰箱月度产量及当月同比（截至 2024 年 10 月）



资料来源：同花顺 iFinD，产业在线，中银证券

图表 120. 我国冰箱月度销量及当月同比（截至 2024 年 10 月）

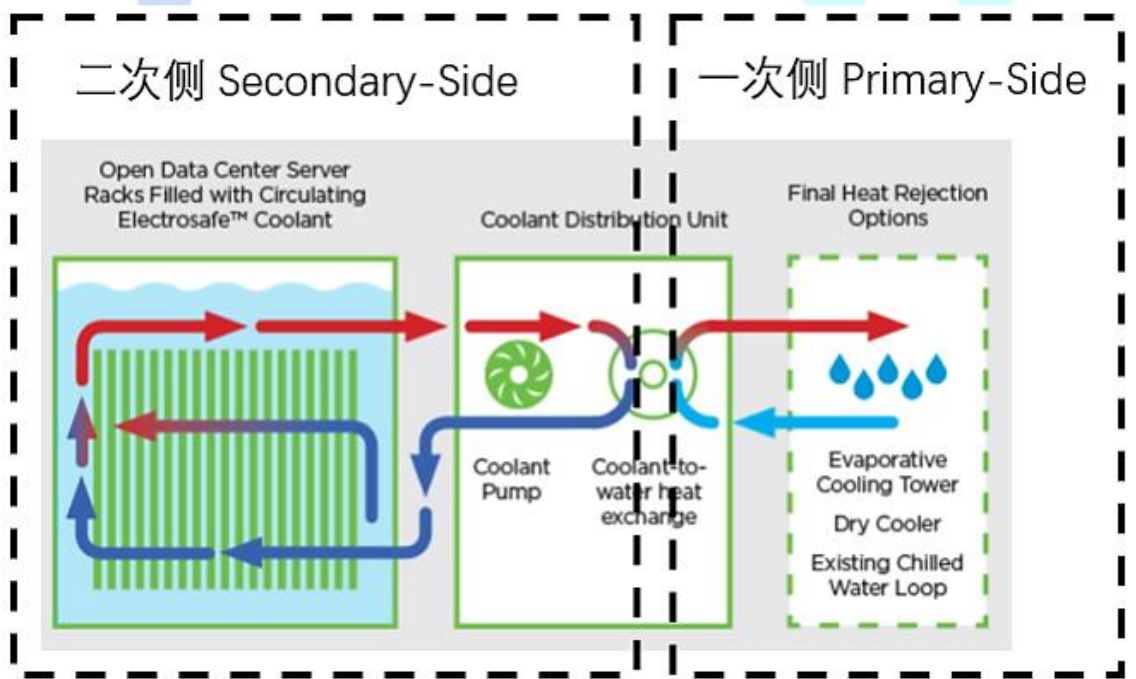


资料来源：同花顺 iFinD，产业在线，中银证券

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，根据中国通服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 121. 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，我们预计价格有望持续回暖；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、智能手机与电脑需求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 122. 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	22.13	0.87	1.22	25.31	18.10	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

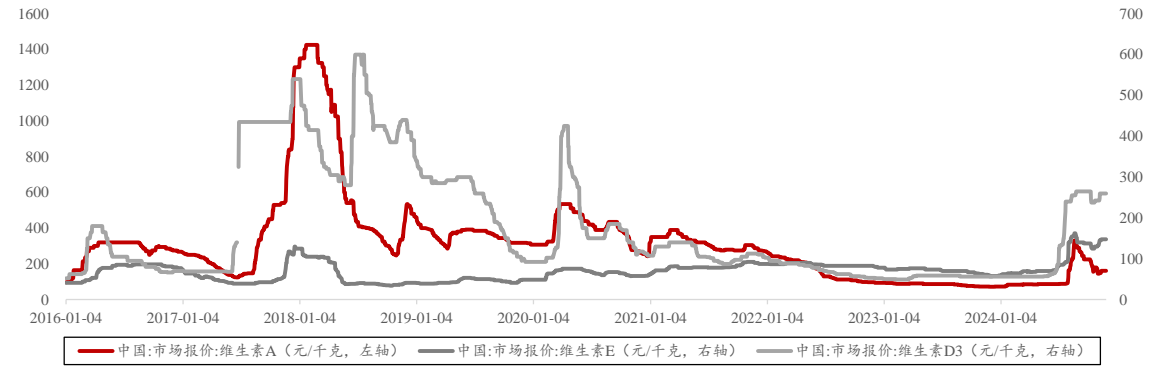
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：股价截止日 2024 年 12 月 15 日

需求改善、供给集中，维生素景气度有望维持高位

2024年以来维生素A、维生素E、维生素D₃价格均上涨。根据博亚和讯，截至2024年11月27日，维生素A市场均价为161元/千克，较年初上涨122.07%；维生素E市场均价为147.50元/千克，较年初上涨147.90%；维生素D₃市场均价为260元/千克，较年初上涨360.18%。

图表 123. 2016年-2024年11月维生素A、维生素E、维生素D₃市场价格走势

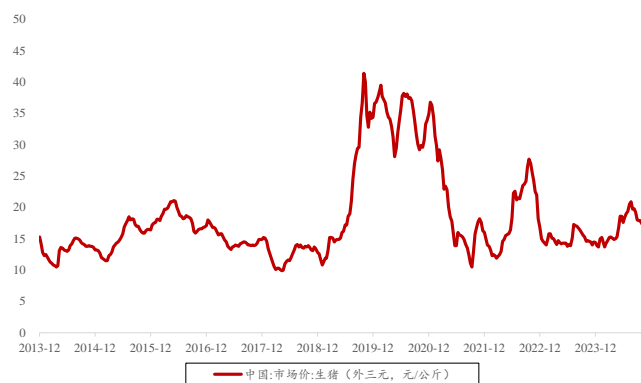


维生素需求端：养殖利润改善带动需求提升，出口端延续修复

维生素的主要用途是动物养殖。根据金达威2023年年报，维生素是人和动物为维持正常的生理功能而必须的微量有机物质，其市场需求主要来自于下游的动物养殖、食品饮料、医药及化妆品等行业领域。其中维生素的下游最主要应用于动物养殖，占比最多，占比65%；医药及化妆品占比第二，占比25%；食品饮料占比第三，占比10%。下游市场总体需求平稳低速增长。

2024年以来生猪养殖盈利有所改善，或带动猪肉饲料需求提升。根据国家统计局，截至2024年11月20日，生猪市场价格为16.30元/公斤，较年初上涨17.27%。根据国家发改委，截至2024年11月13日，生猪养殖预测盈利为190.34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 124. 2024年以来生猪价格有所上行

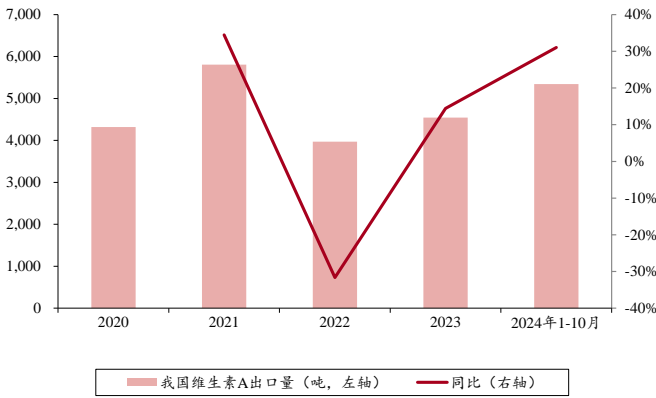


图表 125. 2024年生猪养殖预测盈利改善



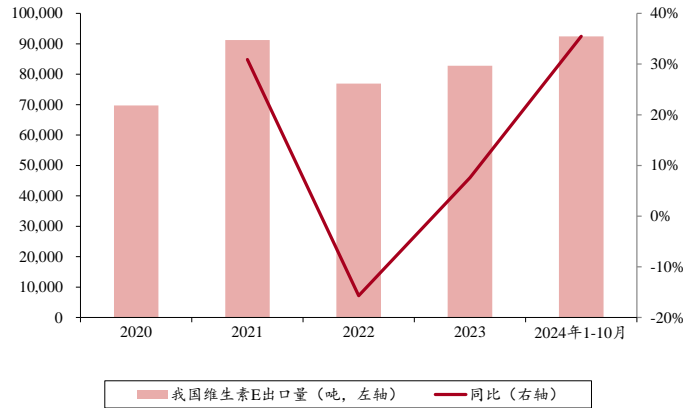
出口方面，2024年维生素出口迎来改善。2022年受海外去库存及需求疲软等因素影响，维生素出口较为低迷，2023年随着海外库存去化顺利，维生素刚需显现，出口端有所反弹。根据海关总署，2023年维生素A、维生素E出口量分别同比增长14.45%、7.59%；2024年1-10月延续修复态势，维生素A、维生素E出口量较2023年同期分别增长31.06%、35.49%。

图表 126. 2024 年 1-10 月维生素 A 出口量



资料来源：万得，海关总署，中银证券

图表 127. 2024 年 1-10 月维生素 E 出口量

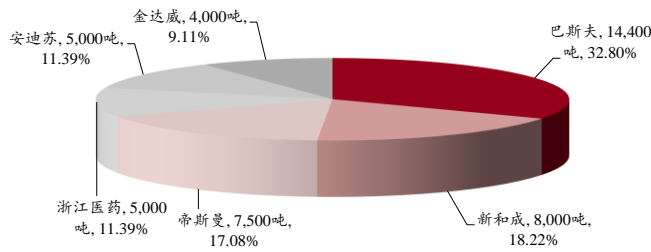


资料来源：万得，海关总署，中银证券

维生素供给端：集中度较高，检修+海外产能退出

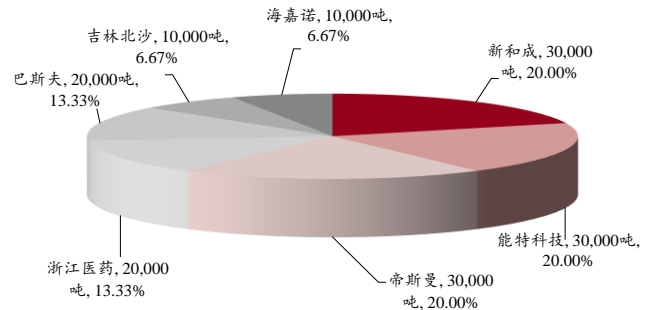
维生素行业集中度高且格局稳定。根据百川盈孚及东方财富网，2024 年国内维生素 A 厂商中，新和成、浙江医药、金达威分别拥有产能 8,000 吨、5,000 吨、4,000 吨，占全球总产能的 38.72%；2024 年国内维生素 E 厂商中，新和成、能特科技、浙江医药、吉林北沙、海嘉诺分别拥有产能 30,000 吨、30,000 吨、20,000 吨、10,000 吨、10,000 吨，占全球总产能的 66.67%。

图表 128. 2024 年维生素 A 全球产能 (折 50 万 IU/g)



资料来源：百川盈孚，东方财富网，中银证券

图表 129. 2024 年维生素 E (油) 全球产能



资料来源：百川盈孚，东方财富网，中银证券

频繁检修+海外产能退出，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，部分维生素厂商通过停产检修等方式降低负荷。根据澎湃新闻，2024 年夏季国内浙江医药、新和成等多家维生素企业检修停产。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。根据澎湃新闻，2024 年 2 月 15 日帝斯曼公告称将启动剥离旗下动物营养与保健业务的流程，预计 2025 年实现业务分离；7 月初，受洪水影响关闭，帝斯曼瑞士工厂维生素 A、维生素 E 中间体供应受影响。此外，根据澎湃新闻，2024 年 7 月 29 日巴斯夫位于德国路德维希港基地的一个化工厂发生爆炸并起火，发生火灾的工厂主要生产香原料和用于维生素 A、维生素 E 和类胡萝卜素生产的前体，因此部分维生素 A、维生素 E、类胡萝卜素产品以及部分香原料产品的供应遭遇不可抗力影响。巴斯夫是全球维生素的重要供应商，其路德维希港基地是全球主要的维生素 A 和维生素 E 的生产基地之一，该基地拥有维生素 A 产能 1.44 万吨/年（全球占比 32.80%），维生素 E (油) 产能 2 万吨/年（全球占比 13.33%），巴斯夫预计维 A 和维 E 将分别于 2025 年 4 月和 7 月复产。国际维生素企业供给收缩，供需格局变化有望维持行业景气度。

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，尤其在海外高市场份额企业帝斯曼产能逐渐退出预期下（占全球维生素 A 产能份额 17.08%、维生素 E 产能份额 20.00%），动物营养用维生素价格有望维持高位。

新和成有望受益于维生素行业高景气。24H1 公司营养品板块实现营收 66.80 亿元（同比+38.30%），毛利率 35.86%（同比+6.98 pct），主要原因为 2024 年维生素价格上涨、蛋氨酸均价同比上行。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 计年产能为 8,000 吨、维生素 E 以 50% 粉计年产能为 6 万吨。根据 2024 年中报，公司营养品板块蛋氨酸项目产能得到释放，已实现 30 万吨/年产品正常生产销售，市场竞争力增强；公司与中国石油化工股份有限公司合资建设的 18 万吨/年液体蛋氨酸（折纯）项目建设稳步推进；4,000 吨/年胱氨酸稳定生产运行；草铵膦项目中试顺利。此外，公司持续推进香精香料、新材料、原料药新项目建设及新产品开发，24H1 公司香精香料板块实现营收 19.25 亿元（同比+17.94%），毛利率 49.69%（同比-1.79 pct）。目前公司主要生产芳樟醇系列、柠檬醛系列、叶醇系列、二氢茉莉酮酸甲酯、覆盆子酮、女贞醛、薄荷醇等多种香料，被广泛应用于个人护理、家庭护理、化妆品和食品领域。无论是竞争力还是市场份额，都是全球香精香料行业重要的供应商。公司不断创新和丰富香料品种，探索生物基产品，持续满足市场需求。

推荐个股

维生素行业景气度有望维持高位。推荐：**新和成**。

图表 130. 主要推荐的维生素上市公司

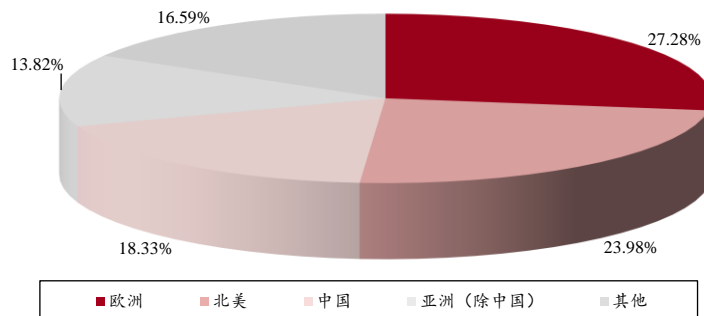
公司代码	公司简称	评级	股价 (元/股)	每股净收益 (元/股)		市盈率 (x)		主要优势
				2024E	2025E	2024E	2025E	
002001.SZ	新和成	买入	21.53	1.56	1.64	13.80	13.10	维生素及蛋氨酸价格上涨有望提升公司营养品板块业绩 公司持续巩固香精香料、新材料、原料药板块优势，新项目有序推进

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券
注：股价截止日 2024 年 12 月 15 日

国产轮胎企业再度扬帆，全球竞争力持续增强

全球轮胎市场规模超万亿元，欧洲、北美需求量位于前列。根据米其林年报，2022 年全球轮胎市场规模约为 1,900 亿美元。2023 年，全球轮胎消费量同比增长 2% 至 17.85 亿条，分地区来看，欧洲、北美、中国消费量占比分别为 27.28%、23.98%、18.33%，欧洲和北美消费量合计占据了全球一半以上。

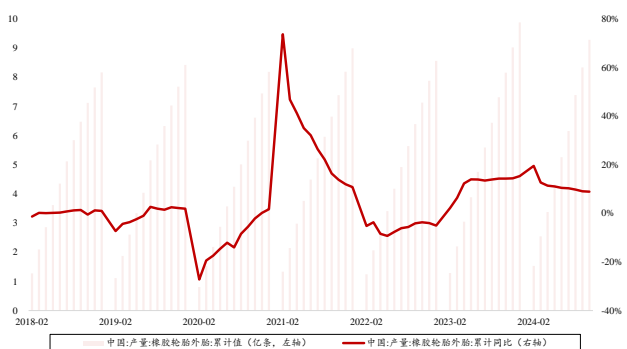
图表 131. 2023 年全球各国家（地区）轮胎消费数量占比



资料来源：米其林 2023 年年报，中银证券

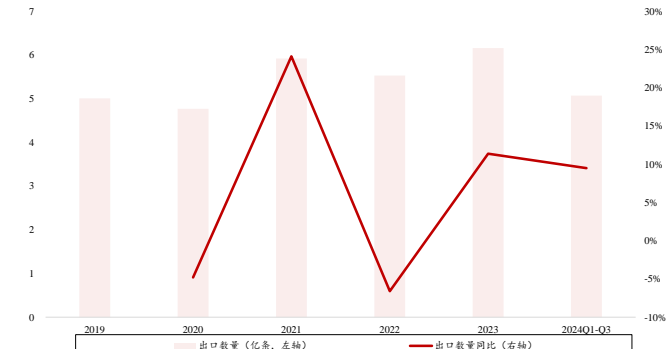
中国具备强大的轮胎生产能力，是重要轮胎出口国。从产能分布角度看，根据轮胎商业数据，2023年全球拥有DOT码的轮胎企业共有493家，其中中国轮胎工厂数量达到161家，占比32.66%；从轮胎产量角度看，根据国家统计局数据，2023年我国橡胶轮胎外胎产量为9.88亿条，占全年全球总消费量的55.35%，2024年1-10月，我国橡胶轮胎外胎产量同比增长8.90%至9.28亿条。同时，中国是全球重要的轮胎出口国。根据Tyrepress数据，2019-2023年中国轮胎出口数量由5.01亿条增长至6.16亿条，CAGR为5.30%，2024年前三季度轮胎出口数量同比增长9.50%至5.07亿条，占同期我国橡胶轮胎外胎产量的60.82%。

图表 132. 2018.1-2024.10 我国轮胎产量



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 133. 2019-2024 年前三季度我国轮胎出口数量



资料来源：Tyrepress，中银证券

关税政策倒逼海外布局，东南亚为重要基地。自2002年开始，美国、欧洲等地开始对我国出口轮胎进行限制，期间关税及“双反”政策持续出台，倒逼我国优质轮胎企业布局海外产能。2013年以来，赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟、中策橡胶等企业陆续布局海外产能，在选址上，东南亚地区为重要的海外基地选择。

图表 134. 海外对我国出口轮胎“双反”及关税政策梳理（部分梳理）

发布时间	国家/组织	相关情况
2002年5月	埃及	对源自我国的轿车和轻型卡车轮胎征收67%-195%的反倾销税
2008年	美国	7月，裁定对中国新充气工程机械轮胎涉案企业征收4.08%-210.48%的反倾销税和2.45%-14.00%的反补贴税；9月，倾销税率修改为5.25%-210.48%，反补贴税率不变；2012年，将反补贴税率修改为2.52%-14.00%，倾销税率修改为5.10%-210.48%
2009年6月	巴西	对原产于中国卡客车充气子午胎做出反倾销终裁，对涉案产品征收1.12-2.59美元/千克的反倾销税
2009年9月	美国	对中国轮胎特保案实施限制性关税，为期三年：第一年加征关税35%，第二年加征30%，第三年加征25%
2011年6月	阿根廷	对原产于中国的旅游用车轮胎征收23%的反倾销税，农林用车轮胎征收10%的反倾销税，公共汽车和卡车轮胎征收17%的反倾销税
2015年11月	欧亚经济委员会	对进口自中国的载重汽车轮胎产品征收14.79%-35.35%的反倾销税，为期五年
2018年9月	美国	对我国出口的轮胎产品加征10%关税，2019年起，关税金额上升至25%
2018年10月	欧盟	认定自中国进口的卡客车轮胎在欧盟市场存在倾销行为，且对欧盟产业造成了实质性损害，决定对自中国进口的卡客车轮胎征收反倾销税。2022年5月，欧盟普通法院作出一审裁决：撤销对中国20多家轮胎企业的反倾销、反补贴措施
2019年2月	美国	对中国TBR轮胎征收21%至63.3%的反补贴税和9%至22.6%的反倾销税

资料来源：中国橡胶工业协会，中策橡胶公告，中化新网，轮胎商业，中银证券

图表 135. 东南亚地区为我国轮胎企业重要海外基地

企业	2023 年海外营收 (亿元) 及占比	东南亚基地	年产能 (含在建)
赛轮轮胎	192.65 (74.16%)	越南 柬埔寨 印度尼西亚	1,600 万条半钢胎、260 万条全钢胎、10 万条非公路胎 2,100 万条半钢胎 (1200 万条在建)、165 万条全钢胎 360 万条子午线轮胎、3.7 万吨非公路胎
玲珑轮胎	93.97 (46.60%)	泰国	1,500 万套半钢胎、220 万套全钢胎
森麒麟	68.12 (86.87%)	泰国	1,600 万条半钢子午胎、200 万条全钢子午胎 600 万条半钢胎、130 万条全钢胎
通用股份	36.72 (72.51%)	泰国 柬埔寨	600 万条半钢胎 (在建)、50 万条全钢胎 (在建) 850 万条半钢子午胎、165 万条全钢子午胎
贵州轮胎	34.96 (36.41%)	越南	210 万条全钢胎、5 万条农业胎 (产品测试)、600 万条半钢胎 (在建)

资料来源: 各公司公告, 每经网, 中银证券

轮胎出海仍在进行时, 全球化持续推进

2020 年开始, 美国将“双反”范围扩大至泰国、越南等东南亚国家和地区。从 2024 年 1 月美国商务部对泰国半钢胎反倾销复审终裁结果来看, 税率较原审税率有较大幅度下降, 对我国胎企泰国工厂盈利能力有一定提升作用, 但对未来贸易政策变化的可能性, 仍要保持谨慎。为应对持续的贸易摩擦, 轮胎企业需要摆脱低附加值的“内卷式”竞争, 重视品牌力、产品力及海外基地的运营效率, 全球化进入下一阶段。

优秀轮胎企业全球化布局持续推进。优秀轮胎企业借助此前海外建厂的经验加持, 继续向美洲、欧洲、北非等地布局产能, 在规避贸易摩擦的同时, 抵近重要消费市场, 有利于订单获取及全球范围内品牌力提升, 为全球市场份额提升增添动力。以玲珑轮胎为例, 公司推进“7+5”战略 (中国 7 个生产基地, 海外 5 个生产基地) 并布局塞尔维亚基地, 未来仍会在全球范围内考察建厂。

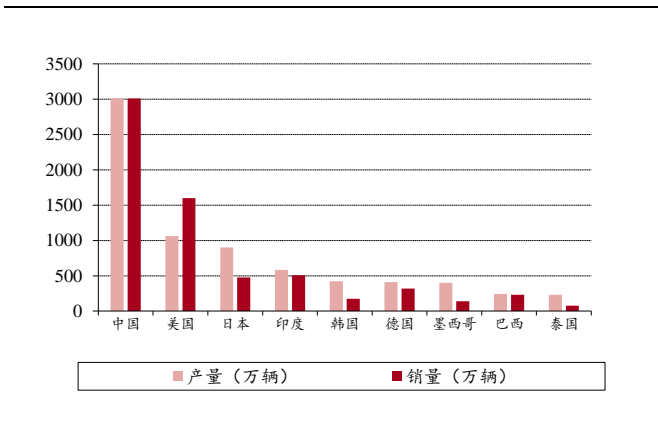
图表 136. 主要轮胎企业积极布局全球基地

企业	海外基地	(规划) 年产能
赛轮轮胎	墨西哥	600 万条半钢胎 (在建)
	印度尼西亚	360 万条子午线轮胎 (在建)、3.7 万吨非公路轮胎 (在建)
玲珑轮胎	塞尔维亚	1,200 万套半钢胎、240 万套全钢胎 (160 万套在建), 20 万条工程及农用车子午胎 (在建)
森麒麟	摩洛哥	1,200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎 (试运行)
	西班牙	1,200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎 (在建)

资料来源: 各公司公告, 中银证券

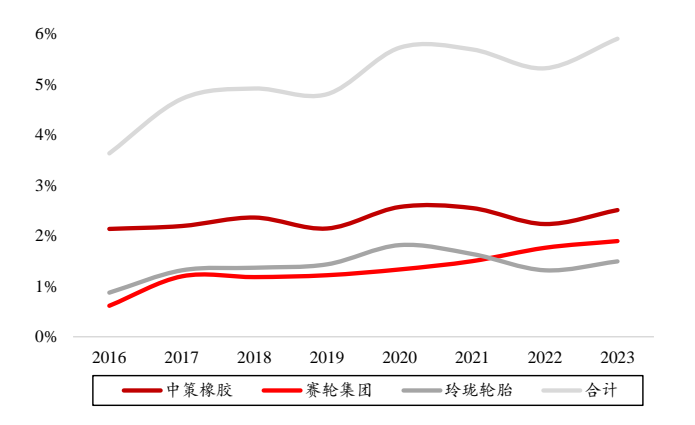
汽车配套叠加企业加码研发创新, 国产轮胎市占率有望持续提升。一方面, 中国为全球汽车产、销大国, 有助于国内胎企在配套市场形成突破。根据 OICA 数据, 2023 年中国汽车产量、销量分别为 3,016 万辆、3,009 万辆, 占全球比重分别 32.24%、32.45%, 居全球首位。另一方面, 国内主要轮胎企业主动提升研发创新能力, 打造一流品牌, 如赛轮轮胎开发液体黄金轮胎助力配套车型性能提升、玲珑轮胎推出搭载自修复技术及静音技术并配置 RFID 芯片的玲珑大师系列轮胎等。国产轮胎龙头国际市占率呈现不断提升趋势, 根据 Tire Business 数据, 2023 年中国大陆 CR3 轮胎企业市占率为 5.90%, 较 2016 年提升 2.27 pct。

图表 137. 2023 年各国汽车产量、销量



资料来源: OICA, 中银证券

图表 138. 2016-2023 年我国大陆轮胎企业 CR3 市占率变化



资料来源: Tier Bussiness, 中银证券

2025 年原料价格及海运费有望回落, 轮胎企业盈利空间有望扩大

2024Q2 以来, 原料价格及海运费有所波动, 压制轮胎企业利润。但主要轮胎企业通过提前备库、优化产品结构、调整产品价格等方式积极应对, 前三季度毛利率同比保持提升。原料及海运等短期扰动因素在 Q4 已呈现改善态势, 2025 年影响有望进一步减弱, 轮胎企业盈利能力或进一步提升。

图表 139. 优秀轮胎企业 2024 年前三季度毛利率情况

	2024Q1		2024Q2		2024Q3		2024Q1-Q3	
	毛利率 (%)	同比 (pct)	毛利率 (%)	同比 (pct)	毛利率 (%)	同比 (pct)	毛利率 (%)	同比 (pct)
玲珑轮胎	23.43	6.47	22.06	3.40	27.39	4.46	24.35	4.65
赛轮轮胎	27.68	7.36	29.77	2.65	27.69	(0.10)	28.38	2.92
森麒麟	31.32	8.98	35.27	12.82	39.52	11.99	35.45	11.08

资料来源: 万得, 各公司公告, 中银证券

建议关注个股

全球化布局的国产轮胎龙头发展空间广阔, 竞争力有望持续增强, 建议关注: 赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟。

投资建议

2024 年全球经济增速放缓，我国化工行业营收同比改善，产品价格分化。2024 年 7-10 月全球制造业 PMI 均在 50% 荣枯线以下，10 月美国 PMI 为 46.50%，略低于去年同期水平；日本、欧盟 11 月 PMI 分别为 49.00%、45.20%，较去年同期小幅提升。我国 10 月 PMI 为 50.10%，同比、环比均有一定改善。

从我国化工行业来看，2024 年 1-10 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，分别同比增加 4.30%、7.10%、4.70%。但子行业间利润表现有所分化，库存数量或均有所增加。

在产品价格方面，2024 年 10 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-5.6%、-2.5%、-1.9%。从具体产品价格表现来看，截至 2024 年 11 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 41 个，占比为 40.59%，其中涨幅超过 20% 的品种有 9 个，占比为 8.91%；2024 年以来的年内均价较 2023 年均价下跌的产品有 60 个，占比为 59.41%，其中跌幅超过 20% 的有 10 个，占比为 9.90%。

从上市公司 2024 年前三季度经营数据来看，基础化工板块营收同比改善，但利润仍承压，石油石化板块营收业绩保持稳健，盈利能力保持近年来较高水平。基础化工方面，2024 年前三季度基础化工板块实现营业总收入 16,476.80 亿元，同比增长 1.89%；实现归母净利润 944.95 亿元，同比下滑 7.26%；销售毛利率、销售净利率、ROE（加权平均）分别为 16.43%、6.02%、5.37%，分别同比下降 0.08pct、0.39pct、0.45pct，盈利能力已处于近六年内最低水平。石油石化方面，2024 年前三季度实现营业总收入 60,609.58 亿元，同比下降 1.96%；归母净利润 3,104.62 亿元，同比增长 1.46%；毛利率、净利率、ROE（加权平均）分别为 18.85%、5.51%、8.95%，同比分别提升 0.10pct、提升 0.17pct、降低 0.37pct，盈利能力指标仍处于近年较高位置。

展望 2025 年

需求端来看，政策加力国内复苏，海外降息背景下出口需求有望提振。2024 年我国汽车、家电等领域增速较高，展望 2025 年，“两新”政策有望继续加力扩围，同时政策组合拳支持下地产有望实现止跌企稳，汽车、地产建筑等相关产业链品种及其他顺周期品种需求有望受益。出口方面，2024 年 1-10 月我国出口金额同比增长 5.10%，年内美联储、欧央行分别降息 75bp。2025 年来看，虽然对美关税仍有一定不确定性，但国内全球化布局企业有望受益于海外需求改善。此外，全球范围内部分化工品利润收缩及欧洲等地能源价格及运营成本高企，导致多家海外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、维生素等多个产业链。海外产能的逐渐退出，有望改善全球范围内部分化工品种的竞争格局，国内化工品的出口需求有望进一步增长。

供给端来看，产能持续向优势龙头企业集中，部分品种供应格局有望改善。根据国家统计局数据，2024 年 1-10 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累计分别同比增长 11.20%、5.90%、14.10%。从化工行业上市公司在建工程数据来看，2024 年三季度末化工行业（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 10,083.17 亿元，同比增长 4.76%，中国石油、中国石化、万华化学、荣盛石化、恒力石化、合盛硅业在建工程较高，合计占比达到 61.30%，新增产能持续向龙头企业集中，未来行业集中度有望继续提升。此外，在节能降碳及老旧装置淘汰等政策约束下，部分化工品种有望迎来供给格局优化。

成本端来看，2025 年国际油价仍有支撑，煤炭价格或小幅回调，天然气价格有望进一步市场化。2024 年国际油价震荡回落，截至 11 月 20 日，布伦特原油与 WTI 原油价格分别为 73.10、69.01 美元/桶，分别同比下跌 10.89%、11.09%。我们认为，俄乌冲突引发全球能源贸易格局变化，在美国原油产量未实现跨越性增长之前，OPEC+ 的减产联盟较为稳固，同时全球原油需求仍存在提升空间，供应端对原油价格存在较大影响力，国际油价或在中高位震荡，预计 2025 年布伦特原油价格区间为 65-80 美金/桶。煤炭方面，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，我们预计年底至明年上半年煤炭供需关系或偏宽松，煤炭价格或呈现弱稳态势。天然气方面，随着全球天然气基础设施逐步完善，管道气及 LNG 的贸易量或持续提升，我国进口气依然存在提升空间，叠加国内天然气价格市场化改革深化，未来国内天然气价格与国际天然气价格联动或更为紧密。

从估值的角度，截至 2024 年 11 月 24 日，SW 基础化工市盈率（TTM）为 23.85 倍，处在历史（2002 年至今）的 40.40%分位数；市净率为 1.81 倍，处在历史水平的 11.10%分位数；SW 石油石化市盈率（TTM）为 16.19 倍，处在历史（2002 年至今）的 32.40%分位数；市净率为 1.24 倍，处在历史水平的 3.60%分位数。当前板块处于历史估值低位，考虑到下游需求将逐渐复苏，维持行业“强于大市”评级。**中长期推荐投资主线：**

1、原油价格有望延续中高位，油气开采板块高景气度持续，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、下游行业快速发展，新材料领域公司发展空间广阔。一是电子材料。半导体材料方面，关注人工智能、先进封装、HBM 等引起的行业变化，半导体材料自主可控意义深远。OLED 材料方面，下游面板景气度有望触底向好，关注 OLED 渗透率提升与相关材料国产替代。二是新能源材料。我国新能源材料市场规模持续提升，固态电池等下游应用新方向有望带动相关材料产业链发展。三是医药、新能源等新兴领域对吸附分离材料需求旺盛。推荐：安集科技、雅克科技、江丰电子、鼎龙股份、蓝晓科技、沪硅产业、万润股份、德邦科技；建议关注：彤程新材、华特气体、联瑞新材、圣泉集团、阳谷华泰、莱特光电、奥来德、瑞联新材。

3、政策加持需求复苏，关注龙头公司业绩弹性及高景气度子行业。2025 年政策加持下需求有望复苏，优秀龙头企业业绩估值有望双提升。推荐：万华化学、华鲁恒升、卫星化学，关注宝丰能源。二是配额约束叠加需求提振，氟化工景气度持续上行，推荐：巨化股份。三是需求改善，供给格局集中，维生素景气度有望维持高位，推荐：新和成。四是优秀轮胎企业进一步加码全球化布局，出海仍有广阔空间，建议关注：赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟。

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。

披露声明

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

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

评级体系说明

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

公司投资评级：

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

行业投资评级：

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

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

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

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

中银国际证券有限公司

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

中银国际控股有限公司北京代表处

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

中银国际(英国)有限公司

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

中银国际(美国)有限公司

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

中银国际(新加坡)有限公司

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