

供需格局改善及新技术驱动化工行业景气复苏

--化工行业2024年中期投资策略

华龙证券研究所 化工行业

分析师：孙伯文

SAC执业证书编号：S0230523080004

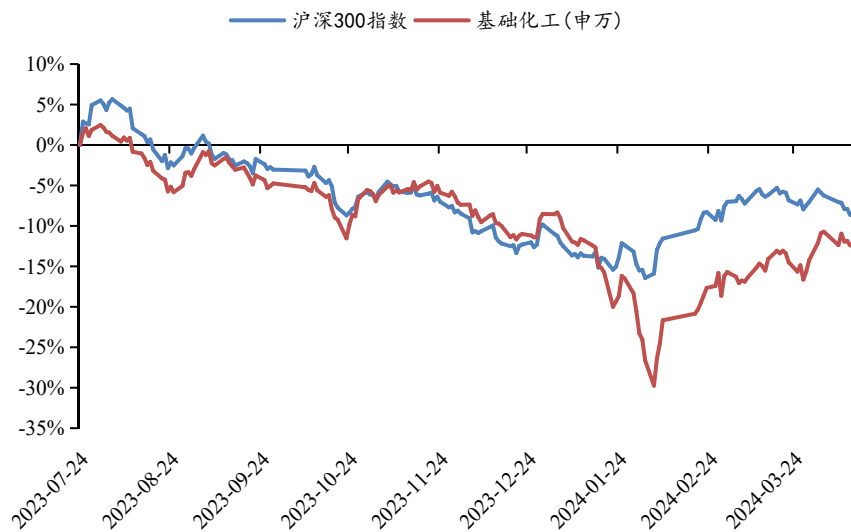
联系人：彭越

SAC执业证书编号：S0230124010004

2024年07月24日

证券研究报告

最近市场走势 (单位: %)



相关报告

- 《化工行业周报：氟化工、磷化工、轮胎、食品添加剂板块中报业绩突出，景气有望延续》2024.07.15
- 《化工行业周报：原油价格高位整理，维生素延续景气向上》2024.07.01
- 《化工行业周报：原油价格区间整理，制冷剂延续偏强》2024.05.27

沪深300表现 (2024.7.24) (单位: %)

表现	1m	3m	12m
化工	-7.49	-12.72	-25.52
沪深300	-1.69	-2.94	-10.17

- 2024年上半年化工行业经营逐步向好，利润环比改善明显，在海外化工企业处于原料物流成本高企、停产事件频发的环境下，我国全产业链化工品的经营优势不断凸显，在全球的市场份额持续提高。受益于国内经济活动持续恢复以及海外市场需求提升，维持化工行业“推荐”评级。
- **周期龙头：**受到原材料成本高企影响，欧美MDI产能扰动停产检修较多，2024上半年MDI出口同比增加显著，叠加需求端我国家用电冰箱、冷柜同比保持增长，聚合MDI市场整体回暖。建议关注：万华化学（600309.SH）。
- **磷化工：**随着磷矿石品位的下降、开采边际成本不断提高以及国家对磷矿石开采管制更加严格，磷矿石稀缺度将逐渐增强，拥有较多磷矿资源的公司有望维持更好的盈利水平。建议关注：川恒股份（002895.SZ）。
- **食品及饲料添加剂：**新增产能增速放缓，叠加下游养殖复苏对需求端产生支撑，维生素及蛋氨酸景气复苏，行业龙头公司有望充分受益。建议关注：新和成（002001.SZ）。
- **合成生物：**在碳中和的产业背景下，合成生物技术有望提供一条科技含量高、经济效益好、资源消耗低、环境污染少的新材料新能源产业化道路，具备成本优势及技术壁垒的公司发展空间广阔。建议关注：凯赛生物（688065.SH）。
- **半导体材料：**随着国内晶圆代工产能不断提升，预计2025年中国半导体光刻胶市场规模有望达到100亿元，随着制程缩减、存储容量提升、光刻次数增加，单位面积光刻胶的金额将显著提高，取得技术突破及通过国内芯片厂验证的公司将处于长期景气向上通道。建议关注：彤程新材（603650.SH）。
- **风险提示：**原油价格大幅波动；汇率波动；贸易摩擦持续恶化；地缘政治局势紧张升级；业绩不及预期；所引用数据资料的误差风险。

目录

1

2023年及2024年Q1海内外化工行业回顾

2

2024年上半年化工行业宏观供需情况

3

2024年原油市场回顾及展望

4

关注行业周期龙头及供需格局改善标的

5

关注新质生产力带来的增长机会

6

投资建议及风险提示

➤ 全球部分化工龙头业绩情况：

- 自2022年起，全球经济放缓叠加地缘政治紧张，导致化工行业面临供应链冲击、需求萎缩以及市场预期下降等多重挑战，行业整体自2021年的高点回落。根据目前海内外巨头发布的2023年年度财报，面对能源和原材料价格高位叠加化学品价格的下跌的压力，全球化工巨头业绩普遍承压，行业整体在疲软需求中寻求突破。
- 2023年全球化工巨头业绩普遍下跌，利润方面，除万华化学小幅增长外，其余龙头跌幅显著，经营承压，2024年Q1仍受到需求较弱影响，但整体跌幅缩小，行业修复或需要更多时间。

表1：全球部分化工龙头业绩情况（亿欧元）

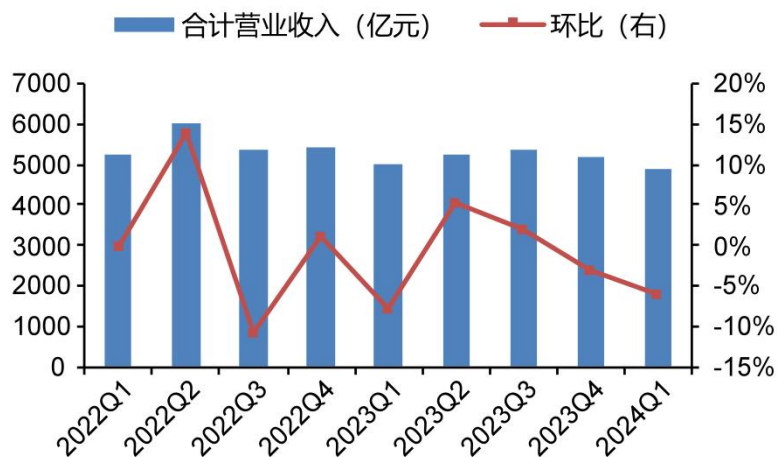
公司	2023年				2024年Q1			
	营收	yoy	利润	yoy	营收	yoy	利润	yoy
巴斯夫	689.02	-21.10%	76.71	-28.70%	175.53	-12.20%	27.12	-5.30%
赢创	152.67	-17.42%	16.56	-33.49%	37.96	-5.22%	5.22	27.63%
科思创	143.77	-20.00%	10.80	-33.20%	35.10	-6.20%	2.73	-4.50%
拜耳	476.37	-6.10%	117.06	-13.40%	137.65	-4.30%	44.12	-1.30%
万华化学	223.13	5.92%	21.39	3.59%	60.13	10.07%	5.42	2.57%

数据来源：公司官网，Wind，华龙证券研究所

➤ 2024年一季度基础化工行业营收同环比下降，归母净利润同比下降环比改善明显

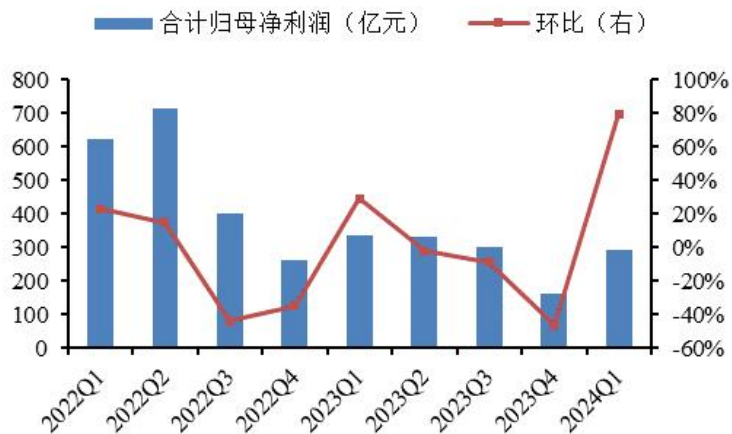
- 营业收入共计4877.57亿元，同比-2.25%，环比-6.11%，407家上市公司中分别有222/134家同/环比增速为正。
- 归母净利润共计290.76亿元，同比-13.98%，环比+79.53%，407家上市公司中分别有160/143家同/环比增速为正，30/62家同/环比扭亏为盈。

图1:2024Q1基础化工行业营业收入环比-6.11%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图2:2024Q1基础化工行业归母净利润环比+79.53%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

目录

1

2023年及2024年Q1海内外化工行业回顾

2

2024年上半年化工行业宏观供需情况

3

2024年原油市场回顾及展望

4

关注行业周期龙头及供需格局改善标的

5

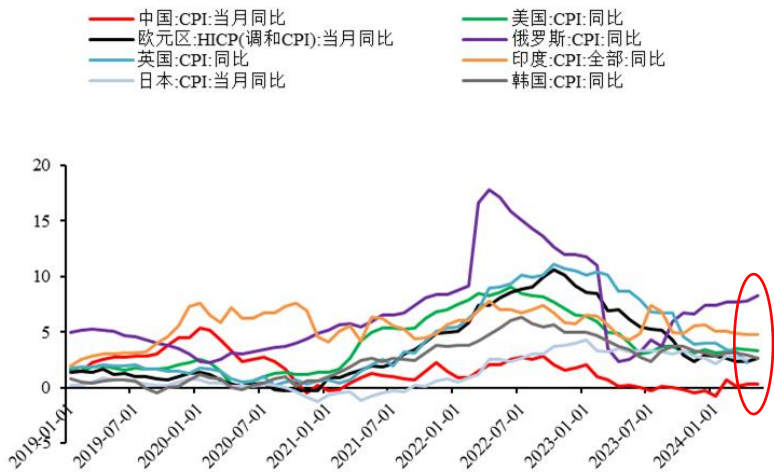
关注新质生产力带来的增长机会

6

投资建议及风险提示

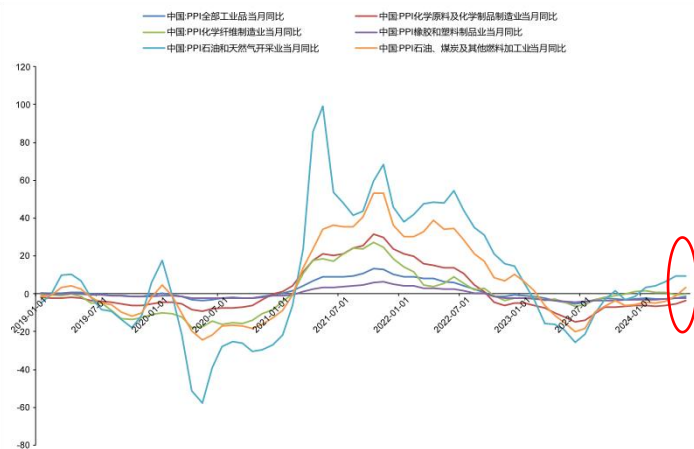
- 2024年6月以来加拿大及欧洲央行首次开启降息周期，全球货币紧缩逐渐温和放松，有利于制造业回升，促进经济增长，国内央行靠前发力、加大逆周期调节，2024年年初降准0.5个百分点，释放中长期流动性超1万亿元，维持市场流动性平稳宽松，对稳定投资及消费提供积极环境。商务部等多部门持续推出《推动消费品以旧换新行动方案》《汽车以旧换新补贴实施细则》政策，提振市场消费信心，国内6月CPI同比上涨0.2%，环比下降0.2%，1--6月平均CPI同比上涨0.1%，整体有所改善。
- 2020年化工行业受到环保政策趋严影响，导致供给收紧，产品涨价显著，其后自2022年持续回调，行业盈利能力受损，下游需求疲软，2023年下半年，经济逐渐复苏，化工制造业PPI降幅逐渐收窄，2024年上半年，大宗商品涨价带动中游化工产品价格回升，但下游需求仍较为疲软。

图3:全球CPI当月同比 (%)



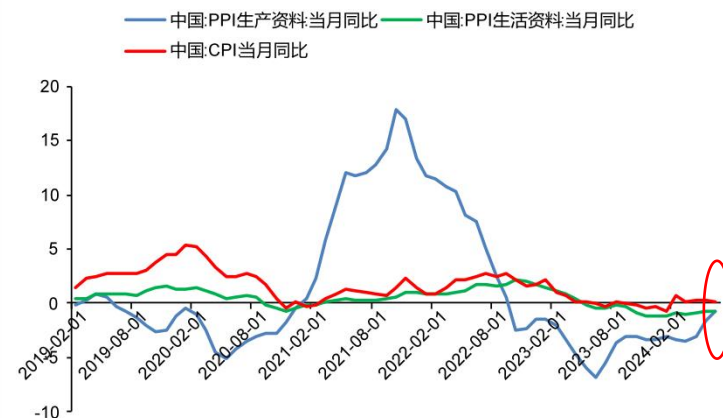
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图4:中国PPI当月同比 (%)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

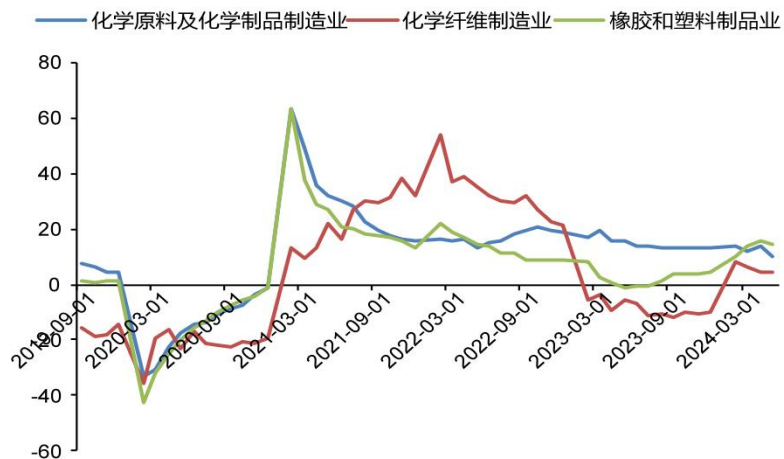
图5: PPI-CPI传导情况 (%)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

截至2023年12月，化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业固定资产投资完成额累计同比分别为13.40%、-9.80%、4.60%，截至2024年5月，分别为9.90%、4.70%、14.20%，橡胶和塑料制品业增长显著，行业整体仍然处于资本开支较高水平，虽然2023年及2024年Q1基础化工行业在建工程增速放缓，但短期来看，产能过剩带来的竞争加剧格局仍将继续。政策端，为推进完成“十四五”规划节能降碳目标，国家发改委发布的钢铁、炼油、合成氨、水泥行业专项计划已率先出台，未来，产能能效未达到基准水平的高能耗高排放企业将面临强制性国家节能标准的整改，对于具备规模效益及先进生产技术的行业龙头，落后产能出清，或将进一步提高行业集中度，改善行业龙头盈利能力。

图6:化工行业固定资产投资完成额累计同比 (%)



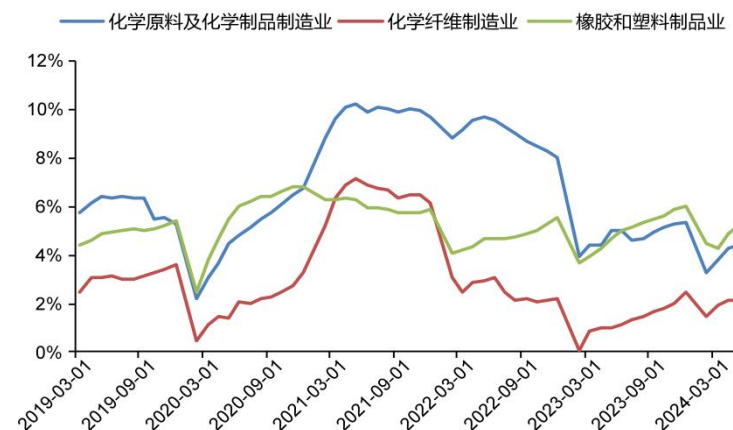
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图7:基础化工行业在建工程总额 (亿元)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

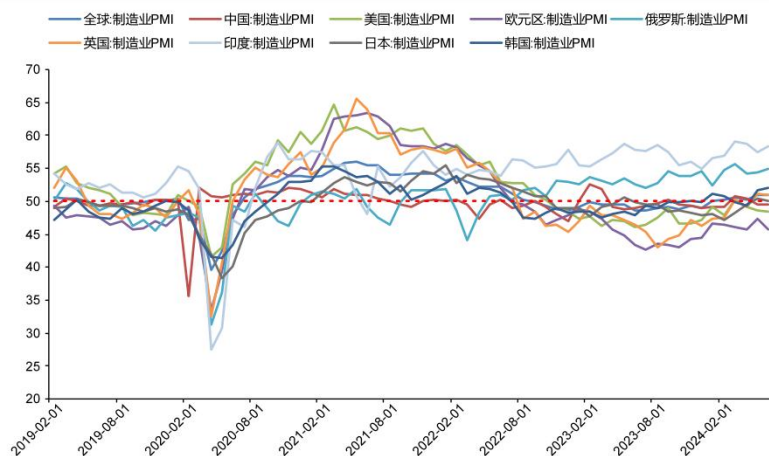
图8:化工行业营业利润/营业收入 (%)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

- 全球PMI已经连续6个月处于扩张区间，美国制造业受到新订单指数影响4月以来降至收缩区间，欧元区制造业已连续2年处于收缩区间，亚洲主要经济体日本、韩国及印度保持增长态势。
- 国内6月制造业PMI为49.5%，受到前期制造业增速较快及宏观需求不足影响，制造业景气水平有所回落，但细分来看，制造业生产PMI为50.6%，虽较4月有所回落，但在大规模设备更新及消费品以旧换新的政策带动下，仍保持在扩张区间；主要原材料购进价格及出厂价格PMI分别为51.7%及47.9%，原材料价格涨势有所放缓，出厂价格PMI5月上涨至扩张区间后再次回落，但上半年企业盈利水平整体有所改善，**2024年Q2，受益于产品价格上涨及需求改善的细分行业业绩表现值得关注。**时至年中，铜铝油煤等大宗商品上涨趋势有所放缓，全球经济疲软背景下，产品价格上涨的投资逻辑是否能够延续需结合下游接受程度跟踪观察，**2024年下半年推荐关注新质生产力创造的新需求机会。**

图9:全球制造业PMI (%)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

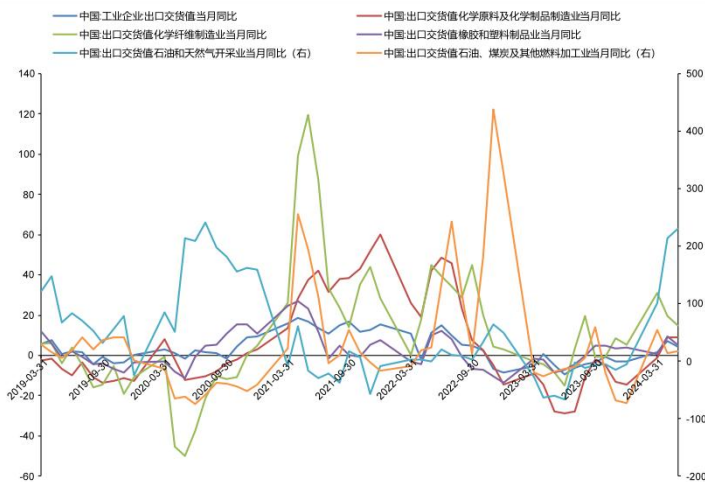
表2: 中国制造业PMI (%)

日期	总PMI	生产	主要原材料 购进价格	出厂价格	新订单
6月	49.50	50.60	51.70	47.90	49.50
5月	49.50	50.80	56.90	50.40	49.60
4月	50.40	52.90	54.00	49.10	51.10
3月	50.80	52.20	50.50	47.40	53.00
2月	49.10	49.80	50.10	48.10	49.00
1月	49.20	51.30	50.40	47.00	49.00

数据来源: Wind, 华龙证券研究所

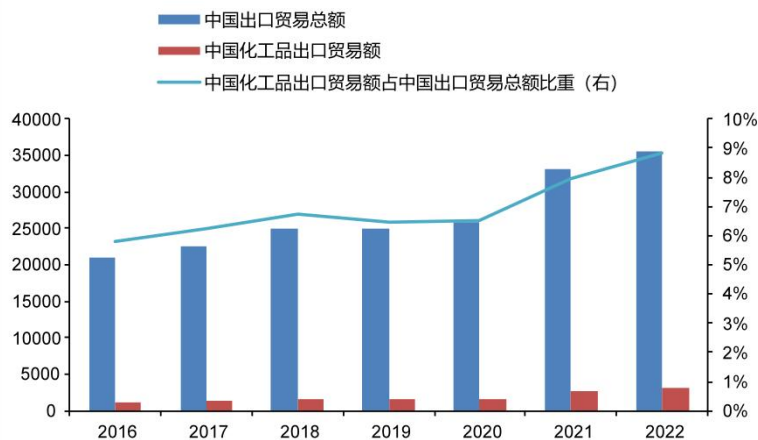
- 截至2024年5月化工行业出口交货值均同比上涨，其中石油和天然气开采业同比增加229.2%，增幅显著。据WTO商品出口数据显示，2016年至2022年，中国化工品出口贸易额占中国出口贸易总额比重为8.84%，占全球化工品出口贸易额比重为10.25%，占比保持逐年上涨趋势，在海外化工企业处于原料物流成本高企、停产事件频发的环境下，我国全产业链化工品的经营优势不断凸显，在全球的市场份额持续提高。

图10: 化工行业出口交货值 (%)



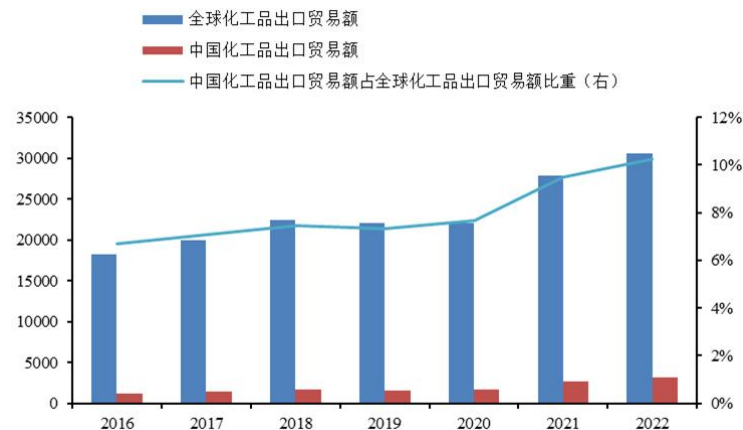
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图11: 中国化工品出口额占中国出口总额比重(亿美元, %)



数据来源: WTO, 华龙证券研究所

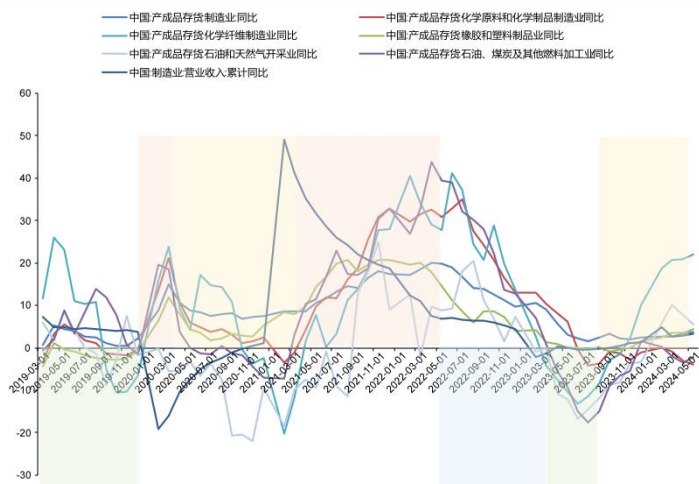
图12: 中国化工品出口额占全球化工品出口额比重(亿美元, %)



数据来源: WTO, 华龙证券研究所

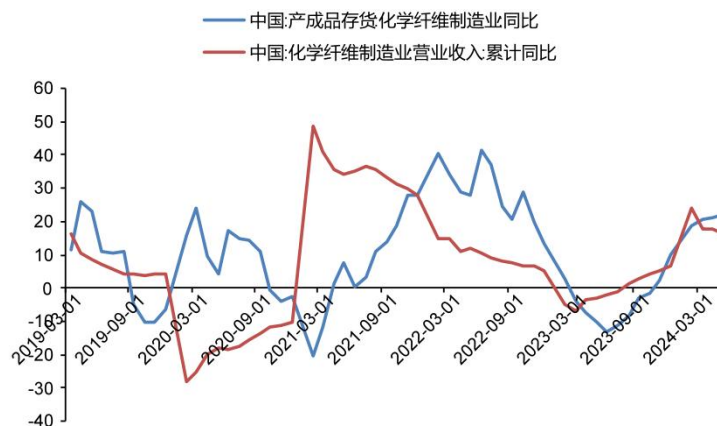
• 从库存周期变化来看，工业企业受到供给过剩及经济疲软影响，2022年4月进入主动去库存阶段，产成品存货同比加速下降，随着经济活动逐渐恢复，营业收入累计同比降幅收窄，2023年2月主动去库存转变为被动去库存，2023年8月内外部需求逐渐回暖，企业有改善盈利预期，开启主动补库阶段，其中化学纤维制造业、橡胶及和塑料制品业产成品存货同比及营收同比提升显著。

图13:化工行业产成品存货同比 (%)



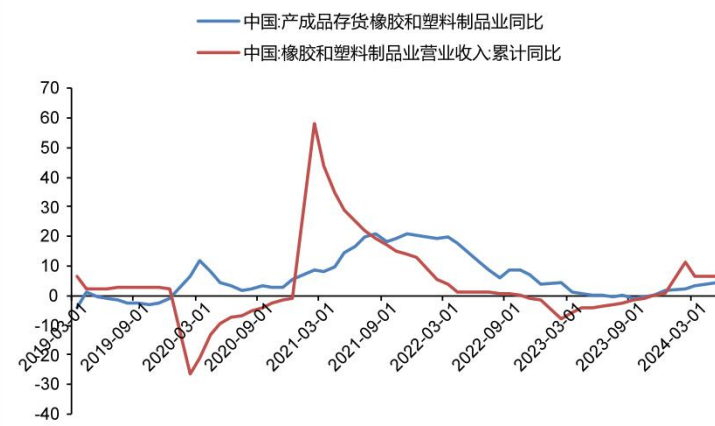
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图14:化学纤维制造业产成品存货同比 (%)



数据来源：WTO，华龙证券研究所

图15:橡胶及和塑料制品业产成品存货同比 (%)



数据来源：WTO，华龙证券研究所

目录

1

2023年及2024年Q1海内外化工行业回顾

2

2024年上半年化工行业宏观供需情况

3

2024年原油市场回顾及展望

4

关注行业周期龙头及供需格局改善标的

5

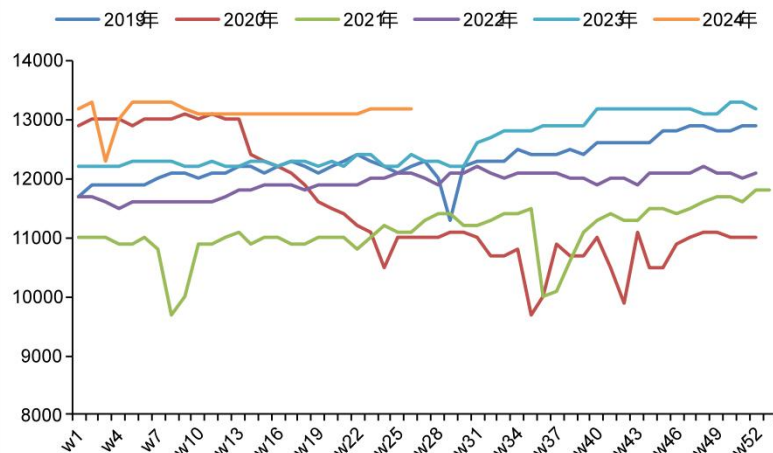
关注新质生产力带来的增长机会

6

投资建议及风险提示

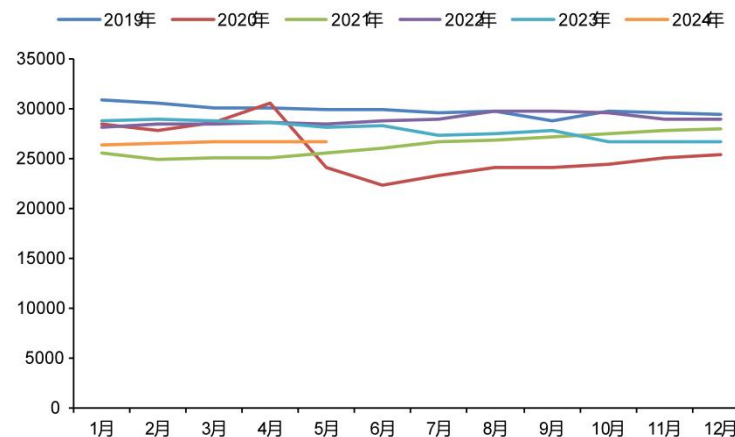
- 美国和OPEC+在全球原油供应端维持双寡头局面，截至2024年6月28日，美国原油产量保持高位，维持1320万桶/日，已成为全球第一大原油产量国，但供应增长空间有限，7-10月是美国飓风高发期，下半年需警惕飓风问题对油价造成的阶段性风险。OPEC+的供给弹性由沙特等核心减产国家决定，2024年上半年中东地缘冲突延续至今，但中东问题全面升级的风险偏低，OPEC+在第37次部长级会议上确定将集体减产措施延长至2025年12月底，自愿减产措施延长至2024年9月底，此后每月将有18.33万桶/日的增产，月度调整视市场情况而定。全球原油三季度将继续保持供应短缺，而四季度逐渐走向供需紧平衡。

图16:美国原油产量 (千桶/天)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

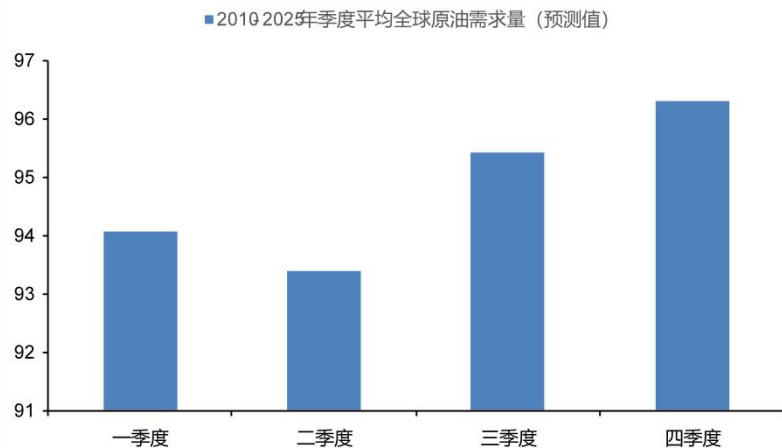
图17:OPEC原油产量 (千桶/天)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

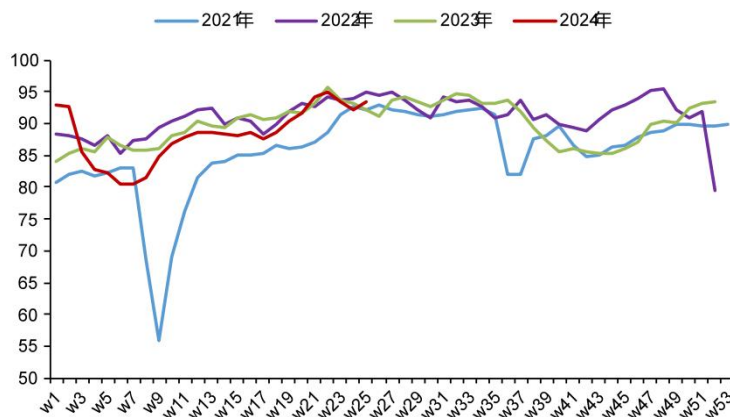
- 夏季为原油消费旺季，7-8月为美国传统燃油消费旺季的高峰期，季节性利好明显，全球经济和需求一直处于缓慢复苏状态，9月美联储降息若开启，则第四季度需求增速有望加速。美国炼厂产能利用率回升至历史同期高位，截至6月28日当周，美国炼油厂产能利用率为93.5%，同比增加1.3个百分点，从历年7月的炼厂产能利用率来看，基本以下降为主，多在91%-96%的区间运行，且历年8月份的炼厂产能利用率均有较明显的上涨。整体来看，季节性利好加持下，美国炼厂产能利用率呈仍有继续上涨空间。美国原油净进口数量214.6万桶/天，周环比减少55.5万桶，但2024年上半年净进口累计同比增加4.62%。

图18: 季度平均全球原油需求量 (百万桶/天)



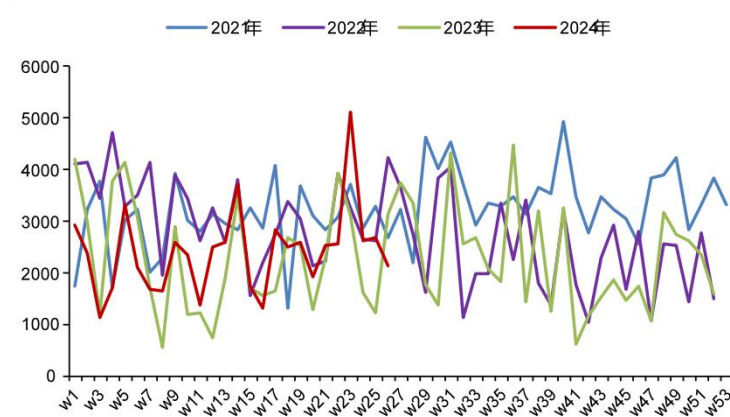
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图19: 美国炼油厂开工率 (%)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

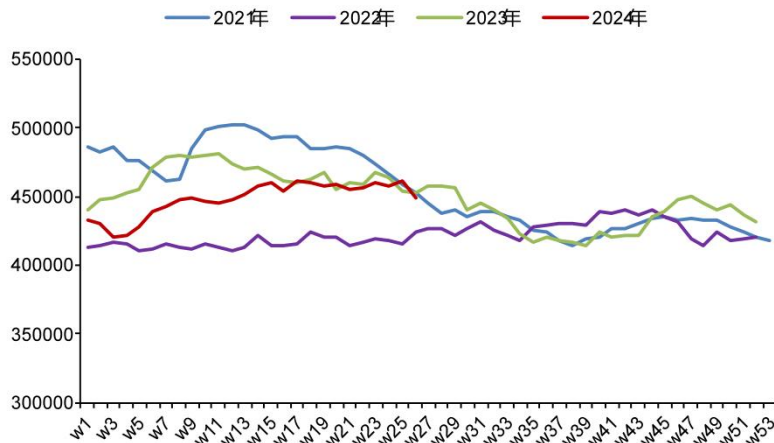
图20: 美国原油净进口数量 (千桶/天)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

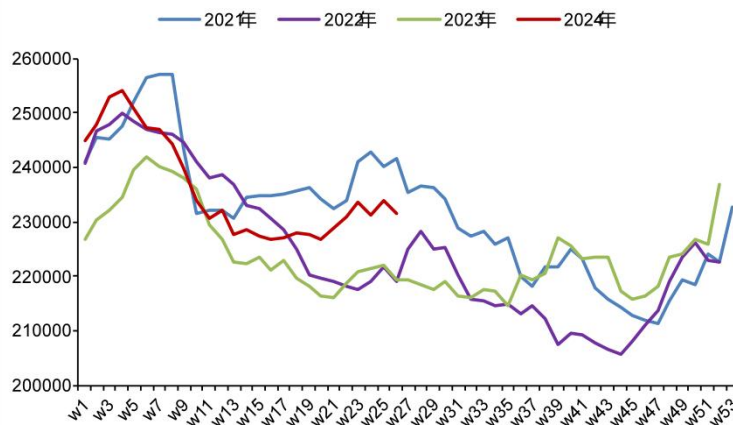
- 从历年美国商业原油库存情况来看，7月初的库存量基本仍在年内较高的位置，但去库周期多已开启，原油库存弹性影响价格弹性，截至2024年6月28日，美国商业原油库存量为4.49亿桶，周环比下降1215.7万桶，为近一年以来最大降幅，对原油价格形成支撑；库欣原油库存周环比增加34.5万桶，同比下降20.08%，2024年上半年整体保持稳定；在美国汽油消费高峰期的支撑下，汽油库存周环比下降221.4万桶，虽然2024年美国汽油消费略显疲软，但后续仍存下行空间。

图21:美国商业原油库存(千桶)



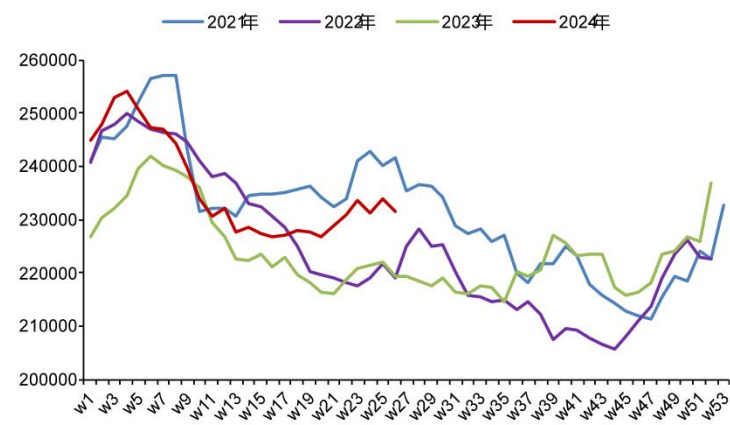
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图22:美国库欣原油库存(千桶)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

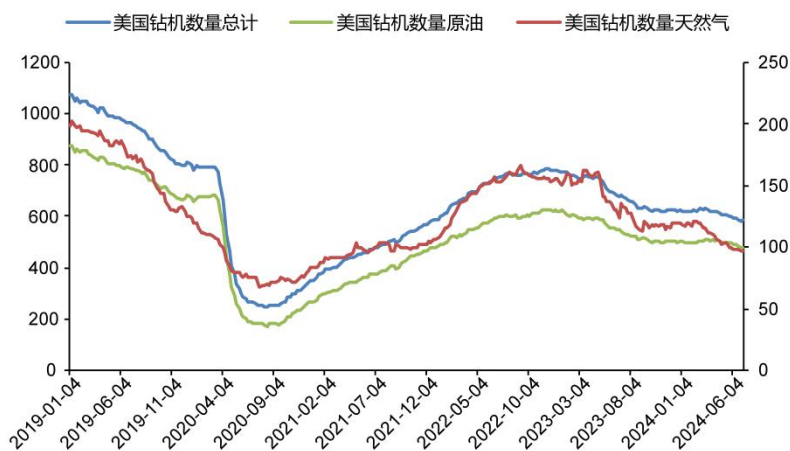
图23:美国汽油库存(千桶)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

- 中长期来看，2023年下半年以来，美国钻机数量、页岩油完井数、储备井数和新钻井数均同比下降，美国已由页岩油革命中高负债、高投资的发展模式，转变为重投资回报和自由现金流的盈利优先型发展模式，暂无明显增产迹象，俄罗斯方面在制裁加剧与资本缺失背景下尚无增产能力，OPEC已重新获得全球原油的供给主动权，具备维持舒适油价区间的意愿与能力，减产氛围带来保护持续存在。美联储下半年有望开启降息周期，降息对国际油价属长线利好支撑。地缘局势的影响较1-4月虽已减弱，但巴以和俄乌局势的不稳定性均未消除，走向彻底停火也难度较大。整体来看，2024年下半年国际油价维持高位区间运行是大概率事件，保持易小涨难大跌的特征，底部支撑较为坚固。

图24：美国钻机数量（部）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图25：区域油井数（口）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图26：通胀指数及WTI原油价格（%，美元/桶）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

目录

1

2023年及2024年Q1海内外化工行业回顾

2

2024年上半年化工行业宏观供需情况

3

2024年原油市场回顾及展望

4

关注行业周期龙头及供需格局改善标的

5

关注新质生产力带来的增长机会

6

投资建议及风险提示

- 万华化学是全球最大的MDI和TDI龙头企业，多年来持续以技术创新驱动公司发展。
- 供给端：能源危机以来，海外工厂成本高企，全球装置频繁发生不可抗力关停或低负荷运行，叠加部分产能不定期检修，截至2024年6月25日，二季度受影响产能超过200万吨，占全球MDI总产能近1/5，供给端短期有所收缩。截至2024年6月，公司现有国内MDI产能310万吨，匈牙利产能40万吨，占全球产能份额约33%，占国内产能份额约66%。2024年底预计万华宁波MDI产能将从120万吨扩产到180万吨，届时公司在全球的产能规模优势将占据主导地位，市场份额进一步扩大。

表3：2024年二季度全球停产检修MDI装置动态

日期	地区	厂家	产能（万吨）	装置动态
6月25日	日本	东曹	20	装置故障意外停车，原计划定于9月份检修提前，预计检修45天左右
5月22日	北美	陶氏	44	装置因不可抗力停车
5月14日	上海	巴斯夫	25	装置停车检修，预计检修一月左右
4月28日	北美	科思创	33	装置短暂停车，现低负荷运行
4月9日	日本	东曹	20	装置5月初计划检修，为期40天左右
3月28日	欧洲	陶氏	20	装置4月初计划停车检修，预计停车一个半月左右
3月28日	欧洲	宝思德	40	装置因遇到不可预见技术问题，导致生产中断，无法供应全部订单

数据来源：隆众资讯，华龙证券研究所

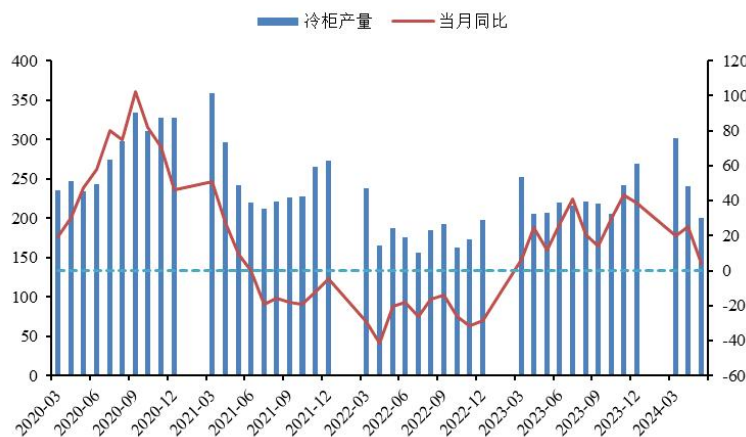
- 需求端：2024年5月，我国家用电冰箱、冷柜同比继续保持增长，增速分别达到5.2%、4.2%，虽较4月增幅收窄，但仍保持同比为正增长，叠加二季度欧美产能受到不可抗力扰动停产检修较多，3-4月MDI出口数量同比增加显著，5月出口数量虽有所回落，但出口平均单价环比增长约9%，万华化学主营产品MDI市场整体回暖。

图27:家用电冰箱产量(万台, %)



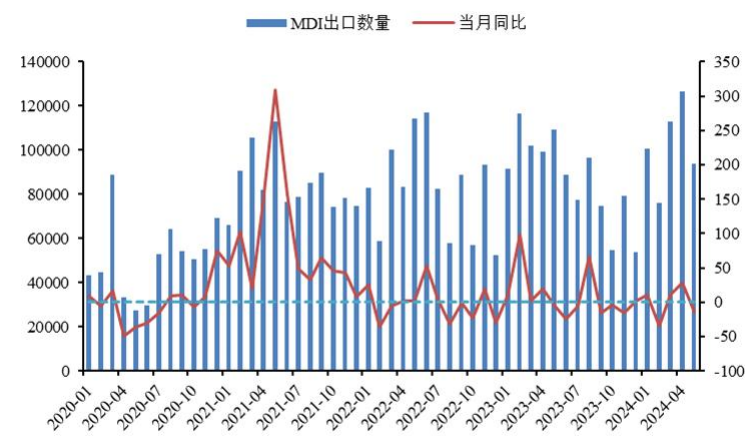
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图28:家用冷柜产量(万台, %)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

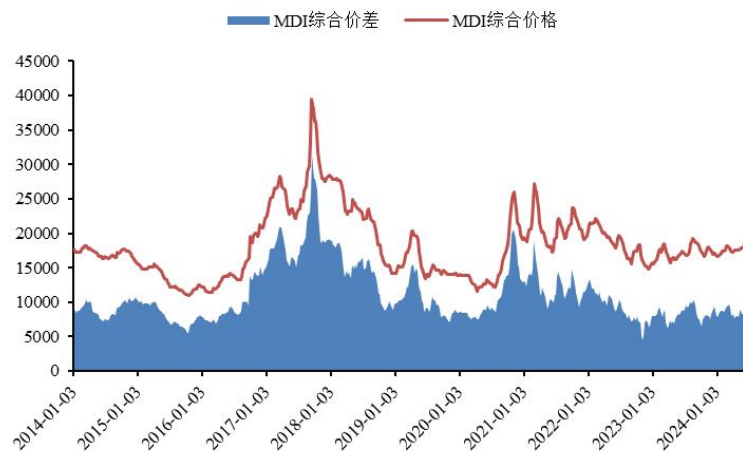
图29: MDI出口数量及当月同比(吨, %)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

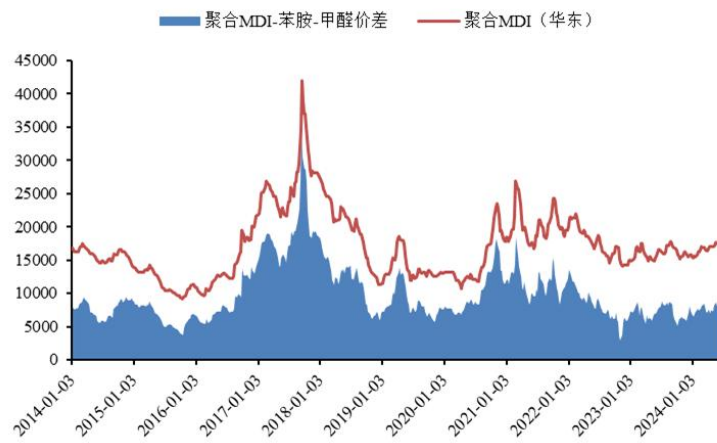
- 截至2024年6月28日，MDI综合价差和TDI价差分别为8644.40元/吨、7152.5元/吨，处于15.50%、3.55%较低历史分位数。2024年Q1、Q2综合MDI平均价差同比分别增加8.18%、5.24%，虽然Q2产品景气度小幅下降，但内需及出口带来的销量增长，有望增厚公司利润。

图30:MDI综合价格及价差（元/吨）



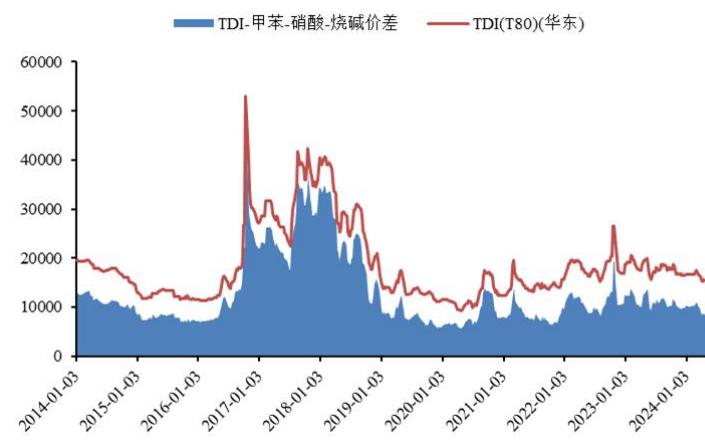
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图31:聚合MDI价格及价差（元/吨）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

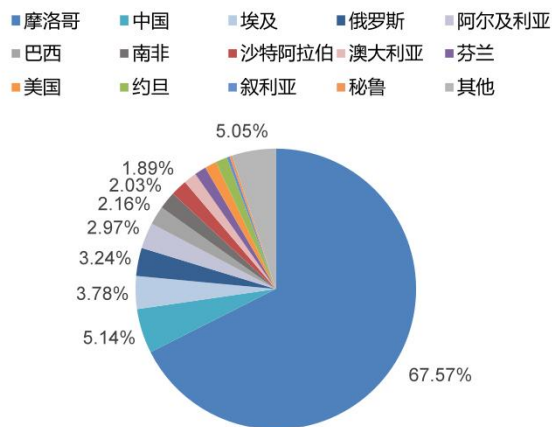
图32:TDI价格及价差（元/吨）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

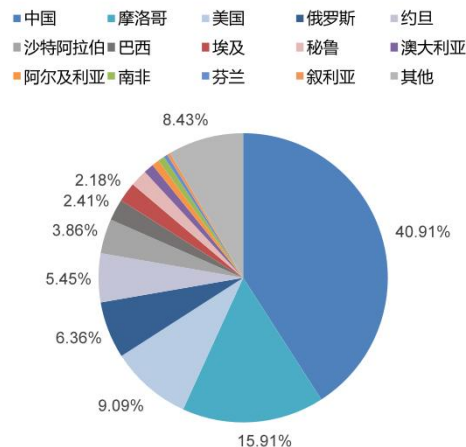
- 磷化工产业以磷矿石为基础原料，主要通过湿法或热法加工为磷酸，并进一步与其他化学原料反应生成磷肥和磷酸盐等化工品，最终广泛应用于农业、医药、食品、纺织、新能源、电子等行业。2016年，我国出台了《全国矿产资源规划（2016-2020年）》，磷矿石被纳入战略性矿产目录，由于磷化工企业具有较强的资源依赖属性，且磷矿石具有不可替代、不可再生的特性，因而核心原料磷矿石的供给对整个磷化工产业链的发展有决定性的作用。
- 储量：**全球磷矿石分布差异较大，我国为第二大磷矿储量国。美国地质勘探局统计数据显示，2023年全球磷矿石储量共740亿吨，其中摩洛哥储量最大，达到500亿吨，占比约为67.57%，中国磷矿石储量38亿吨，占比为5.14%，为全球第二大磷矿石储量国，与第一名差距较大。
- 产量：**中国为全球最大磷矿石生产国，在全球产量占比超过40%，存在开采过度问题。中国磷矿资源总体呈富矿少、贫矿多，国内磷矿近90.8%为中低品位磷矿，产量主要来自湖北、云南、贵州和四川，四省合计磷矿石产量占比约为98%。

图33:2023年全球磷矿石储量占比



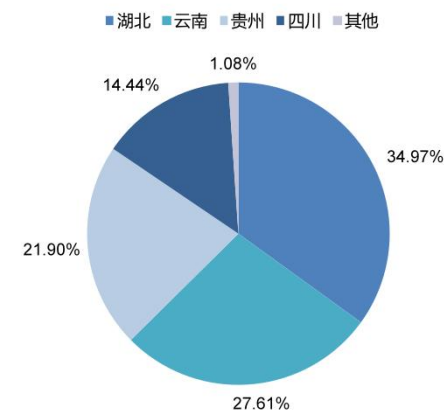
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图34:2024年5月全球磷矿石产量累计占比



数据来源：Wind，华龙证券研究所

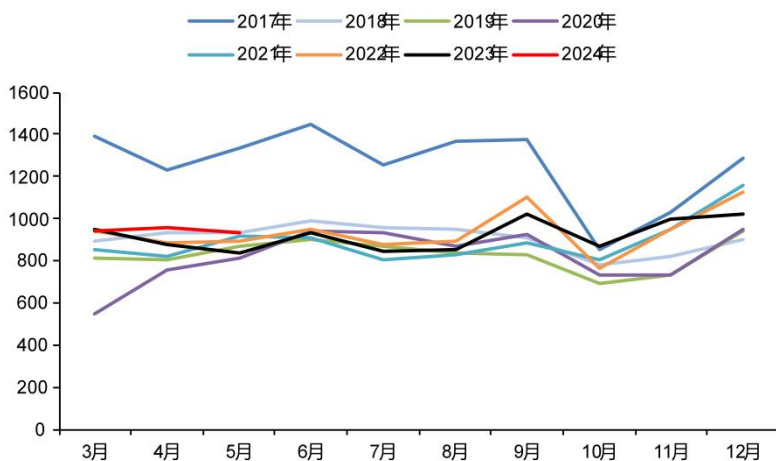
图35:2024年5月中国磷矿石产量累计占比



数据来源：Wind，华龙证券研究所

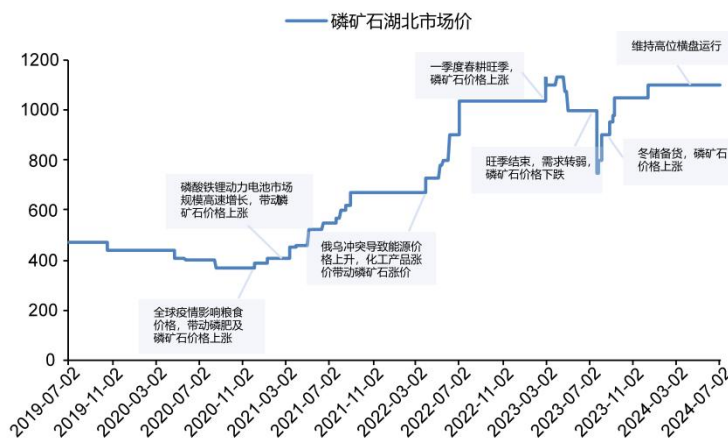
- 2016年，长江生态保护被提高至国家战略高度，长江沿线磷矿开采及下游磷化工企业受到环保压力较大，对全国磷矿石开采量影响显著。2017年至2020年期间，我国磷矿石开采量逐年减少；2021年及2023年，我国磷矿石年开采量略有回升。2021年以来，随着新能源汽车磷酸铁锂动力电池市场规模的高速增长，叠加我国磷矿石供给增长有限，带动我国磷矿石市场价格快速提升。长期来看，随着磷矿石品位的下降、开采边际成本不断提高以及国家对磷矿石开采管制更加严格，预计未来我国磷矿石市场价格将维持高位运行。
- 随着磷矿石稀缺度逐渐增强，拥有较多磷矿资源的公司有望维持更好的盈利水平。川恒股份持有福麟矿业旗下的三个采矿权，小坝磷矿、新桥磷矿和鸡公岭磷矿，2023年福麟矿业磷矿石开采总量为299.20万吨，除公司自给自足外，外销75.42万吨。川恒股份营业收入绝大部分来源于磷矿开采及加工，2023年磷矿石开采营业收入为5.67亿元，开采毛利率达到82.5%，磷矿石价格暴涨后，利润程度非常可观；加工主要涉及饲料级磷酸二氢钙、磷酸一铵、磷酸，2023年磷化工营业收入为34.01亿元，综合毛利率为31.10%，较同业优势显著。

图36:中国磷矿石产量当月值(万吨)



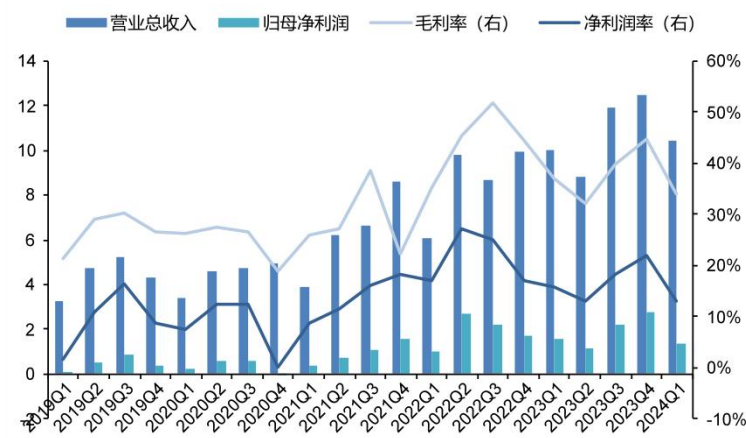
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图37:30%品位磷矿石湖北市场价(元/吨)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

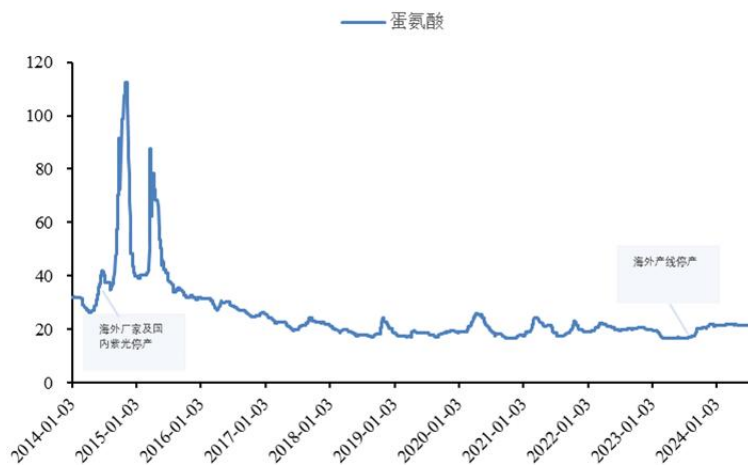
图38:川恒股份单季度财务情况(亿元)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

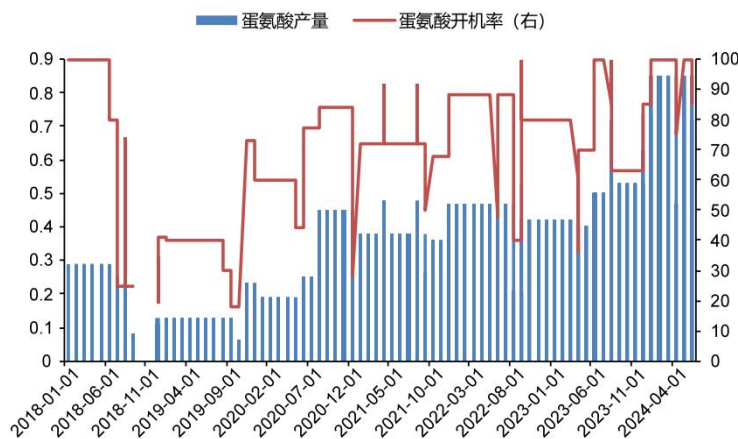
- 新和成是一家主要从事营养品、香精香料、高分子材料、原料药生产和销售的国家级高新技术企业，以“化工+”和“生物+”两大核心技术平台不断发展各类功能性化学品，公司已成为世界四大维生素生产企业之一，2023年公司营养品板块营收占比为65.27%，现拥有6万吨VE、0.8万吨VA和25万吨固体蛋氨酸产能，另有18万吨液体蛋氨酸在建，蛋氨酸和维生素行业偏向于寡头垄断的供给格局，价格弹性比较大，龙头企业停产会导致供应紧缺。
- 蛋氨酸**：2014年，海外厂家原料短缺叠加国内紫光环保问题停产，导致蛋氨酸价格暴涨，其后2016至2018年行业陆续迎来了扩产高峰期，蛋氨酸价格逐渐跌到底部，2023年7月，赢创产线升级停产叠加希杰转产其他品种，导致产能缩减，行业整体供需明显改善，随着价格上涨，蛋氨酸开工率回升显著，蛋氨酸产量也升至历史高位，2024年2月，新和成15万吨的蛋氨酸投产，在二季度左右达到满产的状态，截至2024年7月，蛋氨酸价格上涨至21.45元/千克，同比涨幅约26.55%。蛋氨酸全球需求每年增长3-4%左右，受到海外停产影响，自2023年10月出口需求同比整体呈翻倍增长。未来2025至2027年，市场仅有新和成与中石化合资18万吨液体蛋氨酸在2025年投产，新增产能增速明显放缓，下游养殖复苏对需求端产生支撑，蛋氨酸景气逐步复苏，行业龙头公司有望充分受益。

图39:蛋氨酸价格(元/千克)



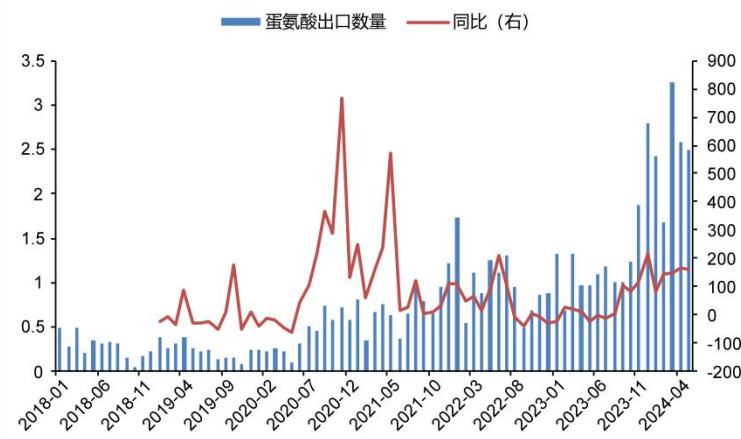
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图40:蛋氨酸产量(万吨, %)



数据来源: 钢联数据, 华龙证券研究所

图41:蛋氨酸月度出口数量(万吨, %)



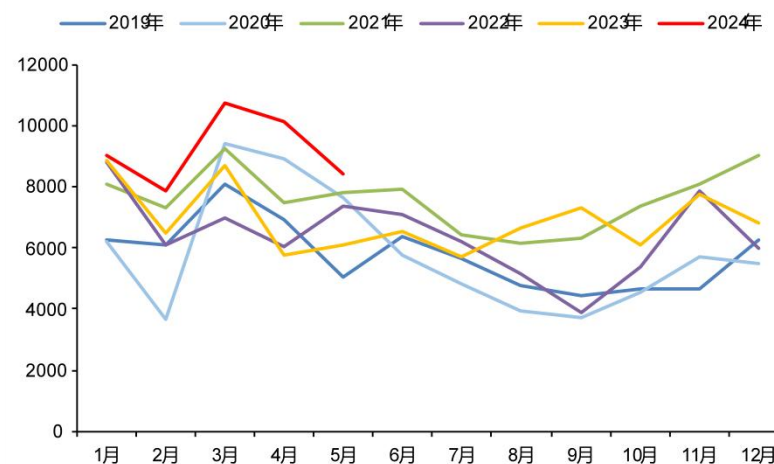
- **维生素**：维生素作为我国出口型大宗原料药，出口占比高达70%以上，因此外海外市场需求的震荡波动或将始终影响着整个维生素市场的走势，2024年以来，维生素海外补库带动出口需求明显增加，5月中国维生素出口31968.92吨，较4月减少2250.34吨，降幅为6.58%。2024年1-5月累计出口量约为17.22万吨，较2023年同期增加19611.43吨，增幅为12.85%。
- **维生素E**：供应厂商主要为巴斯夫、帝斯曼、新和成、浙江医药、吉林北沙等几家大厂，由于2023年行情低迷，为维持较好盈利状态，厂家多以销定产，库存水平较低，海内外装置停产检修，为VE挺价提供了机会。海外帝斯曼、巴斯夫VA、VE装置自2023年三季度停产，国内新和成山东的VE工厂也计划于7月初到9月初检修，浙江医药类胡萝卜素产能装置故障后，VA、VE厂家迎来了集体的停报挺价，企业现阶段提升价格意愿较强，有望抬高行业盈利水平。

表4：维生素月度进出口数据

项目	出口 (吨)			进口 (吨)		
	当月	环比	同比	当月	环比	同比
1月	37623.11	13.99%	8.61%	1822.91	-25.46%	-33.46%
2月	28297.87	-24.79%	0.06%	1151.14	-36.85%	-18.51%
3月	40135.67	41.83%	16.66%	1457.11	26.58%	-0.72%
4月	34219.26	-14.74%	16.59%	1983.27	36.11%	78.03%
5月	31968.92	-6.58%	23.15%	1272.86	-35.82%	-42.92%

数据来源：隆众资讯，华龙证券研究所

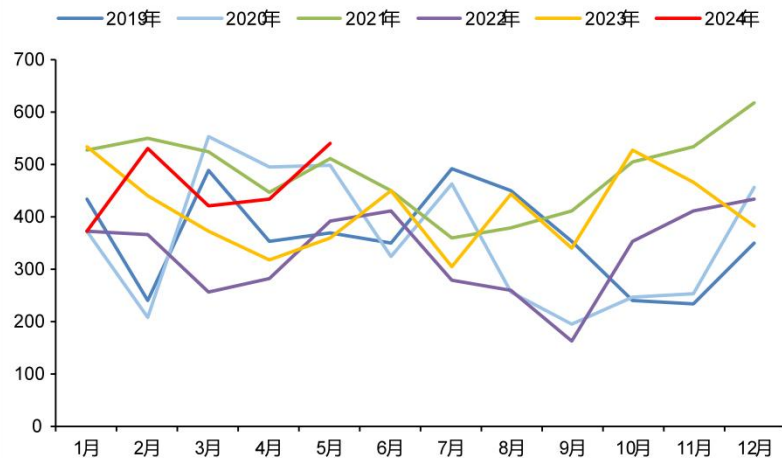
图42：维生素E月度出口数量（吨）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

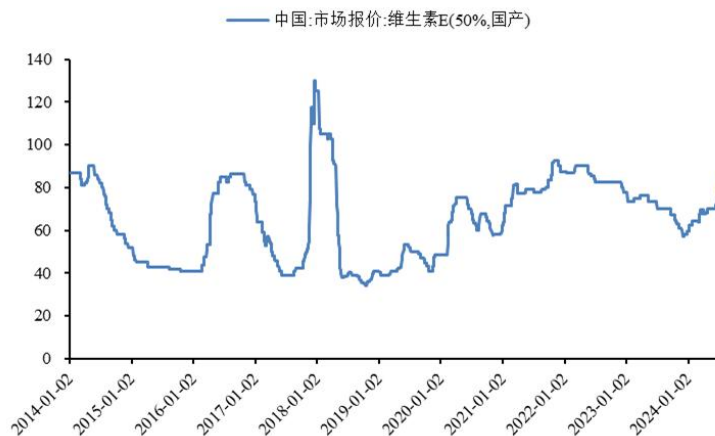
- **维生素A:** 在饲料添加剂中用量大，产能严重过剩，供应格局变化复杂。2018年国外主流大厂巴斯夫维生素A生产出现问题，市场供应减量，2021年中国维生素A产量猛增，达到1.4万吨，占据的全球市场份额从2018年的38%提升至50%，而自2022年至今巴斯夫VA供应逐渐恢复，为抢占市场份额，以价换量，致使维生素A价格一路低迷下行，难以高位支撑，各厂家以销定产，VA价格徘徊在成本线上下，由于低价引发市场超买现象，下游企业备货较多，叠加烟台万华化学已投建4.8万吨/年维生素A关键中间体—柠檬醛或将于下半年投产，年底或将出维生素A产品，市场供应格局将被改变。

图43: 维生素A月度出口数量 (吨)



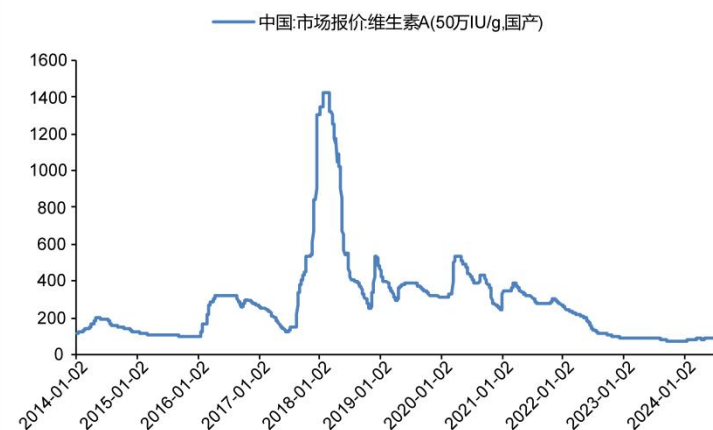
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图44: 维生素E价格 (元/千克)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图45: 维生素A价格 (元/千克)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

目录

1

2023年及2024年Q1海内外化工行业回顾

2

2024年上半年化工行业宏观供需情况

3

2024年原油市场回顾及展望

4

关注行业周期龙头及供需格局改善标的

5

关注新质生产力带来的增长机会

6

投资建议及风险提示

- 2024政府工作报告提出“积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎”。合成生物学和生物制造可以在生物基材料替代石化材料、生物能源替代化石能源、轻量化节能等多个方面为碳中和提供解决方案。在碳中和的产业背景下，合成生物技术有望提供一条科技含量高、经济效益好、资源消耗低、环境污染少的新材料新能源产业化道路。
- 凯赛生物作为一家以合成生物学等学科为基础，利用生物制造技术，从事生物基新材料的研发、生产及销售的科创板上市公司，已经在全球率先实现了系列**生物法长链二元酸**、**生物基戊二胺**、**系列生物基聚酰胺**的产业化生产，并开发了**系列生物基聚酰胺复合材料**。公司以生物法长链二元酸逐步主导市场，并与杜邦、艾曼斯、赢创、诺和诺德等主要下游客户建立了良好稳定的合作关系。
- 2023年11月，公司年产3万吨长链二元酸和2万吨长链聚酰胺项目结项，10万吨生物基聚酰胺生产线已经能够稳定运行，100万吨生产线正在建设中，为下游应用和业务扩展奠定产能基础。生物基聚酰胺复合材料具有高性能、易加工、轻量化、可回收、低成本、耐磨耐腐蚀等综合优势，突破传统热塑性复合材料成本和性能局限，有望在交运物流、新能源装备、建筑装饰等领域的大场景中实现“以塑代钢、以塑代铝、以热塑替代热固”。
- 2023年年中公司公告了拟定增募集不超过66亿元引入招商局集团作为间接股东的方案，并与其签订了业务合作协议，基于公司产品特点和双方的深度合作关系，公司正与招商局集团共同推动相关生物基材料在集装箱、建筑、光伏、物流等领域的应用，预计公司将向招商局集团体系内客户形成批量销售，对消化新增产能提供支撑。

图46:生物发酵法长链二元酸生产工艺



数据来源：Wind，华龙证券研究所

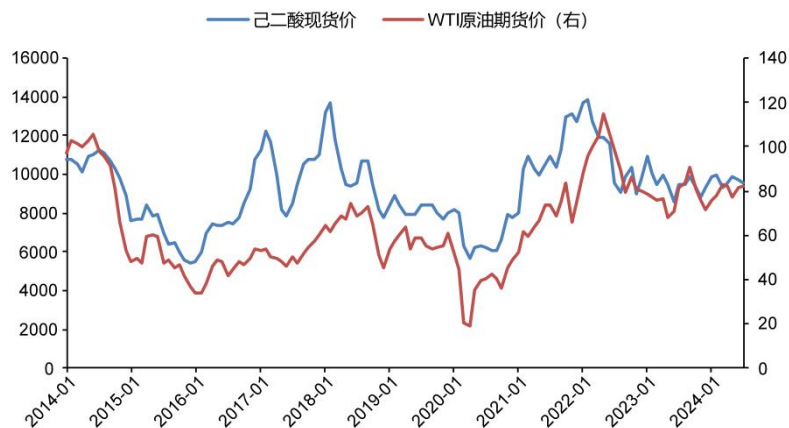
表5：凯赛生物产能情况

业务板块	产品	生产基地	产能	项目进展	主要下游领域
生物法长链二元酸	月桂二酸 (DC12) 巴西酸 (DC13)	乌苏技术	3万吨	项目于2023年11月达到预定可使用状态	主要用于高性能长链聚酰胺、香料、热熔胶、润滑油、耐寒增塑剂、粉末涂料。
		金乡凯赛	4.5万吨		
	癸二酸 (DC10)	太原	4万吨	项目于2022年三季度建成并开始试生产	
生物基戊二胺	生物基戊二胺	乌苏材料	5万吨		主要用做可作为聚酰胺5X及其他化工生产合成过程的原料，主要销售领域为环氧固化剂、异氰酸酯等。
	生物基戊二胺	太原	50万吨	项目建成时间延期至2025年12月31日，计划于2024年底建成部分产能	
生物基聚酰胺	生物聚酰胺中试生产线	金乡凯赛	0.3万吨		基于自产的生物基戊二胺与各种二元酸的缩聚可得到系列生物基聚酰胺产品，应用于下游民用丝、工业丝、工程塑料等领域。公司生物基聚酰胺产品以原料可再生、产品可回收、成本可竞争的优势和轻量化的特点拓展新领域，例如与碳纤维或玻纤增强的复合材料用于交运物流、新能源装备、建筑装饰等领域。
	高性能长链聚酰胺项目	乌苏技术	2万吨	项目于2023年11月结项，目前进行应用推广并形成销售	
	通用型生物基聚酰胺	乌苏材料	10万吨	已形成销售	
	生物基聚酰胺连续纤维复合材料的 中试线	太原	90万吨	项目建成时间延期至2025年12月31日，计划于2024年底建成部分产能	
其他在建	玉米深加工	太原	240万吨		
	生物发酵液	太原	500万吨		
	生物基哌啶			已经完成中试正进行万吨级产业化	

数据来源：Wind，华龙证券研究所

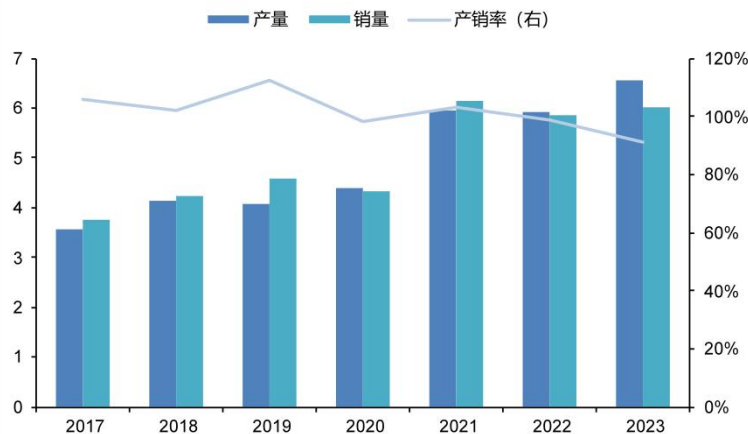
- 公司主营产品生物法长链二元酸的主要原材料是烷烃，重要储备产品生物基聚酰胺的主要外购原材料是己二酸等二元酸。烷烃和己二酸价格受石油等基础原料价格和市场供需关系影响，原材料价格自2021年高位回落，预计2024年原料成本区间可控。
- 2024年一季度公司营业收入为6.85亿元，同比上涨35.43%，环比上涨24.76%；归母净利润为1.05亿元，同比上涨83.25%，环比上涨99.96%，长链二元酸营收占公司总营收比例超过90%，受下游需求回暖影响，公司加大产品销售力度，拓展新产品癸二酸市场提升客户份额，因此长链二元酸销售量、销售收入及归母净利润同比大幅上涨，2024年公司盈利能力有望改善。

图47:原油及己二酸价格走势(元/吨, 美元/桶)



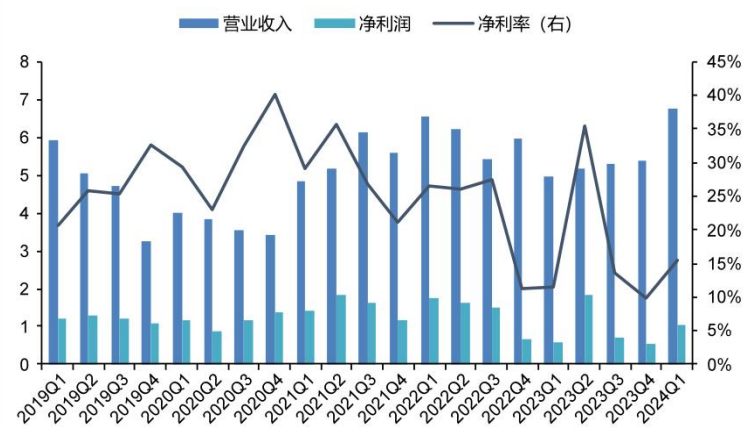
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图48:长链二元酸产销情况(万吨)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图49:凯赛生物单季度财务情况(亿元)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

- 集成电路作为信息产业的基础和核心，是关系国民经济和社会发展全局的战略性、基础性和先导性产业。在大规模集成电路的制造过程中，光刻胶是用于集成电路制造的关键工艺材料，光刻和刻蚀技术占芯片制造时间的40%-50%。据行业机构SEMI显示，随着国内晶圆代工产能不断提升，预计2025年中国半导体光刻胶市场规模有望达到100亿元，随着制程缩减和存储容量提升，光刻次数增加，单位面积光刻胶的金额将显著提高。
- 2024年5月24日，国家集成电路产业投资基金三期成立，国有六大行出资占比达33.14%，注册资本3440亿元超过一期（2041.5亿）、二期（987.2亿）的总和，庞大的资金规模将为半导体产业提供强有力的资金支持，以推动产业快速发展。
- 我国光刻胶行业起步较晚，生产能力主要集中在中低端光刻胶领域。目前布局光刻胶的本土企业主要有晶瑞电材（苏州瑞红）、彤程新材（北京科华）、华懋科技（徐州康博）等，已经有G/I线、KrF与ArF技术的布局，但EUV仍暂处于空白状态。

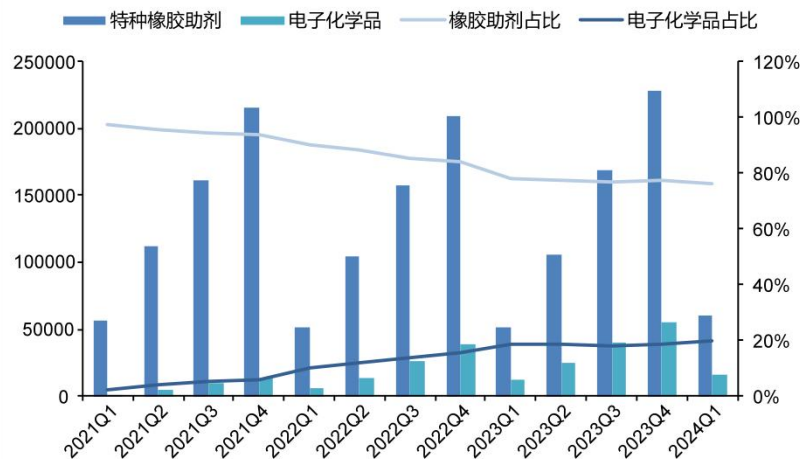
表6：光刻胶的主要类型及品种

主要类型	主要品种
半导体用光刻胶	紫外宽谱光刻胶、g线光刻胶、i线光刻胶、KrF 光刻胶、ArF/ArFi光刻胶、EUV光刻胶等
平板显示用光刻胶	彩色滤光片用彩色光刻胶及黑色光刻胶、LCD/TP 衬垫料光刻胶、TFT-LCD 中Array用光刻胶等
PCB光刻胶	干膜光刻胶、湿膜光刻胶、光成像阻焊油墨等

数据来源：公司公告，华龙证券研究所

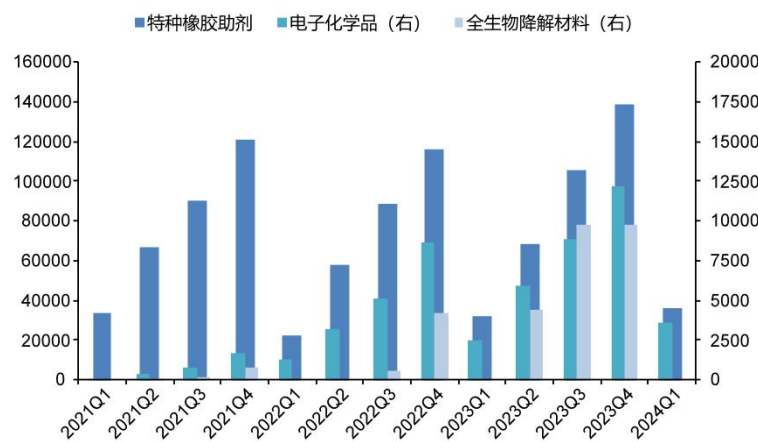
- 彤程新材作为全球领先的新材料综合服务商，公司业务广泛涉及轮胎橡胶用特种材料、电子材料和全生物降解材料三大领域。特种材料业务方面，公司为全球最大的轮胎橡胶用特种酚醛树脂供应商，产品广泛应用于轮胎、光刻胶、覆铜板、环氧封装、摩擦、罐听涂料等行业。电子材料业务方面，公司也处于国内领先地位，拥有8000吨平板用光刻胶生产能力，是国内首家TFT-LCD Array光刻胶生产商，国内最大的液晶正性光刻胶本土供应商，国内深紫外KrF光刻胶的唯一量产供应商。
- 2023年，公司归母净利润4.07亿元，同比增长36.37%，2024年Q1，公司归母净利润1.44亿元，同比增长74.29%。2024年Q1公司两大业务板块：特种橡胶助剂和电子化学品营收分别占比76.32%和19.96%，且电子化学品板块逐年占比增加，随着公司光刻胶产品开始陆续放量，预计公司未来几年有望保持稳定增长。

图50:主要产品营业收入及占比(元/吨, %)



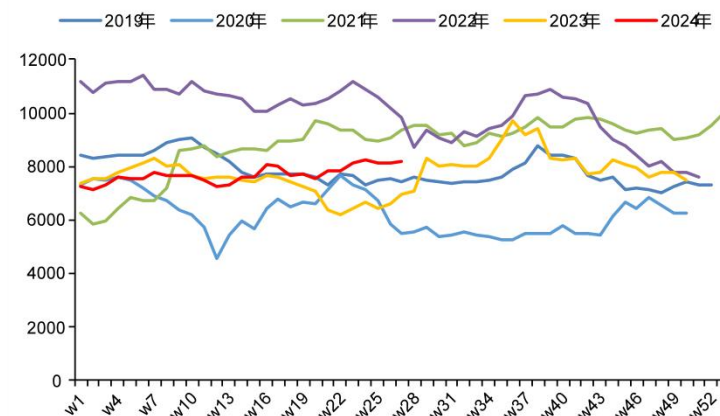
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图51:主要产品产量情况(吨)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图52:苯酚现货价(元/吨)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

- **橡胶助剂业务方面**，2023年以来，国内汽车产销量回暖叠加轮胎出口需求增长，带动了我国轮胎产销量显著增长。作为产业链上游，轮胎用特种材料销量也随之增加，2024年Q1公司特种橡胶助剂生产量3.59万吨，同比增加13.41%，销售量3.81万吨，同比增加16.91%，实现营业收入5.97亿元，同比增加14.93%，上游原材料苯酚价格较稳定，成本上升压力有限。公司连续多年为中国最大的橡胶酚醛树脂生产商，下游客户主要是各大轮胎企业，包括普利司通、米其林、固特异等国际品牌，以及中策橡胶、赛轮轮胎、玲珑轮胎等国内品牌，**作为行业细分龙头，有望受益于行业景气上行。**
- **半导体光刻胶业务方面**，其子公司北京科华是唯一被SEMI列入全球光刻胶八强的中国光刻胶生产企业，技术水平国内领先。光刻胶是由感光树脂、增感剂和溶剂三种主要成分组成的光敏混合液体，在树脂技术的研究上，公司本身已经拥有了深厚的积累，保证树脂的高品质对于维持和提升光刻胶产品的性能至关重要。2023年公司ArF光刻胶已取得重大突破，首批工艺指标均能对标国际光刻胶大厂产品。2024年4月30日，公司宣布部分ArF/ArFi光刻胶产品通过国内芯片厂验证，取得了规模量产订单，已开始批量供货。同时随着新产品开发及客户验证的不断深入，**预计多支ArF/ArFi产品将在2024年下半年逐步实现量产导入。**
- **显示面板光刻胶业务方面**，显示面板光刻胶方面，子公司北旭电子位列国内本土第一大供应商，新客户开发方面，2023年新量产销售的客户有6家，部分客户的导入测试工作已经取得阶段性进展，**预计2024年将陆续实现量产销售。**在AMOLED光刻胶方面，北旭电子作为国内首家实现本土化生产的OLED用光刻胶供应商，2023年在AMOLED应用中取得了重大进展，其高分辨率光刻胶和低温光刻胶分别在国内主要客户实现量产销售。

目录

1

2023年及2024年Q1海内外化工行业回顾

2

2024年上半年化工行业宏观供需情况

3

2024年原油市场回顾及展望

4

关注行业周期龙头及供需格局改善标的

5

关注新质生产力带来的增长机会

6

投资建议及风险提示

- 受益于国内经济活动持续恢复以及海外市场需求提升，维持化工行业“推荐”评级。个股方面建议关注：万华化学（600309.SH）、川恒股份（002895.SZ）、新和成（002001.SZ）、凯赛生物（688065.SH）、彤程新材（603650.SH）。

表7：重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票名称	2024/07/24 股价（元）	EPS（元）				PE				投资评级
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600309.SH	万华化学	79.29	5.36	6.27	7.40	8.32	14.34	12.64	10.72	9.53	未评级
002895.SZ	川恒股份	15.99	1.53	1.79	2.28	2.82	12.44	8.94	7.02	5.68	未评级
002001.SZ	新和成	20.22	0.87	1.30	1.56	1.81	19.39	15.53	12.96	11.19	未评级
688065.SH	凯赛生物	39.24	0.63	0.92	1.26	1.71	87.51	42.75	31.03	22.91	未评级
603650.SH	彤程新材	28.30	0.68	0.82	1.00	1.19	49.13	34.36	28.29	23.75	未评级

数据来源：Wind，华龙证券研究所（盈利预测来自Wind一致预期）

- (1) 原油价格大幅波动风险：原油价格大幅波动会引起其下游石油化工品价格大幅波动，从而影响相关企业经营业绩；
- (2) 汇率波动风险：海外业务持续增长、出口销售占比较高、主要以美元和欧元作为结算货币的企业，汇率变动会显著影响其盈利能力；
- (3) 贸易摩擦持续恶化风险：贸易壁垒及贸易摩擦导致国内化工品出口时成本优势下滑、竞争力减弱，出口受限，进而影响企业盈利；
- (4) 地缘政治风险：巴以和俄乌局势的不稳定性均未消除，化工产业上下游产品价格受到海运成本及能源价格影响；
- (5) 重点关注公司业绩不及预期风险：市场需求不及预期、行业竞争加剧、新品推广进度不及预期等风险；
- (6) 所引用数据资料的误差风险：本报告数据资料来源于公开数据，将可能对分析结果造成影响。

分析师声明:

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知道的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明:

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明:

本报告的风险等级评定为R4，仅供符合华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（C4及以上风险等级）参考使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和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，本公司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，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。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。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，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。本公司的资产管理部、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。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明:

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京

地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层
邮编：100033

兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号文
化大厦21楼
邮编：730030
电话：0931-4635761

上海

地址：上海市浦东新区浦东大道720号
11楼
邮编：200000

深圳

地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层
邮编：518046