

证券研究报告

2025年01月21日

行业报告：行业投资策略

基础化工

# 基础化工行业2025年年度策略：待雨歇，见青山

作者：

分析师 唐婕 SAC执业证书编号：S1110519070001

分析师 张峰 SAC执业证书编号：S1110518080008

分析师 郭建奇 SAC执业证书编号：S1110522110002

分析师 邢颜凝 SAC执业证书编号：S1110523070006

分析师 杨滨钰 SAC执业证书编号：S1110524070008

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明



行业评级：中性 （维持评级）  
上次评级：中性

## 回顾与展望

**此轮周期已行至尾声，静待需求修复。**从需求端看，24年基建、出口较为坚挺，地产周期边际企稳，出口2023年较差状态下2024年完成修复，消费连续两年完成修复依然坚挺。从供给端看，全球化工资本2024年增速转负；国内来看，上市公司在建工程增速快速下行并在2024Q2接近见底，而固定资产则保持超过15%的增长速度；国内供给压力仍然较大，但节奏放缓，资本开支接近尾声。国内行业库存自23年Q3同比增速出现拐点，到24Q3增速转正，经历一年的去库周期后进入补库阶段；但受2022-2023年国内资本开支规模提升，供给端释放压力增大的影响，24年化工行业价格及利润水平在二季度出现阶段性反弹，但全年整体表现承压。

## 周期：底部或已至，寻找供需边际变化行业

- **需求稳定寻找供给逻辑主导行业：**制冷剂（建议关注：巨化股份、三美股份、东岳集团）、磷矿及磷肥（建议关注：云天化、川恒股份、芭田股份）、三氯蔗糖（重点推荐：金禾实业）、氨基酸（建议关注：梅花生物）、维生素（建议关注：新和成）、钛矿及钛白粉（建议关注：龙佰集团）、钾肥（建议关注：亚钾国际、东方铁塔）。
- **供给稳定寻找需求逻辑主导行业：**MDI（重点推荐：万华化学）、民爆（建议关注：广东宏大、雪峰科技、江南化工）、氨纶（建议关注：华峰化学）、农药（重点推荐：扬农化工、润丰股份；建议关注：先达股份、国光股份）、推荐公司华鲁恒升。
- **供需双重边际改善行业：**有机硅（建议关注：合盛硅业、新安股份）

## 成长：内循环重视突破堵点，外循环重视全球化

- 近年来全球化逆流、贸易保护主义、地缘政治冲突加剧，与之相伴的是全球产业投资和贸易格局的重构。从“成本效率”优先的全球化配置转变为“稳定安全”导向的区域性合作模式。产业链格局变化一方面是对之前融入全球供应链体系的传统路径依赖的挑战；另一方面也形成了对外优势产业链出海转移，对内供应链补齐、发展新质力，从而进一步增强长期竞争力的外部条件。因此我们从“内循环：发展新质生产力，材料端突破堵点”和“外循环：逆全球化背景下，中国企业出海实现突破”两个方向寻找投资机会。
- 重点推荐：莱特光电、瑞联新材、万润股份（OLED材料）；凯立新材（催化材料）；华恒生物（合成生物学）
- 建议关注：奥来德（OLED材料）；中触媒（催化材料）；蓝晓科技（吸附树脂）；华特气体、金宏气体、广钢气体（电子大宗气）；梅花生物、星湖科技、阜丰集团（合成生物学）；赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟（轮胎）。

**风险提示：地缘政治冲突带来逆全球化风险；原油价格大幅波动风险；安全环保风险；海外经济下行引发的景气持续下行风险**

# 回顾 与 展望

2024年周期进入下行尾声磨底期

2025年政策转向资本开支放缓，静待复苏



# 行业回顾与展望

## 周期复盘及现状：此轮周期已行至尾声，静待需求修复

周期 (季度)	2010Q1-2011Q4	2012Q1-2016Q3	2016Q4-2018Q3	2018Q4-2020Q3	2020Q4-2022Q2	2022Q3-2024Q3	2024Q4
化工品价格	8 扩张	19 收缩	8 扩张	8 收缩	7 扩张	9 收缩	-
内需	高速增长	增速趋缓	快速增长	快速下滑	前期快速反弹, 后期快速下降	增速下降	政策密集出台
外需	平稳向上	欧盟变差, 美国平稳	平稳向上	快速下滑	快速反弹并保持较高水平	增速缓慢下行	面临下行压力
原油价格	高油价区间稳定	前期高油价, 2014年以来快速下行至低油价区间	低油价区间稳定缓慢上行	油价快速下行	油价快速抬升至高油价区间	中高油价区间稳定	高位稳定
资本开支	资本开支随价格扩张而扩张	资本开支力度逐步向下接近周期尾声在建工程增速转负	供给侧改革周期, 资本开支力度小	资本开支快速抬升	随景气资本开支力度快速抬升	高强度资本开支支持持续	在建工程同比增速接近转负
固定资产	固定资产在上行周期尾声高速增长	固定资产大量增加	供给侧改革周期, 固定资产投资增加有限	固定资产投资增加有限	前期资本开支转固, 固定资产小幅增加	固定资产投资增速抬升	仍有较多在建工程待转固

### 2010年以来，化工品价格经历三轮明显波动周期：

#### ① 2010-2016的6年周期

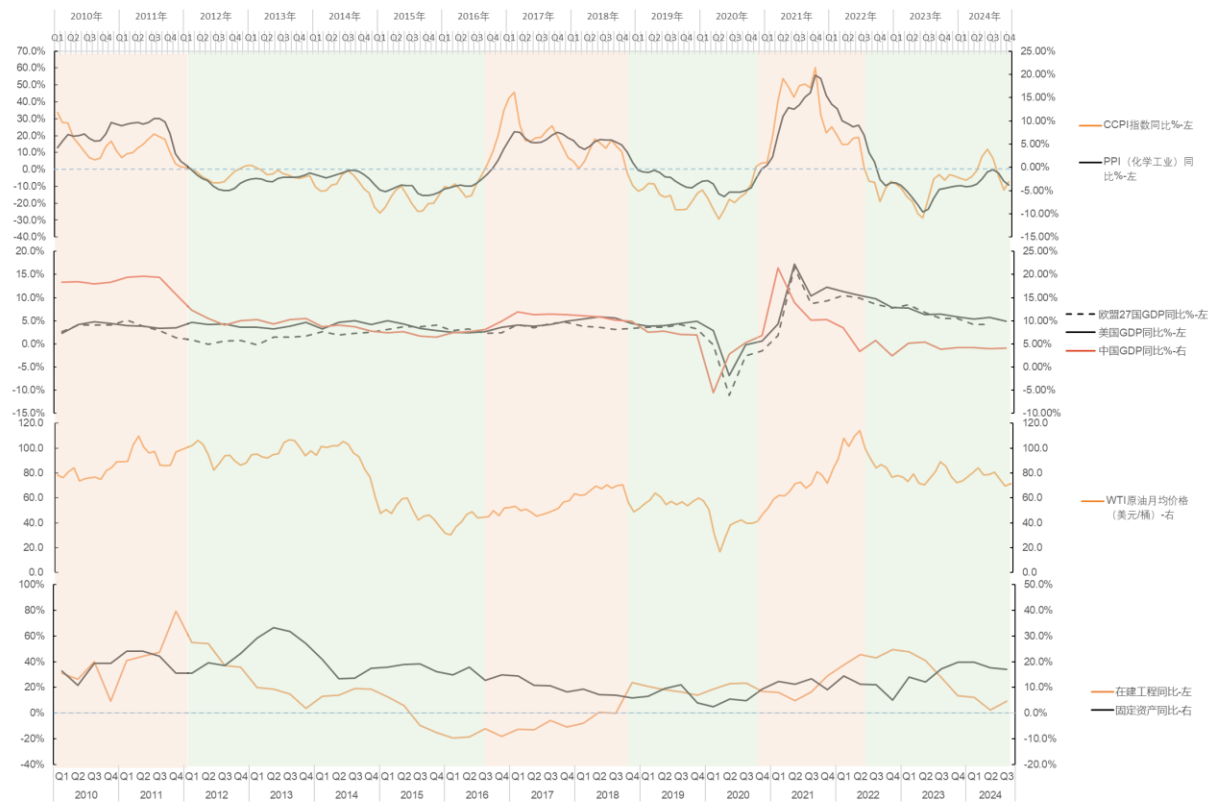
上行8个季度（10Q1-11Q4），下行19个季度（12Q1-16Q3）：此轮上行为周期**内外需主导**的上行；随着需求**快速放缓、供给增加**，此轮周期开启下行，在2014年开启**原油价格的大幅下行**，叠加**国内需求持续疲软**，致下行周期持续至2016Q3触底。

#### ② 2016-2020的4年周期

上行8个季度（16Q4-18Q3），下行8个季度（18Q4-20Q3）：此轮上行周期内外需上行叠加供给侧改革，**供需两端双重发力**主导的上行；2018年中美贸易冲突、叠加2020年初全球疫情传播导致**全球需求快速萎缩**，供给端供给侧改革取得阶段性成果，产能建设恢复，**供给增加，原油价格**在此阶段快速回落，需求、供给、原料三重压力导致周期下行。

#### ③ 2020-2024的4年周期

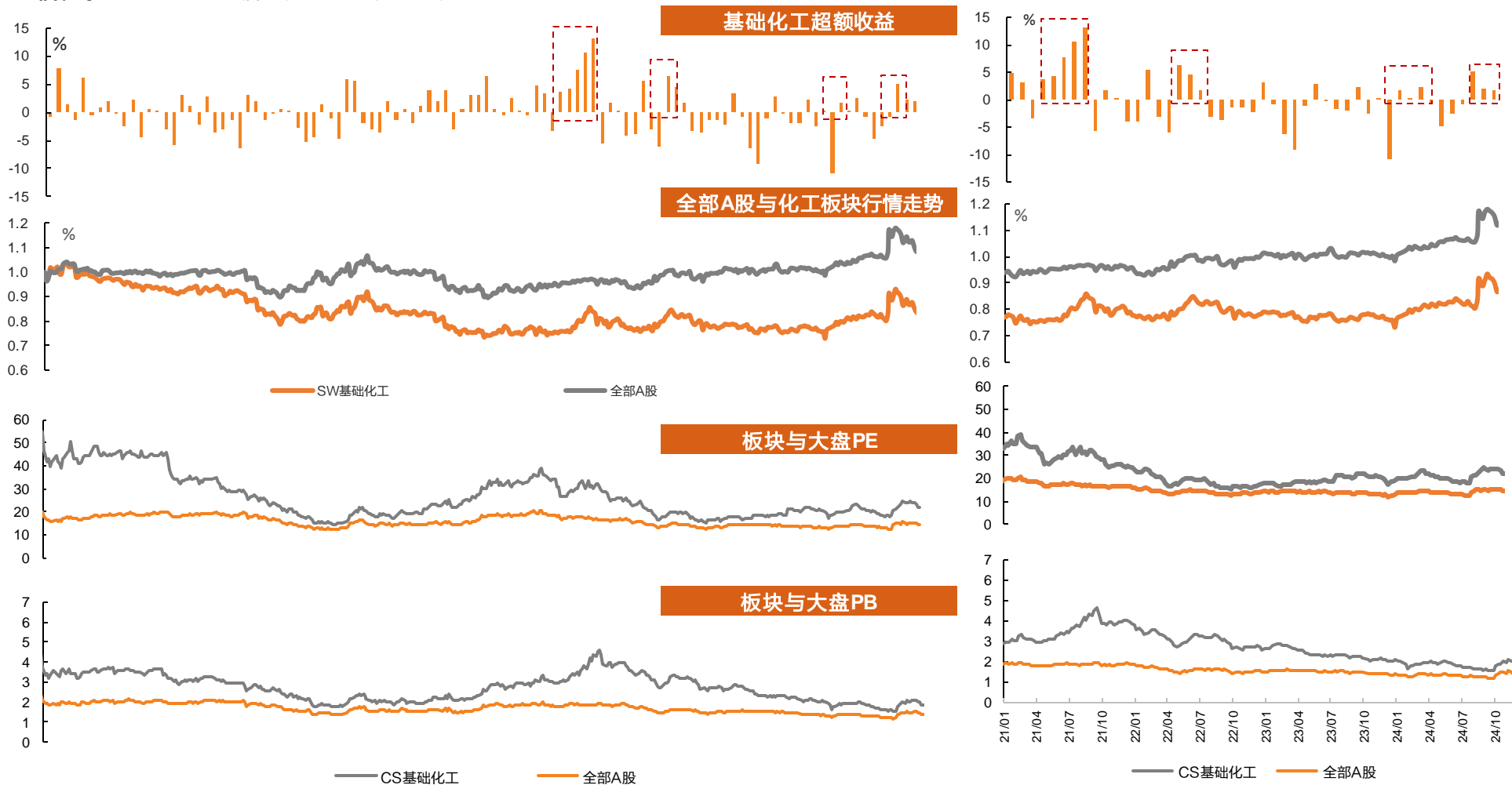
上行7个季度（20Q4-22Q2），下行至今已经历9个季度（22Q3至24Q3）：此轮上行周期国内外疫后政策加码，**需求复苏**明显，**原油价格**快速抬升，为**需求主导**的复苏；随着国内外经济增速放缓，国内高强度化工资本开支落地，**供需双弱**驱动了价格下行。



# 行业回顾与展望

## 行情回顾：24年出现阶段性行情，估值处低位水平

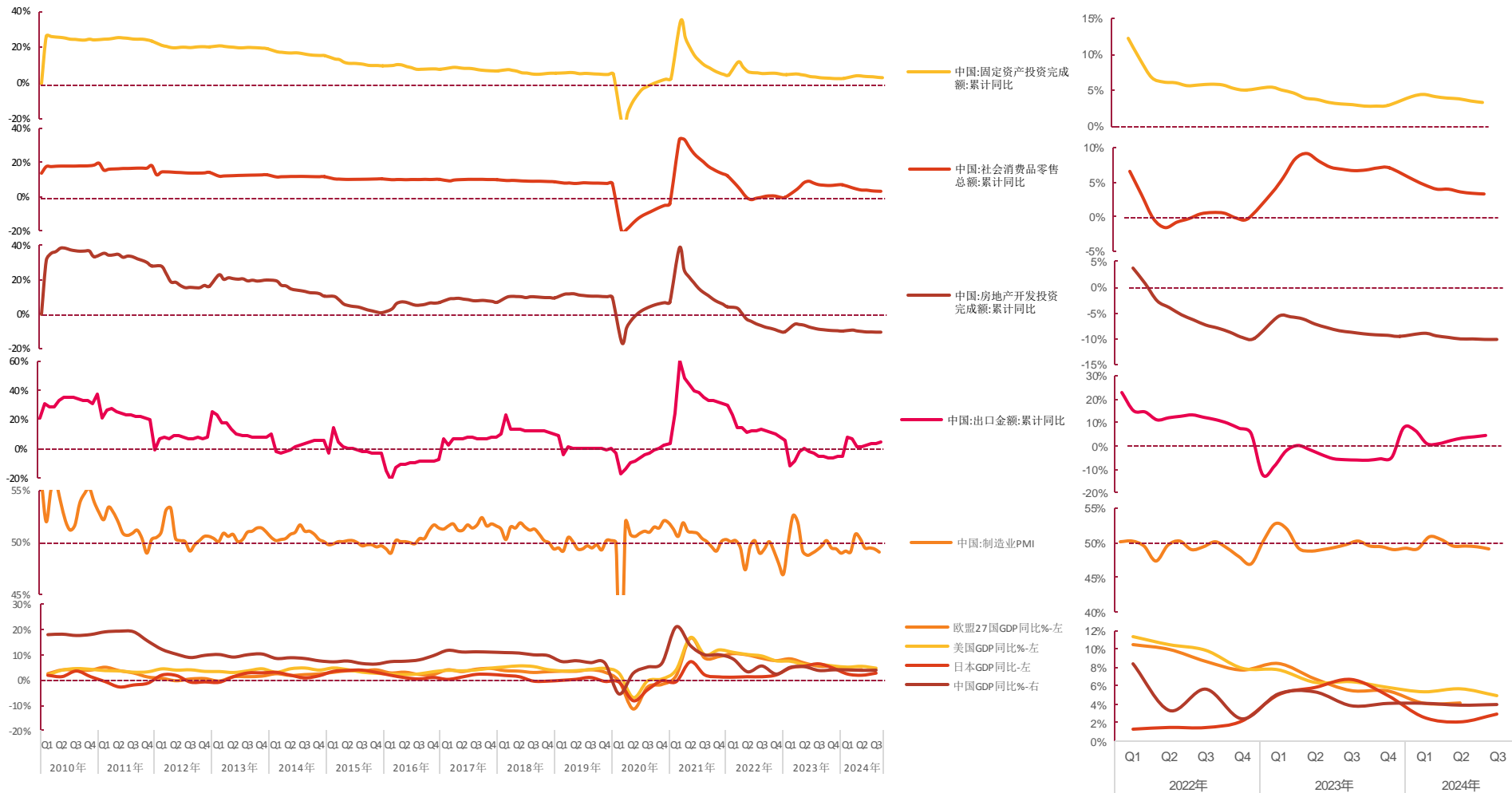
- 行情：2024年Q1、Q3基础化工行业呈现阶段性行情
- 估值：基础化工行业估值位于历史较低分位



# 行业回顾与展望

需求端：地产边际企稳，消费坚挺，出口由负转正持续抬升

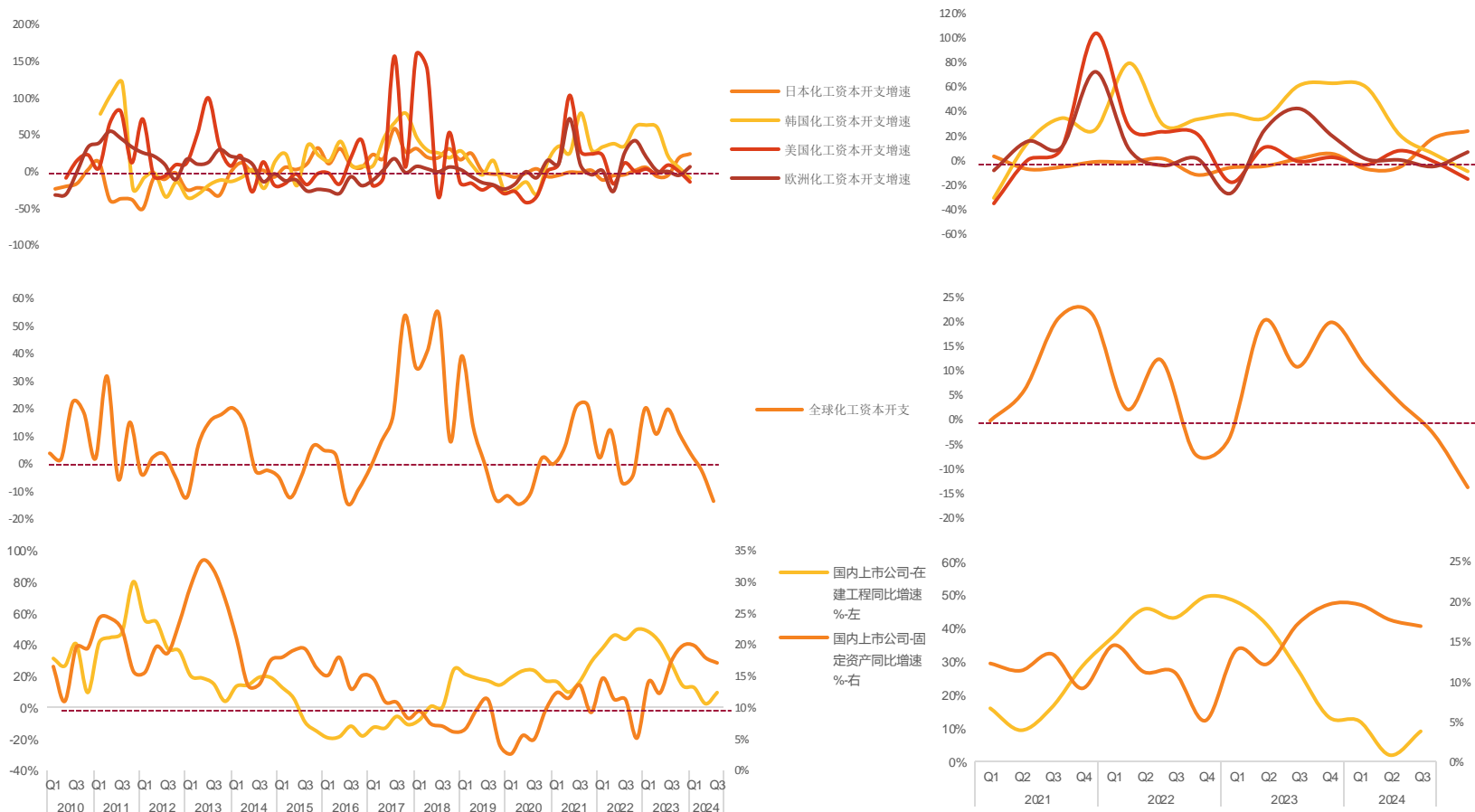
■ 基建、出口较为坚挺，地产边际企稳，出口2023年较差状态下2024年完成修复，消费连续两年完成修复依然坚挺。



# 行业回顾与展望

供给端：全球化工资本开支下行，中国化工上市公司仍处扩张周期，但投资增幅放缓

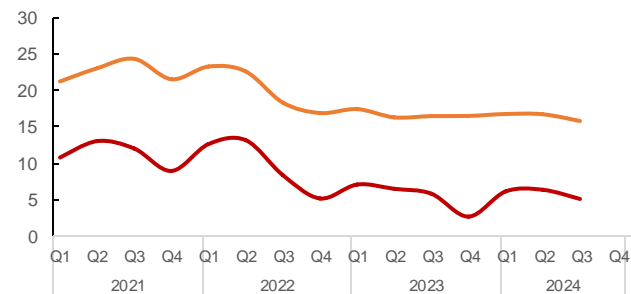
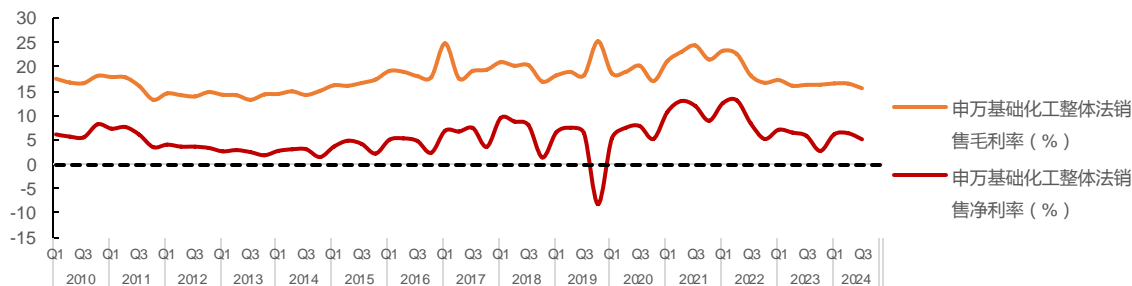
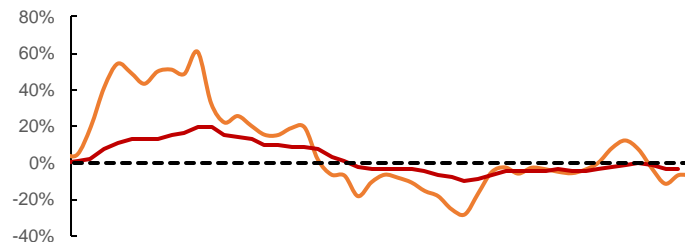
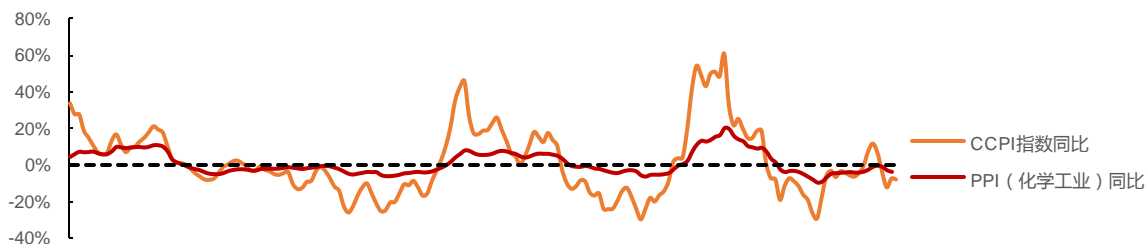
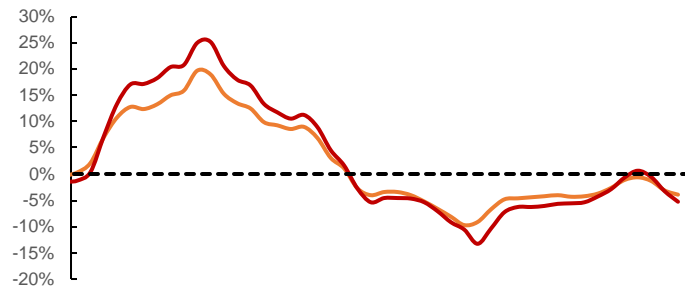
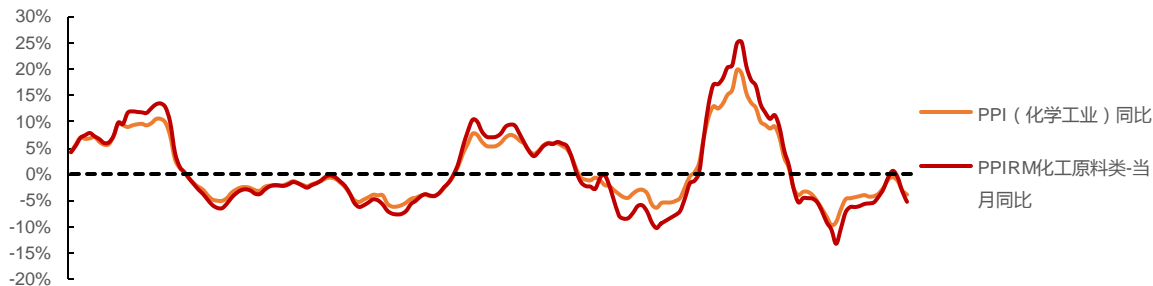
- 全球化工资本开支经历了由日本、韩国、中国主导下的增长后，2024年资本开支增速转负；国内来看，上市公司在建工程增速快速下行并在2024Q2接近见底，而固定资产则保持超过15%的增长速度；国内供给压力仍然较大，但节奏放缓，资本开支接近尾声。



# 行业回顾与展望

## 价格端：24Q2阶段性反弹，全年表现承压

- 受2022-2023年国内资本开支规模提升，供给端释放压力增大的影响，24年化工行业价格及利润水平在二季度出现阶段性反弹，但全年整体表现承压。

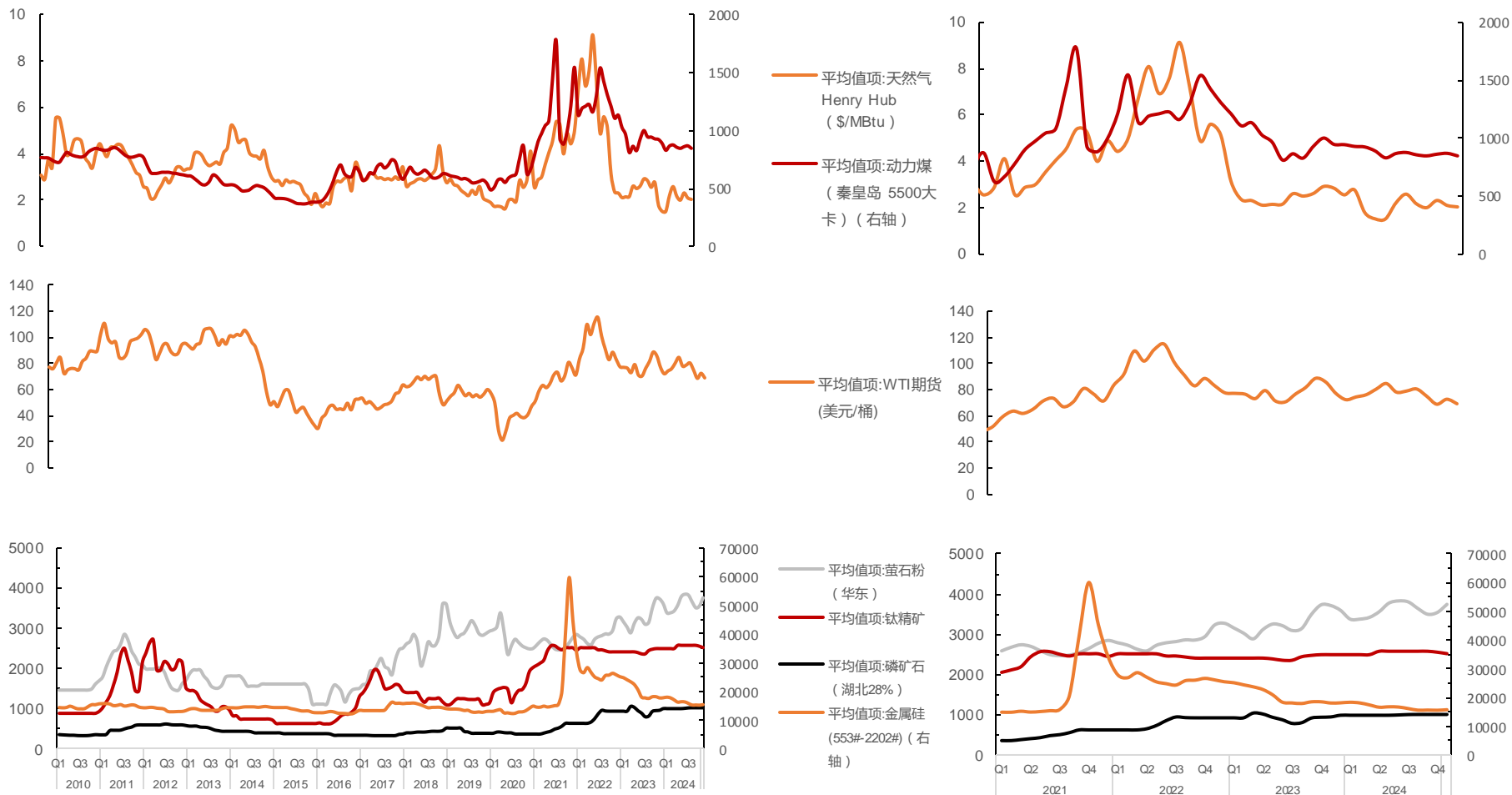




# 行业回顾与展望

## 原材料端：24年成本端支撑走弱

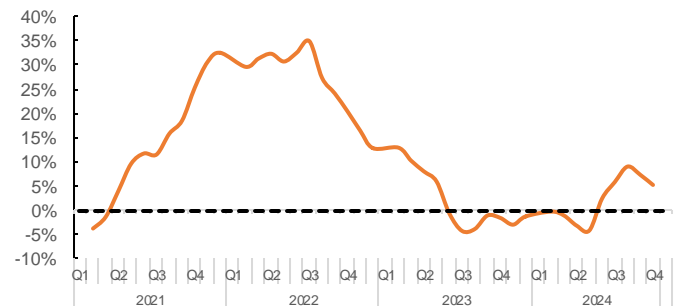
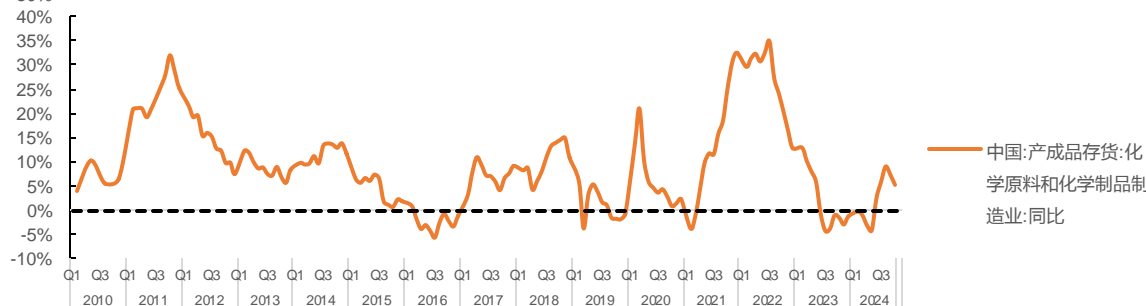
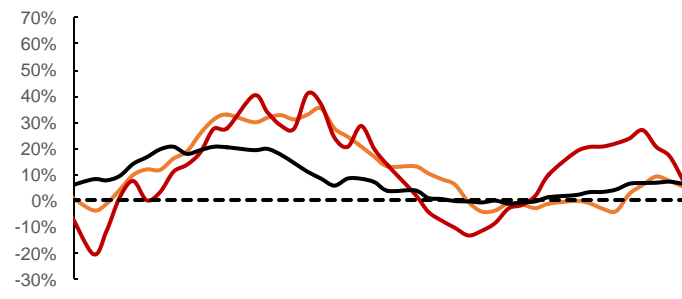
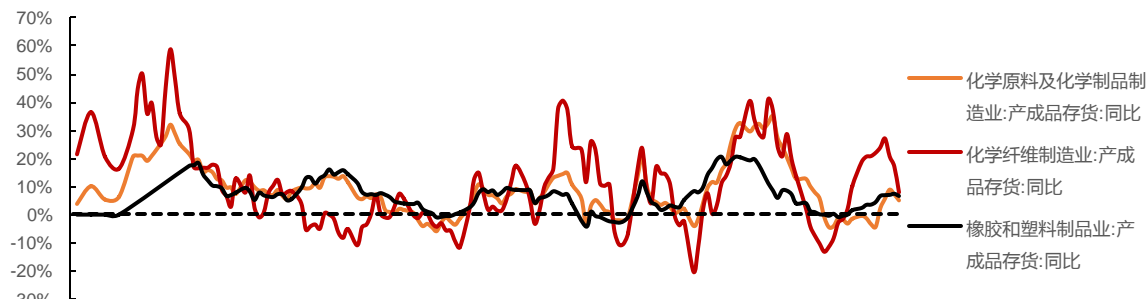
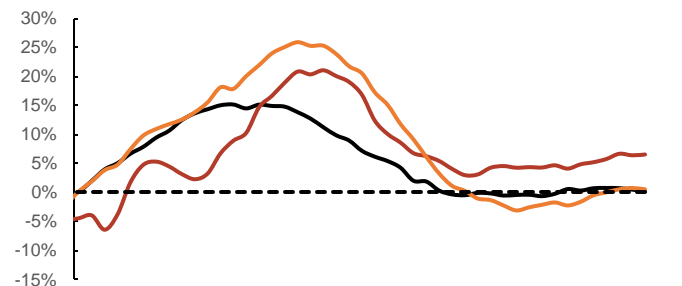
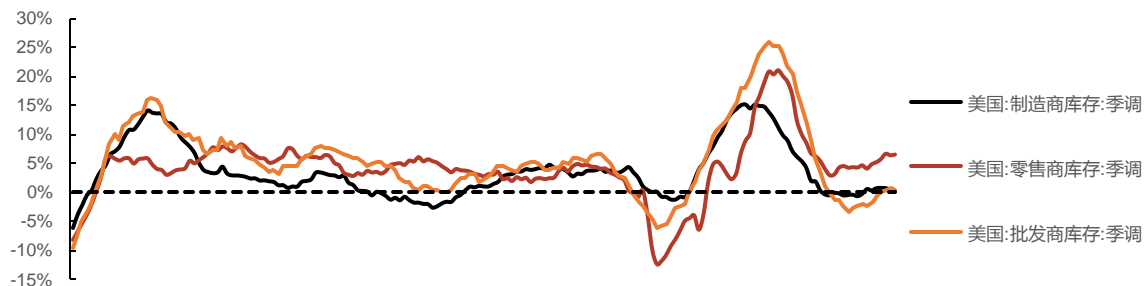
■ 23-24年原材料价格多呈现震荡下行趋势，对化工行业产品价格成本端支撑较弱。



# 行业回顾与展望

## 库存端：去库基本结束，行业进入补库阶段

- 海外：21-22年库存累积的驱动因素来自对化学品供应和价格快速上涨的担忧，23年全年持续去库，24年去库接近尾声，开始小幅补库。
- 国内：自23年Q3同比增速出现拐点，到24Q3增速转正，反映行业库存在经历一年的去库周期后进入补库阶段。



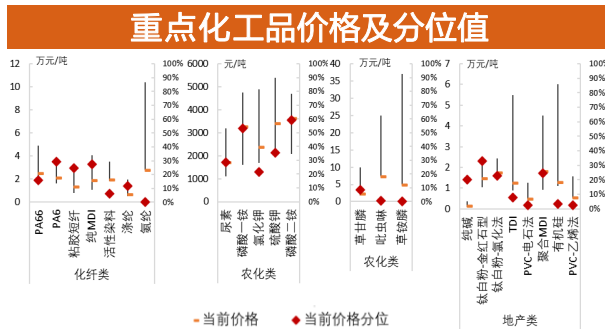
# 行业回顾与展望

## 化工各子行业区间涨跌幅情况

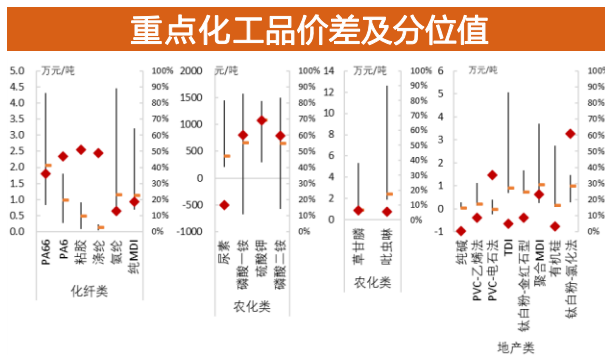
板块	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024/1/1至2024/11/29	2023年	2022-2024年
纯碱	5%	-14%	-1%	-9%	-6%	12%	6%	-1%	20%	-15%
氯碱	6%	-9%	-3%	-5%	-9%	-10%	16%	2%	9%	-27%
无机盐	2%	-2%	-8%	-3%	0%	4%	16%	17%	-12%	-2%
其他化学原料	3%	-10%	-2%	1%	5%	-6%	10%	12%	-10%	-6%
煤化工	16%	-14%	11%	2%	5%	6%	7%	11%	13%	-9%
钛白粉	6%	-13%	2%	-3%	2%	-3%	17%	5%	-10%	-33%
涂料油墨	19%	-8%	4%	0%	-22%	-1%	23%	3%	13%	-17%
民爆制品	6%	-3%	-7%	-1%	0%	3%	19%	27%	-5%	15%
纺织化学制品	5%	-5%	3%	-2%	0%	8%	14%	19%	1%	-9%
其他化学制品	1%	-6%	-5%	2%	-16%	20%	17%	7%	-8%	-16%
氟化工	7%	-20%	3%	2%	20%	-8%	1%	7%	-10%	15%
聚氨酯	5%	-7%	1%	-12%	6%	0%	13%	0%	-14%	-15%
食品及饲料添加剂	3%	-9%	2%	1%	-6%	1%	15%	16%	-4%	-10%
有机硅	1%	-14%	-10%	-10%	-7%	-7%	25%	9%	-27%	-44%
胶黏剂及胶带	-3%	-8%	-10%	3%	-15%	-11%	14%	-12%	-14%	-33%
涤纶	5%	17%	0%	-1%	-8%	-6%	3%	-16%	14%	-20%
粘胶	-3%	-11%	-7%	1%	17%	-9%	10%	76%	-15%	37%
其他化学纤维	-4%	-10%	-18%	-3%	-8%	-25%	13%	-12%	-28%	-32%
氨纶	10%	-3%	3%	-4%	0%	7%	20%	26%	0%	-14%
锦纶	2%	-6%	2%	3%	-6%	-6%	14%	7%	1%	-25%
其他塑料制品	6%	-1%	-2%	6%	-6%	-9%	24%	8%	10%	-10%
改性塑料	3%	-2%	-7%	5%	-17%	-1%	16%	0%	2%	-13%
合成树脂	17%	2%	-1%	1%	-16%	-4%	20%	-1%	13%	-4%
膜材料	5%	-3%	-7%	-1%	-20%	-16%	10%	-11%	-4%	-30%
其他橡胶制品	-3%	-5%	-4%	8%	-13%	-12%	24%	-3%	15%	-16%
炭黑	4%	-4%	-8%	10%	-19%	-1%	11%	2%	2%	-16%
橡胶助剂	26%	-17%	0%	0%	-18%	11%	9%	21%	5%	-15%
氮肥	4%	-10%	2%	-8%	-9%	4%	10%	-6%	-15%	-28%
磷肥及磷化工	2%	-14%	-8%	2%	8%	-2%	22%	61%	-1%	22%
农药	-2%	-7%	-3%	-6%	-7%	-9%	15%	5%	-16%	-5%
钾肥	-2%	-12%	-3%	-7%	-4%	5%	8%	7%	-23%	-42%
复合肥	-3%	-4%	-4%	3%	-6%	5%	16%	5%	-8%	-15%
非金属矿Ⅲ	1%	-11%	-4%	5%	-10%	-13%	8%	-7%	-4%	2%

## 分版块：行业处筑底阶段，子行业24前三季度盈利整体承压

- 行情回顾：部分化工品价格在24Q2开始反弹上涨，多数子行业板块行情同期回暖，Q3在政策端支持背景下，所有子行业板块行情实现上涨。
- 24年至11月底，粘胶、磷肥及磷化工、民爆制品、氨纶、橡胶助剂等子行业涨幅居前。



- 盈利情况：2024年前三季度化工行业营收同比微增1.5%，归母净利润同比下滑6.6%。
- 分细分子行业看，2024Q3，纺织化学制品、氯碱、涂料和炭黑，毛利率同比分别提升4.8/2.8/2.3/2.3pcts。



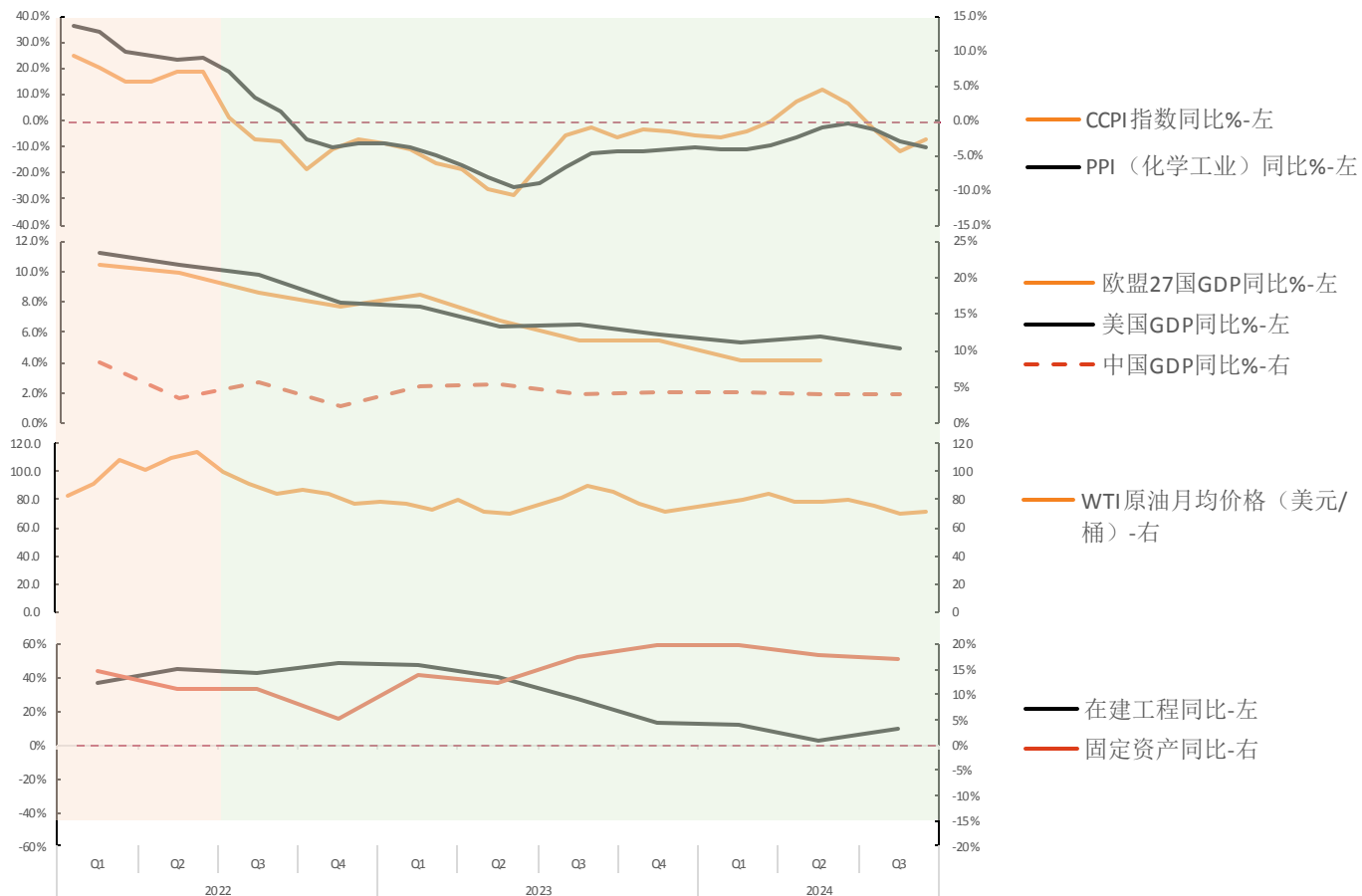
## 化工各子行业毛利率情况

单季度毛利率	子行业	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
无机盐	无机盐															
其他材料	其他材料															
煤化工	煤化工															
两碱	氯碱															
	纯碱															
农用化工	农药															
	钾肥															
	复合肥															
化纤	氨纶															
	粘胶															
	其他化学纤维															
	涤纶															
	锦纶															
纺织化学制品	纺织化学制品															
聚氨酯	聚氨酯															
氟化工	氟化工															
磷化工	磷化工															
有机硅	有机硅															
合成树脂	合成树脂															
食品及饲料添加剂	食品及饲料添加剂															
民爆用品	民爆用品															
涂料	涂料															
钛白粉	钛白粉															
膜材料	膜材料															
橡胶	橡胶助剂															
	炭黑															
其他橡胶制品	其他橡胶制品															
塑料	改性塑料															
	其他塑料制品															
其他化学制品	其他化学制品															
其他化学原料	其他化学原料															
非金属材料	非金属材料															

# 行业回顾与展望

## 总结及展望：内需政策密集出台，静待需求回暖开启新周期

- ①2022Q2到2024Q3处于价格收缩周期，历时9个季度，内需增长乏力、外需增长放缓，国内供给快速增长是导致此轮下行周期的重要原因。
- ②截至2024Q3，收缩周期时长已超过上一轮（2018Q4-2020Q3，历时8个季度），国内政策已现拐点，需求亟待复苏，供给端在建工程增速结束近两年超过10%的增长并接近转负区间，此轮下行周期已近尾声。
- ③下一轮周期上行条件：若开启下一轮上行周期，内需政策密集出台，实质性回暖后有望开启新一轮周期上行。
- ④风险角度来看：尚未转固的累计在建工程使得供给端仍然承压，企业投产节奏较为重要；原油价格仍处于中高区间，若原材料出现供给增加导致的快速下行，化工品价格则面临同向下行的风险。



# 策略

周期：底部或已至，寻找供需边际变化行业

成长：内循环重视突破堵点，外循环重视全球化

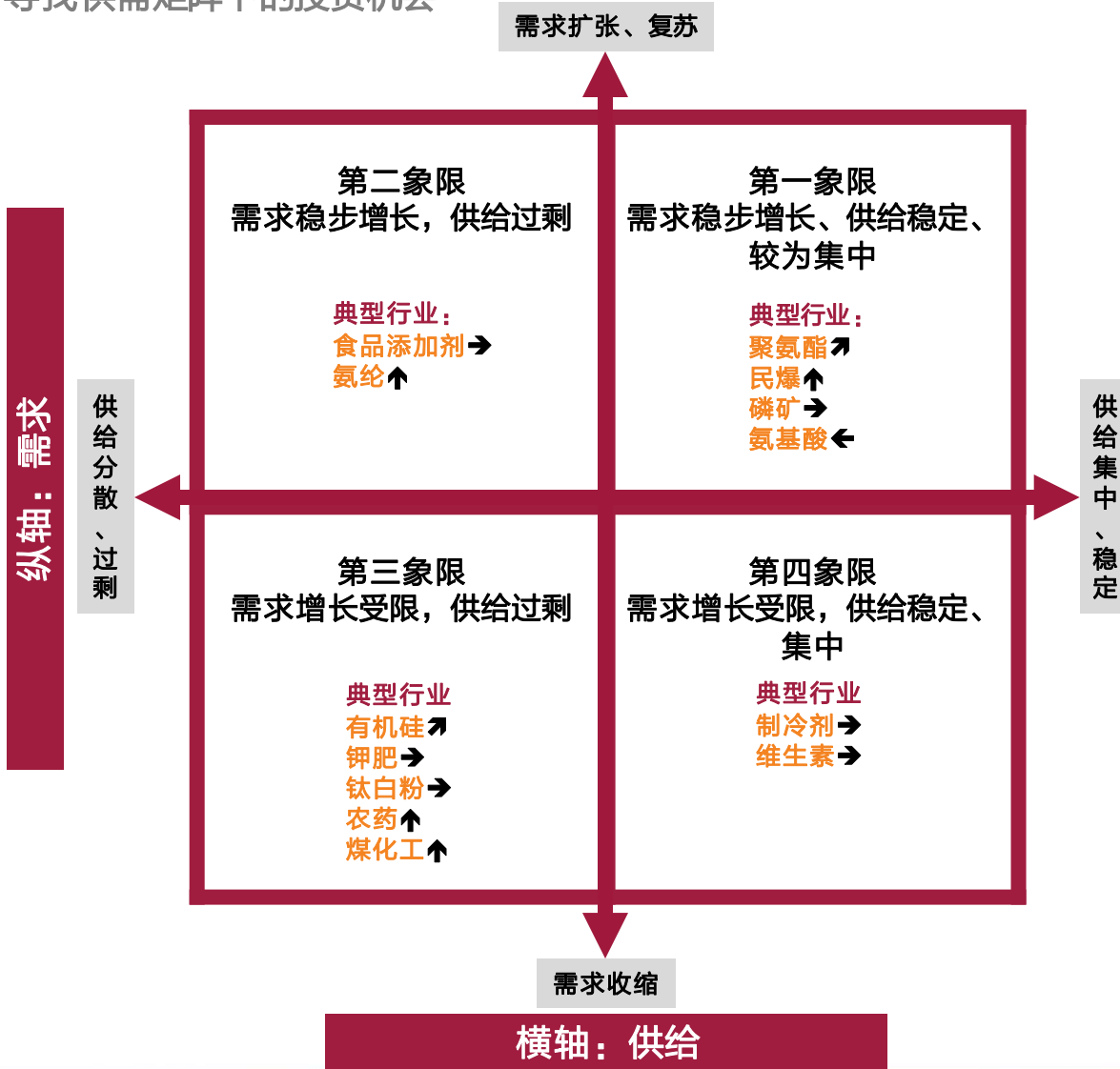
## 主线一：寻找周期供需格局稳定状态下的边际改善

- 需求稳定寻找供给逻辑主导行业：制冷剂、磷矿、三氯蔗糖、氨基酸、维生素、钛矿及钛白粉、钾肥
- 供给稳定寻找需求逻辑主导行业：MDI、民爆、氨纶、农药、华鲁恒升
- 供需双重边际改善行业：有机硅



# 主线一：寻找周期供需格局稳定状态下的边际改善

寻找供需矩阵下的投资机会



**向右发展：供给逻辑主导**  
集中度提升、产能出清、企业协同、产能端边际改善  
制冷剂、磷矿、三氯蔗糖、氨基酸、维生素、钛矿及钛白粉、钾肥

**向上发展：需求逻辑主导**  
需求复苏、或需求增长，而供给端状态相对稳定  
MDI、民爆、氨纶、农药、华鲁恒升

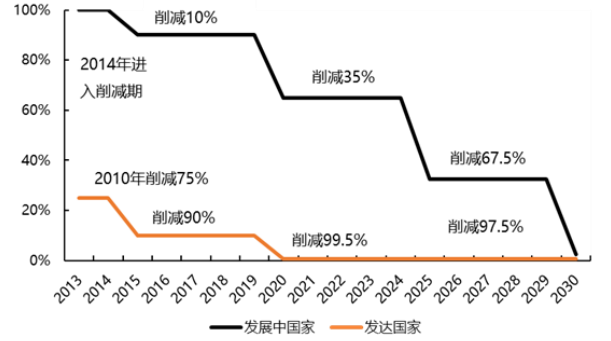
**右上发展：供需两旺**  
传统行业产品迎来新需求增长点，例如2020年以来的新能源材料；或需求复苏迎来供给改革  
有机硅

# 主线一：需求稳定寻找供给逻辑主导行业——（1）需求稳定寻找供给逻辑主导行业

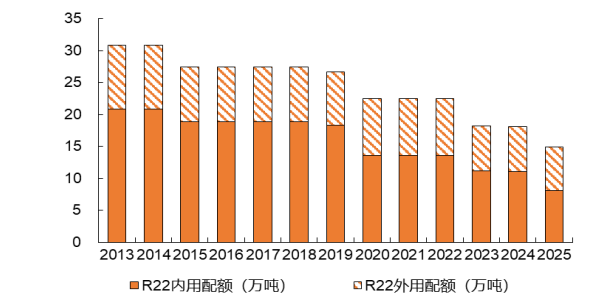
## 制冷剂：25年二代配额再次削减，三代配额增发下行业仍保持紧平衡

- **2025年二代制冷剂配额再次削减。**据《2025年度消耗臭氧层物质配额总量设定与分配方案》：25年R22生产配额为14.9万吨（较24年削减3.3万吨），内用生产配额8.1万吨（削减3.1万吨），房间空调/工商制冷空调/其他需求配额分别削减20%/50%/28%。存量市场仍有R22空调待维修，我们预期配额削减下R22价格将持续上行。
- **2025年三代制冷剂配额增发不会影响行业供需紧平衡。**根据《2025年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》，R32生产配额将增发4.5万吨（均为内用）；由于生产企业可以在申请2025年配额时进行品种调整，根据《2025年度消耗臭氧层物质生产、使用配额核发表》，实际2025年R32内用生产配额增加4.25万吨，生产配额增加4.1万吨。
- **增发不改行业现状：**1）配额削减下R22供应紧张，若维修需求无法满足将带动新机需求；2）25年空调出口或将持续增长；以旧换新为国内需求注入活力；3）我们认为，配额制度使竞争秩序得到改善，增发不会恶化行业生态。
- **建议关注：**巨化股份、三美股份、东岳集团

## 二代制冷剂削减进度



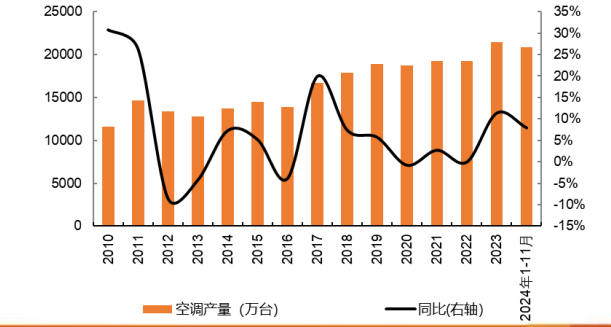
## 二代制冷剂2025年再次削减



## 三代制冷剂2024年-2025年分配情况 (单位: 吨)

产品	2024年				2025年				25年较24年生产配额变化	
	生产配额	内用生产配额	出口配额	出口占比	生产配额	内用生产配额	出口配额	出口占比		
> 4万吨	R32	239563	141939	97624	41%	280349	184479	95870	34%	40786
	R125	165668	60083	105585	64%	167282	61141	106141	63%	1614
	R134a	215670	82639	133031	62%	208269	80398	127871	61%	-7401
	R143a	45517	11169	34348	75%	47298	11445	35853	76%	1781
< 4万吨	R152a	32671	7801	24870	76%	33734	8055	25679	76%	1063
	R227ea	31278	27521	3757	12%	31435	27492	3943	13%	157
	R245fa	14160	8682	5478	39%	19514	14035	5479	28%	5354
	R236fa	842	147	695	83%	756	145	611	81%	-86
	R236ea	141	141	141	100%	191	0	191	100%	50
	R41	50	16	34	68%	102	42	60	59%	52
	R23	2952	2348	604	20%	2952	2348	604	20%	0
总计	748512	342345	406167	54%	791882	389580	402302	51%		

## 空调产量



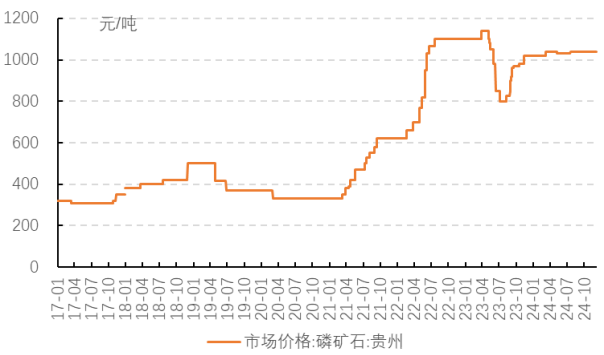


# 主线一：需求稳定寻找供给逻辑主导行业——（1）需求稳定寻找供给逻辑主导行业

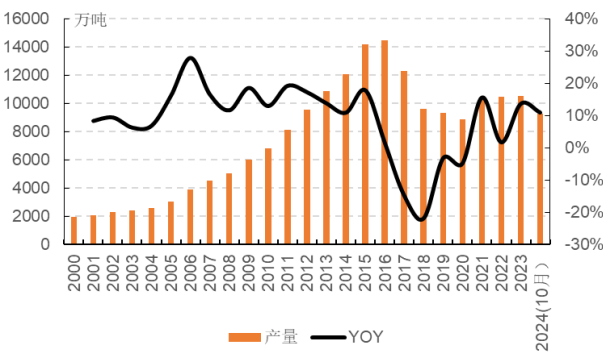
## 磷矿：供应壁垒短期难以打破

- 我国磷矿本身品位较全球偏低，而21年以来虽产量较为稳定，但品位下降、老矿枯竭、以及新矿因开采难度加大而导致的进度不及预期，新增量整体较缓慢。
- 需求端来看，磷矿石下游肥料、农药、精细磷酸盐等行业对磷矿需求偏刚性，且随着磷酸铁锂电池对磷源需求的增量带动，国内对于磷矿石的需求整体呈增长态势。

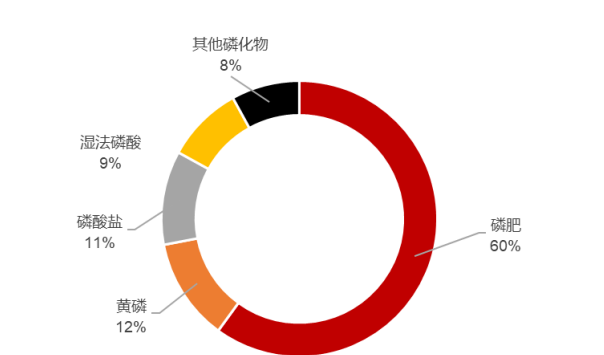
我国磷矿石价格坚挺



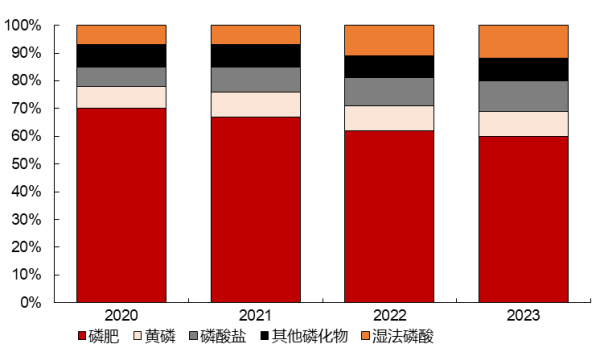
我国磷矿石产量



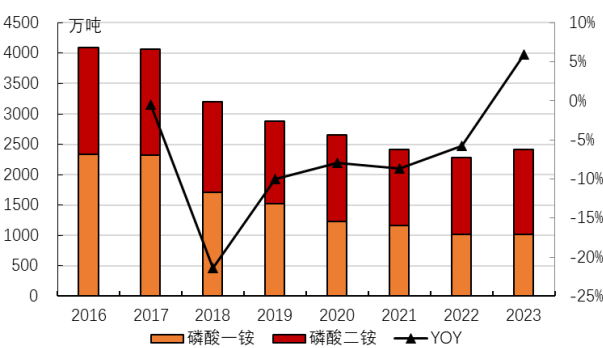
我国磷矿石下游应用（2023）



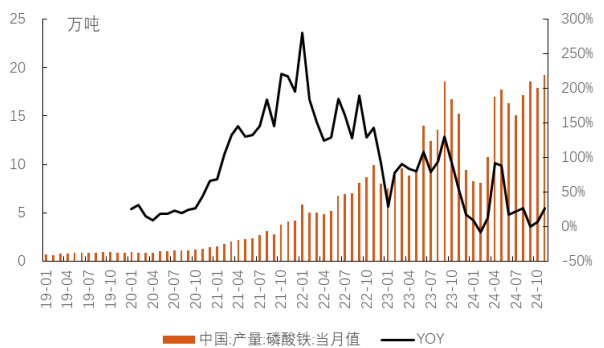
我国磷矿石下游消费格局变化



我国磷肥产量



我国磷酸铁产量

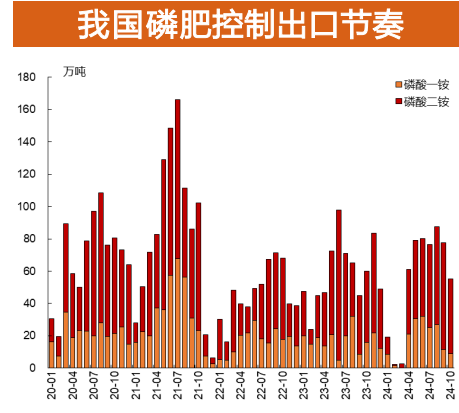
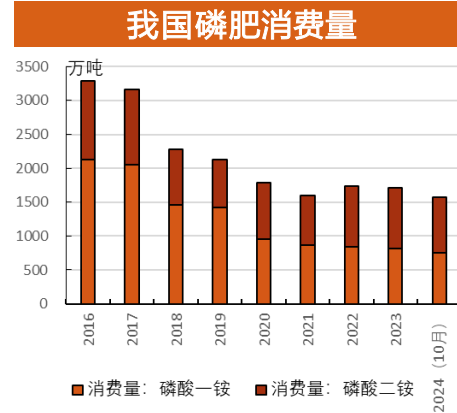
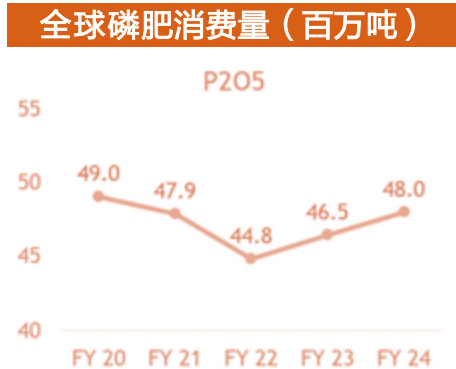




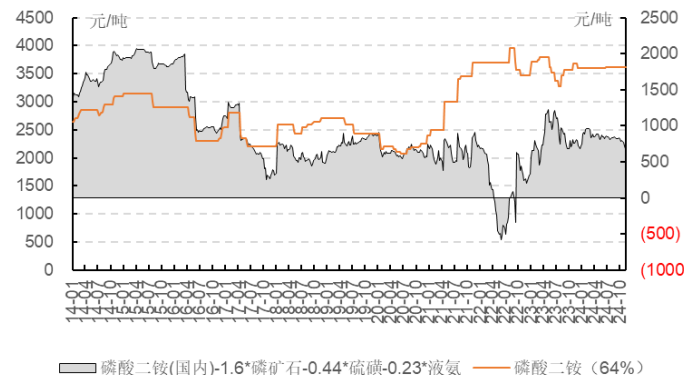
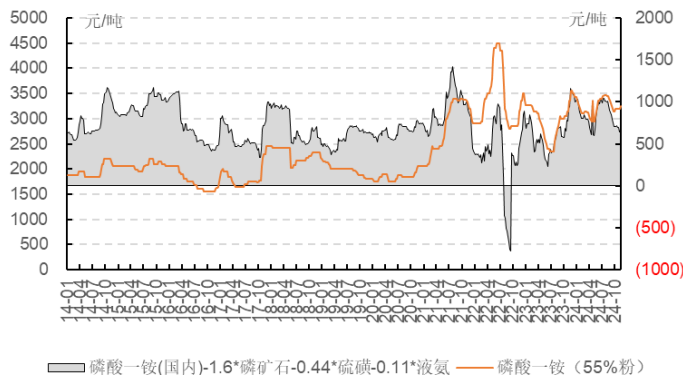
# 主线一：需求稳定寻找供给逻辑主导行业——（1）需求稳定寻找供给逻辑主导行业

## 磷肥：出口拉动型肥种，磷矿价格支撑一体化企业盈利

- 全球磷肥需求有望维持修复性增长；而我国磷肥内需及出口节奏稳定。
- 供给方面，国内磷铵产品被列入限制性产能名录，且根据十四五规划限制新增产能。
- 原料方面，国内磷矿开采政策性限制、开矿进度具有不确定性；叠加综合型磷化工企业倾向于一体化产品布局，磷矿自用为主，市场商品量有限共同支撑磷矿价格维持较高水平。
- **建议关注：**拥有磷矿石、合成氨等资源配套一体化龙头云天化；川恒股份、芭田股份



## 我国磷肥价格、价差情况

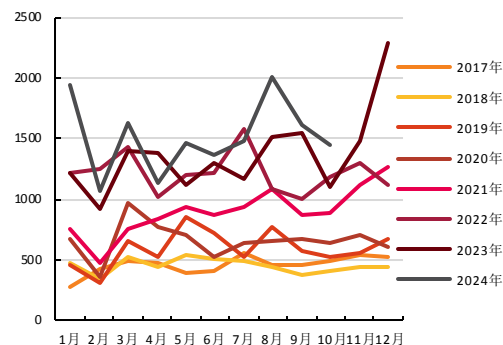


# 主线一：需求稳定寻找供给逻辑主导行业——（1）需求稳定寻找供给逻辑主导行业

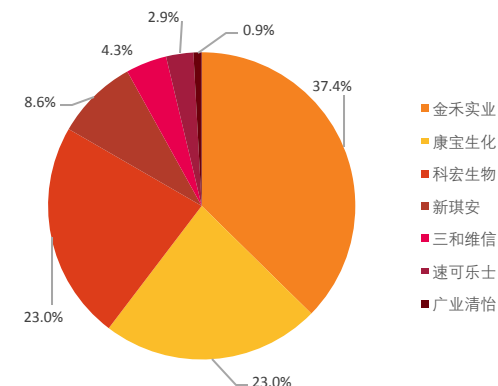
## 三氯蔗糖：需求稳步增长，供给格局优化，产品价格加速上行

- **三氯蔗糖需求持续增长。**根据海关数据，三氯蔗糖出口数量自2019年以来保持高增，2021-2024（2024截至10月）出口同比分别+36.7%/+35.7%/+12.3%/+19.8%。
- **供给端三氯蔗糖集中度较高。**三氯蔗糖行业产能集中度较高，截至2023年，金禾实业、康宝生化、科宏生物三家CR3占国内总产能比重为83%，2024-2026年尚无扩张计划，供给格局有序。
- **头部企业通过产量调节，完成去库涨价。**2024年9月起，头部三家企业通过生压降产量，一方面完成快速去库，另一方面去库尾声开启涨价周期，三氯蔗糖国内零售均价从10万元/吨，涨至11月的23.4万元/吨，海关出口均价由1.22万美元/吨，涨至10月的1.77万美元/吨。
- **重点推荐：金禾实业，**全球三氯蔗糖、安赛蜜、麦芽酚全球领先公司，代糖需求保持高速增长背景下，作为代糖龙头之一的金禾引领行业联合，三氯蔗糖、麦芽酚、安赛蜜价格持续上行，盈利有望持续修复。

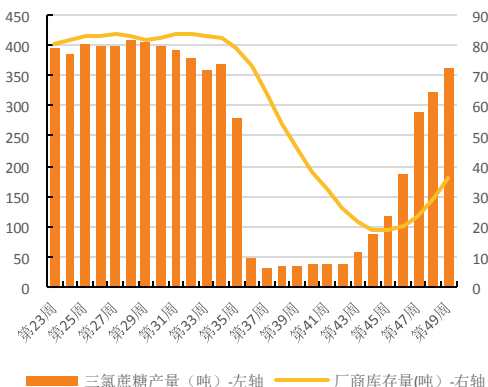
三氯蔗糖出口数量连续三年提升（单位：吨）



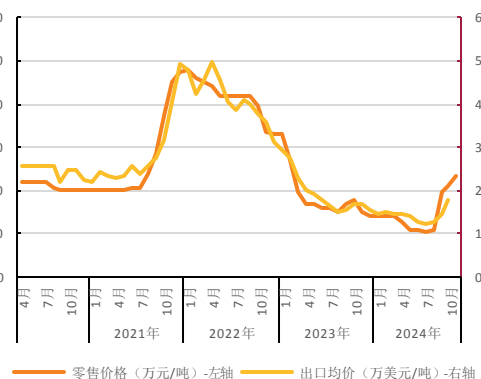
三氯蔗糖集中度高，2023年国内CR3超过80%



厂商通过控制产量完成去库



三氯蔗糖价格持续抬升



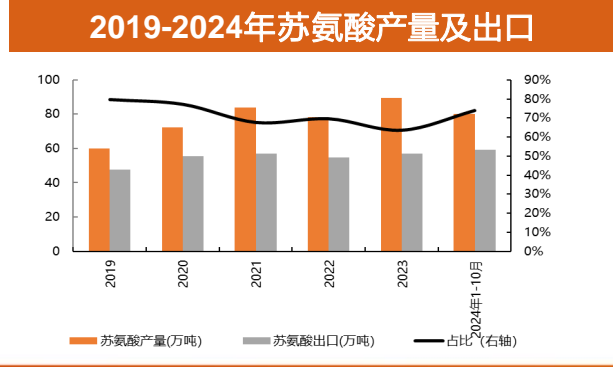
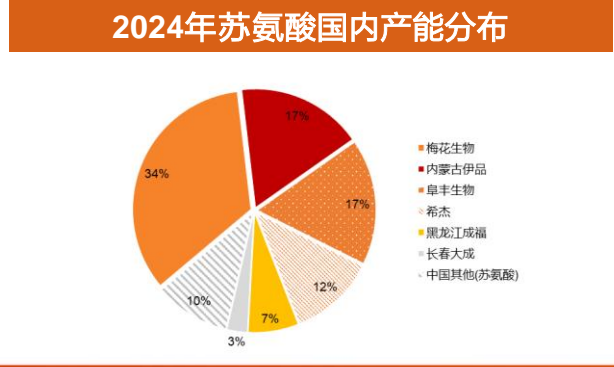
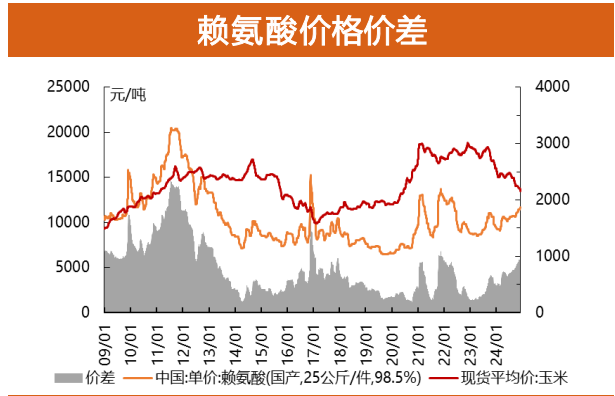
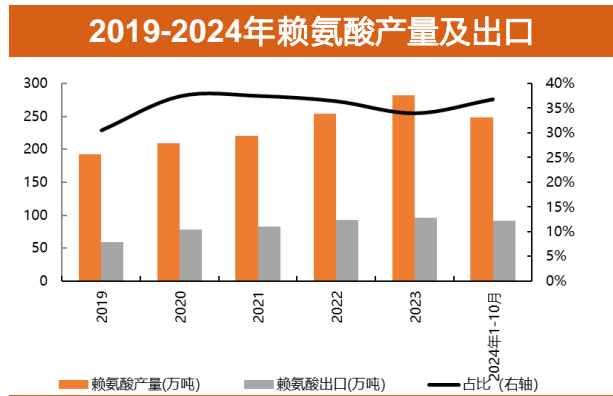
# 主线一：需求稳定寻找供给逻辑主导行业——（1）需求稳定寻找供给逻辑主导行业

## 氨基酸：产能以中国为主，行业格局相对稳定

- 2023年全球赖氨酸产能为459万吨，中国产能占比76%且CR4为60%，虽2025年仍有共计92万吨产能投产，但均以现有生产企业为主；2023年全球苏氨酸产能124万吨，中国占比93%且国内CR4为80%，暂无新增产能。
- 需求方面，饲料养殖行业减少豆粕用量，促进饲料粮节约引导下，预计饲用氨基酸需求或将持续保持增长。
- 2019年以来，赖氨酸、苏氨酸出口分别占国内产量30-40%、60-80%。赖氨酸虽有反倾销风险，但海外产能不足以满足当地需求，随着荷兰、巴西、泰国等主要赖苏出口国的需求持续提升，主要品类氨基酸或将保持外需增长。
- 建议关注：梅花生物

### 2024年赖氨酸国内产能分布（万吨）

企业	现有产能	新增产能	投产时间	最终产能
梅花生物	100	60	2025-10	160
内蒙古伊品	82			82
寿光金玉米	50	20	2025-11	70
长春大成	40			40
龙江阜丰	30	12	2025-12	42
黑龙江成福	30			30
万里润达	25			25
东晓生物	25			25
其他	69			69
总计	451	92		543
行业CR4	60%			65%

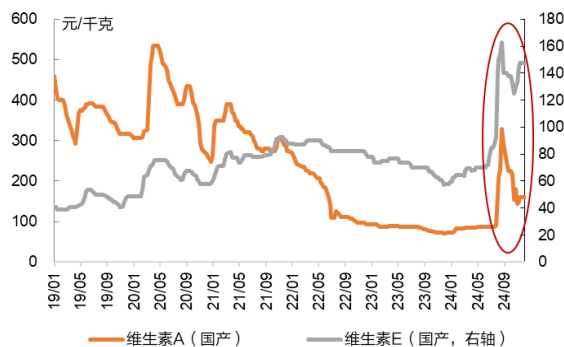


# 主线一：需求稳定寻找供给逻辑主导行业——（1）需求稳定寻找供给逻辑主导行业

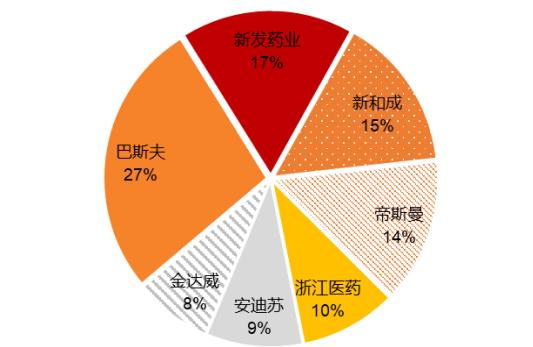
## 维生素：下游需求稳定，海外供应端扰动带来产品价格上涨

- 维生素需求稳定，24年以来下游养殖行业有所复苏。维生素主要应用为下游养殖行业饲料添加剂，需求占比约65%。近两年受下游客户去库影响，多数维生素产品价格下行。24年以来，下游去库基本结束，下游养殖行业复苏，对产品价格有所支撑。
- 全球维生素供给格局集中。以维生素A为例，截至2023年全球维生素A产能合计5.29万吨，其中产能集中在巴斯夫（占比27%）、新发药业（17%）、新和成（15%）、帝斯曼（14%）、浙江医药（10%）等7家生产企业。
- 海外维生素供应端扰动，推升维生素价格。（1）受维生素周期性压力的影响，2024年2月，帝斯曼-芬美意宣布启动剥离旗下动物营养与保健业务的流程，预计将在2025年有望实现业务分离。（2）2024年8月，巴斯夫宣布其维生素A/E/类胡萝卜素产品供应发生不可抗力，带来行业供给受限，显著推升维生素产品价格。海外头部维生素企业生产装置存在一定老化问题，因此对供应稳定性存在一定扰动。
- 建议关注：新和成

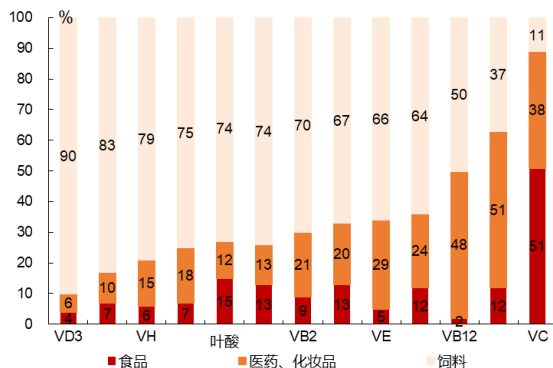
### 维生素产品价格



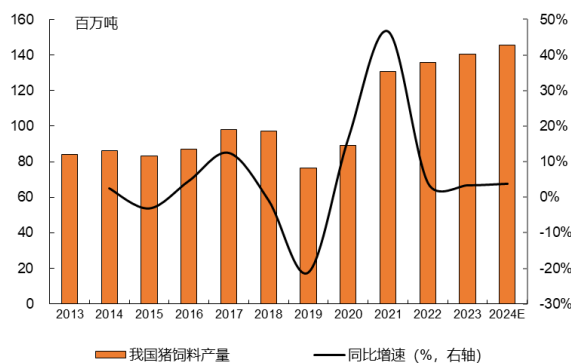
### 全球维生素A产能格局(2023)



### 维生素下游需求分布



### 我国猪饲料产量



# 主线一：需求稳定寻找供给逻辑主导行业——（1）需求稳定寻找供给逻辑主导行业

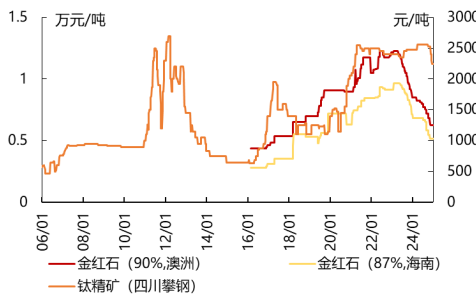
## 钛矿与钛白粉：资源端增量有限，反倾销下钛白粉外需仍存机遇

- 多因素下24-25年海外钛矿企业减少供给。在矿山枯竭、矿企与当地政府存在利益冲突等多因素的影响下，24-25年海外矿企下调钛资源生产预期：将钛铁矿/高钛渣金红石钛含量分别按照50%/90%进行折算，24年/25年海外分别减少24-31万吨/30-38万吨（折百）钛供给。
- 26年及以后海外部分矿厂陆续投产。2025年海外无规模新增产能，国内龙佰集团计划投产100万吨钛精矿；2026年开始，部分海外矿企陆续投产，预计将新增24万吨（折百）钛资源。考虑到全球钛白粉每年的稳定增长与海外矿企资本支出的不确定性，钛矿价格仍有能力在中期维度内保持景气。
- 我国钛白粉内需或将弱势运行，但外需存在韧性，反倾销下或仍有持续增长潜力。1) 我国钛白粉内需与房地产存在一定相关性，在国内房地产承压的前提下，2024年1-11月国内钛白粉表观消费量同比下滑7%。2) 2024年1-11月，我国钛白粉产量为339万吨，出口174万吨，占比51.4%，占比为近十年来最高水平。2024年，我国先后经历了欧亚经济联盟、欧盟、巴西、印度的反倾销调查，7月欧盟反倾销税率初裁出台，但经中国抗辩，11月初欧盟将前期税率进行下调；巴西对中国钛白粉进口存在高度依赖，中国钛白粉企业有能力向下游转嫁反倾销税带来的盈利压力。另一方面，根据世界银行预测，未来三年我国主要的钛白粉出口国家GDP增速可观。
- 建议关注：矿粉一体化钛白粉龙头企业 龙佰集团

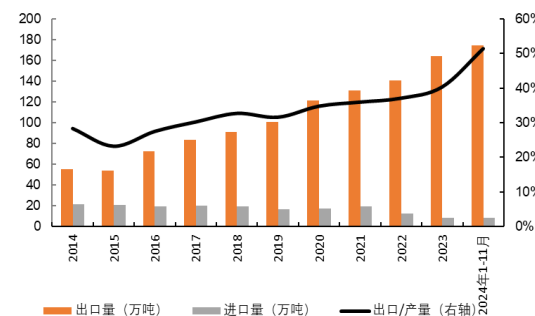
公司名称	钛资源分类	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
肯梅尔	钛铁矿	89.3	75.6	111.9	108.8	98.6	95-105	
贝斯资源		40.3	35.5	31.7	32.5	29.8	14.5-16	5.5-6.3
总计		129.6	111.1	143.6	141.3	128.4	109.5-121	
肯梅尔	金红石（合成+天然）	0.8	0.6	0.9	0.9	0.8	0.8-0.9	1.7-1.9
贝斯资源		9.2	7.9	7.3	7.4	6.9	3.8-4.2	
澳禄卡资源		38	27.9	26.6	29.3	31.3	25.5	
塞拉金红石				13	14.2	10.2	7.6	
总计		48	36.4	47.8	51.8	49.2	37.7-38.2	
肯梅尔	高钛渣	4	3.5	4.4	4.5	4.6	3.7-4.1	
力拓		120.6	112	101.4	120	111.1	100	
总计		124.6	115.5	105.8	124.5	115.7	103.7-104	

公司名称	矿区	钛资源品类	2026年产量	2027年产量	2028年产量
肯梅尔	nataka	钛铁矿	24	24	24
贝斯资源	toliara	钛铁矿		20.7	96.0
		金红石		0.2	0.8
澳禄卡资源	Balranald	金红石	12.0	12.0	12.0
塞拉金红石	Sembehun	金红石			17.5
SheffieldResource	thunderbird项目	磁铁矿	74	78.1	133.6
总计		钛铁矿	98	122.8	253.6
		金红石	12	12.2	30.3

钛矿价格



我国钛白粉出口



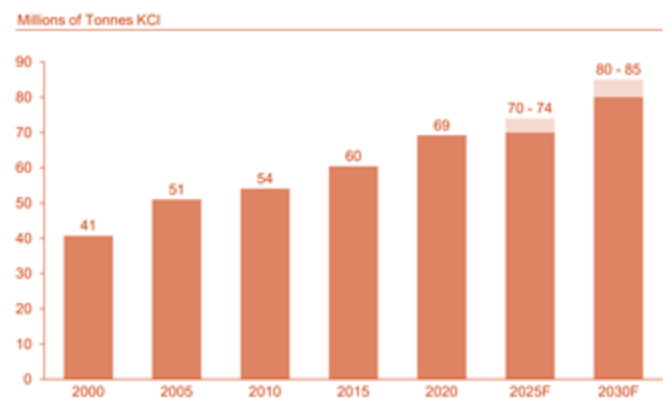


# 主线一：需求稳定寻找供给逻辑主导行业——（1）需求稳定寻找供给逻辑主导行业

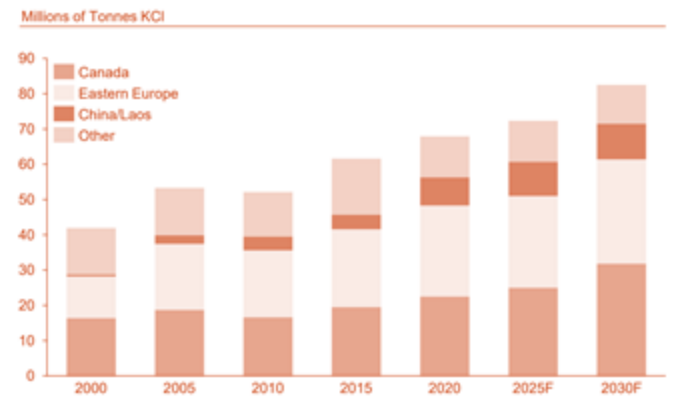
## 钾肥：价格相对底部具备改善空间，增量在我具备成本优势

- 根据Nutrien数据，2024年全球钾肥供需仍处相对紧平衡。
- 价格相对底部具备上涨空间。当前国内价格处于历史22%分位，国际价格处于5%分位。
- 钾肥成本端因资源减少、劳动及运输等成本增加而有所提升。此外价格波动的归因仍主要在于供需边际变化，特别是国际市场供应能力。
- 各地成本差距大，具备产能增量且成本处于左侧企业占优。
- 建议关注：亚钾国际、东方铁塔

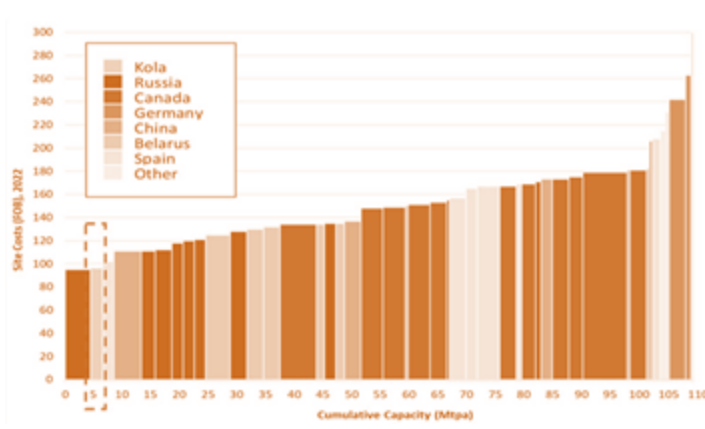
全球钾肥消费量（百万吨）



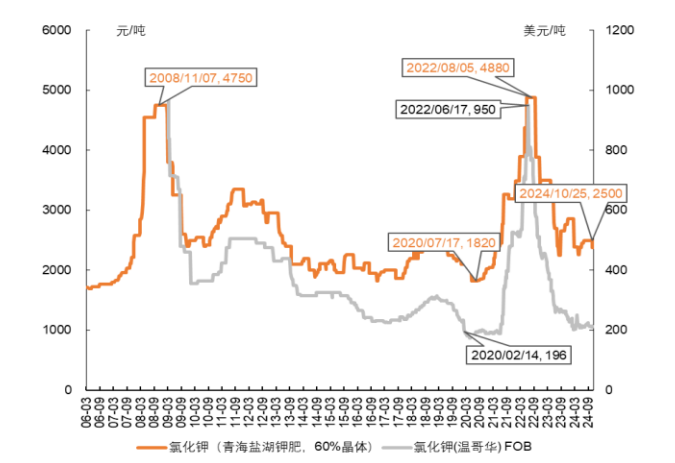
全球钾肥产量（百万吨）



全球钾肥成本曲线



钾肥价格

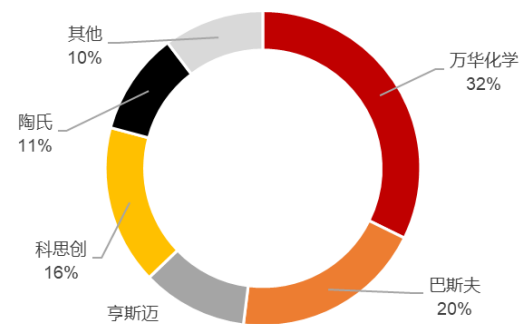


# 主线一：需求稳定寻找供给逻辑主导行业——（2）供给稳定寻找需求逻辑主导行业

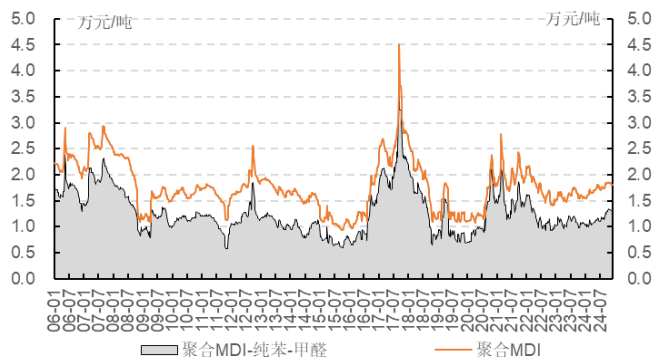
## MDI：全球格局变化新拐点已至

- MDI是技术与资本密集型行业，因其生产技术的高难度和复杂形成了高技术壁垒，再加上投资MDI装置需要较高的资金投入，全球呈现寡头垄断的竞争格局，2024年全球产能CR5高达90%，目前全球主要七家公司（科思创、巴斯夫、亨斯迈、陶氏化学、日本东曹、万华化学、韩国锦湖三井）掌握MDI制造的核心生产技术并拥有自有知识产权，其中万华化学是中国唯一一家。
- 新的格局变化：科思创是全球聚氨酯龙头企业，而阿布扎比国家石油公司(ADNOC)已经于24年12月成功收购科思创，此举将进一步改变全球MDI供应格局。
- MDI全球需求超800万吨，每年新增需求约20~40万吨，需求常态均为增长：全球历史上仅有23年出现过小幅负增长。
- 重点推荐：万华化学

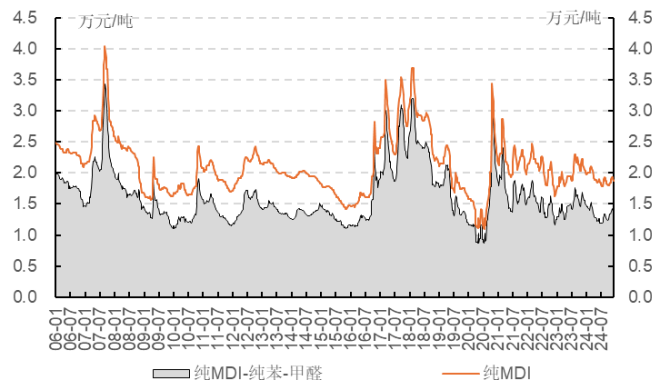
### 全球寡头格局(2024年)



### 聚合MDI价格价差



### 纯MDI价格价差

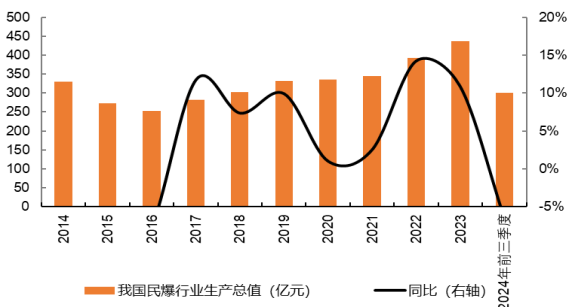


# 主线一：需求稳定寻找供给逻辑主导行业——（2）供给稳定寻找需求逻辑主导行业

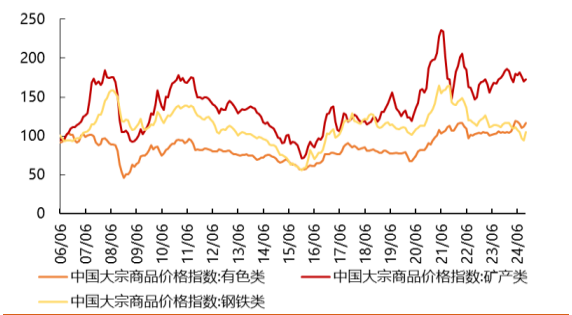
## 民爆：政策推动供给端集中度提高，下游基建、矿山将有较大发展

- 民爆为国家监督管理行业，后续仍有整合预期。2023年，我国民爆行业生产总值为437亿元，同比+11%；2024年前三季度同比略下滑6%。民爆器材行业生产流通环节均受到国家相关部门的监督管理，行业政策要求加大企业重组整合力度，根据《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，预期生产企业（集团）数量要从2020年的76家下降到2025年的50家及以内，未来产业集中度有望持续提高。
- 民爆下游以矿山/煤炭开采为主，占比分别为51%/22%，铁路道路/水利水电占比分别为5%/2%。目前有色、矿产、钢铁价格指数处于高位，提升相关企业资本开支意愿；2024年以来，各类矿采选业固定资产投资完成额累计同比持续增长；2022年以来我国基础设施建设固定资产投资完成额累计同比增速均在6%以上，下游产业向好提振民爆需求。
- 根据2024年新疆维吾尔自治区政府工作报告，新疆将加快发展煤炭煤电煤化工产业集群。根据中国煤炭市场网，预期十五五期间新疆地区煤炭产量将增长至7.6亿吨，产能将增长至10亿吨。煤炭优质产能的释放或将拉动新疆地区民爆需求。
- 建议关注：广东宏大、雪峰科技、江南化工

民爆行业生产总值



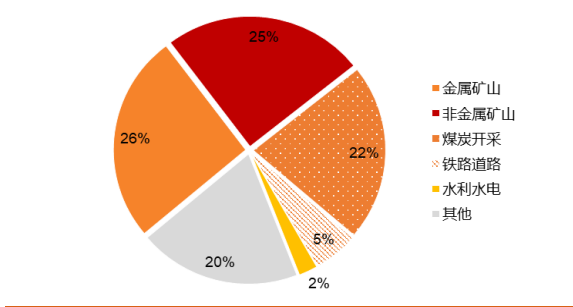
矿产、有色价格高位



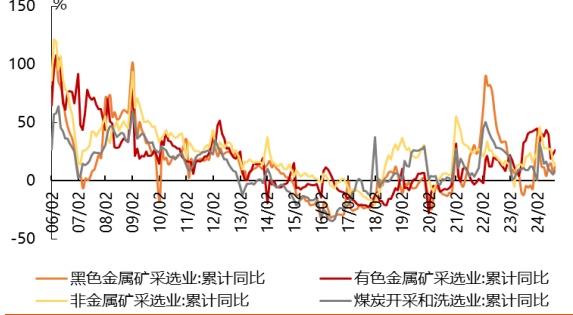
22年以来基建投资同比稳定增长



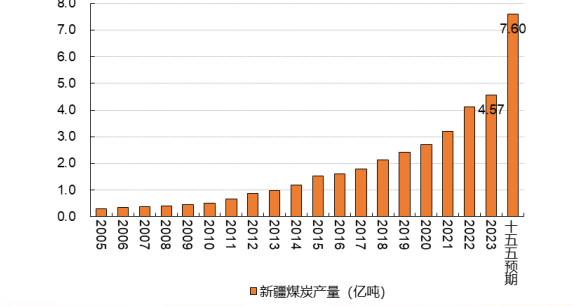
2022年民爆下游应用领域分布



各矿采选业固定资产投资完成额



新疆煤炭产量将大规模增长

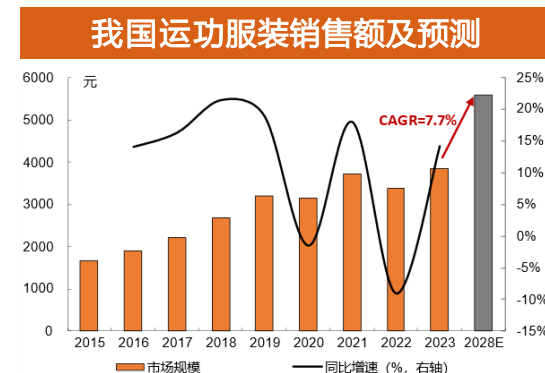
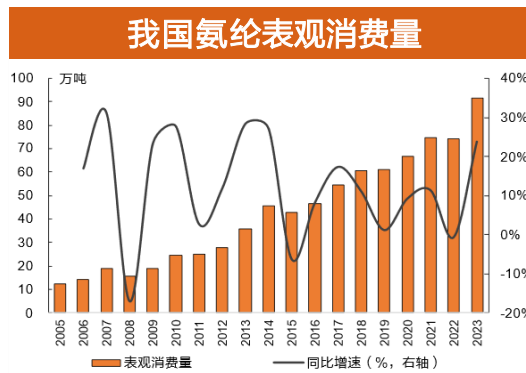




# 主线一：需求稳定寻找供给逻辑主导行业——（2）供给稳定寻找需求逻辑主导行业

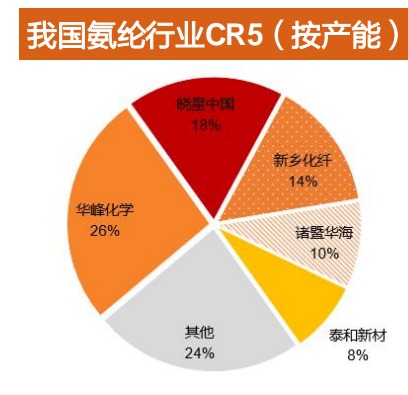
## 氨纶：下游渗透率提高，未来氨纶需求有望持续增长

- 需求端，伴随人们对时尚潮流和舒适性的追求以及消费观点的升级，我国氨纶需求量持续增加。2005年，我国氨纶表观消费量为12.1万吨，到2023年消费规模增长至91.7万吨，CAGR达11.9%。
- 从需求趋势上看，氨纶已从最早应用于女性内衣，扩展至鞋帽服装等所有领域；其中以运动服饰、内衣服饰为代表的高氨纶含量的服装市场持续增长。此外，舒适性需求提升，氨纶在服饰面料中的添加比例提升。以文胸为例，无尺码文胸氨纶添加量高于传统文胸，近年来需求明显提升。
- 供给端，我国氨纶行业经历四轮产能集中扩张，行业发展速度快，产能由2003年的8.9万吨增长至2023年的124万吨，CAGR为14%。据百川盈孚统计，2024年预计新增释放产能21.7万吨。整体上看，氨纶本轮集中扩产高峰期已过，25年以后供给增速有望下行。
- 建议关注：华峰化学



### 我国氨纶供需平衡表 (单位: 万吨, %)

时间	产能	产量	开工率	产量增速	出口量	进口量	表观消费量	表观消费量增速
2010	37	27	72%	31%	3.7	1.4	24	28%
2011	41	26	65%	-1%	3.3	1.9	25	3%
2012	48	31	64%	16%	4.2	1.4	28	12%
2013	52	39	75%	27%	4.5	1.5	36	28%
2014	53	48	90%	23%	4.3	2.0	46	27%
2015	62	46	74%	-5%	4.9	2.1	43	-6%
2016	66	50	75%	9%	5.5	2.2	46	8%
2017	71	58	81%	16%	5.3	2.2	54	17%
2018	79	64	81%	10%	5.6	2.6	60	11%
2019	85	65	76%	2%	6.2	2.8	61	1%
2020	87	71	81%	9%	6.5	2.9	67	9%
2021	97	79	81%	12%	8.0	3.7	75	11%
2022	110	79	72%	0%	7.1	2.6	74	-1%
2023	124	94	76%	19%	7.0	4.8	92	24%
2024E	146	114	78%	21%	8.0	5.0	111	21%
2025E	162	128	79%	13%	9.0	5.0	124	12%

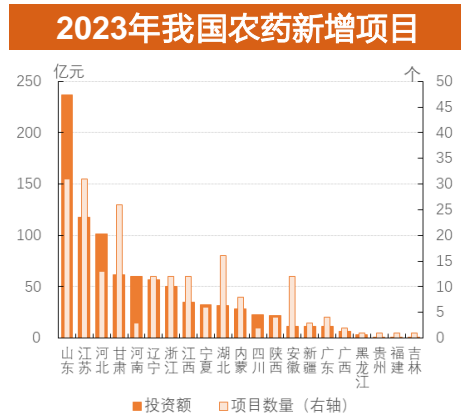
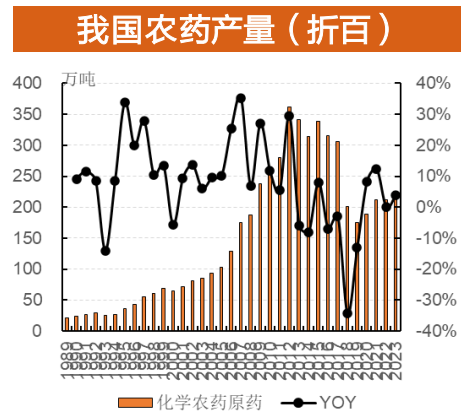
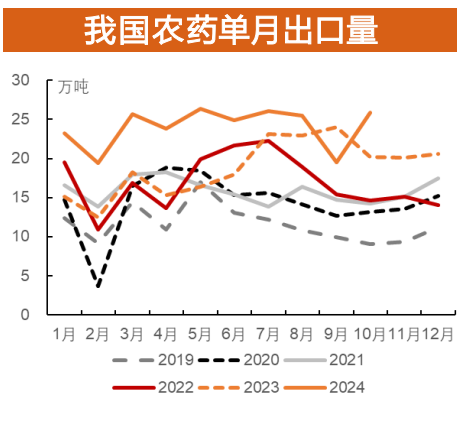
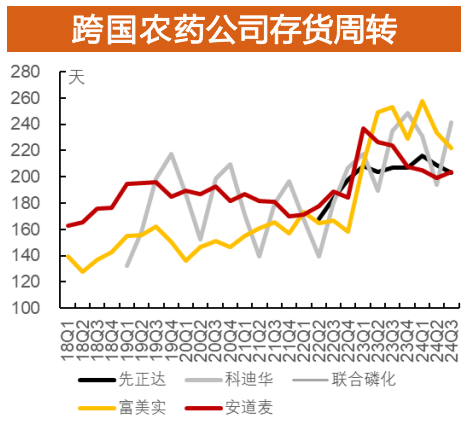


注：根据公开信息统计汇总，或与实际情况存在偏差

# 主线一：需求稳定寻找供给逻辑主导行业——（2）供给稳定寻找需求逻辑主导行业

## 农药：出口修复，价格触底，但产能扩张压力或限制反弹空间

- **库存水平修复，对我国农药需求有利。**全球有近70%农药原药在中国生产，中国是农药主要出口国。经历23、24年的去库存过程，24年海外农药预计库存压力已缓解，采购逐步恢复。
- **国内原药价格触底。**国内原药价格指数已回落33个月，调整时间是过去10年中最长的，且已跌至2017年Q3水平，我们预计当前油价水平下继续下行空间及概率有限。
- **供给释放压力仍较大。**据中国农药工业行业协会统计2023年，我国仍有农药企业1862家，其中规模以上826家，行业总资产约4232亿元。2023我国农药项目投资201个，投资金额高达902亿元，投资建设项目涉及22个省(直辖市、自治区)及境外5个国家。
- 若后续海外关税政策变化，短期内或将推动采购节奏加快，而中期看明年价格有望在需求带动下有所修复，幅度则取决于国内供应增加后供需再平衡情况。
- **重点推荐：**国内农药龙头扬农化工、依托海外丰富登记证持续拓展海外渠道业务的润丰股份；建议关注：先达股份、国光股份



### 我国农药价格指数

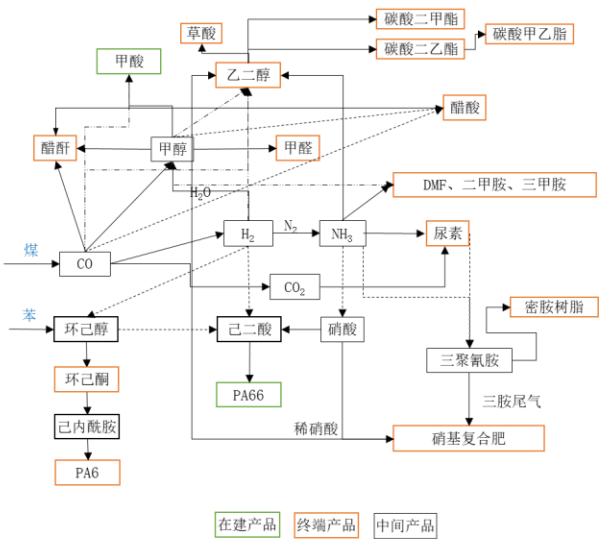


# 主线一：需求稳定寻找供给逻辑主导行业——（2）供给稳定寻找需求逻辑主导行业

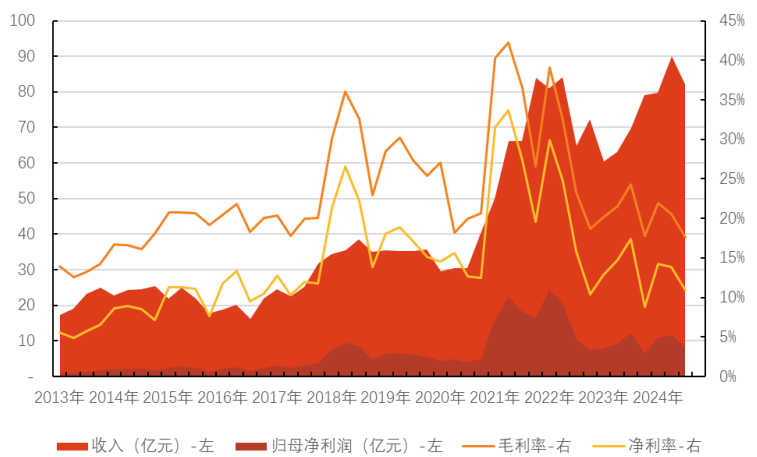
## 华鲁恒升：煤化工平台型公司，底部夯实，产品消费相关具备弹性

- **成本领先的行业龙头**：一线多头将煤炭充分利用，柔性生产根据景气调节产品结构，历史中的资本开支接近40%集中在技术改造升级，使得华鲁多方位成本优势明显，行业景气下行展现盈利韧性，目前景气已处于底部区间，并完成逐季改善；
- **景气底部逆势扩张，荆州基地投产后未来可期**：景气已处于底部区域，24Q3已触及底部区域；荆州基地投产贡献利润，关注华鲁恒升未来荆州基地带来更大的向上弹性；
- **依托成本优势下游延伸，向材料端进军**：未来资本开支方向着重于“新能源、新材料”，投资回报率高于过去，产业链延伸后对新领域降维打击，2024年多个项目落地密集期。
- 产品下游与消费相关性更强，不受地产周期影响，消费复苏华鲁具备产品价格向上弹性。
- 华鲁恒升是国内煤化工龙头企业，凭借技术和产品优势，行业景气较差位置仍能保证盈利水平，产品下游与消费剪相关性剪，未来需求复苏具备价格弹性

公司品种齐全，根据景气柔性调节



华鲁未出现过单季度利润亏损

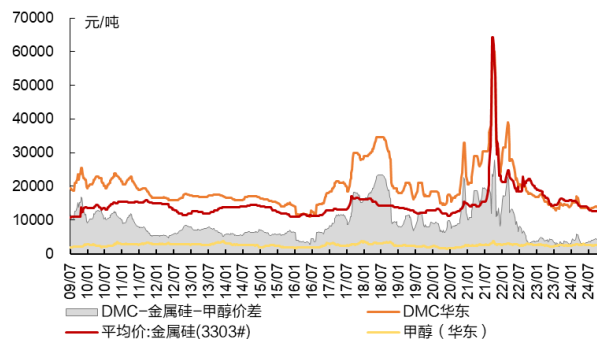


# 主线一：需求稳定寻找供给逻辑主导行业——（3）供需双重边际改善

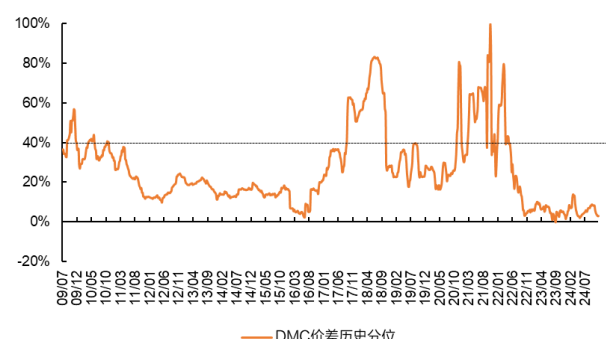
## 有机硅：24年表需增速保持强劲，行业集中扩产周期已过

- **需求端**，近两年来我国DMC表需强劲，24年出口表现亮眼。2021-2023年，我国DMC表观消费量CAGR为12.9%。其中，24年1-11月DMC表观消费量为162万吨，同比增长19%；同期，有机硅出口同比实现明显增长，1-11月出口量合计50万吨，同比增长32%。
- **供应端**，2020年以来我国DMC产能增速较快，行业新增供给多，价格回落至历史底部区间。截至2024年12月，我国DMC年产能为344万吨，同比增长26%。由于行业持续景气低迷，产能扩张周期接近尾声，据百川盈孚预测，预计25年DMC产能为354万吨，增速显著回落至3%。
- **从价格上看**，截至24/12/13有机硅中间体（DMC，华东）价格为1.28万元/吨，月环比持平，较今年年初下降9.9%，当前价格位于08年以来3.7%分位水平，且DMC-金属硅-甲醇的价差位于09年以来3.6%分位水平。
- **展望2025年**，在下游光伏、新能源、超高压和特高压电网建设以及5G等新兴产业领域发展的推动下，有机硅消费量有望持续提升，预计25年表需仍保持两位数增长。
- **建议关注**：合盛硅业、新安股份

### 我国有机硅价格价差



### 我国有机硅价差历史分位情况



### 我国有机硅新增产能情况

2024年新增产能			
企业名称	新增产能(万吨)	投产时间	备注
恒星化学	5	2024年9月	技改项目
鲁西化工	20	2024年8月	
浙江中天	7.5	2024年8月	技改项目
湖北兴瑞	10	2024年7月	
蓝星星火	10	2024年5月	
三友化工	10	2024年4月	
<b>合计新增</b>	<b>62.5</b>		
2025年预计新增产能			
企业名称	新增产能(万吨)	预计投产时间	备注
内蒙古兴发	10	2025年6月	
<b>合计新增</b>	<b>10</b>		

### 我国有机硅供需平衡表

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
产能(万吨)	122	133	138	137	142	165	195	250	283
同比%	7.0%	9.0%	3.8%	-0.7%	3.9%	16.0%	17.9%	28.3%	13.2%
产量(万吨)	78	90	102	113	115	128	142	171	181
开工率%	63.9%	67.7%	73.9%	82.5%	80.7%	77.4%	73.0%	68.4%	63.9%
同比%	11.4%	15.4%	13.3%	10.8%	1.7%	11.1%	11.2%	20.2%	5.8%
进口量(万吨)	11.9	11.3	12.1	12.0	13.6	15.2	13.4	9.8	10.3
同比%	0.6%	-5.1%	7.1%	-0.9%	13.5%	11.3%	-11.8%	-27.0%	5.2%
出口量(万吨)	13.2	13.9	21.3	26.4	22.4	24.3	37.6	45.3	40.6
同比%	8.8%	5.3%	53.7%	23.6%	-15.2%	8.5%	54.8%	20.6%	-10.3%
表观消费量(万吨)	76.7	87.4	92.8	98.6	106.1	118.6	117.8	135.2	150.3
同比%	10.0%	14.0%	6.1%	6.3%	7.6%	11.7%	-0.7%	14.7%	11.2%

# 策略

周期：底部或已至，寻找供需边际变化行业

成长：内循环重视突破堵点，外循环重视全球化

## 主线二：内循环重视突破堵点，外循环重视全球化

- 内循环：发展新质生产力，材料端突破堵点
- 外循环：逆全球化背景下，中国企业出海实现突破

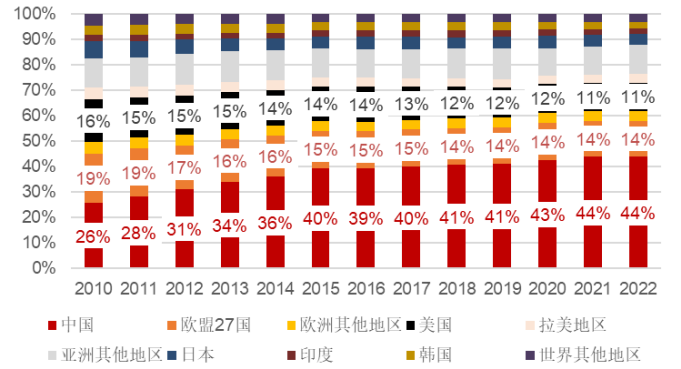


# 主线二：内循环重视突破堵点，外循环重视全球化

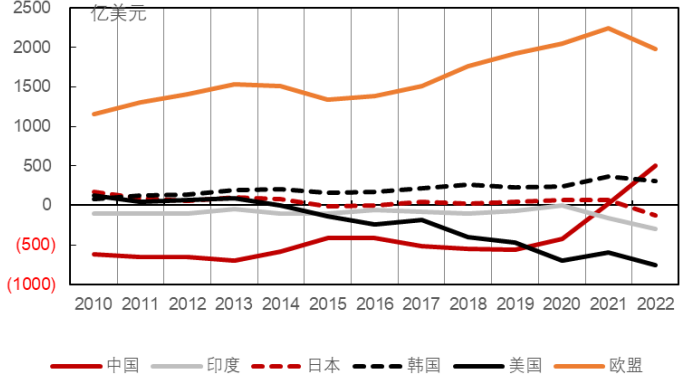
## 全球供应链空间重构下的新格局

- 近年来全球化逆流、贸易保护主义、地缘政治冲突加剧，与之相伴的是全球产业投资和贸易格局的重构。从“成本效率”优先的全球化配置转变为“稳定安全”导向的区域性合作模式。
- 产业链格局变化一方面是对之前融入全球供应链体系的传统路径依赖的挑战；另一方面也形成了对外优势产业链出海转移，对内供应链补齐、发展新质力，从而进一步增强长期竞争力的外部条件。
- 因此我们从“内循环：发展新质生产力，材料端突破堵点”和“外循环：逆全球化背景下，中国企业出海实现突破”两个方向寻找投资机会。

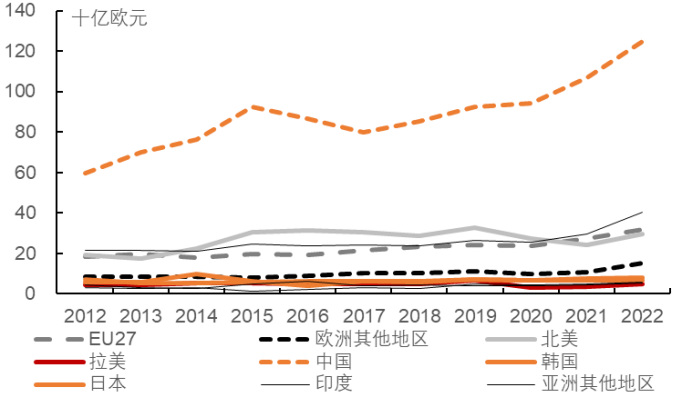
### 全球化学品销售额占比



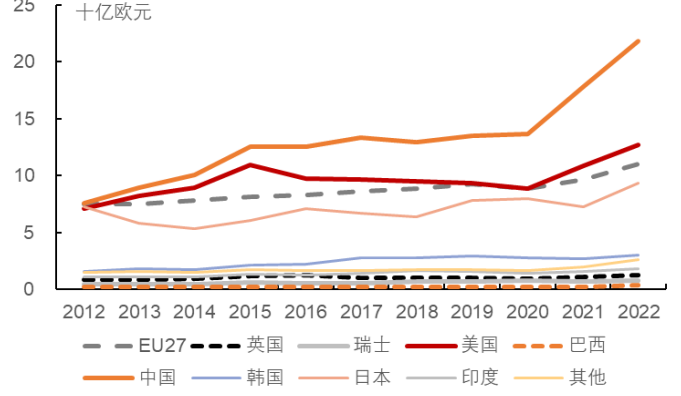
### 全球化学品净贸易额



### 全球化学品资本开支



### 全球化学品研发投入





# 内循环自主可控

## OLED材料：中尺寸渗透开启，叠层引入材料用量提升，国产化提速

■ **苹果、华为引领中尺寸领域开启渗透**：2024年，以苹果为首的消费电子企业纷纷将中尺寸旗舰产品更换OLED屏幕：**平板电脑端**：苹果、华为、三星旗舰平板电脑均更换为OLED屏幕；**笔记本电脑端**：联想、华硕、华为等笔记本厂商推出旗舰OLED触控屏电脑；**车载屏端**：理想、蔚来、极氪、仰望等车型娱乐屏更换为OLED，中型尺寸渗透快速发展。截至2023年，各个领域中尺寸OLED屏幕渗透率均不超过3%。

■ **叠层技术广泛应用，材料用量加速**：OLED叠层技术通过增加一层或多层OLED发光材料，能够实现性能的大幅提升：**①叠层 OLED 亮度显著优势**（华为MatePad Pro峰值亮度2000nit）；**②能耗效率有很大的改进**（戴尔XPS13通过叠层延长续航里程）；**③延长屏幕的使用寿命**（荣耀Magic6延长6倍屏幕寿命）；**④更加轻薄，减少驱动电路依赖**（苹果iPad Pro历史最轻薄产品）。

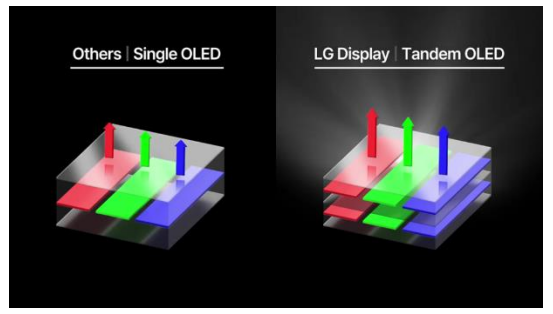
■ **OLED面板国产化率快速提升，材料国产化进程加速**：根据莱特光电招股说明书，OLED终端材料仍然大量掌握在海外龙头公司手中；近年来以莱特光电、奥来德等国产材料厂商在下游面板厂商材料验证加速。

注：智能手机数据截止 2023Q1，桌面显示器、平板电脑、笔记本显示屏数据截止 2023 年 10 月

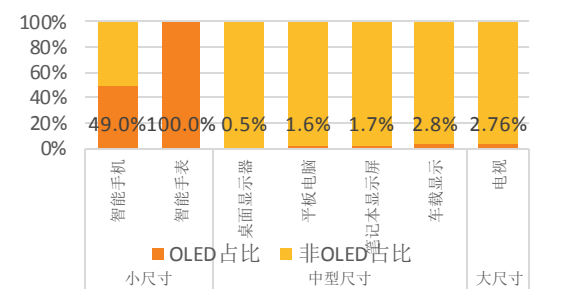
### 苹果、华为等OLED中尺寸应用



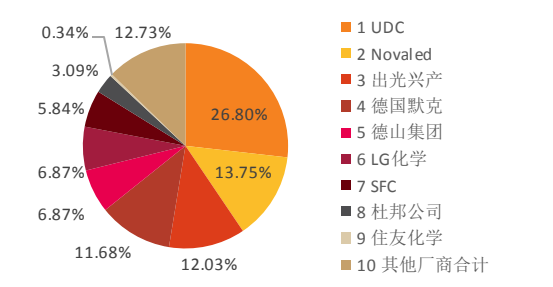
### 叠层技术广泛应用，材料用量增加



### 2023年OLED中尺寸渗透率仍然较低



### OLED终端材料国产化率仍然较低（2020年数据）



- 推荐公司**：[莱特光电](#)、[瑞联新材](#)、[万润股份](#)；**建议关注**：[奥来德](#)
- **莱特光电**：国内OLED材料头部企业，RP、GH等多款材料在京东方、天马等头部面板厂商放量，仍有多款材料替代验证中。**盈利预测**：24-26年归母净利润1.76/3.00/3.84亿元。
  - **瑞联新材**：OLED升华前材料头部企业，通过氙代材料差异化布局，收购出光兴产（中国）股权进军OLED终端材料领域。**盈利预测**：24-26年归母净利润2.14/2.70/3.42亿元。
  - **万润股份**：材料平台型公司，OLED升华前材料领先企业，子公司三月科技布局OLED终端材料，多款新材料项目研发布局中。**盈利预测**：24-26年归母净利润4.32/5.38/6.94亿元。
  - **建议关注**：奥来德。

# 内循环自主可控

## 催化材料：长坡厚雪赛道，国家高度重视高端催化领域的突破

■ **国家高度重视催化剂领域的突破发展**：根据《“十四五”原材料工业发展规划》、《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》、《产业结构调整指导目录（2024年本）》、《中华人民共和国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》、《精细化工产业创新发展实施方案（2024—2027年）》等文件内容，“十四五”期间，我国在诸多领域的发展均需要催化剂以及催化应用技术的长足发展和突破，充分体现了催化的战略地位。近年来我国催化材料的研究和工业生产发展迅速，中低端催化材料已基本实现国产化，但也造成比较严重的同质化问题。**高端催化材料大部分仍然依赖进口，国产化需求依然很迫切。**

■ **真正的长坡厚雪赛道**：近年来我国催化材料的研究和工业生产发展迅速，高端催化材料大部分仍然依赖进口，国产化需求依然很迫切。根据Allied Market Research的测算，**预计2030年全球催化剂市场规模将达到575亿美元。**

■ **凯立新材：精细化工催化剂龙头，前瞻性布局基础化工多款催化剂，力争实现国产替代，PVC无汞化趋势下，公司金基催化剂有望实现快速放量。**

■ **建议关注：中触媒。**

### 海外企业掌握大量催化剂技术

催化剂名称	下游市场发展情况	国内外竞争对手
石油重整催化剂	我国催化重整装置相应的加工能力从2009年的3,089万吨/年增加到2018年的9,085万吨/年	中国石油化工股份有限公司石油化工科学研究院的PS-VI型催化剂是应用最广的连续重整催化剂。双功能型金属/酸催化剂以贵金属（Pt、Pd、Rh）及非贵金属（Co、Ni等）负载在分子筛，国外该类催化剂主要由UOP、Mobil、壳牌生产，国内则主要为中石化研发生产。
烷烃异构化用贵金属催化剂	国内异构化装置产能主要有华北石油50万吨/年、济南炼化16万吨/年、新海石化27万吨/年、金陵石化48万吨/年、滨化集团80万吨/年等	目前国内已经投产的丙烷和混合烷烃异构项目所用催化剂几乎全部都被国外公司所垄断。我国对新型高效丙烷脱氢制丙烯催化剂的国产化需求非常迫切。
烷烃脱氢用铂系催化剂	根据国化新材料研究院数据，截至2022年底，我国在运营PDH装置23套，总产能达到1,238万吨/年，2022年投产PDH装置7套，新增产能达到315万吨/年	国内市场进口催化剂主要有美国的CBA系列、意大利的MPB5-HD、日本的PTA-1500等铂碳催化剂。国内PTA加氢精制催化剂主要生产单位有中国石化上海石化科技开发公司和南化集团研究院等。
PTA加氢精制用钨系催化剂	根据CCF数据，截至2022年底，国内PTA产能7,144万吨/年，较2021年底增长8.9%	国内市场主要由庄信万丰（Johnson Matthey）、贺利氏（Heraeus）、优美科（Umicore）等国外企业供应。
醋酸及醋酐合成用碘化钨催化剂	2022年我国醋酸产能1,080万吨，为全球第一大醋酸生产国，产能占全球产能60%左右	丁辛醇体系所用钨催化剂基本是陶氏化学、英国戴维、日本三菱公司占据主要市场。
丁辛醇体系用钨系催化剂	根据新思界产业研究中心数据统计，2021年我国丁辛醇产量达467.5万吨，同比增长8.7%。生产企业主要集中在华昌化工、万华化学、齐鲁石化山东建兰、鲁西化工、天津渤化永利等公司	随着国家环保政策日益严格及下游对高品质氯乙酸的需求不断增加促进先进的连续法氯乙酸产能陆续项目落地，目前，连续法氯乙酸产能已经达到82万吨/年
高纯氯乙酸用钨系催化剂	根据中国石油和化学工业联合会预测数据，2022年我国煤制乙二醇计划投产项目6个，新增产能400万吨，到2022年底总产能有望达到1,203万吨	日本高化学因工艺先进，催化剂性能好，占据国内主要市场份额。

### 催化剂的替代是一个漫长的过程

1、**科研背景+长时间积累**；

1、某个化学反应所用催化剂核心元素、含量、载体、与之配合的其他元素等，均需要大量试验积累；2、不同化学反应类型、反应物和生成物种类不同对催化剂要求也不同；**不但要有科研背景支撑，还需要有长时间科研积累。**

2、**进口替代or科技创新**；

前沿催化剂品种的突破都是国家乃至国际奖项级别，商业化产值较大，突破难度较高，而**国内催化剂公司多数以进口替代为主。**

3、**实验室到商业化**；

一套化工装置的催化剂更换代价较大，更换错误的催化剂导致的结果厂商不可承受，并且较多国产化工装置采用海外工艺包或技术包，因此**催化剂的商业化进程较为困难，一般企业不轻易更换催化剂。**

4、**性能or性价比**；

催化剂年消耗占工业生产成本比例较低，而**催化剂性能是关键因素**（例如收率、反应时长等），催化剂行业不讲求性价比而更重视性能。



# 内循环自主可控

## 吸附树脂：应用领域广泛，高端领域高度依赖进口

■ **市场掌握在海外企业手中**：国际厂商依托其深厚的技术研发实力和先进的工艺技术，占据了市场的高端领域。美国陶氏在集成电路用超纯水和核电领域凸显出较高竞争力，德国朗盛、英国漂莱特、日本三菱化学等国际企业，在特定技术如螯合树脂和大孔吸附树脂方面具有显著优势，这些国际巨头在各大主要市场占据显著份额。国内优势厂商中，蓝晓科技凭借其在业内的技术领先优势，已经在国内市场树立了领军地位，在湿法冶金、制药、食品加工、环保和化工等新兴应用领域实现了产业化发展。

■ **离子交换树脂空间广阔**：六大领域涉及生活方方面面，吸附分离材料适用于在液态混合物中选择性地分离目标物，凡涉及固—液分离体系的生产过程，吸附分离树脂均有潜在应用，目前，在全球范围内，吸附分离材料广泛应用于**金属资源、生命科学、水处理与超纯化、食品加工、节能环保及化工与催化等应用领域**，上述应用领域具有市场广阔、竞争者技术实力强、新技术新工艺不断涌现等特点。

■ **高端应用场景成长+替代并存**：GLP-1多肽类药物快速增长，蓝晓作为固相合成载体龙头企业，受益于多肽药物发展，提供高速增量；小核酸药物、合成生物学、镍等金属提取、半导体超纯水等领域存在国产替代空间。

■ **建议关注：蓝晓科技**

### 吸附树脂下游应用广泛

金属资源应用	生命科学应用	水处理与超纯化应用	食品加工应用	节能环保应用	化工与催化应用
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 黑色金属</li> <li>• 有色金属</li> <li>• 稀有高熔点金属及轻金属</li> <li>• 稀散金属</li> <li>• 稀贵金属</li> <li>• 稀土金属及放射性元素</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 生物药</li> <li>• 原料药</li> <li>• 天然提取物</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 工业水处理</li> <li>• 高端饮用水领域</li> <li>• 超纯水</li> <li>• 电子</li> <li>• 核电</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 浓缩果汁</li> <li>• 蜂蜜脱抗</li> <li>• 糖、食用香料、色素的精制</li> <li>• 除去饮用水中的超标离子</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• VOCs（挥发性有机物）废气处理</li> <li>• 在二氧化碳捕捉</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 化工产品精制</li> <li>• 化工催化</li> </ul>

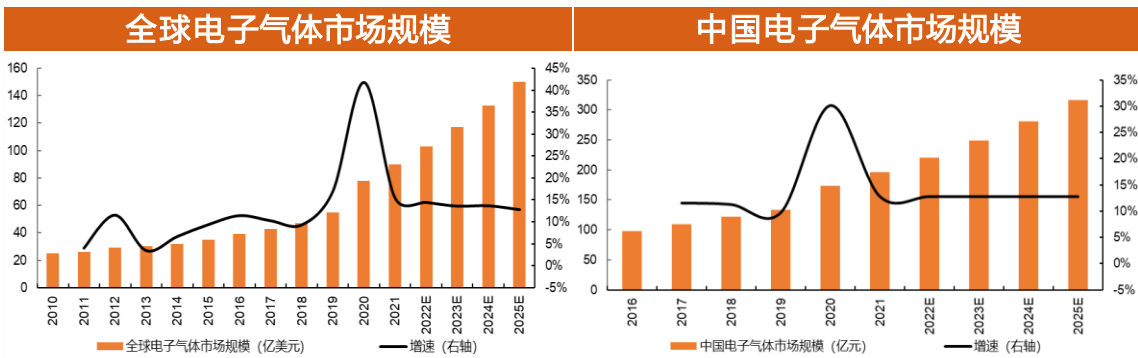
### 海外企业掌握大量高端市场，国内头部厂商实现各领域突破

企业类型	代表企业	简介	市场布局	竞争特点
国际厂商	美国陶氏化学	国际上品种最齐全的离子交换与吸附树脂制造商，其产品广泛应用于各主要领域，在集成电路用超纯水、核电领域具有较强竞争力	全球布局	技术研发实力雄厚、工艺先进，生产规模较大，具有国际品牌，在高端工业水处理、大规模集成电路及核工业的超纯水、生物医药等领域具有较高的市场占有率，依靠其技术和品牌在市场上具有较强竞争力，其树脂价格也远高于国产树脂价格
	德国朗盛	产品品种丰富，专注于高端领域，在螯合树脂和均匀粒度技术方面具有优势		
	英国漂莱特	专门生产离子交换树脂的企业，产品主要用于电力、电子、化工等行业的水处理，此外还广泛运用于冶金、医药、食品加工、催化等行业		
	日本三菱化学	产品品种较多，具备多类离子交换与吸附树脂的合成及应用技术，在大孔吸附树脂、酶载体和螯合树脂领域具有较大优势		
国内优势厂商	蓝晓科技	<b>国内吸附分离树脂的领军企业，在湿法冶金、制药、食品加工、环保和化工等新兴应用领域实现了产业化发展</b>	以自有品牌对外销售，市场以国内为主，不断开拓境外市场	研发实力较强，工艺成熟、生产规模较大、产品种类齐全，具有较强的供货能力，竞争优势明显，为行业领先企业
	争光股份	国内离子交换与吸附树脂产品种类最丰富、新兴领域产业化应用跨度最大生产商之一，在工业水处理具有较高的市场份额，已在食品及饮用水、核工业、电子、生物医药、环保、湿法冶金等应用领域实现了产业化发展		
	江苏苏青	国内最大的离子交换树脂生产厂商之一，产品以离子交换树脂为主，也生产吸附树脂、螯合树脂等其他种类的特种树脂		
	淄博东大	国内最大的离子交换树脂制造商之一，已开发生产强酸、弱酸、强碱、弱碱以及螯合、吸附树脂等，主要市场在水处理领域		

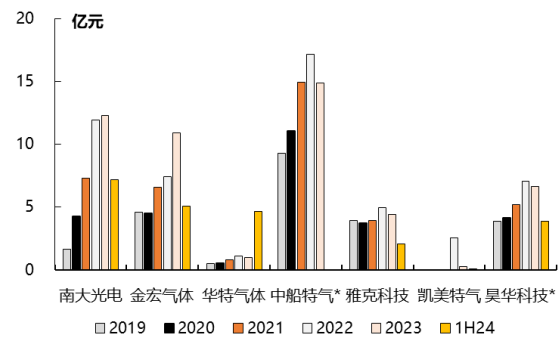
# 内循环自主可控

## 电子大宗气：关注头部特气企业与仍属蓝海的电子大宗气体市场

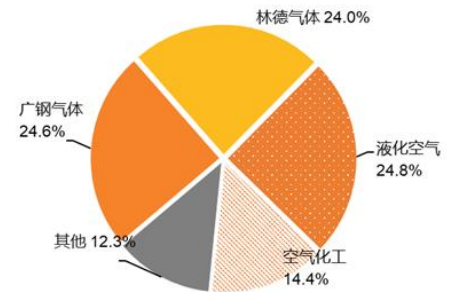
- **电子气体全球市场未来将有千亿规模。**根据广钢气体招股说明书，2010年全球电子气体市场规模仅为25亿美元，至2021年电子气体市场规模已增长至90亿美元，预计2025年将增长至150亿美元。
- 伴随半导体行业景气度的持续回升以及国产替代进程的不断加快，电子特气企业有望深度受益，近年来电子气体相关企业收入呈增长态势。但目前电子特气行业存在部分产品同质化严重、低端产品过剩的问题，而下游IC领域技术快速更迭，对供应商产品更新速度、综合供应能力、客户服务等多方面提出更高要求，利好头部具有扎实客户渠道与研发实力的特气公司。
- **电子大宗气体国内竞争者有限，行业壁垒较高：**国内有能力开展电子大宗气体业务的公司数量较少，2023年我国电子大宗气体增量市场中，外资三大家市占率63%，而存量市场中，行业龙头广钢气体市占率仅为12%。展望未来发展，广钢气体/金宏气体在具有技术/运营/全产品线供应能力的基础上已取得关键进步，即在IC、显示领域获得大体量订单。电子大宗气供应商与下游粘性强，替换概率低，客户未来资本开支将为供应商带来长期机遇；与大型晶圆/面板厂绑定也为电子大宗气体供应商打造行业口碑，带来其他潜在客户机会。
- **建议关注：华特气体、金宏气体、广钢气体**



### 各特气公司电子气体板块收入变化



### 2023年国内集成电路制造和半导体显示领域新建现场制气项目的中标产能情况



### 电子大宗气行业壁垒

客户要求
产品纯度
供气可靠性与稳定性 (15年供气期内供气可靠性)
六大类电子大宗气体全产品线供应能力
产品应用创新能力

资料来源：各企业公告、中国化工报、天津市规划和自然资源局，天风证券研究所

\*备注：昊华科技19-20年收入数据来自“电子气体”科目，21-1H24收入数据来自“电子气体、聚氨酯及化学推进剂”科目；中船气体缺少2022年数据，为1H22数据年化

# 内循环自主可控

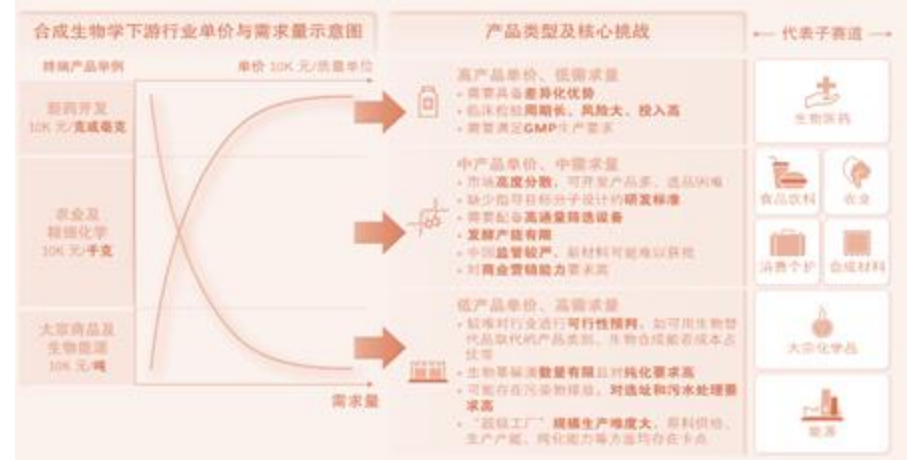
## 合成生物学：未来已来，新质生产力

- **国家层面生物制造产业政策加码，产业化加速。**近年来，我国逐步加强合成生物领域的顶层战略规划，并做出发展底层技术研究和产业化规模应用的宏观部署，密集出台加快合成生物创新发展的政策文件为合成生物产业提供良好的政策环境，加速了合成生物产业发展。
- **国内合成生物目前处于快速发展阶段，面临着技术、生物安全、监管政策等多方面的挑战。**在技术方面，从实验室研究到工业化生产，合成生物需要解决大规模生产的一致性和成本问题。在政策方面，现有的法规需要更新和完善，以及需要国际间的合作和协调，制定统一的监管框架和标准。
- **从产业链中寻找机会：**（1）具备较强选品眼光，且能够实现量产，丰富产品矩阵，带来增长持续性；（2）拥有大单品能够打开成长空间
- **重点推荐：**产品矩阵持续拓展的合成生物学细分领域全产业链龙头**华恒生物**
- **建议关注：**聚焦植物营养领域且具备大宗品能力的**梅花生物、星湖科技、阜丰集团**

### 合成生物学子行业

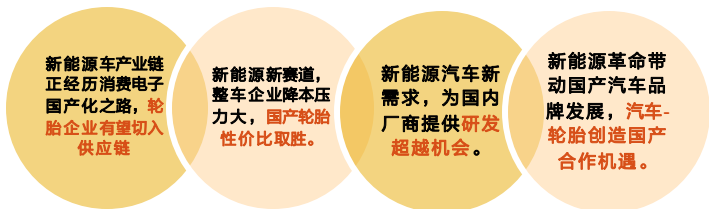


### 合成生物学按产品属性划分



# 外循环全球化

## 轮胎：中国头部轮胎全球化布局加速，应对逆全球化趋势



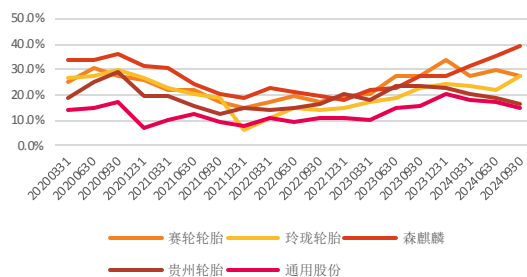
■ **短期轮胎景气已完成向上修复，头部企业盈利能力坚挺：**中国主要轮胎上市公司毛利率经历由2020-2022年的下行，已完成修复，并且以赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟为首的头部轮胎企业在经历了集运价格上行、原材料价格上行的影响下，毛利率保持较高水平。

■ **中期逆全球化情况下，贸易流向发生变化，头部轮胎企业出海成长：**2014年美国对华轮胎双反关税加征过后，全球出口美国轮胎贸易流向发生明显变化，由中国、日本向泰国、越南为主的东南亚转移；近期逆全球化趋势背景下，中国头部轮胎企业全球化布局加速，头部企业在非洲、欧洲、北美均有布局，全球化布局的头部轮胎企业迎来2-3年扩张式的成长期。

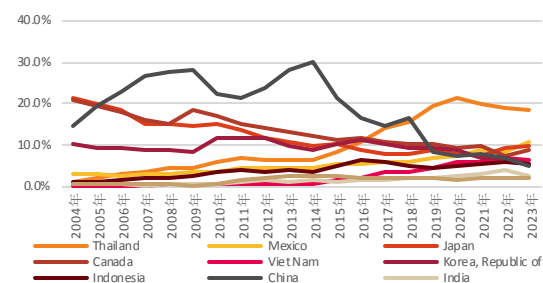
■ **长期头部轮胎企业在“新能源时代”有望提升品牌力：**中国头部轮胎企业有望借新能源汽车革命东风，带来品牌力提升机遇。

■ **建议关注：赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟**

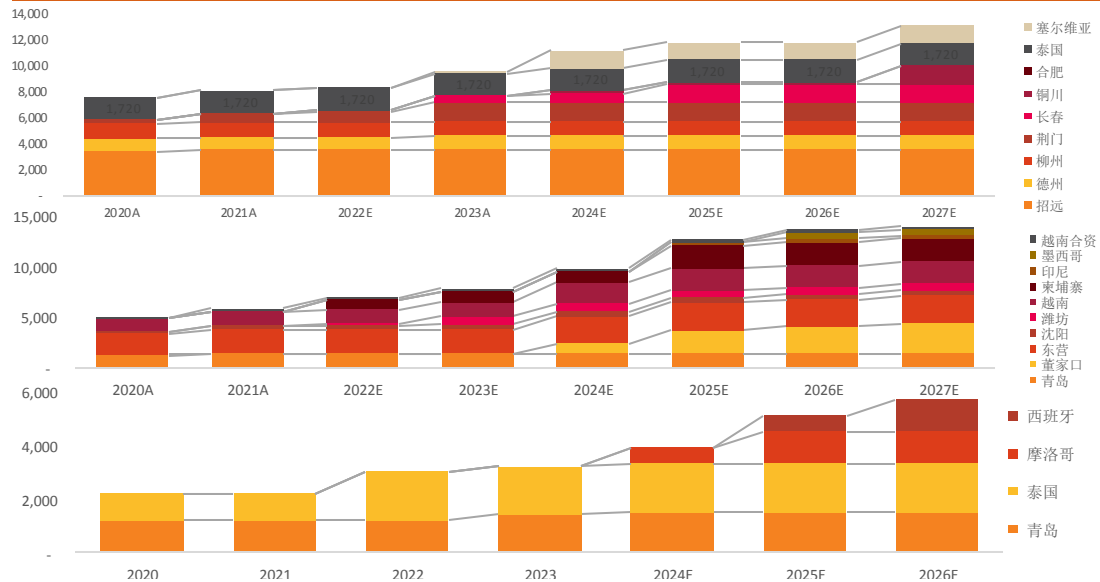
中国头部轮胎公司完成毛利率修复



美国轮胎进口国家通过关税实现转移



玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟全球化多基地有望在2025年开启（单位：万条）



# 汇总

## 重点行业和个股





# 重要标的及行业逻辑汇总

策略	上市公司/行业	行业逻辑
<b>寻找周期供需格局稳定状态下的边际改善</b>		
需求稳定 寻找供给逻辑主导的行业	制冷剂	建议关注：巨化股份、三美股份、东岳集团
	磷矿及磷肥	建议关注：拥有磷矿石、合成氨等资源配套一体化龙头云天化；川恒股份、芭田股份
	三氯蔗糖	推荐公司：金禾实业。全球三氯蔗糖、安赛蜜、麦芽酚全球龙头公司，代糖需求保持高速增长背景下，作为龙头公司的金禾引领行业联合，三氯蔗糖、麦芽酚、安赛蜜价格持续上行，盈利有望持续修复。
	氨基酸 维生素	建议关注：梅花生物 建议关注：新和成
	钛矿及钛白粉	建议关注：矿粉一体化钛白粉龙头企业龙佰集团
供给稳定 寻找需求逻辑主导的行业	钾肥	建议关注：亚钾国际、东方铁塔
	MDI	重点推荐：万华化学
	民爆	建议关注：广东宏大、雪峰科技、江南化工
	氨纶	建议关注：华峰化学
	农药	重点推荐：国内农药龙头扬农化工、依托海外丰富登记持续拓展海外渠道业务的润丰股份；建议关注：先达股份、国光股份
供需改善的双重利好行业	华鲁恒升	推荐公司：华鲁恒升。国内煤化工龙头企业，凭借技术和产品优势，行业景气较差位置仍能保证盈利水平，产品下游与消费相关性强，未来需求复苏具备价格弹性。
	有机硅	建议关注：合盛硅业、新安股份
<b>内外循环，发展新质生产力</b>		
内循环：发展新质生产力， 材料端突破堵点	OLED材料	<b>推荐公司：莱特光电。</b> 国内OLED材料头部企业，RP、GH等多款材料在京东方、天马等头部面板厂商放量，仍有多款材料替代验证中。 <b>瑞联新材。</b> OLED升华前材料头部企业，通过氙代材料差异化布局，收购出光兴产（中国）股权进军OLED终端材料领域。 <b>万润股份。</b> 材料平台型公司，OLED升华前材料龙头，子公司三月科技布局OLED终端材料，多款新材料项目研发布局中。 建议关注：奥来德
	催化材料	<b>推荐公司：凯立新材。</b> 精细化工催化剂龙头，前瞻性布局基础化工多款催化剂，力争实现国产替代，PVC无汞化趋势下，公司金基催化剂有望实现快速放量。 建议关注：中触媒
	吸附树脂	建议关注：蓝晓科技
	电子大宗气	建议关注：华特气体、金宏气体、广钢气体
外循环：逆全球化背景下， 中国企业出海实现突破	合成生物学	重点推荐：产品矩阵持续拓展的合成生物学细分领域全产业链龙头华恒生物 建议关注：聚焦植物营养领域且具备大宗品能力的梅花生物、星湖科技、阜丰集团
	轮胎	建议关注：赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟

# 重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	收盘价	总市值 (亿元)	股本 (亿股)	归母净利润(亿元)				EPS				PE			
		2025/1/21			2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
600309.SH	万华化学	67.52	2120.0	31.4	162.3	168.2	149.0	193.8	5.2	5.4	4.7	6.2	13.1	12.6	14.2	10.9
600426.SH	华鲁恒升	20.66	438.7	21.2	62.9	35.8	39.4	41.2	3.0	1.7	1.9	1.9	7.0	12.3	11.1	10.7
600486.SH	扬农化工	54.78	222.8	4.1	17.9	15.7	13.5	17.2	5.8	3.8	3.3	4.2	9.5	14.2	16.5	12.9
603086.SH	先达股份	4.43	19.3	4.3	3.8	-1.0	0.2	1.2	1.2	-0.2	0.0	0.3	3.6	-19.7	128.4	16.1
002749.SZ	国光股份	13.59	63.6	4.7	1.1	3.0	3.7	4.5	0.3	0.6	0.8	1.0	52.3	21.1	17.1	14.0
600160.SH	巨化股份	26.08	704.1	27.0	23.8	9.4	20.9	32.5	0.9	0.3	0.8	1.2	29.6	74.6	33.7	21.6
603379.SH	三美股份	44.19	269.8	6.1	4.9	2.8	8.0	11.5	0.8	0.5	1.3	1.9	55.2	96.5	33.7	23.5
0189.HK	东岳集团	8.20	142.1	17.3	38.6	7.1	-	-	1.7	0.4	-	-	4.7	20.1	-	-
002601.SZ	龙佰集团	17.43	415.9	23.9	34.2	32.3	33.8	40.0	1.5	1.4	1.4	1.7	11.9	12.9	12.3	10.4
002001.SZ	新和成	22.06	678.0	30.7	36.2	27.0	55.5	61.3	1.2	0.9	1.8	2.0	18.9	25.1	12.2	11.1
600873.SH	梅花生物	9.72	277.3	28.5	44.1	31.8	29.5	33.0	1.4	1.1	1.0	1.2	6.8	8.7	9.4	8.4
002597.SZ	金禾实业	24.07	137.2	5.7	17.0	7.0	5.6	10.8	3.1	1.2	1.74	1.9	7.9	20.6	13.8	12.7
002683.SZ	广东宏大	27.31	207.6	7.6	5.6	7.2	8.6	10.1	0.7	1.9	1.1	1.3	36.5	14.5	24.3	20.7
002064.SZ	华峰化学	8.00	397.0	49.6	28.4	24.8	27.5	34.7	0.6	1.0	0.6	0.7	13.8	8.2	14.4	11.5
603260.SH	合盛硅业	52.53	621.0	11.8	51.5	26.2	23.0	32.1	4.8	0.7	1.9	2.7	11.0	76.1	27.0	19.3
600596.SH	新安股份	8.02	108.2	13.5	29.5	1.4	3.7	6.1	2.6	0.1	0.3	0.4	3.1	77.2	29.6	17.9
688150.SH	莱特光电	20.78	83.6	4.0	1.1	0.8	1.8	3.0	0.3	0.2	0.4	0.7	77.0	108.5	47.5	27.9
688550.SH	瑞联新材	33.02	57.7	1.7	2.5	1.3	2.1	2.7	2.5	0.8	1.2	1.5	13.1	43.0	27.0	21.3
002643.SZ	万润股份	10.22	95.1	9.3	7.2	7.6	4.3	5.4	0.8	0.8	0.5	0.6	12.9	12.5	22.0	17.7
688378.SH	奥来德	22.88	47.6	2.1	1.1	1.2	1.5	2.4	1.1	0.6	0.7	1.1	20.8	39.0	31.8	20.0
688269.SH	凯立新材	24.04	31.4	1.3	2.2	1.1	1.1	1.8	1.7	0.9	0.8	1.4	14.2	27.8	28.4	17.2
688267.SH	中触媒	23.50	41.4	1.8	1.5	0.8	1.6	2.0	0.9	0.4	0.9	1.1	26.1	53.8	25.4	20.5
300487.SZ	蓝晓科技	48.76	247.4	5.1	5.4	7.2	8.9	11.4	1.6	1.4	1.8	2.3	29.9	34.5	27.6	21.7
688268.SH	华特气体	45.22	54.4	1.2	2.1	1.7	2.0	2.7	1.7	1.4	1.7	2.3	26.3	31.8	26.6	19.9
688106.SH	金宏气体	16.75	80.7	4.8	2.3	3.2	3.4	4.2	0.5	0.7	0.7	0.9	35.6	25.6	23.9	19.0
688548.SH	广钢气体	9.98	131.7	13.2	2.4	3.2	2.8	4.2	0.2	0.2	0.2	0.3	41.6	41.2	47.1	31.7
601058.SH	赛轮轮胎	15.24	501.1	32.9	13.3	30.9	42.8	50.1	0.4	0.9	1.3	1.5	34.6	16.2	11.7	10.0
601966.SH	玲珑轮胎	18.11	265.0	14.6	2.9	13.9	22.2	26.8	0.2	1.0	1.5	1.8	90.6	19.1	11.9	9.9
002984.SZ	森麒麟	25.52	264.2	10.4	8.0	13.7	22.8	26.4	1.2	1.3	2.2	2.6	20.7	19.3	11.6	10.0

# 风险提示

- **地缘政治冲突带来逆全球化风险：**当前俄罗斯和乌克兰的冲突仍存在较大不确定性，两国分别为化肥和谷物等重要产品的生产及出口大国，地缘政治冲突会影响全球化工产品的正常贸易活动。
- **原油价格大幅波动风险：**化工行业受原油价格影响较大，产品价格对原油波动较为敏感，若原油价格出现大幅波动，行业内公司业绩将面临不确定性影响。
- **安全环保风险：**近年来化工生产企业安全环保问题频发，化工企业安全、环保事件对企业生产运营将产生较大影响。
- **海外经济下行引发的景气持续下行风险：**中国作为化工品全球供应的主要国家，出口需求占比高，海外经济对国内化工品需求影响较大，海外经济下行对化工产生较大影响。



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS