

景气复苏周期，出海及新技术驱动增长

华泰研究

2024年5月26日 | 中国内地

中期策略

油气景气有望延续，关注格局优化的周期品及合成生物等新兴领域

24Q1 以来化学原料与制品行业步入主动补库周期，但受今年高油价等因素影响，行业整体价差再度寻底，未来伴随需求端逐渐改善及供给侧的调整，竞争格局优化的子行业盈利有望率先改善，行业盈利有望逐步复苏。板块而言，油价中枢高位叠加增产降本，推荐中国海油 (A/H) /中国石化 (A/H)；大宗化工品关注竞争格局优化的周期品及国内竞争优势品种，推荐万华化学/巨化股份/卫星化学；化学制品关注出海增量，推荐赛轮轮胎/森麒麟；同时关注合成生物等新技术驱动行业变革，推荐梅花生物/华恒生物/金禾实业。

供给协同以及资本开支低潮，油气景气有望延续

23 年以来地缘冲突、OPEC+协同等因素仍制约供给侧，油价中枢仍处于相对高价区间，24Q1 油价中枢受地缘冲突等因素影响则又有所上行，全球资本开支长期低迷导致的供给压力及 OPEC+减产协同等有望促使原油景气周期延长，伴随能源安全下龙头企业降本增量，叠加企业分红造就高股息率，推荐中国海油 (A/H) /中国石化 (A/H)。

大宗化工：关注格局优化的周期品及国内竞争优势品种

化学原料与制品行业逐渐进入主动补库周期，未来内需边际改善叠加行业供给优化，大宗化工及化学制品有望底部复苏。由于行业资本开支处于近十年高位，新增产能投放导致部分子行业供需趋势错配，宜优选竞争格局优化的子行业，以及国内具备竞争优势下全球份额提升和估值修复机会的龙头企业。聚氨酯受益于需求复苏及竞争格局优化，推荐万华化学；配额制下制冷剂供需共振，HFCs 步入景气周期，推荐巨化股份；国内制造优势或助力国内钛白粉头部企业逐步抢占全球份额，看好头部企业的配置价值；化纤国内外需求有望回升，景气或逐步复苏。

化学制品：出海迎接良性竞争格局，性价比开启“全球替代”

近年我国化工品出口贸易额不断增长且全球竞争优势不断增强，出口份额提升对化工品需求的影响已不容忽视。欧美反倾销税征收倒逼中国轮胎企业集中度提升，头部企业出海迎接良性行业竞争格局，伴随中国企业产品性价比愈加被海外用户接受，轮胎企业通过海外基地布局逐步抢占全球头部轮胎企业市场份额。推荐森麒麟、赛轮轮胎。

合成生物等新技术有望带动化工新材料迎来突破良机

合成生物技术开启化合物生物合成新篇章，产业和政策引领下蓝海渐至，有望带来相应化工品市场规模的显著增长，推荐华恒生物；大品种氨基酸供给格局优化，合成生物技术加持下伴随成本下降，豆粕减量替代驱动需求持续增长，推荐梅花生物；全球“减糖化”大势所趋，需求前景持续向好，推荐金禾实业。

风险提示：原油价格大幅波动；化工品需求不及预期；新增产能释放造成行业竞争加剧；新技术及新材料应用进展不及预期。

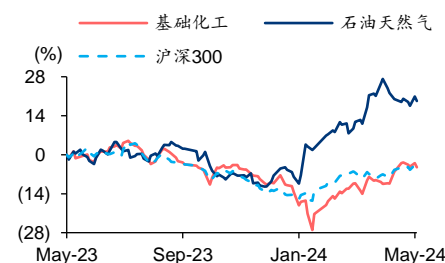
基础化工 增持 (维持)
石油天然气 增持 (维持)

研究员 庄汀洲
SAC No. S0570519040002 zhuangtingzhou@htsc.com
SFC No. BQZ933 +(86) 10 5679 3939

研究员 张雄
SAC No. S0570523100003 zhangxiong@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

联系人 杨泽鹏
SAC No. S0570123070267 yangzepeng@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码 (当地币种)	目标价	投资评级
中国海油	600938 CH	37.80	买入
中国海洋石油	883 HK	28.05	买入
中国石化	600028 CH	9.30	买入
中国石油化工股份	386 HK	6.81	买入
万华化学	600309 CH	115.74	买入
巨化股份	600160 CH	27.72	买入
卫星化学	002648 CH	20.79	增持
赛轮轮胎	601058 CH	21.28	买入
森麒麟	002984 CH	49.32	买入
梅花生物	600873 CH	14.56	买入
华恒生物	688639 CH	138.60	买入
金禾实业	002597 CH	26.20	增持

资料来源：华泰研究预测

正文目录

油气景气有望延续，关注格局优化的周期品及合成生物等新兴领域	5
油气及石油制品：供给协同以及资本开支低潮，景气有望延续	9
油气：原油供给端支撑，天然气有望迎来增量	9
大宗化工：关注格局优化的周期品及国内竞争优势品种	12
MDI：需求有望边际改善，竞争格局良好助力	12
制冷剂：供需面共振，HFCs 步入景气周期	14
钛白粉：国内龙头企业全球竞争优势凸显	16
化纤：国内外需求有望回暖，长丝景气或逐步复苏	18
化学制品：出海迎接良性供给格局，性价比开启“全球替代”	21
轮胎：迎接出海增量，性价比开启“全球替代”	21
合成生物等新技术有望带动化工新材料迎来突破良机	24
合成生物开启化合物生物合成新篇章，产业和政策引领下蓝海将至	24
大品种氨基酸供给格局优化，豆粕减量替代驱动需求持续增长	25
代糖：全球“减糖化”大势所趋，需求前景持续向好	28
风险提示	32

图表目录

图表 1：国内 PMI 指数走势	5
图表 2：地产新开工、竣工和销售等指标增速情况	5
图表 3：全球主要国家或地区 OECD 综合领先指标走势	5
图表 4：CCPI-原油价差走势	5
图表 5：化工行业整体固定资产投资完成额累计同比情况	6
图表 6：国内化工行业 A 股上市公司在建工程变化情况（不含两桶油）	6
图表 7：化学原料与化学制品制造业库存周期位置	6
图表 8：化工代表性子行业 PB（LF）估值情况	6
图表 9：化工企业现金分红及分红比率情况	7
图表 10：重资产化工企业现金流净额情况（不含三桶油）	7
图表 11：中国化工品出口贸易额占全球比重提升	7
图表 12：化工品部分终端国内出口贸易额及占全球出口贸易额比重	7
图表 13：代表性化工品的直接出口占比（18-22 年均值）以及伴随下游出口占比（18-22 年均值）	8
图表 14：石油上游资本开支	9
图表 15：OPEC 超额减产量	9
图表 16：美国页岩油 DUC 持续减少	10
图表 17：加息导致的衰退预期抑制油价	10
图表 18：油价水平接近 OPEC 国家财政盈亏平衡油价（2024E）	10
图表 19：天然气国际价格 2023 年以来显著回落	10

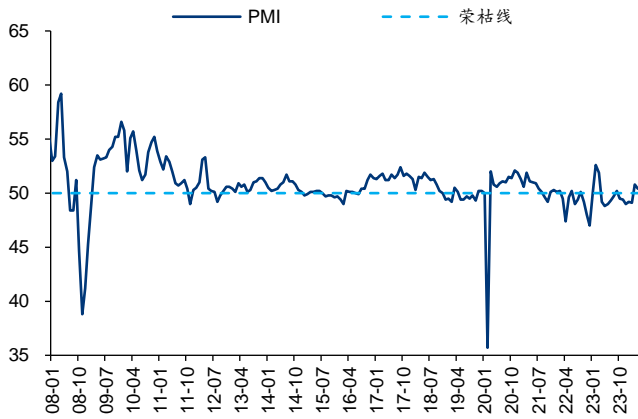
图表 20: 中国天然气进口气源较多 (截至 24 年 3 月末)	11
图表 21: 欧洲天然气库存走势	11
图表 22: 全球 MDI 消费量及增速	12
图表 23: 中国 MDI 消费量及增速	12
图表 24: 全球 MDI 下游消费结构 (2021 年)	12
图表 25: 中国 MDI 下游消费结构 (2021 年)	12
图表 26: MDI 下游冰箱产量、出口量以及冷柜产量增速	13
图表 27: 国内汽车产量及增速	13
图表 28: 中国 MDI 进出口情况 (纯 MDI+聚合 MDI)	13
图表 29: 全球 MDI 产能集中度高	13
图表 30: MDI 价格价差走势	14
图表 31: 国内制冷剂主要下游占比 (2021 年)	14
图表 32: 国内空调产量及增速	14
图表 33: 22 年底大部分发展中国家 (含中国) 三代制冷剂配额将冻结	15
图表 34: 俄罗斯、印度等十五个国家三代制冷剂配额削减安排	15
图表 35: 2024 年国内制冷剂企业 HFCs 生产配额下发情况 (生产配额单位: 吨)	15
图表 36: 主流 HFCs 产品价格走势	16
图表 37: 主流 HFCs 价差走势	16
图表 38: 全球钛白粉消费量及增长情况	16
图表 39: 中国钛白粉消费量及增长情况	16
图表 40: 国内钛白粉消费结构 (2023 年)	17
图表 41: 2020 年国内涂料下游应用占比	17
图表 42: 中国钛白粉产能及全球占比变化情况	17
图表 43: 全球钛白粉头部企业产能情况 (2023 年)	17
图表 44: 国内钛白粉出口持续增长	18
图表 45: 国内钛白粉出口去向前十的国家	18
图表 46: 国内钛白粉价格走势	18
图表 47: 钛白粉价差走势	18
图表 48: 2018 年至今我国纺织业库存同比走势	18
图表 49: 中国纺织服装品出口金额	18
图表 50: 美国纺服批发商及零售库存同比走势	19
图表 51: 美国服饰及配饰市场逐步回暖	19
图表 52: 海外服装品牌库存规模下滑	19
图表 53: 涤纶长丝价格及价差走势	19
图表 54: 涤纶长丝及下游织机开工率有序复苏	20
图表 55: 23 年以来我国涤纶长丝库存持续去化	20
图表 56: 24Q1 半钢胎全球需求变化	21
图表 57: 24Q1 全钢胎全球需求变化	21
图表 58: 中国汽车月度产量	21
图表 59: 中国汽车轮胎开工率	21

图表 60: 美国乘用车轮胎进口数量	21
图表 61: 美国卡客车轮胎进口数量	21
图表 62: 近年来海外部份关停工厂信息	22
图表 63: 海外代表性轮胎企业 24Q1 经营情况	22
图表 64: 国内代表性轮胎企业 24Q1 经营情况	22
图表 65: 中国轮胎企业情况梳理	23
图表 66: 合成生物技术路径和优势简图	24
图表 67: 合成生物学领域融资交易金额呈增长态势	24
图表 68: 全球合成生物学市场规模及预测	24
图表 69: 合成生物生产化工品的成本下降和需求空间变化示意图	25
图表 70: 几种主要的饲料氨基酸价格走势	25
图表 71: 几种主要的饲料氨基酸全球市场规模对比	25
图表 72: 全球赖氨酸产量及增速	26
图表 73: 全球苏氨酸产量及增速	26
图表 74: 全球赖氨酸产能增长情况	26
图表 75: 全球苏氨酸产能增长情况	26
图表 76: 全球赖氨酸主要企业产能占比变化	26
图表 77: 全球苏氨酸主要企业产能占比变化	26
图表 78: 我国玉米自给率高	27
图表 79: 我国大豆进口依赖度高	27
图表 80: 豆粕减量替代贡献 23-25 年氨基酸理论需求增量测算	27
图表 81: 豆粕减量替代方案相较豆粕的价差比较	27
图表 82: 赖氨酸、苏氨酸价格历史复盘	28
图表 83: 全球蔗糖市场规模 (2018-2030E)	28
图表 84: 全球糖和甜味剂市场结构 (2020 年)	28
图表 85: 中国无糖饮料行业市场规模	29
图表 86: 全球赤藓糖醇需求 (2015-2024E)	29
图表 87: 主要甜味剂品种特性介绍	29
图表 88: 中国三氯蔗糖出口量	30
图表 89: 中国代糖产品价格处于低位	30
图表 90: 重点推荐公司一览表	30
图表 91: 重点推荐公司最新观点	30
图表 92: 报告提及公司列表	32

油气景气有望延续，关注格局优化的周期品及合成生物等新兴领域

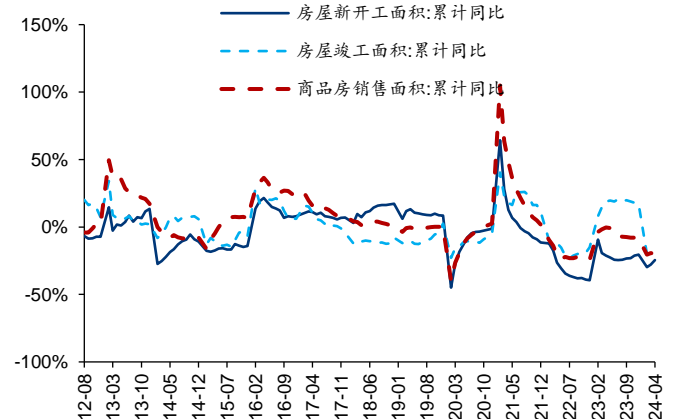
化工行业总体需求依赖宏观环境，据国家统计局，国内 PMI 指数 24Q1 以来有所回升，4 月约为 50.4，至荣枯线以上，1-4 月国内房屋新开工/竣工/商品房销售面积累计同比增速 -24.6%/-20.4%/-20.2%，后续伴随国内政策端持续发力，终端需求有望逐步改善。外需方面，欧美等国家和地区的 OECD 综合领先指标目前仍处于历史相对高位，出口端需求或仍具备一定韧性。化工行业 CCPI 指数自 23 年 9 月以来有所回落，但受高油价等因素影响，行业整体价差于 23Q4 以来再度寻底，伴随需求端逐渐改善及供给侧的调整，竞争格局优化的子行业盈利有望率先改善。

图表1：国内 PMI 指数走势



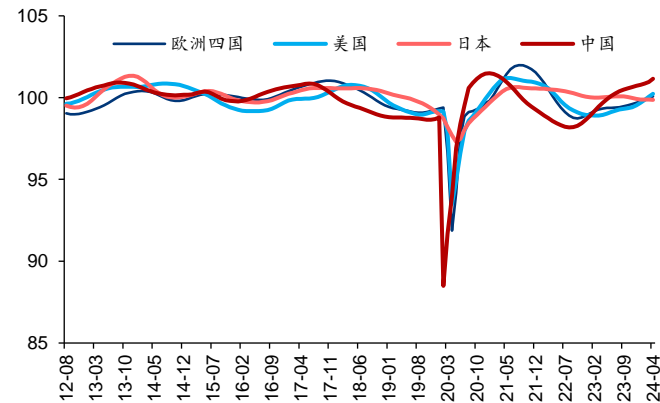
资料来源：国家统计局，华泰研究

图表2：地产新开工、竣工和销售等指标增速情况



资料来源：国家统计局，华泰研究

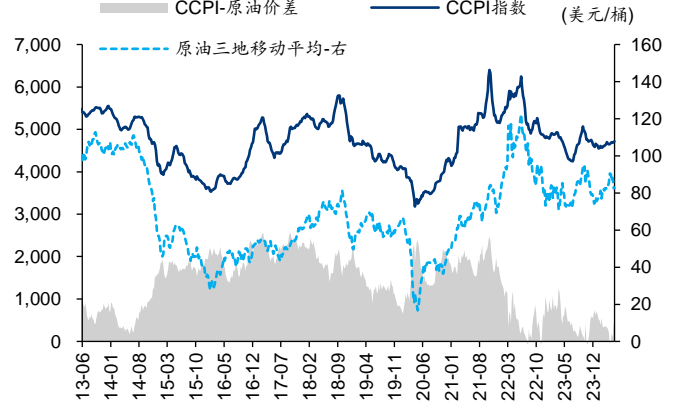
图表3：全球主要国家或地区 OECD 综合领先指标走势



注：欧洲四国指法国、德国、意大利、英国

资料来源：Wind，华泰研究

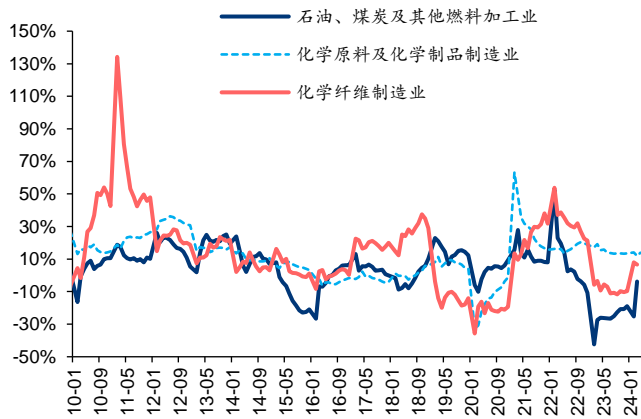
图表4：CCPI-原油价差走势



资料来源：Wind，华泰研究

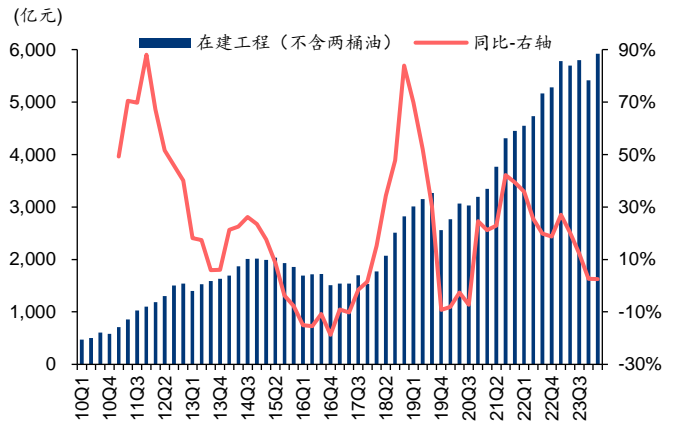
供给角度，据国家统计局数据，24 年 1-4 月化学原料与化学制品业固定资产完成额累计同比增速 13.9%，除去 20 年低基数因素导致 21H1 高位，整体仍处于近 12 年资本开支相对高位，新投放产能较多。21 年以来上市化工企业在建工程投资亦进入新一轮较快增长，截至 24Q1 末纳入我们统计范围的 478 家 A 股化工上市企业（不含“两桶油”）在建工程余额仍有 5921 亿元，同比增长 2%，资本开支增速有所放缓。我们认为 2016 年供给侧改革以来积累了大量盈利的大型化工企业基于一体化战略仍在进行大额资本开支，而全球需求潜在增速及中国化工行业可替代份额已不如 2012 年资本开支高位阶段，中期而言竞争格局的恶化可能带来子行业盈利中枢的下移。

图5：化工行业整体固定资产投资完成额累计同比情况



资料来源：国家统计局，华泰研究

图6：国内化工行业A股上市公司在建工程变化情况（不含两桶油）

注：范围为华泰化工团队纳入统计的478家化工上市企业（不含两桶油）
资料来源：Wind，华泰研究

库存周期角度，23Q3以来化学原料与制品制造业PPI同比增速触底上行，产成品存货同比-PPI同比（代表行业库存量变化趋势）自23年12月以来持续上升，我们认为24Q1行业逐步进入主动补库存周期，虽化工品需求和部分产品价格短期仍有承压，但伴随国内地产、消费等领域政策利好支撑，需求有望边际复苏，叠加行业补库效应以及供给端调整，有望带来价格价差逐步企稳回升。

从估值角度，23年初以来传统氯碱、氮肥、聚氨酯和涤纶等周期性子行业PB估值水平均已处于近10年相对底部区间，下游的子行业估值中枢回落至较低位，未来伴随行业景气逐步改善，从估值角度，部分子行业处于较好的底部配置区域。

图7：化学原料与化学制品制造业库存周期位置

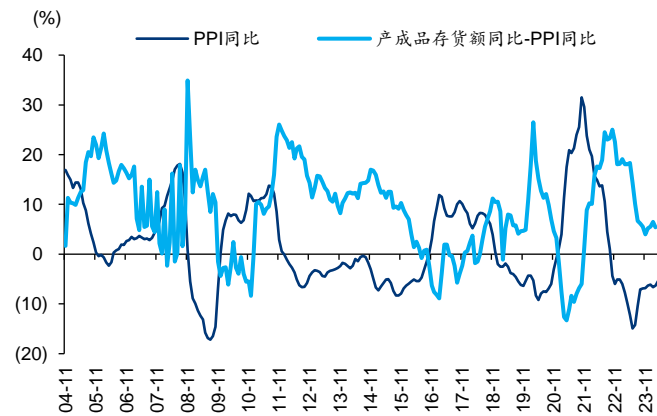
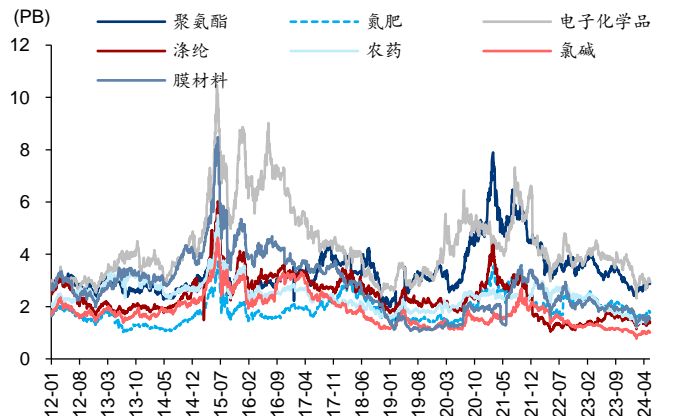
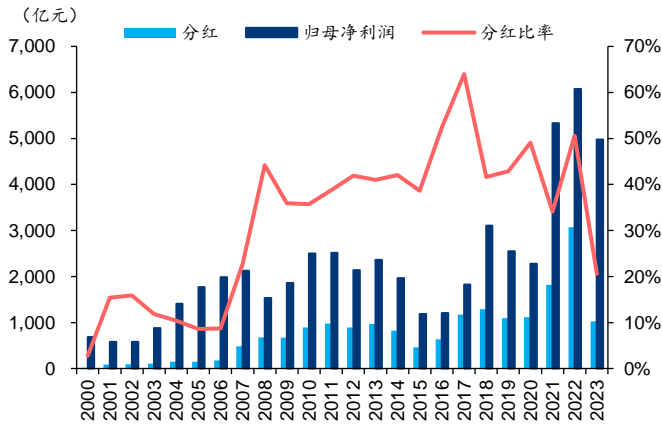
注：存货额同比-PPI同比近似于存货量同比，可表征库存周期中的库存水平
资料来源：Wind，华泰研究

图8：化工代表性子行业PB(LF)估值情况

注：采用SW三级子行业分类
资料来源：Wind，华泰研究

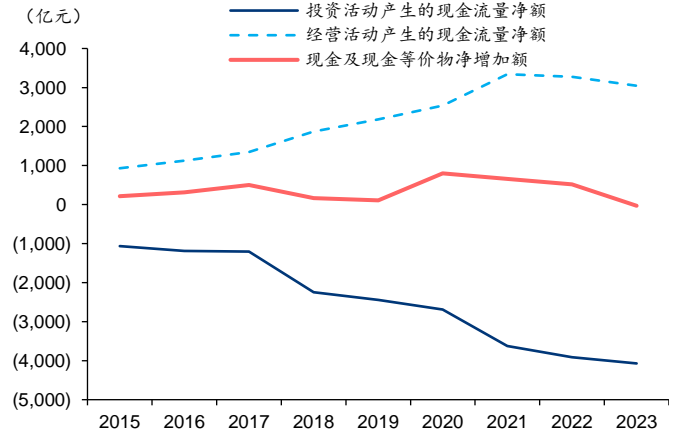
华泰化工分类的488家化工上市公司2023年现金分红达1026亿元，分红比率达21%，较2022年盈利及分红率高点有所下降。对于重资产化工公司（华泰化工分类的488家化工上市企业中2023年固定资产超过10亿的231家公司），投资现金流净额近些年持续增加，2023年达-4071亿元，化工行业处于盈利相对底部企业仍积极分红，未来伴随化工企业盈利回升，可分红资金有望增加并逐渐回到盈利及分红中枢。

图表9：化工企业现金分红及分红比率情况



注：统计范围为华泰化工分类的 488 家化工上市企业
资料来源：Wind，华泰研究

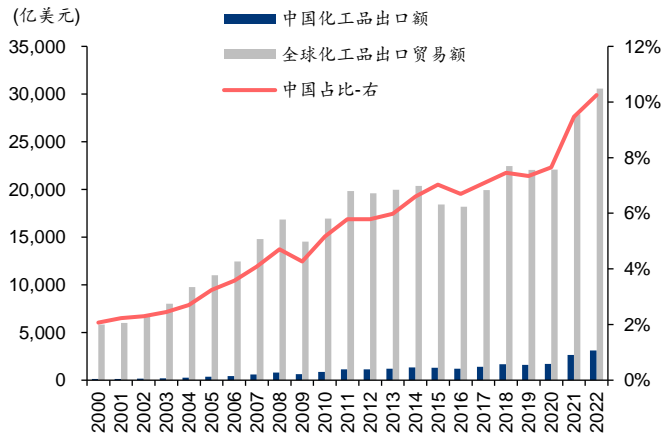
图表10：重资产化工企业现金流净额情况（不含三桶油）



注：统计范围为华泰化工分类的 488 家化工上市企业中 2023 年固定资产超过 10 亿的 231 家公司
资料来源：Wind，华泰研究

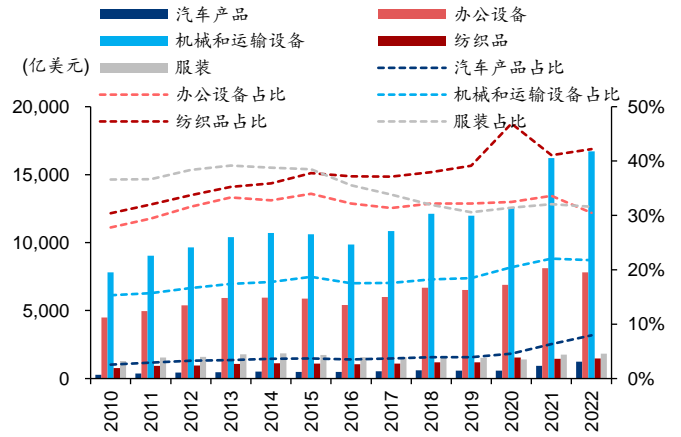
据 WTO，2022 年中国化工品出口贸易额约 3132 亿美元，占全球化工品出口贸易额比重达 10.3%，较 2010 年提升 5.1pct，由此可见，近年我国化工品销售和出口贸易额不断增长，且我国化工品在全球的竞争优势亦不断增强。由于化工品终端涉及地产、汽车、家电、纺织、农业等诸多领域，多数化工品除直接出口贸易，亦可伴随下游制品出口。据 WTO，2022 年国内汽车产品、办公设备、机械和运输设备、纺织品、服装的出口贸易额占全球出口贸易额比重分别约 8%/30%/22%/42%/32%；据海关总署，2022 年国内汽车、冰箱、空调、服装出口占比分别约 11%/72%/21%/57%，各细分领域对上游化工品的间接出口具有显著带动作用。

图表11：中国化工品出口贸易额占全球比重提升



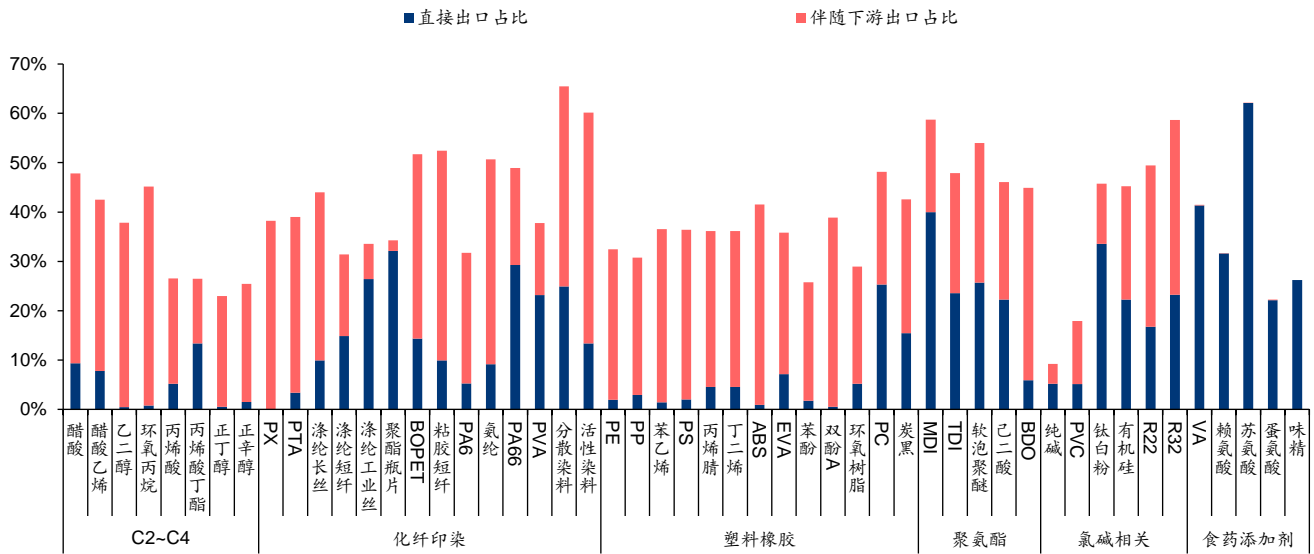
资料来源：WTO，华泰研究

图表12：化工品部分终端国内出口贸易额及占全球出口贸易额比重



资料来源：WTO，华泰研究

参考华泰研究于 23 年 7 月 16 日、24 年 5 月 21 日发布的研报《出口需求或成为本轮化工复苏的基础》、《氨基酸：助益粮食安全,借力合成生物》中的测算，由于间接出口所致，18-22 年多数代表性化工品的总出口敞口高于直接出口占比约 20-30 个百分点，尤其 C2~C4 等基础化工原料（伴随下游再加工产品出口）、塑料制品（终端为家电、塑料包装物等）的间接出口的影响较高，涤纶、异氰酸酯、钛白粉、有机硅和制冷剂则直接出口和间接出口均占有较高的比重。国内赖氨酸、苏氨酸、蛋氨酸直接出口占比均值分别约为 32%、62%和 22%，相较于多种化工品而言，大品种氨基酸属于直接出口占比相对较高的品种。总的来看，出口（含伴随下游制品出口）份额提升对化工品需求的影响已不容忽视。

图表13：代表性化工品的直接出口占比（18-22 年均值）以及伴随下游出口占比（18-22 年均值）


注：除食药添加剂外，其余数据均引自华泰研究 2023 年 7 月 16 日发布的研报《出口需求或成为本轮化工复苏的基础》

资料来源：隆众资讯，百川盈孚，海关总署，Wind，国家统计局，中国汽车工业协会，中纤网，华经产业研究院，共研网，产业在线，华泰研究估算

从子行业来看，新增产能投放增速有所放缓，需求边际改善及产品盈利低谷后行业企业自我调整及产业链逐渐进入补库存，24 年行业景气有望底部复苏，我们认为宜优选三条主线：

1) 油气。24Q1 油价中枢受地缘冲突等因素影响则又有所上行，全球资本开支长期低迷导致的供给压力及 OPEC+ 减产协同有望促使原油景气周期延长，伴随能源安全下龙头企业降本增量，叠加企业分红造就高股息率，推荐中国海油 (A/H) / 中国石化 (A/H)；

2) 竞争格局优化的大宗化工品以及成功出海的化学制品。化学原料与制品行业逐渐进入主动补库周期，未来内需边际改善叠加行业供给优化，大宗化工及化学制品有望底部复苏。由于行业资本开支处于近十年相对高位，新增产能投放导致部分子行业供需趋势错配，宜优选格局优化的子行业，以及国内具备竞争优势龙头企业全球份额提升和估值修复机会。聚氨酯受益于需求复苏及格局优化，推荐万华化学；制冷剂供需共振，HFCs 步入景气周期，推荐巨化股份；国内制造优势或助力国内钛白粉头部企业逐步抢占全球份额，看好头部企业的配置价值；化纤国内外需求有望回升，景气或逐步复苏；轮胎企业全球份额持续提升，推荐赛轮轮胎/森麒麟；

3) 合成生物等新技术带来的化工新材料机遇。合成生物开启化合物生物合成新篇章，产业和政策引领下蓝海将至，有望带来相应化工品市场规模的指数级增长，推荐华恒生物；大品种氨基酸供给格局优化，豆粕减量替代驱动需求持续增长，推荐梅花生物；全球“减糖化”大势所趋，需求前景持续向好，推荐金禾实业。

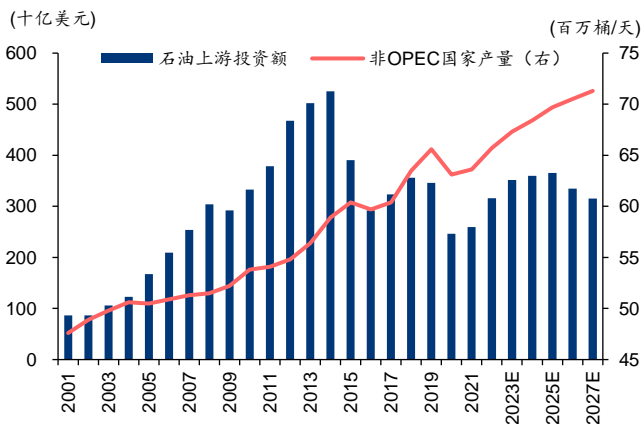
油气及石油制品：供给协同以及资本开支低潮，景气有望延续

油气：原油供给端支撑，天然气有望迎来增量

15 年来全球石油资本开支显著下滑，据 OPEC，22 年伴随油价回升，全球石油资本开支达 3160 亿美元，同比增长 22%，但仍低于 17-18 年水平，尽管非 OPEC 国家石油产量在 22 年已达 65.7 百万桶/天，全球占比 65%，但由于 OPEC 的原油净出口量较大，占据全球贸易主体，通过联合俄罗斯等净出口石油的非 OPEC 国，对国际油价具备强大的影响力。

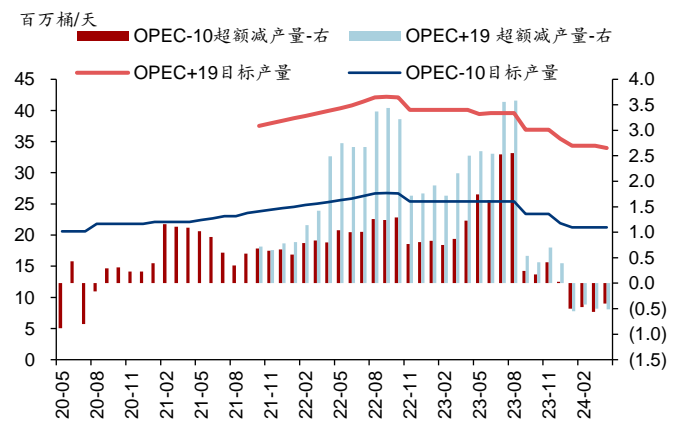
2020 年以来 OPEC 持续实行减产计划，执行持续超市场预期，23 年上半年 OPEC-10 超额减产量在 100 万桶/天左右，7-8 月在达到 255 万桶/天的峰值后，9 月回落至 24 万桶/天，24 年超额减产量则转为负值，4 月为 -40 万桶/天，供给端对油价仍有一定支撑。我们认为在原油需求见顶预期下，由于资本开支的兑现时间较长，产油国对价格的诉求将超过追求份额，内部协同更易达成。

图表 14：石油上游资本开支



资料来源：OPEC，华泰研究

图表 15：OPEC 超额减产产量

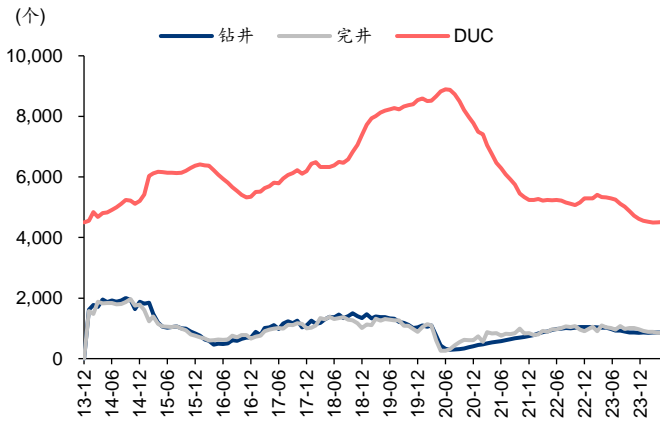


资料来源：IEA，华泰研究

美国作为全球石油最大的生产国，疫情以来产量持续修复，据 EIA 统计，2024 年 5 月 10 日美国当周原油（不含天然气凝析液）产量提升至 1310 万桶/天。2020 年以来美国原油产量的回升主要依赖于页岩油 DUC（已钻探未完井）的快速消耗，自 2020 年 6 月至 2024 年 4 月，DUC 下降 49% 至 4510 个，而钻井数在 2022 年底修复至 1048 个后再次开始下滑，截止 2024 年 4 月已下降至 864 个，较 2018 年 10 月高点下降 42%，新钻井数量下滑表明长期资本开支的不足，我们预计美国原油产量后续增长乏力。

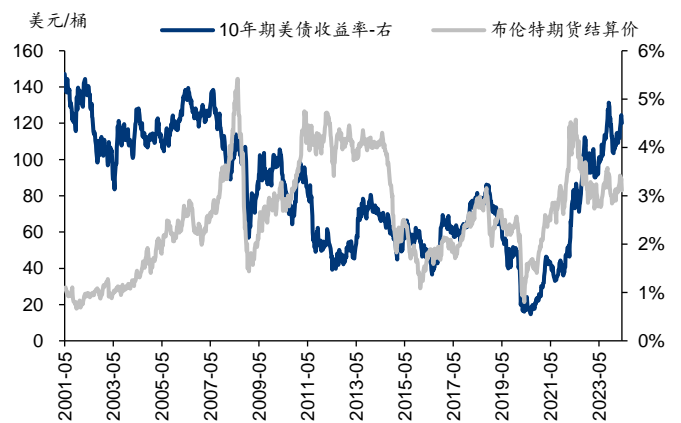
23 年以来地缘冲突、OPEC+ 协同等因素仍制约供给侧，油价中枢仍处于相对高价区间，24Q1 油价中枢受地缘冲突等因素影响则又有所上行。迄今为止尚未有产油国卷入冲突，原油和天然气价格的上涨幅度均明显低于俄乌冲突升级后的涨幅，表明价格的变动更多反映对未来供给预期的影响。若巴以冲突蔓延到周边主要产油国，其对全球供应链和贸易的影响可能会明显扩大，可能导致能源供给压力再度上行。

图表16: 美国页岩油 DUC 持续减少



资料来源: EIA, 华泰研究

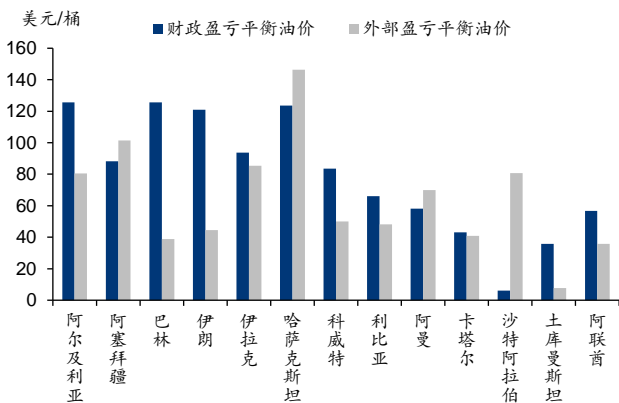
图表17: 加息导致的衰退预期抑制油价



资料来源: Wind, 华泰研究

据世界银行数据, OPEC 国家财政平衡油价主要介于 65-80 美元/桶。考虑到需求端炼厂开工率仍位于较高位置, 24Q1 供给端的强势有望使布伦特油价处于 85 美元/桶的中枢位置震荡。我们认为我国由于对能源安全的重视, 具备持续增量、降本能力的油气开发企业, 有望受益于高油价下的景气, 盈利持续改善, 推荐中国海油 (A/H)。

图表18: 油价水平接近 OPEC 国家财政盈亏平衡油价 (2024E)



资料来源: 世界银行, 华泰研究

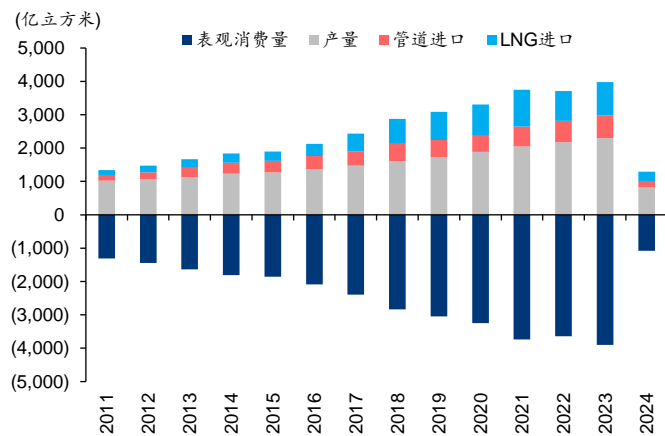
图表19: 天然气国际价格 2023 年以来显著回落



资料来源: Wind, 华泰研究

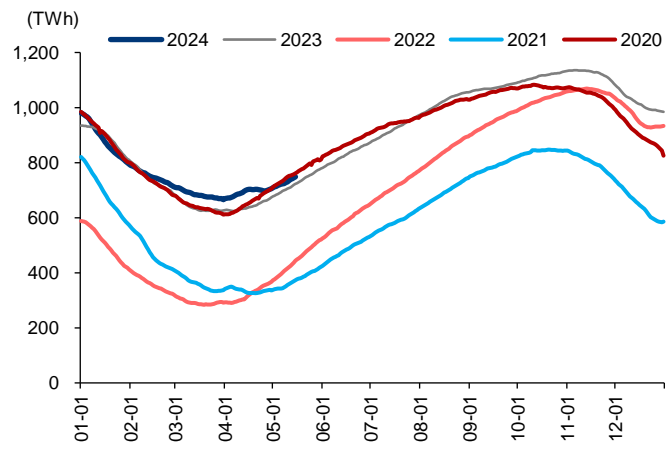
天然气方面, 2022 年 9 月以来伴随供给压力缓解, 全球价格大幅回落。据国家统计局, 2023 年我国天然气表观消费量 3900.4 亿立方米, 同比+7.2%, 气源方面, 自产 2297 亿立方米, 同比增长 5.5%, 进口管道气 681 亿立方米, 同比增长 6.2%, 进口 LNG 为 998 亿立方米, 高价致同比增长 12.4%。海外进口气价下跌 (管道气价格跟随油价制定, 亦将显著下降) 显著有利于中国天然气产业链盈利修复。我们预计在非洲及中东出口气持续放量、全球工业需求走弱、欧洲高库存的情境下, 海外现货气价有望维持低位, 中国进口气成本有望持续下降, 天然气有望迎来增量。基于国内天然气降本及炼油景气, 我们推荐中国石化 (A/H)。

图表20: 中国天然气进口气源较多 (截至 24 年 3 月末)



资料来源: 国家统计局, 海关总署, 华泰研究

图表21: 欧洲天然气库存走势



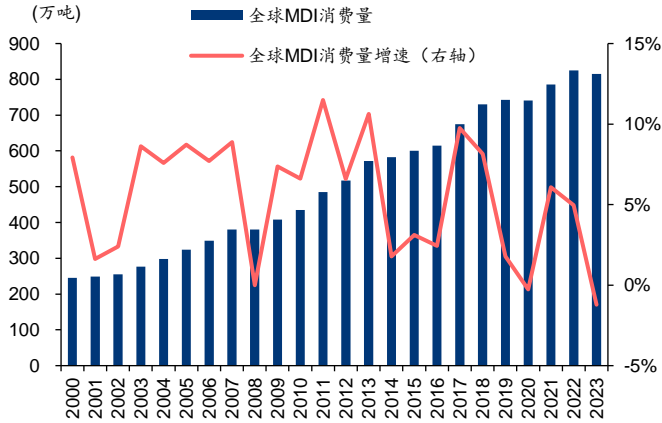
资料来源: GIE, 华泰研究

大宗化工：关注格局优化的周期品及国内竞争优势品种

MDI：需求有望边际改善，竞争格局良好助力

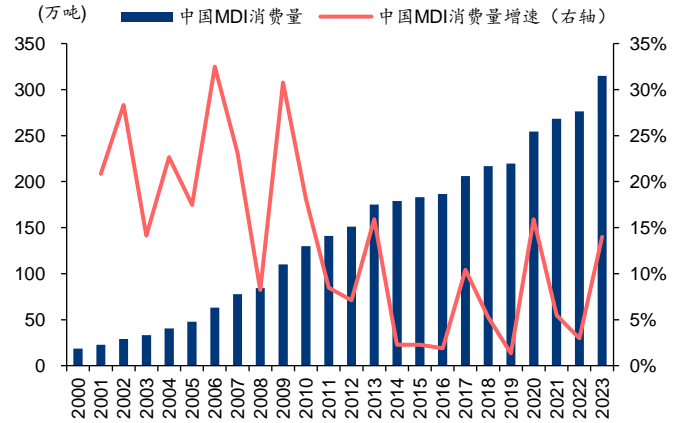
MDI 为聚氨酯产业链的主要品种之一，据科思创官网、天天化工网，2023 年全球/中国 MDI 需求量同比分别-1%/+14%至 815/315 万吨，近年来国内外 MDI 需求整体呈增长态势。从下游消费占比看，由于国内建筑保温领域原材料准入限制等原因，目前国内聚合 MDI 相较海外而言，在建筑保温领域应用渗透较少，家电、汽车、管材/管道/喷涂和胶粘剂等为主要下游，纯 MDI 方面国内和全球应用领域无显著差异，应用占比略有区别。整体而言，汽车、家电占 MDI 下游应用占比较高，在以旧换新等政策驱动下，我们认为 MDI 有望充分受益。

图表22：全球 MDI 消费量及增速



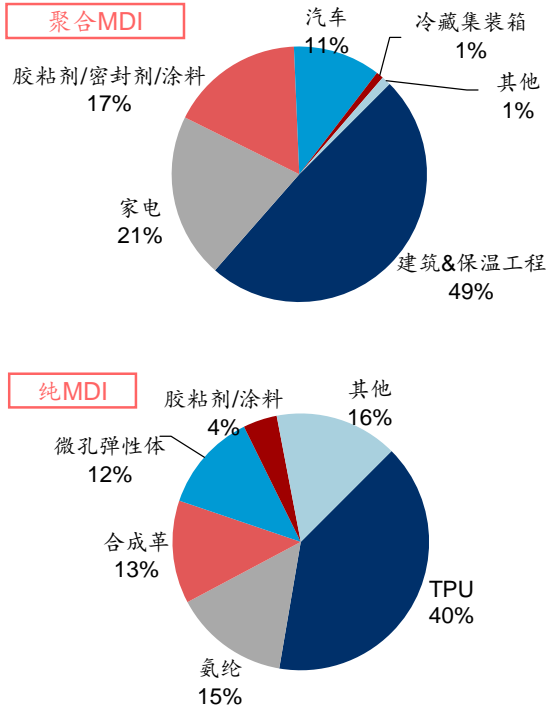
资料来源：Bloomberg，天天化工网，科思创官网，华泰研究

图表23：中国 MDI 消费量及增速



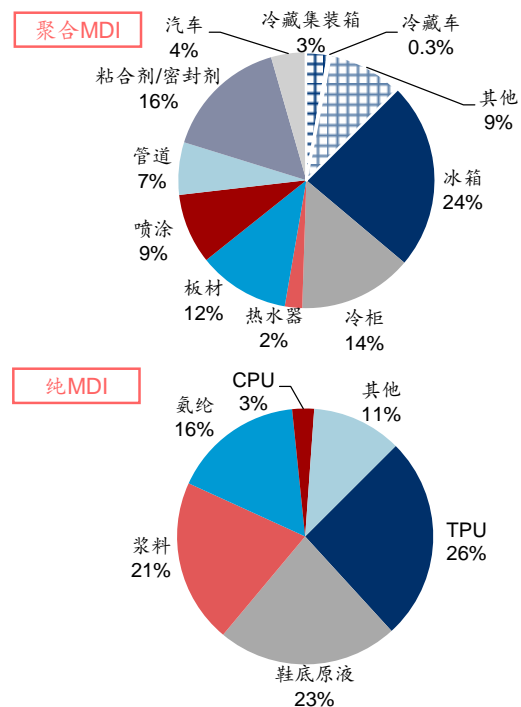
资料来源：天天化工网，华泰研究

图表24：全球 MDI 下游消费结构 (2021 年)



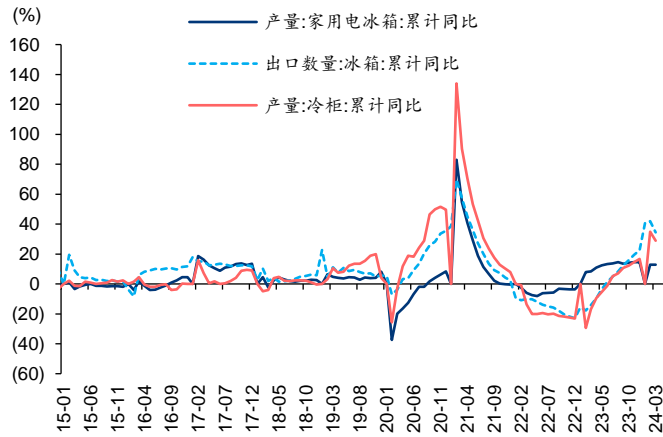
资料来源：天天化工网，华泰研究

图表25：中国 MDI 下游消费结构 (2021 年)



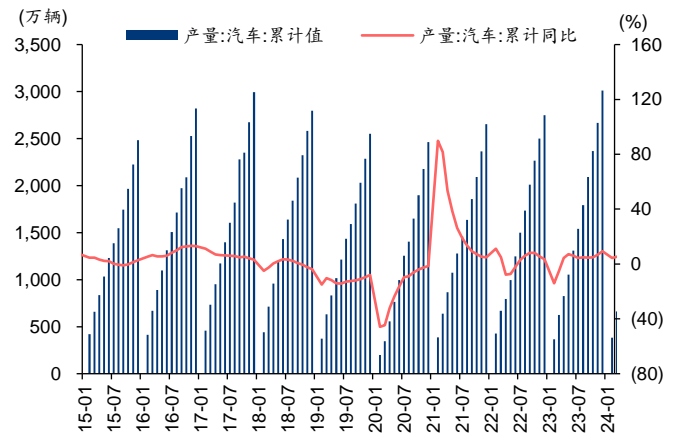
资料来源：天天化工网，华泰研究

图表26: MDI 下游冰箱产量、出口量以及冷柜产量增速



资料来源: 国家统计局, 华泰研究

图表27: 国内汽车产量及增速



资料来源: 中国汽车工业协会, 华泰研究

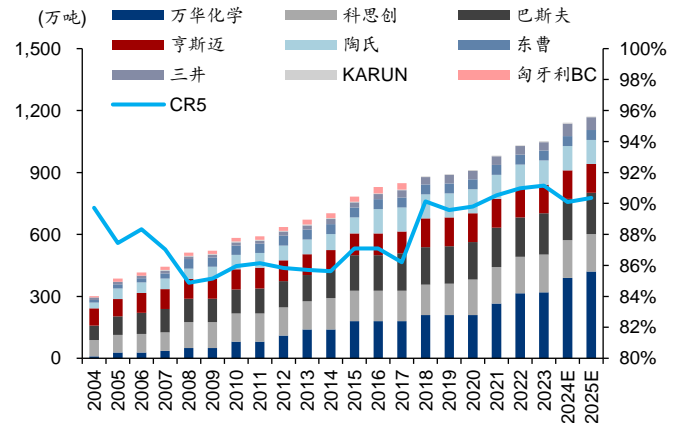
另一方面, 国内 MDI 依托成本竞争力和供应稳定性等优势, 21-23 年出口显著增长, 我们认为未来国内产品依托性价比等优势, 出口份额仍有望保持增长, 出口端对 MDI 需求亦有支撑。供给端而言, 24-25 年全球 MDI 新增产能以万华化学为主, 新增产能仍集中在现有企业手中, 全球产能 CR5 常年保持 85% 以上, 良好的竞争格局亦将支撑 MDI 供给侧。

图表28: 中国 MDI 进出口情况 (纯 MDI+聚合 MDI)



资料来源: 海关总署, 华泰研究

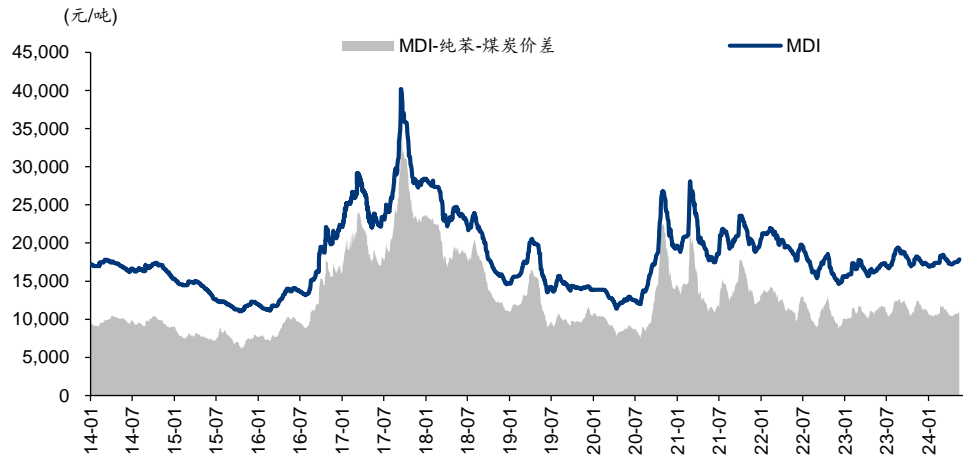
图表29: 全球 MDI 产能集中度



资料来源: Bloomberg, 天天化工网, 华泰研究

24 年初以来, 伴随春节后下游补库需求有所回升, 叠加国内外部分装置供应稳定性不佳等因素, MDI 价格价差逐步回升, 我们认为未来伴随需求端下游汽车、家电等产销增长带动, 叠加良好的竞争格局助力, MDI 景气有望延续改善态势, 推荐万华化学。

图表30: MDI 价格价差走势

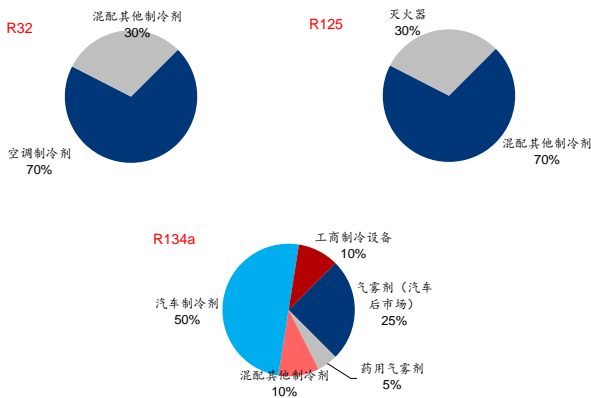


资料来源: 隆众资讯, 天天化工网, 百川盈孚, 华泰研究

制冷剂: 供需面共振, HFCs 步入景气周期

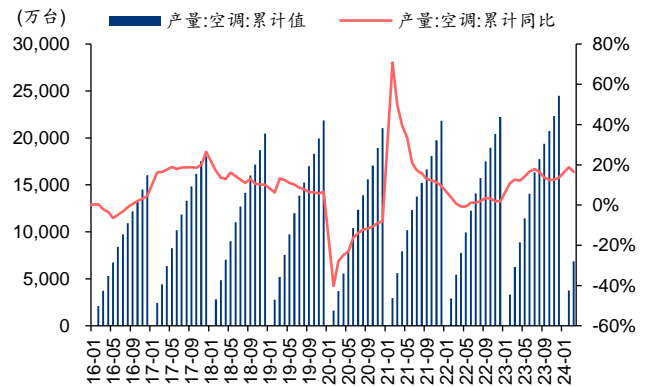
制冷剂经过多年发展, 目前已有四代产品, 其中: 一代为氯氟烃 (CFCs), 因严重破坏臭氧层, 全球已淘汰并禁止; 二代为氢氯氟烃 (HCFCs), 主要品种为 HCFC-22 和 HCFC-142b 等, 其消耗臭氧潜能值 (ODP) 较 CFCs 低, 但发达国家也已基本淘汰, 国内实行配额制并逐渐减产; 三代为氢氟烃 (HFCs), 主要品种为 HFC-32、HFC-134a、R125 及单质混配剂 R410a 等 (注: HCFC-和 HFC-均可简称 R, 全文同此处理), HFCs 的 ODP 为 0, 是目前主流的制冷剂, 但全球变暖潜能值 (GWP) 较高, 部分发达国家已开始削减, 国内 2024 年进入配额期; 四代为氢氟烯烃 (HFOs), ODP 为 0 且 GWP 较低, 但受限于技术和价格等, 目前仅部分发达国家推广, 主流产品尚未确定。HFCs 为目前国内及全球主流的制冷剂产品, 其中代表性品种为 R32、R125 和 R134a, 其下游应用均以空调、汽车、冰箱和工商制冷等为主。

图表31: 国内制冷剂主要下游占比 (2021 年)



资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

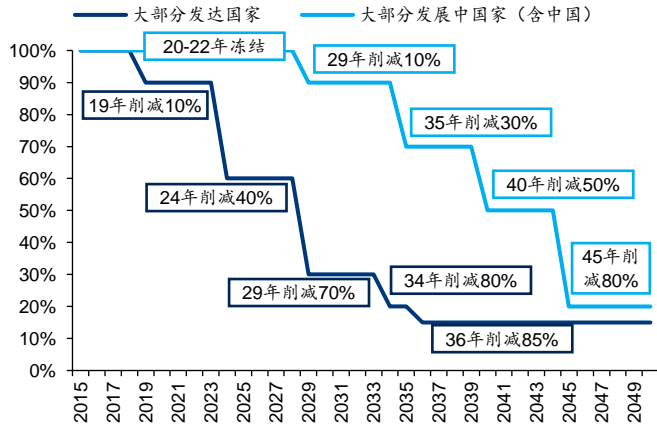
图表32: 国内空调产量及增速



资料来源: 国家统计局, 华泰研究

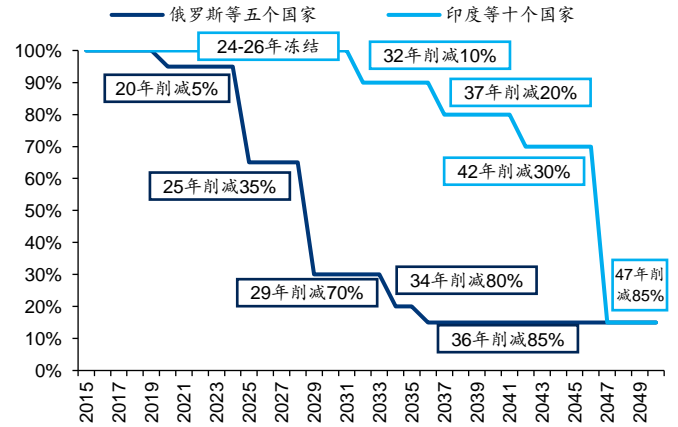
三代制冷剂 (HFCs) 虽然 ODP 值为 0, 但由于其 GWP 值较高、温室效应较强, 2016 年《蒙特利尔协定书》缔约方达成《基加利修正案》, 旨在限控 HFCs 的生产和使用。根据《基加利修正案》, 大部分发达国家 HFCs 生产和使用配额需于 19 年/24 年/29 年/34 年/36 年分别完成 10%/40%/70%/80%/85% 的削减, 大部分发展中国家 (含中国) 的 HFCs 配额需于 22 年冻结, 并于 29 年/35 年/40 年/45 年分别完成 10%/30%/50%/80% 的削减, 俄罗斯等五个国家、印度等十个国家削减安排略有不同, 但亦分别设定了削减安排。我国于 2021 年正式接受《基加利修正案》, 成为修正案的第 122 个缔约方, 按照协议内容, 国内 HFCs 生产和使用配额于 23 年底冻结, 配额基准限制为 20-22 年的平均值。

图表33：22年底大部分发展中国家（含中国）三代制冷剂配额将冻结



注：(1)发达国家配额基准为2011-2013年HFCs平均值+HCFCs基线值的15%；
 (2)发展中国家配额基准为2020-2022年HFCs平均值+HCFCs基线值的65%
 资料来源：《蒙特利尔协定书》，永和股份招股说明书，华泰研究

图表34：俄罗斯、印度等十五个国家三代制冷剂配额削减安排



注：(1)俄罗斯等五国基准为2011-2013年HFCs平均值+HCFCs基线值的25%；
 (2)印度等十国基准为2024-2026年HFCs平均值+HCFCs基线值的65%
 资料来源：《蒙特利尔协定书》，永和股份招股说明书，华泰研究

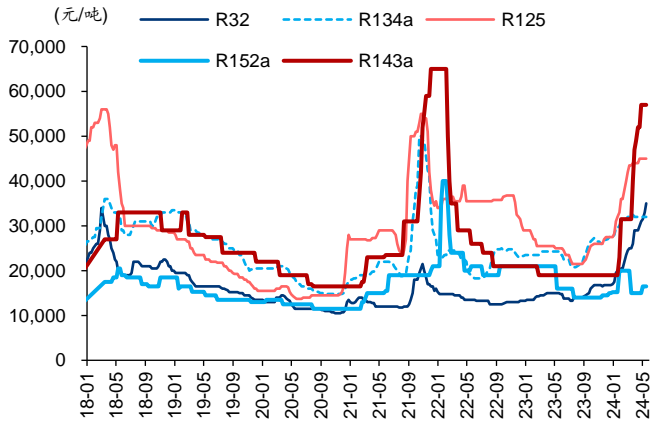
2024年1月11日，我国生态环境部正式发布《关于2024年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物生产、使用和进口配额核发情况的公示》，国内制冷剂企业三代制冷剂（HFCs）生产/进口/内用生产等具体配额量正式落地，国内2024年HFCs总生产/内用生产配额约74.6/34.0万吨，代表品种R32/R134a/R125/R143a/R152a/R227ea生产配额约24.0/21.6/16.6/4.6/3.3/3.1万吨（其中产品集中度方面，R32/R134a/R125/R143a/R152a/R227ea的企业生产配额CR3约76%/87%/75%/91%/82%/74%，CR5约96%/95%/94%/100%/99%/100%），在配额落地催化，叠加主流品种集中度较高、供给格局显著优化等因素带动下，2024年以来主流HFCs产品价格价差持续攀升，整体步入景气周期。

图表35：2024年国内制冷剂企业HFCs生产配额下发情况（生产配额单位：吨）

企业	HFC-32	HFC-125	HFC-134a	HFC-143a	HFC-152a	HFC-227ea	HFC-236ea	HFC-236fa	HFC-245fa	HFC-41	合计
巨化股份	107791	64185	76525	20666		11611			189		280967
三美股份	27779	31498	51506	6285							117068
昊华科技		27741	59614	4192		4429		151	6156	50	102333
东岳集团	47255	14861	6904		7331						76351
永和股份	5770	6380	10860	14374	10638	7199					55221
东阳光	26635	17031	4307								47973
梅兰	20856	572	5954		1794						29176
埃克盛					8801				1280		10081
澳帆化工									5852		5852
常熟三爱富					155	4019					4174
联创股份					3709				323		4032
浙江利化						4020					4020
阿科玛常熟		3400					141				3541
鲁西化工	3477										3477
康源化工								691			691
赫基化工									360		360
同鑫化工					243						243
总计	239563	165668	215670	45517	32671	31278	141	842	14160	50	745560

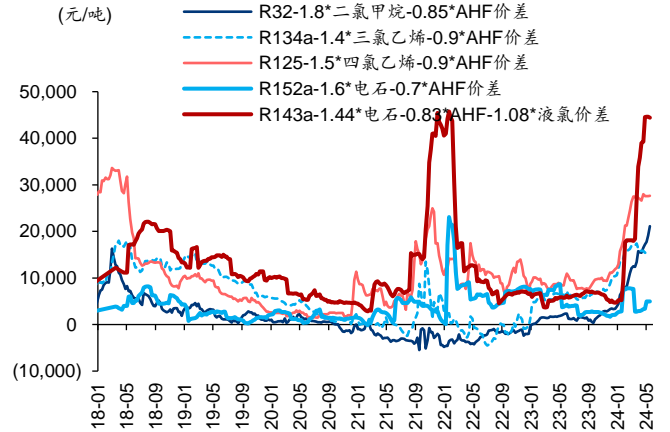
注：(1)巨化股份已公告取得淄博飞源化工51%股权，本报告涉及巨化股份的配额数据均为包括飞源化工配额后的数据（全文同此处理）；(2)昊华科技已公告拟收购中化蓝天100%股权，因此配额数据视为昊华科技的配额（全文同此处理）
 资料来源：生态环境部，华泰研究

图表36: 主流 HFCs 产品价格走势



资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

图表37: 主流 HFCs 价差走势



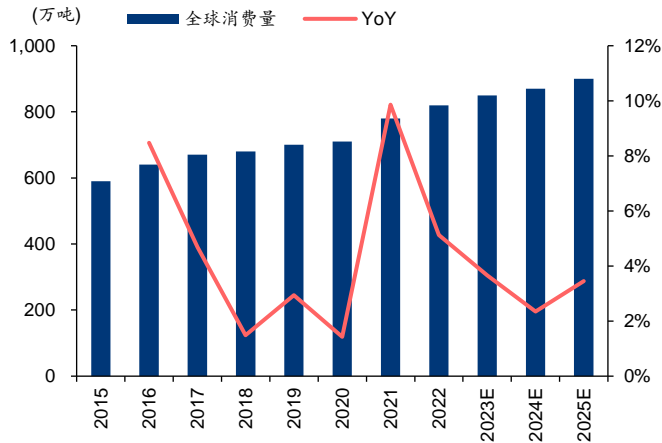
资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

我们认为, 制冷剂需求侧而言, 下游空调、汽车和冰箱等有望持续受益于设备更新和以旧换新等政策带动, 且 Q2/Q3 制冷剂传统需求旺季来临, 而供给侧伴随配额落地, 行业供给显著有序化, 供需共振下景气有望持续上行。远期由于四代制冷剂 (HFOs) 存在海外专利保护限制和成本高企等问题, 三代制冷剂的替代产品开发和大规模推广尚需等待, 我们预计 HFCs 景气周期将较长, 推荐巨化股份。

钛白粉: 国内龙头企业全球竞争优势凸显

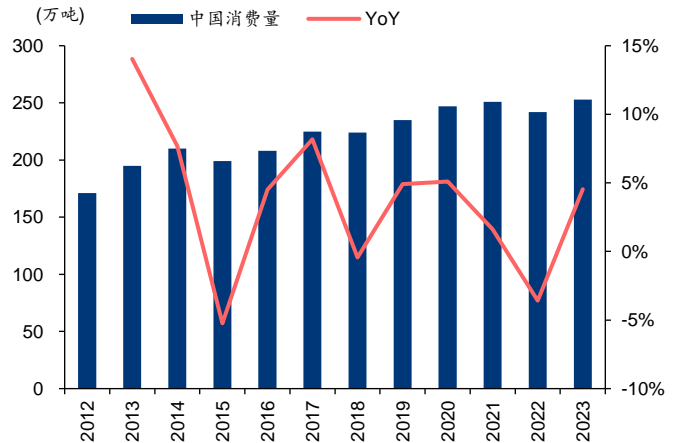
钛白粉下游主要用于涂料和塑料制品等领域, 据 USGS, 2022 年全球钛白粉消费量约 820 万吨, 16-22 年 CAGR 约 4.8%, 且预计至 25 年有望提升至 900 万吨级别, 国内方面, 据卓创资讯, 23 年钛白粉消费量约 253 万吨, 13-23 年 CAGR 约 3.6%, 伴随下游涂料、塑料等领域需求增长及人均钛白粉消耗量提升, 国内及全球钛白粉消费量整体保持增长态势。

图表38: 全球钛白粉消费量及增长情况



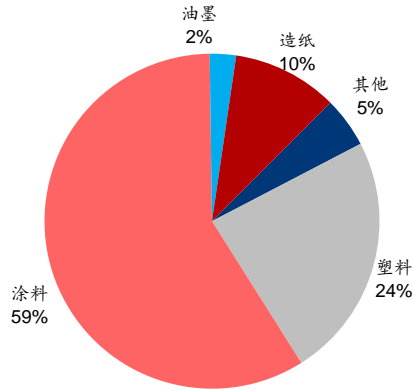
资料来源: Bloomberg, USGS, 华泰研究

图表39: 中国钛白粉消费量及增长情况



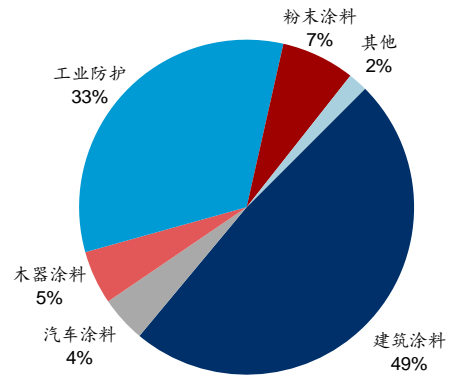
资料来源: 卓创资讯, 钛白粉产业技术创新战略联盟, 华泰研究

图表40：国内钛白粉消费结构（2023年）



资料来源：百川盈孚，华泰研究

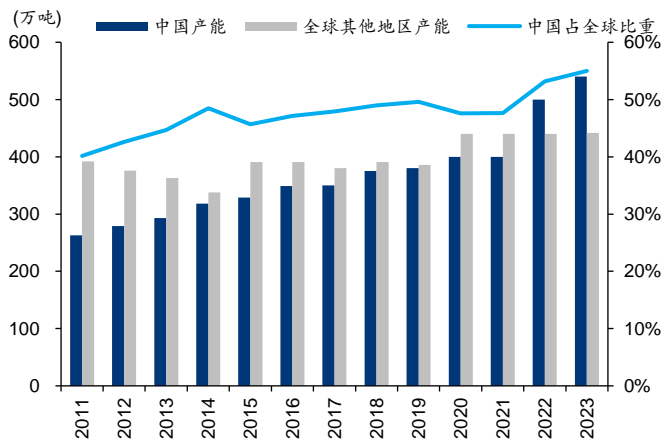
图表41：2020年国内涂料下游应用占比



资料来源：涂界，华泰研究

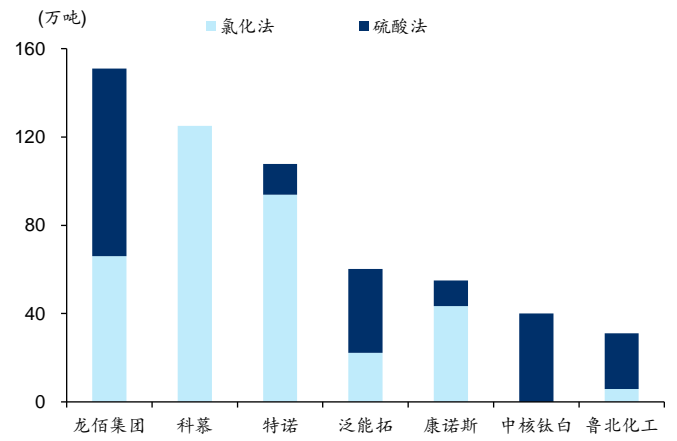
近年来，伴随国内硫酸法钛白粉成本优势提升及氯化法钛白粉技术不断进步，国内钛白粉占全球产能比重整体呈现增长态势，据龙佰集团2023年年报，23年全球钛白粉产能约982万吨，其中国内占全球比重已提升至55%左右（较2013年提升约10pct）。同时钛白粉头部企业竞争格局相对稳定，全球产能主要集中在龙佰集团、科慕、特诺等企业。

图表42：中国钛白粉产能及全球占比变化情况



资料来源：USGS，龙佰集团年报，华泰研究

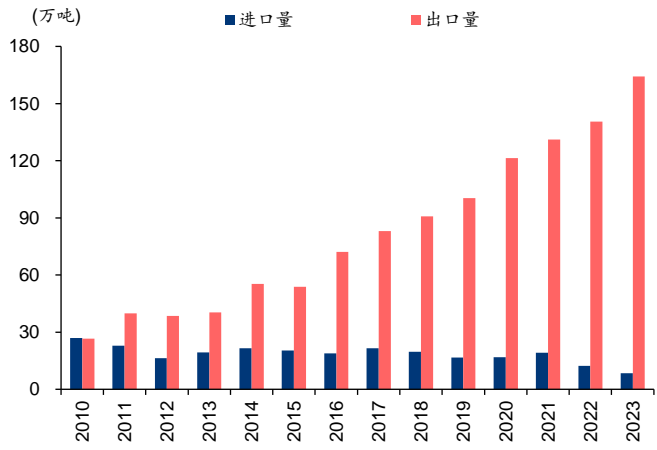
图表43：全球钛白粉头部企业产能情况（2023年）



资料来源：钛白粉产业技术创新战略联盟，百川盈孚，华泰研究

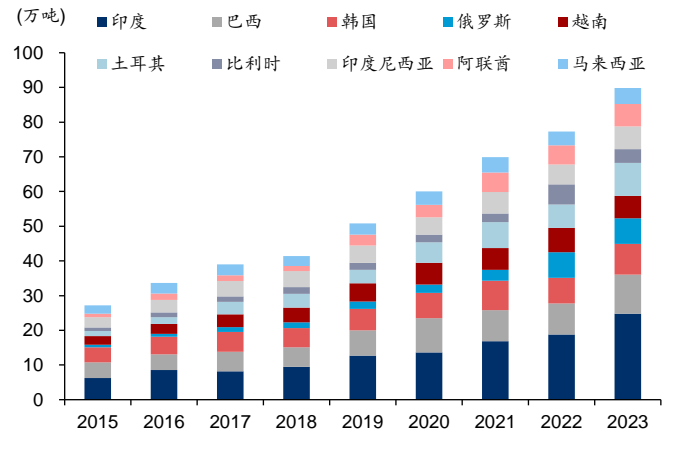
同时，近年来由于国内钛白粉品质的提升及成本竞争力的增强，国内钛白粉出口保持增长态势，据百川盈孚、海关总署，23年国内钛白粉产量约400万吨，出口量约164万吨，出口占比已超过4成，且13-23年出口CAGR达14%。从出口去向来看，中国钛白粉主要出口到印度、东南亚、南美、俄罗斯等国家和地区。阶段性而言，钛白粉下游地产领域需求相对偏弱，价格景气处于2017年以来偏低水平，但塑料制品领域及出口需求相对较好，叠加上游钛矿价格支撑，我们预计钛白粉价格下跌空间或有限，而国内制造优势或助力国内头部企业逐步抢占全球份额，看好头部企业的配置价值。

图表44：国内钛白粉出口持续增长



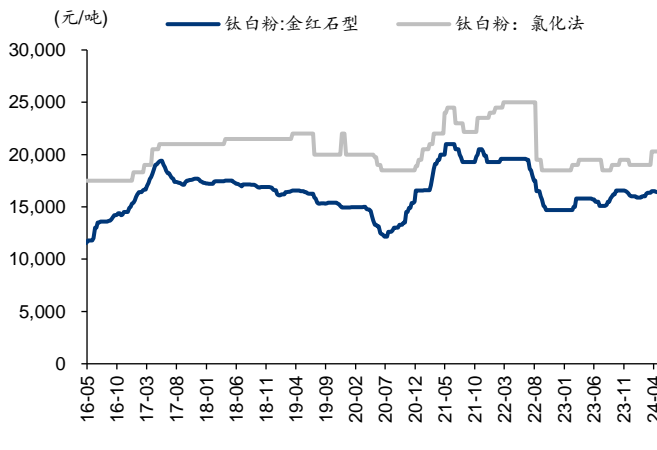
资料来源：海关总署，华泰研究

图表45：国内钛白粉出口去向前十的国家



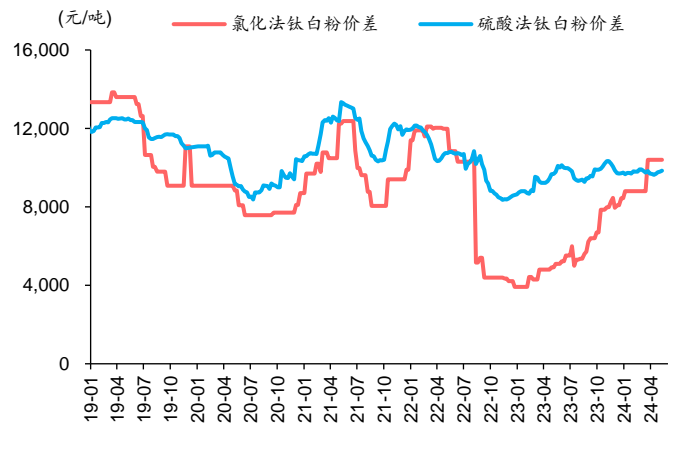
资料来源：海关总署，百川盈孚，华泰研究

图表46：国内钛白粉价格走势



资料来源：隆众资讯，百川盈孚，华泰研究

图表47：钛白粉价差走势

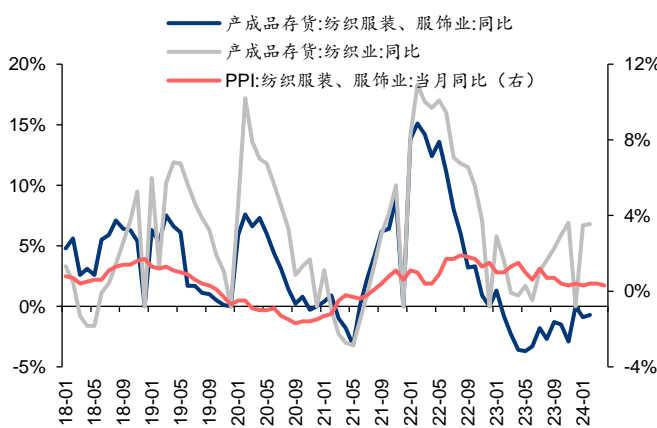


资料来源：隆众资讯，百川盈孚，华泰研究

化纤：国内外需求有望回暖，长丝景气或逐步复苏

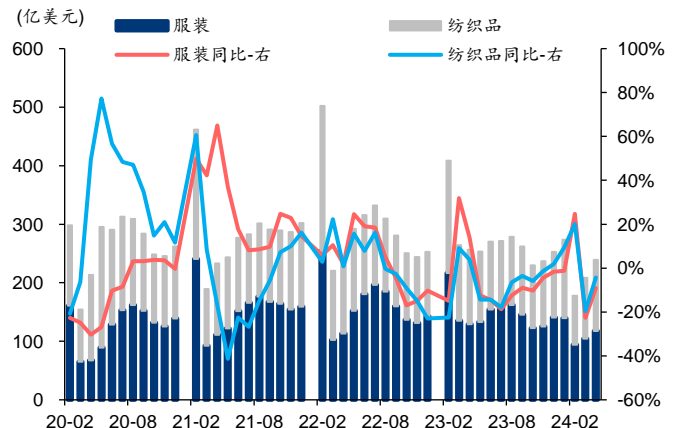
国内纺织服装方面，2023年以来国内纺服市场需求快速复苏，去库效果明显，库存压力有所缓解。但出口方面，2022年中国纺织服装主产地疫情逐步好转，在外需稳定的情况下，前期受阻的出口量得到充分释放，但23年以来海外服装品牌在经历了快速累库后，库存下降缓慢，进口需求一般，导致国内纺织服装出口承压，23Q4服装及纺织品出口金额在海外需求带动下同比改善，2024年3月我国服装和纺织品出口金额分别为117.4亿美元和121.9亿美元，同比-9.1%和-4.3%。

图表48：2018年至今我国纺织业库存同比走势



资料来源：国家统计局，Wind，华泰研究

图表49：中国纺织服装品出口金额

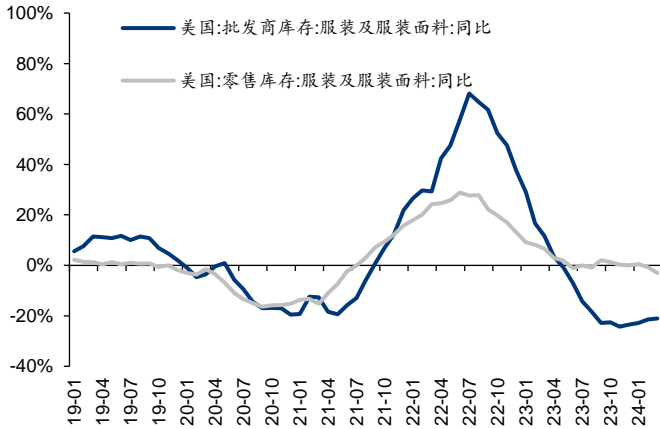


资料来源：中纤网，华泰研究

2021年下半年至2022年，终端销售较弱叠加采购计划提前，海外纺服行业经历了一波快速累库，据美国商务部普查局，美国服装及面料批发商库存和零售库存同比增速均于22年6-7月达到峰值，此后迅速回落。未来伴随终端逐渐复苏下，美国批发商和零售库存压力也逐步得到缓解，24年3月服装及服装面料零售/批发商库存同比-3%/-21%。

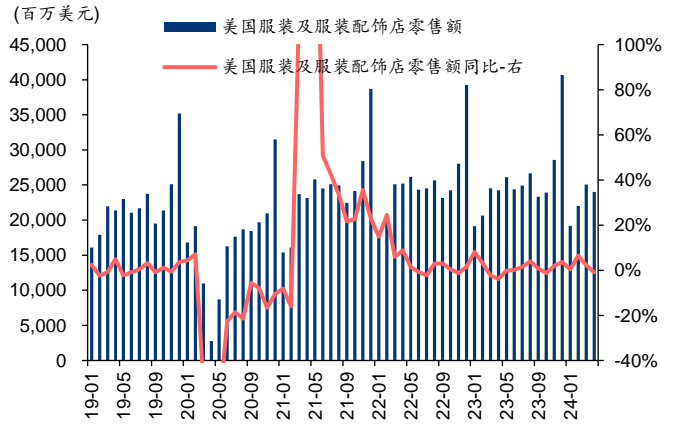
海外服装品牌看，包括Nike、Lululemon和优衣库等在内的国际知名服装品牌，自22年四季度存货价值达到峰值后普遍开始去库以缓解较大的库存压力。2024年一季度NIKE存货价值同比-13.2%至77.3亿美元，伴随终端销售恢复和库存水平持续优化，未来下订单节奏有望恢复正常。

图表50: 美国纺服批发商及零售库存同比走势



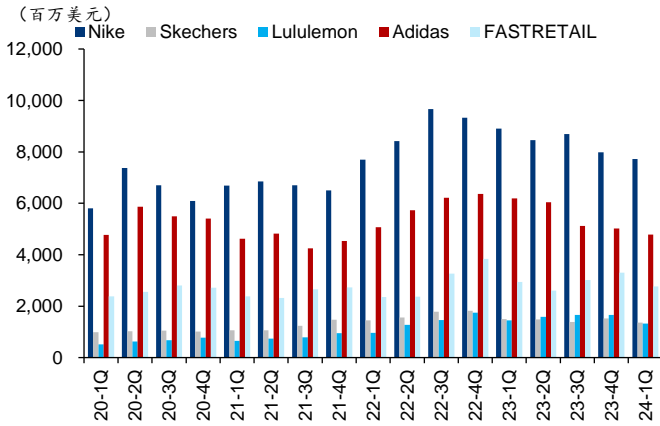
资料来源: Wind, 华泰研究

图表51: 美国服饰及配饰市场逐步回暖



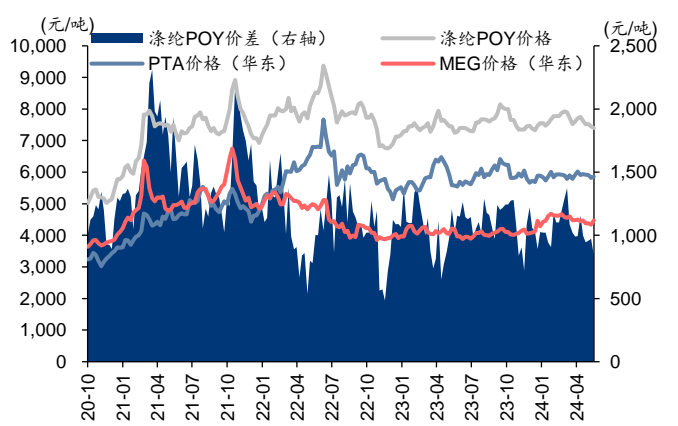
资料来源: Wind, 华泰研究

图表52: 海外服装品牌库存规模下滑



资料来源: Wind, 华泰研究

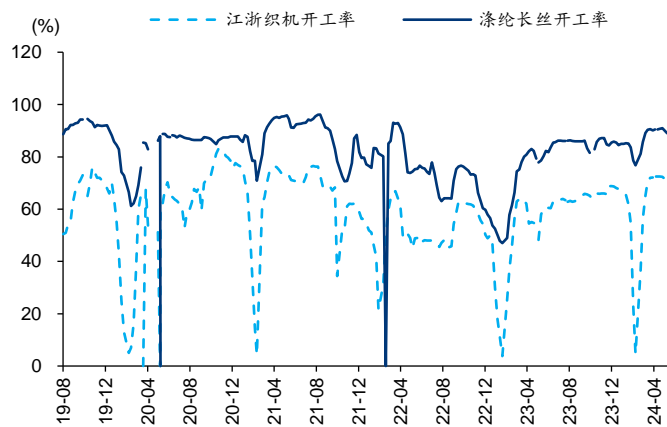
图表53: 涤纶长丝价格及价差走势



资料来源: Wind, 华泰研究

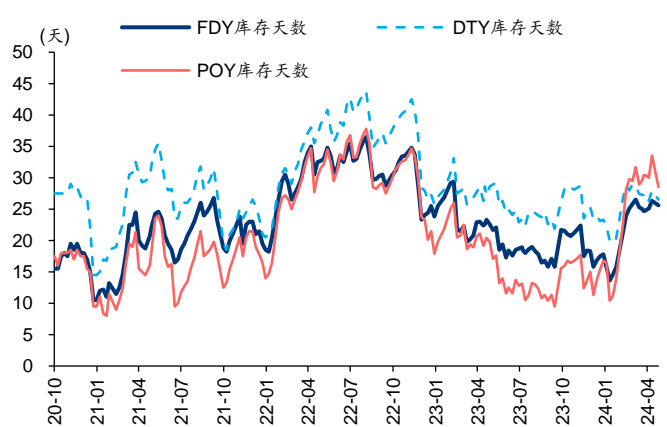
23Q2 以来，内需回暖叠加涤纶长丝直接出口量高增，涤纶长丝市场盈利持续改善。据百川盈孚，23 年我国涤纶长丝出口量为 335.4 万吨，同比增长 25.0%。24 年以来，涤纶长丝及下游织机开工率不断攀升，24 年 1-4 月我国涤纶长丝出口量为 101.5 万吨，同比下降 10.1%。

图表54：涤纶长丝及下游织机开工率有序复苏



资料来源：Wind，华泰研究

图表55：23年以来我国涤纶长丝库存持续去化



资料来源：Wind，华泰研究

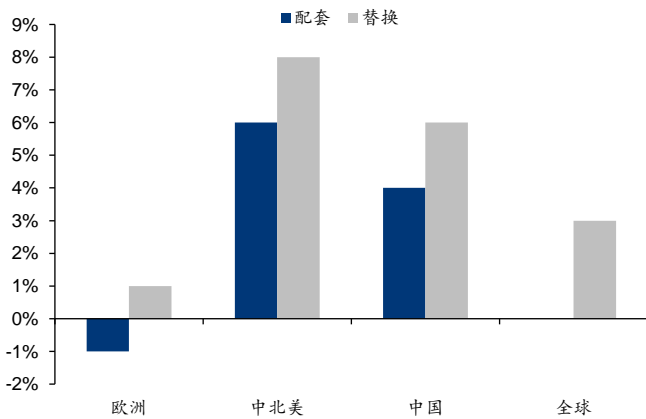
我们认为纺服及化纤行业受需求持续低迷影响，22年持续下行且处于低迷区域已久，后续伴随着海外纺服库存加速去化，知名服装品牌补库意愿预计增强，叠加国内需求回升以及涤纶行业集中度提升，龙头企业23年后扩产节奏放缓，纺服、化纤行业或将迎来景气改善。

化学制品：出海迎接良性供给格局，性价比开启“全球替代”

轮胎：迎接出海增量，性价比开启“全球替代”

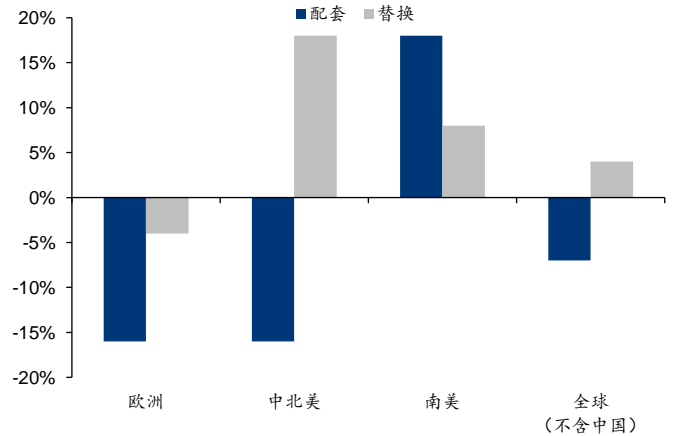
2024年以来中国汽车产销同比延续增长，汽车保有量在宽基数下对乘用车轮胎的消费需求亦有着积极支撑。美国方面得益于轮胎补库周期以及泰国半钢反倾销税率的下降，一季度轮胎需求与进口数量同样保持旺盛。据米其林公告，24Q1中北美半钢配套与替换需求分别增长6%/8%，全钢胎替换需求增长18%；中国半钢配套与替换需求分别增长4%/6%，2024年全年全球轮胎替换市场预计将增长3%。

图表56：24Q1半钢胎全球需求变化



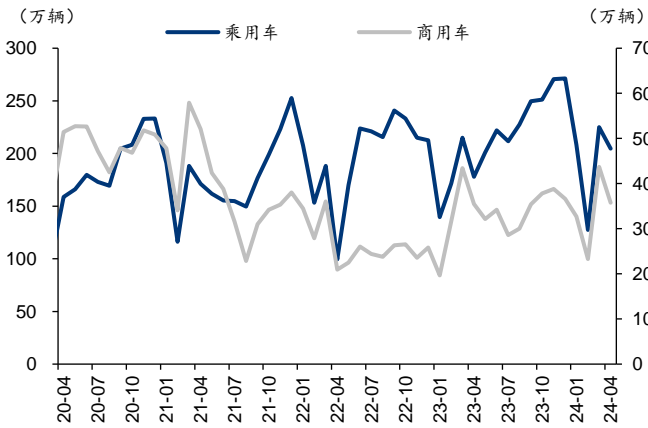
资料来源：米其林，华泰研究

图表57：24Q1全钢胎全球需求变化



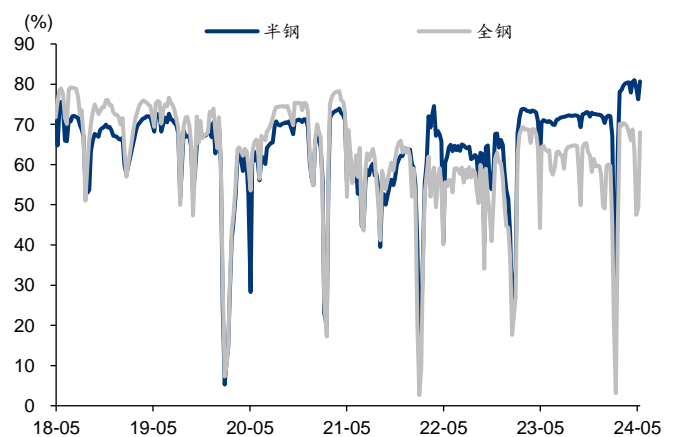
资料来源：米其林，华泰研究

图表58：中国汽车月度产量



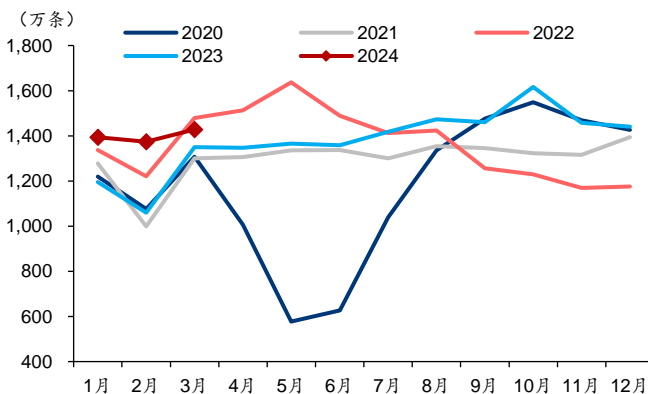
资料来源：Wind，中国汽车工业协会，华泰研究

图表59：中国汽车轮胎开工率



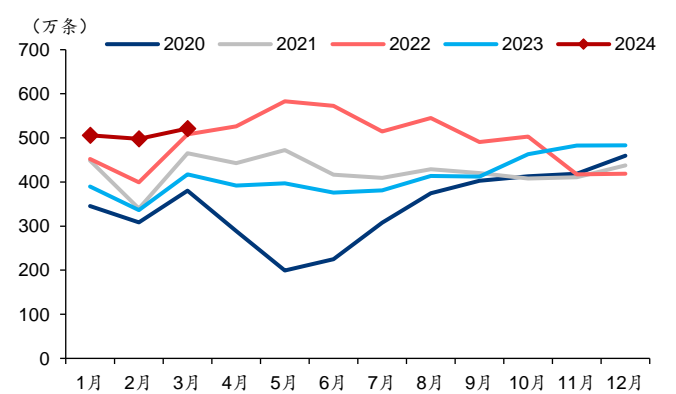
资料来源：Wind，中国橡胶信息贸易网，华泰研究

图表60：美国乘用车轮胎进口数量



资料来源：USITC，华泰研究

图表61：美国卡客车轮胎进口数量



资料来源：USITC，华泰研究

自全球公共卫生事件影响之后，受地缘政治局势紧张、供应链受阻、通货膨胀加剧等多重因素影响，欧美轮胎企业老旧产能竞争劣势进一步放大，欧美轮胎行业迎来减产、裁员、关厂潮，全球轮胎市场供需关系发生飞速变化。据不完全统计，2020年以来其林、固特异、普利司通等海外头部轮胎企业在欧美地区关停或减产的轮胎工厂超过15个，涉及轮胎类型以乘用车胎与卡客车轮胎为主。欧美企业的产能退出为中国企业进一步拓展海外市场、实现逆势扩张提供了有利机遇。

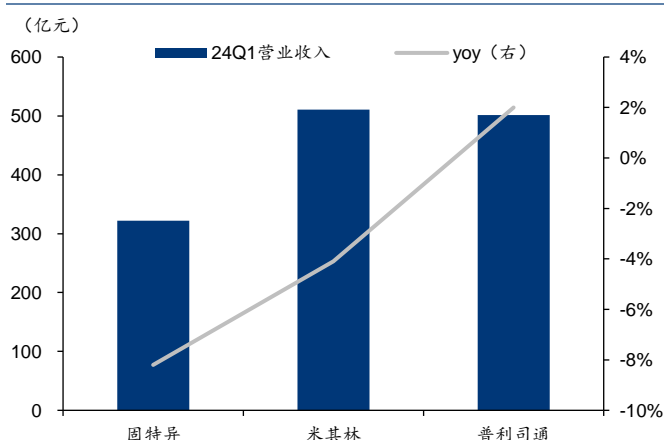
图表62：近年来海外部份关停工厂信息

相关企业	关停时间	关停工厂	生产轮胎类型
米其林	2020年3月	英国邓迪市轮胎工厂	小尺寸半钢胎
	2019年7月	德国班堡工厂	小车轮半钢胎
	2020年12月	德国哈尔施塔特	乘用车轮胎
	2019年10月	法国旺代省工厂	重型卡车轮胎
普利司通	2025年底	美国阿德莫尔轮胎厂	乘用车轮胎
	2024年2月	沈阳工厂	卡客车轮胎
	2021年	广东惠州工厂	卡客车轮胎
	2021年3月	法国白求恩工厂	乘用车轮胎
	2020年11月	南非伊丽莎白白工厂	农业斜交胎
	2023年6月	香港翻新胎工厂	飞机轮胎
	2023年10月	泰国兰实轮胎厂	乘用车胎和卡客车轮胎
大陆马牌	2023年5月	巴西圣安德雷工厂	乘用车轮胎
	2022年12月	德国亚琛工厂	轻型卡车轮胎
	2022年初	南非伊丽莎白白工厂	农用斜交胎
倍耐力	2021年	英国伯顿工厂	-
固特异	2020年4月	美国阿拉巴马州加兹登工厂	乘用车、轻卡轮胎
	2025年9月	富尔达工厂	乘用车、卡车、农用车胎
	2027年	菲尔斯滕瓦尔德工厂	-
固铂轮胎	2023年	英国 Melksham 轮胎厂	摩托车胎和赛车轮胎

资料来源：轮胎世界网，轮胎商务网，Tyrepresschina，炭黑产业网，车轱辘，华泰研究

在高通胀与高利率环境下，中国轮胎逐步赢得欧美消费者的青睐，国产轮胎正凭借性价比开启“全球替代”，出海行情下供给端也能够避免内卷。此消彼长之中24Q1多家外资轮胎企业盈利能力下滑，甚至出现亏损，如美国固特异一季度销售额下降8.2%，美洲地区销售降幅高达9.7%；轮胎霸主米其林销售同样出现罕见下滑，一季度收入降幅为4.6%。相比之下国内企业一季度表现亮眼，多家企业收入增幅超过25%，受益于市场高景气及国产品牌接受度的提高，中国轮胎企业业绩有望持续提升。

图表63：海外代表性轮胎企业24Q1经营情况



资料来源：各公司官网，华泰研究

图表64：国内代表性轮胎企业24Q1经营情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表65：中国轮胎企业情况梳理

	2024Q1	2023年	2022年	2021年		2023年	2022年	2021年	2020年
	归母净利润 (亿元)					海外公司净利润占比			
赛轮轮胎	10.3	30.9	13.3	13.1	赛轮轮胎	70%	84%	75%	91%
玲珑轮胎	4.4	13.9	2.9	7.9	玲珑轮胎	66%	251%	140%	71%
森麒麟	5.0	13.7	8.0	7.5	森麒麟	60%	71%	63%	84%
三角轮胎	2.9	14.0	7.4	6.0	三角轮胎	-	-	-	-
通用股份	1.5	2.2	0.2	0.1	通用股份	276%	1386%	1154%	96%
贵州轮胎	2.1	8.3	4.3	3.7	贵州轮胎	-	-	-	-
	2023年	2022年	2021年	2020年		2024Q1	2023年	2022年	2021年
	总产能 (万条/年)					在建工程 (亿元)			
赛轮轮胎	6980	6367	5835	4900	赛轮轮胎	11.2	8.6	18.8	14.4
玲珑轮胎	9095	8436	8206	7685	玲珑轮胎	67.4	75.8	77.0	51.4
森麒麟	3000	3000	2200	2200	森麒麟	6.9	4.3	5.0	19.2
三角轮胎	2688	2688	2688	2635	三角轮胎	0.9	0.8	2.1	3.9
通用股份	1198	861	907	839	通用股份	9.4	6.2	4.3	2.2
贵州轮胎	895	725	718	656	贵州轮胎	8.5	7.8	5.1	7.4

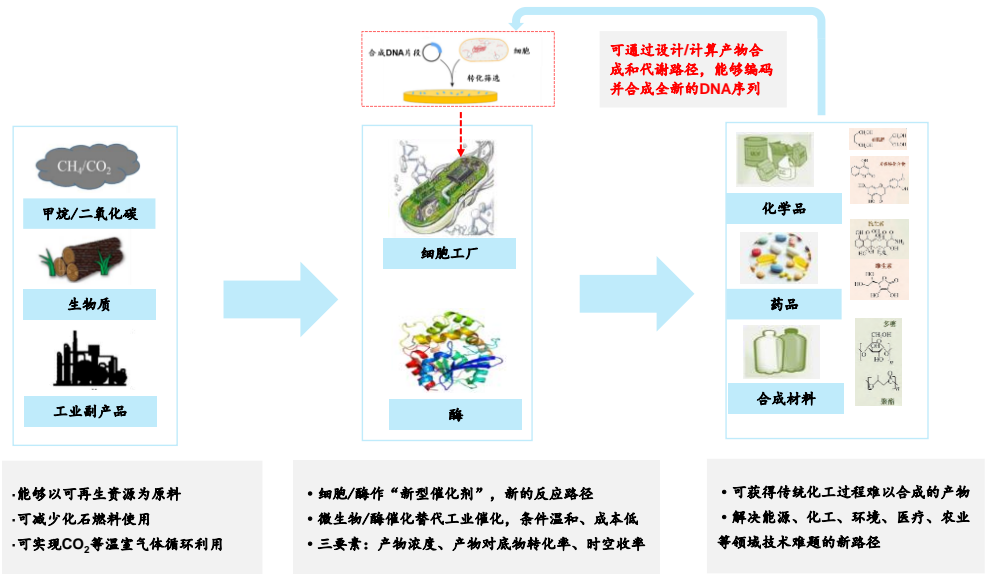
注：通用股份及贵州轮胎产能数据公告未披露，为公司 2018-2023 年年报披露产量数据；总产能数据仅包含以条口径汇算的半钢胎、全钢胎
 资料来源：Wind，各公司公告，华泰研究

合成生物等新技术有望带动化工新材料迎来突破良机

合成生物开启化合物生物合成新篇章，产业和政策引领下蓝海将至

合成生物技术以细胞代谢/酶催化替代传统化工过程，提供了化合物合成的新路径，集中解决了物质合成的三个重要问题：**(1) 生产过程利于碳中和**，通过微生物/酶催化以 CO₂、生物质、工业副产物等为底物，减少化石燃料使用，具备显著的环保和循环经济等优势；**(2) 降低生产成本**，生物发酵/酶催化的反应环境，通常温度、压力等条件更加温和，有助于节能降耗；**(3) 实现特殊结构和功能化合物的从头合成**，依托微生物代谢途径，有望获得传统化工过程难以合成的产物，且可通过遗传、代谢等途径的分析、计算和重新设计，预测、编码以及重头合成指导新物质生产的全新 DNA，实现新物质、新基因的创造。

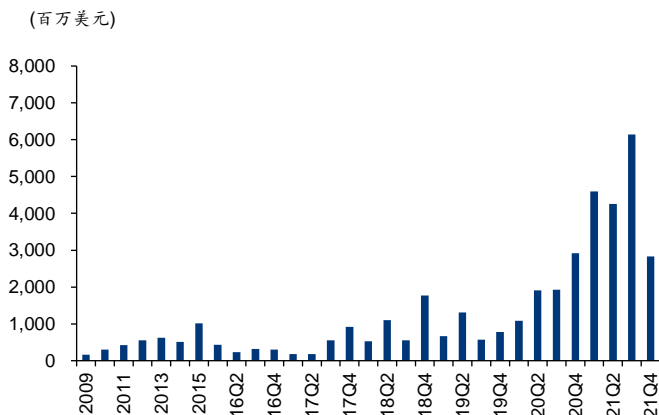
图表66：合成生物技术路径和优势简图



资料来源：《微生物细胞工厂生产化学品的研究进展-以几种典型小分子和大分子化学品为例》（郑煜堃等，2021年），华泰研究

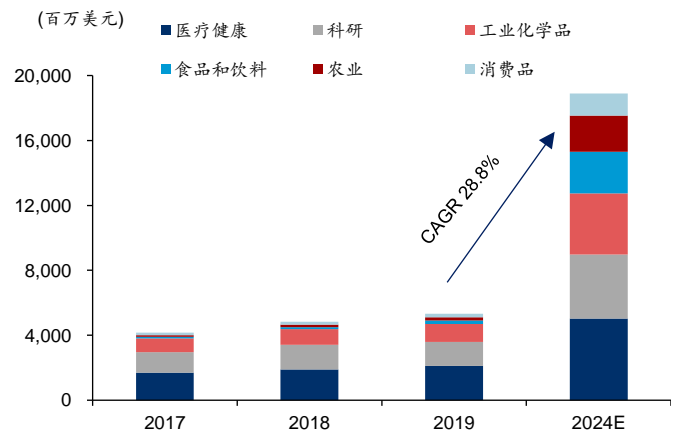
随着产业技术进步，合成生物制造近年来被世界主要经济体持续高度关注并加快部署。世界经合组织（OECD）预测至 2030 年，将有 35% 的化学品和其它工业产品来自生物制造，生物制造在生物经济中的贡献率将达到 39%。据 Synthetic biology，2009 年以来合成生物行业进入快速发展期，诸多传统化工和新兴企业均展开了合成生物领域的布局，合成生物技术企业全球融资规模不断扩张，2021 年创下约 180 亿美元的融资金额纪录。近年来合成生物产业各细分市场维持高增速水平，据 CB Insights 预计，2020-2024 年合成生物学市场规模年复合增长率将达到 28.8%，2024 年全球合成生物学市场规模有望达到约 189 亿美元。

图表67：合成生物学领域融资交易金额呈增长态势



资料来源：Synthetic biology，华泰研究

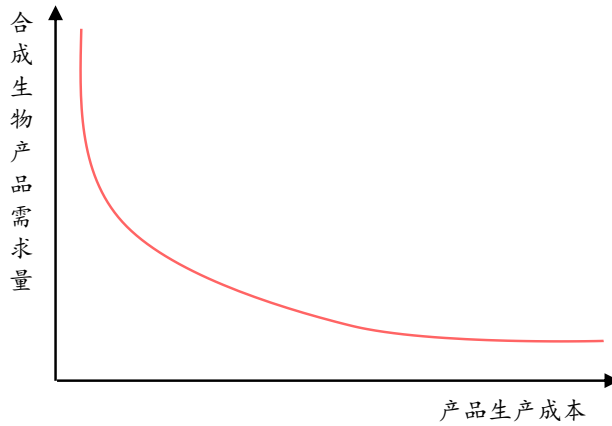
图表68：全球合成生物学市场规模及预测



资料来源：CB Insights，华泰研究

通过合成生物技术生产基础化工品，若能够实现合成生物法的成本低于甚至显著低于传统化学法，有望带来相应化工品市场规模的指数级增长。

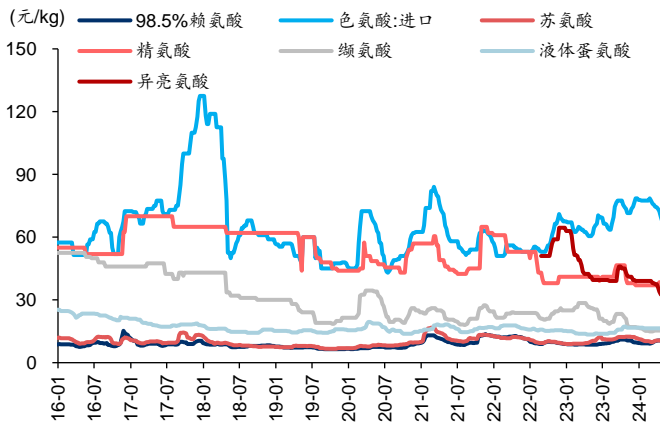
图表69：合成生物生产化工品的成本下降和需求空间变化示意图



资料来源：华泰研究

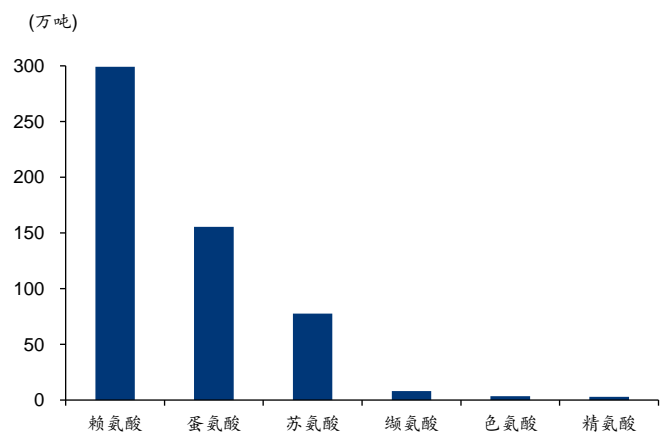
我们认为，合成生物对于氨基酸行业而言：一方面，对于大品种氨基酸，如赖氨酸、苏氨酸、蛋氨酸等，有望依托合成生物技术进一步降低生产成本，助力产品盈利空间进一步扩张；另一方面，对于缬氨酸、色氨酸、精氨酸和异亮氨酸等一些小品种的氨基酸，由于传统化工法或者酶法等生产工艺成本高企，导致产品价格较高，限制了其作为饲料氨基酸配方的使用，导致目前产品市场规模显著低于赖氨酸、苏氨酸和蛋氨酸等成本和价格较低的品种。我们认为合成生物技术为降低氨基酸的生产成本和价格提供了新思路，若行业企业通过合成生物技术实现产品更低成本的生产，未来有望驱动缬氨酸、色氨酸、精氨酸和异亮氨酸等小品种氨基酸需求的快速扩张，进而打开市场增长的天板。

图表70：几种主要的饲料氨基酸价格走势



资料来源：Wind，博亚和讯，华泰研究

图表71：几种主要的饲料氨基酸全球市场规模对比



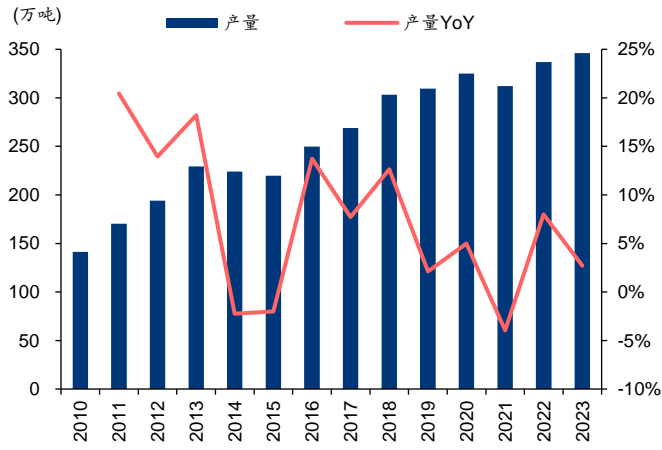
注：1) 赖氨酸和苏氨酸市场规模为博亚和讯 21 年全球需求量数据；2) 蛋氨酸为秣宝网 22 年全球需求量数据；3) 缬氨酸市场规模为中国生物发酵产业协会预测的 23 年全球需求量数据；4) 色氨酸和精氨酸市场规模为立木咨询预测的 23 年全球需求量数据

资料来源：博亚和讯，秣宝网，立木咨询，中国生物发酵产业协会，华泰研究

大品种氨基酸供给格局优化，豆粕减量替代驱动需求持续增长

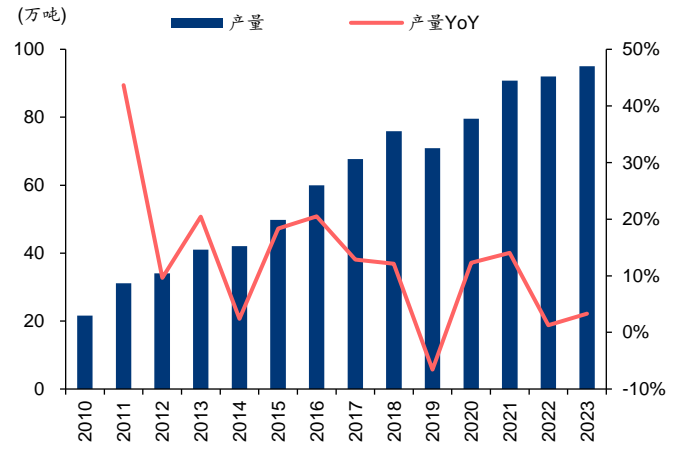
赖氨酸、苏氨酸是目前养殖领域实现大规模应用的两种主要的氨基酸，而赖氨酸和苏氨酸生产工艺均主要是发酵技术。据博亚和讯，23 年全球赖氨酸和苏氨酸产量分别约 346 万吨和 95 万吨，11-23 年需求复合增速分别达到 7% 和 12%，主要受益于饲料领域需求增长。

图表72：全球赖氨酸产量及增速



资料来源：博亚和讯，梅花生物年报，华泰研究

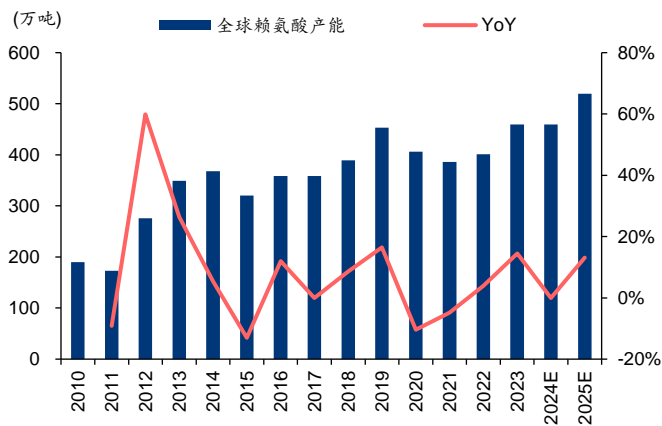
图表73：全球苏氨酸产量及增速



资料来源：博亚和讯，梅花生物年报，华泰研究

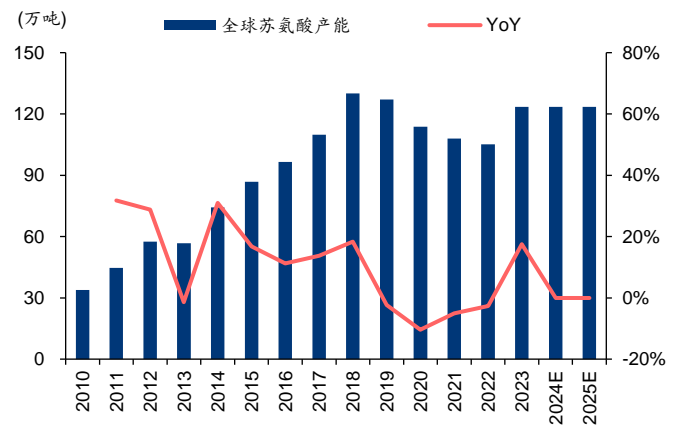
2019年之前全球赖氨酸、苏氨酸产能无序扩张和洗牌阶段基本结束。据博亚和讯，赖氨酸方面，19年全球产能达到约453万吨（12-19年CAGR达13%），而20-22年由于疫情及海外供应链问题等因素，部分产能退出，21年底全球产能约386万吨（较19年减少67万吨，降幅15%），且23-25年新增产能主要系现有头部企业扩产（无新进入者，头部企业份额继续提升）；苏氨酸方面，18年全球产能约130万吨（11-18年CAGR超过10%），而19-22年行业进入供给优化阶段，22年底全球产能缩减至约105万吨（较18年减少25万吨，降幅17%），23-25年仅梅花生物于23年新增投产25万吨产能，亦为现有头部企业扩产，且行业经过长期洗牌后，19年以来全球产能CR3占比保持80%以上。

图表74：全球赖氨酸产能增长情况



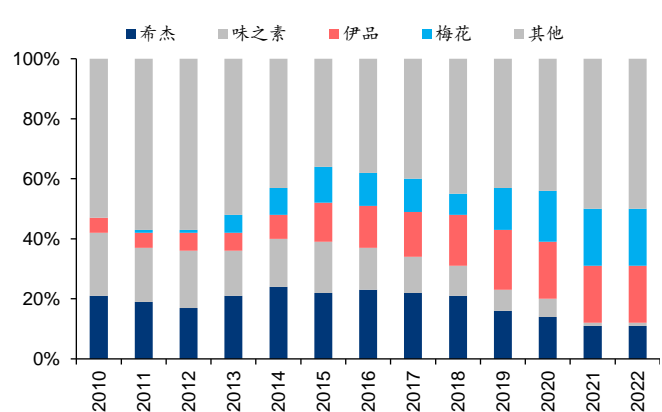
资料来源：博亚和讯，梅花生物年报，华泰研究

图表75：全球苏氨酸产能增长情况



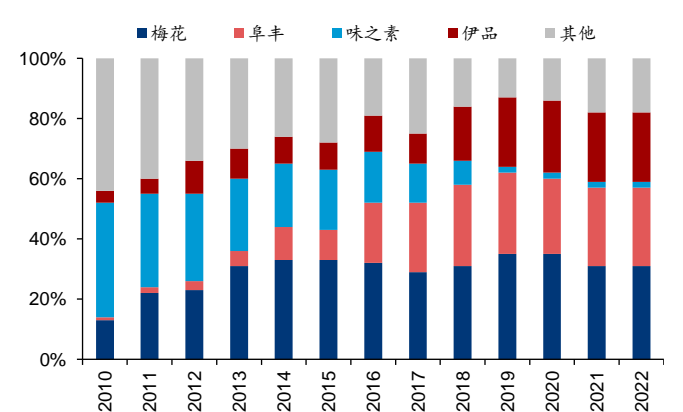
资料来源：博亚和讯，梅花生物年报，华泰研究

图表76：全球赖氨酸主要企业产能占比变化



资料来源：博亚和讯，华泰研究

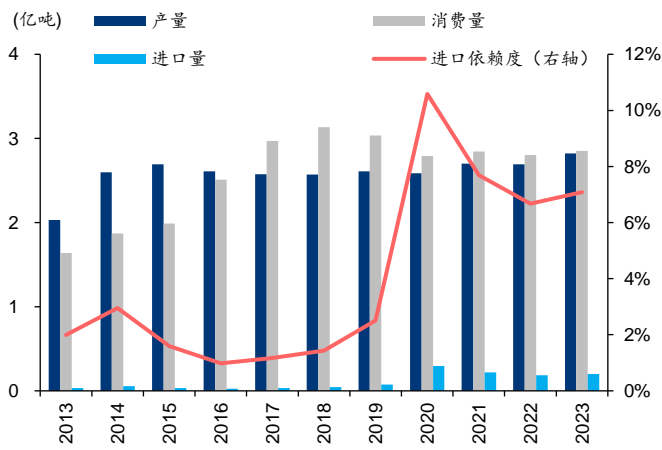
图表77：全球苏氨酸主要企业产能占比变化



资料来源：博亚和讯，华泰研究

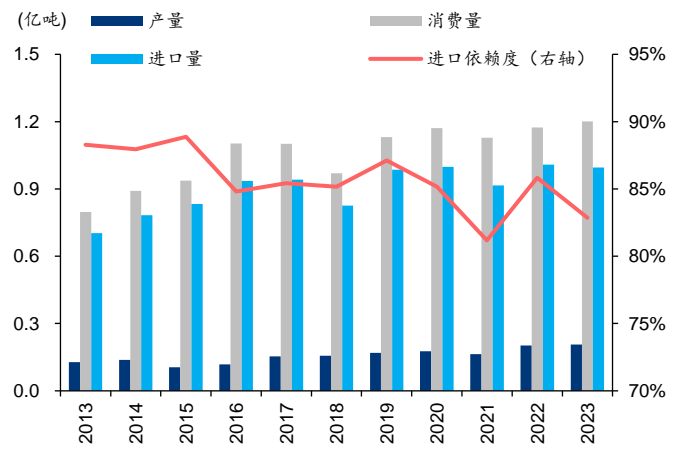
氨基酸需求方面，由于气候条件和土壤状况等原因，我国用作能量饲料的玉米自给率高，而用作蛋白饲料的豆粕的原料大豆进口依赖度居高不下。据汇易网，13-23年国内大豆进口依赖度维持80%以上。由于大豆进口依赖度高，我国饲料原料的结构性短缺成为亟待解决的重要课题。为应对外部供应的不确定性和保障粮食安全，同时促进养殖行业降本增效等需求，近年来我国农业农村部不断推进豆粕减量替代工作，推广低蛋白质日粮饲料技术。据中国畜牧兽医报，2022年我国饲用豆粕在饲料消耗中的占比已下降至14.5%（较2017年减少3.3pct），相当于节省豆粕1400万吨（折合大豆约1800万吨）。2023年4月，农业农村部发布《饲用豆粕减量替代三年行动方案》，进一步明确豆粕减量替代的目标和路径，23-25年饲料中豆粕用量占比每年需下降0.5pct以上，至25年需下降至13%以下，由于豆粕中氨基酸含量占比较高，豆粕使用量的下降将促进饲料氨基酸需求的增长。

图表78：我国玉米自给率高



资料来源：Wind，汇易网，华泰研究

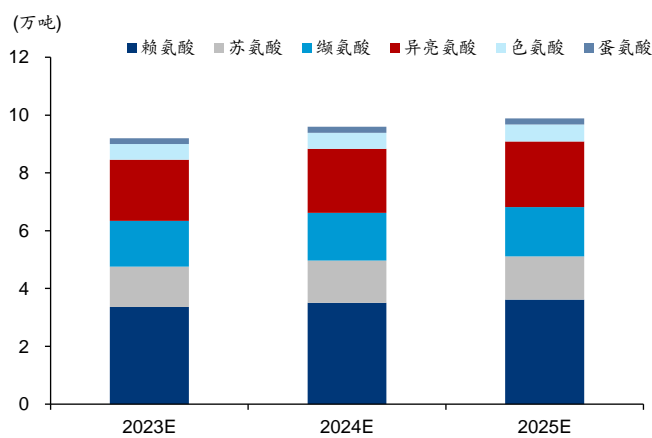
图表79：我国大豆进口依赖度高



资料来源：Wind，汇易网，华泰研究

参考华泰研究于23年11月6日发布的研报《氨基酸景气向上，平台化驱动成长》中的测算，根据农业农村部《饲用豆粕减量替代三年行动方案》，假设23/24/25年豆粕占饲料用量比重逐年降0.5pct，分别为14.0%/13.5%/13.0%，将有望驱动赖氨酸/苏氨酸/缬氨酸/异亮氨酸/色氨酸/蛋氨酸等氨基酸产品的需求持续增长，6种氨基酸产品23-25年的理论需求量合计每年将新增近10万吨，且若未来豆粕实际用量占比每年下降超过0.5pct，或者考虑杂粕用量亦可由氨基酸部分替代等因素，豆粕减量替代对氨基酸实际需求增量带动将更显著。

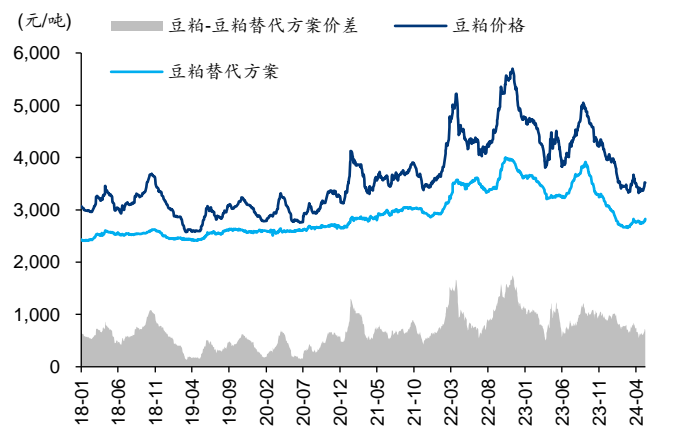
图表80：豆粕减量替代贡献23-25年氨基酸理论需求增量测算



注：预测数据引自华泰研究于2023年11月6日发布的研报《氨基酸景气向上，平台化驱动成长》

资料来源：博亚和讯，农业农村部，华泰研究预测

图表81：豆粕减量替代方案相较豆粕的价差比较

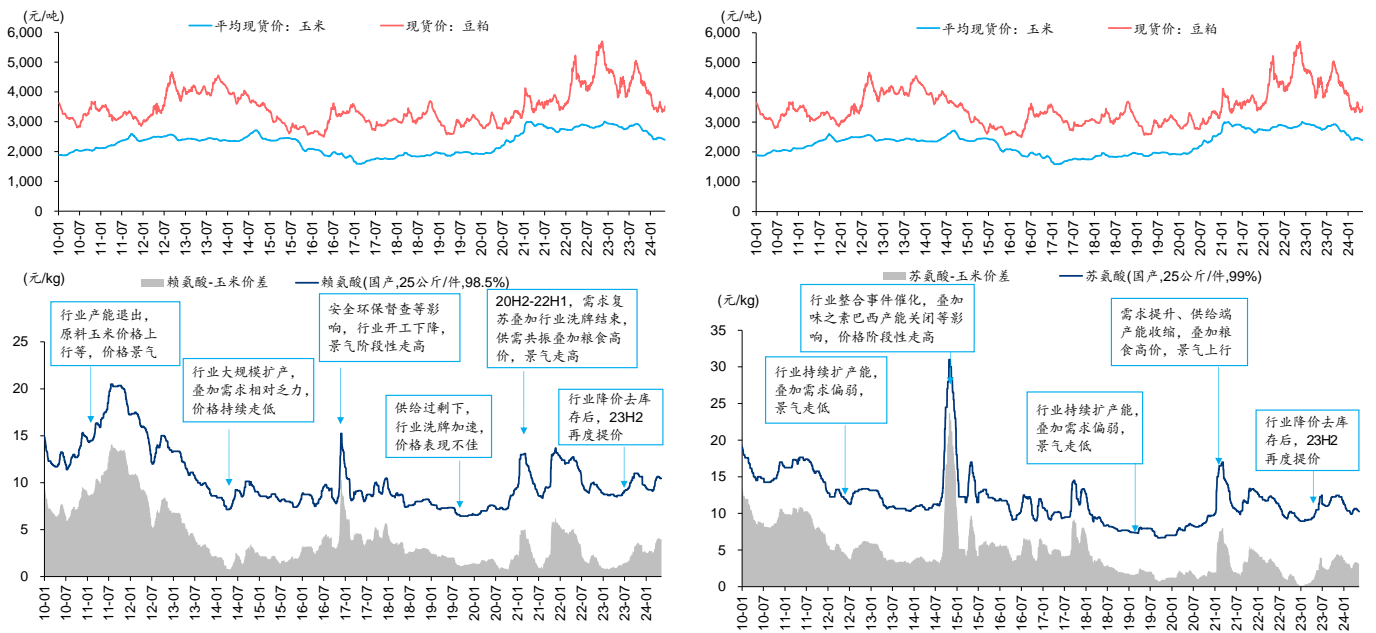


注：豆粕替代方案按照菜粕:棉粕:DDGS=1:1:1、赖氨酸/苏氨酸/缬氨酸蛋氨酸/色氨酸添加量分别为1.46%/0.61%/0.69%/0.09%/0.23%的配比计算

资料来源：博亚和讯，华泰研究

由于行业大规模扩产、企业无序竞争等因素，除去安全环保检查等导致的阶段性景气上行（如 2017 年）外，11-20 年赖氨酸、苏氨酸行业景气整体呈下行态势，20 年以来伴随行业洗牌完毕，以及疫情后需求复苏和玉米成本高价等驱动，赖氨酸、苏氨酸市场整体迎来景气改善，虽 22H2-23H1 因需求走弱和行业降价去库存等因素导致价格阶段性回落，但 23H2 以来粮价高位以及库存去化后需求回升等驱动下，产品景气再度迎来上行，24 年初以来由于海外需求支撑等，赖氨酸和苏氨酸价格价差仍保持相对景气，考虑未来良好的需求前景和竞争格局，我们认为赖氨酸和苏氨酸产品盈利中枢有望得到改善（尤其是苏氨酸）。

图表82：赖氨酸、苏氨酸价格历史复盘

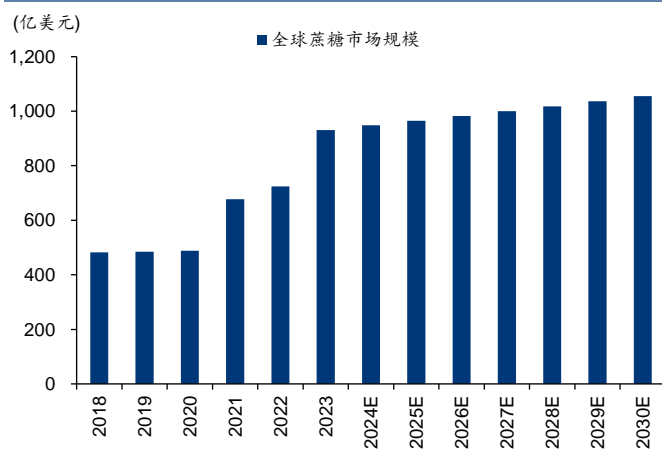


资料来源：博亚和讯，百川盈孚，华泰研究

代糖：全球“减糖化”大势所趋，需求前景持续向好

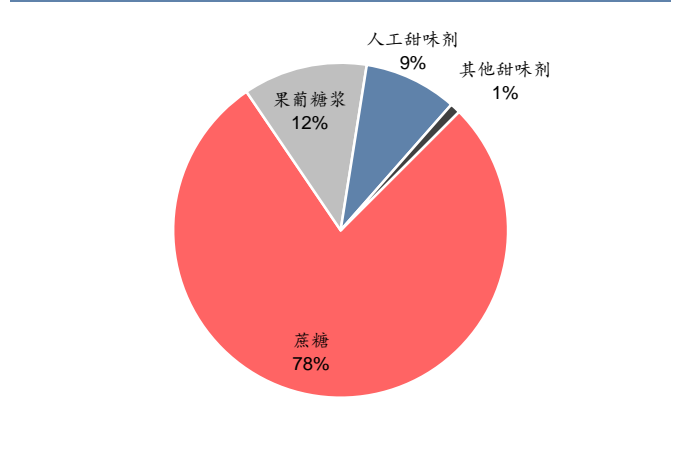
近年来，健康生活方式深入人心，过多摄入蔗糖所带来的龋齿、肥胖、糖尿病和高胆固醇血症等疾病的患病风险引发关注，“减糖化”逐渐成为全球共识，成为全球食品生产和消费发展的重要趋势。“减糖化”大背景下，能够带来甜味但能量低于蔗糖或不含能量的甜味剂成为主要替代品，市场前景广阔。据世界银行和美国农业部，2023 年全球蔗糖消费量约为 1.79 亿吨，市场规模约为 931 亿美元，此外据《健康中国饮料食品减糖行动白皮书(2021)》，2020 年全球市场甜味剂（含天然和人工）渗透率仅为 10%，未来还有广阔的替代空间。

图表83：全球蔗糖市场规模（2018-2030E）



资料来源：世界银行，美国农业部，华泰研究

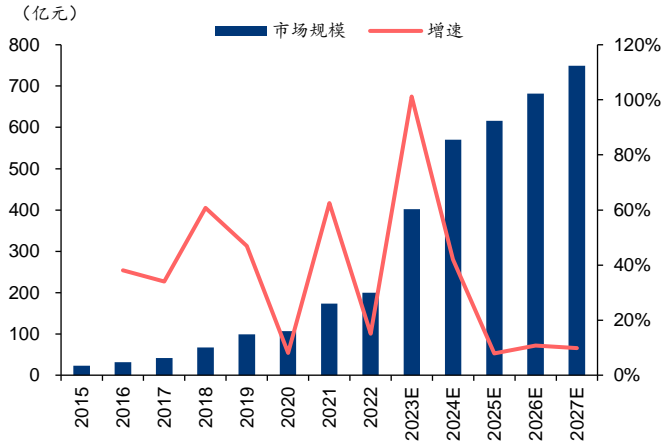
图表84：全球糖和甜味剂市场结构（2020 年）



资料来源：《健康中国饮料食品减糖行动白皮书（2021）》，华泰研究

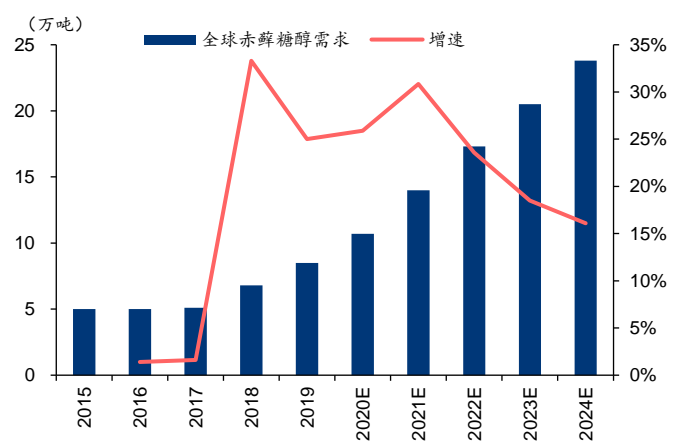
代糖按照来源可分为人工甜味剂、天然甜味剂和糖醇类甜味剂等，目前我国以人工甜味剂为主，包括三氯蔗糖、阿斯巴甜、糖精等。代糖的下游主要应用领域包括无糖软饮、烘焙食品等，其中无糖饮料占比超 50%。近年来随着无糖化、低糖化要求的提高，无糖饮料得到迅速发展。据尼尔森 IQ，2023 年中国无糖饮料行业市场规模同比增长 26%至 241 亿元。我们预计随着经济复苏，无糖饮料需求的增长有望带动代糖需求增长。

图表 85：中国无糖饮料行业市场规模



资料来源：艾媒咨询，华泰研究

图表 86：全球赤藓糖醇需求 (2015-2024E)



资料来源：沙利文，华泰研究

天然甜味剂和人工甜味剂二者在食品工业中起到不同的作用，以满足消费者多样化需求。天然甜味剂更多地满足消费者对于安全和健康的需求，是目前代糖行业产品迭代的主要方向，但天然甜味剂糖度普遍低于蔗糖或与蔗糖差距不大，糖价比偏低，对于食品工业而言单独使用难以满足性价比或成本需求，因此行业主流趋势仍是以高倍人工甜味剂与低倍天然甜味剂复配综合使用。

图表 87：主要甜味剂品种特性介绍

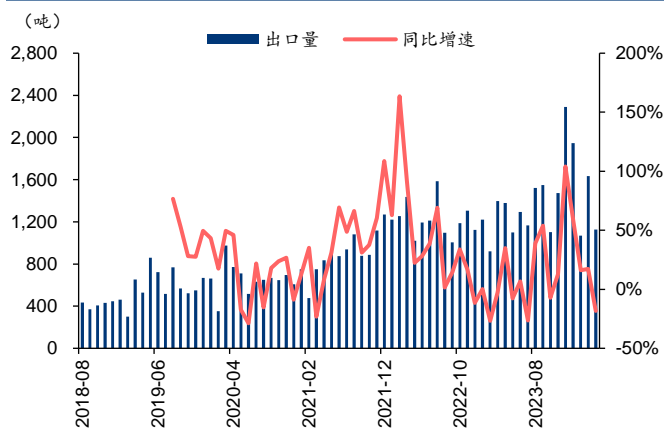
所属类别	甜味剂	甜度 (相较于蔗糖)	卡路里	口感特性	对使用量的规定	不致龋齿	不致腹泻	来源
天然甜味剂	山梨糖醇	60%-70%	3	清凉感	不受限制	√		氢化法
	木糖醇	1.2 倍	2	微清凉感	不受限制	最佳		微生物发酵法
	麦芽糖醇	75%-95%	2	柔和	不受限制	√		微生物发酵法
	赤藓糖醇	70%-80%	0	纯正	不受限制	√		微生物发酵法
	甜菊糖	250-450 倍	0	甘草味和薄荷纯味，苦涩味重	受一定限制	√	√	植物提取
	D-阿洛酮糖	70%	0	柔和，与蔗糖非常相似	不受限制	√	√	微生物发酵法
人工甜味剂	阿斯巴甜	200 倍	4	纯正	受一定限制，苯丙酮尿症慎用	√		有机化学合成
	安赛蜜	200 倍	4	金属味，苦	受一定限制	√		有机化学合成
	三氯蔗糖	600 倍	0	较纯正	受一定限制	√		有机化学合成

资料来源：《食糖与代糖的博弈及发展趋势分析，陆婉遥等，2021 年 6 月》，艾瑞咨询，华泰研究

23年7月，世界卫生组织公布将阿斯巴甜列为2B类可能致癌物，综合考虑性价比、口感、安全性等因素，天然甜味剂赤藓糖醇、人工甜味剂三氯蔗糖脱颖而出，近年来行业增速增长较快。同时，我们建议关注以阿洛酮糖为代表的新品种，阿洛酮糖作为新一代天然代糖，除具备性价比高、不升糖、0热量的特性之外，且具有能有效抑制肥胖和缓解2型糖尿病等优势，已于2019年被美国FDA认可为安全食品（不作为食品添加剂被限制使用量）。2023年5月，我国卫健委将“D-阿洛酮糖-3-差向异构酶”列入食品工业用酶制剂新品种，而D-阿洛酮糖作为新食品原料的申请正在受理中，若能够通过审批，有望驱动代糖进一步发展。

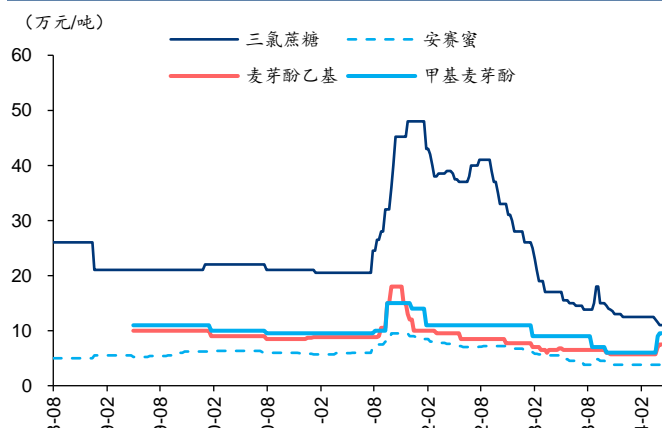
传统甜味剂方面，23年初以来由于行业去库存等因素，三氯蔗糖、安赛蜜等产品及原料价格都处于2018年以来较低位。24年来，麦芽酚在成本端压力下主流企业有所挺价。我们认为伴随国内下游需求回暖以及海外去库存接近尾声，未来有望价格和销量均迎来增长，企业的盈利水平亦将逐渐改善。

图表88：中国三氯蔗糖出口量



资料来源：海关总署，华泰研究

图表89：中国代糖产品价格处于低位



资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表90：重点推荐公司一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价	目标价 (当地币种)	市值 (百万) (当地币种)	EPS (元)				PE (倍)			
						2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
中国海油	600938 CH	买入	28.34	37.80	1,348,042	2.60	3.00	3.16	3.25	10.90	9.45	8.97	8.72
中国海洋石油	883 HK	买入	19.62	28.05	933,260	2.60	3.00	3.16	3.25	6.87	5.95	5.65	5.50
中国石化	600028 CH	买入	6.42	9.30	781,569	0.50	0.62	0.63	0.64	12.84	10.35	10.19	10.03
中国石油化工股份	386 HK	买入	5.10	6.81	620,872	0.50	0.62	0.63	0.64	9.29	7.49	7.37	7.26
万华化学	600309 CH	买入	88.71	115.74	278,527	5.36	6.43	7.76	8.59	16.55	13.80	11.43	10.33
巨化股份	600160 CH	买入	23.52	27.72	63,498	0.35	0.99	1.32	1.65	67.20	23.76	17.82	14.25
卫星化学	002648 CH	增持	18.44	20.79	62,118	1.42	1.89	2.22	2.43	12.99	9.76	8.31	7.59
赛轮轮胎	601058 CH	买入	15.33	21.28	50,407	0.94	1.33	1.46	1.61	16.31	11.53	10.50	9.52
森麒麟	002984 CH	买入	25.06	49.32	25,763	1.85	2.74	3.25	3.83	13.55	9.15	7.71	6.54
梅花生物	600873 CH	买入	11.26	14.56	32,122	1.08	1.12	1.28	1.38	10.43	10.05	8.80	8.16
华恒生物	688639 CH	买入	105.35	138.60	16,597	2.85	4.20	5.48	6.79	36.96	25.08	19.22	15.52
金禾实业	002597 CH	增持	22.54	26.20	12,847	1.24	1.31	1.53	1.77	18.18	17.21	14.73	12.73

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表91：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
中国海油 (600938 CH)	24Q1 归母净利润 397 亿元，同比+24%，给予 A/H 股“买入/买入”评级 中国海油于 4 月 25 日发布一季报，实现营收 1115 亿元，同比/环比+14.1%/+1.5%，归母净利润 397 亿元（扣非后 395 亿元），同比/环比+24%/+52%（扣非后同比/环比+26%/+34%）。我们预计公司 24-26 年归母净利润 1429/1502/1547 亿元，对应 EPS3.00/3.16/3.25 元（基于港币汇率 0.91，分别为 3.30/3.47/3.57 港元），结合 A/H 股可比公司估值（Wind、Bloomberg 一致预期 24 年平均 11.7/8.0 倍 PE），考虑公司新项目成长性，给予公司 24 年 12.6x/8.5xPE，A/H 目标价 37.8 元/28.05 港元，给予“买入/买入”评级。 风险提示：国际油价波动风险；新项目投产进度不达预期风险。 报告发布日期：2024 年 04 月 26 日
中国海洋石油 (883 HK)	持续增储上产，Q1 净利同环比高增

股票名称	最新观点
中国石化 (600028 CH)	<p>24Q1 归母净利润 183.2 亿元/同比-8.9%，维持 A/H 股“买入”评级</p> <p>中国石化 4 月 28 日发布一季报，24Q1 实现营收 7899.7 亿元，yoy-0.2%/qoq+6.4%，实现归母净利润 183.2 亿元（扣非后 181.9 亿元），yoy-8.9%/qoq+144.3%（扣非后 yoy-7.8%/qoq+74.6%）。我们预计公司 24-26 年归母净利润 750/769/781 亿元，对应 EPS 为 0.62/0.63/0.64 元，以 0.91 港币汇率折算，结合 A/H 股可比公司 Wind、Bloomberg 一致预期 24 年 12.5x/9.3xPE，考虑公司氢能及新材料领域转型升级，给予 24 年 15x/10xPE，对应 A/H 股目标价 9.3 元/6.81 港元，均维持“买入”评级。</p> <p>风险提示：国际油价波动风险；石化行业竞争格局恶化风险。</p> <p>报告发布日期：2024 年 04 月 28 日</p> <p>点击下载全文：中国石化(386 HK,买入;600028 CH,买入): Q1 净利同比略降，天然气降本增量</p>
中国石油化工股份 (386 HK)	<p>24Q1 归母净利润 42 亿元，维持“买入”评级</p> <p>万华化学 4 月 18 日发布 24 年一季报，实现营收 462 亿元，yoy+10.1%/qoq+7.8%，归母净利润 42 亿元（扣非 41 亿元），yoy+2.6%/qoq+1.1%（扣非后 yoy+3.5%/qoq+2.9%）。我们预计公司 24-26 年归母净利 202/244/270 亿元，对应 EPS 为 6.43/7.76/8.59 元，结合可比公司 24 年 Wind 一致预期平均 14xPE，考虑公司聚氨酯龙头地位和新项目成长性，给予公司 24 年 18xPE，目标价 115.74 元，维持“买入”评级。</p> <p>风险提示：下游需求不及预期；新项目进度不及预期；原材料价格波动。</p> <p>报告发布日期：2024 年 04 月 18 日</p> <p>点击下载全文：万华化学(600309 CH,买入): Q1 净利同环比略增，新项目逐步兑现</p>
万华化学 (600309 CH)	<p>24Q1 归母净利润 3.1 亿元，维持“买入”评级</p> <p>巨化股份 4 月 25 日发布 24 年一季报，实现营收 54.7 亿元，yoy+19.5%，归母净利 3.1 亿元（扣非后 2.9 亿元），yoy+103%（扣非后 yoy+118%）。我们预计公司 24-26 年归母净利润 26.7/35.7/44.6 亿元，对应 EPS0.99/1.32/1.65 元，参考可比公司 24 年 Wind 一致预期平均 28xPE，给予公司 24 年 28xPE，目标价 27.72 元，维持“买入”评级。</p> <p>风险提示：下游需求持续低迷风险，新项目投产进度不达预期风险。</p> <p>报告发布日期：2024 年 04 月 25 日</p> <p>点击下载全文：巨化股份(600160 CH,买入): Q1 净利同比高增，制冷剂景气回升</p>
巨化股份 (600160 CH)	<p>24Q1 归母净利润 10.2 亿元，同比+47%，维持“增持”评级</p> <p>公司 4 月 22 日发布一季报，实现营收 88 亿元，同比-7%/环比-17%，归母净利 10.2 亿元（扣非后 10.6 亿元），同比+47%/环比-27%（扣非后同比+38%/环比-19%）。我们预计公司 24-26 年归母净利润 64/75/82 亿元，对应 EPS 1.89/2.22/2.43 元，结合可比公司估值（24 年 Wind 一致预期平均 11xPE），给予公司 24 年 11xPE，目标价 20.79 元，维持“增持”评级。</p> <p>风险提示：新项目进展不及预期；原材料价格波动，下游需求不及预期。</p> <p>报告发布日期：2024 年 04 月 22 日</p> <p>点击下载全文：卫星化学(002648 CH,增持): Q1 净利同比高增，新项目稳步推进</p>
卫星化学 (002648 CH)	<p>23 年归母净利润 30.91 亿元，大幅增长 132%，维持“买入”评级</p> <p>赛轮轮胎于 4 月 26 日发布 23 年年报与 24 年一季报，23 年实现营收 259.78 亿元，yoy+18.61%；归母净利润 30.91 亿元（扣非 31.46 亿元），yoy+132.07%（扣非 yoy+135.64%），其中 23Q4 实现营收 69.67 亿元，yoy+34.38%/qoq-5.6%，归母净利 10.66 亿元，yoy+299.26%/qoq+8.9%，公司拟每股派现 0.17 元（含税）。24Q1 实现营收 72.96 亿元，yoy+35.8%/归母净利 10.34 亿元，yoy+191.2%。我们预计公司 24-26 年归母净利 43.9/48.0/53.0 亿元，对应 EPS 为 1.33/1.46/1.61 元，参考可比公司 24 年 Wind 一致预期平均 12xPE 估值，考虑公司海外多元化布局优势，给予公司 24 年 16xPE，目标价 21.28 元，维持“买入”评级。</p> <p>风险提示：下游需求下滑风险，新项目投产进度不达预期风险。</p> <p>报告发布日期：2024 年 04 月 28 日</p> <p>点击下载全文：赛轮轮胎(601058 CH,买入): 23 年业绩大增，全球多维布局延续</p>
赛轮轮胎 (601058 CH)	<p>24Q1 归母净利润 5.04 亿元，创单季度新高，维持“买入”评级</p> <p>森麒麟 4 月 18 日发布 24 年一季报，实现营收 21.15 亿元，yoy+28%/qoq+1%，归母净利润 5.04 亿元（扣非后 4.97 亿元），yoy+101%/qoq+34%（扣非后 yoy+107%/qoq+43%）。我们预计公司 24-26 年归母净利润 20.2/24.0/28.3 亿元，对应 EPS 为 2.74/3.25/3.83 元，参考可比公司 24 年 Wind 一致预期平均 15xPE，考虑到公司所处中高端赛道盈利能力优越，海外产能布局稳步推进，给予公司 24 年 18xPE，目标价 49.32 元，维持“买入”评级。</p> <p>风险提示：下游需求下滑风险，新项目投产进度不达预期风险。</p> <p>报告发布日期：2024 年 04 月 19 日</p> <p>点击下载全文：森麒麟(002984 CH,买入): Q1 净利新高，海外布局稳步推进</p>
森麒麟 (002984 CH)	<p>24Q1 归母净利润 7.5 亿元，同比-6%/环比-26%，维持“买入”评级</p> <p>公司 4 月 8 日发布 24 年一季报，24Q1 实现营收 65 亿元，同比-7%/环比-10%，归母净利润 7.5 亿元（扣非 6.4 亿元），同比-6%/环比-26%（扣非同比-19%/环比-35%）。我们预计公司 24-26 年归母净利 33/38/41 亿元，对应 EPS 为 1.12/1.28/1.38 元，可比公司 24 年平均 17xPE 的 Wind 一致预期，考虑公司合成生物平台发展初期但氨基酸规模优势巩固，给予 24 年 13xPE 估值，目标价 14.56 元，维持“买入”评级。</p> <p>风险提示：需求不及预期；氨基酸竞争格局恶化；新技术进展不及预期。</p> <p>报告发布日期：2024 年 04 月 08 日</p> <p>点击下载全文：梅花生物(600873 CH,买入): Q1 净利同比略降，氨基酸景气回暖</p>
梅花生物 (600873 CH)	<p>23 年/24Q1 归母净利 4.5/0.87 亿元，同比+40%/+7%，维持“买入”评级</p> <p>华恒生物 4 月 21 日发布 23 年年报和 24 年一季报，公司 23 年实现营收 19.4 亿元，同比+37%，归母净利润 4.5 亿元（扣非 4.4 亿元），同比+41%（扣非同比+45%）；其中 23Q4 营收 5.7 亿元，同比+32%/环比+12%，归母净利润 1.3 亿元，同比+25%/环比基本持平。公司拟每 10 股派现 9 元并转增 4.5 股。24Q1 实现营收 5 亿元，同比+25%，归母净利 0.87 亿元，同比+7%/环比-33%。我们预计公司 24-26 年归母净利润 6.6/8.6/10.7 亿元，对应 EPS 为 4.20/5.48/6.79 元，参考可比公司 24 年 Wind 一致预期平均 25xPE，考虑公司新项目成长性及小品种氨基酸领域领先优势，给予公司 24 年 33xPE，目标价 138.6 元，维持“买入”评级。</p> <p>风险提示：新建项目进展不及预期风险；核心技术流失风险。</p> <p>报告发布日期：2024 年 04 月 21 日</p> <p>点击下载全文：华恒生物(688639 CH,买入): 23 年净利同比+40%，品类持续丰富</p>
华恒生物 (688639 CH)	

股票名称 最新观点**金禾实业** 24年一季度归母净利1.3亿元，维持“增持”评级

(002597 CH)

金禾实业于4月29日发布24年一季度报，24年Q1实现营收12.1亿元，yoy-12%，归母净利1.3亿元（扣非后1.2亿元），yoy-47%（扣非后-39%），qoq-8%（扣非后-4%）。我们预计公司2024-2026年归母净利分别为7.45/8.70/10.07亿元，对应EPS为1.31/1.53/1.77元。可比公司24年Wind一致预期PE均值为14倍，考虑公司工艺技术优势、行业领先地位以及在投资项目未来成长性，给予公司24年20倍PE，目标价26.20元，维持“增持”评级。

风险提示：代糖需求持续低迷风险，原材料大幅波动风险。

报告发布日期：2024年04月29日

[点击下载全文：金禾实业\(002597 CH,增持\)：一季度净利承压，静待代糖复苏](#)

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示**原油价格大幅波动：**

俄乌冲突、巴以冲突等是国际油气价格大幅波动的重要影响因素，若未来地缘紧张局势延续或发生较大变化，将对全球能源的供应及能源价格造成较大影响。而油价作为大宗化学产品定价的锚定，其价格波动将影响化工品价格。

化工品需求不及预期：

高油气价格、高通胀及美联储加息等影响下，化工品终端需求承压，若未来全球化工品的需求改善较少，化工品价格和行业企业的盈利水平均将受到影响。

新增产能释放造成行业竞争加剧：

22年以来化工行业固定资产投资虽有放缓但同比仍在增长，在建工程余额亦处于近十年高位水平，伴随行业新增产能持续释放，若未来需求端持续低迷或复苏阶段需求改善不及预期，行业竞争格局或因新产能的增加有所恶化，行业企业盈利水平亦或难有显著改善。

新技术及新材料应用进展不及预期：

化工新材料和精细化工品技术壁垒较高、且部分属于国产替代率较低的品种，若未来行业企业投资进度放缓、新技术突破较慢，或者出现新的替代技术导致现有技术遭到淘汰，将对相关企业的盈利造成不利影响。

图表92：报告提及公司列表

公司	代码	公司	代码	公司	代码	公司	代码	公司	代码
中国海油	600938 CH	中国石化	600028 CH	万华化学	600309 CH	巨化股份	600160 CH	卫星化学	002648 CH
赛轮轮胎	601058 CH	森麒麟	002984 CH	梅花生物	600873 CH	华恒生物	688639 CH	金禾实业	002597 CH
科思创	1COV GR	巴斯夫	BAS GR	亨斯迈	HUN US	陶氏	DOW US	东曹	4042 JP
三井	4183 JP	KARUN	未上市	匈牙利 BC	未上市	三美股份	603379 CH	昊华科技	600378 CH
东岳集团	0189 HK	永和股份	605020 CH	东阳光	600673 CH	梅兰	未上市	埃克盛	未上市
澳帆化工	未上市	常熟三爱富	未上市	联创股份	300343 CH	浙江利化	未上市	阿科玛常熟	AKAM US
鲁西化工	000830 CH	康源化工	未上市	赫基化工	未上市	同鑫化工	未上市	龙佰集团	002601 CH
科慕	未上市	特诺	未上市	泛能拓	未上市	康诺斯	KRO US	中核钛白	002145 CH
鲁北化工	600727 CH	Nike	NKE US	Skechers	SKX US	Lululemon	LULU US	Adidas	ADDYY US
FASTRETAIL	FRCOY US	米其林	ML FP	普利司通	5108 JP	大陆马牌	未上市	倍耐力	PIRC IM
固特异	GT US	固铂轮胎	CTB US	玲珑轮胎	601966 CH	通用股份	601500 CH	贵州轮胎	000589 CH
三角轮胎	601163 CH	希杰	未上市	味之素	未上市	伊品	未上市	阜丰	0546 HK

资料来源：Bloomberg，Wind，华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，庄汀洲、张雄，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 赛轮轮胎（601058 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 中国石化（600028 CH）、中国石油化工股份（386 HK）、华恒生物（688639 CH）、中国海洋石油（883 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师庄汀洲、张雄本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 赛轮轮胎（601058 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 中国石化（600028 CH）、中国石油化工股份（386 HK）、华恒生物（688639 CH）、中国海洋石油（883 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。
- 本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽，亦不试图促进购买或销售该等证券。如任何投资者为美国公民、取得美国永久居留权的外国人、根据美国法律所设立的实体（包括外国实体在美国的分支机构）、任何位于美国的个人，该等投资者应当充分考虑自身特定状况，不以任何形式直接或间接地投资本报告涉及的投资者所在国相关适用的法律法规所限制的企业的公开交易的证券、其衍生证券及用于为该等证券提供投资机会的证券的任何交易。该等投资者对依据或者使用本报告内容所造成的一切后果，华泰证券股份有限公司、华泰金融控股（香港）有限公司、华泰证券（美国）有限公司及作者均不承担任何法律责任。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数), 具体如下:

行业评级

增持: 预计行业股票指数超越基准
中性: 预计行业股票指数基本与基准持平
减持: 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入: 预计股价超越基准 15% 以上
增持: 预计股价超越基准 5%~15%
持有: 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出: 预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级: 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策
无评级: 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019
电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521
电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017
电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062
电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码: 100032
电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275
电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120
电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068
电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123
电子邮件: research@htsc.com
<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)
电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话: +65 68603600
传真: +65 65091183

©版权所有 2024 年华泰证券股份有限公司