

企业盈利与行业供需同优化

产业布局及科技创新促发展

——基础化工行业2025年投资策略

2024年10月23日

 作者：赵乃迪 周家诺 蔡嘉豪 王礼沫 胡星月

 证券研究报告

- 化工企业盈利能力改善，资本开支减少，行业竞争格局有望优化。** 我们认为随着9月以来国家一揽子政策的出台，以及美联储降息对海外需求预期的影响，终端需求有望得到修复和提振，从而带动相关大宗商品价格及盈利能力的提升。从盈利能力角度看，23Q2以来中信基础化工行业上市公司单季度毛利率持续上行，24Q2中信基础化工行业上市公司单季度毛利率为18.1%，环比提升0.3pct。从资本开支角度看，2024H1中信基础化工行业上市公司总计资本开支约为1407亿元，同比减少15.0%。化工行业上市公司资本开支逐步放缓，这一方面预示着前期所规划产能的逐步投放并将产生出相应的经济效益，另一方面则预示着行业产能大幅扩张所导致的竞争加剧也将一定程度放缓。
- 持续加大科技创新，秉承长期主义推动高质量发展。** 近年来，随着对科技创新的重视，以及对企业长期发展的规划，石化化工行业不断加大研发投入，持续推出高附加值新产品，进而提升企业整体盈利能力。2024年上半年，中信基础化工行业上市公司合计研发费用达351亿元，同比增长3.7%，对应研发费用率为2.82%，同比提升0.12pct。虽然受宏观需求疲弱影响，2024H1基础化工行业上市公司营收同比存在一定压力，但基础化工行业上市公司仍然保持着较高的研发强度，为企业的长期发展注入源源不断的动力。
- 资源品维持高景气，龙头产业链完整盈利韧性高。** 在高油价背景下，全球上游资源品维持高价及高景气状态，众多化工品利润集中在油气、矿产等上游资源端。基于此，拥有完整产业链、上游资源充沛的行业头部企业具有更强的盈利韧性，受周期波动影响更小。因此，我们建议关注**MDI、磷化工、钾肥、钛白粉**等子行业内产业链完整的头部企业和上游资源布局弹性更大的企业。

- 半导体销售额修复，OLED快速放量，利好国产材料渗透率提升。** 半导体材料方面，根据WSTS数据，2024年1-7月全球半导体销售额约为3394亿美元，同比增长约18.1%。随着全球半导体市场的逐步复苏，半导体材料作为行业上游的重要原料，其需求及市场规模也将得以恢复，利好国产半导体材料的验证、导入、销售。OLED材料方面，根据群智咨询，24H1全球智能手机OLED面板出货量约为4.02亿片，同比提升约44%，其中国产面板厂商份额已达49%。后续随着国产OLED面板厂商良率及产线稼动率的进一步提高，国产OLED面板出货量及市占率将得以再度提升，从而扩增对于上游OLED材料的需求。
- 供给格局好转，细分行业龙头弹性充足。** 供需关系为影响化工品价格走势的最核心因素。供给端因安全环保事件、宏观突发事件等不可抗力可能发生停产或减产，进而造成化工品的供不应求，从而推动化工品价格的上涨。期间化工品价格的上涨幅度则与供给端的缩减比例有着一定的关联。2024年年初以来，由于安全事件、海外企业减产、停产、检修等影响，蛋氨酸、维生素、颜料等行业出现供给端一定比例的收缩，相关化工品存在价格上涨预期或已出现较大幅度的上涨。
- 拐点将至，关注农药等行业左侧布局。** 农药方面，随着南美洲巴西等农业大国用药旺季的开启，行业渠道库存将得到进一步去化，推动全球农药渠道库存回到合理水平，进而有望带动农药行业景气度的回升。锂电材料方面，新能源汽车销量仍保持较高增速，为锂电材料需求提供有效支撑。在当前材料端盈利偏弱的情形下，行业产能出清将有望加快，推动行业格局改善。

- 投资建议：**（1）当前上游资源品仍然处于高景气状态，龙头企业凭借完整产业链布局盈利韧性更强，建议关注MDI、磷化工、钾肥、钛白粉等行业龙头企业。（2）化工企业科技创新力度不断加强，半导体、OLED等终端需求明显提升，利好国产材料放量，建议关注光刻胶、OLED材料、电子特气、湿电子化学品、COC/COP等领域内能够获得稳定订单且实现大规模量产的头部企业。（3）受行业事件影响，蛋氨酸、维生素、颜料等子行业供给缩减，供需格局得到优化，细分龙头企业将拥有更高的盈利弹性。（4）左侧布局：农药库存即将完成去化，行业拐点将至；锂电材料在激烈竞争下，行业产能出清将加快，利好龙头。
- 风险提示：**下游需求恢复不及预期，化工产品及原料价格波动，中美贸易摩擦风险，安全与环保生产风险，汇率波动风险。

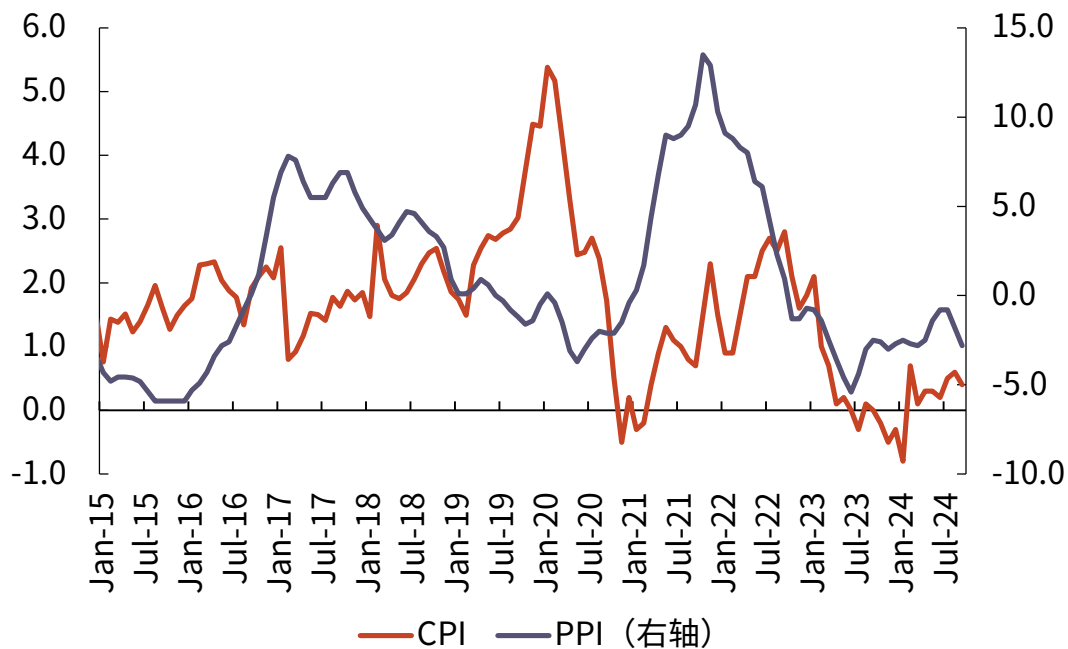
- 一、化工行业将步入投资收获期，秉承长期主义推动高质量发展
- 二、资源品维持高景气，龙头产业链完整盈利韧性高
- 三、半导体销售额回升，OLED渗透率增长，国产替代材料放量加速
- 四、供给格局好转，细分行业龙头弹性充足
- 五、农药等行业拐点将至，关注左侧布局
- 六、风险提示

- 一、化工行业将步入投资收获期，秉承长期主义推动高质量发展
- 二、资源品维持高景气，龙头产业链完整盈利韧性高
- 三、半导体销售额回升，OLED渗透率增长，国产替代材料放量加速
- 四、供给格局好转，细分行业龙头弹性充足
- 五、农药等行业拐点将至，关注左侧布局
- 六、风险提示

宏观价格数据逐步修复，利好政策推进终端需求复苏

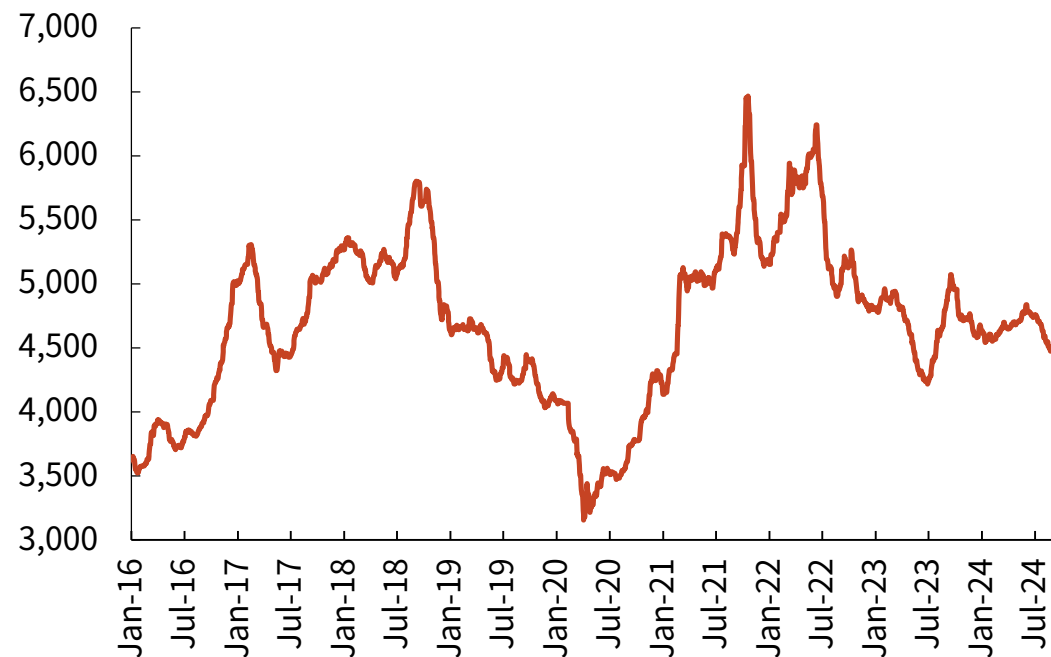
2024年9月，国内CPI同比增长**0.4%**，增速较前一月下降**0.2pct**，环比**持平**；PPI同比下降**2.8%**，降幅较前一月**扩大1.0pct**，环比下降**0.6%**。化工品价格方面，CCPI指数自6月以来震荡下跌，截至10月21日CCPI指数为**4388点**，相较于5月底下跌约**9.3%**。当前终端需求不足对大宗商品价格修复形成阻力，但随着9月以来国家一揽子政策的出台，以及美联储降息对海外需求预期的影响，终端需求有望得到修复和提振，从而带动相关大宗商品价格及盈利能力的提升。

图表1: CPI及PPI当月同比 (%)



资料来源：国家统计局，iFinD，光大证券研究所整理，数据截至2024.09

图表2: 中国化工产品价格指数 (CCPI)

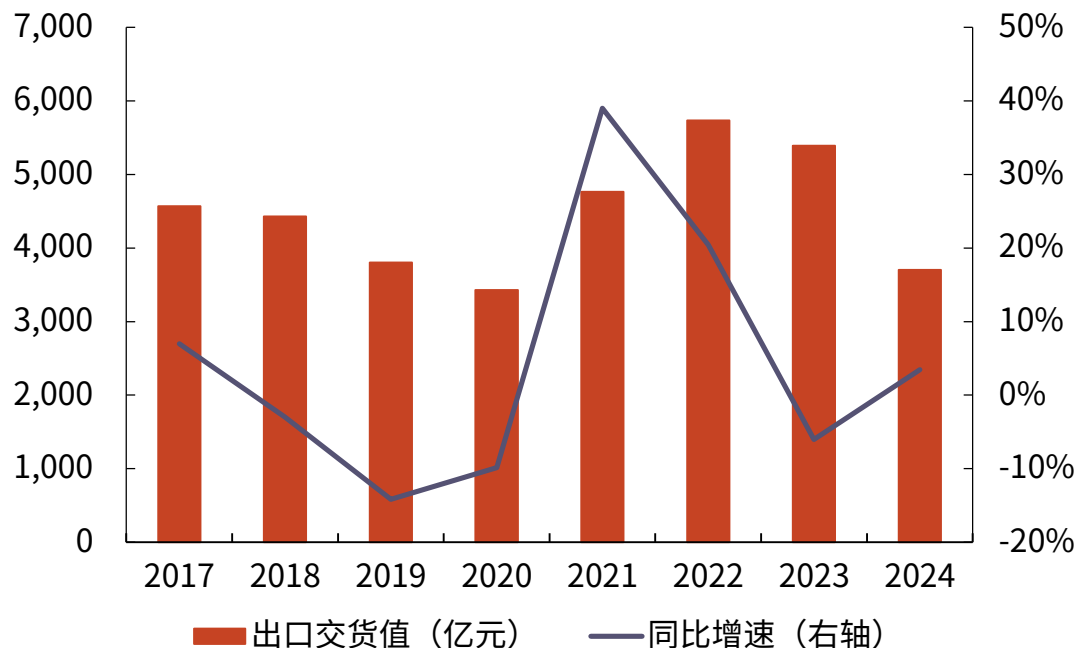


资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.21

24年化工品出口金额及数量稳步提升

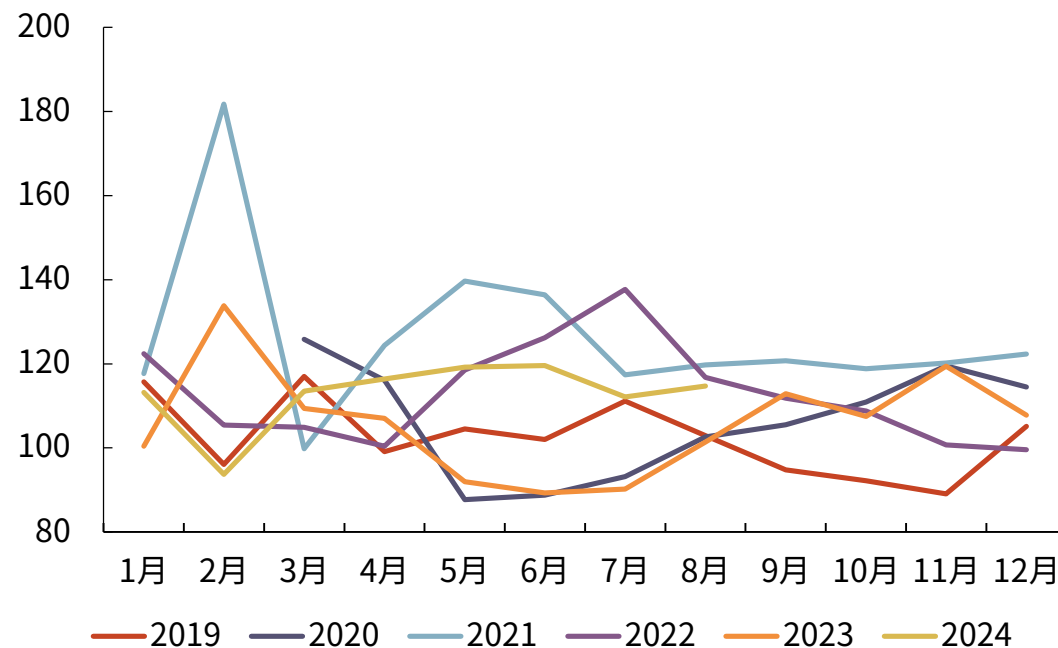
基于国内化工品品质的持续提升和海外市场需求复苏的加快，叠加部分海外供应商因高额能源、人力成本所导致的停产、减产，2024年我国化工品出口总额及数量稳步提升。根据国家统计局数据，2024年1-8月化学原料及化学制品制造业出口交货值达**3702亿元**，同比提升**3.5%**。出口数量方面，根据海关总署数据，2024年8月我国化学原料和化学制品制造业数量指数为**114.70点**（等价于出口数量同比提升**14.7%**）。

图表3：化学原料及化学制品制造业历年出口交货值



资料来源：国家统计局，iFinD，光大证券研究所整理，数据截至2024.08

图表4：化学原料及化学制品制造业历年出口数量指数

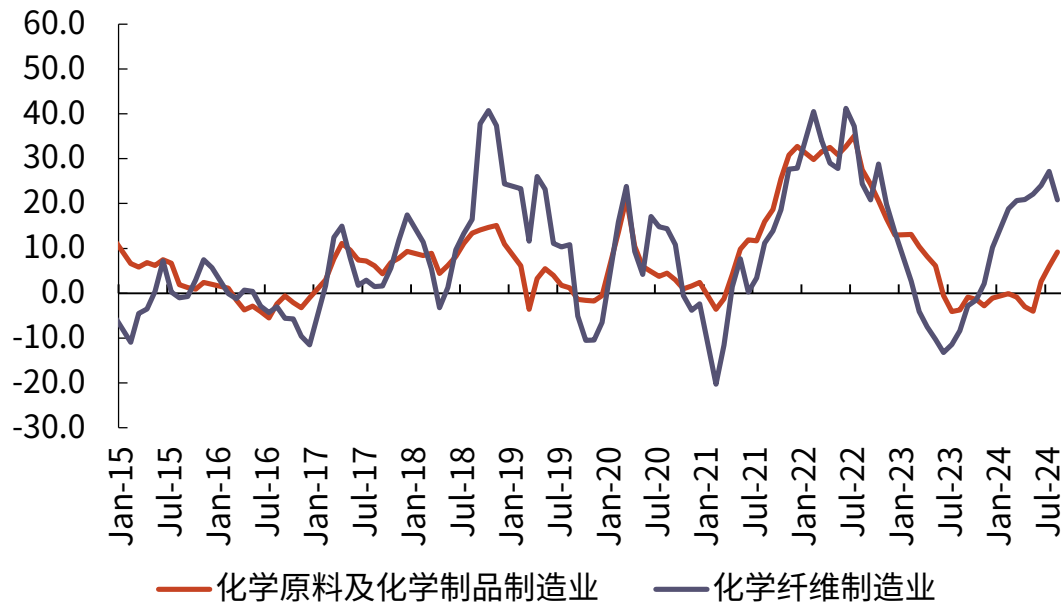


资料来源：海关总署，iFinD，光大证券研究所整理，数据截至2024.08
注：以上年同月出口数量=100作为指数参考，2020年1-2月数据未披露

化工品陆续进入补库周期，化工企业盈利能力修复

2022年下半年开始，国内化工行业企业产成品存货处于持续去库状态，并于2023年下半年基本完成库存去化。进入2024年以后，化学纤维制造业和化学原料及化学制品制造业陆续进入补库周期。根据国家统计局数据，2024年8月化学纤维制造业和化学原料及化学制品制造业规模以上企业产成品存货同比分别增长**20.8%**和**9.2%**。上市公司盈利能力方面，23Q2以来中信基础化工行业上市公司单季度毛利率持续上行。根据Wind数据，24Q2中信基础化工行业上市公司单季度毛利率为**18.1%**，环比提升**0.3pct**。

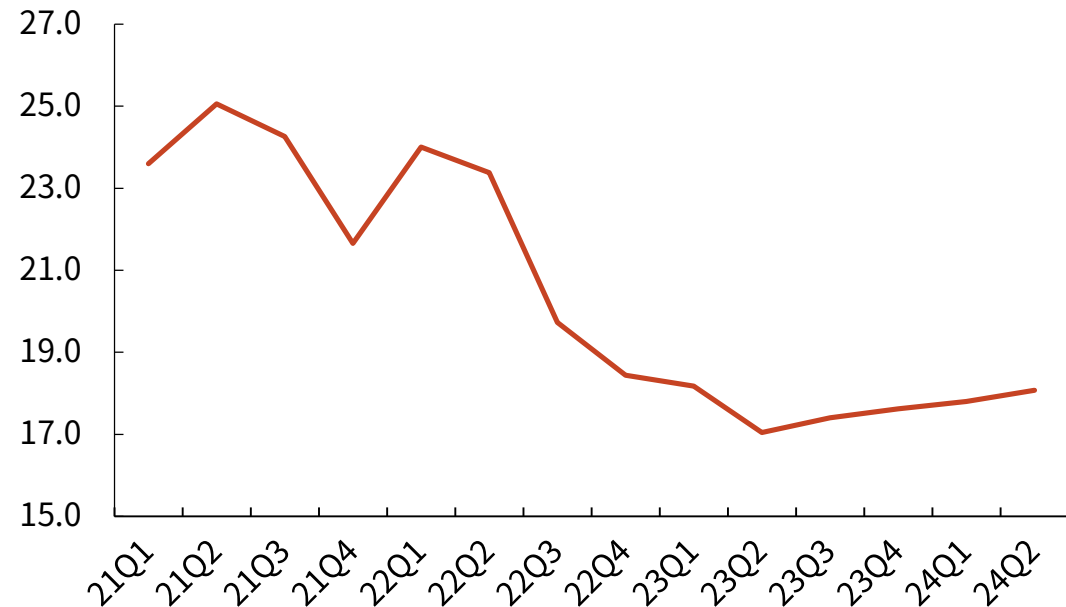
图表5：基础化工相关子行业规模以上工业企业产成品存货同比变动（%）



资料来源：国家统计局，iFinD，光大证券研究所整理，数据截至2024.08

请务必参阅正文之后的重要声明

图表6：中信基础化工行业上市公司单季度毛利率（%）

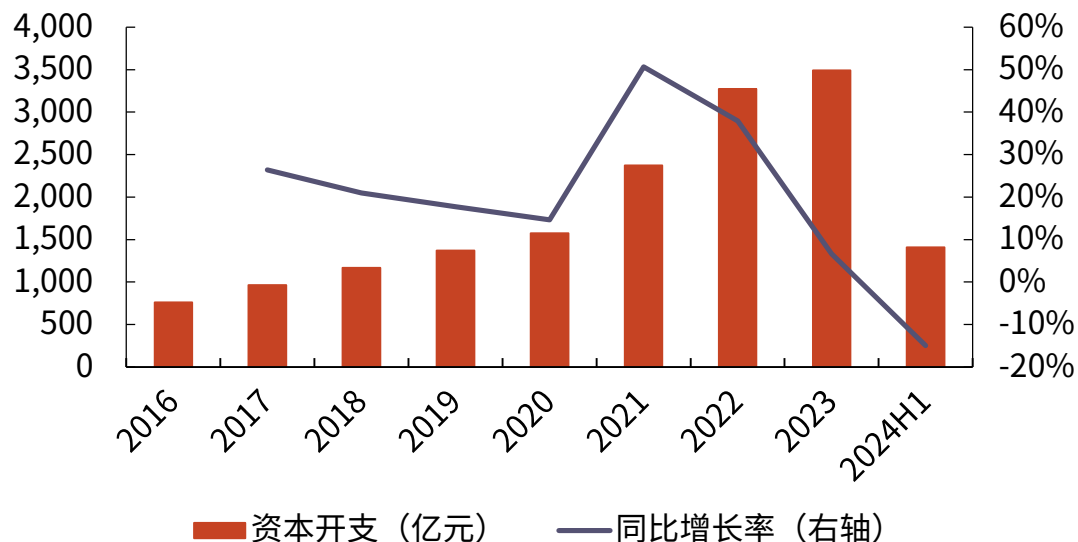


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

24H1化工行业资本开支减少，竞争格局有望逐步优化

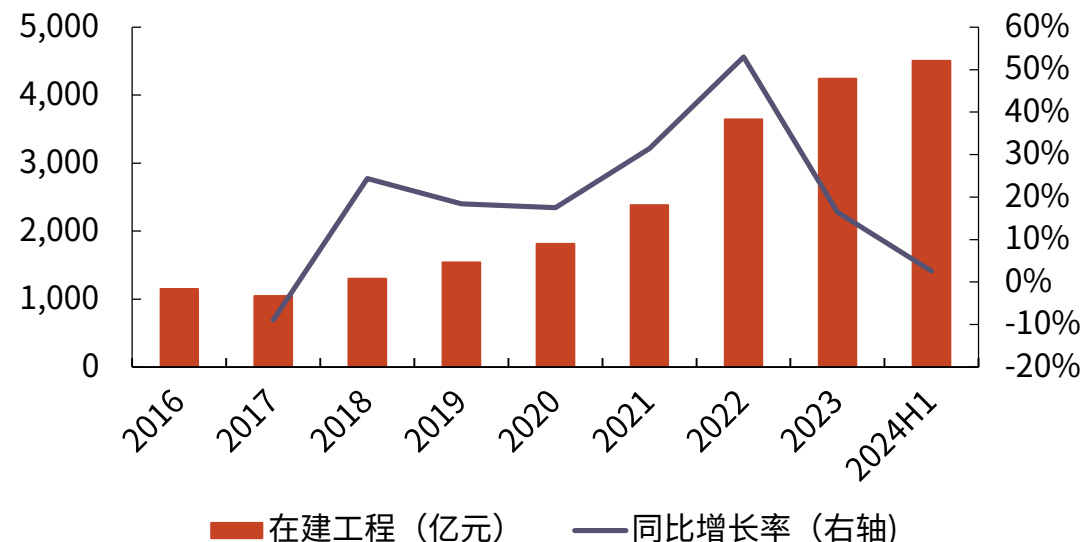
根据Wind数据，2024年上半年中信基础化工行业上市公司总计资本开支（以现金流量表中“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”项目作为参考）约为**1407亿元**，同比减少**15.0%**。在建工程方面，截至2024年6月末中信基础化工行业上市公司在建工程总额为**4504亿元**，同比增长**2.6%**，该增速相较于2023年和2022年分别下滑**13.8pct**和**50.4pct**。化工行业上市公司资本开支逐步放缓，这一方面预示着前期所规划产能的逐步投放并将产生出相应的经济效益，另一方面则预示着行业产能大幅扩张所导致的竞争加剧也将一定程度放缓，对行业头部企业产生利好。

图表7：中信基础化工行业上市公司历年资本开支



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：以现金流量表中“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”项目作为资本开支参考

图表8：中信基础化工行业上市公司历年在建工程

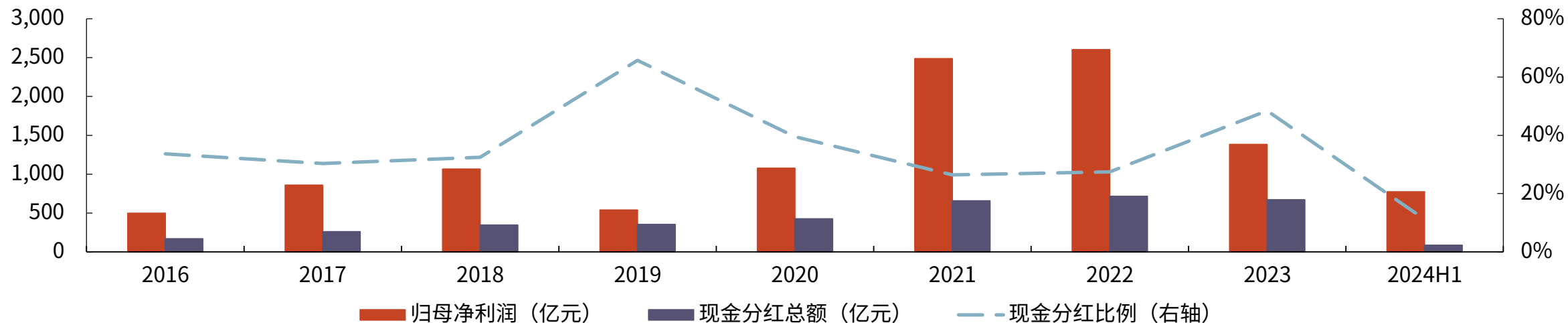


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

化工行业上市公司现金分红比例显著提升

2021年和2022年，受益于化工行业的高景气，化工行业上市公司利润总额显著增多，对应当期分红总额也明显增长，然而对应现金分红比例则有所下降。2023年，虽然化工行业上市公司盈利能力暂时性承压，但仍较大幅度提升了对应的现金分红比例。2023年中信基础化工行业上市公司实现归母净利润总额约为**1383亿元**，现金分红总额约为**670亿元**，对应现金分红比例达**48.5%**。如剔除2019年由于某上市公司大幅亏损行业上市公司利润总额偏低所导致的现金分红比例虚高的情形，2023年化工行业上市公司现金分红比例为近十年以来的最高值。截至2024年9月30日，共有62家基础化工行业上市公司宣告在2024年度内进行一季度分红或中期分红，合计现金分红总额为**86.6亿元**，对应全行业现金分红比例为**11.2%**，对应相关上市公司的现金分红比例为**35.5%**。

图表9：中信基础化工行业上市公司历年现金分红情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

- 2023年9月以来，“新质生产力”多次被重要会议提及。2023年9月7日下午，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平在黑龙江省哈尔滨市主持召开新时代推动东北全面振兴座谈会并发表重要讲话。在会上，习近平总书记强调“积极培育新能源、新材料、先进制造、电子信息等战略性新兴产业，积极培育未来产业，加快形成新质生产力，增强发展新动能”。这也是“新质生产力”这一名词首次被提及。
- “新质生产力”与“科技创新”密不可分。有别于传统生产力，新质生产力涉及领域新、技术含量高，依靠创新驱动是其中关键。从经济学角度看，新质生产力代表一种生产力的跃迁。它是科技创新在其中发挥主导作用的生产力，高效能、高质量，区别于依靠大量资源投入、高度消耗资源能源的生产力发展方式，是摆脱了传统增长路径、符合高质量发展要求的生产力，是数字时代更具融合性、更体现新内涵的生产力。
- 2023年末以来数次重要会议再度强调“发展新质生产力”。2023年12月，中央经济工作会议在北京举行，会议强调“要以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力”。2024年3月，第十四届全国人民代表大会第二次会议上国务院总理李强所作《政府工作报告》将“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”放在了2024年政府工作任务的首位，同时分别从“推动产业链供应链优化升级”、“积极培育新兴产业和未来产业”、“深入推进数字经济创新发展”三个方面作出任务部署。2024年7月，中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议公报提出“要健全因地制宜发展新质生产力体制机制”。全会提出“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务”，“必须深入实施创新驱动发展战略”，“健全新型举国体制，提升国家创新体系整体效能”，“深化科技体制改革”。

加快发展新质生产力，推动长期高质量发展

图表10：中央对“新质生产力”的相关表态

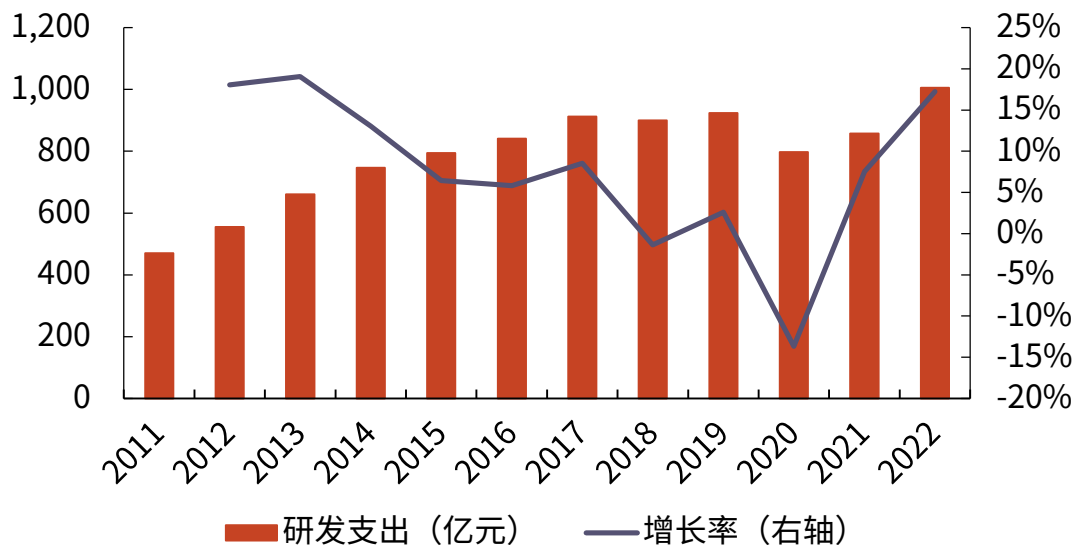
时间	出处/文件	内容表述/政策/部署
2023/9/7	新时代推动东北全面振兴座谈会	“积极培育新能源、新材料、先进制造、电子信息等战略性新兴产业，积极培育未来产业，加快形成新质生产力，增强发展新动能。”
2023/12/11	中央经济工作会议	中央经济工作会议提出，要以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力。
2024/1/18	《关于推动未来产业创新发展的实施意见》	到2025年，未来产业技术创新、产业培育、安全治理等全面发展，部分领域达到国际先进水平，产业规模稳步提升。全面布局未来产业。把握全球科技创新和产业发展趋势，重点推进未来制造、未来信息、未来材料、未来能源未来空间和未来健康六大方向产业发展。
2024/2/2	国务院国资委	近期部署2024年投资工作，推动国资央企聚焦主责主业、发展实体经济，积极扩大有效投资，优化投资布局结构其中加快布局培育新质生产力是着力重点之一。
2024/3/5	《政府工作报告》	《政府工作报告》提出，大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力。加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。制定未来产业发展规划，开辟量子技术、生命科学等新赛道。开展“人工智能+”行动。
2024/4/27	证监会就贯彻落实新“国九条”推动新质生产力发展开展专题调研	市场各参与方和证监会系统单位要以贯彻落实新“国九条”为契机，坚守资本市场工作的政治性、人民性，提升专业性，以强监管、防风险、促高质量发展为主线，坚持市场化法治化方向，尊重规律，尊重规则，持续深化资本市场改革，推动股票发行注册制改革持续推进、走深走实，提升对新产业新业态新技术的包容性，促进新质生产力发展。
2024/6/1	《发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点》	发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点。新质生产力是创新起主导作用，摆脱传统经济增长方式、生产力发展路径，具有高科技、高效能、高质量特征，符合新发展理念的先进生产力质态。
2024/7/18	《中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议公报》	要健全因地制宜发展新质生产力体制机制，健全促进实体经济和数字经济深度融合制度，完善发展服务业体制机制健全现代化基础设施建设体制机制，健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度。

资料来源：中国政府网，新华社等，光大证券研究所整理

化工企业持续加大研发投入，秉承长期主义前行

近年来，随着对科技创新的重视，以及对企业长期发展的规划，石化化工行业不断加大研发投入，持续推出高附加值新产品，进而提升企业整体盈利能力。根据财政部数据，全国规模以上工业企业2022年合计研发支出**1.94万亿元**，同比增长**10.5%**。其中，化学原料和化学制品制造业规模以上工业企业2022年合计研发支出达**1004.9亿元**，同比增长**17.2%**，对应2011-2022年期间CAGR约为**7.2%**。在专利申请方面，根据国家统计局数据，2022年化学原料和化学制品制造业规模以上工业企业共申请专利**6.34万件**，同比增长**8.6%**，其中申请发明专利**2.53万件**，同比增长**12.2%**。

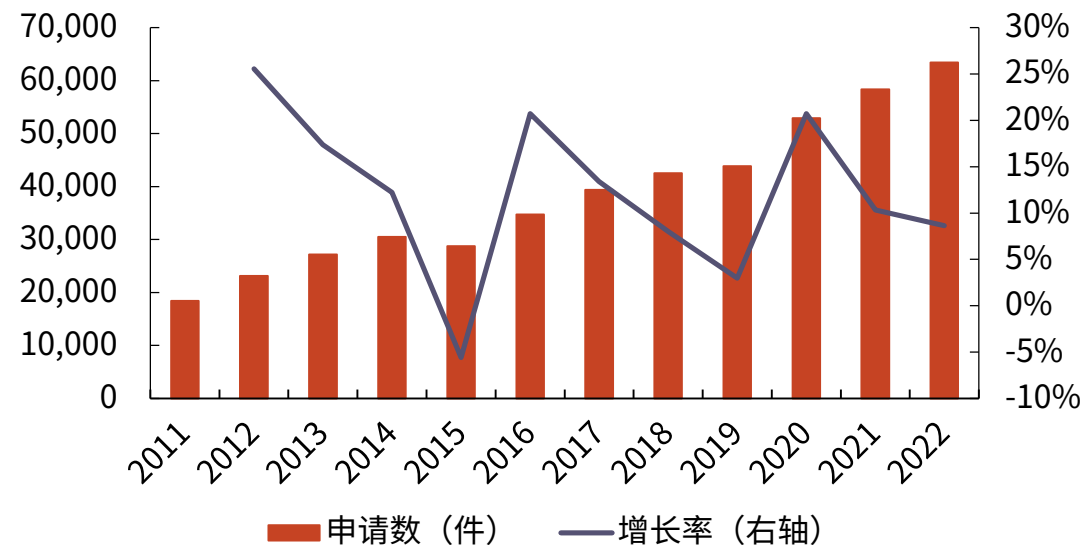
图表11：规模以上工业企业研究与试验发展经费支出：化学原料和化学制品制造业



资料来源：财政部，iFinD，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

图表12：规模以上工业企业专利申请数：化学原料和化学制品制造业

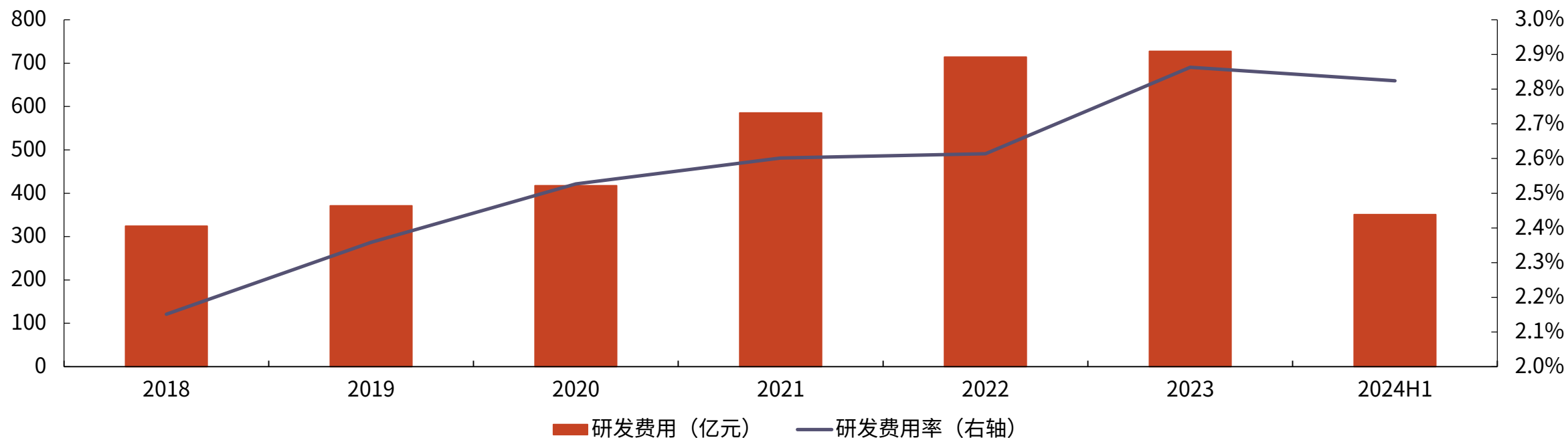


资料来源：国家统计局，iFinD，光大证券研究所整理

基础化工行业上市公司仍保持高强度研发

而在上市公司层面，中信基础化工行业507家上市公司2018至2023年期间研发费用由324亿元提升至727亿元，对应CAGR约为17.5%。此外，基础化工行业上市公司整体研发费用率由2.15%提升至2.86%。2024年上半年，中信基础化工行业上市公司合计研发费用达351亿元，同比增长3.7%，对应研发费用率为2.82%，同比提升0.12pct。虽然受宏观需求疲弱影响，2024H1基础化工行业上市公司营收同比存在一定压力，但基础化工行业上市公司仍然保持着较高的研发强度，为企业的长期发展注入源源不断的动力。

图表13：2018-2024H1中信基础化工行业上市公司研发费用及研发费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

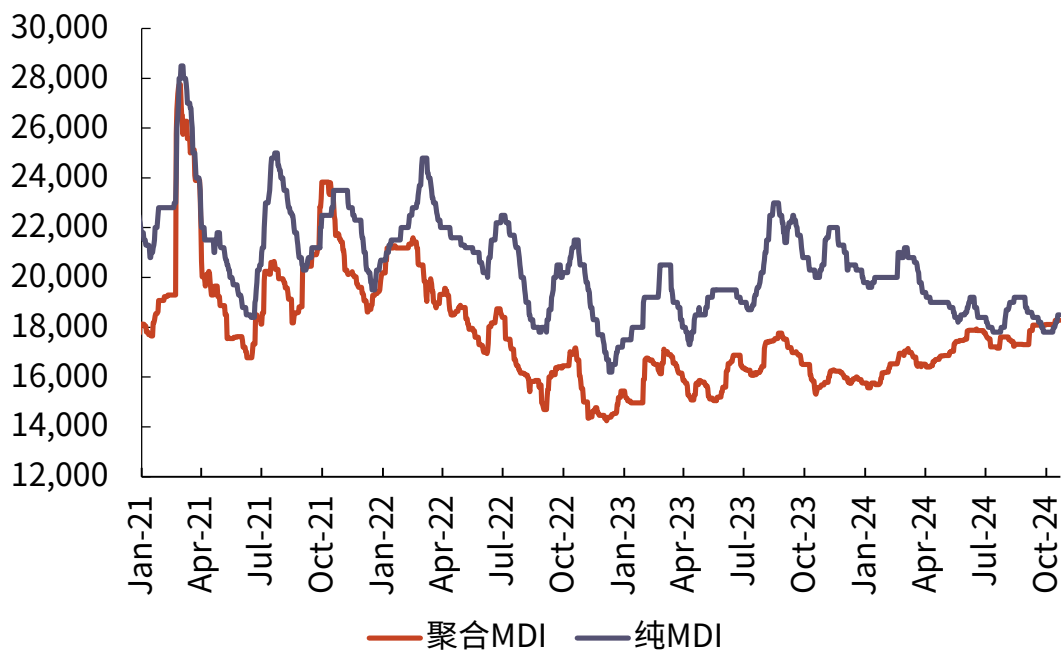
请务必参阅正文之后的重要声明

- 一、化工行业将步入投资收获期，秉承长期主义推动高质量发展
- 二、资源品维持高景气，龙头产业链完整盈利韧性高**
- 三、半导体销售额回升，OLED渗透率增长，国产替代材料放量加速
- 四、供给格局好转，细分行业龙头弹性充足
- 五、农药等行业拐点将至，关注左侧布局
- 六、风险提示

需求结构影响，聚合MDI和纯MDI价格走势分化

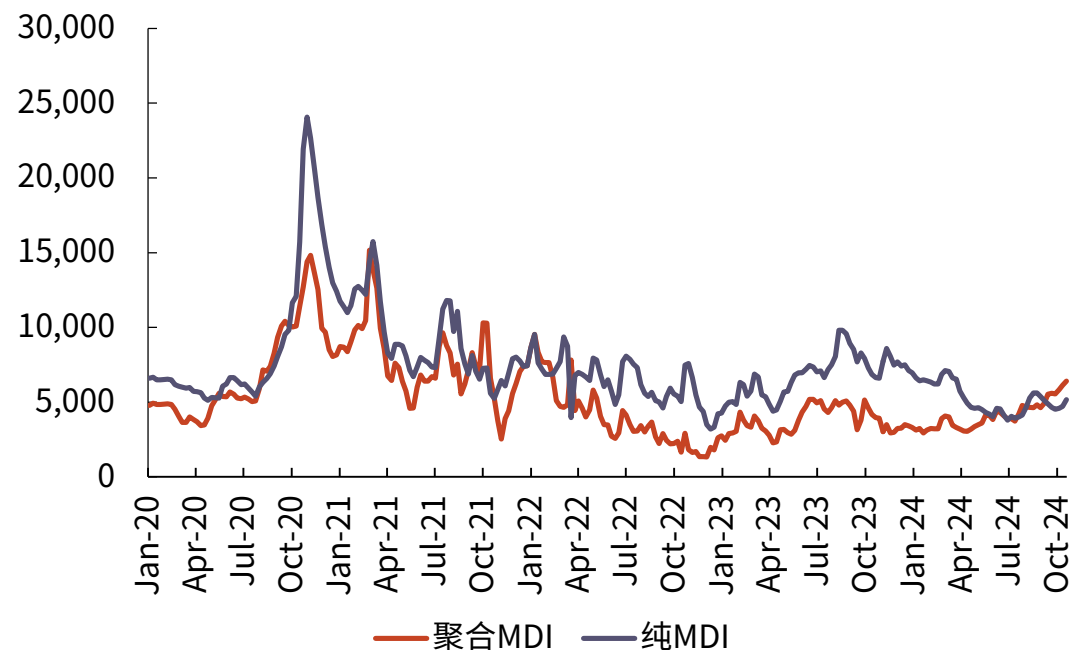
2024年以来，受下游出海需求结构影响，国内聚合MDI价格稳步上行，纯MDI价格则呈现震荡回落。根据iFinD数据，截至10月21日，国内聚合MDI价格为**1.82万元/吨**，较2023年年末上涨约**16.0%**；纯MDI价格为**1.85万元/吨**，较2023年年末下跌约**6.6%**。盈利能力方面，根据百川盈孚数据，截至10月18日聚合MDI和纯MDI毛利润分别为**6400元/吨**和**5160元/吨**，在旺季影响下聚合MDI盈利能力提升，纯MDI盈利能力较前期末部水平已有改善。

图表14：国内MDI价格走势（元/吨）



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.21

图表15：国内MDI毛利润情况（元/吨）

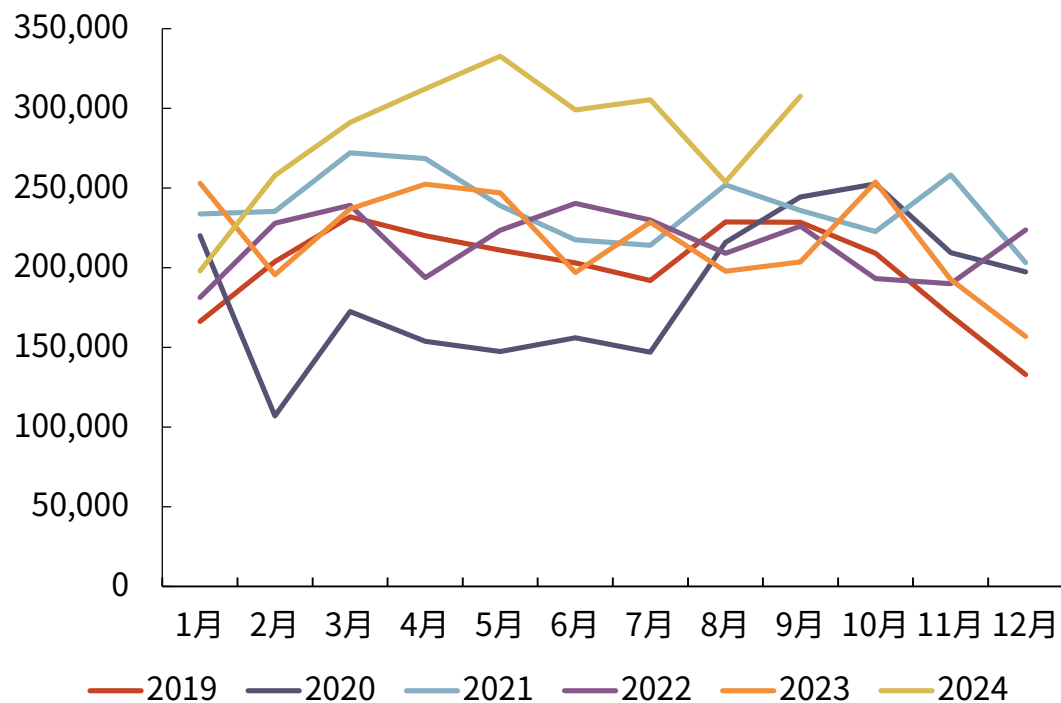


资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.18

国内MDI产量显著增多，出口量同比小幅增长

根据百川盈孚数据，2024年1-9月国内MDI总产量为**256万吨**，同比增长**27.1%**。其中，24年5月国内MDI单月产量达**33.3万吨**，为历史单月最高值。我们认为受益于冰箱、冷柜等主要下游应用产品产量的增多，特别是对应出口端需求的增多，拉动了对于上游MDI原料的需求。另外出口量方面，2024年前三季度我国聚合MDI出口量为**90.5万吨**，同比增长**5.7%**，纯MDI出口量为**9.1万吨**，同比减少**0.4%**。

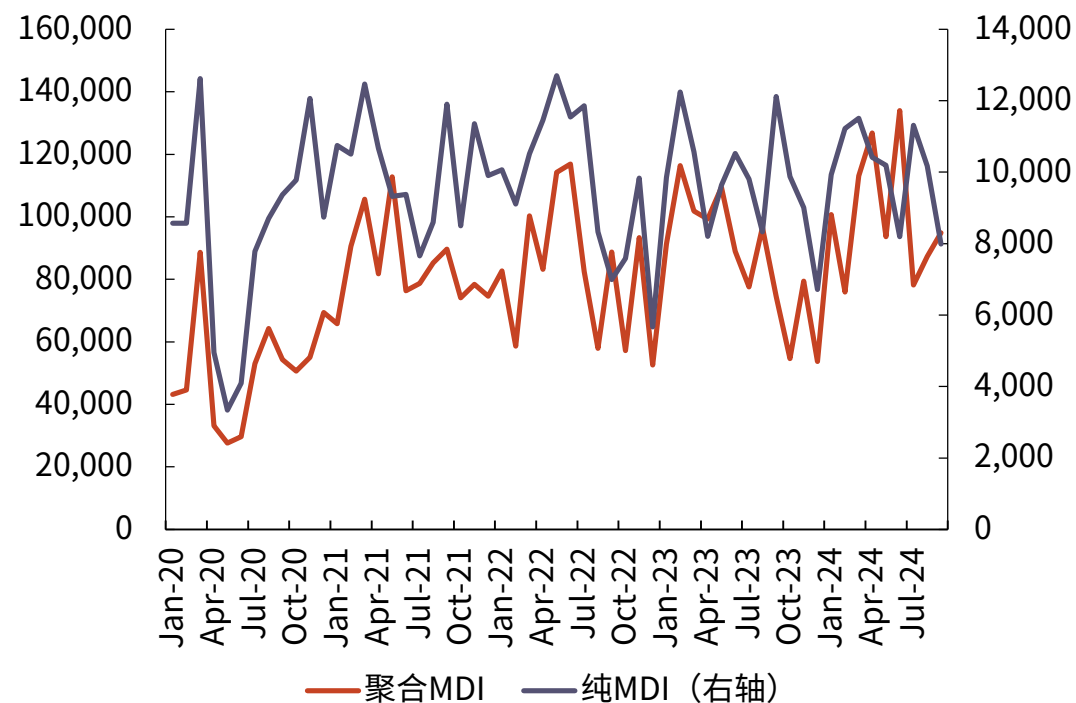
图表16：国内MDI月度产量（吨）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至2024.09

请务必参阅正文之后的重要声明

图表17：国内MDI月度出口量（吨）

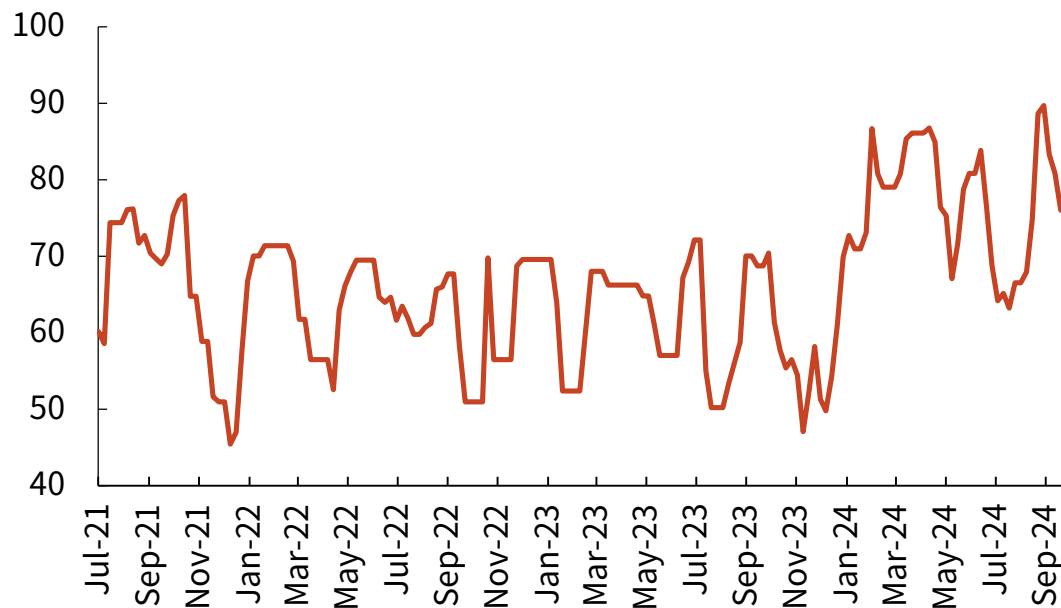


资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至2024.09

旺季开工率达历史新高，行业库存低位震荡

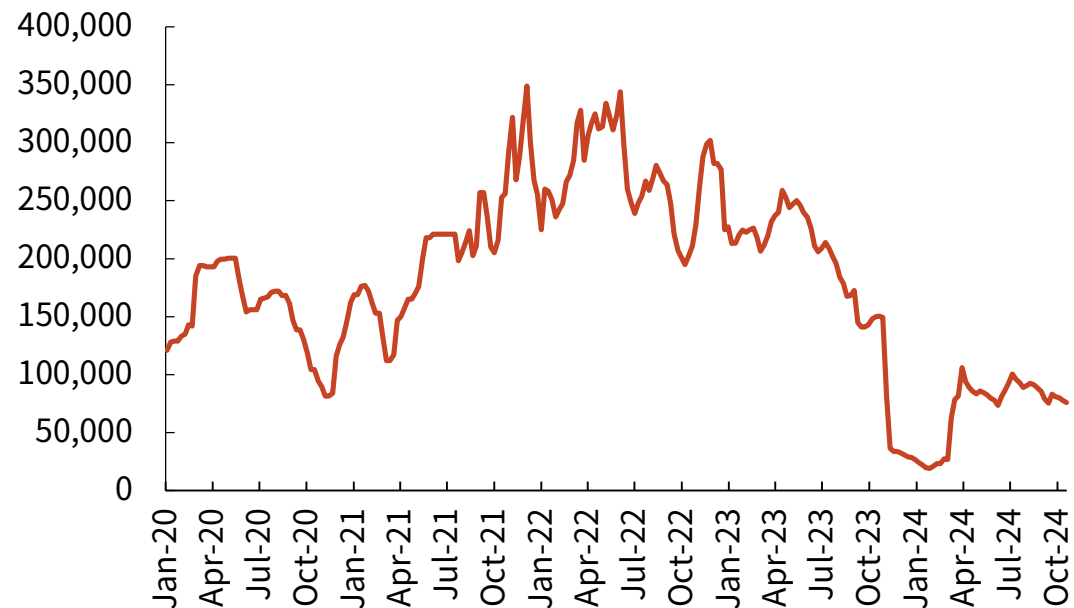
2024年MDI行业开工率处于近年高位水平，部分时间点开工率水平突破80%。进入7月后，由于高温天气影响以及行业处于需求淡季，MDI开工率有所回落。9月下旬行业需求旺季来临，MDI开工率达到历史新高。根据百川盈孚数据，截至10月18日国内MDI行业开工率回落至**76.0%**，但仍处于历史较高水平。库存方面，自2024年3月以来国内MDI库存持续处于历史相对低位水平震荡。截至10月18日，国内MDI行业库存约为**7.6万吨**。我们认为当前MDI行业供需相对较为平衡，同时头部企业能有效控制生产节奏，因此MDI行业库存仍将维持相对低位。

图表18：国内MDI开工率情况 (%)



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.18

图表19：国内MDI库存情况 (吨)

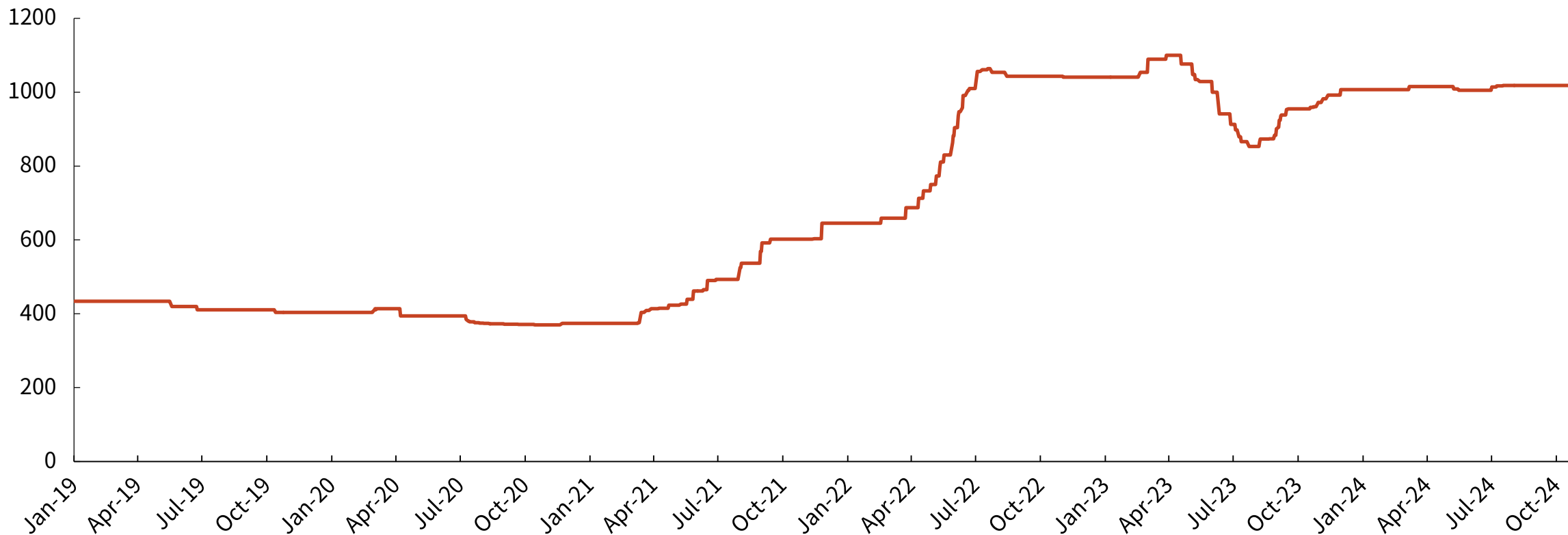


资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.18

磷矿石价格仍处于高位水平，利好资源丰富的头部企业

根据百川盈孚数据，截至10月21日国内30%品位磷矿石价格约为**1018元/吨**。从产品价格趋势来说，由于新增矿石产能投放周期较长叠加落后产能的出清，中短期内我国磷矿石供应将持续偏紧，支撑磷矿石价格维持在高位水平。

图表20：国内30%品位磷矿石价格走势（元/吨）

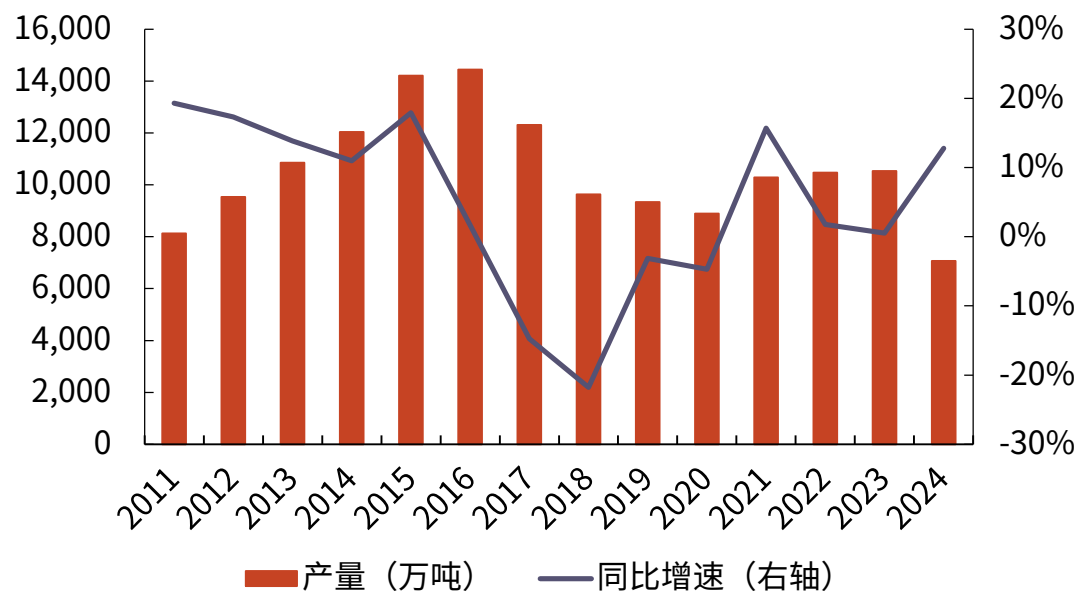


资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.21

近年磷矿石产量相对平稳，中短期内新增产能有限

2021年以来，随着下游磷酸铁等新生需求的扩增，国内磷矿石产量同步提升。但是在行业政策监管下，2021-2023年期间国内磷矿石产量基本维持平稳，并未产生大幅增长。根据iFinD数据，2023年国内磷矿石产量为**1.05亿吨**，同比增长**0.54%**；2024年1-8月国内磷矿石产量为**7072万吨**，同比增长**12.8%**。另外，考虑到政策监管以及新增产能的爬坡周期，中短期来看国内磷矿石产能增量相对较为有限。根据百川盈孚数据，2023年我国磷矿石有效产能为**1.08亿吨/年**，与2022年基本持平。新增产能方面，2024年暂无新增磷矿石产能落地，2025年则预计将新增**210万吨/年**磷矿石产能，整体产能增幅有限。

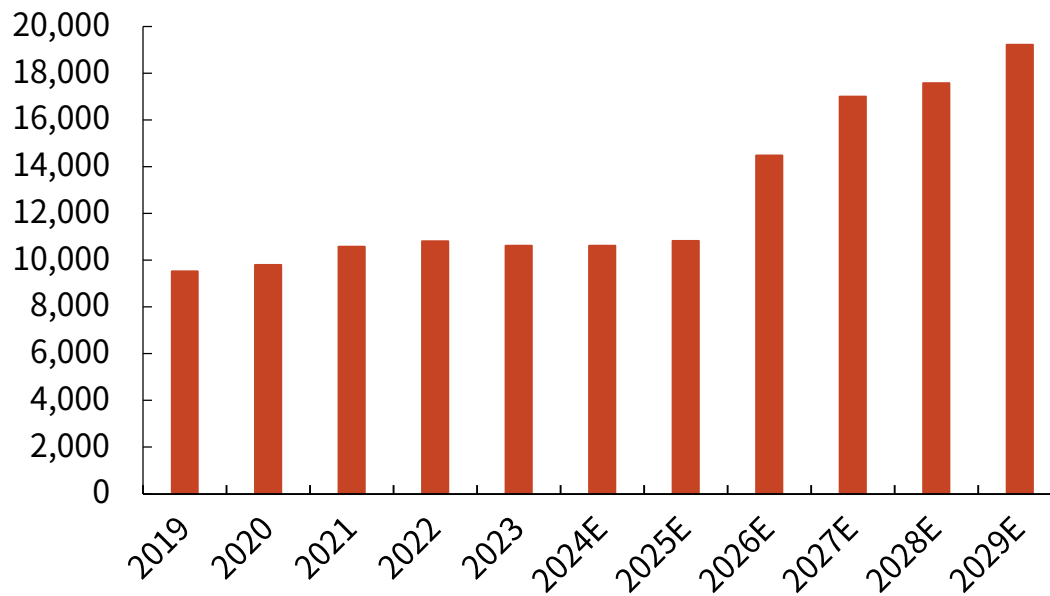
图表21：国内磷矿石产量



资料来源：国家统计局，百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至2024.08

请务必参阅正文之后的重要声明

图表22：国内磷矿石产能及预测 (万吨/年)



资料来源：百川盈孚预测，光大证券研究所整理，数据截至2024.09

淡季影响磷酸一铵盈利下滑，磷酸二铵价格保持相对平稳

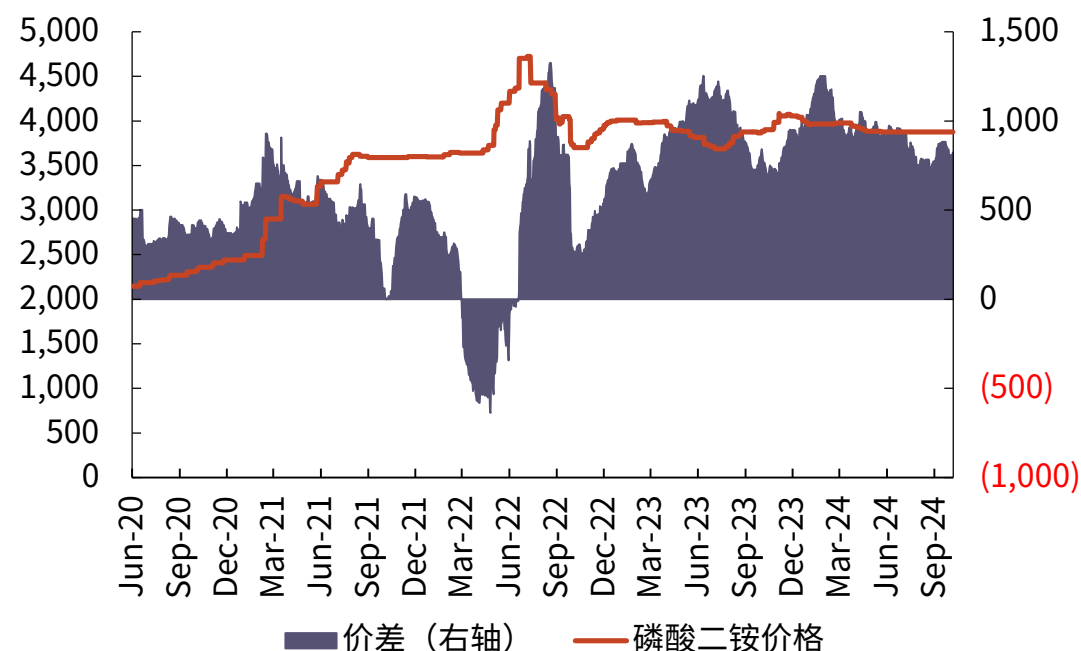
由于磷酸一铵和二铵行业集中度不同，头部企业对于市场价格的把控能力有所区别，受此影响下，2024年以来磷酸一铵价格波动幅度相较于磷酸二铵略大一些。受行业淡季影响，24Q3国内磷酸一铵价格有所回落，但磷酸二铵价格仍然保持相对稳定，后续随着秋肥、冬储来临磷酸一铵价格仍有上行空间。根据iFinD数据，截至10月21日国内磷酸一铵价格为**3173元/吨**，相较于24Q2末下跌约**4.1%**，对应价差收窄约**271元/吨**。24Q3国内磷酸二铵均价环比24Q2小幅下跌**0.6%**，24Q3磷酸二铵均价价差相较于24Q2均值收窄约**117元/吨**。

图表23：国内磷酸一铵价格及价差走势（元/吨）



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.21

图表24：国内磷酸二铵价格及价差走势（元/吨）

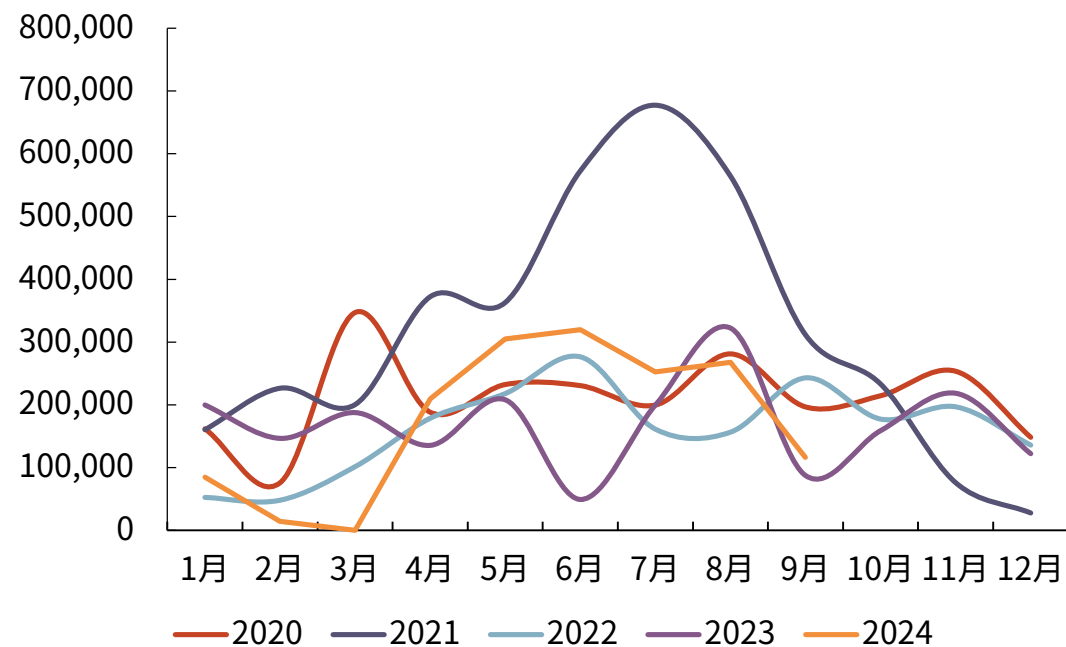


资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.21

一铵出口量同比微增，二铵出口量小幅收缩

24Q1，由于法检、配额制等管制措施的存在，国内磷酸一铵及二铵出口量均处于近年的底部水平。根据海关总署数据，24Q1国内磷酸一铵及二铵出口量分别为**10.0万吨**和**14.2万吨**，同比分别减少**81.3%**和**77.7%**。进入Q2，随着我国用肥淡季的到来，对于磷肥的出口管制有所放开，磷酸一铵/二铵出口量环比显著增多。根据海关总署数据，2024年1-9月国内磷酸一铵及二铵出口量分别为**157.1万吨**和**329.1万吨**，同比分别变动**+2.3%**和**-8.9%**。

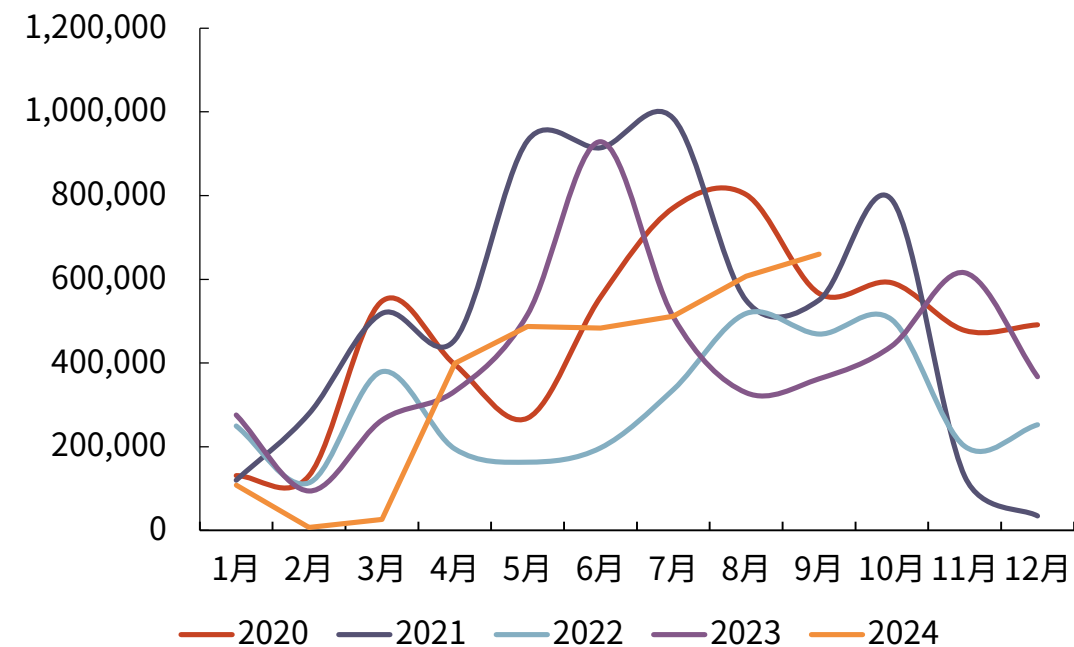
图表25：国内磷酸一铵出口量（吨）



资料来源：海关总署，百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至2024.09

请务必参阅正文之后的重要声明

图表26：国内磷酸二铵出口量（吨）

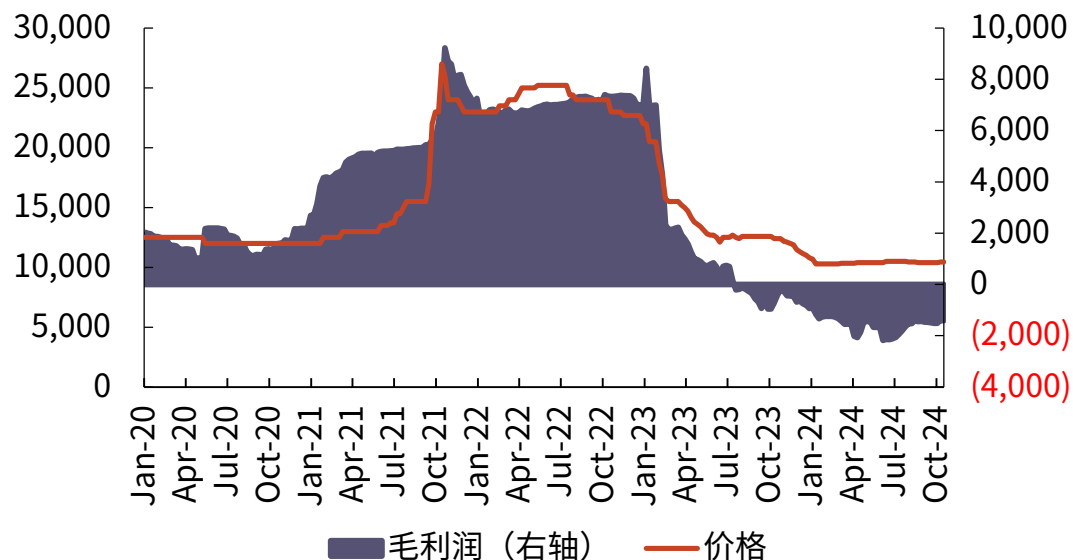


资料来源：海关总署，百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至2024.09

磷酸铁盈利仍承压，需求驱动24年产量高增

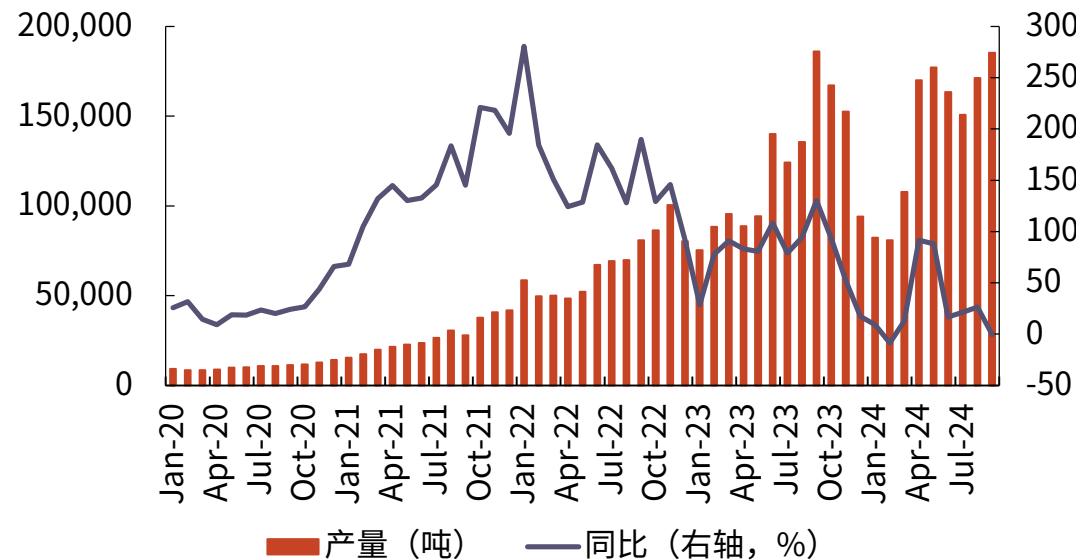
在经历了2023年的持续性回调后，2024年以来国内磷酸铁价格基本保持平稳。然而，由于上游原材料（如工业级磷酸一铵）等价格仍处于高位，2024年以来磷酸铁毛利润依旧承压。根据百川盈孚数据，截至10月18日，国内磷酸铁价格为**1.05万元/吨**，对应毛利润为**-1411元/吨**。下游需求方面，受益于Q2以来锂电排产的明显增多，对应上游磷酸铁需求显著增加。根据百川盈孚数据，2024年1-9月国内磷酸铁产量为**128.9万吨**，同比增长**25.4%**。在磷酸铁亏损的状态下，部分落后产能面临减产或停产。同时，随着下游磷酸铁锂产品的更新迭代，对于上游磷酸铁产品品质的要求逐步提高，低品质产品同样存在淘汰预期。因此，后续磷酸铁行业供应格局有望得到优化，利好产业链完整且具备较大规模的头部企业。

图表27：国内磷酸铁价格及毛利润走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.18

图表28：国内磷酸铁月度产量



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至2024.08

24年钾肥大合同签订，中国钾肥价格仍维持“全球洼地”

- 2024年7月9日，中国钾肥进口谈判小组（中化、中农、中海化学）与食安供应链有限公司（迪拜）就2024年钾肥年度进口合同价格达成一致，合同价格为**273美元/吨（CFR）**，较2023年下降**34美元/吨**，降幅为**11.1%**。中国钾肥进口价格继续保持世界钾肥“价格洼地”和标杆地位。根据百川盈孚数据，钾肥大合同价格与7月9日当日东南亚CFR价格和巴西CFR价格的差距分别为**2~32美元/吨**和**32~42美元/吨**。
- 钾肥大合同价格提供底部支撑，下半年旺季需求将有序推进。我们按照美元：人民币=7.13:1（iFinD数据，7月9日美元兑人民币中间价）的汇率进行计算，同时进一步考虑9%的增值税和约200元/吨的港杂费，由此可得钾肥大合同的进口成本价（含税）约为**2322元/吨**，与当周（7月8日至7月14日）国内氯化钾（60%含量）的价格范围下限较为接近。因此，我们认为钾肥大合同价格将给予国内钾肥行业较为坚实的底部支撑。

图表29：2017-2024年国际主要消费区域钾肥到岸价格与中国大合同签订价格比较

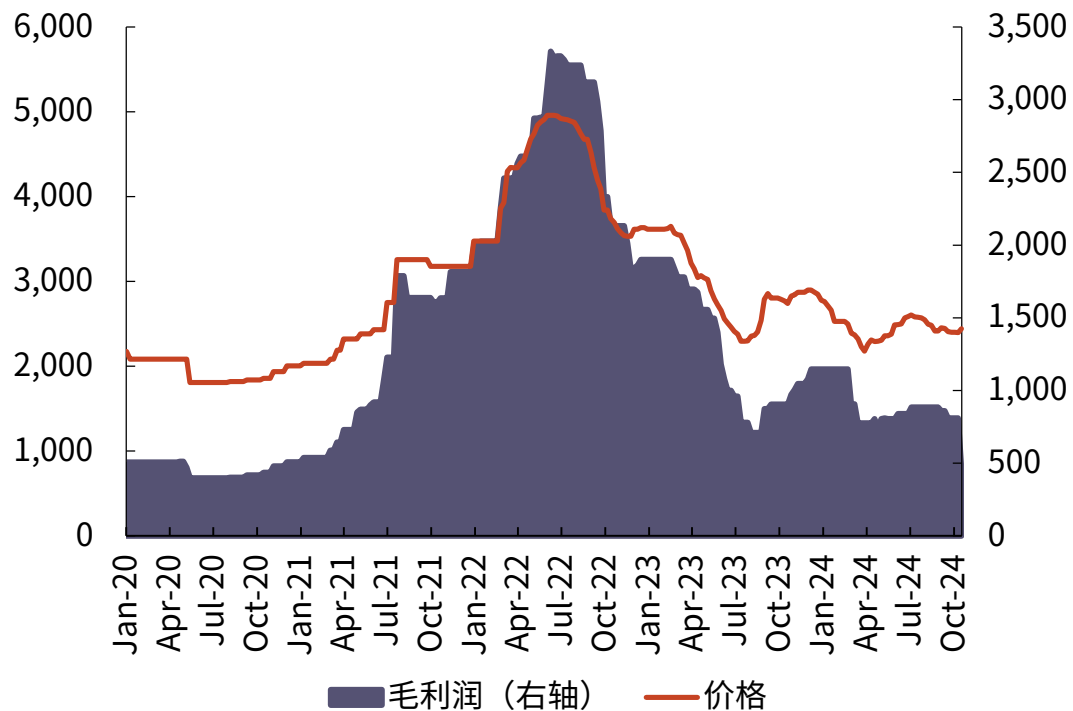
年份	中国大合同签订时间	中国大合同价格（美元/吨）	CFR东南亚现货（美元/吨）	CFR巴西现货（美元/吨）	中国大合同和CFR东南亚现货价差（美元/吨）	中国大合同和CFR巴西现货价差（美元/吨）
2017年	2017年7月13日	230	240-260	260-275	10~30	30~45
2018年	2018年9月17日	290	280-300	305-330	-10~10	15~40
2019年	未签	/	278-285	290-305	/	/
2020年	2020年4月30日	220	232-255	210-220	12~35	-10~0
2021年	2021年2月10日	247	240-260	275-290	-7~13	28~43
2022年	2022年2月15日	590	600-625	770-800	10~35	180~210
2023年	2023年6月6日	307	390	345	83	38
2024年	2024年7月9日	273	275-305	305-315	2~32	32~42

资料来源：百川盈孚，隆众资讯，光大证券研究所整理，注：价差为所在地CFR现货价格减去当期中国大合同价格。

国内钾肥价格上涨后小幅回落，国际钾肥价格相对稳定

根据百川盈孚数据，24Q2期间国内钾肥价格持续反弹，Q3以来价格再度小幅回落。截至10月18日国内氯化钾价格为**2442元/吨**，相较于24Q2末下跌约**5.6%**，对应单吨毛利润小幅减少**377元/吨**。国际价格方面，根据iFinD数据，截至10月21日温哥华、西北欧、以色列、约旦、前苏联五大区域的氯化钾FOB平均价格相较于24Q2末的变动仅为下跌**0.1美元/吨**。

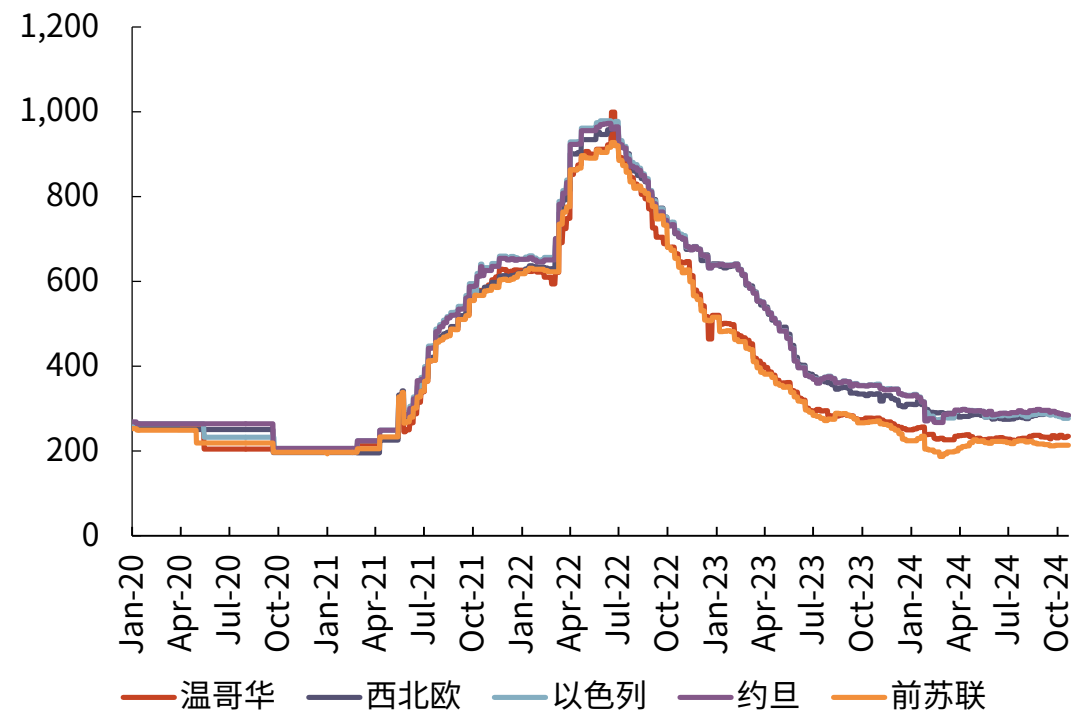
图表30：国内氯化钾价格及毛利润走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.18

请务必参阅正文之后的重要声明

图表31：国际不同地区氯化钾FOB价格（美元/吨）

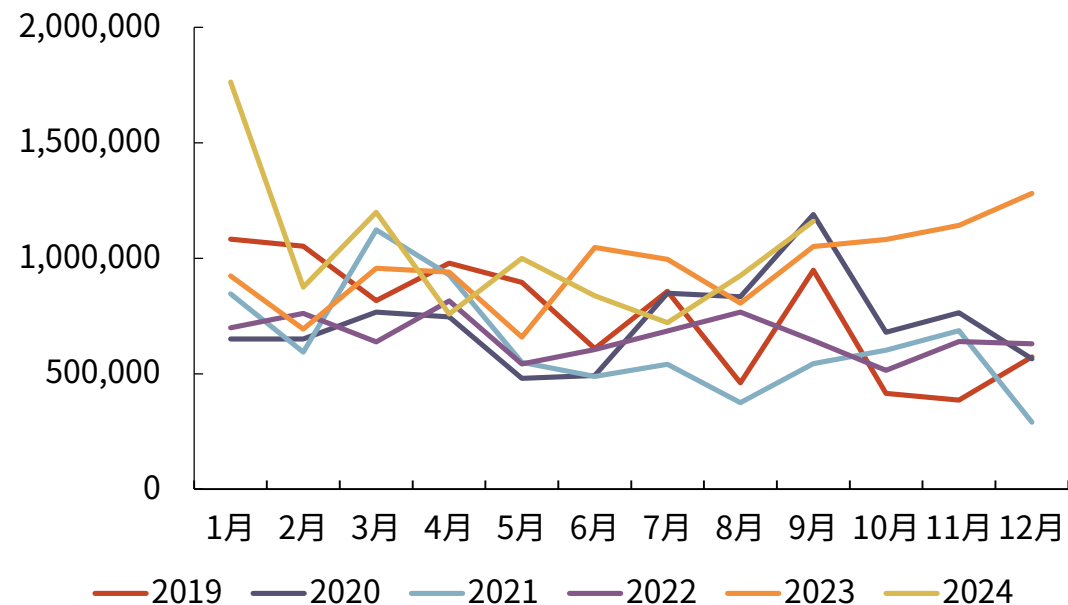


资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.21

中资企业海外产能放量，氯化钾进口来源中老挝占比提升

根据海关总署数据，2024年1-9月我国氯化钾进口总量为**924万吨**，同比增长**14.5%**。进口来源地方面，2024年1-9月我国从俄罗斯、加拿大、老挝三国进口的氯化钾数量同比显著增多，同比分别增加**77%**、**65%**、**14%**。另外从历史数据比较来看，老挝在我国氯化钾进口来源地中的占比也在逐年提升。2024年1-9月，我国约有**15.1%**的氯化钾进口量源自于老挝，相较于2023年提升约**0.3pct**，相较于2022年提升约**7.4pct**。来自于老挝的氯化钾进口量的增多主要得益于亚钾国际、东方铁塔等中资企业在老挝氯化钾生产项目的持续放量，从而对我国氯化钾的供应提供了有效的境外支撑。

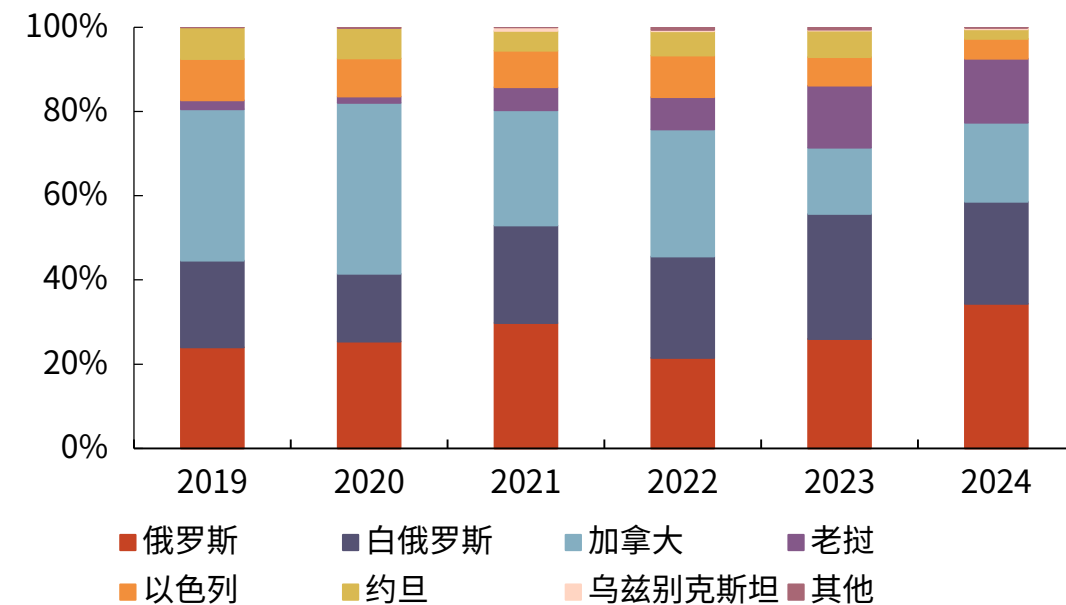
图表32：国内氯化钾月度进口量（吨）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至2024.09

请务必参阅正文之后的重要声明

图表33：国内氯化钾进口来源地分布情况



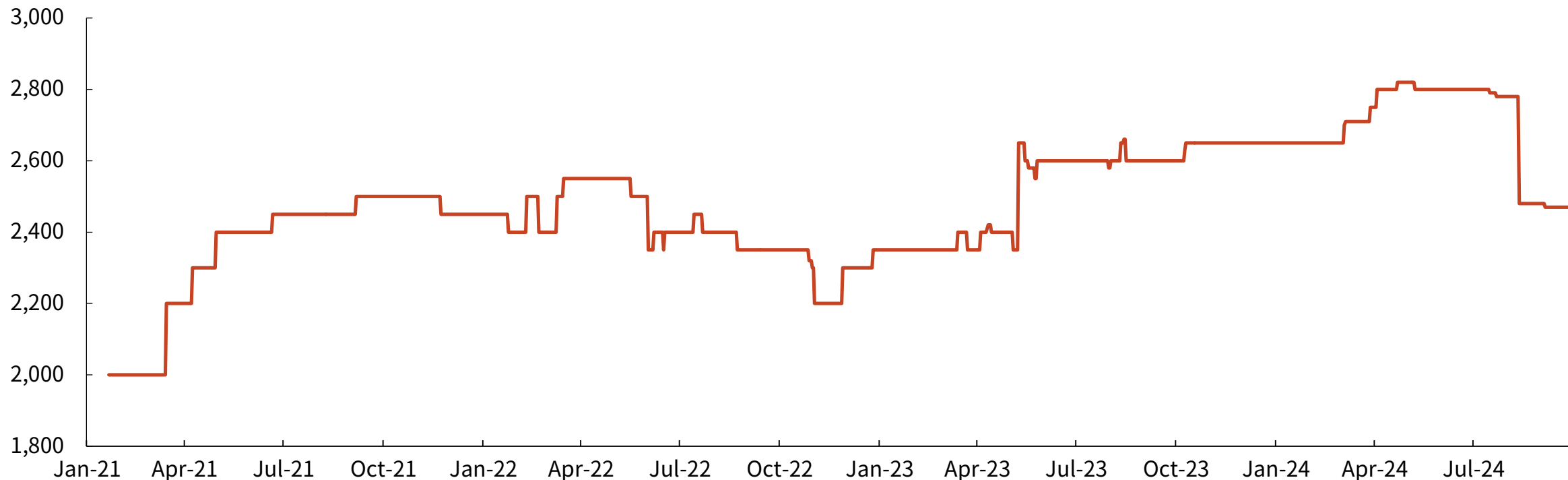
资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至2024.09

注：以进口量为统计口径

钛精矿价格下跌但仍处高位，给予钛白粉价格以支撑

根据iFinD数据，截至10月21日国内钛精矿（品位>47%）价格约为**2440元/吨**，相较于24Q2末下跌约**12.9%**。然而考虑到钛精矿整体供需仍然处于紧张状态，因此钛精矿价格仍处于历史的相对高位。在钛精矿处于价格高位的情境下，其能够给予钛白粉较高的价格支撑。同时，由于钛精矿处于高价，其会对上游资源布局更为完善的头部企业提供更好的利润贡献。

图表34：国内钛精矿（品位>47%）价格走势（元/吨）

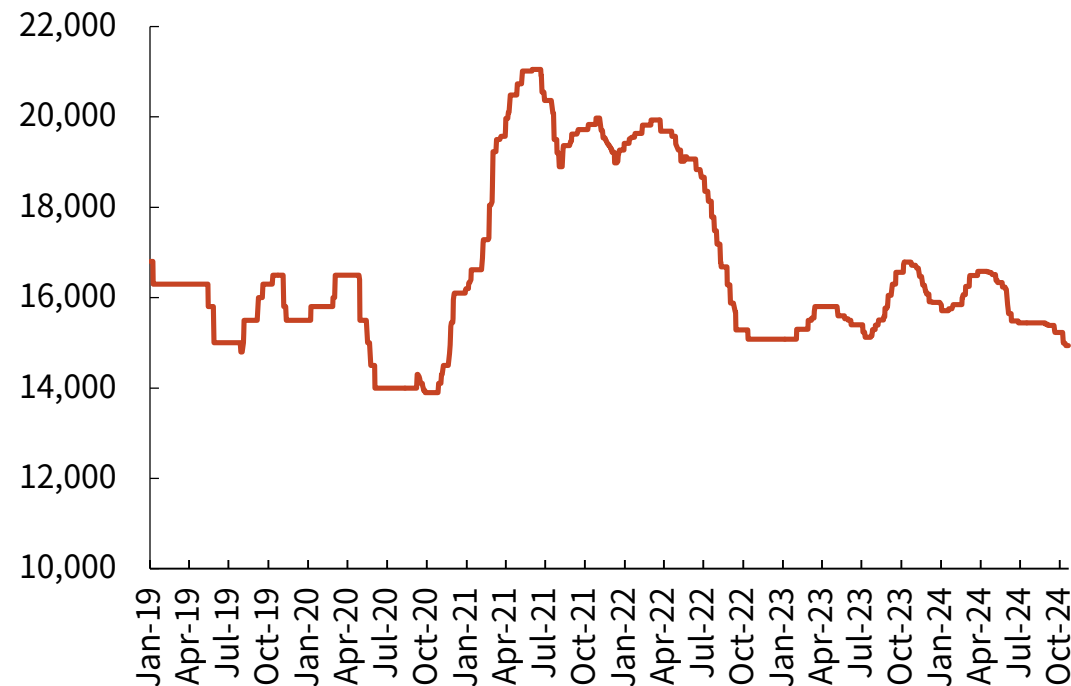


资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.21

钛白粉价格相对平稳，盈利能力处低位水平

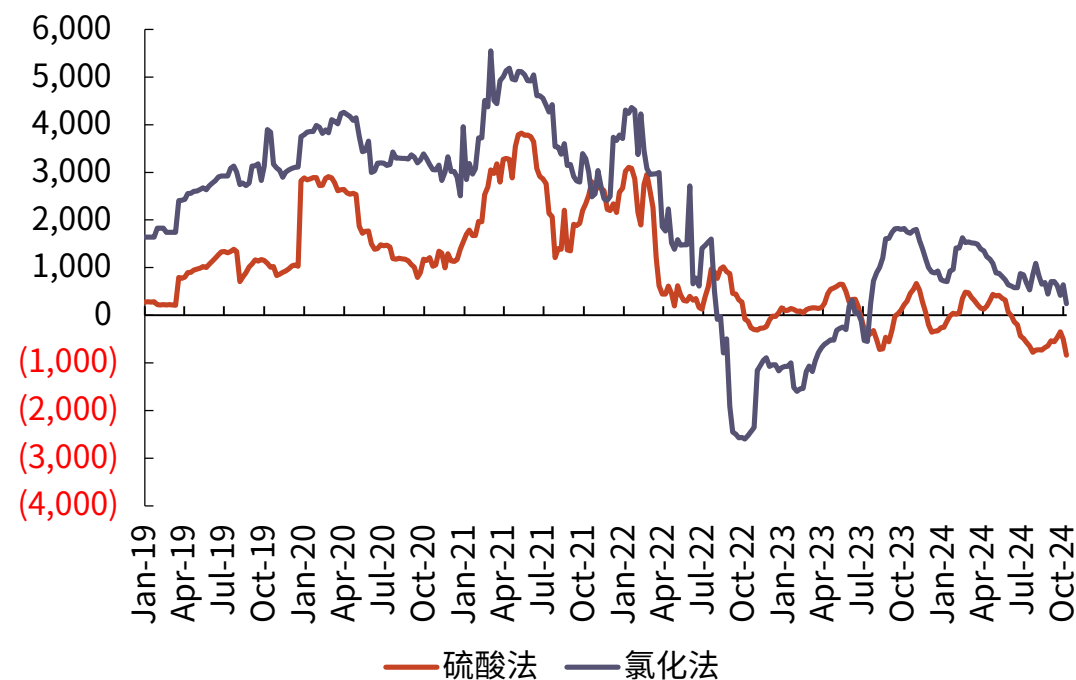
2024年，由于钛精矿价格仍然处于高位，24H1钛白粉行业各企业曾陆续发布涨价函推动钛白粉价格上行。然而由于下游地产端需求仍然较为疲弱，在经历了一段时间涨价后，钛白粉价格再度回落，对应产品毛利润同步走低。根据百川盈孚数据，截至10月21日，国内钛白粉价格约为**1.49万元/吨**，相较于24Q2末下跌约**3.3%**。盈利能力方面，硫酸法钛白粉再度回到亏损状态，氯化法钛白粉毛利润处于低位水平。根据百川盈孚数据，截至10月18日，硫酸法和氯化法钛白粉毛利润分别为**-840元/吨**和**243元/吨**。

图表35：国内钛白粉价格走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.21

图表36：国内不同工艺钛白粉毛利润走势（元/吨）

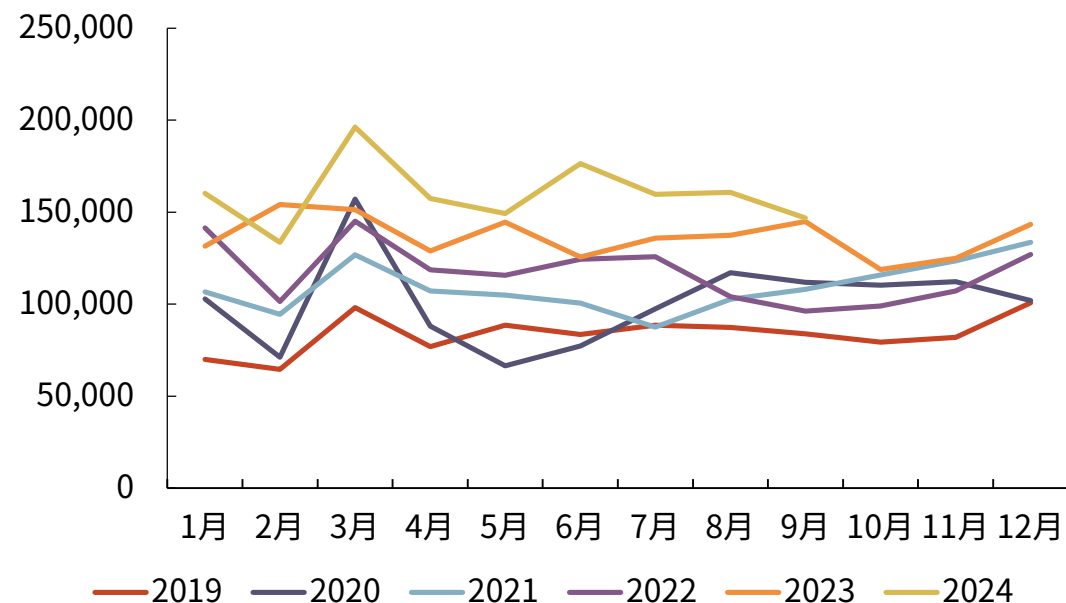


资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.18

钛白粉出口量稳步增长，关注欧盟反倾销调查最终裁定

受益于海外需求相对较为理想，以及部分海外厂家的停产，同时考虑到国产钛白粉企业中高端氯化法产品占比的提升，我国钛白粉出口量稳步增长。根据海关总署数据，2024年1-9月我国钛白粉出口量为**144万吨**，同比增长**14.8%**。2024年7月，欧盟发布对华钛白粉反倾销调查的初裁文件，拟对我国钛白粉企业加征关税。根据海关总署数据，24Q1我国钛白粉出口量中约有**24.3%**出口至欧洲，后续仍需关注欧盟对华钛白粉反倾销的最终裁定结果。另外，国内企业也可通过拓宽钛白粉出口地范围或在海外进行钛白粉产能建设以降低欧盟征收高额关税的影响。

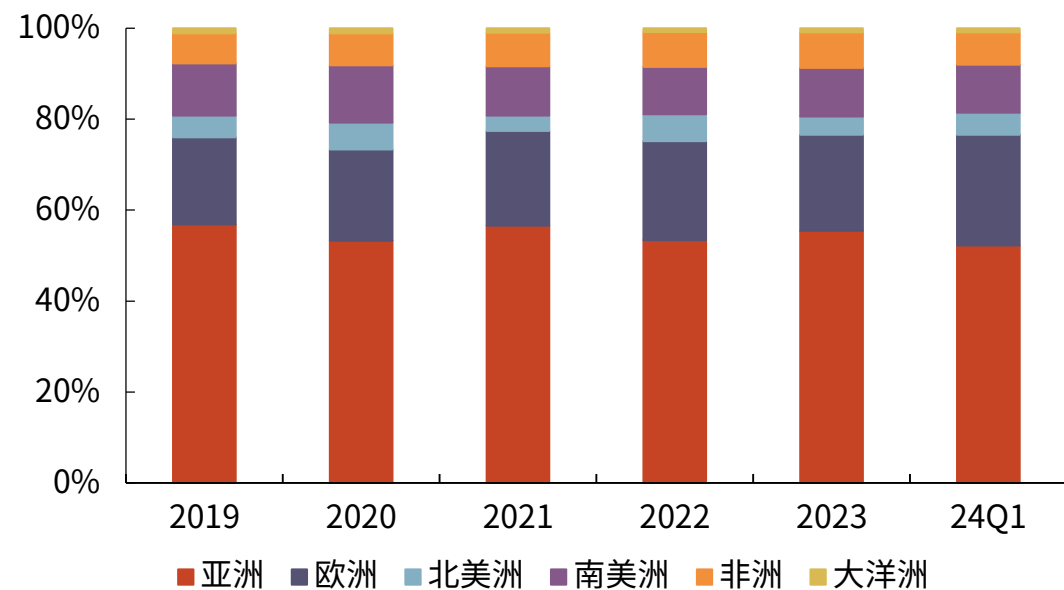
图表37：国内钛白粉月度出口量（吨）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至2024.09

请务必参阅正文之后的重要声明

图表38：我国钛白粉出口分布情况



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至2024.03

注：以出口量为统计口径

在高油价背景下，全球上游资源品维持高价及高景气状态，众多化工品利润集中在油气、矿产等上游资源端。基于此，拥有完整产业链、上游资源充沛的行业头部企业具有更强的盈利韧性，受周期波动影响更小。因此，我们建议关注子行业内产业链完整的头部企业和上游资源布局弹性更大的企业。建议关注：

➤ **MDI**：万华化学

➤ **磷化工**：云天化、川恒股份、兴发集团、川发龙蟒、新洋丰、云图控股、湖北宜化、川金诺

➤ **钾肥**：盐湖股份、亚钾国际、藏格矿业、东方铁塔

➤ **钛白粉**：龙佰集团

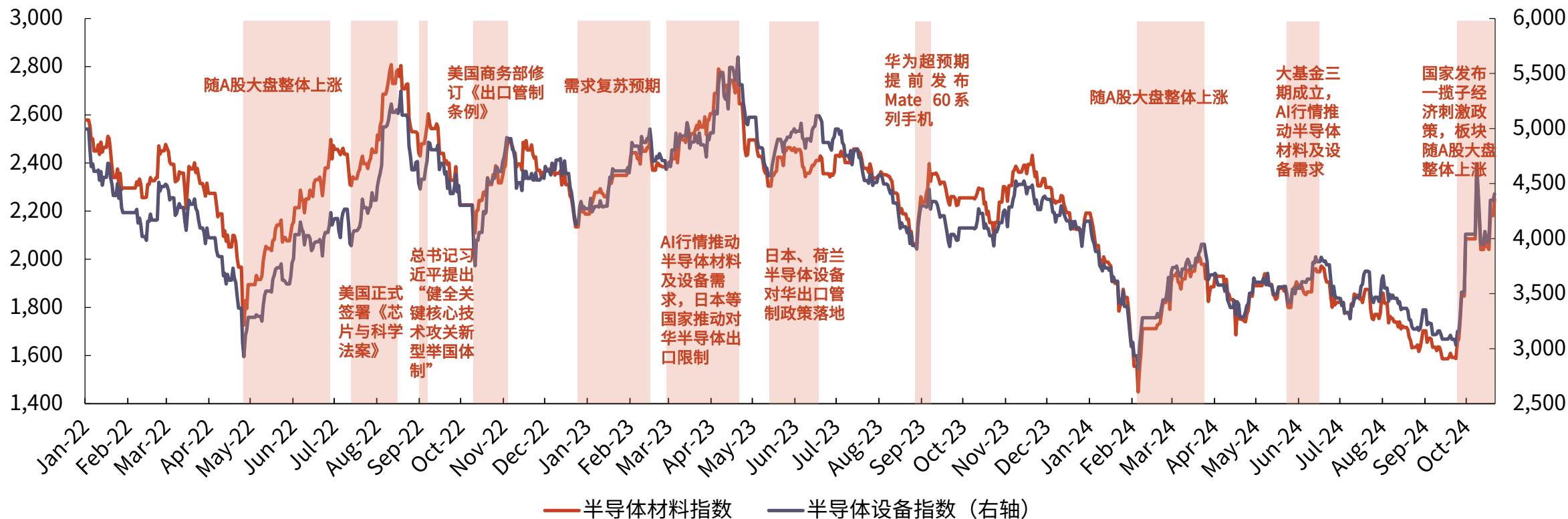
风险提示：产品及原材料价格波动，下游需求不及预期，产能建设风险。

- 一、化工行业将步入投资收获期，秉承长期主义推动高质量发展
- 二、资源品维持高景气，龙头产业链完整盈利韧性高
- 三、半导体销售额回升，OLED渗透率增长，国产替代材料放量加速**
- 四、供给格局好转，细分行业龙头弹性充足
- 五、农药等行业拐点将至，关注左侧布局
- 六、风险提示

大基金三期及AI催化带动半导体材料板块阶段性上涨

22年以来，Wind半导体材料和半导体设备指数每一轮上涨大多与海外国家限制政策出台或我国利好政策推出有关。截至10月21日，24年相关指数的上涨集中在2月中旬至3月中旬、5月中旬至6月中旬和9月末至10月中上旬。其中，5月中旬至6月中旬期间的上涨主要得益于大基金三期的成立和AI行业的催化。

图表39：2022年以来Wind半导体材料及半导体设备指数走势复盘



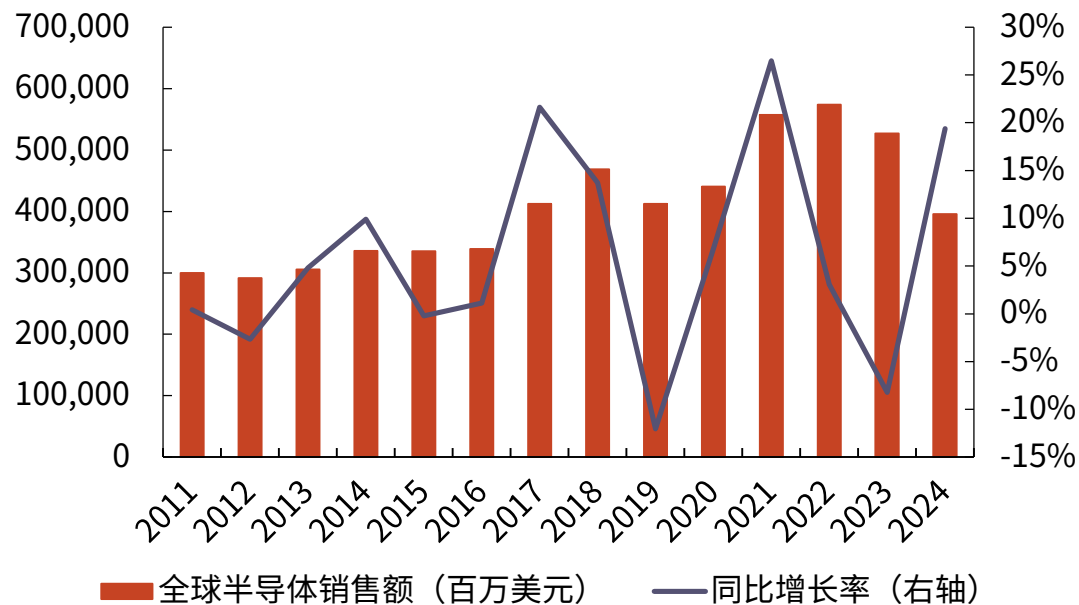
资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.21

请务必参阅正文之后的重要声明

全球半导体销售额回升，半导体产业规模2030年将达万亿美元

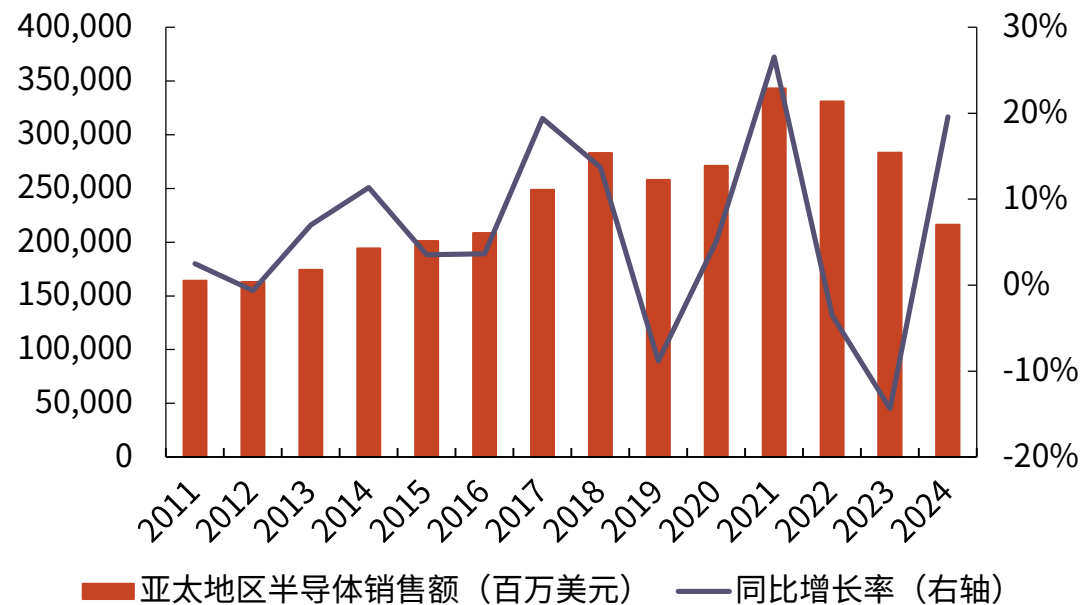
在经历了2023年半导体供应链库存的持续调整后，2024年以来全球半导体销售额得以好转。根据世界半导体贸易统计组织（WSTS）数据，2024年1-8月全球半导体销售额约为**3956亿美元**，同比增长约**19.4%**；亚太地区半导体销售额约为**2163亿美元**，同比增长**19.6%**。WSTS预计2024年全球半导体营收将实现**16%**的增长，2025年则将保持**10%以上**的增长率。在AI以及汽车芯片的强力驱动下，全球半导体产业规模在2030年有望突破**1万亿美元**。另外，在产能方面根据SEMI的预测，2024年及2025年全球半导体制造产能将同比分别增长**6%**和**7%**，2025年末对应晶圆产能将达到**3370万片/月**。

图表40：全球半导体销售额



资料来源：WSTS，光大证券研究所整理，数据截至2024.08

图表41：亚太地区半导体销售额

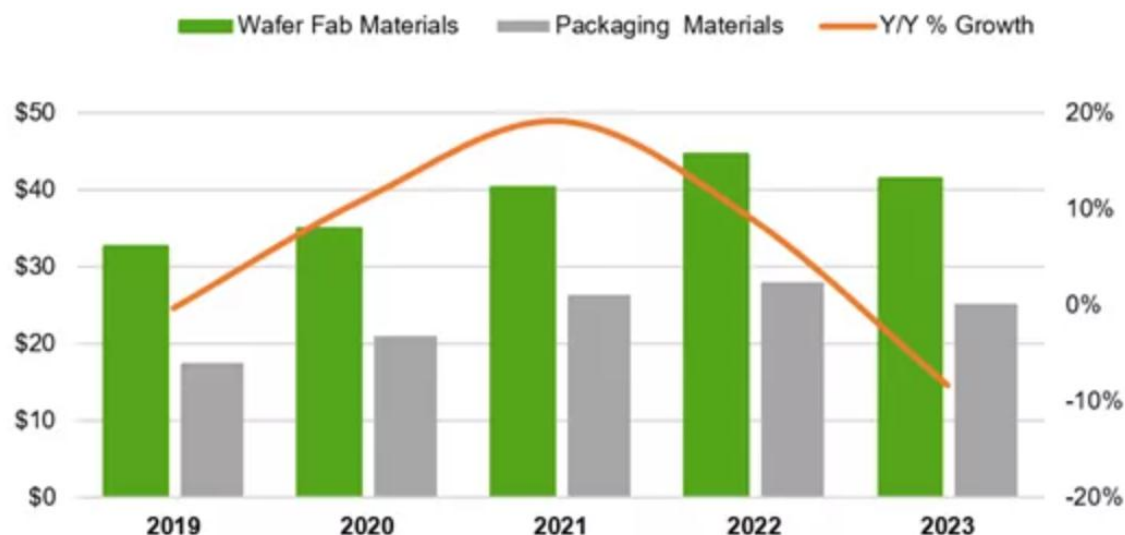


资料来源：WSTS，光大证券研究所整理，数据截至2024.08

2023年全球半导体材料市场规模缩减，中国大陆为唯一增长地区

- 根据SEMI数据，2023年由于晶圆代工厂稼动率下降，对应半导体材料需求减少。2023年，全球半导体材料市场规模为**667亿美元**，同比下滑**8.2%**。其中，晶圆制造材料市场规模为**415亿美元**，同比下滑**7.0%**；封装材料市场规模为**252亿美元**，同比下滑**10.1%**。
- 在SEMI统计的主要地区中，中国台湾、中国大陆仍为半导体材料最大的需求地区，合计需求占比为**48.4%**。其中2023年中国大陆半导体材料市场规模为**130.85亿美元**，同比增长**0.9%**，也是所统计的所有地区中唯一实现市场规模正增长的地区。2023年中国大陆半导体材料需求占比为**19.6%**，同比增长**0.2pct**。

图表42：全球半导体材料市场规模（十亿美元）



资料来源：SEMI，光大证券研究所整理

注：绿色为晶圆制造材料，灰色为封装材料，橙色曲线数据参考右轴

图表43：全球半导体材料市场规模分布情况（百万美元）

地区	2023		2022		市场规模增速
	市场规模	占比	市场规模	占比	
中国台湾	19,176	28.7%	20,129	30.2%	-4.7%
中国大陆	13,085	19.6%	12,970	19.4%	0.9%
韩国	10,575	15.8%	12,901	19.3%	-18.0%
日本	6,828	10.2%	7,205	10.8%	-5.2%
北美	5,561	8.3%	6,278	9.4%	-11.4%
欧洲	4,319	6.5%	4,580	6.9%	-5.7%
其他	7,177	10.8%	8,628	12.9%	-16.8%
合计	66,721		72,691		-8.2%

资料来源：SEMI，光大证券研究所整理

大基金三期正式成立，将进一步推动国内半导体全产业链国产化的正向发展。此外，随着全球半导体市场的逐步复苏，半导体材料作为行业上游的重要原料，其需求及市场规模也将得以恢复，利好国产半导体材料的验证、导入、销售。我们持续关注相关半导体材料企业产品的研发、导入进度，同时也持续关注相关新增产能的落地进展。我们建议关注：

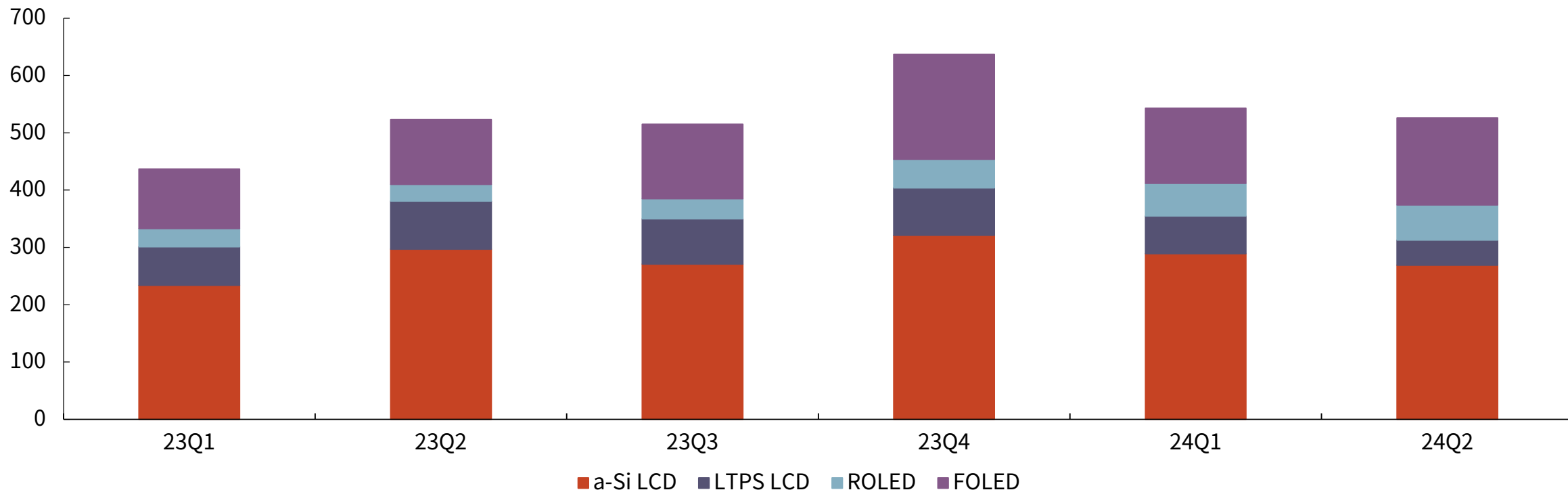
- (1) **半导体光刻胶**：彤程新材、晶瑞电材、南大光电、东材科技；
- (2) **PCB油墨**：广信材料、容大感光；
- (3) **面板光刻胶**：彤程新材、雅克科技、飞凯材料、晶瑞电材；
- (4) **湿电子化学品**：晶瑞电材、江化微、兴发集团、多氟多；
- (5) **电子特气**：华特气体、金宏气体、雅克科技、南大光电、和远气体、昊华科技、中船特气、凯美特气、广钢气体、侨源股份；
- (6) **CMP**：鼎龙股份、安集科技。

风险提示：下游需求不及预期，客户导入进度不及预期，产能建设风险，研发风险。

24H1智能手机面板市场淡季不淡，出货量同比提升11.3%

根据群智咨询数据，24H1全球智能手机面板出货量约为**10.7亿片**（Open Cell统计口径），同比增长约**11.3%**。24Q2不同技术类型的LCD面板出货量均有所降低，而OLED智能手机面板仍然保持着较高的增长率。其中，24Q2全球刚性OLED智能手机面板和柔性OLED智能手机面板分别出货**0.61亿片**和**1.52亿片**，同比分别增长**110%**和**35%**，环比分别增长**7%**和**16%**。

图表44：23Q1至24Q2全球智能手机面板出货情况（百万片）



资料来源：群智咨询，光大证券研究所整理，Open Cell统计口径

国产OLED面板厂出货量快速提升，24H1市占率接近50%

根据群智咨询，24H1全球智能手机OLED面板出货量约为**4.02亿片**，同比提升约**44%**。其中，三星SDC24H1智能手机OLED面板出货量约为**1.83亿片**，同比提升约**28.0%**；京东方、维信诺、华星光电、天马四家国产主流OLED面板厂商合计出货量约为**1.80亿片**，同比大幅提升**71.4%**。市场份额方面，24Q1三星SDC在智能手机OLED面板领域市占率约为**45.4%**，同比降低**5.7pct**。而根据群智咨询数据，中国大陆OLED面板厂商市场份额已达到**49%**。后续随着国产OLED面板厂商良率及产线稼动率的进一步提高，国产OLED面板出货量及市占率将得以再度提升，从而扩增对于上游OLED材料的需求。

图表45：24H1全球智能手机OLED面板生产商出货量及市场份额

企业	24H1		23H1	
	出货量（百万片）	市场份额	出货量（百万片）	市场份额
三星（SDC）	183	45.4%	143	51.1%
京东方（BOE）	64	16.0%	51	18.1%
维信诺（Visionox）	41	10.3%	20	7.2%
华星光电（CSOT）	38	9.5%	14	4.8%
天马（TM）	37	9.3%	20	7.1%
其他	38	9.5%	32	11.7%
总计	402	100.0%	279	100.0%

资料来源：群智咨询，光大证券研究所整理，Open Cell统计口径

国内外厂商陆续布局8.6代OLED产线

随着OLED产品在中大尺寸领域的渗透，8.X代的AMOLED生产线将能明显降低单位面积的制造费用。2023年以来，三星和京东方陆续宣布了8.6代AMOLED产线方面的布局。23年4月，三星显示在韩国牙山园区举行的新投资协议仪式上宣布，将投资**4.1万亿韩元（折合人民币215亿元）**建设第8.6代OLED面板生产线。23年11月，京东方发布公告表示将投资**630亿元人民币**于四川省成都市高新西区建设第8.6代AMOLED生产线项目，对应设计产能为**3.2万片/月玻璃基板投入**。24年5月28日，维信诺发布公告表示拟在安徽省合肥市投资建设第8.6代AMOLED生产线，项目玻璃基板尺寸为**2,290 mm×2,620 mm**，设计产能**32K/月**，项目投资总额**550亿元人民币**。

图表46：国内8.6代OLED产线规划情况

厂商	京东方	维信诺
建设地点	四川成都	安徽合肥
设计产能	32K/月	32K/月
投资总额	630亿元	550亿元
公告发布时间	2023年11月	2024年5月

资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

2022年以来，国产OLED面板厂商良率、稼动率提升明显，国产OLED面板出货量及市场份额快速增长。随着OLED在中尺寸应用领域渗透率的不断提升，OLED产业将有望实现持续性地快速增长，上游国产材料厂商持续受益。另外，随着京东方、维信诺等国内大厂陆续布局8.6代AMOLED生产线，也将使得部分拥有高世代OLED设备供应能力的国产厂商受益。建议关注：

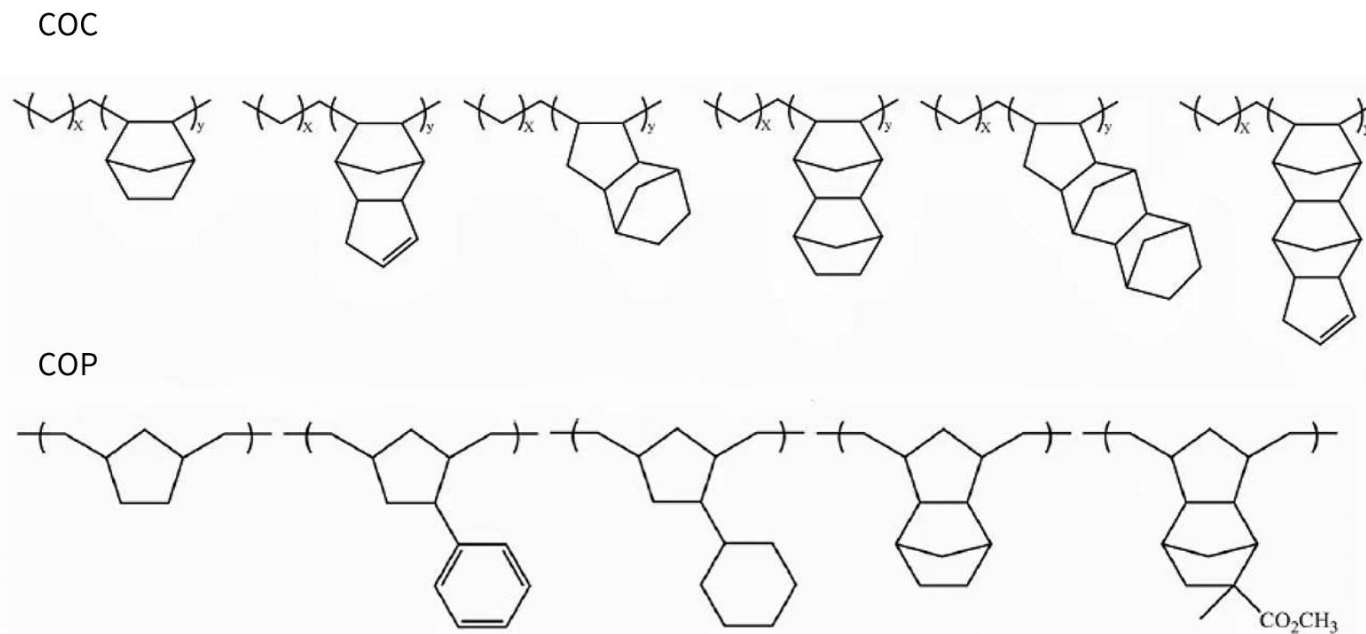
- (1) **OLED有机材料**：奥来德、莱特光电、瑞联新材、万润股份；
- (2) **OLED用PSPI材料**：奥来德、鼎龙股份；
- (3) **OLED蒸发源设备**：奥来德。

风险提示：下游需求不及预期，客户导入进度不及预期，研发风险。

COC/COP材料：高端光学材料潜力新星

环烯烃聚合物（COC/COP）是经环烯烃单体聚合反应而成，是一种性能优良的无定形高分子新材料，近年来引起了人们的高度重视。COC和COP的不同之处在于合成方式和微观结构，但是他们仍然具备较为相似的物化性质。COC和COP均具有热变形温度高、透明性高、双折射率低、介质损耗小、介电常数小、水蒸汽透过性低、熔融流动性好等一系列优异性能。COC/COP广泛应用于光学领域（高端手机摄像镜头、显示屏的导光板和光学膜等）、高端药品包装及医疗器械等领域。

图表47：COC和COP的微观结构不同



资料来源：《环烯烃聚合物的合成及性能研究》（张怡然），光大证券研究所整理

阿科力等厂商打破技术壁垒，实现COC/COP国产化

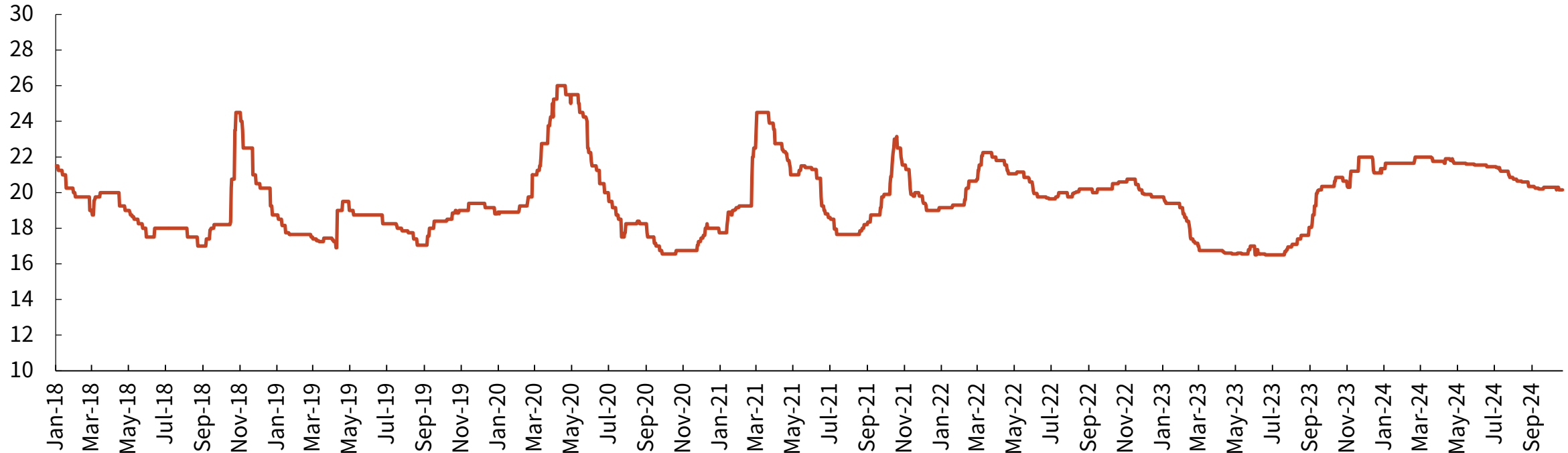
- 由于生产企业较少，技术突破难度高，全球COC/COP消费主要由供给决定。目前COC/COP聚合物产能主要掌握在日系厂商手中，包括日本瑞翁、宝理塑料、三井化学和日本合成橡胶，这些龙头企业已经形成了从环烯烃单体到聚合物合成的完整产业链，占据了全球绝大部分产能。全球现有COC/COP产品供给产能约**8-9万吨**。根据阿科力公司公告，截至2023年，日本瑞翁、宝理塑料、三井化学、日本合成橡胶的产能分别为**3.7、3.0、0.64、0.5万吨/年**，与此同时，前三者在未来两年均有扩产计划。
- 我国是COC/COP产品的主要消费市场之一，然而由于产品的技术垄断性，目前中国市场的COC/COP产品全部来源于进口。COC/COP从单体到聚合物国内都尚未实现大规模产业化，并且价格昂贵，约在**10-30万元/吨**，因此目前主要应用于对价格敏感度较低领域，如光学领域。消费量方面，根据中商产业研究院数据，2022年中国COC/COP消费量约为**2.3万吨**，为全球COC/COP产品的主消费市场之一；预计到2025年，中国COC/COP的消费量将提高到**2.9万吨**，对应2022-2025年消费量的CAGR约为**8.0%**。
- 阿科力实现千吨级COC/COP装置试生产。阿科力于2022年10月与湖北省潜江市高新技术产业开发区江汉盐化工业园管委会签约，拟投资**10.5亿元**在潜江江汉盐化工业园建设**年产2万吨聚醚胺、3万吨光学材料（环烯烃单体及聚合物）项目**，并于2022年10月末取得了项目备案证。该项目主产品一期建设20000吨/年聚醚胺、5000吨/年改性环氧树脂、1000吨/年高纯硅溶胶、30吨/年含硅高耐热树脂，二期建设10000吨/年环烯烃单体、20000吨/年环烯烃聚合物。9月20日，阿科力发布公告表示公司千吨级高透光材料（环烯烃共聚物COC）生产线进入试生产状态。
- **风险提示：**产品及原材料价格波动，客户导入进度不及预期，产能爬坡进度不及预期。

- 一、化工行业将步入投资收获期，秉承长期主义推动高质量发展
- 二、资源品维持高景气，龙头产业链完整盈利韧性高
- 三、半导体销售额回升，OLED渗透率增长，国产替代材料放量加速
- 四、供给格局好转，细分行业龙头弹性充足**
- 五、农药等行业拐点将至，关注左侧布局
- 六、风险提示

蛋氨酸价格维持相对高位，未来2年有望进入上涨通道

2023Q2、Q3，希杰通过降低产能利用率来改造其马来西亚工厂的蛋氨酸生产线，释放约40%的蛋氨酸产能来转产缬氨酸和异亮氨酸。赢创宣布在2023年Q4和2024年Q1降低其新加坡工厂的产能利用率，实施4万吨产能扩张项目。因海外减产影响，23年H2蛋氨酸价格稳步上升。受新和成产能逐步投放及需求淡季影响，24Q2-Q3蛋氨酸价格小幅下滑但依然维持高位，截至2024年10月21日，国内蛋氨酸价格为**20.15元/kg**，较6月末下跌**6.1%**。随着蛋氨酸行业新增产能大幅减少，看好蛋氨酸未来2年进入涨价通道。

图表48：国内蛋氨酸价格走势（元/kg）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.21

未来2-3年蛋氨酸产能扩张有限，龙头企业产能投放有序

由于蛋氨酸的合成工艺复杂，原料丙烯醛、硫化氢和氢氰酸等易燃易爆，行业呈寡头垄断格局，主要生产企业为赢创、安迪苏、诺伟斯、住友等。国内主要生产商为安迪苏、新和成和宁夏紫光，目前蛋氨酸的在建产能主要集中在中国，截至2024年10月，新和成15万吨/年蛋氨酸新生产线已经投产；与中石化镇海合资建设的18万吨/年液体蛋氨酸项目6个主项已实现机械竣工；安迪苏福建泉州15万吨/年DL-蛋氨酸工厂预计2026年7月建成运行。此外，赢创已于2024年9月完成新加坡工厂蛋氨酸的扩产，新增产能4万吨/年。

图表49：全球蛋氨酸产能分布及规划情况

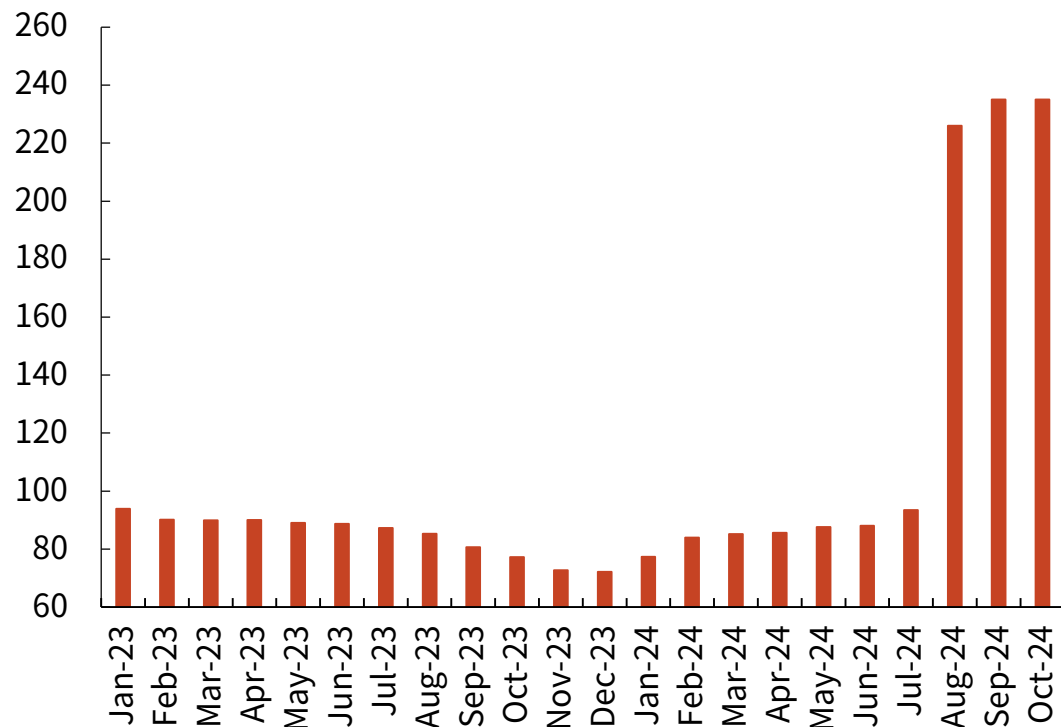
企业	产能 (万吨/年)	产能规划
赢创	58	已于2024年9月完成新加坡工厂蛋氨酸的扩产，新增产能4万吨/年
安迪苏	65	福建泉州15万吨/年DL-蛋氨酸工厂预计2026年7月建成投产
住友	25	
诺伟斯	32	
伏尔加	2	
希杰	14	2023年下半年，马来西亚工厂蛋氨酸产量减少30%-40%
紫光化工	14	
新和成	30	与中石化镇海合资建设18万吨/年液体蛋氨酸项目6个主项已实现机械竣工
和邦生物	7	
合计	247	

资料来源：各公司公告，各公司官网，政府官网等，光大证券研究所整理，数据截至2024.10。注：产能统计中未减去赢创、希杰减产产能，减产计划在产能规划中列出

受海外厂家不可抗力影响，8月以来维生素价格大幅上涨

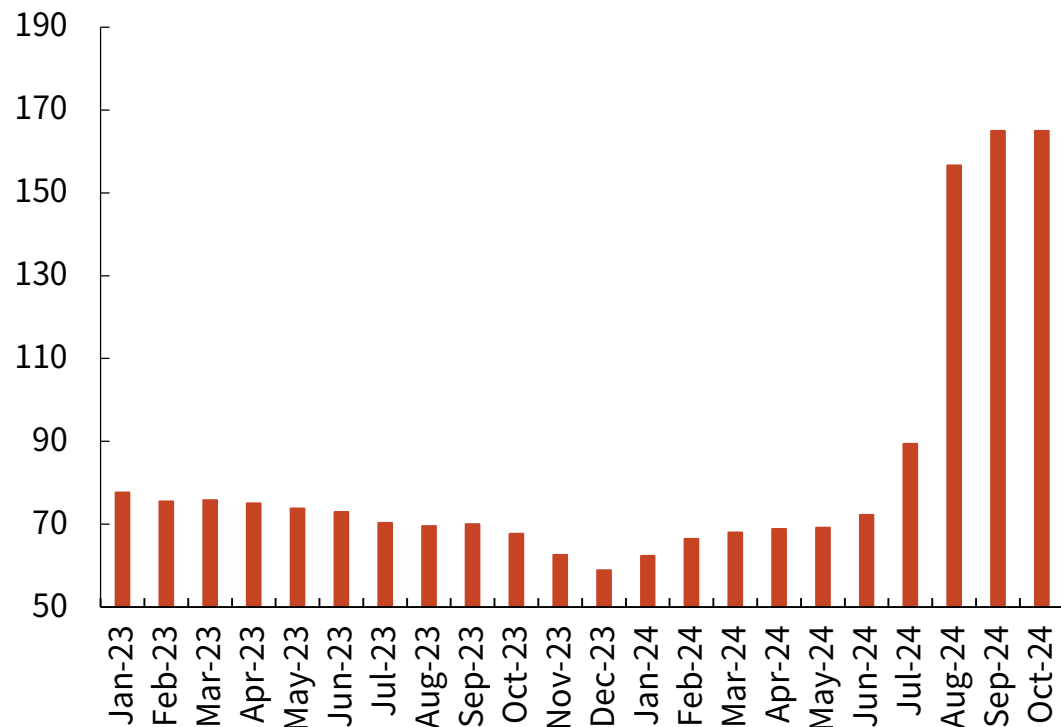
由于7月末巴斯夫路德维希港基地爆炸影响，全球维生素供给缩减，自8月起维生素价格大幅上涨。根据iFinD数据，截至10月21日，国内VA和VE的10月均价分别为**235元/kg**和**165元/kg**，较7月均价分别上涨**152%**和**85%**。由于海外维生素厂家不可抗力的发生，叠加需求端持续复苏，国内维生素厂家挺价意愿较强。展望后续，在供需持续改善背景下，维生素价格依然有望维持上涨态势。

图表50：国内维生素A月度均价（元/kg）



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.21

图表51：国内维生素E月度均价（元/kg）

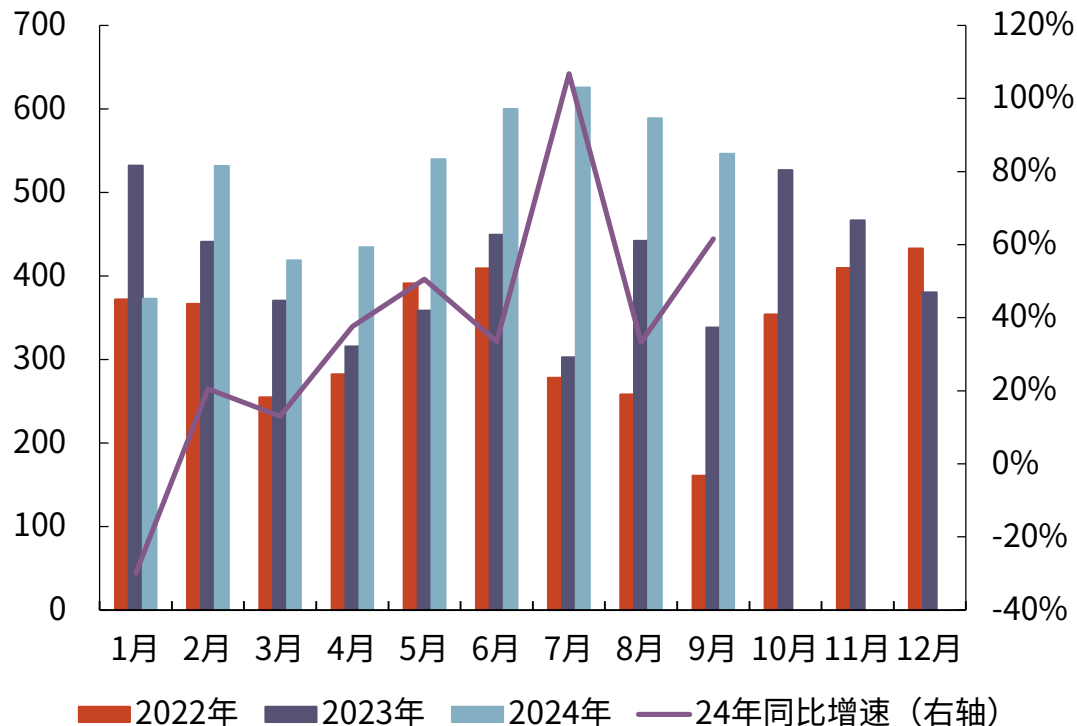


资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.21

维生素24年出口明显增长

我国维生素主要以出口为主，2023年下半年，海外客户去库周期接近尾声，国内外维生素市场从2021-2022年的“超买-去库存”模式转向常态化采购。2024年以来，随着海外客户库存见底，维生素出口需求显著好转，2024年维生素出口明显增长。2024年1-9月，我国VA出口量为**4659吨**，同比增长**31.2%**；VE出口量为**8.2万吨**，同比增长**32.6%**。

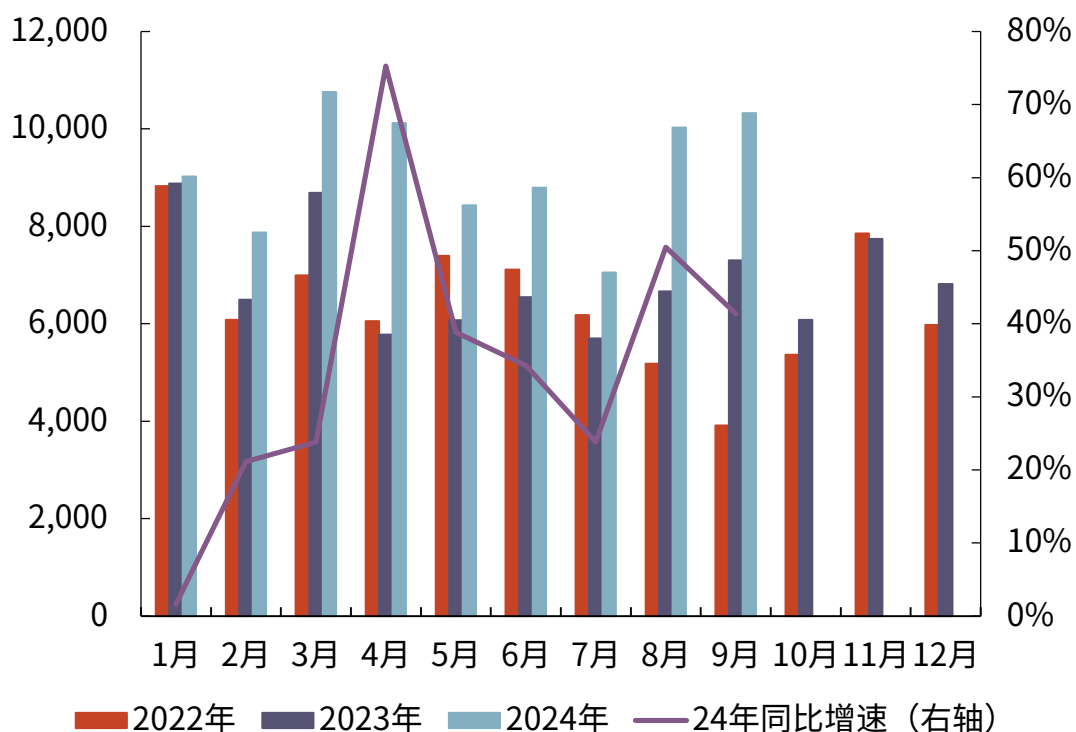
图表52：国内维生素A月度出口量（吨）



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，数据截至2024.09

请务必参阅正文之后的重要声明

图表53：国内维生素E月度出口量（吨）



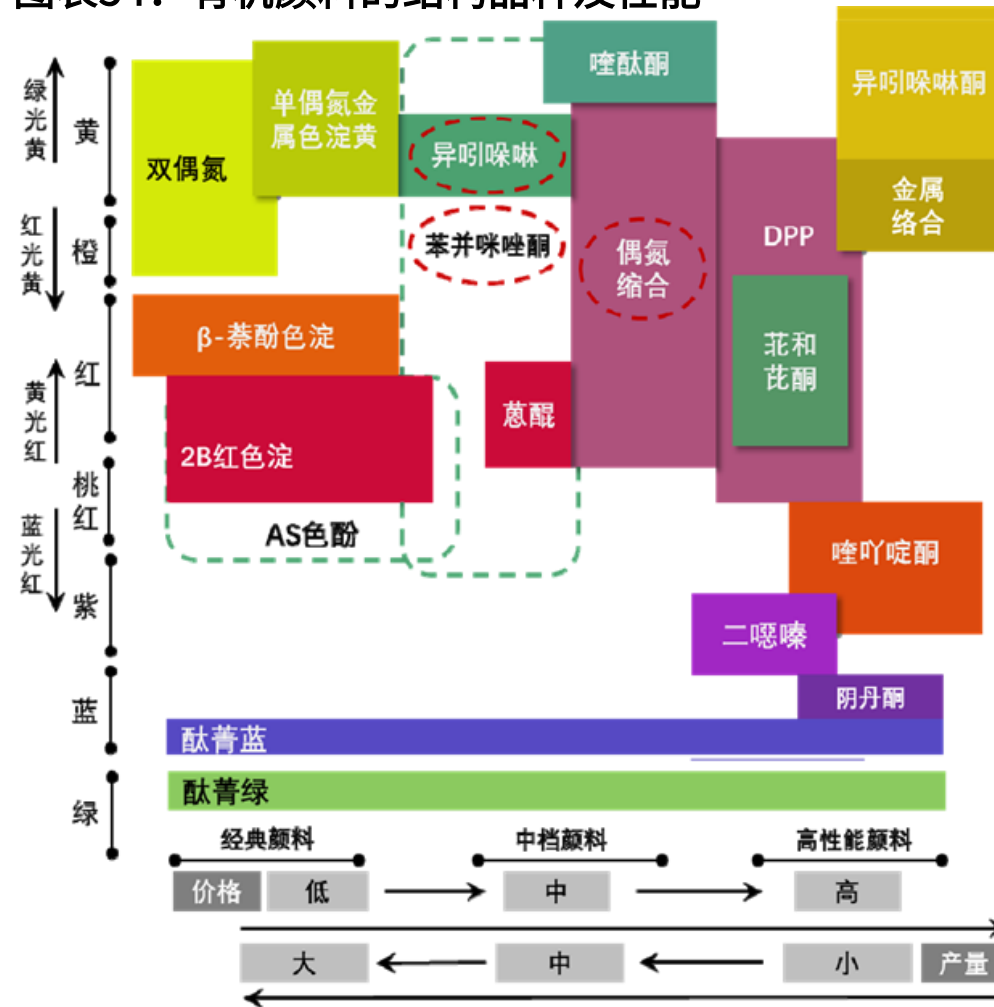
资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，数据截至2024.09

海外巨头破产重组落地，高性能有机颜料龙头有望长期受益

德国辉柏赫破产重组落地，全球高性能有机颜料格局有望优化。 2024年10月11日，印度苏达山化学工业有限公司发布公告表示其在荷兰的全资子公司SEBV Europe将收购德国辉柏赫集团全球颜料业务，交易对价为1.275亿欧元（约合11.8亿印度卢比）。2024年4月22日，辉柏赫官网发布消息表示其德国子公司提交了破产申请，辉柏赫德国子公司的过度负债为其申请破产的主要原因之一。在经过近半年的破产申请程序后，德国辉柏赫破产重组落地。我们认为苏达山此次对德国辉柏赫的收购将推动全球高性能有机颜料供给格局的优化，高性能有机颜料行业头部企业的行业地位和竞争能力将得以提升。

高性能有机颜料性能更优，应用场景更为高端。 有机颜料品种繁多，有多种方法可对它们进行分类。目前较为主流的分类是经典有机颜料和高性能有机颜料。由于高性能有机颜料具有较好的牢度性能，即高耐晒性、耐气候性、耐溶剂性、耐迁移性等，而被广泛应用于汽车漆、高档油墨、高档塑料制品等环境较为苛刻或者对环境、安全要求较高的领域。

图表54：有机颜料的结构品种及性能



资料来源：七彩化学招股说明书，光大证券研究所整理

自上世纪80年代后，全球有机颜料的生产逐渐由欧美发达国家向亚洲国家（如中国、印度）转移，亚洲已成为全球最大的有机颜料生产和消费地区。2021年，我国有机颜料产量为26万吨，约占全球有机颜料产量的62%，约占亚洲有机颜料产量的74%。伴随环保政策趋严，利润空间趋紧，海外龙头企业逐步剥离颜料业务，2019年8月巴斯夫将全球颜料业务出售给DIC，并于2021年6月完成颜料业务剥离；2022年1月，科莱恩将其颜料业务出售给Heubach集团和SK Capital Partners。此外，随着有机颜料的快速发展，经典有机颜料的产能逐步趋于饱和甚至过剩，产品价格和毛利率有所下降，因此高性能有机颜料成为行业发展新趋势。而高性能有机颜料由于技术门槛较高，国际市场大多被巴斯夫、科莱恩、大日本油墨等少数几家全球化工龙头掌握，国内仅有七彩化学、百合花等少数企业掌握核心生产技术。在环保政策趋严和经典有机颜料产能过剩的背景下，高性能有机颜料凭借较高的技术壁垒，竞争格局向好，利好行业龙头发展。

图表55：国家近期行业相关标准

国家标准名称	实施日期
《船舶与海上技术船舶防污底系统风险评估》	2024-03-01
《色漆和清漆VOC和SVOC含量的测定》	2024-06-01
《喷涂有机废气处理装置》	2023-11-01
《纺织机械产品涂装工艺》	2023-11-01

图表56：国家近期行业相关政策

国家政策名称	发布日期	相关内容
《产业结构调整指导目录（2024年本）》	2023-12-27	鼓励低VOCs的环境友好型、资源节约型涂料以及用于大飞机、高铁、新能源等重点领域的高性能涂料。
《京津冀及周边地区、汾渭平原2023-2024年秋冬季大气污染综合治理攻坚方案》	2023-12-25	扎实推进VOCs综合治理工程，以石化、化工、工业涂装、包装印刷和油品储运销为重点，持续开展源头、过程和末端全流程治理改造提升。
《空气质量持续改善行动计划》	2023-11-30	严格控制生产和使用高VOCs含量涂料、油墨、胶黏剂、清洗剂等建设项目，完善环境保护税征收体系，加快把VOCs纳入征收范围。
《绿色建材产业高质量发展实施方案》	2023-12-29	强化对绿色建材产品和生产企业监督检查，及时公开检查结果，加大建筑涂料、含VOCs原辅材料等产品质量监督抽查力度

资料来源：《2023年涂装颜料行业主要相关标准汇总》（齐祥昭等），光大证券研究所整理
请务必参阅正文之后的重要声明

- 有机颜料行业市占率不断提升，龙头企业持续布局高端产品。**由于环保成本的大幅提高，行业内大多数中小型企业难以承担新增产能的边际成本。龙头企业有望凭借规模、环保和成本优势，提升行业竞争力与市场份额。伴随有机颜料的快速发展，经典有机颜料的产能逐步趋于饱和甚至过剩，产品价格和毛利率有所下降，因此高性能有机颜料成为行业发展新趋势。我国有机颜料生产企业有近70家，主要有七彩化学、百合花、双乐颜料、常州北美等。百合花的高性能颜料和经典颜料产品位于行业前列；七彩化学同样聚焦高性能颜料，同时具备单品类优势；双乐颜料在酞菁和无机铅铬颜料领域处于领先地位；常州北美在经典颜料领域占优。
- 下游需求持续上行，有机颜料市场空间持续增长。**油墨、涂料、塑料是有机颜料三大主要应用领域。根据有机颜料消费量占比，**2023年油墨行业用量占比约为40%、涂料行业用量占比约为28%、塑料行业用量占比约为27%、其他行业用量占比5%**。2023年，我国经济呈现稳中向好的发展趋势，有机颜料下游产业需求逐步复苏，油墨、涂料、塑料产量稳步增长。其中油墨行业在环保政策的加持下，日益向高端化发展；涂料行业受汽车产销两旺的带动作用，需求逐渐复苏；塑料行业全球产量稳定增长，我国占据较大市场份额。在下游需求的刚性支撑下，有机颜料市场前景广阔。

供需关系为影响化工品价格走势的最核心因素。供给端因安全环保事件、宏观突发事件等不可抗力可能发生停产或减产，进而造成化工品的供不应求，从而推动化工品价格的上涨。期间化工品的上涨幅度则与供给端的缩减比例有着一定的关联。2024年年初以来，由于安全事件、海外企业减产、停产、检修等影响，蛋氨酸、维生素、颜料等行业出现供给端一定比例的收缩，相关化工品存在价格上涨预期或已出现较大幅度的上涨。在此情形下，上述化工品中仍保有较大生产规模的企业将明显受益。建议关注：

- **蛋氨酸：**安迪苏、新和成
- **维生素：**新和成、浙江医药
- **颜料：**七彩化学、百合花

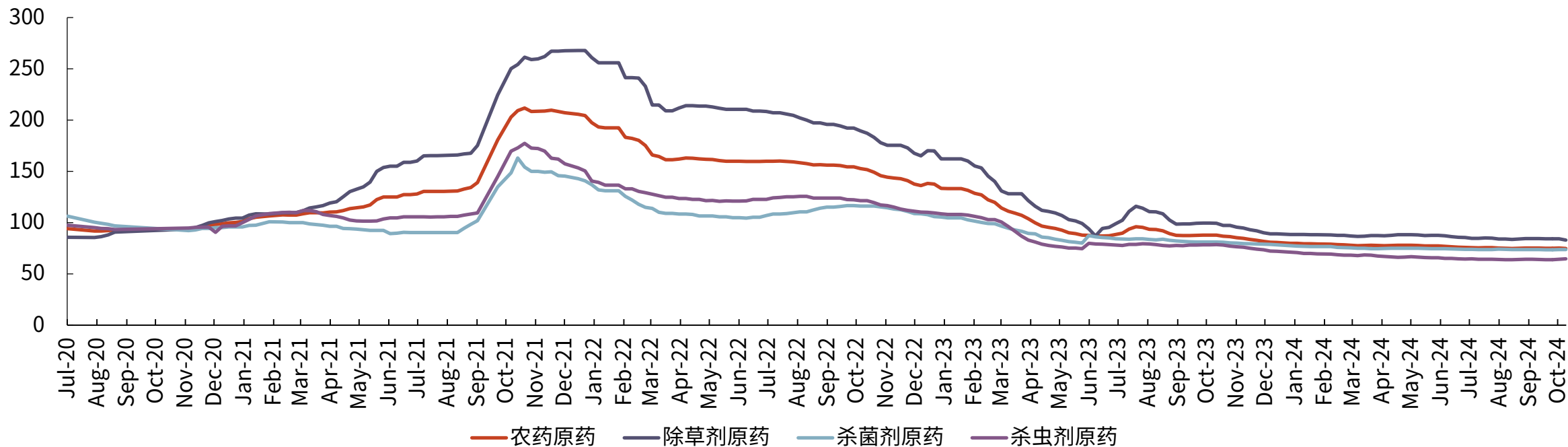
风险提示：产品及原材料价格波动，下游需求不及预期，行业竞争加剧，环保及安全生产风险。

- 一、化工行业将步入投资收获期，秉承长期主义推动高质量发展
- 二、资源品维持高景气，龙头产业链完整盈利韧性高
- 三、半导体销售额回升，OLED渗透率增长，国产替代材料放量加速
- 四、供给格局好转，细分行业龙头弹性充足
- 五、农药等行业拐点将至，关注左侧布局**
- 六、风险提示

农药原药价格已至底部，渠道库存拐点有望到来

2024年年初以来，国内农药原药价格下跌幅度相对有限。根据iFinD数据，截至10月18日，国内农药原药价格指数为**74.8点**，相较于2024年年初下跌约**7.3%**。分农药种类来看，国内除草剂、杀菌剂、杀虫剂原药价格指数相较于2024年年初分别下跌**6.8%**、**5.9%**、**10.1%**。后续来看，随着南美洲巴西等农业大国用药旺季的开启，行业渠道库存将得到进一步去化，推动全球农药渠道库存回到合理水平，进而有望带动农药行业景气度的回升。

图表57：国内农药原药价格指数走势

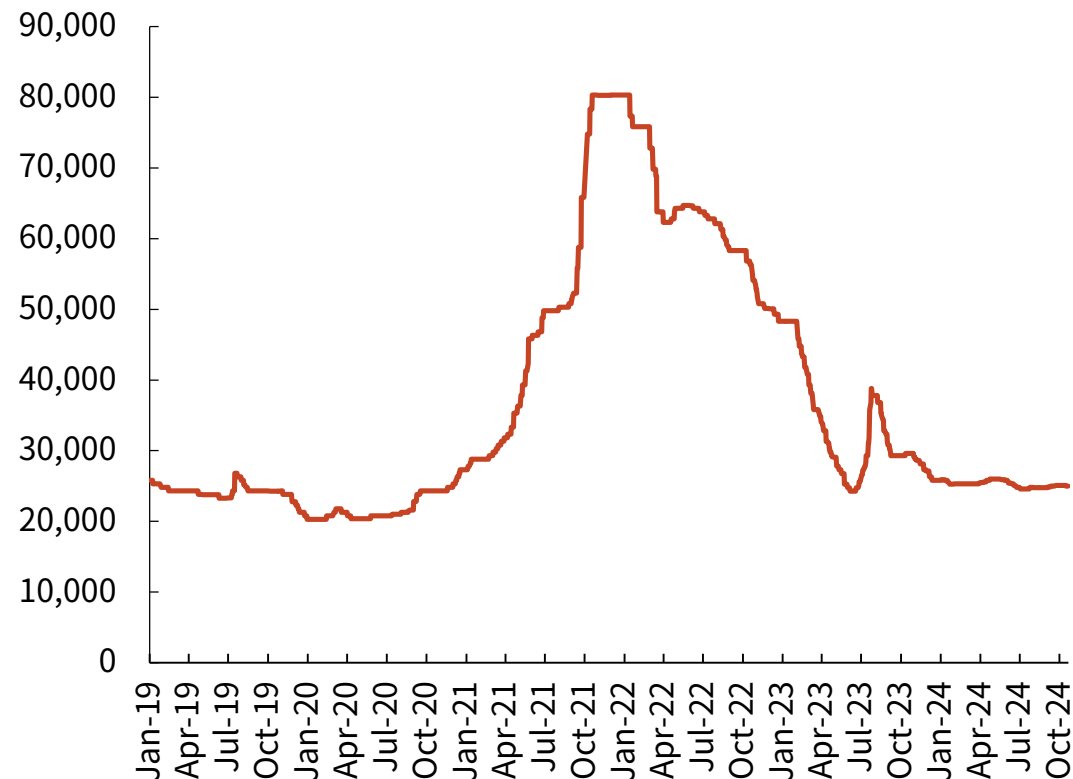


资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.18

草甘膦价格和毛利润均处历史低位

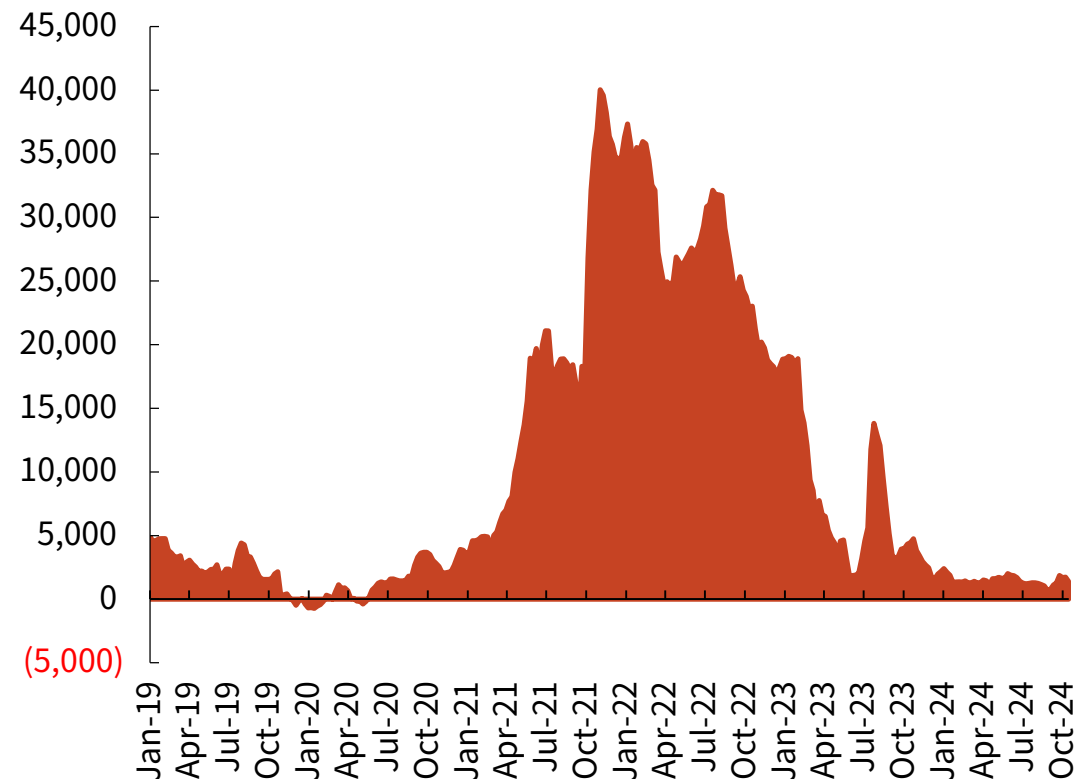
以草甘膦为例，当前草甘膦产品价格及对应毛利润均处于历史低位，仅略高于20年上半年的历史底部水平。根据百川盈孚数据，截至10月21日，国内草甘膦价格为**2.50万元/吨**，相较于2024年年初下跌约**3.2%**；截至10月18日，草甘膦毛利润为**1385元/吨**，相较于2024年年初减少约**36.1%**。

图表58：国内草甘膦价格走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.21

图表59：国内草甘膦毛利润情况（元/吨）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.18

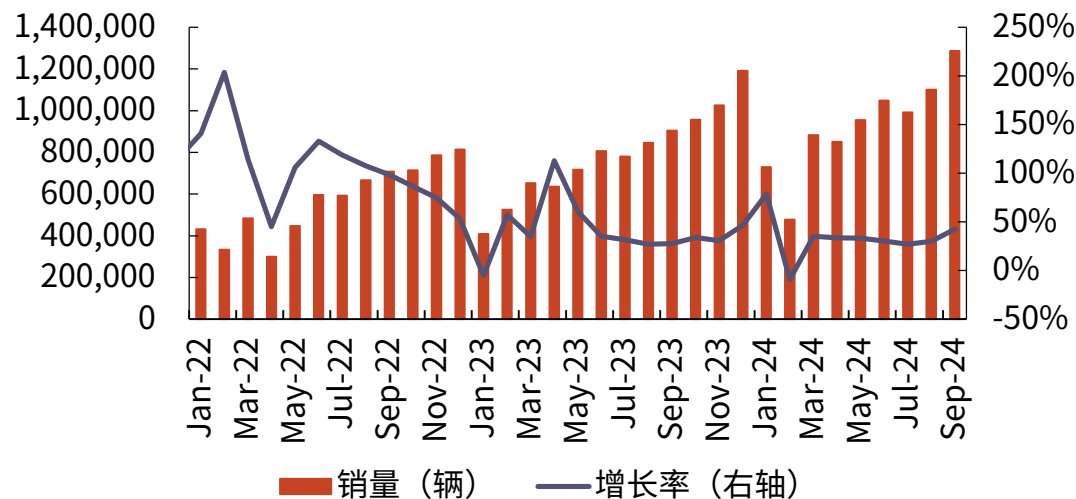
新能源汽车销量稳步增长，材料技术迭代有望带动格局优化



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

2024年，国内新能源汽车销售仍呈现快速增长状态。根据iFinD数据，2024年1-9月我国新能源汽车合计销量达到**832.1万辆**，同比增长**32.6%**。而从电池结构来看，随着磷酸铁锂电池产品的更新迭代，磷酸铁锂电池在动力电池领域的渗透率也在持续提高。根据中国汽车动力电池产业创新联盟数据，2024年9月我国动力电池合计装车量为**54.5GWh**，其中磷酸铁锂动力电池装机量为**41.3GWh**，渗透率达**75.8%**。在下游需求持续提升的背景下，上游锂电材料端供给格局也有望因行业政策、技术迭代等因素得到优化，从而促使龙头企业份额的进一步提升，同时缓和锂电材料行业的竞争激烈程度，对应材料企业的盈利情况也有望得到修复。此外，由于近期海外部分国家针对我国新能源汽车加征关税，应当进一步关注相关电池材料企业的海外生产基地布局。

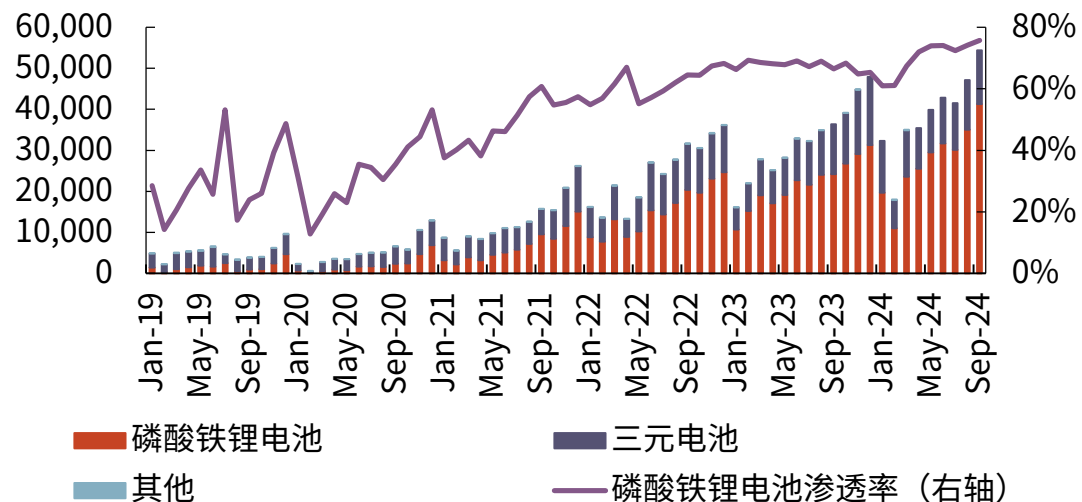
图表60：国内新能源汽车月度销量



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，数据截至2024.09

请务必参阅正文之后的重要声明

图表61：国内动力电池月度装机量（MWh）

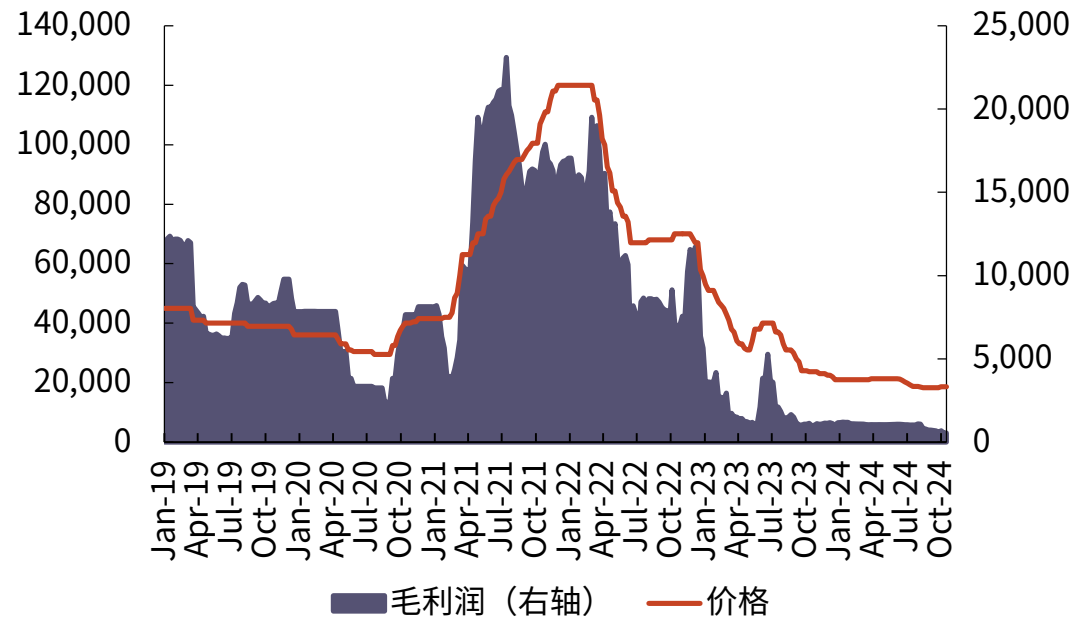


资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，iFinD，光大证券研究所整理，数据截至2024.09

受碳酸锂价格下跌影响，电解液及6F价格及盈利再度回落

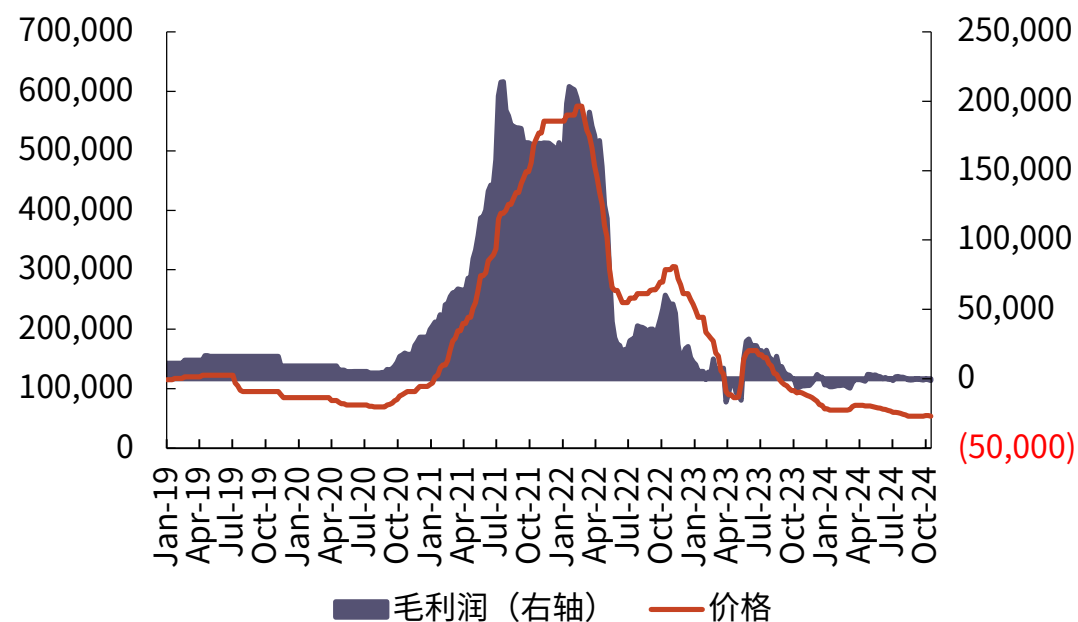
2024年上半年电解液价格及毛利润相对稳定，进入Q3后由于6月碳酸锂价格下跌的传导，电解液价格再度小幅下探，致使产品毛利润进一步下滑。根据百川盈孚数据，截至10月18日，国内电解液价格为**1.86万元/吨**，相较于2024年年初下跌约**11.4%**；电解液毛利润为**546元/吨**，相较于2024年年初减少约**53.1%**。23Q4以来，国内六氟磷酸锂行业平均毛利润即在盈亏平衡线附近震荡，但整体振幅相对有限。根据百川盈孚数据，截至10月18日，国内六氟磷酸锂价格为**5.4万元/吨**，相较于2024年年初下跌约**18.2%**；六氟磷酸锂行业平均毛利润约为**-1262元/吨**。

图表62：国内电解液价格及毛利润走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.18

图表63：国内六氟磷酸锂价格及毛利润走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至2024.10.18

- 农药：**随着南美洲巴西等农业大国用药旺季的开启，行业渠道库存将得到进一步去化，推动全球农药渠道库存回到合理水平，进而有望带动农药行业景气度的回升。建议关注（1）**农药原药：**扬农化工、利尔化学、兴发集团、新安股份、江山股份、长青股份、先达股份；（2）**农药制剂：**安道麦、润丰股份、国光股份、诺普信。
- 锂电材料：**新能源汽车销量仍保持较高增速，为锂电材料需求提供有效支撑。在当前材料端盈利偏弱的情形下，行业产能出清将有望加快，推动行业格局改善。细分龙头凭借规模优势、产业链优势、成本优势等将与下游优质客户建立更强的绑定关系，进一步提升市场份额。建议关注**天赐材料、多氟多、新宙邦、石大胜华。**
- 风险提示：**产品及原材料价格波动，下游需求不及预期，行业竞争加剧，环保及安全生产风险。

- 一、化工行业将步入投资收获期，秉承长期主义推动高质量发展
- 二、资源品维持高景气，龙头产业链完整盈利韧性高
- 三、半导体销售额回升，OLED渗透率增长，国产替代材料放量加速
- 四、供给格局好转，细分行业龙头弹性充足
- 五、农药等行业拐点将至，关注左侧布局
- 六、风险提示**

▣ 下游需求恢复不及预期

国内宏观经济整体处于弱复苏状态，若后续终端需求恢复速度不及预期，将会致使上游化工产品的销售承压。在此情形下，化工企业现有产能放量或将受阻，新增产能建设可能延后，从而致使企业整体业绩增长速率放缓。

▣ 化工产品及原料价格波动

若化工产品或原料价格大幅波动，将对企业生产经营的稳定性和盈利能力的稳定性造成较大影响。若化工产品价格大跌或原料价格大幅上涨，均会明显压缩对应企业的盈利能力，导致企业整体业绩不及预期。

▣ 中美贸易摩擦风险

若中美贸易摩擦进一步加大，将会对我国相关化工品出口造成影响。同时，若海外在半导体等高科技领域加大对我国的发展限制，将会对我国相关产能项目建设造成影响，进而影响对于上游相关材料的需求。

▣ 安全环保风险

化工行业涉及的部分原料、半成品或产成品为易燃、易爆、腐蚀性物质，且在生产过程中还会产生一定量的废水、废气和其他排放物等，在生产作业环节及运输过程存在一定的安全风险。

▣ 汇率波动风险

若人民币汇率出现大幅波动，将对行业内公司汇兑损益、外币计价出口产品价格、原料价格等经营性因素以及海外投资者资金流向等交易性因素产生较大不确定性影响。

衷心 感谢

光大证券研究所



石化化工团队

赵乃迪（分析师）

- 📄 执业证书编号：S0930517050005
- ☎ 电话：010-57378026
- ✉ 邮件：zhaond@ebscn.com

周家诺（分析师）

- 📄 执业证书编号：S0930523070007
- ☎ 电话：021-52523675
- ✉ 邮件：zhoujianuo@ebscn.com

蔡嘉豪（分析师）

- 📄 执业证书编号：S0930523070003
- ☎ 电话：021-52523800
- ✉ 邮件：caijiahao@ebscn.com

王礼沫（分析师）

- 📄 执业证书编号：S0930524040002
- ☎ 电话：010-56513142
- ✉ 邮件：wanglimo@ebscn.com

胡星月（分析师）

- 📄 执业证书编号：S0930524070016
- ☎ 电话：010-56513142
- ✉ 邮件：huxingyue@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股市场基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。