

# 库存周期向上，价值和顺周期齐飞 ——2025年化工策略报告

李永磊(证券分析师)  
S0350521080004  
liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(证券分析师)  
S0350521080009  
dongbj@ghzq.com.cn

## 最近一年走势



### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
基础化工	-0.5%	12.5%	-0.2%
沪深300	3.8%	12.5%	19.9%

## 相关报告

《基础化工行业周报：氨基酸、钾肥价格上涨，2025年化工有望迎来补库存周期（推荐）\*基础化工\*李永磊，董伯骏，杨丽蓉》——2024-12-01

《基础化工行业周报：BDO、毒死蜱价格上涨，阳谷华泰拟发行股份购买波米科技（推荐）\*基础化工\*李永磊，董伯骏，杨丽蓉》——2024-10-27

《基础化工行业周报：橡胶、原油价格上涨，万华化学3800吨香酮项目环评公示（推荐）\*基础化工\*李永磊，董伯骏》——2024-09-23



## 目录

- 核心结论
- 库存周期向上
- 产能周期底部
- 核心标的
- 风险提示

- 我们判断2025年化工行业有望启动新一轮库存周期，依据：
  - 1) 库存周转天数有望见底，预计有望开启补库存，供给端欧洲产能出清，需求端国内政策刺激、海外政策刺激
  - 2) 盈利及ROE处于2021Q1以来的低位，单吨利润有望见底，销量有望提升
  - 3) 基金持仓比例处于低位

# 新一轮库存周期有望启动

图表：中国聚丙烯周度总库存



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图表：中国涤纶长丝库存天数



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图表：中国聚乙烯贸易商库存



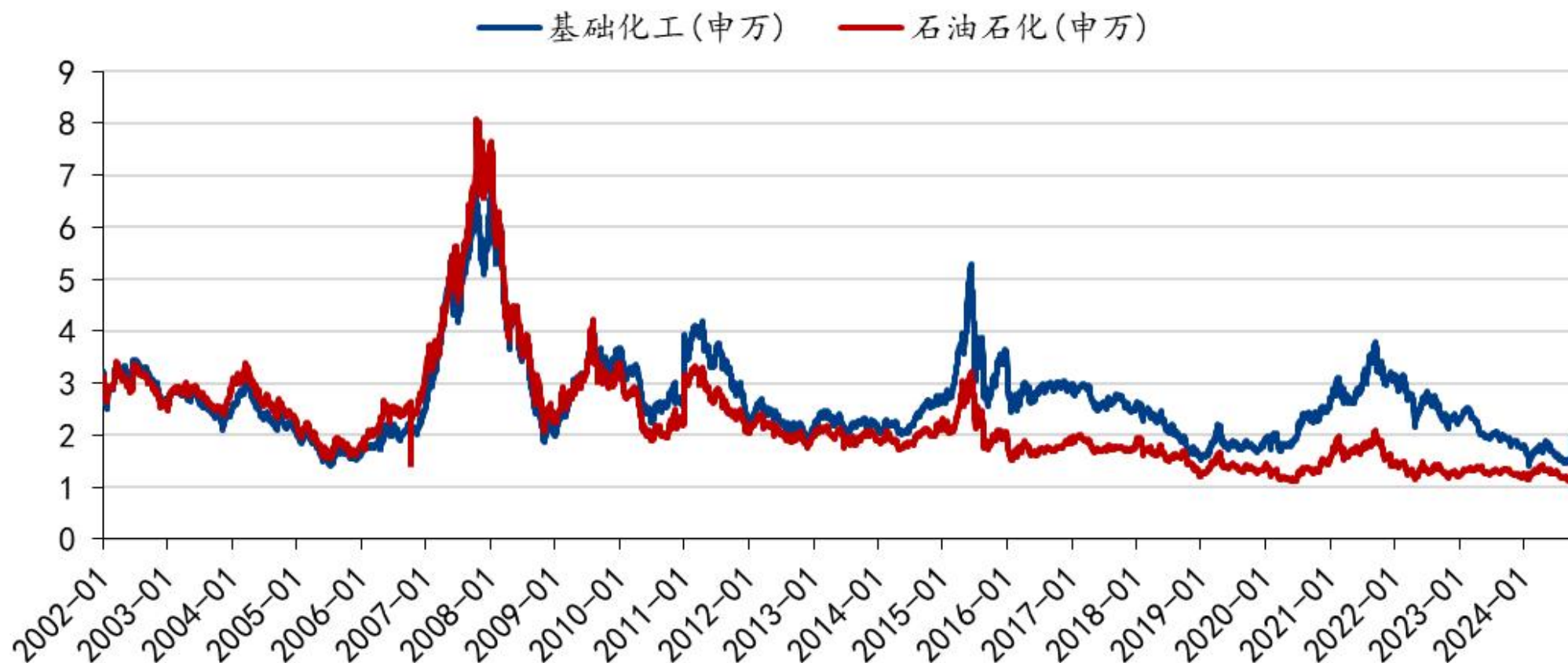
资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图表：中国聚合MDI工厂库存量



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图表：化工行业估值处于历史低位 (PB-LF)



资料来源：Wind，国海证券研究所 注：数据统计截至2024年12月17日

# 2024Q3基础化工ROE环比承压

图表：SW基础化工季度ROE



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：SW基础化工季度末资产负债率



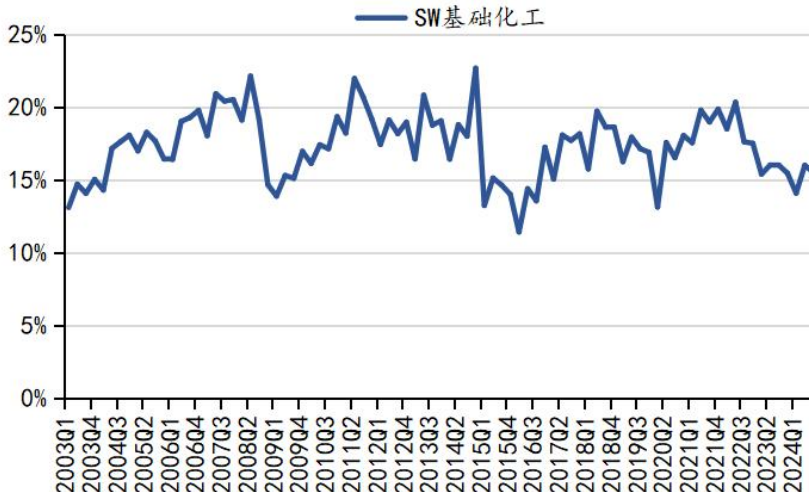
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：SW基础化工季度净利率



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：SW基础化工季度资产周转率



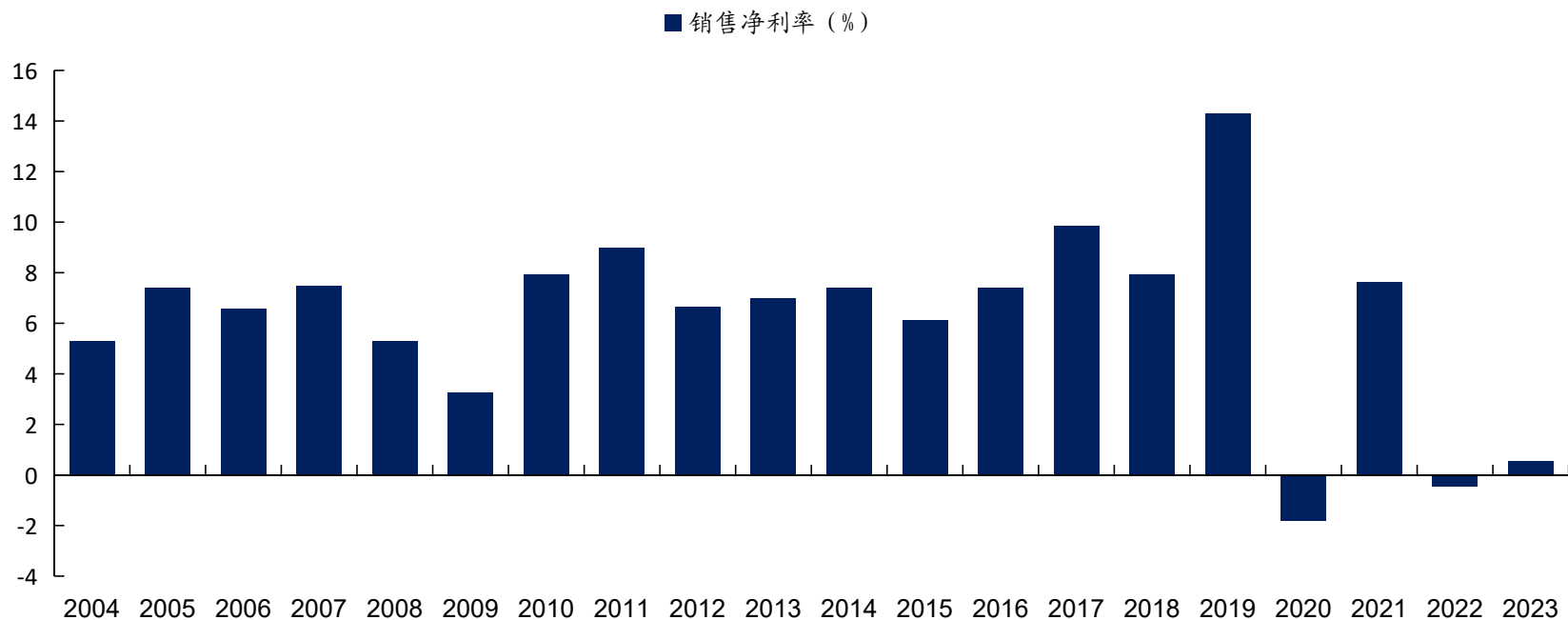
资料来源：Wind，国海证券研究所

- 2024Q3基础化工行业ROE为1.54%，环比下滑0.44个pct；净利率为5.13%，环比下滑1.27个pct。
- 2024Q3末基础化工行业资产负债率为48.24%，环比增加0.11个百分点；资产周转率15.53%，环比下降0.50个pct。

# 巴斯夫净利率已处于历史底部

➤ 2023年及2024年上半年，巴斯夫销售额同比下滑。2024H1，巴斯夫销售额336.64亿欧元，同比下降3.6亿欧元。根据中国石化新闻网资讯，公司通过削减成本改善盈利状况，涉及出售Wintershall Dea公司的油气勘探生产业务、内燃机汽车的排放催化剂业务、食品添加剂部分工厂、涂料部门部分业务等。2024年5-7月，巴斯夫分别卖掉了路德维希港一体化基地部分业务、生物能源酶业务与采矿用絮凝剂业务。此外，巴斯夫还取消了智利锂矿投资计划与印尼近26亿美元的投资计划。2025年前，巴斯夫还将陆续停掉一部分工厂的生产线。

图表：2004-2023年巴斯夫销售净利率走势

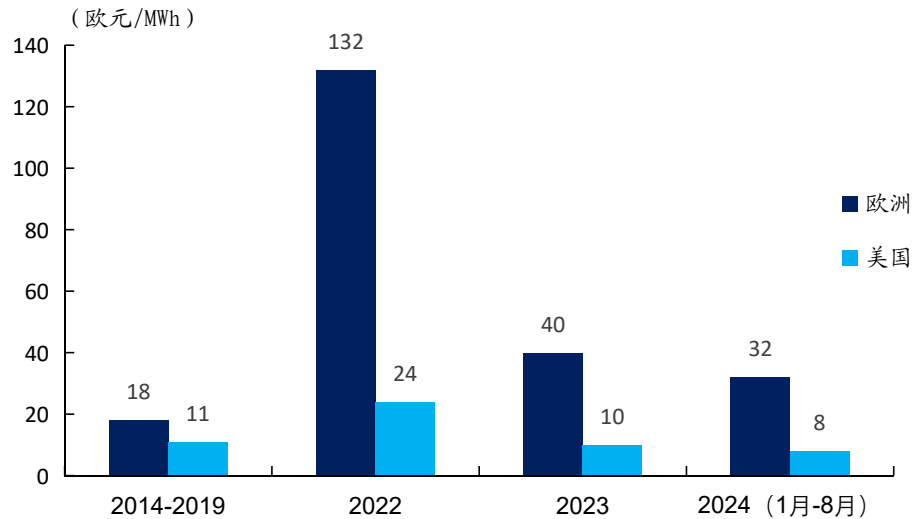


资料来源：Wind，国海证券研究所

# 欧洲化工品产能利用率处于历史底部

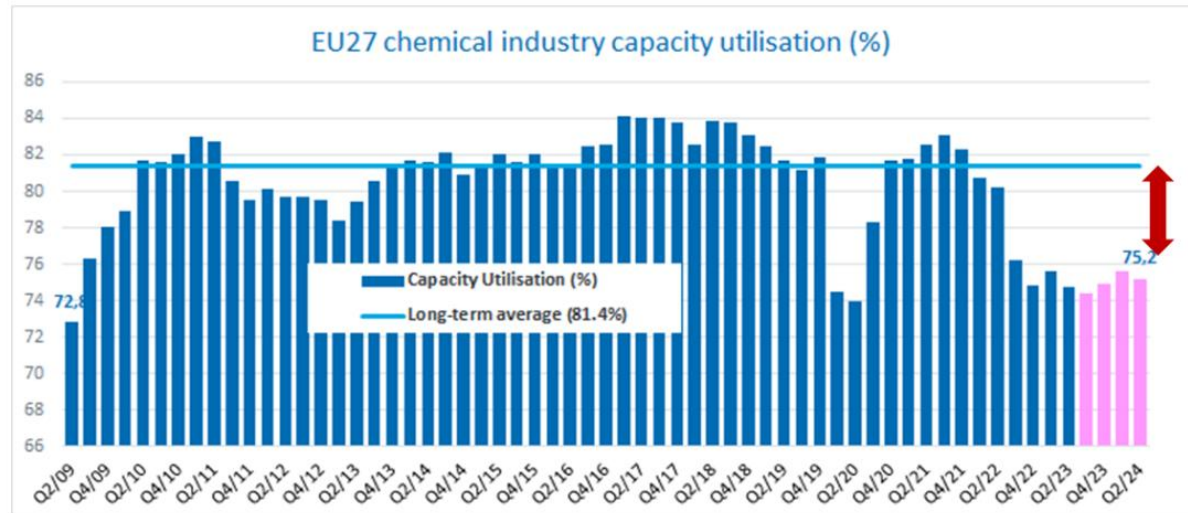
➢ 欧洲化工品产能利用率处于历史底部，过高的能源成本是欧洲化工业发展的制约因素之一。2024年1-8月期间，欧洲天然气价格32欧元/MWh，较2014-2019年的平均价格18欧元/MWh高出76%。据Cefic，2024Q2欧洲化工品产能利用率为75.2%，远低于81.4%的历史平均水平。库存方面，欧洲下游去库存于2024年3月结束，截至2024年7月，欧洲化工品库存已连续四个月回升，欧洲化工业承压。

图表：欧洲及美国天然气价格情况



资料来源：Cefic，国海证券研究所

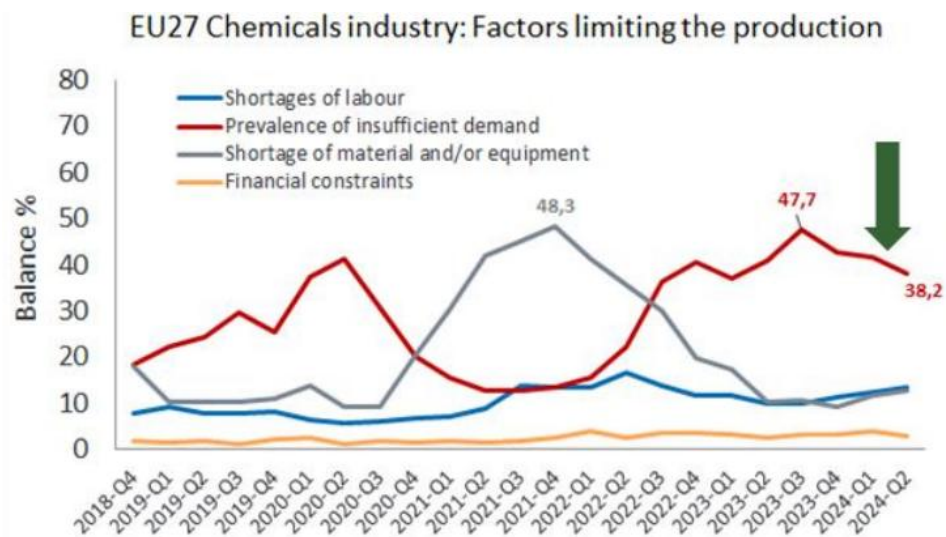
图表：欧盟27国化工品产能利用率情况



资料来源：Cefic

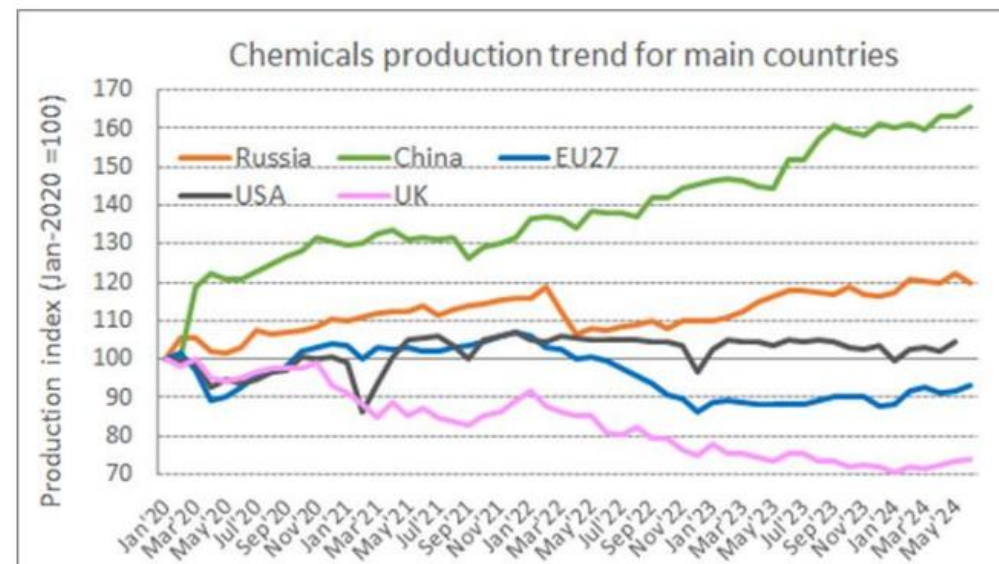
- 欧洲化工品需求不足情况有所好转。据Cefic，限制欧洲化工品生产的主要因素有需求不足、人工和原材料短缺等，选择需求不足是化学品生产的限制因素的化学品经理比例从2024Q1的41.5%下降到2024Q2的38.2%，2024Q2需求不足的影响有所弱化，但欧洲化学品整体产量仍处于低位。
- 根据Cefic和联合资信整理数据，2023年，我国化工品销售额约占全球总销售额的43%，较2012年增加约12个百分点。2024H1，全球化工品产量同比增幅超过6%，其中中国化工品产量同比增幅超过10%。

图表：影响欧洲化学品生产的限制因素



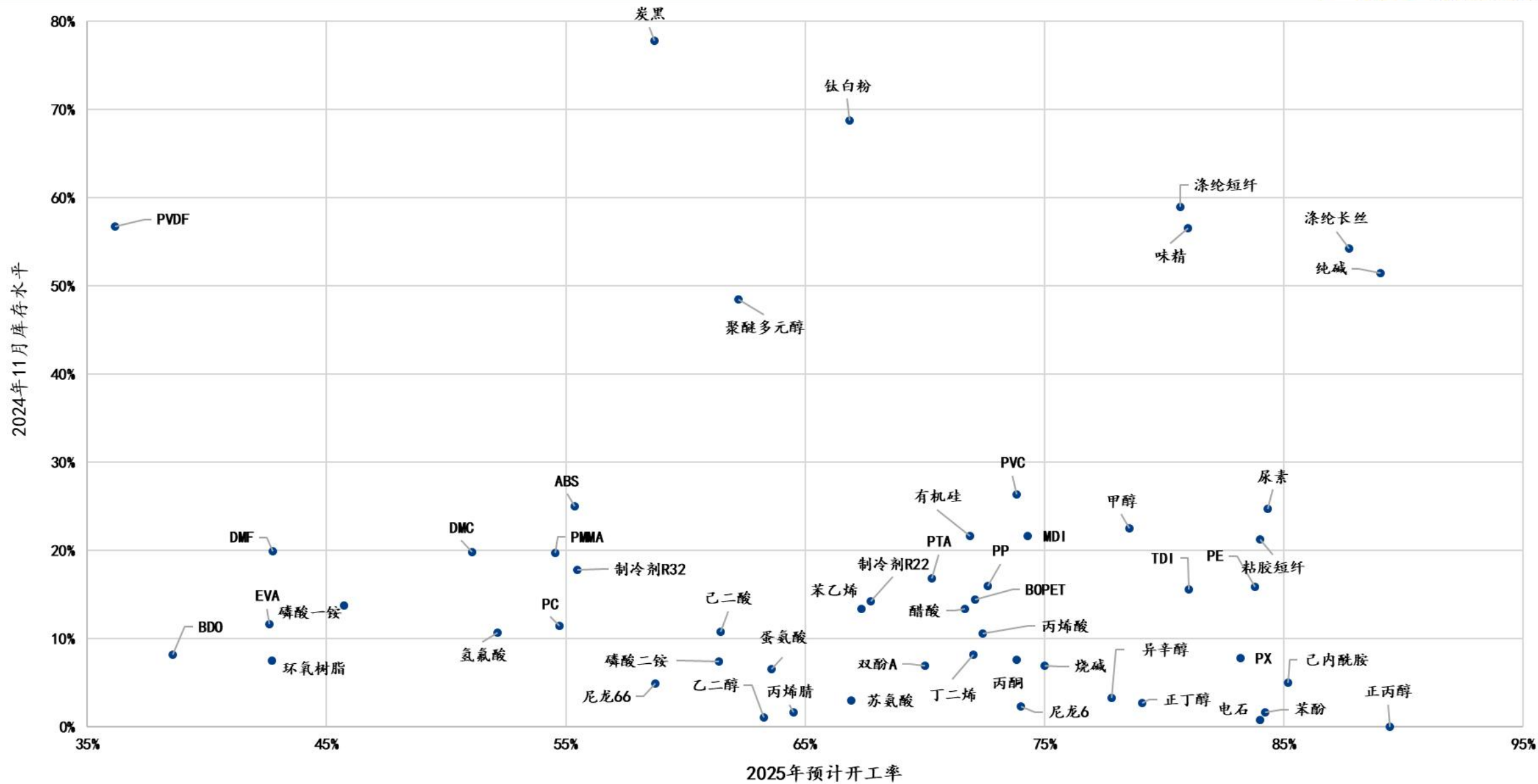
资料来源：Cefic

图表：全球主要国家或地区化工品产量情况

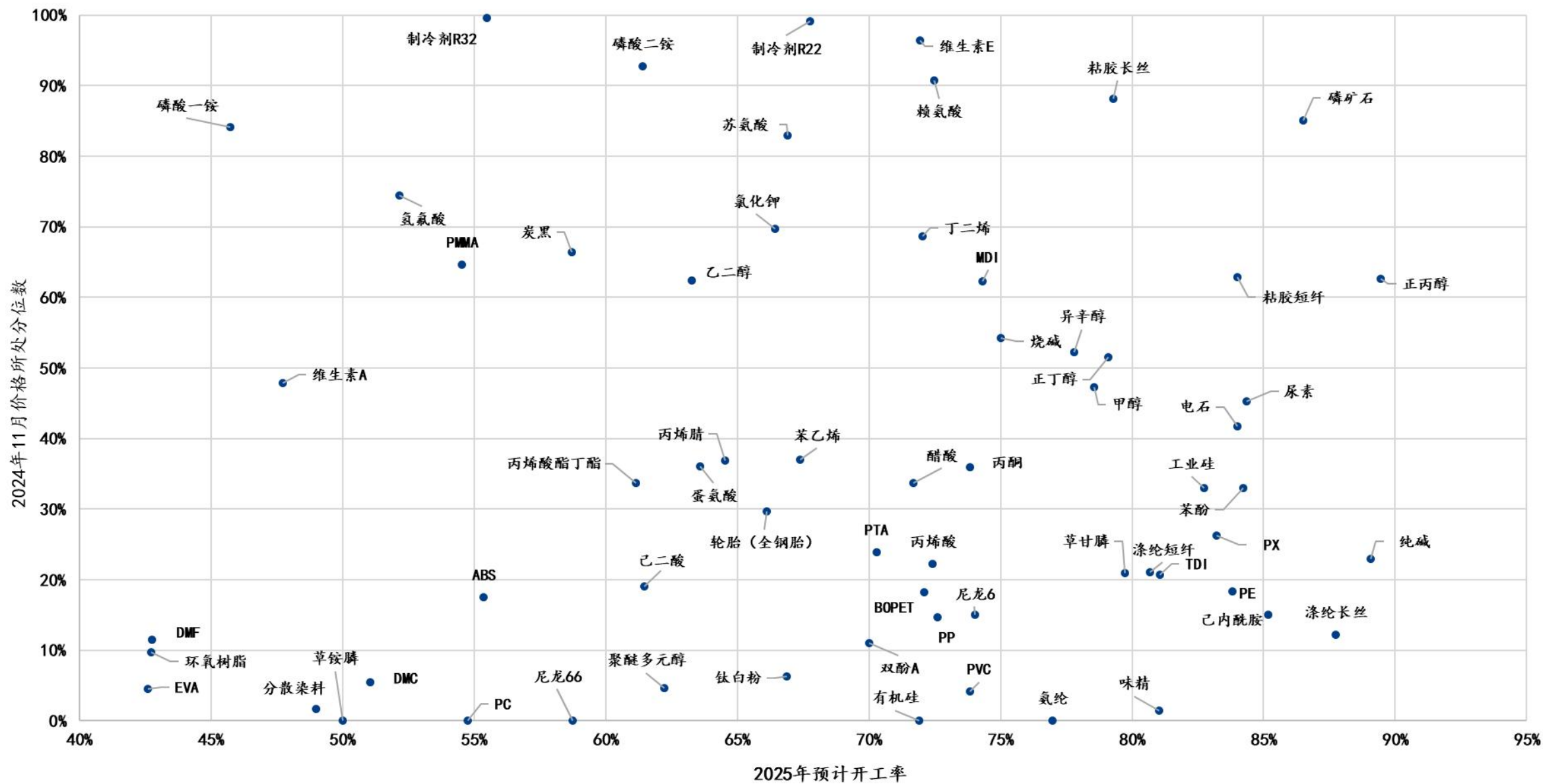


资料来源：Cefic

# 化工产品2025年预计开工率及2024年11月库存水平



# 化工产品2025年预计开工率及2024年11月价格分位数



# 核心提要：库存周期向上，产能周期有望见底，优质标的迎布局良机

受库存周期影响，2025年化工行业景气有望修复，投资机会增加，重点关注四大方向：

## ➤ 低成本扩张

万华化学、卫星化学、宝丰能源、华鲁恒升、轮胎（赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎、通用股份、贵州轮胎、风神股份、三角轮胎、浦林成山）、铭盐（振华股份）、龙佰集团、扬农化工、远兴能源、复合肥（新洋丰、云图控股、史丹利）、华峰化学、亚钾国际等。

## ➤ 景气度提升

轮胎设备（软控股份）、制冷剂（巨化股份、东岳集团、三美股份、永和股份）、民爆（广东宏大、易普力、江南化工、高争民爆、雪峰科技等）、涤纶长丝（桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化）、农药（扬农化工、润丰股份、利民股份、广信股份、利尔化学）、磷矿石（云天化、川恒股份、芭田股份、兴发集团）、中国化学、维生素（新和成、兄弟科技、浙江医药、花园生物、振华股份、安迪苏）、炼化（恒力石化、荣盛石化、东方盛虹）、萤石（金石资源）、合盛硅业、粘胶短纤（三友化工）、锦纶（聚合顺、台华新材、华鼎股份）、双箭股份等。

## ➤ 高股息稳定

中国石油、中国石化、中国海油、云天化、恒力石化、梅花生物等。

## ➤ 新材料行业

电子化学品（阳谷华泰、德邦科技、国瓷材料、万润股份、圣泉集团、雅克科技、斯迪克）、氟冷液（新宙邦）、吸附材料（蓝晓科技）、PI膜（瑞华泰）、利安隆、中复神鹰、合成生物学（凯赛生物、华恒生物）、植物胶囊（山东赫达）、航空航天材料（斯瑞新材、宝钛股份）等。

综合考虑化工细分行业低成本扩张、景气度提升、高股息稳定及新材料相关方向的机会，维持基础化工行业“推荐”评级。

**风险提示：**原材料价格大幅波动风险；全球经济波动影响下游需求；行业大幅扩张；相关标的的安全环保风险；化工企业不可抗力风险；项目建设进度不及预期；重点关注公司业绩不及预期等风险。

# 重点标的盈利预测表

四大方向	代码	标的	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			评级
				2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
低成本扩张	600309.SH	万华化学	2314	168.16	149.76	203.79	259.72	15.45	11.35	8.91	买入
	002648.SZ	卫星化学	585	47.89	54.13	68.26	94.97	10.82	8.58	6.17	买入
	600989.SH	宝丰能源	1129	56.51	65.21	136.30	171.06	17.32	8.29	6.60	买入
	600426.SH	华鲁恒升	471	35.76	39.56	49.89	61.88	11.90	9.44	7.61	买入
	601058.SH	赛轮轮胎	463	30.91	43.85	52.12	63.59	10.56	8.88	7.28	买入
	002984.SZ	森麒麟	254	13.69	24.05	27.05	34.34	10.55	9.38	7.39	买入
	601966.SH	玲珑轮胎	274	13.91	23.00	26.88	29.92	11.91	10.19	9.16	买入
	601500.SH	通用股份	89	2.16	5.37	9.69	12.96	16.49	9.14	6.83	买入
	000589.SZ	贵州轮胎	79	8.33	6.97	9.24	11.32	11.31	8.53	6.97	买入
	600469.SH	风神股份	47	3.49	3.51	4.72	6.42	13.45	10.00	7.35	买入
	601163.SH	三角轮胎	121	13.96	11.69	12.75	13.70	10.37	9.51	8.85	买入
	1809.HK	浦林成山	45	10.33	12.83	13.93	16.13	3.51	3.23	2.79	未评级
	603067.SH	振华股份	67	3.71	5.01	5.43	6.53	13.34	12.31	10.23	买入
	002601.SZ	龙佰集团	420	32.26	33.54	41.28	46.34	12.52	10.17	9.06	买入
	600486.SH	扬农化工	219	15.65	12.69	16.82	19.69	17.24	13.01	11.11	买入
	000683.SZ	远兴能源	210	14.10	23.91	28.06	32.50	8.79	7.49	6.47	买入
	000902.SZ	新洋丰	160	12.07	13.03	14.33	17.07	12.29	11.17	9.38	买入
	002539.SZ	云图控股	97	8.92	8.48	10.56	13.52	11.39	9.15	7.15	买入
	002588.SZ	史丹利	87	7.01	7.93	9.17	10.58	10.92	9.45	8.19	买入
	002064.SZ	华峰化学	416	24.78	27.90	35.12	40.82	14.92	11.86	10.20	未评级
000893.SZ	亚钾国际	192	12.35	7.42	12.28	17.86	25.88	15.64	10.75	未评级	
000792.SZ	盐湖股份	906	79.14	42.65	51.62	61.22	21.25	17.56	14.80	买入	
002545.SZ	东方铁塔	90	6.34	6.60	7.57	8.49	13.68	11.91	10.62	未评级	
高股息稳定	601857.SH	中国石油	15,264	1,611.44	1,737.16	1,812.98	1,903.64	8.79	8.42	8.02	买入
	600028.SH	中国石化	7,756	604.63	543.75	650.85	701.04	14.26	11.92	11.06	买入
	600938.SH	中国海油	13,023	1,238.43	1,478.64	1,579.01	1,636.17	8.81	8.25	7.96	买入
	600096.SH	云天化	404	45.22	56.15	59.17	62.05	7.19	6.82	6.50	买入
	600346.SH	恒力石化	1,069	69.05	70.15	90.48	106.23	15.24	11.82	10.07	买入
	600873.SH	梅花生物	305	31.81	29.51	31.11	33.43	10.33	9.80	9.12	买入

# 重点标的盈利预测表

四大方向	代码	标的	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			评级
				2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
景气度提升	002073.SZ	软控股份	85	3.33	5.25	7.82	8.61	16.27	10.93	9.92	买入
	600160.SH	巨化股份	619	9.44	17.47	21.43	26.11	35.40	28.86	23.69	买入
	0189.HK	东岳集团	128	7.08	9.85	16.43	20.34	12.99	7.79	6.29	未评级
	603379.SH	三美股份	219	2.80	8.01	11.46	14.29	27.32	19.10	15.31	未评级
	605020.SH	永和股份	72	1.84	1.98	3.64	5.52	36.53	19.87	13.10	买入
	002683.SZ	广东宏大	211	7.16	8.56	10.05	11.61	24.64	20.99	18.16	未评级
	002096.SZ	易普力	162	6.34	7.48	8.94	10.30	21.66	18.13	15.74	未评级
	002226.SZ	江南化工	143	7.73	8.91	10.36	11.96	15.99	13.75	11.91	未评级
	603227.SH	雪峰科技	95	8.54	7.96	9.07	10.07	11.87	10.42	9.39	未评级
	002827.SZ	高争民爆	88	0.98	1.23	2.00	3.25	71.24	43.90	27.03	未评级
	603977.SH	国泰集团	88	3.05	3.29	4.05	5.27	26.57	21.61	16.62	未评级
	601233.SH	桐昆股份	284	7.97	14.35	25.71	37.84	19.76	11.03	7.49	买入
	603225.SH	新凤鸣	165	10.86	10.83	14.47	17.11	15.25	11.41	9.65	买入
	000703.SZ	恒逸石化	221	4.35	5.52	11.49	15.11	40.12	19.27	14.66	买入
	301035.SZ	润丰股份	134	7.71	8.84	10.69	13.12	15.11	12.49	10.18	买入
	603599.SH	广信股份	108	14.39	7.89	10.23	12.77	13.65	10.53	8.43	买入
	002734.SZ	利民股份	30	0.62	0.85	1.33	2.08	35.52	22.70	14.52	买入
	002258.SZ	利尔化学	69	6.04	6.08	6.89	8.47	11.27	9.94	8.09	买入
	002749.SZ	国光股份	65	3.02	3.73	4.58	5.49	17.47	14.24	11.88	未评级
	600096.SH	云天化	404	45.22	56.15	59.17	62.05	7.19	6.82	6.50	买入
	002895.SZ	川恒股份	131	7.66	9.95	12.04	15.20	13.13	10.85	8.59	买入
	002170.SZ	芭田股份	75	2.59	3.24	7.24	8.56	23.03	10.30	8.72	买入
	600141.SH	兴发集团	244	13.79	18.17	22.23	26.51	13.46	11.00	9.22	买入
	601117.SH	中国化学	494	54.26	57.91	66.06	73.35	8.53	7.48	6.74	买入
	002001.SZ	新和成	665	27.04	57.99	58.86	62.47	11.47	11.30	10.65	买入
	600299.SH	安迪苏	298	0.52	13.21	14.50	16.52	22.56	20.55	18.04	买入
600216.SH	浙江医药	155	4.30	12.74	14.40	15.25	12.17	10.77	10.16	未评级	
300401.SZ	花园生物	84	1.92	3.46	4.52	5.55	24.36	18.66	15.19	未评级	
002562.SZ	兄弟科技	50	-1.75	-	-	-	-	-	-	未评级	

# 重点标的盈利预测表

四大方向	代码	标的	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			评级
				2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
景气度提升	603235.SH	天新药业	118	4.76	7.23	8.44	9.94	16.32	13.97	11.87	未评级
	002493.SZ	荣盛石化	921	11.58	30.49	50.23	66.24	30.22	18.34	13.91	买入
	000301.SZ	东方盛虹	565	7.17	-14.33	15.95	25.50	-	35.44	22.17	买入
	603505.SH	金石资源	151	3.49	3.58	5.99	7.79	42.28	25.27	19.43	买入
	603260.SH	合盛硅业	709	26.23	24.82	37.50	48.88	28.58	18.92	14.51	买入
	600409.SH	三友化工	117	5.66	4.73	6.61	9.10	24.64	17.65	12.82	买入
	605166.SH	聚合顺	36	1.97	3.16	4.10	5.23	11.46	8.84	6.93	买入
	603055.SH	台华新材	103	4.49	7.96	9.32	10.95	13.00	11.10	9.45	未评级
	601113.SH	华鼎股份	47	1.60	-	-	-	-	-	-	未评级
	002381.SZ	双箭股份	29	2.42	1.81	3.01	4.62	15.96	9.60	6.25	买入
新材料行业	300121.SZ	阳谷华泰	57.9	3.04	2.59	4.32	5.69	22.35	13.40	10.17	买入
	688035.SH	德邦科技	57.4	1.03	0.91	1.38	1.96	63.12	41.62	29.30	买入
	300285.SZ	国瓷材料	179.8	5.69	6.87	8.53	10.65	26.17	21.07	16.88	买入
	002643.SZ	万润股份	118.3	7.63	4.22	5.50	7.04	28.04	21.51	16.81	买入
	605589.SH	圣泉集团	198.9	7.89	8.42	12.98	14.89	23.62	15.32	13.36	买入
	002409.SZ	雅克科技	293.7	5.79	9.93	13.10	16.69	29.58	22.43	17.59	未评级
	300806.SZ	斯迪克	65.1	0.56	0.87	1.82	2.86	75.11	35.70	22.73	未评级
	300037.SZ	新宙邦	280.5	10.11	10.34	14.92	19.81	27.12	18.80	14.16	买入
	300487.SZ	蓝晓科技	261.9	7.17	9.10	11.50	14.19	28.78	22.77	18.46	买入
	688323.SH	瑞华泰	24.2	-0.20	-0.49	0.31	0.87	-	78.71	27.72	买入
	300596.SZ	利安隆	65.8	3.62	4.27	5.45	6.56	15.41	12.08	10.03	买入
	688295.SH	中复神鹰	186.7	3.18	0.02	1.14	1.72	-	163.74	108.52	买入
	688065.SH	凯赛生物	245.1	3.67	5.05	7.07	9.15	48.54	34.67	26.79	买入
	688639.SH	华恒生物	83.6	4.49	3.11	4.66	6.40	26.87	17.95	13.05	未评级
	002810.SZ	山东赫达	51.9	2.20	2.66	3.56	4.68	19.50	14.57	11.08	买入
	688102.SH	斯瑞新材	72.0	0.98	1.24	1.55	1.99	58.07	46.46	36.18	买入
600456.SH	宝钛股份	144.1	5.44	6.26	7.54	8.76	23.02	19.11	16.46	未评级	
600866.SH	星湖科技	114.1	6.78	9.90	11.87	13.61	11.53	9.62	8.39	未评级	



## 目录

- 核心结论
- 库存周期向上
- 产能周期底部
- 核心标的
- 风险提示

# 新一轮库存周期有望启动

图表：中国聚丙烯周度总库存



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图表：中国涤纶长丝库存天数



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图表：中国聚乙烯贸易商库存



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图表：中国聚合MDI工厂库存量



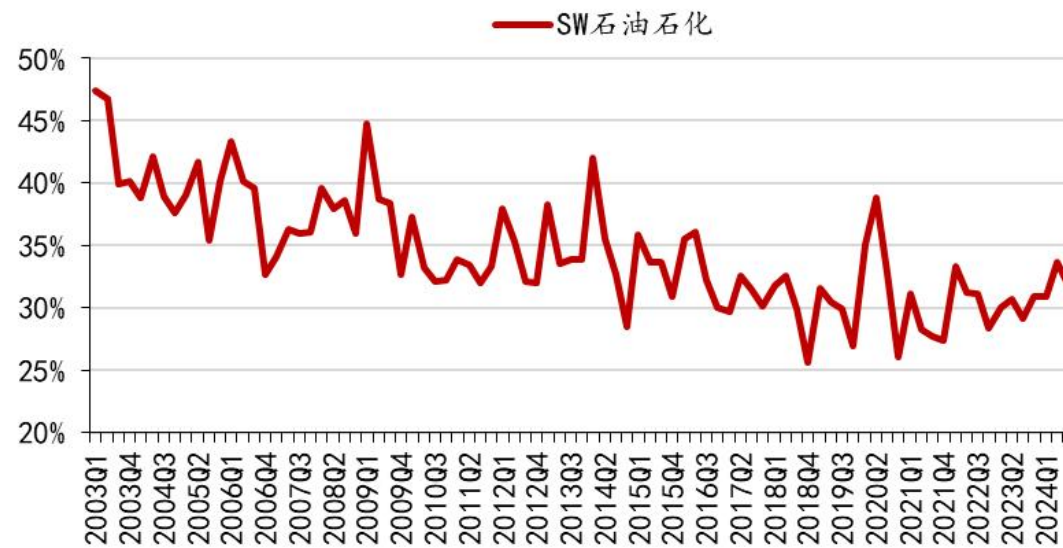
资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图表：SW基础化工季度库销比



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：SW石油化工季度库销比



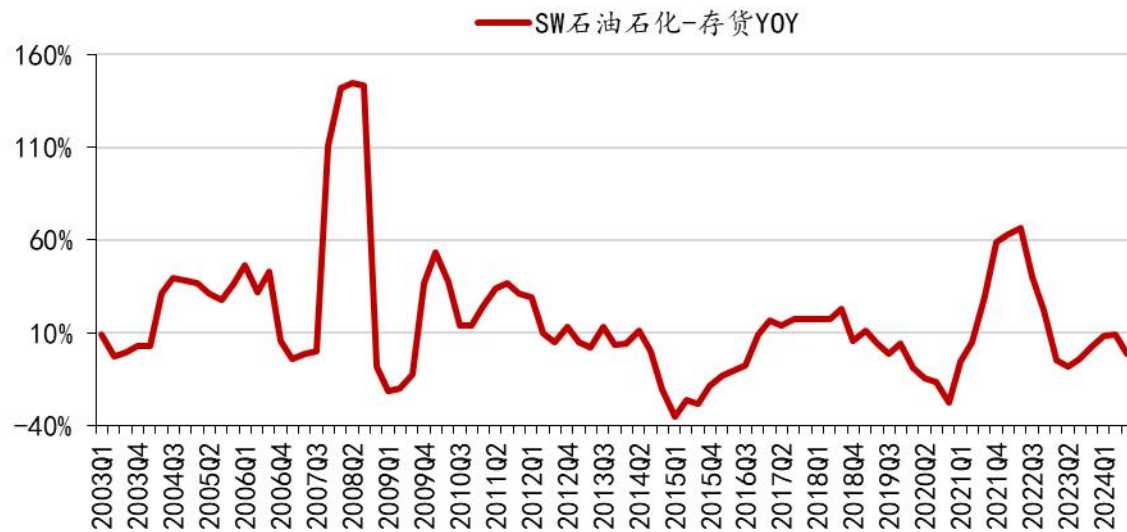
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：SW基础化工季度存货同比变化



资料来源：Wind，国海证券研究所

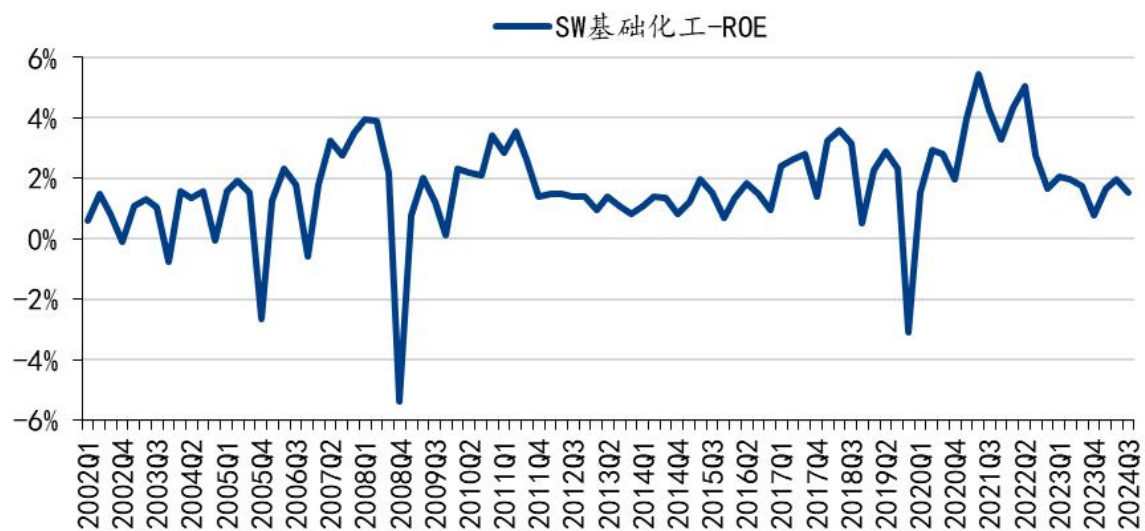
图表：SW石油化工季度存货同比变化



资料来源：Wind，国海证券研究所

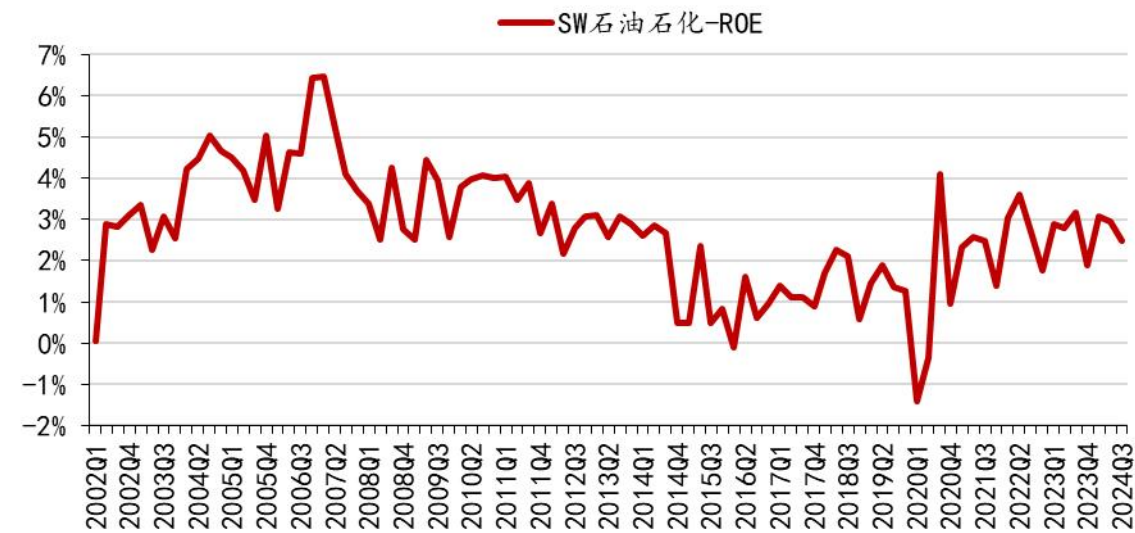
# 2024Q3基础化工、石油石化ROE处于历史中位数水平以下

图表：SW基础化工季度ROE



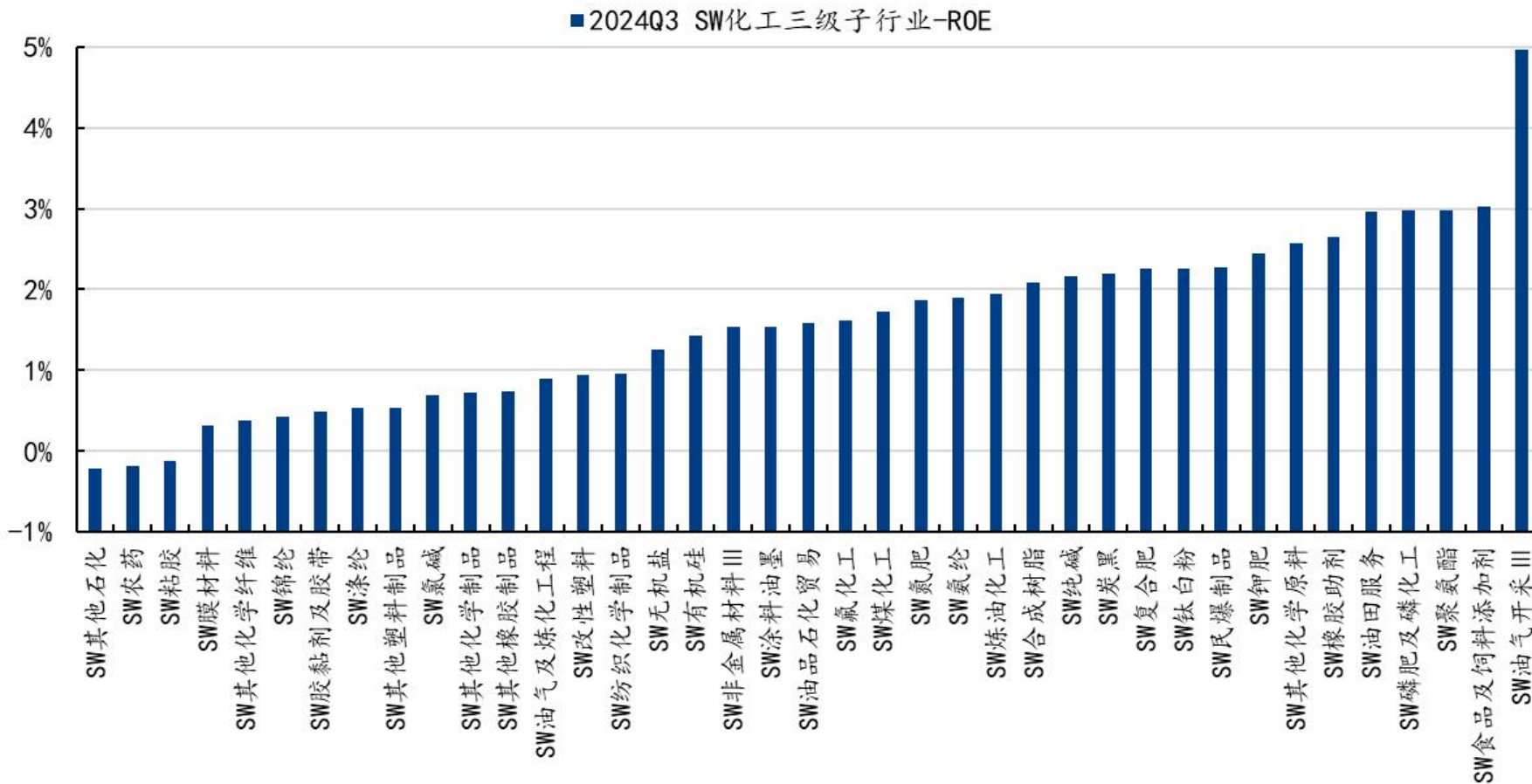
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：SW石油石化季度ROE



资料来源：Wind，国海证券研究所

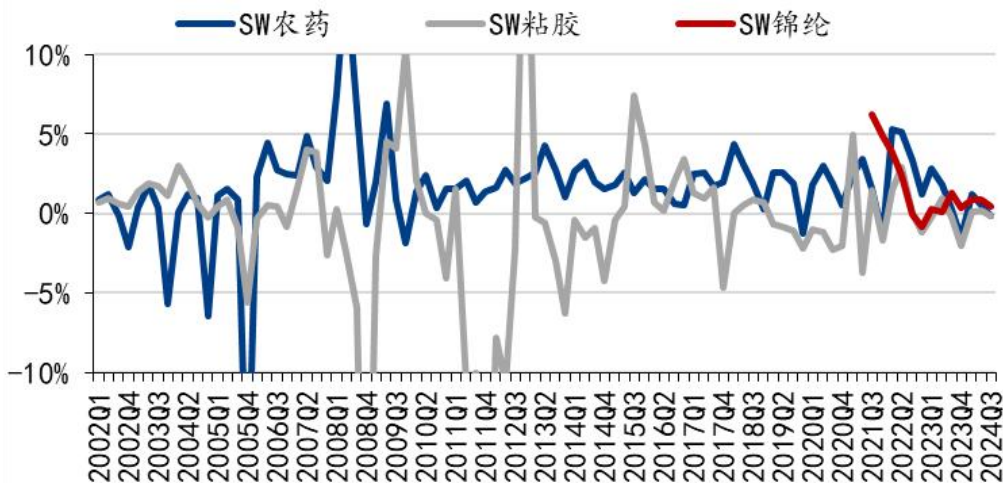
图表：SW基础化工及石油石化三级子行业ROE（2024Q3）



资料来源：Wind，国海证券研究所

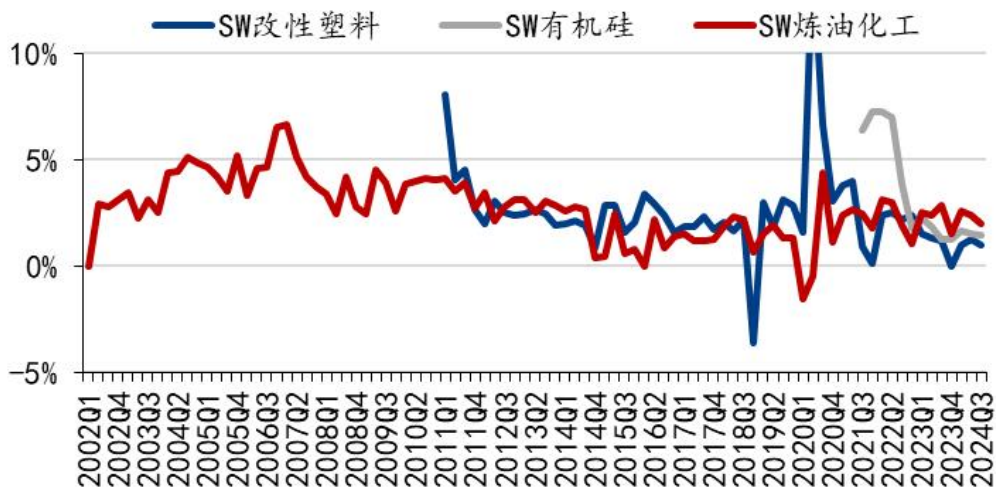
# 基础化工及石油石化三级子行业季度ROE

图表：2024Q3农药、粘胶、锦纶的ROE低于历史中位数水平



资料来源：Wind，国海证券研究所

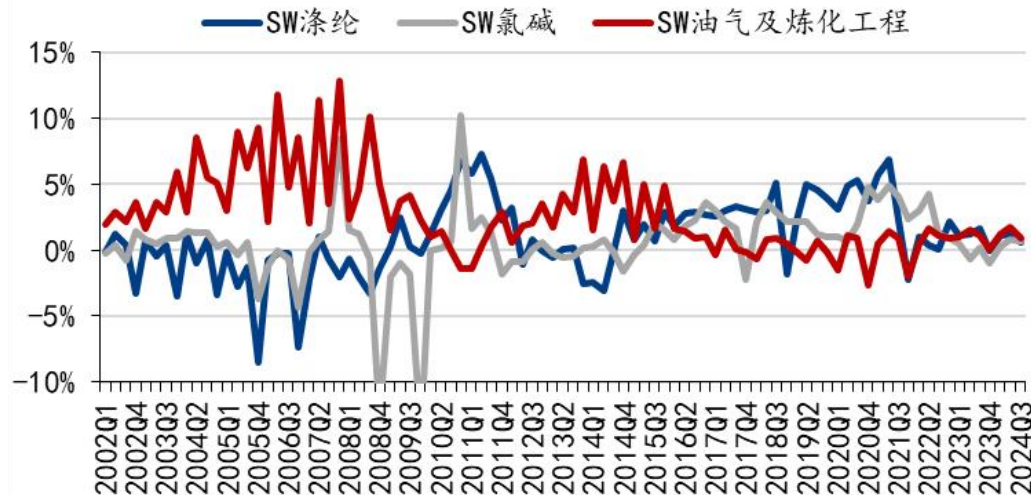
图表：2024Q3改性塑料、有机硅、炼油化工的ROE低于历史中位数水平



资料来源：Wind，国海证券研究所

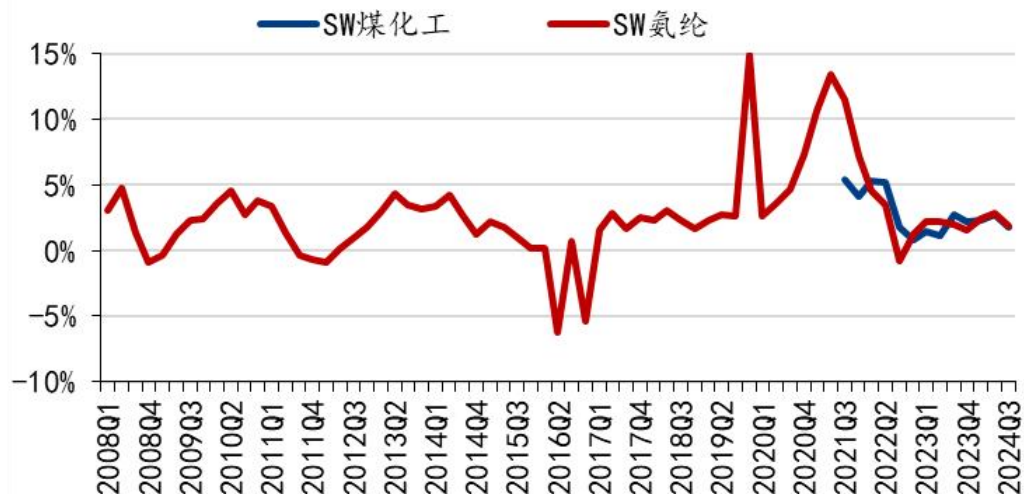
备注：部分极端值未显示

图表：2024Q3涤纶、氯碱、油气及炼化工程的ROE低于历史中位数水平



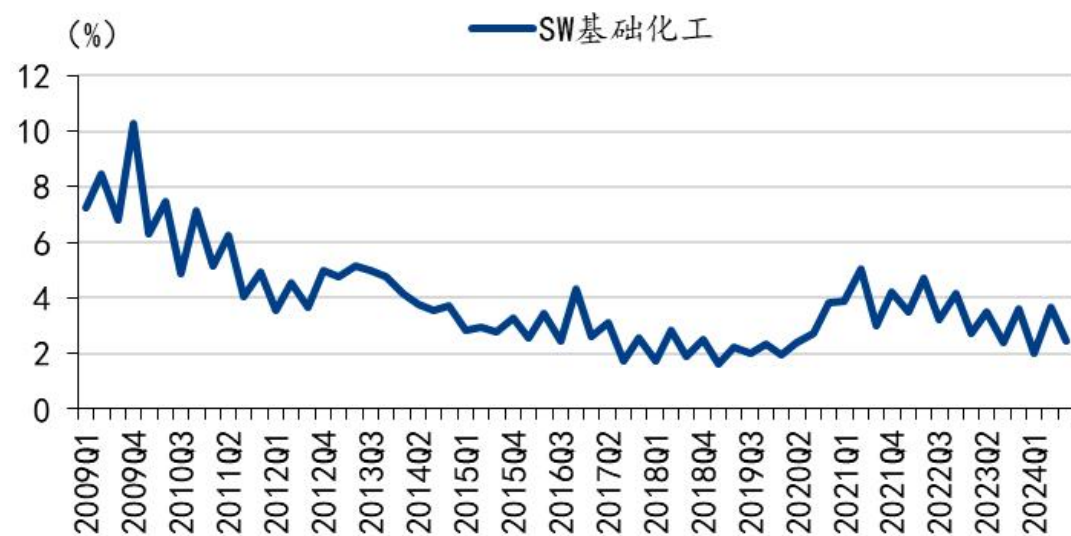
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：2024Q3煤化工、氨纶的ROE低于历史中位数水平



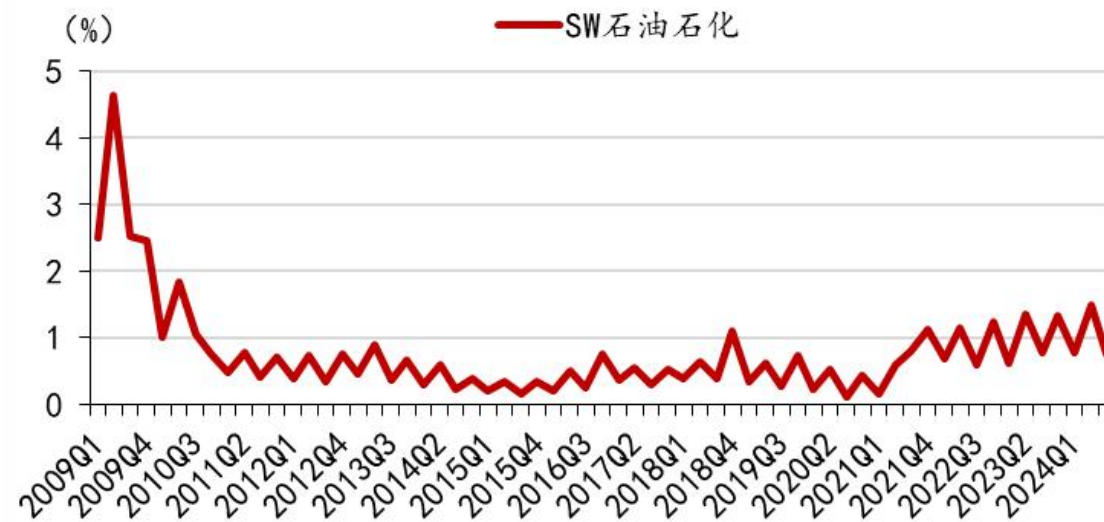
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：SW基础化工季度末基金持仓



资料来源：Wind，国海证券研究所

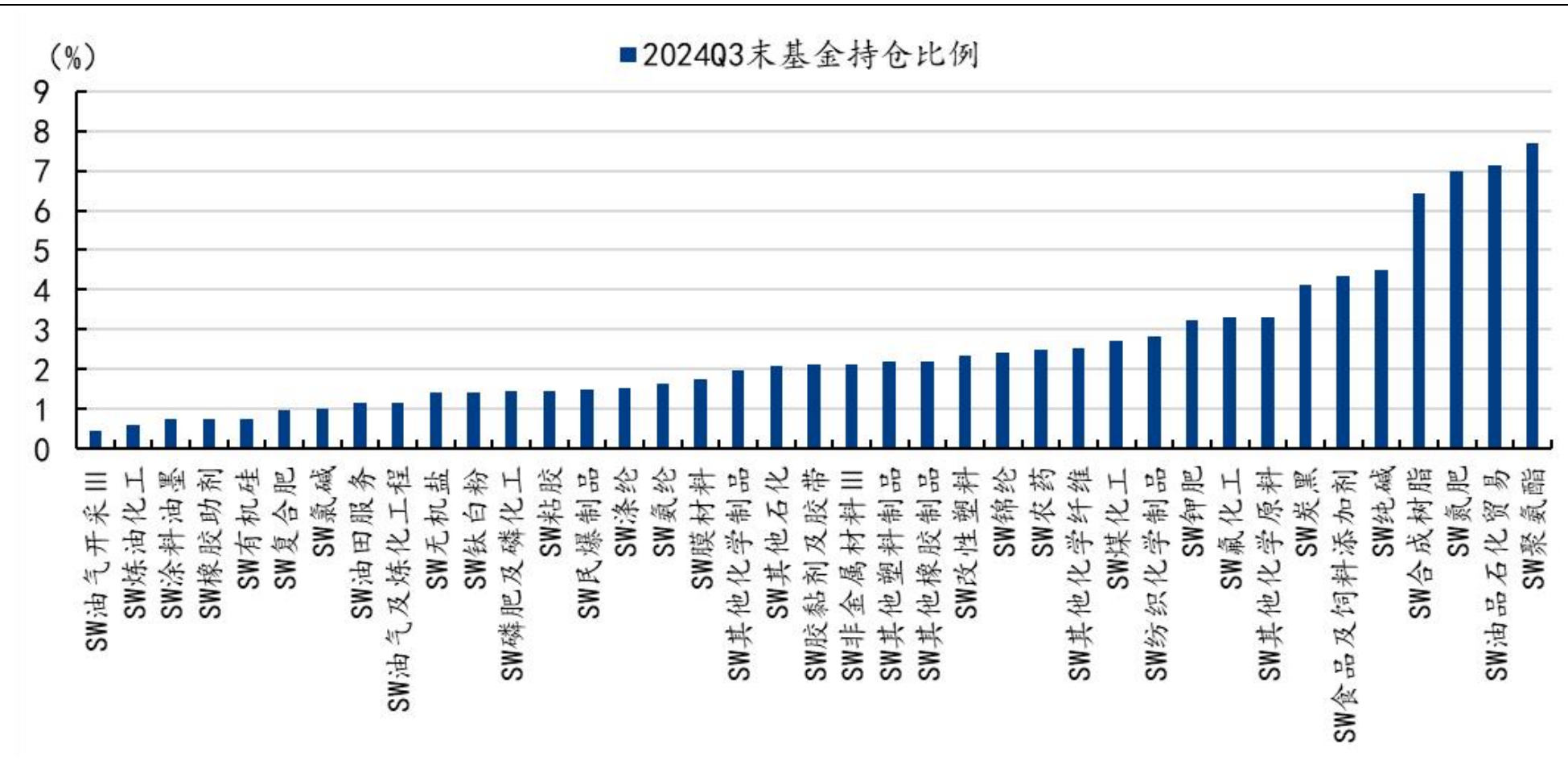
图表：SW石油化工季度末基金持仓



资料来源：Wind，国海证券研究所

# 2024Q3末基础化工及石油石化三级子行业基金持仓比例

图表：SW基础化工及石油石化三级子行业基金持仓情况（2024Q3末）



资料来源：Wind，国海证券研究所

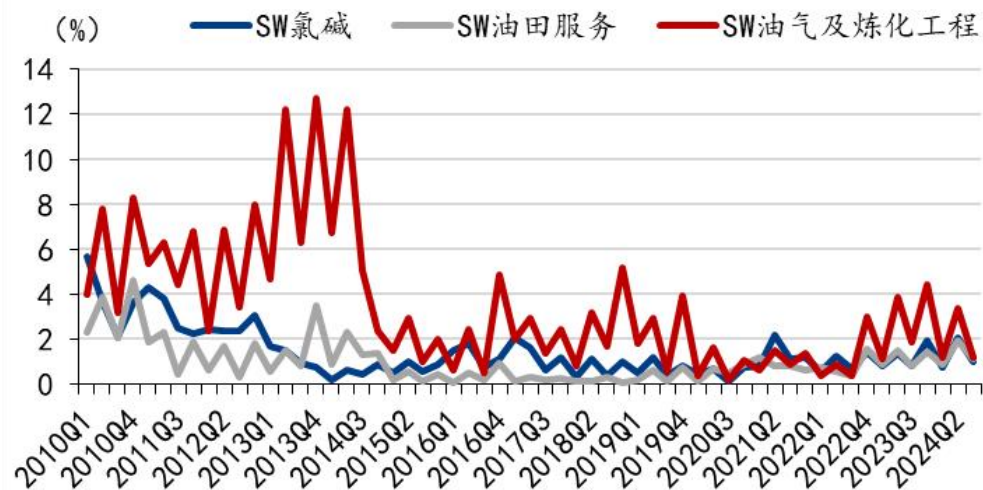
# 基础化工及石油石化三级子行业各季度末基金持仓比例

图表：2024Q3末橡胶助剂、有机硅、复合肥的基金持仓较低



资料来源：Wind，国海证券研究所

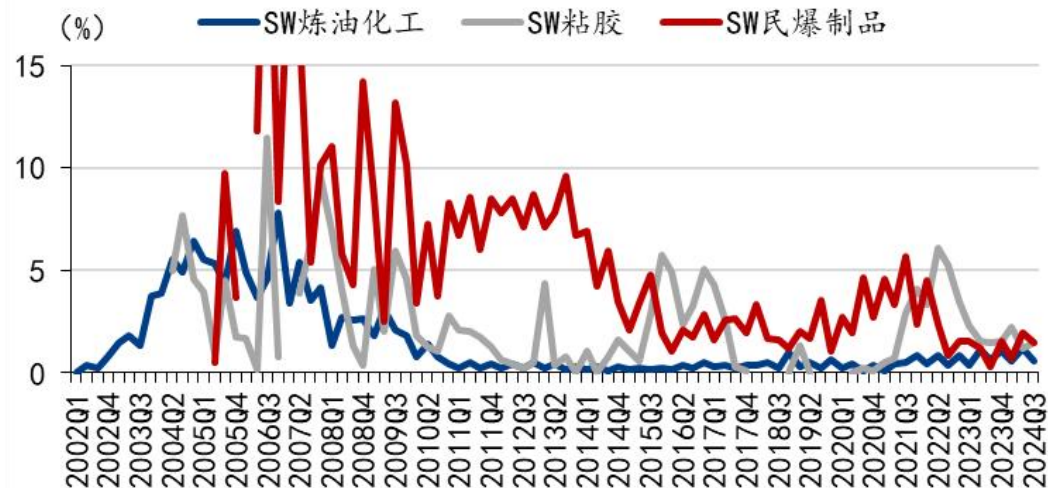
图表：2024Q3末氯碱、油气及炼化工程、油田服务基金持仓较低



资料来源：Wind，国海证券研究所

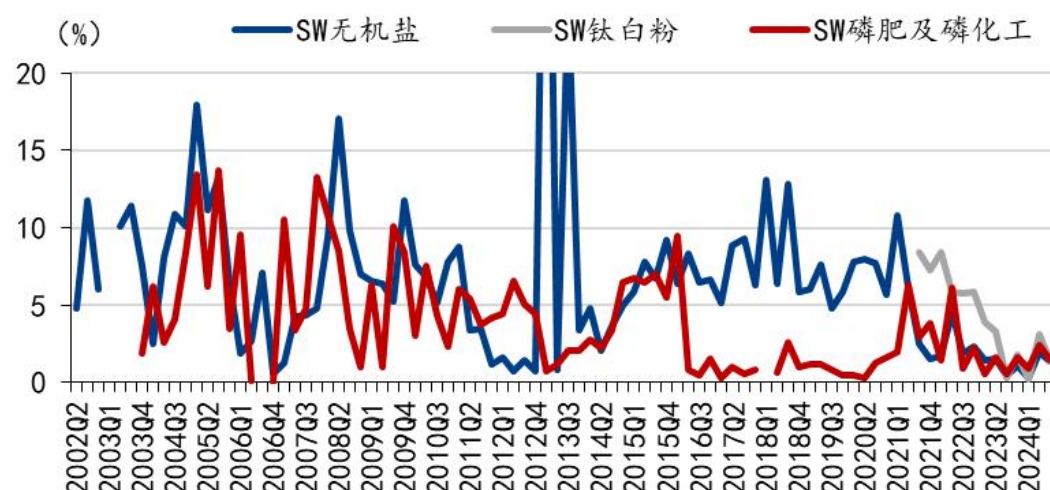
备注：部分极端值未显示

图表：2024Q3末炼油化工、粘胶、民爆制品基金持仓比例较低



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：2024Q3末无机盐、钛白粉、磷肥及磷化工基金持仓较低



资料来源：Wind，国海证券研究所



## 目录

- 核心结论
- 库存周期向上
- 产能周期底部
- 核心标的
- 风险提示

➤ 我们判断2025年产能周期有望见底，依据：

1) 中国扩张放缓，欧洲产能出清

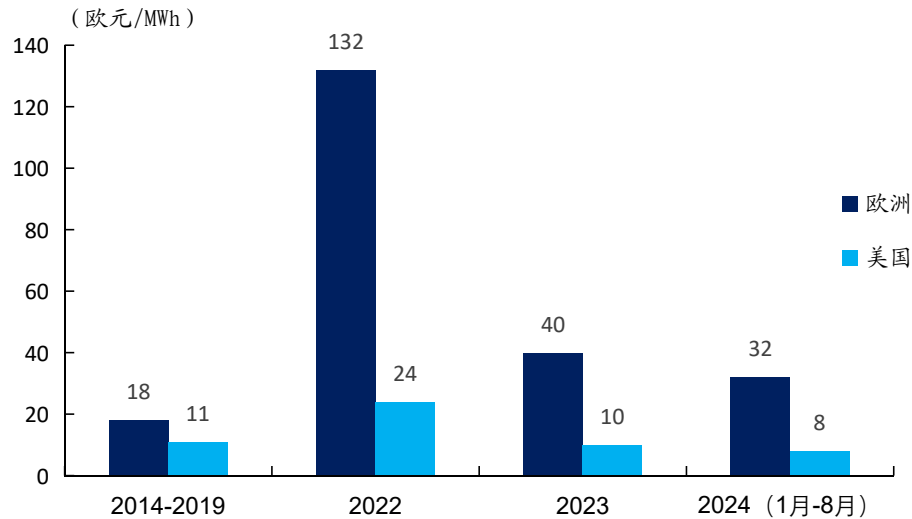
2) ROE处于低位

3) 需求有望见底回升

# 欧洲化工品产能利用率处于历史底部

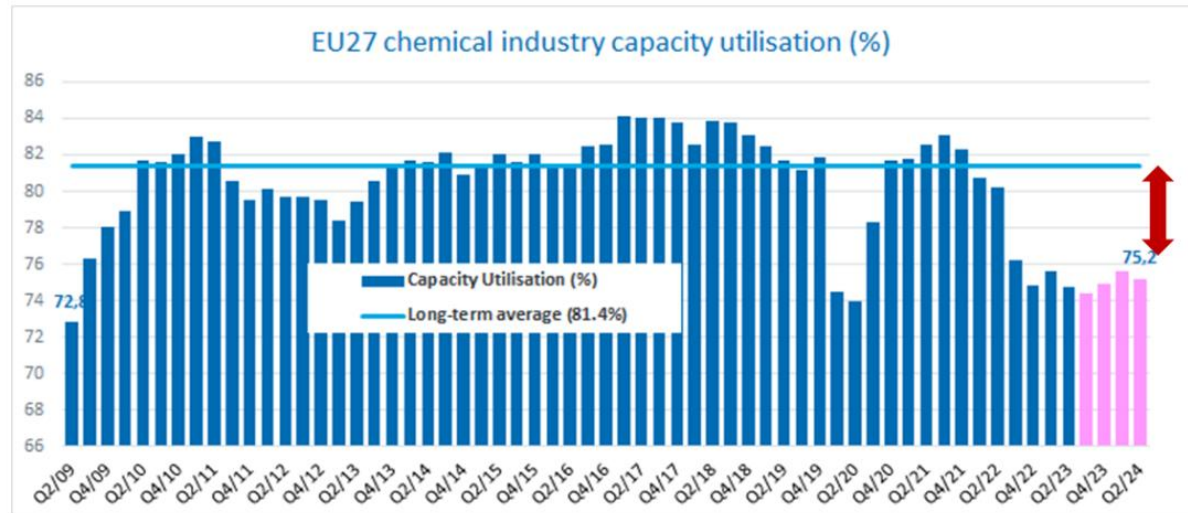
➢ 欧洲化工品产能利用率处于历史底部，过高的能源成本是欧洲化工业发展的制约因素之一。2024年1-8月期间，欧洲天然气价格32欧元/MWh，较2014-2019年的平均价格18欧元/MWh高出76%。据Cefic，2024Q2欧洲化工品产能利用率为75.2%，远低于81.4%的历史平均水平。库存方面，欧洲下游去库存于2024年3月结束，截至2024年7月，欧洲化工品库存已连续四个月回升，欧洲化工业承压。

图表：欧洲及美国天然气价格情况



资料来源：Cefic，国海证券研究所

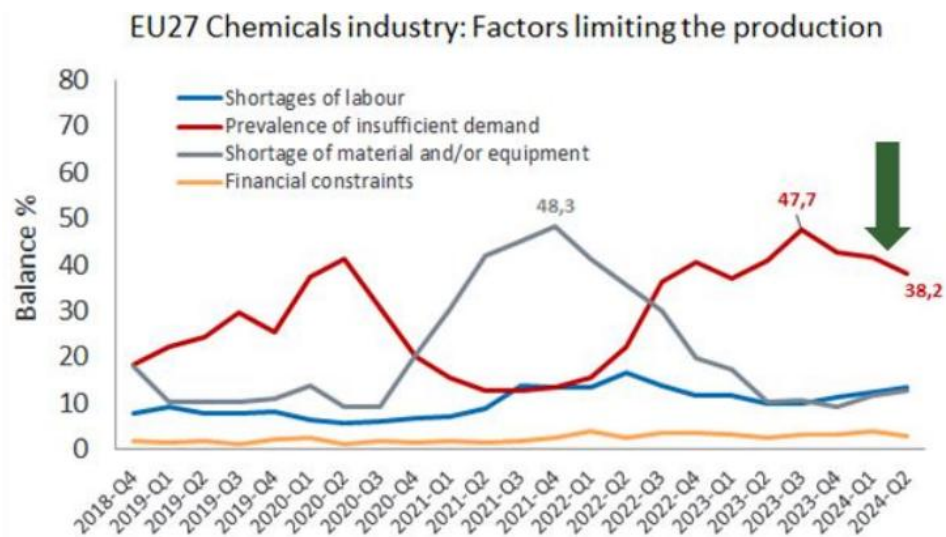
图表：欧盟27国化工品产能利用率情况



资料来源：Cefic

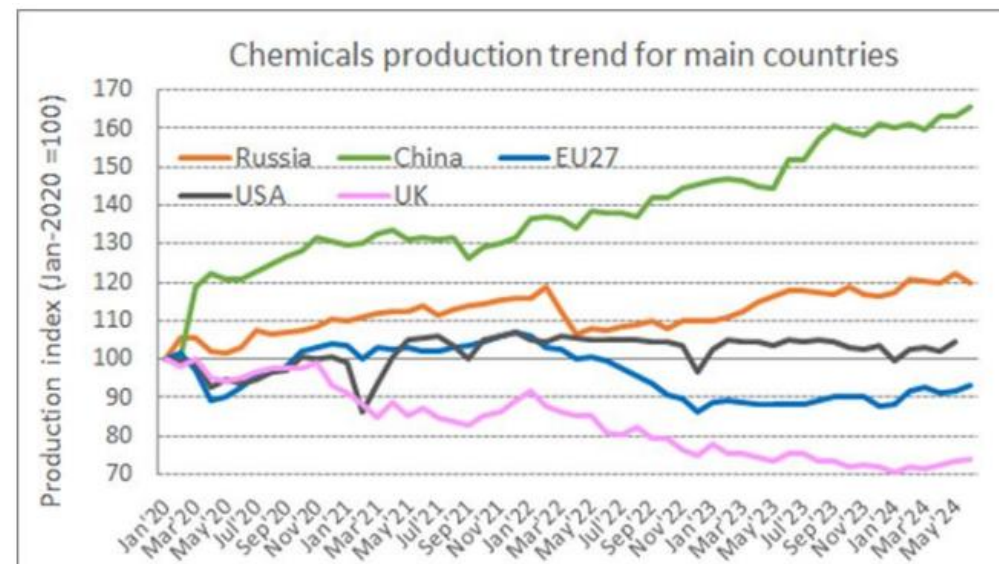
- 欧洲化工品需求不足情况有所好转。据Cefic，限制欧洲化工品生产的主要因素有需求不足、人工和原材料短缺等，选择需求不足是化学品生产的限制因素的化学品经理比例从2024Q1的41.5%下降到2024Q2的38.2%，2024Q2需求不足的影响有所弱化，但欧洲化学品整体产量仍处于低位。
- 根据Cefic和联合资信整理数据，2023年，我国化工品销售额约占全球总销售额的43%，较2012年增加约12个百分点。2024H1，全球化工品产量同比增幅超过6%，其中中国化工品产量同比增幅超过10%。

图表：影响欧洲化学品生产的限制因素



资料来源：Cefic

图表：全球主要国家或地区化工品产量情况



资料来源：Cefic

# 主要化工产品欧洲产能占比情况

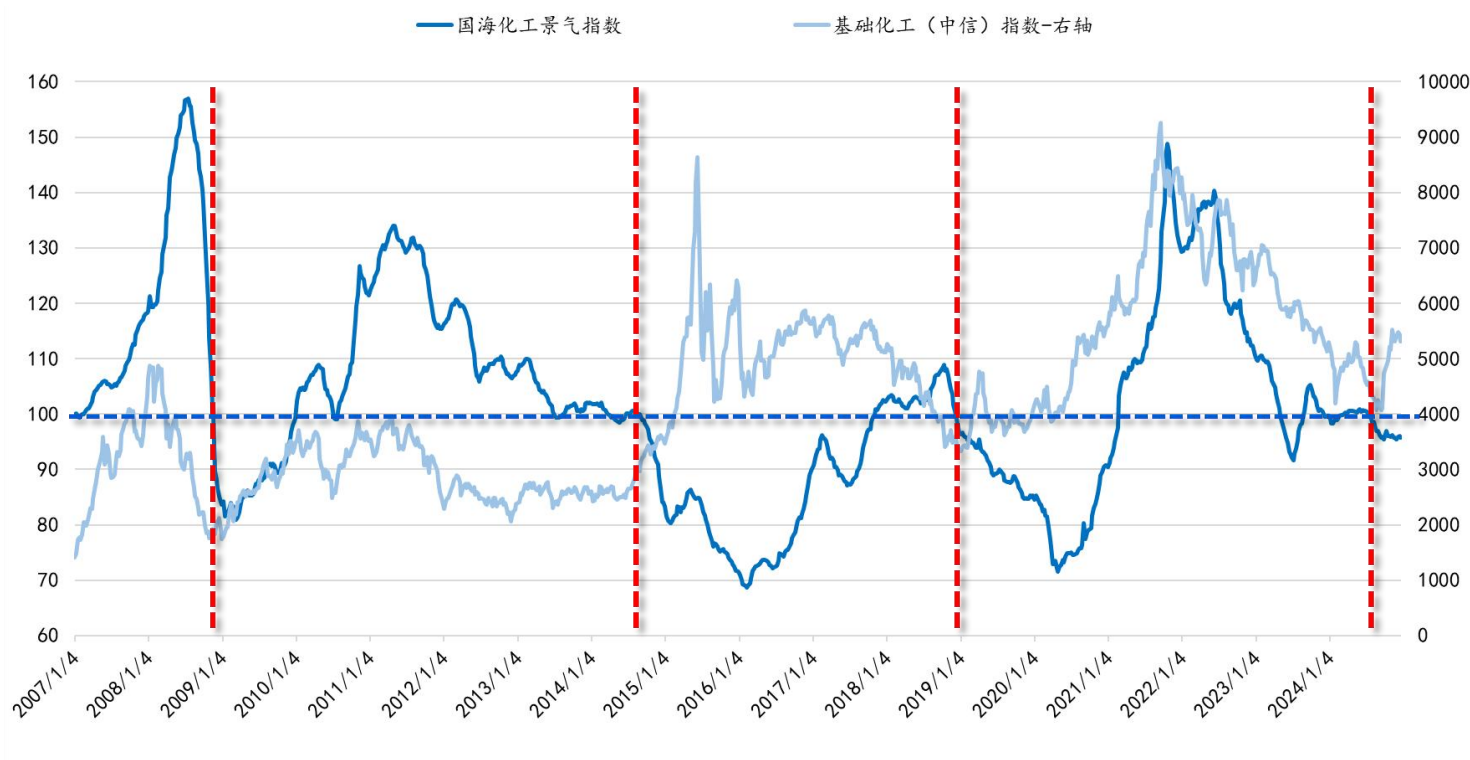
图表：主要化工产品欧洲产能占比情况（2022年）

产业链	产品	重点上市公司	欧洲产能占比
聚氨酯	MDI、TDI	万华化学、沧州大化	27%；27%
氯碱	PVC	中泰化学、三友化工	15%
	烧碱(液碱、片碱)	中泰化学、滨化股份、万华化学	15%
纯碱	纯碱	远兴能源、山东海化	21%
己二酸	己二酸	华峰化学、华鲁恒升	19%
丙烯腈	丙烯腈	东方盛虹、荣盛石化、中国化学	15%
轮胎	半钢胎、全钢胎	玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟	24.62% (消费占比)
营养品	维生素A、维生素E	新和成、浙江医药	53%；36%
化肥	磷肥(一铵、二铵)	云天化、新洋丰、云图控股	16.24%
	氮肥	华鲁恒升	22.05%
醋酸	醋酸	华鲁恒升、江苏索普	6.2%
聚烯烃	PE、PP	中国石化、恒力石化、荣盛石化、 万华化学、宝丰能源、卫星化学	PP: 9.4% PE: 11%
钛白粉	钛白粉	龙佰集团	18%
PC	PC	鲁西化工、荣盛石化、万华化学	8%以上
丁辛醇	丁醇、辛醇	鲁西化工、万华化学	24.46%
丙烯酸	丙烯酸	卫星化学、万华化学	17%
BDO	BDO	中国石化	14%
合成橡胶	顺丁橡胶、丁苯橡胶	中国石化	25%
橡胶产业链	炭黑	黑猫股份	9%
营养品	蛋氨酸	新和成、安迪苏	31%
甲酸	甲酸	鲁西化工	32%

资料来源：Wind, Bloomberg, 各公司公告, 卓创资讯, 百川资讯, 国海证券研究所

- 我们跟踪205种化工品价格并制成国海化工景气指数。受益于需求拉动和供给侧改革，化工行业从2016年开始进入新一轮景气上行期，2018年下半年开始进入下行周期。2020年下半年开始，全球宽松带来终端需求修复，拉动化工品价格上涨。
- 从过去3波周期看，基础化工指数领先于国海化工景气指数，每波下行周期，景气指数跌破100时，基础化工指数均见底回升。随着本轮景气指数跌破100，我们预计基础化工指数有望见底回升。

图表：国海化工景气指数



资料来源：Wind、百川盈孚，国海证券研究所

# 2024Q3基础化工ROE环比承压

图表：SW基础化工季度ROE



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：SW基础化工季度末资产负债率



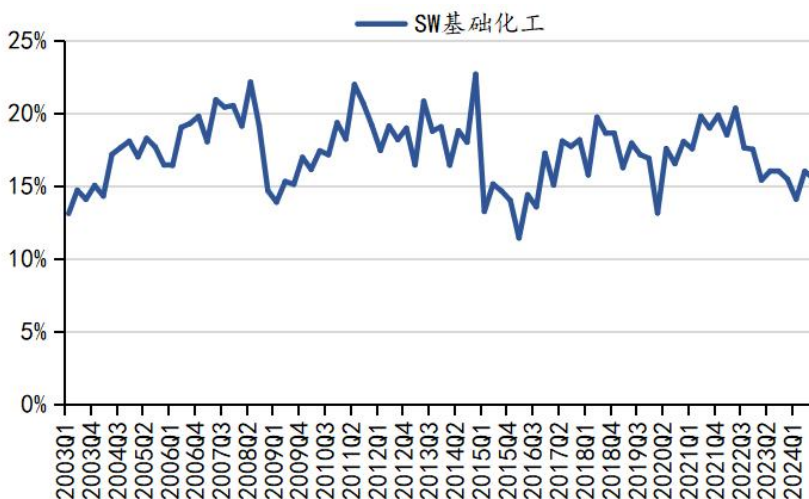
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：SW基础化工季度净利率



资料来源：Wind，国海证券研究所

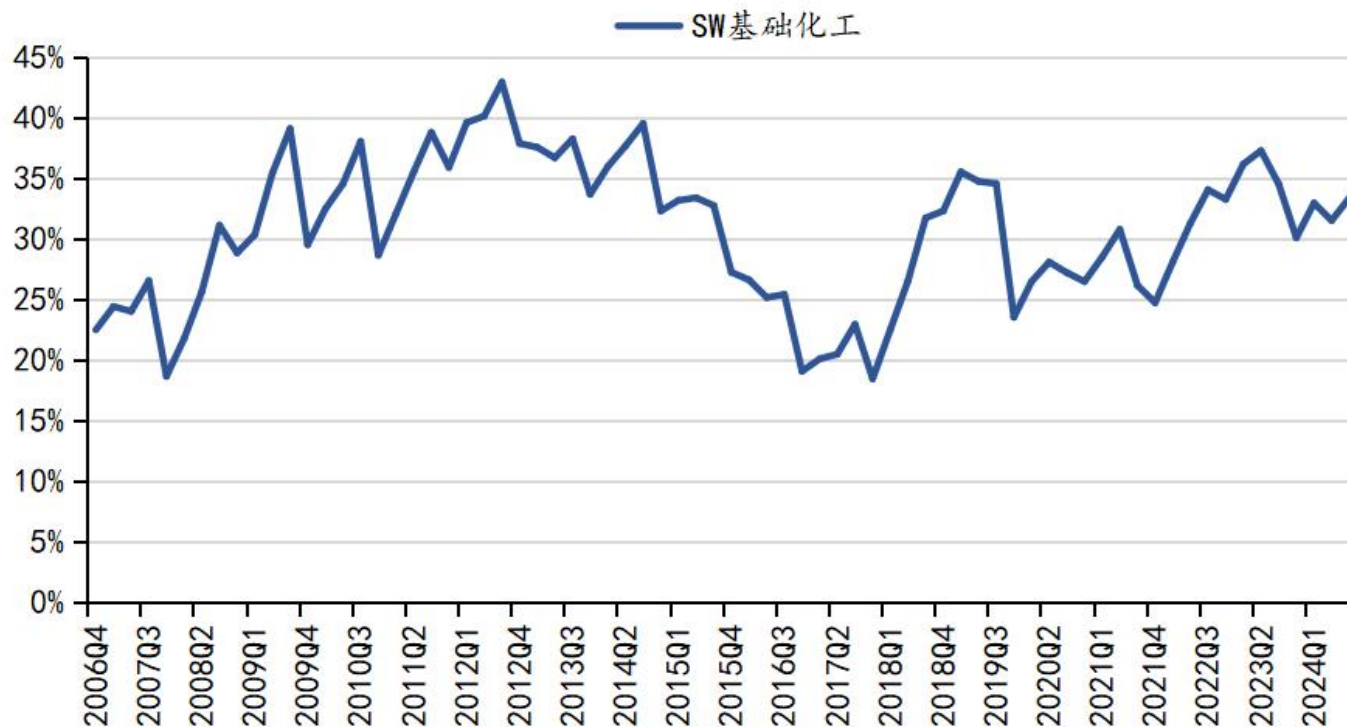
图表：SW基础化工季度资产周转率



资料来源：Wind，国海证券研究所

- 2024Q3基础化工行业ROE为1.54%，环比下滑0.44个pct；净利率为5.13%，环比下滑1.27个pct。
- 2024Q3末基础化工行业资产负债率为48.24%，环比增加0.11个百分点；资产周转率15.53%，环比下降0.50个pct。

图表：SW基础化工季度末在建工程/固定资产情况

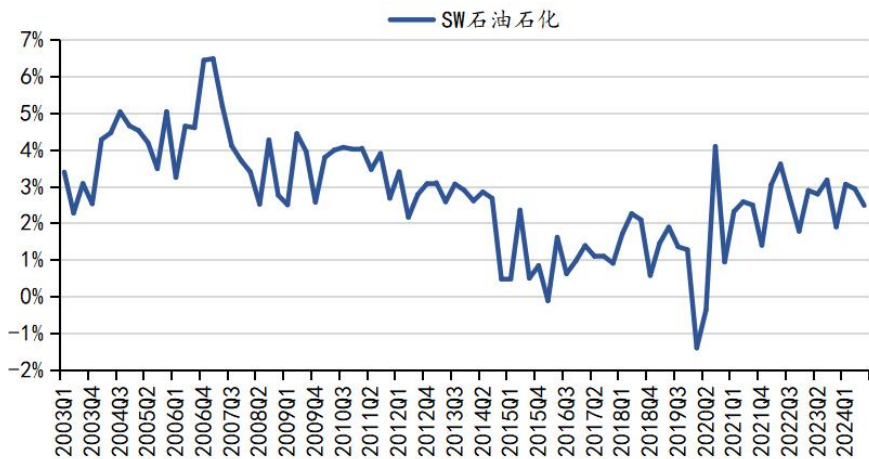


- 2024Q3末基础化工行业在建工程与固定资产的比值为33.35%。2020年和2021年欧美制造业订单涌入，国内化工行业景气度走强，2021年和2022年国内资产投资增幅明显。基础化工行业在建工程与固定资产的比值自2023Q2末阶段性见顶后开始下降，基础化工行业产能扩张速度已放缓。

资料来源：Wind，国海证券研究所

# 2024Q3石油石化ROE下滑

图表：SW石油石化季度ROE



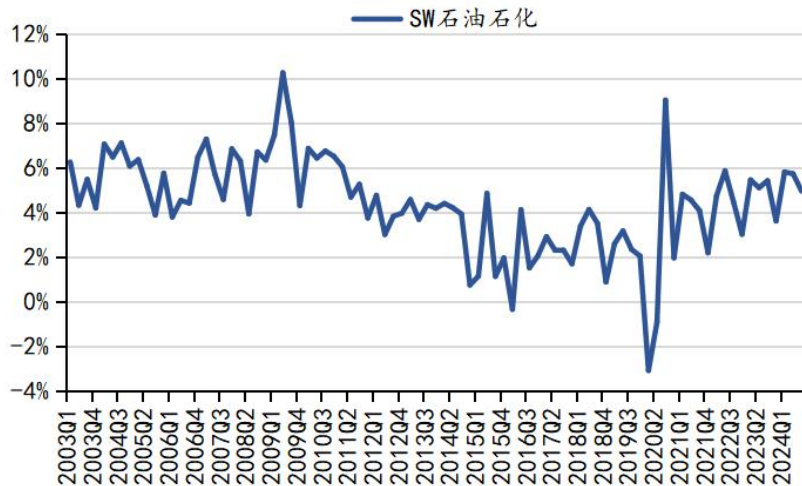
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：SW石油石化季度末资产负债率



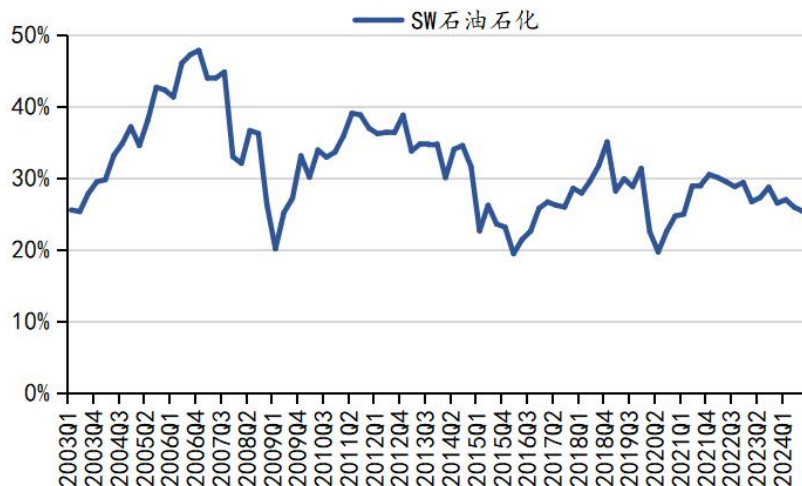
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：SW石油石化季度净利率



资料来源：Wind，国海证券研究所

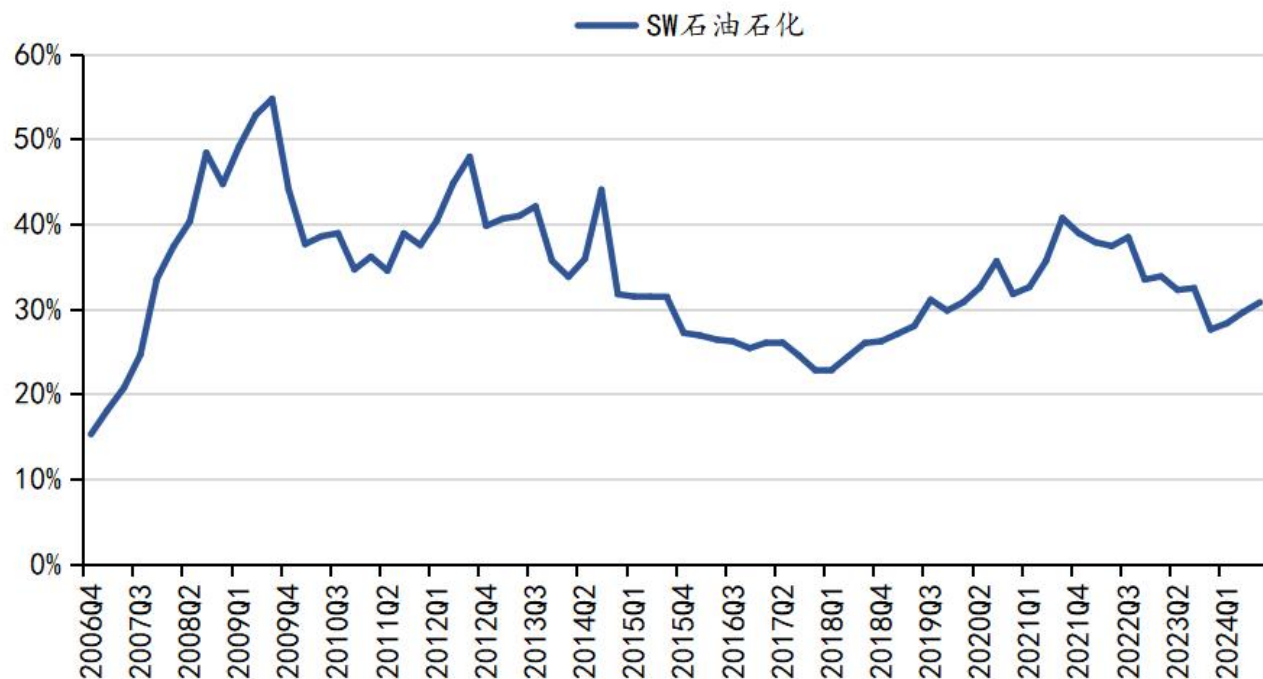
图表：SW石油石化季度资产周转率



资料来源：Wind，国海证券研究所

- 2024Q1/Q2/Q3布伦特原油期货结算平均价格分别为81.76/85.03/78.71美元/桶，原油价格处于中高位震荡，2024Q3石油石化行业ROE及净利率阶段承压。
- 石油石化行业资产负债率平均在50%上下，其中中国石油、中国海油等央企资产负债率较低，根据上海石化2018年半年报，2018年起多个世界级民营炼化项目相继投产，资本开支扩大或导致板块资产负债率有所提高。

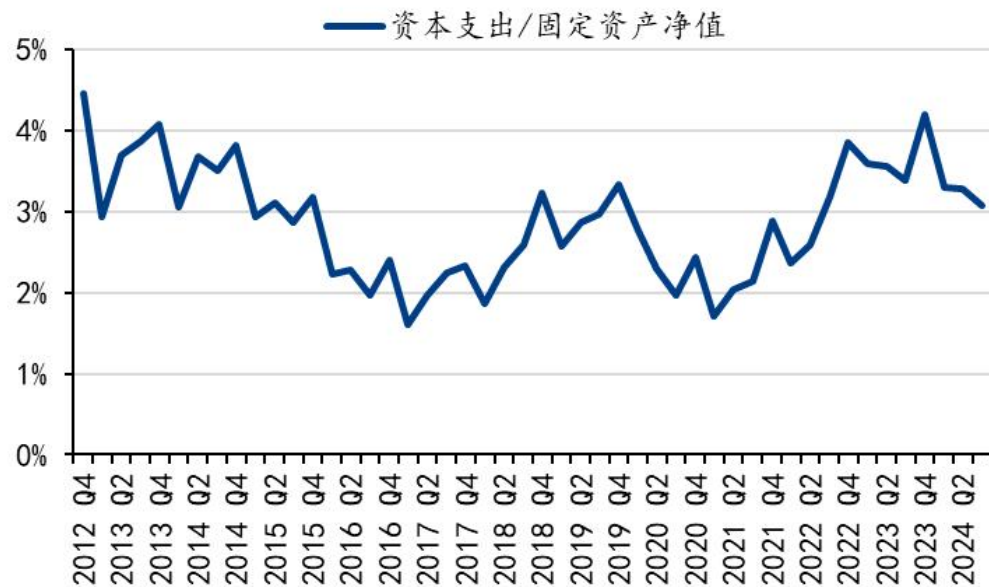
图表：SW石油石化季度在建工程/固定资产情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

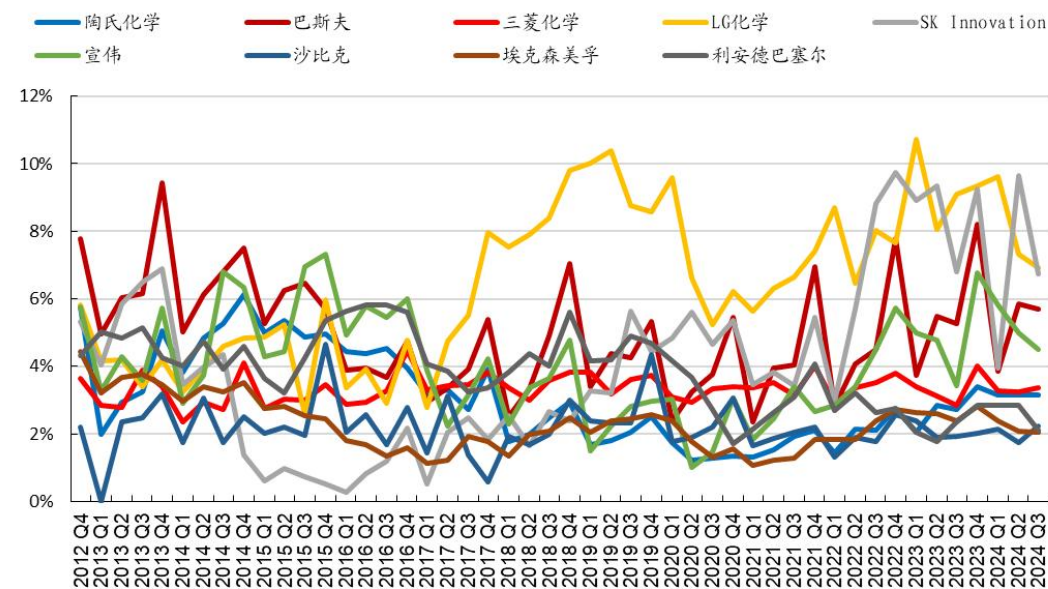
- 受原油价格大幅震荡拖累，炼化企业盈利受到挤压，2024Q3石油化工行业净利润978亿元，环比下降15.49%，同比下降17.80%。
- 2024Q3末石油化工行业在建工程与固定资产的比值为30.78%，同比略下滑，环比略提升，上游油气增储上产，行业在建工程占固定资产比重环比有所提升。

图表：海外化工龙头资本支出/固定资产情况（合计作图）



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所

图表：海外化工龙头资本支出/固定资产情况（分公司作图）

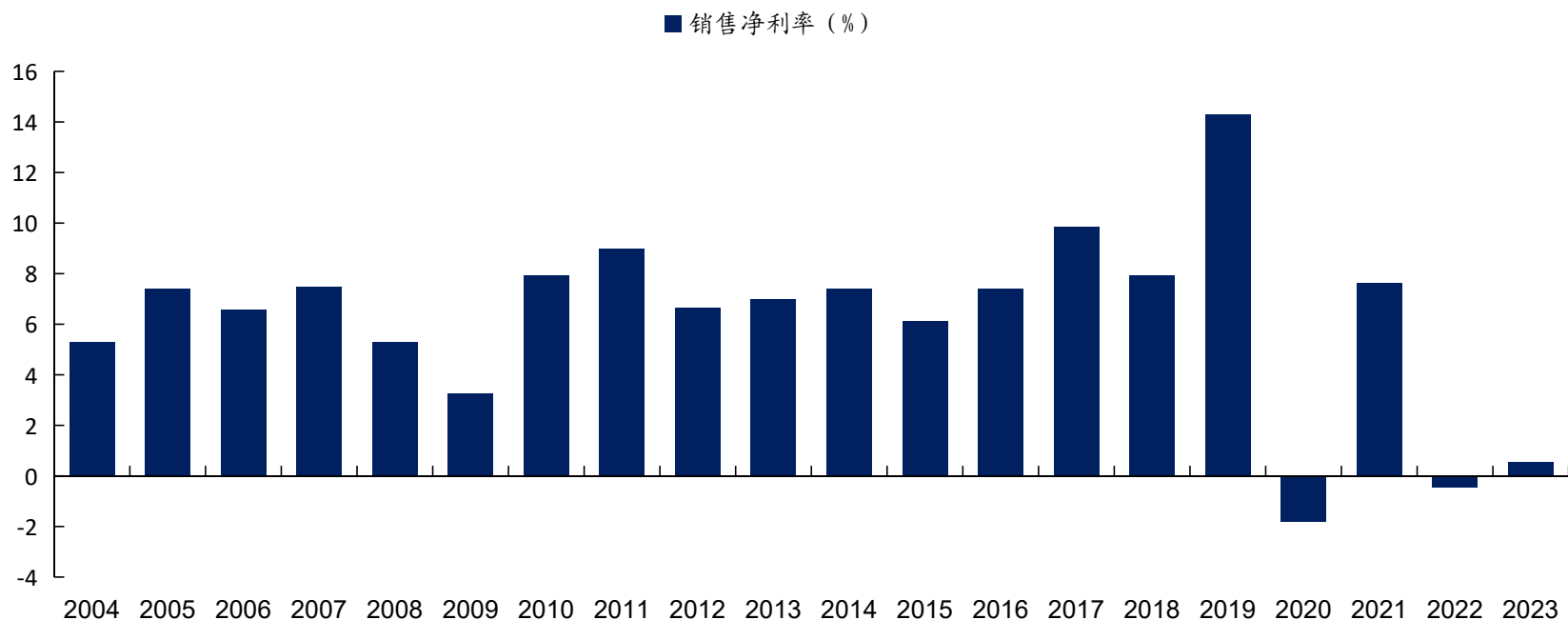


资料来源：Bloomberg，国海证券研究所

# 巴斯夫净利率已处于历史底部

➤ 2023年及2024年上半年，巴斯夫销售额同比下滑。2024H1，巴斯夫销售额336.64亿欧元，同比下降3.6亿欧元。根据中国石化新闻网资讯，公司通过削减成本改善盈利状况，涉及出售Wintershall Dea公司的油气勘探生产业务、内燃机汽车的排放催化剂业务、食品添加剂部分工厂、涂料部门部分业务等。2024年5-7月，巴斯夫分别卖掉了路德维希港一体化基地部分业务、生物能源酶业务与采矿用絮凝剂业务。此外，巴斯夫还取消了智利锂矿投资计划与印尼近26亿美元的投资计划。2025年前，巴斯夫还将陆续停掉一部分工厂的生产线。

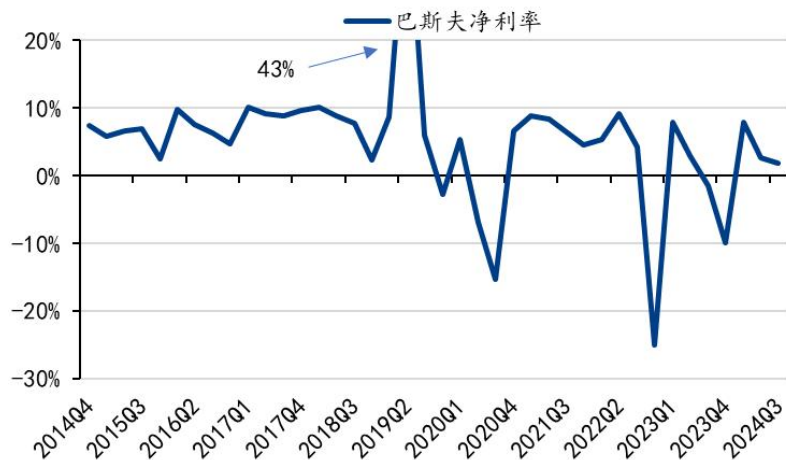
图表：2004-2023年巴斯夫销售净利率走势



资料来源：Wind，国海证券研究所

# 海外化工企业季度净利率走势

图表：巴斯夫季度净利率情况



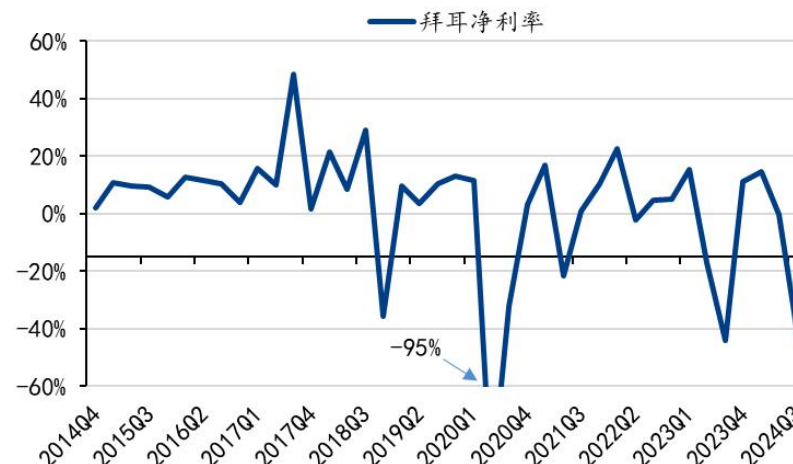
资料来源：Bloomberg，国海证券研究所（备注：部分极端值未显示）

图表：三菱化学季度净利率情况



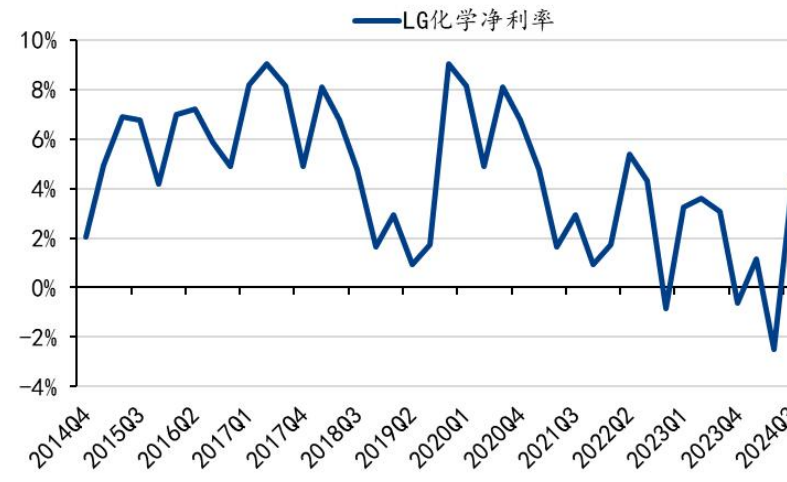
资料来源：Bloomberg，国海证券研究所

图表：拜耳季度净利率情况



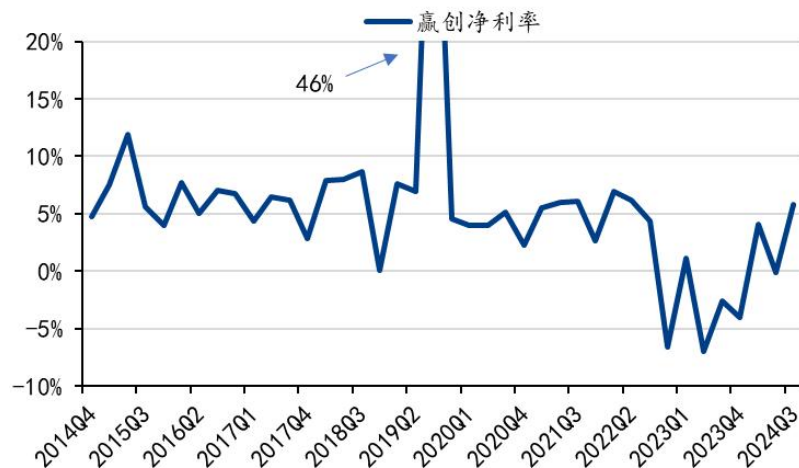
资料来源：Bloomberg，国海证券研究所（备注：部分极端值未显示）

图表：LG化学季度净利率情况



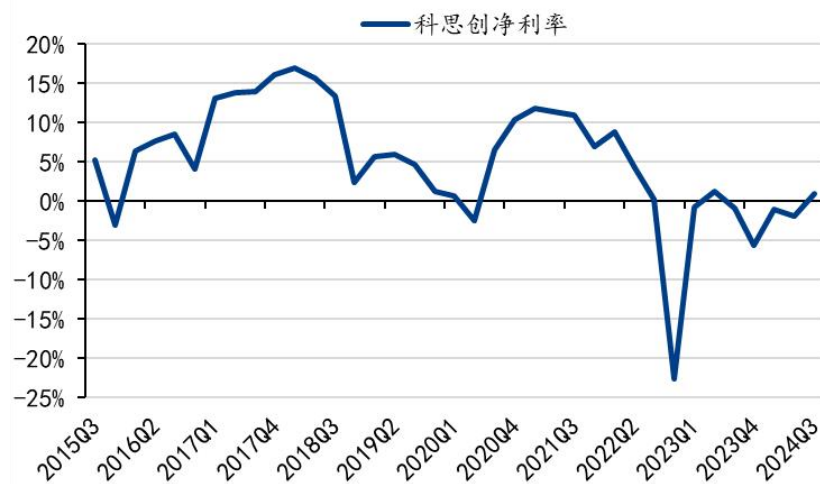
资料来源：Bloomberg，国海证券研究所

图表：赢创季度净利率情况



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所（备注：部分极端值未显示）

图表：科思创季度净利率情况



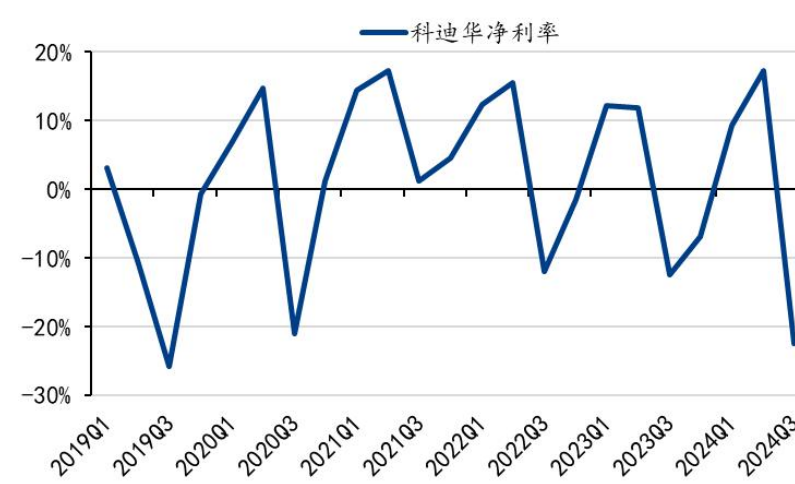
资料来源：Bloomberg，国海证券研究所

图表：亨斯迈季度净利率情况



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所

图表：科迪华季度净利率情况



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所

图表：沙特基础工业季度净利率情况



资料来源：Bloomberg, 国海证券研究所

图表：埃克森美孚季度净利率情况



资料来源：Bloomberg, 国海证券研究所

图表：利安德巴塞尔季度净利率情况



资料来源：Bloomberg, 国海证券研究所

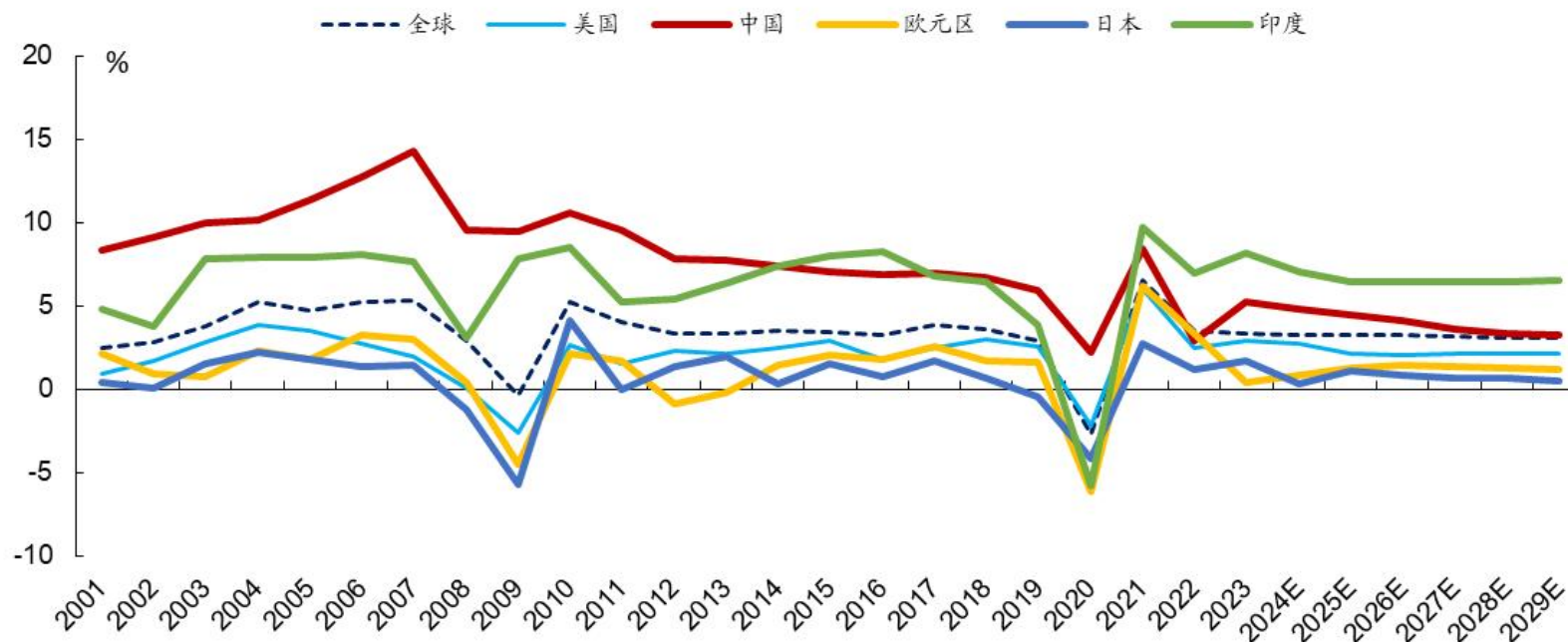
图表：陶氏季度净利率情况



资料来源：Bloomberg, 国海证券研究所

➤ 2020年，全球经济发展受阻，国内GDP增速小幅回落至2.2%。随着海内外需求恢复，2021年全球经济短暂复苏。2022年以来，在世界格局加速演变、俄乌冲突升级、全球通胀升温、美联储货币政策剧烈调整等复杂多变的外部环境下，世界经济增长动力明显不足。当前，全球处于弱复苏状态，经济韧性逐渐显现。

图表：全球主要经济体GDP实际增速



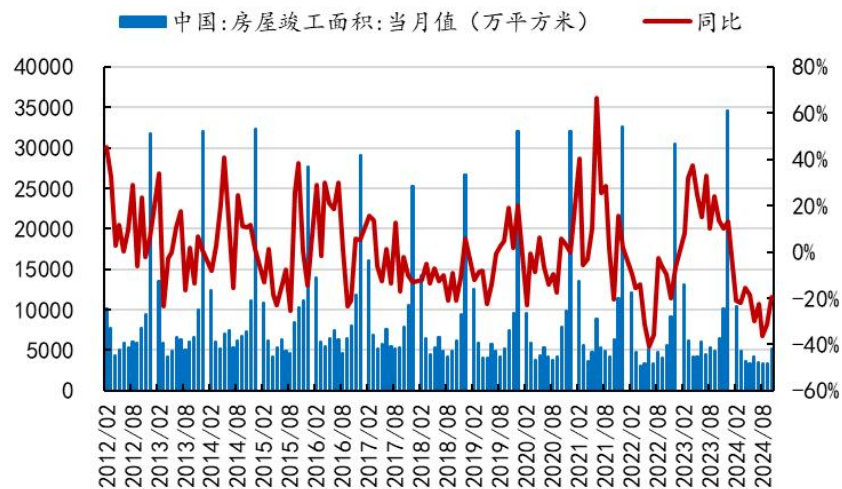
资料来源：Wind、IMF，国海证券研究所

- **国内方面：实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加强超常规逆周期调节**
- ✓ 2024年9月24日，金融支持经济高质量发展的一揽子增量政策率先公布，包括下调存款准备金率和政策利率、引导降低存量房贷利率、推动中长期资金入市等等，打出了稳增长、强信心“组合拳”的第一拳。2024年10月12日，国务院新闻办新闻发布会，财政部介绍了“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”的有关情况，主要有四方面措施：较大规模增加债务额度以支持地方化解隐性债务、发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本、综合运用财税政策支持推动房地产市场止跌回稳、加大对重点群体的支持保障力度等。
- ✓ 我们预计2025年进入财政货币双宽松阶段。2024年12月9日，中共中央政治局召开会议，分析研究2025年经济工作，会议指出，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。
  
- **美国方面：延续税改刺激美国国内经济，计划通过关税、政府效率部平衡债务负担**
- ✓ 特朗普计划延续税改刺激美国国内经济。特朗普计划延续2017年实施的《减税与就业法》中的个人所得税减税等措施，特朗普税改对美国经济增长的拉动效应主要通过消费提振和企业投资两方面来实现：一方面，削减个人所得税，减轻中低收入者财政压力，将个人所得税最高税率从39.6%降至37%，还通过扩大税级的适用范围，以使更多中低收入者受益。另一方面，将联邦企业所得税税率从35%大幅降至21%，鼓励美国国内外企业加大在美国的投资和扩张；此外，该法案还将全球税制转变为属地税制，配合减税政策，鼓励公司将总部设在美国并打击税负倒置的避税手段。
- ✓ 美国2025年税收政策制定面临两难困境，同时为解决贸易赤字，美国计划通过关税、政府效率部平衡债务负担。为平衡减税政策带来的美国债务规模增加风险，特朗普创建“政府效率部”，旨在削减政府官僚作风和降低至少2万亿美元的开支。

# 地产：开工端、竣工端略显乏力，二手房成交量保持高位

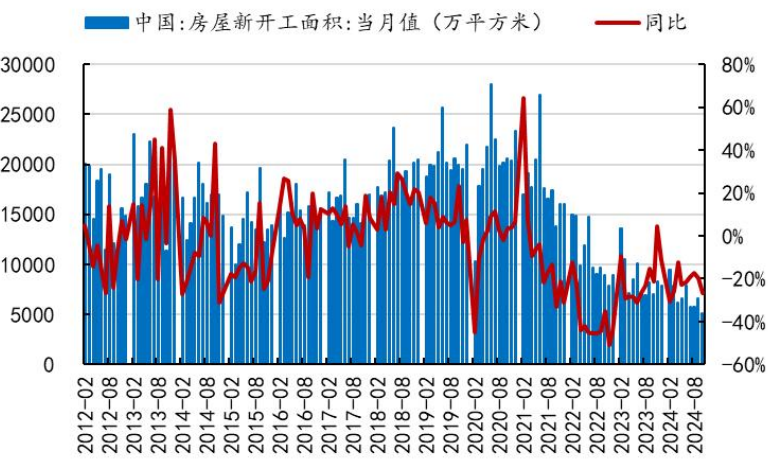
- 国内地产方面，2022年以来房地产整体较为低迷，2022年3月至2024年10月房地产开发投资额同比持续下滑。“517地产新政”以来，房地产市场出现了一些积极变化，2024年1-5月份新建商品房销售额、房屋新开工面积同比降幅均有所收窄。“930地产新政”为楼市带来政策重要拐点，一线城市的成交量开始出现放量的迹象。二手房方面，据CRIC，2024年10月27日当周，14个重点城市二手房成交面积194.5万平方米，环比下降2%，同比增长8%，较2024年周平均值增长28%。环比来看，近7成城市成交继续回升，成都、苏州保持强劲增势，环比增幅超过10%；同比来看，6城以上城市成交规模高于2023年同期。展望2025年，伴随棚改货币化安置等政策的催化，房地产市场有望进一步复苏。
- 欧美地产方面，过去美联储及欧央行为应对高通胀采取加息政策，高利率部分抑制了房地产景气度，根据NAR数据，2024年3月美国成屋销售环比下降4.3%，创截至当时一年多来最大降幅。2024年12月，美联储开展2024年9月以来第三次降息，购房者信心有望修复，地产或逐步向好。

图表：房屋竣工面积当月值



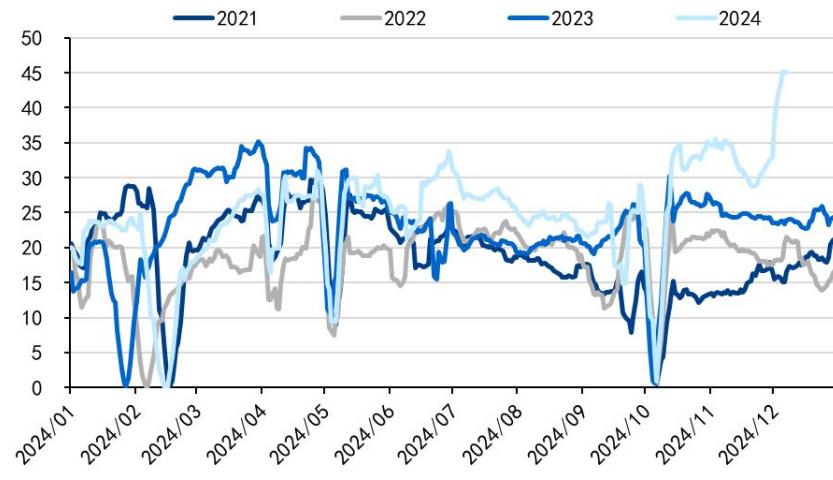
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：房屋新开工面积当月值



资料来源：Wind，国海证券研究所

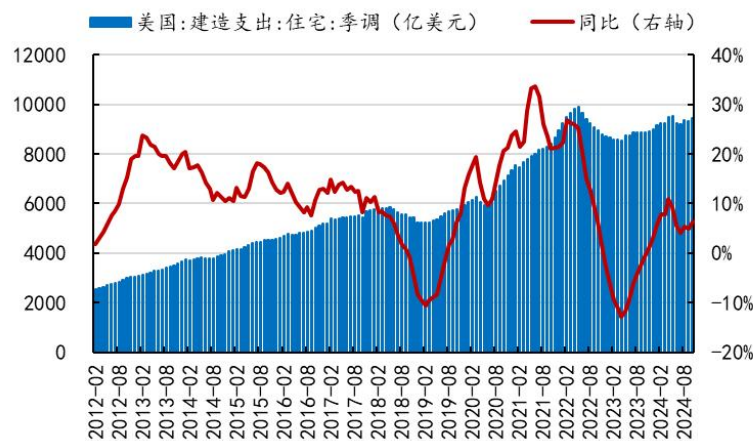
图表：14城二手房成交面积7日平均值（万平）



资料来源：Wind，国海证券研究所

（备注：14城包括：北京、深圳、成都、南宁、东莞、金华、佛山、扬州、青岛、杭州、苏州、厦门、大连、江门）

### 图表：美国住宅建造支出情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

### 图表：欧盟27国营建产出同比情况



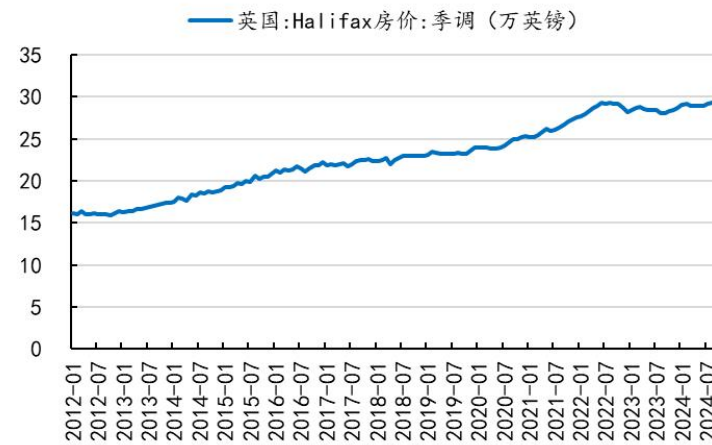
资料来源：Wind，国海证券研究所

### 图表：美国成屋销售价格变化



资料来源：Wind，国海证券研究所

### 图表：英国成屋销售价格变化

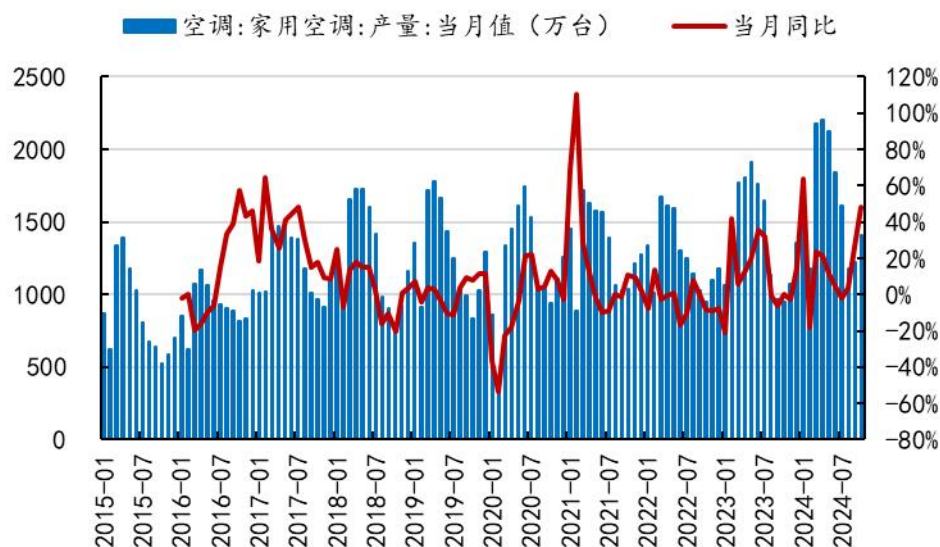


资料来源：Wind，国海证券研究所

# 家电：政策驱动2024Q4去库明显，冰箱、空调排产修复

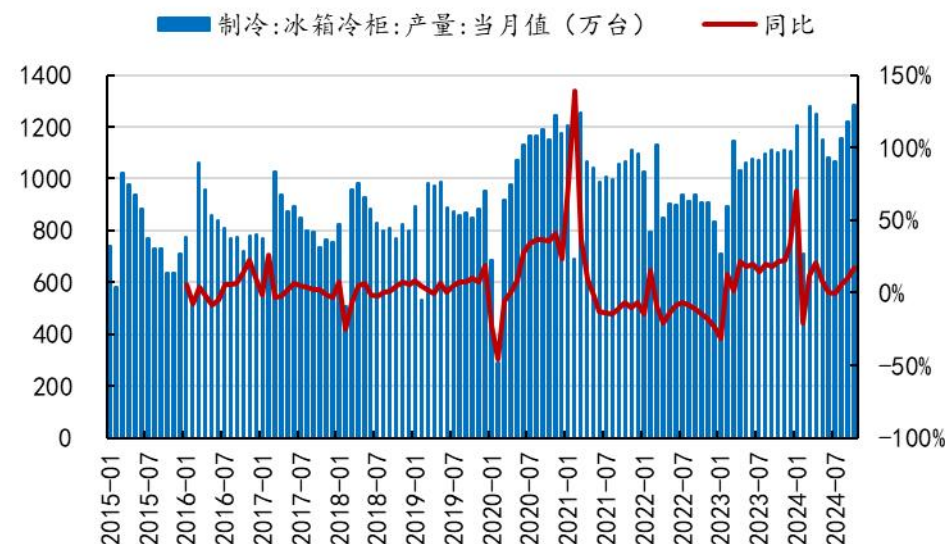
- 空调方面：据产业在线公众号数据，2024年12月我国家用空调预测内销排产702.2万台，同比+15.0%，出口排产1088万台，同比+48.5%。2024年四季度，家用空调在国家以旧换新政策刺激下，库存去化持续进行，内销排产维持双位数增长，一举扭转了三季度以来的下行趋势。全年来看，家用空调内销市场在2023年的高基数下，2024年受政策影响扭转了下滑趋势，保持正增长，政策不但拉动了规模的提升也拉动了均价抬升及高端品占比。
- 冰箱方面：据产业在线公众号数据，2024年12月冰箱内销排产443万台，同比+19.0%，内销受电商购物节、以旧换新拉动，预计全年内销规模创五年新高。2024年12月冰箱出口排产417万台，同比+12.5%，四季度排产保持双位数增长，其中新兴市场出口增幅明显。

图表：空调产量与增速



资料来源：iFinD，国海证券研究所

图表：冰箱冷柜产量与增速

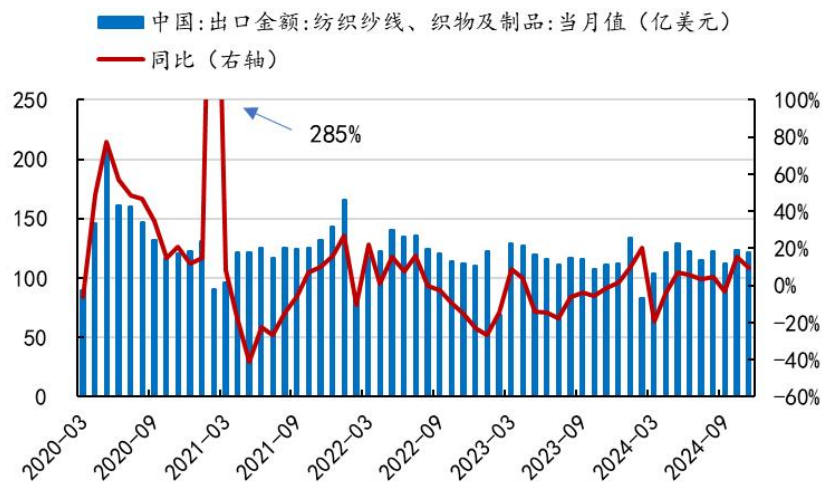


资料来源：iFinD，国海证券研究所

# 纺织：中长期产能扩张放缓，海外有望迎来补库周期

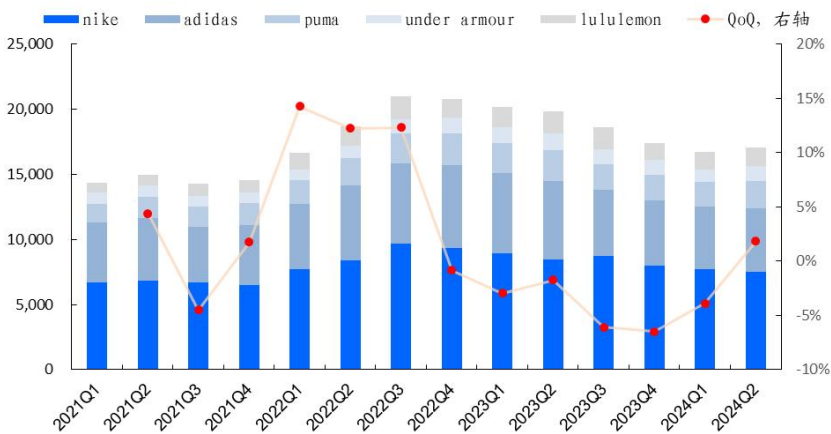
- 2024年，欧美纺服库存不断消化。2024年10月，美国服装及服装面料批发商库存约为282亿美元，同比-11.28%，环比+0.26%。根据海关总署统计，2024年1-11月，我国纺织品服装出口2730.6亿美元，同比增长2.0%，增幅较前十个月扩大0.5个百分点。
- 展望2025年，我们预计海外纺服将迎来补库周期，叠加消费降级趋势，我国纺服出口有望迎来增长。2024Q3，巴马格卷绕头新增订单量约为1.95亿瑞士法郎，同比-2.01%，环比-25.57%，国内涤纶长丝新增产能整体平稳有序，产能落地节奏有所放缓，行业盈利有望修复。

图表：中国纺织品月度出口额



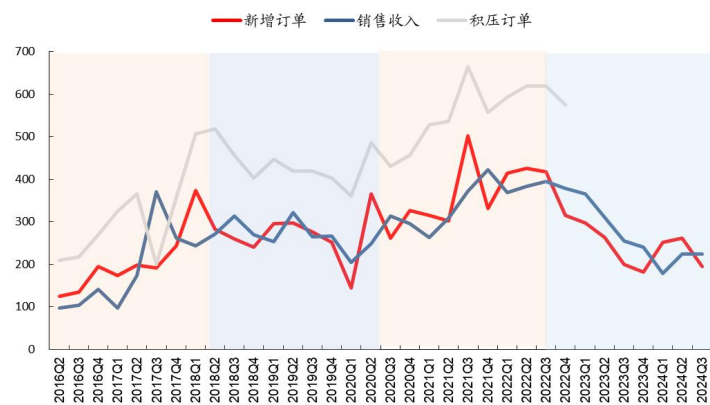
资料来源：Wind，国海证券研究所  
(备注：部分极端值未显示)

图表：海外运动服饰库存情况(单位：百万美元)



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所

图表：巴马格卷绕头订单量(单位：百万瑞士法郎)



资料来源：Oerlikon，国海证券研究所

# 农产品：供给端扰动弱化，2024年价格整体平稳

图表：豆粕价格走势



资料来源：Wind，国海证券研究所

➤ 2020-2021年，经济复苏期间，农产品价格大幅上涨；2021-2022年，全球多地极端天气和供应链扰动使得供给端冲击延续，农产品价格在2022年一季度再创新高。随着供给端逐步修复，2023-2024年，农产品价格有所回落。

图表：棉花价格走势



资料来源：Wind，国海证券研究所

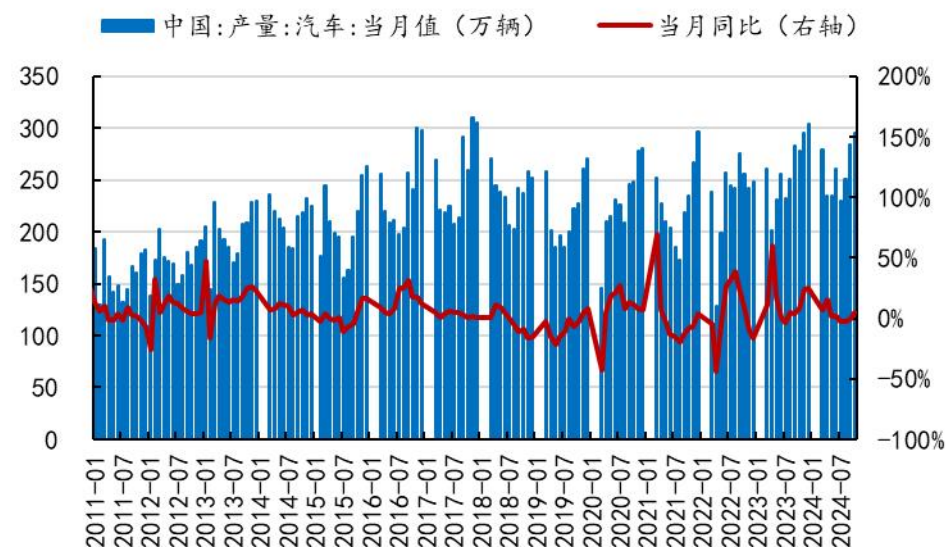
图表：玉米价格走势



资料来源：Wind，国海证券研究所

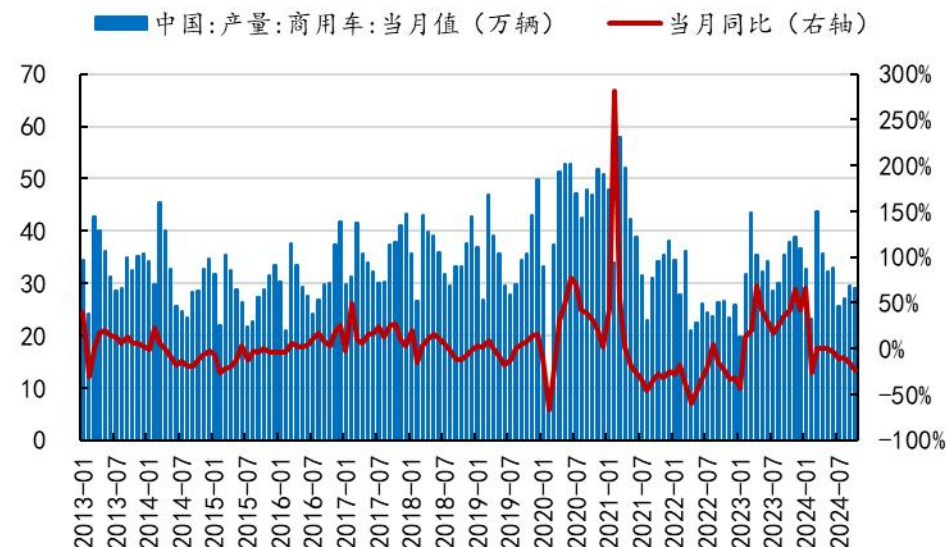
➤ 2023年9月，工业和信息化部等七部门关于印发汽车行业稳增长工作方案（2023—2024年）的通知，通知指出，2023年，汽车行业运行保持稳中向好发展态势，力争实现全年汽车销量2700万辆左右，同比增长约3%，其中新能源汽车销量900万辆左右，同比增长约30%；汽车制造业增加值同比增长5%左右。2024年，汽车行业运行保持在合理区间，产业发展质量效益进一步提升。工作举措方面，工业和信息化部等七部门需要从支持扩大新能源汽车消费、稳定燃油车消费等方面着手。

图表：中国汽车产量增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

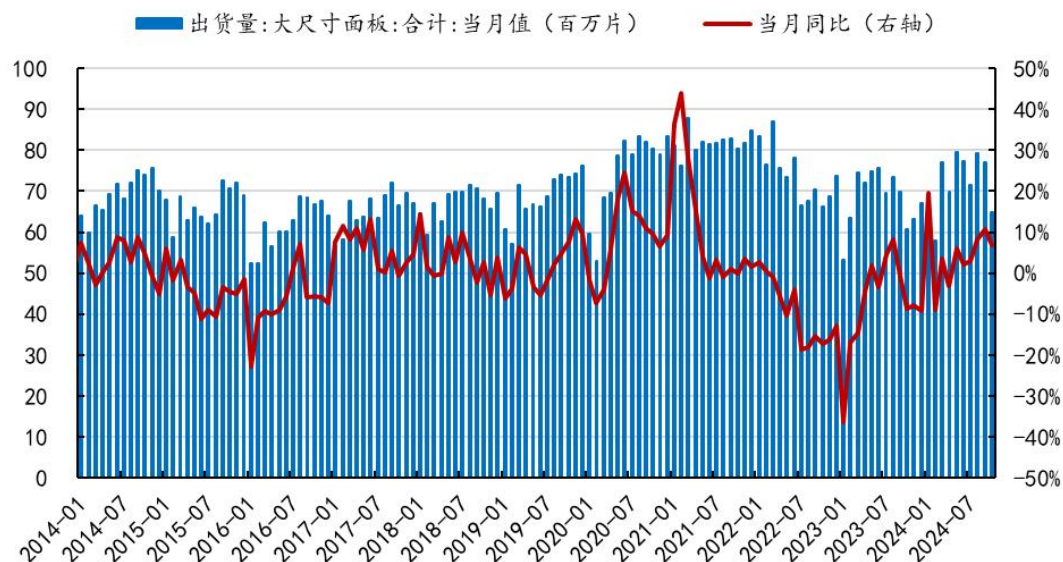
图表：中国商用车产量增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

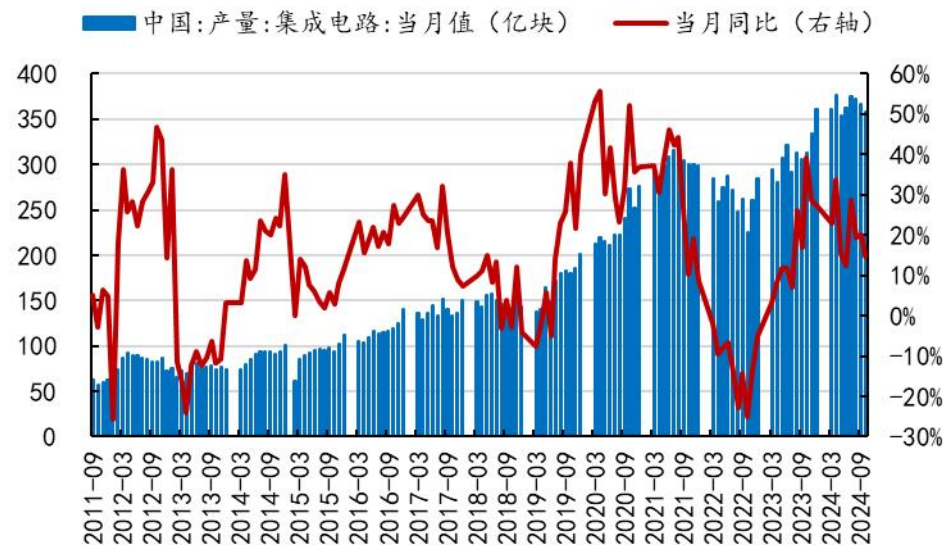
- 2024年，我国消费电子行业回暖明显，内需和外贸均实现反弹。IDC预计 2024 年全球智能手机出货量将同比增长 6.2% 至 12.4 亿部，结束连续两年下降的局面、实现强劲反弹。IDC 表示，2024年的增长主要来自被压抑的设备升级需求释放和智能手机普及率的提高等。2025年起全球智能手机出货量增长将放缓，2023 至 2028 年的年复合增长率为 2.6%。影响因素包括智能手机普及率提高、更新周期延长以及二手智能手机市场快速增长等。

图表：中国LCD面板出货量与增速



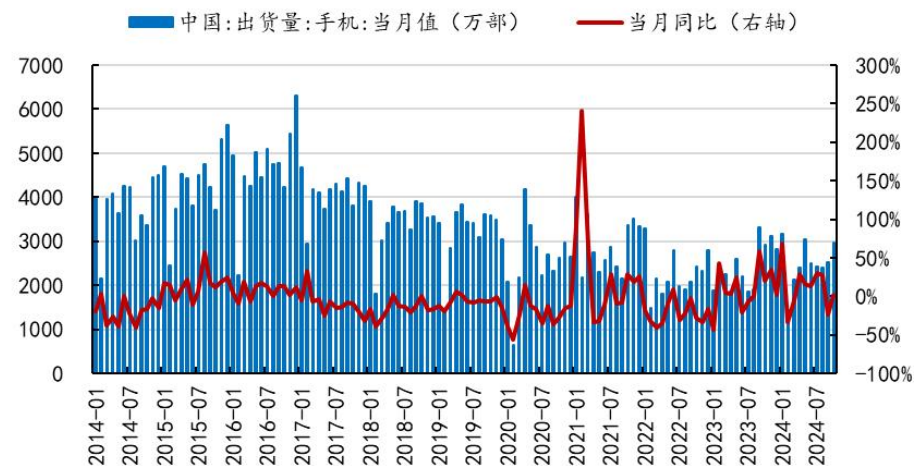
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：中国集成电路产量与增速



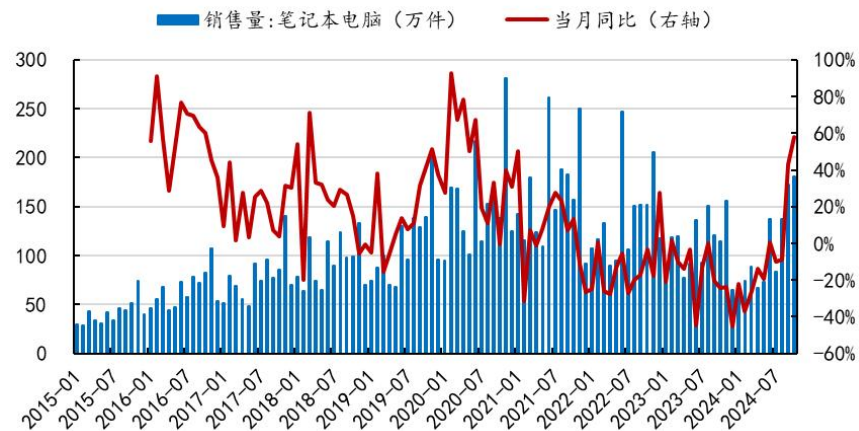
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：中国手机出货量情况



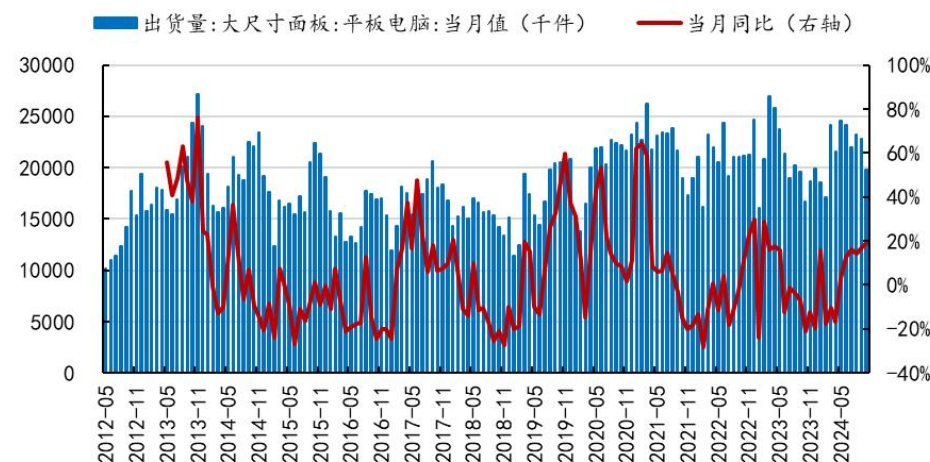
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：中国笔记本销量情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：中国平板电脑面板出货量情况

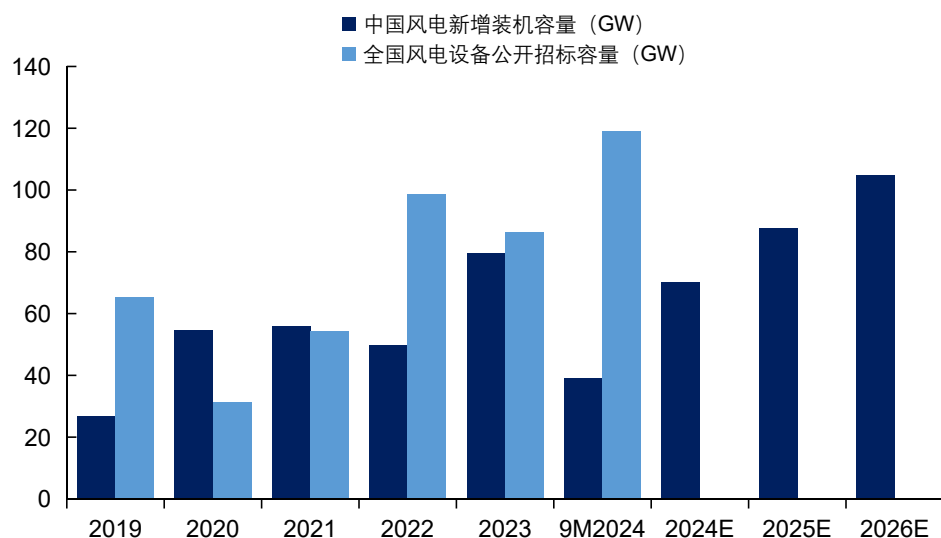


资料来源：Wind，国海证券研究所

# 风电：2024Q1-Q3风电招标容量同比大增，看好长期景气度提升

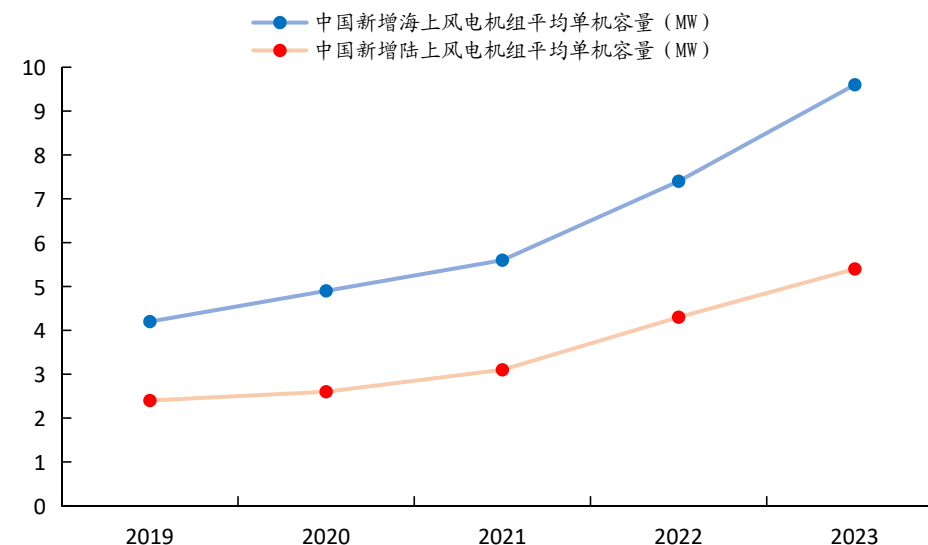
- 据金风科技，2024年1-9月，全国风电设备新增公开招标量119.1GW，同比+93.0%，按市场分类，陆上新增招标容量111.5GW，海上新增招标容量7.6GW。据CWEA统计，2023年，全国新增装机的风电机组平均单机容量为5595kW，同比增长24.6%，其中陆上风电机组平均单机容量为5372kW，同比增长25.1%；海上风电机组平均单机容量为9603kW，同比增长29.4%。截至2023年底，全国累计装机的风电机组平均单机容量为2430kW，同比增长11.6%。
- 展望2025年，考虑到2024年风电招标量处于较高水平，我们仍然看好风电后续新增装机量逐步回升，景气度有望逐步恢复，此外随着风机大型化趋势，有望进一步带动相关材料需求增长。

图表：国内风电装机容量以及风电设备公开招标容量



资料来源：CWEA、金风科技、国家能源局、中国政府网、中国经济网、GWEC，国海证券研究所

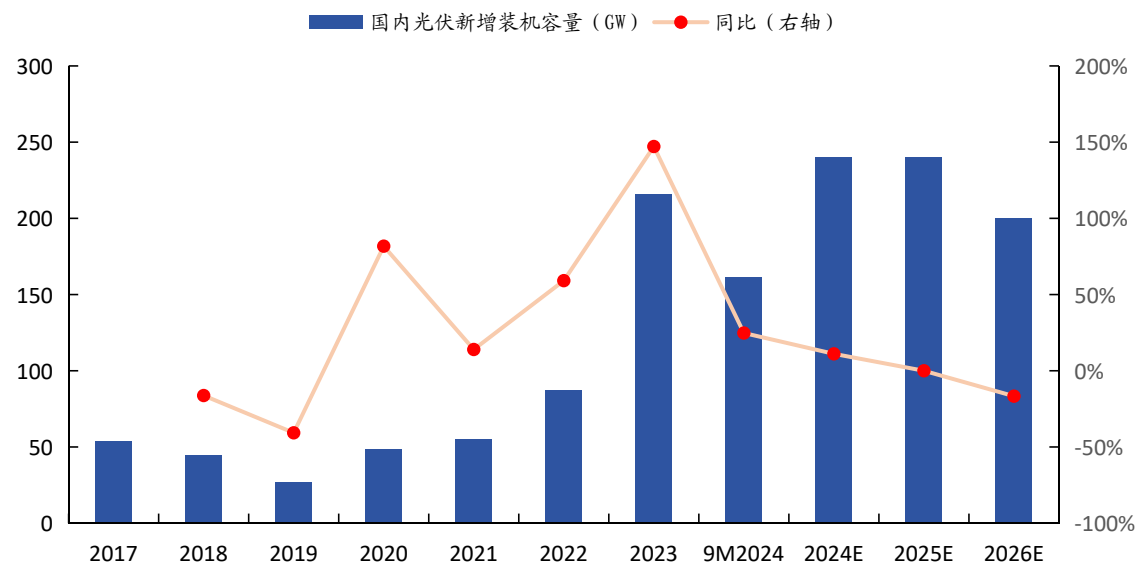
图表：中国新增海上、陆上风电机组平均单机容量



资料来源：CWEA，国海证券研究所

- 2024年，光伏产业链持续“量增价减”态势。据中国电力报援引中国光伏行业协会数据，产量方面，2024年1-10月，多晶硅、硅片、电池、组件产量同比增长均超20%，电池、组件出口量同比增速分别为41.8%和15.9%；价格方面，2024年1-10月，多晶硅、硅片、电池片及组件价格分别下滑超过35%、45%、25%。
- 政策驱动产能出清，未来行业盈利有望修复。2024年11月15日，财政部、税务总局下发的2024年第15号公告《关于调整出口退税政策的公告》信息，自2024年12月1日起实施，将部分成品油、光伏、电池、部分非金属矿物制品的出口退税率由13%下调至9%。出口退税率的下调将提高光伏企业出口成本，避免光伏产品价格过度下跌，同时有望淘汰落后产能，进一步加速市场出清。

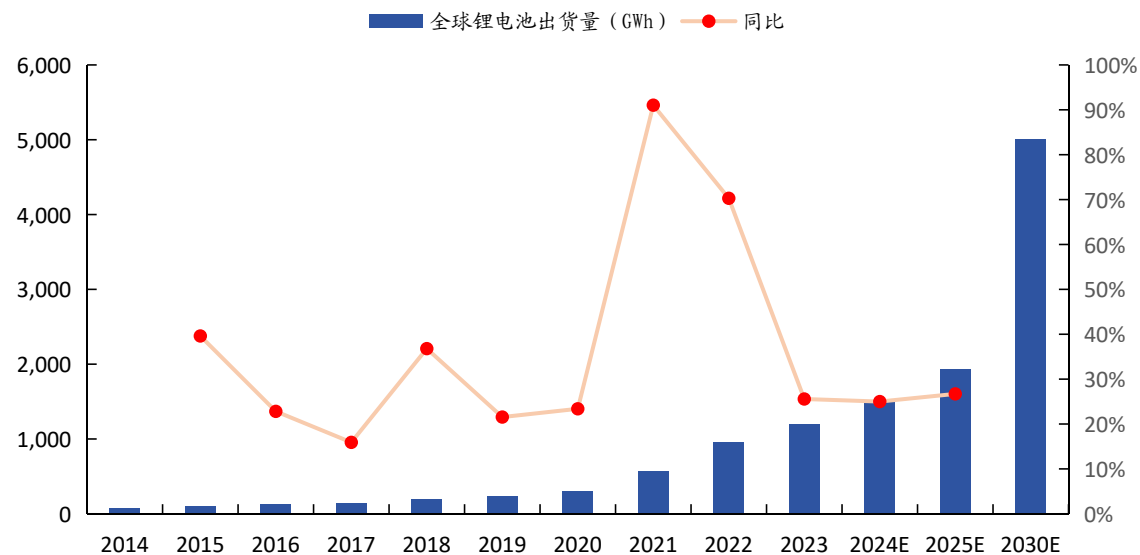
图表：国内光伏新增装机容量



资料来源：iFind、CPIA，国海证券研究所

- 随着实现碳中和成为全球共识，锂电池需求迅速提升，据《中国锂离子电池行业发展白皮书（2024年）》，2023年，全球锂离子电池总体出货量1202.6GWh，同比增长25.6%。随着双碳目标推进，新能源车及储能行业仍有望维持较快增速，拉动锂电池需求持续提升。据EVTank预测，2025年全球锂电池出货量将达1926GWh。

图表：全球锂电池出货量及预测



资料来源：EVTank，国海证券研究所

# 成本：2025年油价或高位回落，天然气走势分化

- 原油：2024年（截至11月底），布伦特原油均价为82美元/桶，年内俄乌冲突、巴以冲突、热带风暴以及欧佩克+推迟石油增产计划等多空因素交织，原油价格高位震荡。世界银行在2024年10月发布的《大宗商品展望》中预计2025-2026年布伦特原油均价在72-73美元/桶附近。
- 天然气：世界银行预计2024年美国天然气价格下跌。世界银行预计2025年-2026年美国天然气价格受出口需求拉动而上涨；欧洲天然气价格2025年小幅回升，于2026年回落。亚太地区将驱动全球需求增长，中东和北美是供应增长主要来源。
- 煤炭：世界银行预计2024年澳大利亚煤炭价格下跌。伴随全球能源转型，世界银行预计2025-2026年，全球煤炭需求量和产量将不断走低，届时澳大利亚煤炭价格将进一步下滑。

图表：布伦特原油价格情况



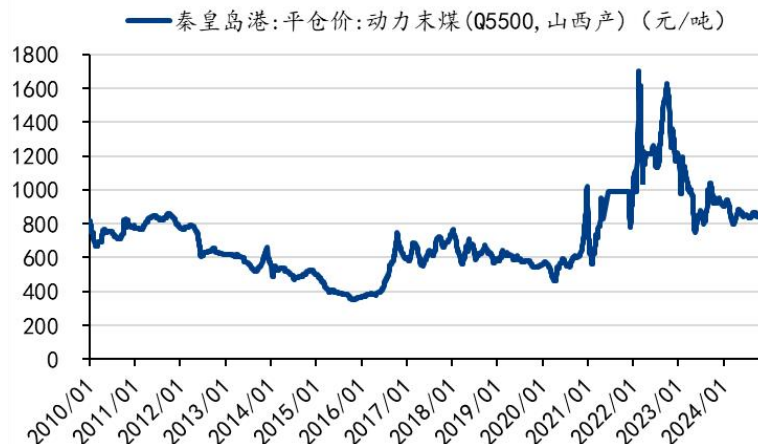
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：NYMEX天然气价格情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：国内动力煤价格情况



资料来源：Wind，国海证券研究所



## 目录

- 核心结论
- 库存周期向上
- 产能周期底部
- **核心标的**
- 风险提示

# 核心提要：库存周期向上，产能周期有望见底，优质标的迎布局良机

受库存周期影响，2025年化工行业景气有望修复，投资机会增加，重点关注四大方向：

## ➤ 低成本扩张

万华化学、卫星化学、宝丰能源、华鲁恒升、轮胎（赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎、通用股份、贵州轮胎、风神股份、三角轮胎、浦林成山）、铭盐（振华股份）、龙佰集团、扬农化工、远兴能源、复合肥（新洋丰、云图控股、史丹利）、华峰化学、亚钾国际等。

## ➤ 景气度提升

轮胎设备（软控股份）、制冷剂（巨化股份、东岳集团、三美股份、永和股份）、民爆（广东宏大、易普力、江南化工、高争民爆、雪峰科技等）、涤纶长丝（桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化）、农药（扬农化工、润丰股份、利民股份、广信股份、利尔化学）、磷矿石（云天化、川恒股份、芭田股份、兴发集团）、中国化学、维生素（新和成、兄弟科技、浙江医药、花园生物、振华股份、安迪苏）、炼化（恒力石化、荣盛石化、东方盛虹）、萤石（金石资源）、合盛硅业、粘胶短纤（三友化工）、锦纶（聚合顺、台华新材、华鼎股份）、双箭股份等。

## ➤ 高股息稳定

中国石油、中国石化、中国海油、云天化、恒力石化、梅花生物等。

## ➤ 新材料行业

电子化学品（阳谷华泰、德邦科技、国瓷材料、万润股份、圣泉集团、雅克科技、斯迪克）、氟冷液（新宙邦）、吸附材料（蓝晓科技）、PI膜（瑞华泰）、利安隆、中复神鹰、合成生物学（凯赛生物、华恒生物）、植物胶囊（山东赫达）、航空航天材料（斯瑞新材、宝钛股份）等。

综合考虑化工细分行业低成本扩张、景气度提升、高股息稳定及新材料相关方向的机会，维持基础化工行业“推荐”评级。

**风险提示：**原材料价格大幅波动风险；全球经济波动影响下游需求；行业大幅扩张；相关标的的安全环保风险；化工企业不可抗力风险；项目建设进度不及预期；重点关注公司业绩不及预期等风险。

## ◆ 聚氨酯：海外MDI不可抗力频发，万华持续扩张

- ✓ 2024年海外多套MDI装置发生不可抗力，且海外多套MDI装置长期处于低负荷，高成本产能未来或有望逐步退出。
- ✓ 万华是全球聚氨酯一体化程度最高的企业之一，持续低成本扩张巩固龙头地位，2024年4月底，公司福建40万吨技改项目投产，主装置投资仅2.2亿元。公司MDI在建产能共130万吨，宁波二期技改拟新增60万吨、福建MDI技改拟新增70万吨。

## ◆ 聚氨酯：聚合MDI出口支撑强，万华盈利能力高于同行

- ✓ 受海外多套MDI装置不可抗力及低负荷影响，国内聚合MDI出口持续增长，2024年1-10月，国内聚合MDI出口量100.13万吨，同比+10%，其中10月单月出口9.7万吨，同比+77%，环比+2%。
- ✓ 万华化学聚氨酯经营在下行周期呈现出优于行业的抗风险能力，2023年公司聚氨酯板块营收同比+7%，毛利率同比提升3.2个pct，而2023年海外聚氨酯企业聚氨酯所在板块盈利同比均下滑甚至亏损。

## ◆ 石化：乙烯一期原材料有望优化，乙烯二期投产在即

- ✓ 公司拟对乙烯一期进行原料技术改造，预计2025年末建成；乙烯二期预计2025年一季度投产。乙烯项目原料多元化有望带来降本。

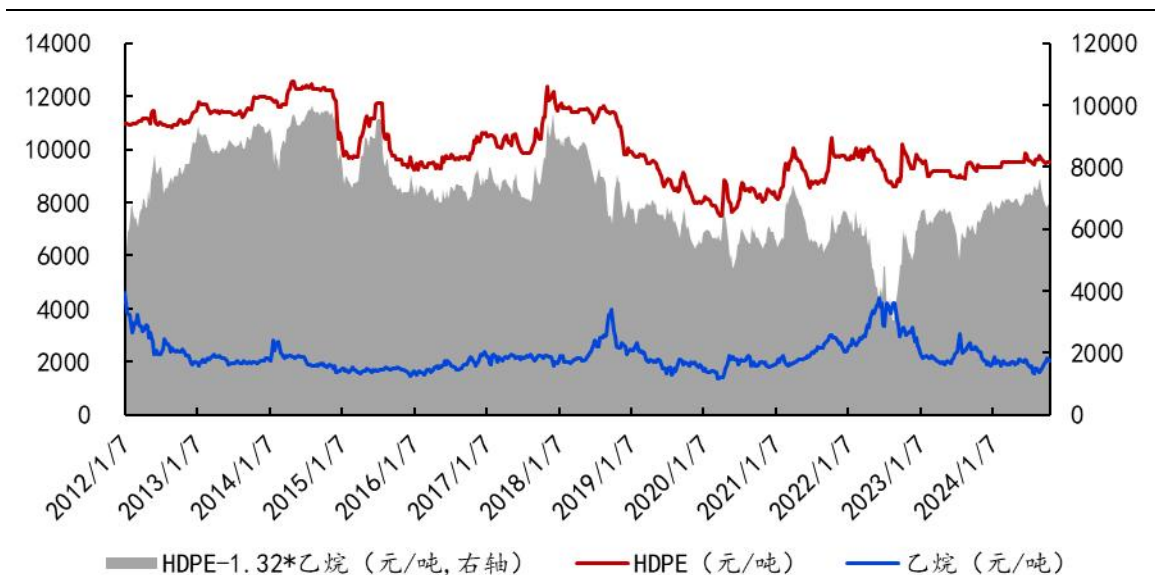
## ◆ 新材料：研发创新驱动成长，新材料项目持续扩品类

- ✓ 2021-2023年，公司研发费用分别为31.68亿元、34.20亿元、40.81亿元，高额研发支出驱动成长。新项目方面，20万吨POE已于2024年6月投产，4.8万吨柠檬醛已于2024年8月底投产，新材料项目盈利有望持续提升。

## ◆ 盈利预测：预计公司2024/2025/2026年归母净利润分别为150、204、260亿元，对应PE分别15、11、9倍，维持“买入”评级。

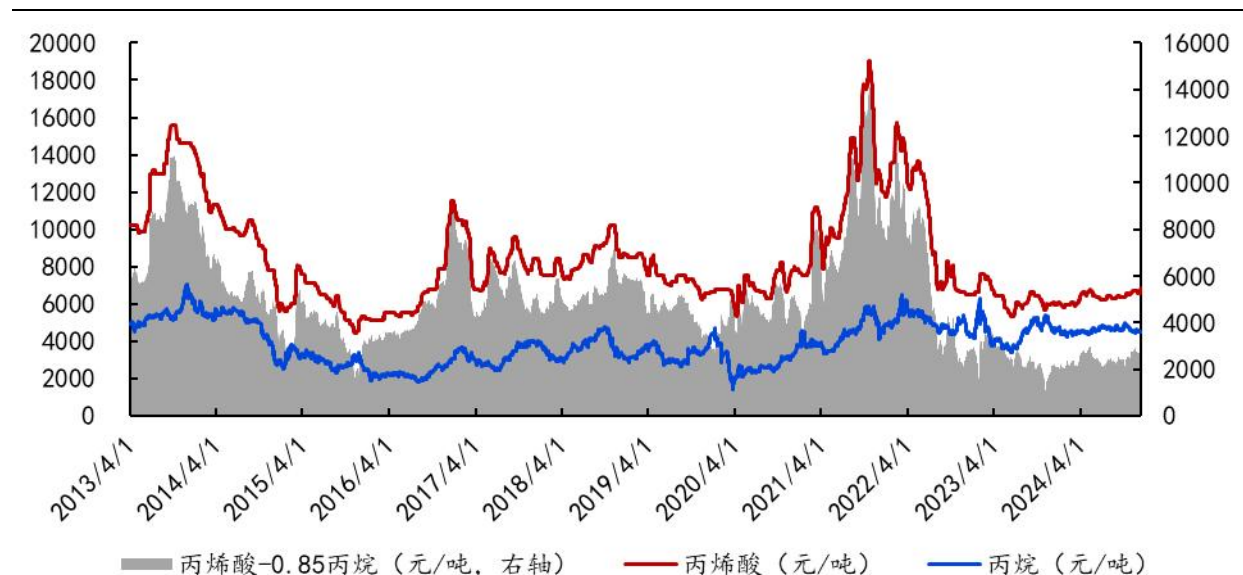
- 页岩气革命以来，美国天然气开采量快速提升，据EIA数据，从2014年的31.41万亿立方英尺增至2023年的45.63万亿立方英尺，2014年至2023年年均复合增速达3.81%。美国乙烷主要有三个去向，乙烷产量的激增带动美国本土乙烷裂解装置的建设，这也成为目前美国乙烷主要应用领域。剩余乙烷部分通过管道和码头进行出口，还有部分回注天然气田，作为能源使用。根据EIA预测，2025年美国本土乙烷需求量将增长至227万桶/天，但产量也将高速增长，到2025年实现产量277万桶/天，乙烷供应充足。
- 石脑油裂解工艺成本长期高于乙烷裂解，乙烷裂解原料成本优势显著。据《浅谈轻烃裂解与石化园区循环化发展》，对于相同生产成本，当国际油价为80美元/桶时，乙烷裂解对应乙烷价格约611美元/吨，远高于同期进口乙烷价格水平。

图表：聚乙烯价格价差



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：丙烯酸价格价差



资料来源：Wind，国海证券研究所

- 公司稳步推进C2产业链的建设，公司现有产能包括年产250万吨乙烯、80万吨聚乙烯、219万吨环氧乙烷、182万吨乙二醇、50万吨聚醚大单体、60万吨苯乙烯、40万吨聚苯乙烯、10万吨乙醇胺、15万吨碳酸酯、1,000吨α-烯烃装置。2024上半年，公司烯烃综合利用高端新材料产业园项目开工，项目一阶段预计将于2025年底中交，2026年初投产；项目二阶段预计2026年底建成。公司绿色化学新材料产业园项目预计于2027年底全部建成投产。

图表：卫星化学C2在建项目

在建项目	产品	在建产能（万吨）	预计投产时间
绿色化学新材料产业园项目一期	电池级碳酸酯	15	2027.12建成
	乙醇胺	10	2027.12建成
绿色化学新材料产业园项目二期	α-烯烃及配套POE	10	2025年投产
	电池级碳酸酯	15	2027.12建成
绿色化学新材料产业园项目三期	聚苯乙烯	40	2027.12建成
	电池级碳酸酯	30	2027.12建成
α-烯烃综合利用高端新材料产业园项目（一阶段）	α-烯烃（LAO）	20	2025年底中交， 2026年初投产
	聚乙烯	135	
	丁二烯	12	
	芳烃	26	
	原料加工装置	200	
α-烯烃综合利用高端新材料产业园项目（二阶段）	α-烯烃（LAO）	30	2026年底建成
	聚烯烃弹性体（POE）	60	
	聚α-烯烃（PAO）	3	
	聚乙烯	35	
	原料加工装置	200	

资料来源：卫星化学公司公告，徐圩新区网信办，浙江省政府，嘉兴市生态环境局，国海证券研究所（产能信息统计截至2024年7月）

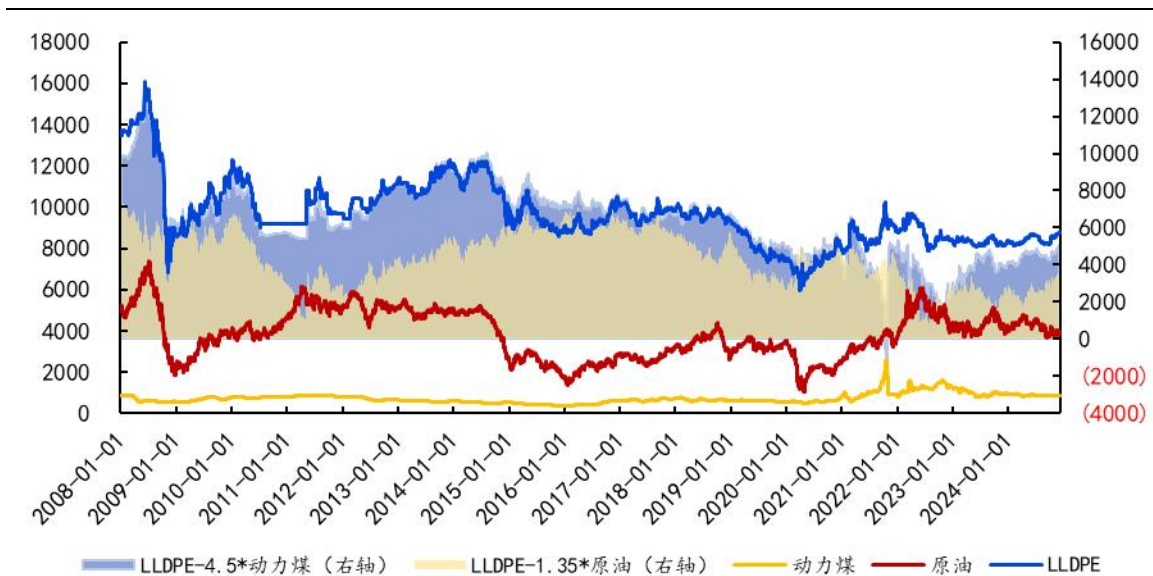
图表：卫星化学盈利预测（2024/12/20）

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	41,486.92	44,519.30	53,125.06	66,853.94
增长率(%)	12.00	7.31	19.33	25.84
归母净利润（百万元）	4,789.49	5,412.98	6,825.78	9,496.58
增长率(%)	54.71	13.02	26.10	39.13
摊薄每股收益（元）	1.42	1.61	2.03	2.82
ROE(%)	18.81	18.88	20.62	24.29
P/E	10.39	10.82	8.58	6.17
P/B	1.95	2.04	1.77	1.50
P/S	1.20	1.32	1.10	0.88
EV/EBITDA	7.25	7.08	5.81	4.26

资料来源：Wind，国海证券研究所

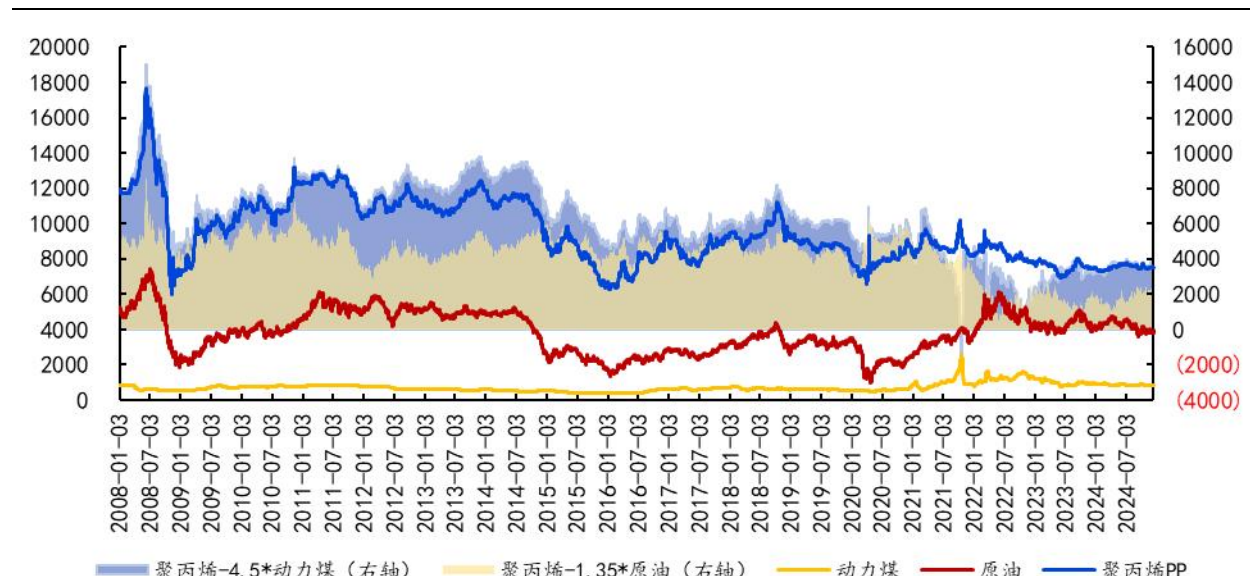
受到近年来国内烯烃产能快速扩张影响，目前聚烯烃价格价差处于历史中低位，而受益于我国煤炭资源丰富，煤炭价格率先降至合理区间并较为平稳，煤制烯烃成本优势突出。据Wind数据，截至2024年12月13日，聚乙烯价格为8800元/吨，2008年以来历史分位数为30.40%，油制聚乙烯价差为3462元/吨，2008年以来历史分位数为30.00%，煤制聚乙烯价差为5200元/吨，2008年以来历史分位数为30.50%，煤制较油制聚乙烯价差高1738元/吨。在油制烯烃成本支撑下，烯烃价格向下空间较为有限，煤制烯烃产能盈利能力得到有力保障，宝丰能源煤制烯烃产能将大幅提升至520万吨/年，并规划建设新疆烯烃产能，看好公司长期成长。

图表：聚乙烯价格价差（元/吨）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：聚丙烯价格价差（元/吨）



资料来源：Wind，国海证券研究所

- 公司内蒙古烯烃项目投资建设按计划顺利推进，截至2024年11月26日，内蒙古项目第一系列100万吨/年烯烃生产线试生产，成功产出合格产品并运行稳定。内蒙古项目地处富煤区，原料采购运距短；采用目前国际国内最先进的DMTO-III技术，大幅降低了项目投资成本和运营成本；在原料、折旧、加工成本等方面在行业内均具有较强的竞争力。2024年7月30日，国家级新疆准东经济技术开发区发布新疆宝丰煤基新材料有限公司煤炭清洁高效转化耦合植入绿氢制低碳化学品和新材料示范项目环境影响评价公众参与第一次公示，项目拟建设1120万吨/年甲醇、195万吨/年聚丙烯、195万吨/年聚乙烯。受益于低成本原料煤来源，新疆煤化工产业具有较大的成本优势，公司在新疆发展煤化工项目有望进一步打开成长空间，再次迎来快速发展机遇。

图表：宝丰能源在建/拟建项目

	项目名称	产品名称	在建产能 (万吨)	投资额 (亿元)	预计投产时间
烯烃	260万吨/年煤制烯烃和配套40万吨/年植入绿氢耦合制烯烃项目（一期）	甲醇	660	478.11	2024年11月逐步投产
		聚乙烯	165		
		聚丙烯	150		
	新疆宝丰煤基新材料有限公司煤炭清洁高效转化耦合植入绿氢制低碳化学品和新材料示范项目	甲醇	1120	-	-
		聚乙烯	195		
		聚丙烯	195		
超高分子量聚乙烯		3			
	EVA	25			
煤炭	丁家梁煤矿	煤炭	90	19.94	2024年底

资料来源：宝丰能源招股说明书、宝丰能源公司公告、宝丰能源环评报告、国家级新疆准东经济技术开发区官网、国海证券研究所 注：丁家梁煤矿项目的预计投产时间为我们根据宝丰能源2024年半年报披露的项目工程进度推算，产能数据统计截至2024年半年报

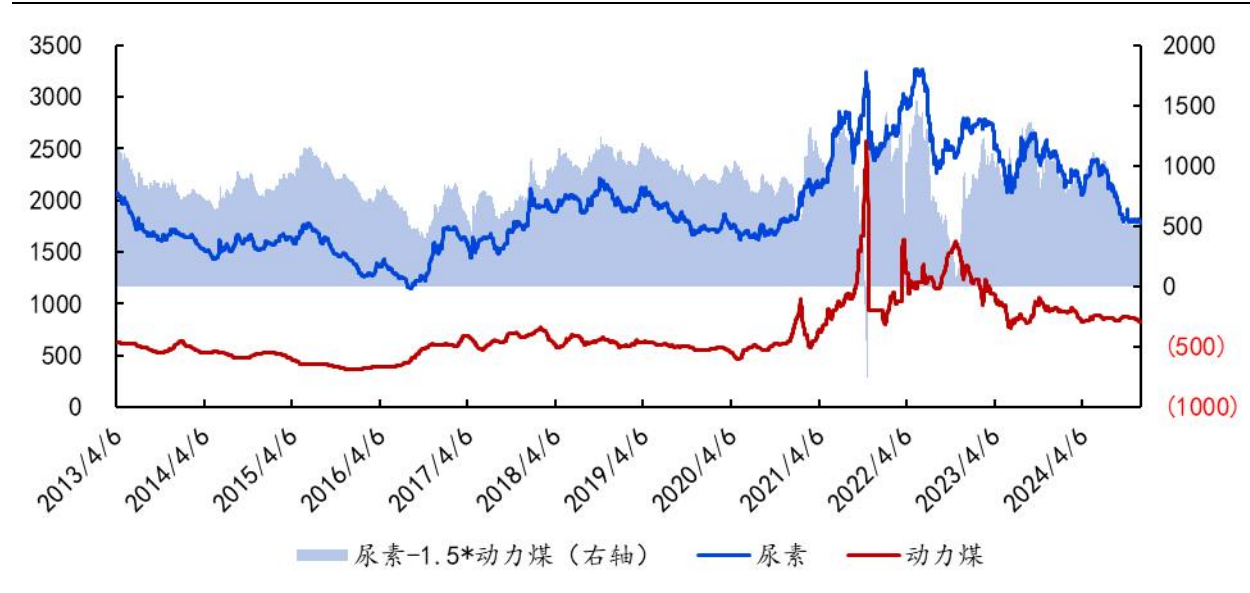
➢ 在国际形势动荡、国内外需求复苏缓慢、原材料价格持续高位等多重因素冲击下，公司尿素、醋酸、DMF等多种产品价格从高位回落至历史低位。2024年上半年公司新能源材料板块营收占比49%、肥料板块营收占比21%、醋酸及衍生品营收占比12%、有机胺营收占比7%。截至2024年11月，公司主要产品价差历史分位分别为：尿素（6%）、DMF（3%）、醋酸（20%）、辛醇（74%）、己二酸（5%），多数产品价格价差处于历史中低位。随着国内经济刺激政策持续发力，消费、地产景气度有望复苏，带动下游产品需求恢复，同时国内煤化工产能扩张进入尾期，供需格局有望好转，预计公司主要产品盈利性有望触底反弹。

图表：公司主要产品产能情况及2014年以来价格价差分位数

		公司产能 (万吨)	2024年11月 价格(元/吨)	价格 分位数	2024年11月 价差(元/吨)	价差 分位数
原料	煤炭		848	70.00%		
	丙烯		6040	31.50%		
	纯苯		7285	65.30%		
产品	尿素	280	1801	45.30%	529	6.10%
	醋酸	150	2732	33.00%	1799	20.00%
	DMF	48	4700	20.00%	2516	3.00%
	辛醇	25	9248	63.00%	5420	73.80%
	己二酸	32	8117	30.00%	2509	4.60%
	己内酰胺	30	10795	13.80%	1888	2.30%
	PA6	10	11937	15.30%	926	48.40%
	DMC	60	3897	10.00%	1924	9.20%

资料来源：Wind，华鲁恒升公司公告，国海证券研究所  
注：产能数据统计截至2024年半年报

图表：尿素价格价差



资料来源：Wind，国海证券研究所

- 公司依托洁净煤气化技术，构建了可持续发展的技术和产业平台，形成“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式；持续进行系统优化、节能降耗、技术升级和产业链延伸，为企业未来发展奠定了良好基础。
- 公司统筹德州本部发展和荆州基地建设，在德州基地进行高附加值产能扩张，在建尼龙66高端新材料、酰胺材料优化升级等项目；在荆州基地打造第二化工园区，一期传统优势产品已建成投产，二期一系列高附加值产品项目建设中，规划52万吨尿素、密胺树脂单体材料产品、绿色新能源材料、10万吨/年醋酸裂解法生产醋酐等项目。荆州德州双基地规划打开公司成长空间。

图表：华鲁恒升在建/拟建项目

	项目名称	总投资 (亿元)	建设产品	建设产能 (万吨/年)	预计投产时间
德州	尼龙66高端新材料项目	30.78	己二酸	20	2024年12月已投产
			己二胺	4.2	-
			尼龙66	8	-
	20万吨二元酸项目	8.67	二元酸	20	2025年
	酰胺材料优化升级项目	8.33	饱和脂环醇	20	2025年
	年产20万吨双氧水项目	-	双氧水（折百）	20	-
荆州	蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目	5.41	尿素	52	2024年11月已投产
	密胺树脂单体材料产品	7.34	蜜胺树脂单体	16	2025年
			碳酸氢铵	80	
	绿色新能源材料项目	33.87	NMP	16	2025年
			BDO	20	
			PBAT	3	
10万吨/年醋酸裂解法生产醋酐项目	3.92	醋酐	10	2025年	
20万吨/年一元酸项目	5.93	甲酸	20	-	

资料来源：Wind，华鲁恒升公告，华鲁恒升官网，荆州市生态环境局，国海证券研究所

国产轮胎行业的下一个看点在于其高端化进程。随着低端市场的逐渐饱和，国产轮胎品牌向高端市场的转型已成为不可逆转的趋势。这一转型不仅考验着企业在产品力、渠道覆盖和品牌知名度等方面的综合实力，同时也意味着更高的行业壁垒和更丰厚的潜在回报。在经历了通过海外基地布局实现的第一次分化之后，国产轮胎企业很可能将迎来以高端化为标志的第二次分化。高端化的两个关键指标是：可比口径毛利率的逆势上升，以及在高端汽车配套市场的突破。未来，高端化的胜者将成为资本市场更受关注者，进而带来市盈率的向上抬升。

## ◆ 海外基地：国际化空间广阔，高端化拉开帷幕

我们预计，截至2025年底，中国轮胎企业海外基地的半钢轮胎产能将达到1.77亿条，目标市场为美国、欧洲和东南亚地区，假设90%开工率，70%出口至美国，则出口量约为1.12亿条，相对于美国2023年的3.05亿条的市场，仍具有较大的成长空间。2025年底，中国轮胎企业海外基地的全钢轮胎产能将达到3552万条，目标市场为美国、欧洲和东南亚地区，假设90%开工率，70%出口至美国，则出口量约为2238万条，相对于美国2023年的2700万条的市场，仍具有一定的市场空间。

## ◆ 中国基地：全球汽车行业复苏，中国基地出口有望增加

中国轮胎基地出口目的地为欧洲、东南亚、非洲等地区。我们预计，截至2025年底，国内轮胎基地半钢胎新增产能3833万条，全钢胎新增产能715万条，与欧洲本土产量和欧洲自发达地区的进口量之和相比，具有较大成长空间。据欧洲汽车制造商协会官网及Wind数据，2024年1-10月，欧盟乘用车新注册量为885.40万辆，同比+0.69%；2024年1-9月，欧盟商用车注册量144.74万辆，同比+5.46%。根据海关总署统计，2024年1-10月，我国半钢轮胎累计出口量约为2.92亿条，同比+14.53%；全钢轮胎累计出口量约为1.06亿条，同比+2.41%。

**重点关注：**赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎、通用股份、贵州轮胎、风神股份、三角轮胎、浦林成山等。

图表：各公司业绩预期

代码	标的	市值 (亿元人民币)	归母净利润 (亿元人民币)				PE			评级
			2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
601058.SH	赛轮轮胎	463	30.91	43.85	52.12	63.59	10.56	8.88	7.28	买入
002984.SZ	森麒麟	254	13.69	24.05	27.05	34.34	10.55	9.38	7.39	买入
601966.SH	玲珑轮胎	274	13.91	23.00	26.88	29.92	11.91	10.19	9.16	买入
601500.SH	通用股份	89	2.16	5.37	9.69	12.96	16.49	9.14	6.83	买入
000589.SZ	贵州轮胎	79	8.33	6.97	9.24	11.32	11.31	8.53	6.97	买入
600469.SH	风神股份	47	3.49	3.51	4.72	6.42	13.45	10.00	7.35	买入
601163.SH	三角轮胎	121	13.96	11.69	12.75	13.70	10.37	9.51	8.85	买入
1809.HK	浦林成山	45	10.33	12.83	13.93	16.13	3.51	3.23	2.79	未评级

资料来源：Wind，国海证券研究所（数据更新至2024/12/20，浦林成山盈利预测取自万得一致预期）

注：1 CNY=1.0806 HKD (2024/12/20)

## ◆ 铬盐开启景气周期

航空航天、人形机器人等多领域需求迸发。铬盐需求增长驱动力从低速增长的革鞣、轻工电镀、颜料等行业逐渐转向金属铬、高端电镀添加剂等高增长行业，主要的终端应用领域从皮革、房地产切换到航空航天、人形机器人、新能源等领域，迎来需求新时代。航空对应的产业链为铬盐-金属铬-高温合金-航空发动机-商用和军用飞机-航空需求，由于全球航空需求快速增长（尤其是印度）和疫情期间飞机交付受限，全球商业飞机供不应求；飞机的短缺又带来飞机维修需求的增长，导致飞机发动机企业订单量大增，再叠加商业航天、军用需求、油气开采等需求的发力，上游高温合金企业的营收也大幅增长；由于高温合金一般含有20%左右的金属铬，金属铬和铬盐需求增长加速。另外，金属铬高硬度、高熔点、耐腐蚀的特点，与人形机器人对材料的需求契合，多种含铬材料可应用于人形机器人，如，氮化铬硬质合金涂层、镀铬外壳、含铬合金（可用于制作执行器）、含铬钢材（可用于制作谐波减速器）。随着下游多新兴领域的需求迸发，铬盐迎来了新的时代需求，我们预计，至2026年，全球铬盐有望迎来年均5%以上的增速。

铬盐供给扩张受限。2023年，全球铬盐产能约119万吨，我国产能约57万吨，由于铬盐生产过程中的铬渣含有剧毒的六价铬，处理困难，铬盐产能扩张受到严格管控。铬盐竞争格局良好，全球铬盐产能经过多年整合，某一区域仅存一家主导性铬盐企业，国内仅存7家生产企业，产能高于5万吨的仅振华股份、四川银河两家。在铬盐需求攀升的背景下，铬盐环节的供需将持续紧张。

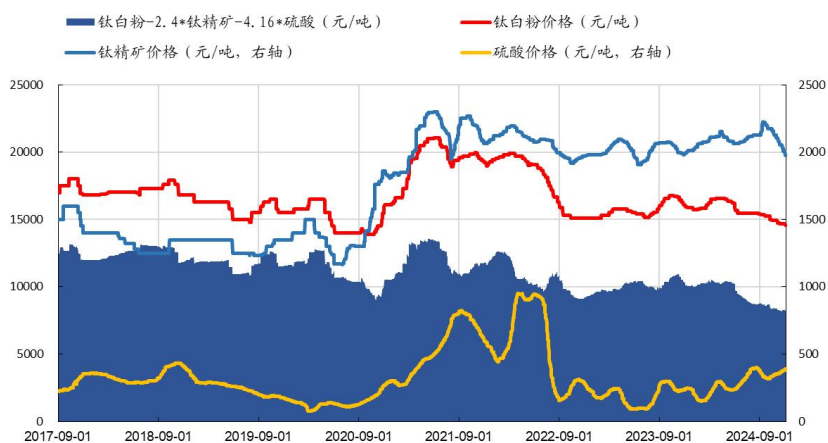
◆ 振华股份具有四大优势：1）公司加工成本不断压降。2）公司产品品类齐全，且继续向高纯金属铬、新型高效阻燃材料、新能源长时储能领域扩张。3）公司已形成了完善的内循环经济运行模式和外部资源综合利用途径，实现清洁化生产。4）公司规模效应突出，2023年，铬盐产量约25万吨（全国市占率60%），重庆基地搬迁完成后，产量有望增至35万吨，利润增厚的同时，制造费用有望进一步摊薄。

◆ **投资建议：**考虑到铬盐行业开启景气周期，维持铬盐行业“推荐”评级。重点推荐铬盐龙头企业振华股份，预计公司2024-2026年归母净利润分别为5.01、5.43、6.53亿元，对应的PE分别为13.34、12.31、10.23倍。

# 龙佰集团：把握钛矿资源优势，高股息稳健标的

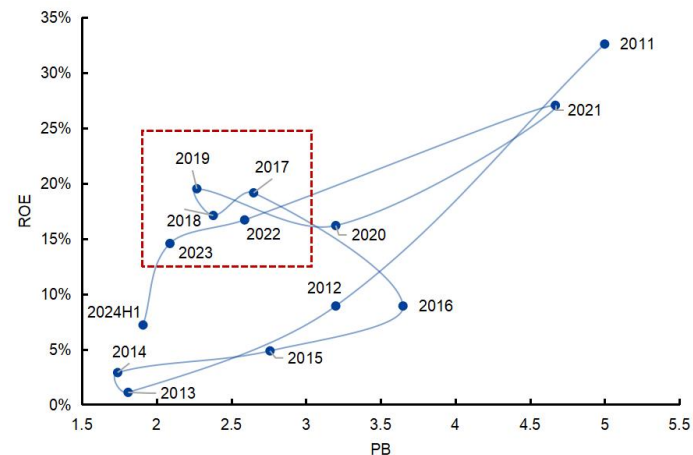
- 国内政策“组合拳”提振房地产市场信心，海外全球市占率提升逻辑不变。国内方面，2024年，我国密集出台地产配套政策，在一揽子增量政策刺激下，期待房地产市场表现出积极变化，进一步带动竣工端上游原材料需求。海外方面，根据公司2024年半年报，公司已形成钛白粉年产能151万吨，位居全球第一，是钛白粉行业为数不多的同时具有硫酸法工艺和氯化法工艺的钛白粉供应商，规模优势突出，生产成本领先，短期贸易摩擦扰动不改长期市占率提升逻辑。
- 钛精矿价格持续坚挺，多渠道提升钛矿资源储备。2024Q3，钛精矿平均单价2137元/吨，同比+5.62%，环比+2.02%。2024年8月，公司与四川资源集团签订战略合作框架协议，四川资源集团在2023年11月竞得红格南矿采矿权，未来公司将进一步强化国内钛矿定价权。
- 高分红稳健标的，2014-2023年股利支付率不低于50%。2024年前三季度公司股利支付率达83.65%，公司一如既往地坚持稳定、持续、科学的分红理念。此外，公司副董事长、控股股东、实际控制人许冉女士、王霞女士（代未成年人许某某先生管理）承诺自2024年8月28日至2026年2月27日不减持公司股票，展现长期发展信心。
- 预计公司2024-2026年归母净利润分别为33.54、41.28、46.34亿元，对应PE分别12.52、10.17、9.06倍，看好公司成长性，维持“买入”评级。

图表：钛白粉价格、价差走势



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：龙佰集团PB-ROE走势



资料来源：Wind，国海证券研究所

## ◆ 具有稀缺天然碱矿资源，纯碱低成本优势明显

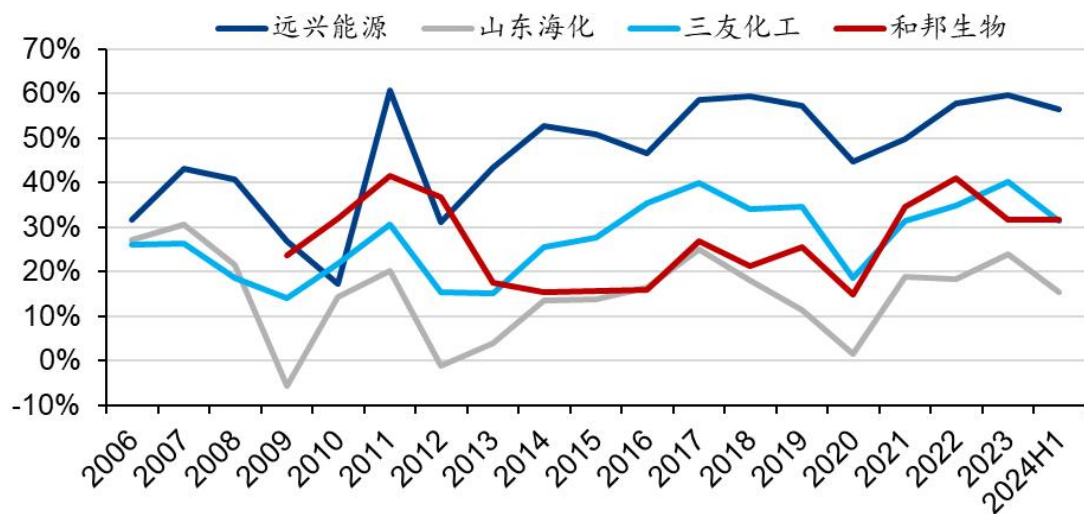
✓ 2023年，公司是国内唯一一家采用天然碱工艺制纯碱的企业，截至2023年底，公司河南和内蒙古天然矿保有储量合计12.23亿吨，成本优势显著，2024H1公司天然碱法制纯碱毛利率56.4%，均高于氨碱法和联碱法可比公司的毛利率。

## ◆ 产能扩张具有排他性，纯碱行业具成长性标的

✓ 国内纯碱氨碱法和联碱法新增产能属于限制类，而天然碱法则不受限。公司阿拉善项目一期纯碱产能500万吨/年、小苏打产能40万吨/年，已完全投产；二期包含纯碱280万吨/年、小苏打40万吨/年产能，预计2025年底建成，未来成长性充足。

◆ **盈利预测：**我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为23.9、28.1、32.5亿元，对应PE为9、7、6倍。公司阿拉善一期完全投产，二期已启动建设，看好公司未来成长性，维持“买入”评级。

图表：远兴能源纯碱业务毛利率和可比公司对比情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

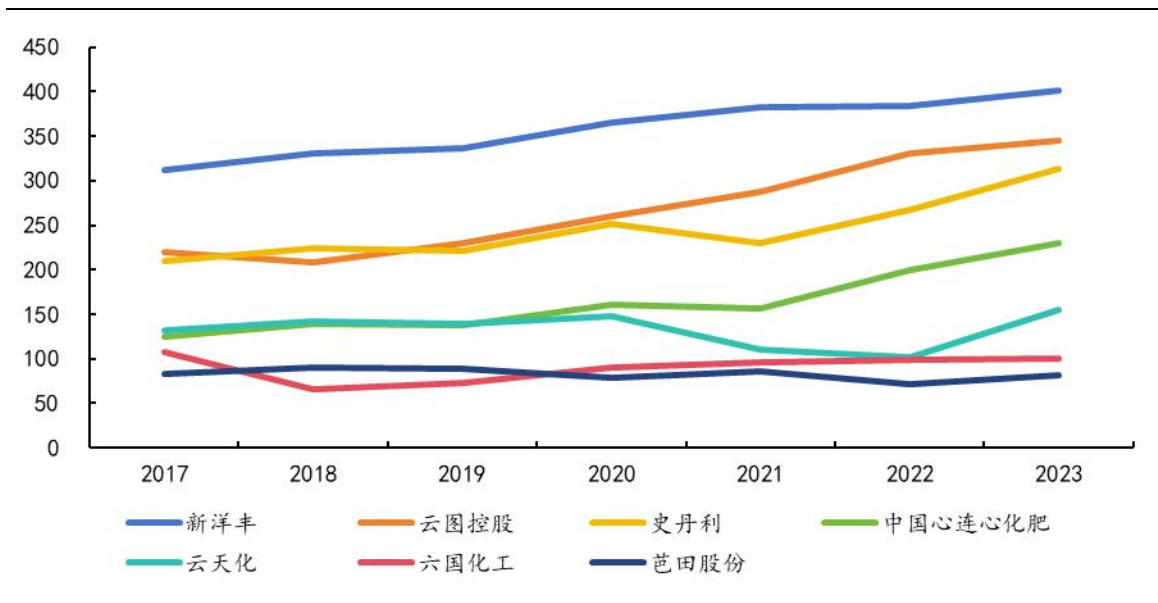
图表：纯碱行业价格价差情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

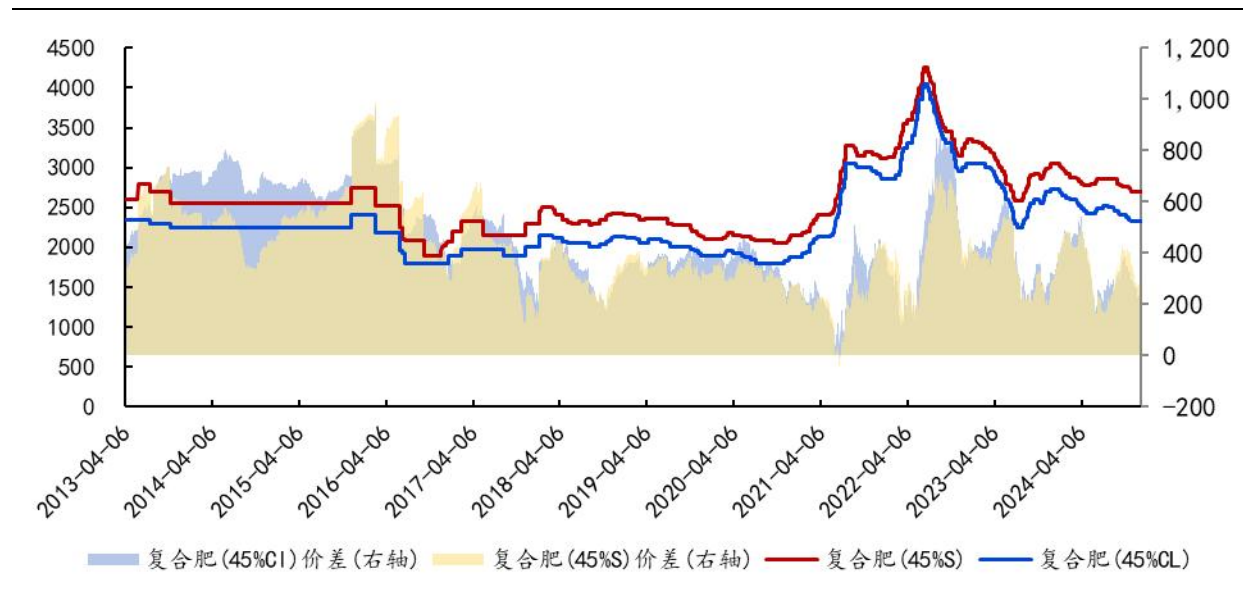
- ▶ 近年来，受到单质肥价格暴涨暴跌影响，部分原料完全依赖采购的中小复合肥企业在顺价及销售等方面遭受到较大的冲击而退出市场，龙头复合肥企业均已完成全国生产基地布局，并向上游布局磷肥/氮肥产业链形成一体化优势，同时在品牌、渠道与技术服务上具有先发优势，有望在未来的竞争中进一步提升市占率。
- ▶ 过去几年受到单质肥价格暴涨暴跌的影响，复合肥经销商采购谨慎，行业整体库存低迷。目前单质肥价格波动已趋于平缓，为复合肥企业的生产和销售、复合肥经销商采购的正常开展创造了良好的市场环境，复合肥企业也将受益于行业恢复常态，有望迎来量利的修复。

图表：部分复合肥企业销量情况（万吨）



资料来源：各公司公告，国海证券研究所

图表：复合肥价格价差（元/吨）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：复合肥企业盈利预测表（2024/12/20）

代码	标的	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			评级
			2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
000902.SZ	新洋丰	160	12.07	13.03	14.33	17.07	12.29	11.17	9.38	买入
002539.SZ	云图控股	97	8.92	8.48	10.56	13.52	11.39	9.15	7.15	买入
002588.SZ	史丹利	87	7.01	7.93	9.17	10.58	10.92	9.45	8.19	买入

资料来源：Wind，国海证券研究所

- ◆ 公司核心产品市占率行业领先，具备规模和成本优势。未来氨纶/己二酸供需格局优化，行业盈利有望底部回升，同时公司是集团化工资产整合的平台，具备长期成长性。
- ◆ 氨纶：行业扩产接近尾声，行业盈利处于周期底部
  - ✓ 2023年以来，氨纶行业新产能投放集中，行业供大于求，大多氨纶企业净利润亏损，仅少数头部企业仍有微利。我们认为当前价差下，行业盈利下行空间小。我们认为氨纶行业2025年起扩产有望进入尾声，扩产集中在以华峰化学为代表的行业头部企业。随着氨纶在纺织产品的渗透率提升，氨纶添加需求有望增长，行业供需有望改善。
  - ✓ 2023年，公司氨纶产能32.5万吨，市占率26.2%，公司氨纶产量为全国第一，未来规划新增产能20万吨。
- ◆ 己二酸：周期底部仍有超额利润，集团一体化布局赋能
  - ✓ 2023年下半年以来，己二酸新增产能投放，下游可降解塑料等领域需求不及预期，己二酸价格整体呈现下行趋势。当前价差下，行业出现亏损，未来行业仍有新增产能规划，但现存环己烷法成本和环保不具备优势，未来有退出可能，叠加PA66产能规划较多，需求有望持续增长。
  - ✓ 2023年，公司己二酸产能135.5万吨，公司己二酸产量全球第一。2024H1，华峰化学己二酸毛利率为15.45%，而可比公司毛利率在5%以下，成本优势明显。
  - ✓ 集团公司产业链一体化布局，布局尼龙66、TPU、PBAT产能，利好华峰化学己二酸销售。

## ◆ 供给端寡头挺价诉求强，且中期新增产能有限

钾肥为典型的资源型行业，根据 Bloomberg数据，加拿大、白俄罗斯和俄罗斯三国产能合计占比达到 67%。2023年以来，钾肥市场低迷，国际寡头钾肥供应商新增资本支出较少，中期确定性较强的仅BHP在加拿大的Janson矿一期415万吨，预计最快2026年底开矿，以及亚钾国际500万吨产能规划，截至2024年，已投产300万吨。从中长期来看，加钾、俄钾等国际钾肥寡头钾盐矿山开采年限较长，逐渐进入边际矿开采阶段，开采难度增加、开采成本提升，钾肥巨头挺价诉求强烈。如，2024年8月，加钾Nutrien以市场状况为由，表示将暂停钾肥产量提升计划；2024年11月，白俄总统提议白俄钾肥公司与俄罗斯生产商协调削减10%钾肥产量。

## ◆ 钾肥需求稳健增长

根据IFA的预测，钾肥需求从2020年至2024年预计保持年均3.3%的增长。根据Argus的统计，2013-2022年，亚洲地区钾肥需求复合增速为4.35%，且随着该地区经济快速发展带来的消费升级以及人口增加，未来亚洲地区钾肥需求增速仍有望维持4%-5%。在全球人口增加、恶劣气候频现、地区冲突频发等背景下，各国对粮食安全问题重视度提高，对粮食种植以及化肥使用需求形成有效支撑。

**行业评级：考虑到钾肥需求端稳健增长，供应端格局良好，且寡头挺价诉求较强，给予钾肥行业“推荐”评级。**

**重点关注：亚钾国际、盐湖股份、东方铁塔等。**

图表：各钾肥公司业绩预期

代码	标的	市值	归母净利润（亿元）				PE			评级
		（亿元）	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
000893.SZ	亚钾国际	192	12.35	7.42	12.28	17.86	25.88	15.64	10.75	未评级
000792.SZ	盐湖股份	906	79.14	42.65	51.62	61.22	21.25	17.56	14.80	买入
002545.SZ	东方铁塔	90	6.34	6.60	7.57	8.49	13.68	11.91	10.62	未评级

资料来源：Wind，国海证券研究所（数据更新至2024/12/20，未评级公司盈利预测取自Wind一致预期）

- **软控股份主营业务为橡胶机械和橡胶材料，未来有三重成长逻辑：**1) 国产轮胎企业产能扩张，软控股份设备订单受益；2) 软控股份产品性能提升，在全球橡胶机械设备存量市场市占率提升；3) 液体黄金材料和合成橡胶材料持续放量增长，打开成长天花板。2023年公司海内外签单实现重大突破，截至2023年底，公司存货达56.73亿元，同比+21.71%，其中在产品<sub>及</sub>库存商品存货为51.95亿元，占比达92%。
- **轮胎设备增量与存量需求齐增。**增量需求方面，据我们测算，国产轮胎产能扩张每年对于轮胎设备的需求量是100亿元左右，按照当前的扩张计划进度，假设国产轮胎在全球的市场率从目前的29%增长至70%，预计需要连续扩张10年以上的时间。存量需求方面，当前全球轮胎设备原值大约3750亿元，假设轮胎设备为15年的更换周期，则轮胎设备存量替代的需求为250亿元。
- **预计公司2024-2026年营业收入为78.40亿元、105.40亿元和110.40亿元，预计公司2024-2026年归母净利润分别为5.25、7.82、8.61亿元，对应的PE分别为16.27、10.93、9.92倍。**

## ◆ 2025年三代制冷剂配额方案出炉，看好景气度上行

2024年12月16日，生态环境部发布《关于2025年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物生产、使用和进口配额核发情况的公示》，2025年度HFCs分配生产配额79.19万吨（折合14.61亿tCO<sub>2</sub>），内用生产配额38.96万吨（折合6.45亿tCO<sub>2</sub>）。由于只对生产和内用采用配额制，对出口无管控，我们预计国内更易紧缺。2025年的三代制冷剂生产配额中，巨化股份、三美股份、昊华科技、东岳集团、永和股份和东阳光生产配额较大，分别为29.98、12.15、10.09、8.61、5.82和5.27万吨，共占总数90.81%，配额集中度较强。

## ◆ 下游产业稳步发展，带动制冷剂需求提升

制冷剂下游主要包括家用空调、车用空调及冰箱冷柜，近年下游产业稳步发展。空调是制冷剂下游第一大应用，近年国内空调产量整体呈现增长趋势，从2013年的1.31亿台，增至2023年的2.51亿台，2013-2023年均复合增速6.74%。随着国内空调冰箱等从增量市场向存量市场发展，维修领域对制冷剂的需求将持续提升。

## ◆ 二代制冷剂和三代制冷剂配额逐步缩减，制冷剂供需缺口逐步扩大

供给侧，二代制冷剂2025年生产配额淘汰基线值的67.5%，2030年生产配额淘汰基线值的97.5%，保留2.5%用于制冷空调维修等用途，同时三代制冷剂产能大幅扩张阶段结束，2024年开始配额制生产。需求侧，随着下游空调、冰箱领域需求增长，制冷剂整体需求量不断上涨。在供给侧配额明确，需求面持续增长的双重驱动下，在2025年供需缺口或将进一步扩大。

**重点关注公司：**巨化股份、东岳集团、三美股份、永和股份等。

图表：各公司业绩预期

代码	标的	市值 (亿元人民币)	归母净利润 (亿元人民币)				PE			评级
			2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600160.SH	巨化股份	619	9.44	17.47	21.43	26.11	35.40	28.86	23.69	买入
0189.HK	东岳集团	128	7.08	9.85	16.43	20.34	12.99	7.79	6.29	未评级
603379.SH	三美股份	219	2.80	8.01	11.46	14.29	27.32	19.10	15.31	未评级
605020.SH	永和股份	72	1.84	1.98	3.64	5.52	36.53	19.87	13.10	买入

资料来源：Wind，国海证券研究所（数据更新至2024/12/20，三美股份、东岳集团盈利预测取自万得一致预期）

注：1 CNY=1.0806 HKD（2024/12/20）

## ◆ 供给端：产能严控，政策鼓励并购，行业集中度提升

- ✓ 民爆产能原则上不再增加：《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》中提出，原则上不新增产能过剩品种的民爆物品许可产能。鼓励各地调整产能布局，使区域市场供需趋于平衡。近年来，民爆产能逐渐向西部地区转移。
- ✓ 行业并购重组浪潮加快：许可产能原则上不新增背景下，企业为扩大规模只能通过收购来实现市场份额增长，民爆行业有望加快并购重组。

## ◆ 需求端：西部开发驱动民爆需求增长，民爆出海势不可挡

- ✓ 西部地区民爆需求增速显著：根据中国民爆信息公众号，2024年1-10月，全国工业炸药产量呈正增长的省份有9个，其中，青海、新疆和西藏炸药产量同比增幅超过15%。
- ✓ 新疆煤炭战略拉动民爆需求：新疆十四五规划提出，在新疆建设国家大型煤炭煤电煤化工基地，实施“疆电外送”“疆煤外运”、现代煤化工重大工程，稳妥推进煤制油气战略基地建设。
- ✓ 西藏铜矿、水电及铁路驱动民爆需求增长：“十四五”规划明确提出实施川藏铁路、雅鲁藏布江下游水电开发等重大工程，巨龙铜矿二期改扩建项目建设已全面启动、朱诺铜矿项目已取得多项开工前置核心手续，有望带动西藏民爆需求。
- ✓ 民爆出海前景广阔：“一带一路”政策驱动下，民爆企业跟随下游矿主加速出海布局，广东宏大以“塞尔维亚”作为海外发展的基本盘，重点布局中非和南美区域，并在赞比亚建设乳化炸药生产线，2024H1海外营收同比+54%；江南化工是中国兵器工业集团北方特种能源集团控股的上市公司，是中国民爆行业走出国门的成功典范，2024H1海外营收同比+50%。

- ◆ 投资建议：建议关注广东宏大、易普力、江南化工、雪峰科技、高争民爆、国泰集团、壶化股份、保利联合、凯龙股份、金奥博、同德化工等。

图表：民爆行业建议关注标的盈利预测

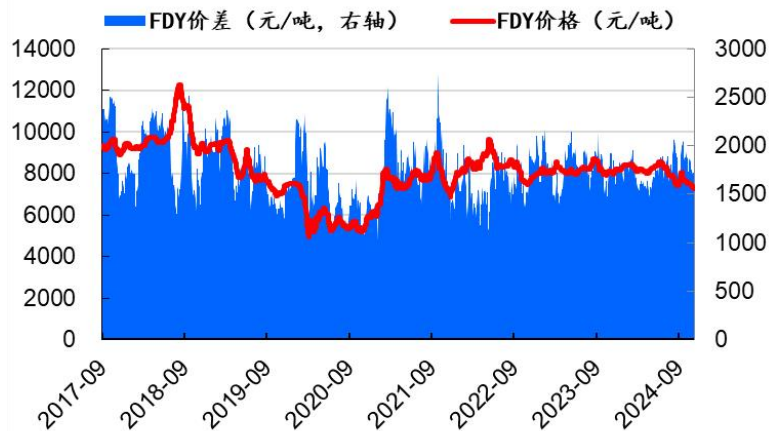
代码	标的	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			评级
			2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
002683.SZ	广东宏大	211	7.16	8.56	10.05	11.61	24.64	20.99	18.16	未评级
002096.SZ	易普力	162	6.34	7.48	8.94	10.30	21.66	18.13	15.74	未评级
002226.SZ	江南化工	143	7.73	8.91	10.36	11.96	15.99	13.75	11.91	未评级
603227.SH	雪峰科技	95	8.54	7.96	9.07	10.07	11.87	10.42	9.39	未评级
002827.SZ	高争民爆	88	0.98	1.23	2.00	3.25	71.24	43.90	27.03	未评级
603977.SH	国泰集团	88	3.05	3.29	4.05	5.27	26.57	21.61	16.62	未评级

资料来源：Wind，国海证券研究所（注：未评级公司盈利预测来自Wind一致预期，统计日期2024年12月20日）

# 涤纶长丝：新增产能放缓，看好供需格局持续优化

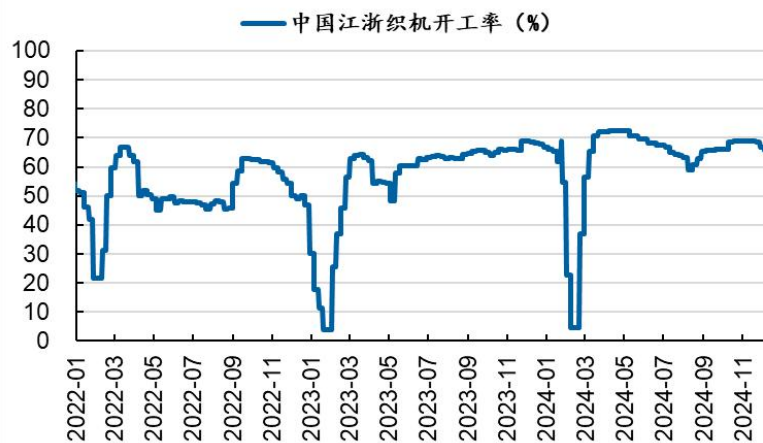
- 供给端行业集中度高，需求刚性稳增长。**涤纶长丝行业上接石油化工，下接纺织、服装、汽车以及其他工业等领域，与我国经济发展和居民消费能力具有一定相关性，随着全国居民人均可支配收入与全国人均消费支出逐年增加，近几年涤纶长丝的需求呈现稳定增长的态势，主要应用于下游服装、家纺和产业用纺织品等领域。龙头企业占据涤纶长丝主要市场份额，截至2023年底，桐昆股份、恒逸石化、新凤鸣等六家龙头企业市占率高达70%。展望2025年，国内涤纶长丝新增产能放缓，行业供需格局有望持续优化。
- 短期来看，涤纶长丝库存天数恢复正常，看好2025年“金三银四”旺季需求。**根据卓创资讯，2024年1-10月中国涤纶长丝表观消费量在3410.48万吨，同比增长9.80%。出口方面，2024年10月中国涤纶长丝出口量在36.66万吨，环比增加22.63%，同比增加32.68%。进入11月下游织造工厂订单和生意逐步走弱，涤纶长丝平均产销55.60%，环比下降0.73个百分点。截至2024年12月19日当周，涤纶长丝库存天数为8.6天，看好2025年“金三银四”旺季带动需求增长。
- 行业评级及投资建议：维持化学纤维行业“推荐”评级，建议关注桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化等。**

图表：FDY价格价差走势



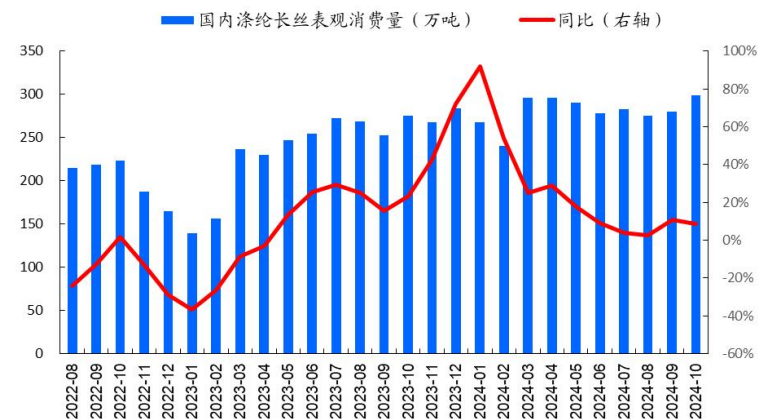
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：江浙织机开工率



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：涤纶长丝表观消费量及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：涤纶长丝行业建议关注标的盈利预测（2024年12月20日更新）

代码	标的	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			评级
			2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
601233.SH	桐昆股份	284	7.97	14.35	25.71	37.84	19.76	11.03	7.49	买入
603225.SH	新凤鸣	165	10.86	10.83	14.47	17.11	15.25	11.41	9.65	买入
000703.SZ	恒逸石化	221	4.35	5.52	11.49	15.11	40.12	19.27	14.66	买入

资料来源：Wind，国海证券研究所

注：结合桐昆股份主要产品最新价格价差情况，我们调整公司盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为14.35/25.71/37.84亿元，对应PE分别为20/11/7倍。

## ◆ 农药原药价格处于底部，利好制剂成本端，且部分品种原药价格反弹

2024年12月8日，中农立华原药价格指数报72.75点，其中除草剂、杀虫剂、杀菌剂原药价格指数分别报78.97点、64.48点、72.97点，均处于历史低位。大多数农药原药价格均处于周期底部，但部分品种如百菌清、代森锰锌、烯草酮价格环比回升。

## ◆ 全球农化巨头盈利磨底，终端库存逐渐去化，需求有回暖迹象

✓ 由于2021-2022年行业的恐慌性采购，安道麦A、先正达、富美实库存分别在2022Q3末、2022Q4末、2023Q2末达到2019年末以来的峰值。2024Q3末，三家农化企业的库存水平较高点明显下降。

✓ 随着各区域市场农药库存的去化，终端需求已有回暖迹象。2024年1-9月，国内农药出口量为212.8万吨，同比增长32%，从月度出口价格来看，农药出口价格开始修复，国内农药月度出口价格在2024年4月达到最低点，5月起逐月修复，2024年9月出口均价为3269美元/吨，较2024年4月低点提升19%。

◆ **行业评级及投资建议：**维持农药行业“推荐”评级，建议关注扬农化工、广信股份、润丰股份、利民股份、国光股份等。

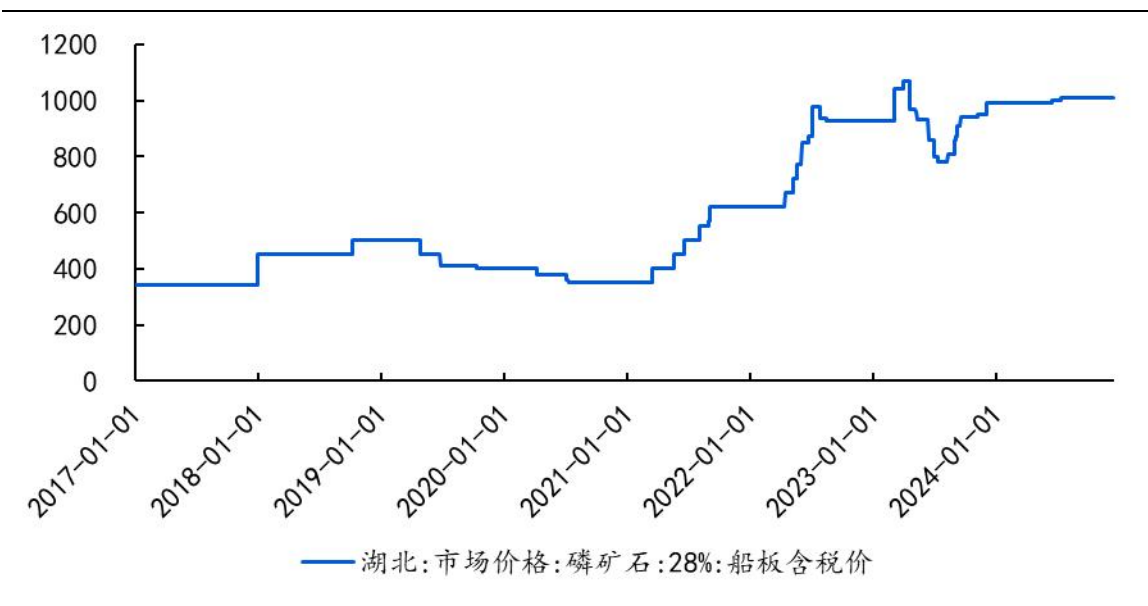
图表：农药行业建议关注标的盈利预测（2024年12月20日更新）

代码	标的	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			评级
			2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600486.SH	扬农化工	219	15.7	12.7	16.8	19.7	17.2	13.0	11.1	买入
301035.SZ	润丰股份	134	7.7	8.8	10.7	13.1	15	12	10	买入
603599.SH	广信股份	108	14.4	7.9	10.2	12.8	14	11	8	买入
002734.SZ	利民股份	30	0.6	0.9	1.3	2.1	36	23	15	买入
002258.SZ	利尔化学	69	6.0	6.1	6.9	8.5	11	10	8	买入
002749.SZ	国光股份	65	3.0	3.7	4.6	5.5	17	14	12	未评级

资料来源：Wind，国海证券研究所 注：未评级公司盈利预测来自Wind一致预测

- 供给端：磷矿行业属于资本密集型产业，项目建设、设备投入、安全环保等各方面需要大量的资金投入，一般来说新建的矿山需要耗时3-5年进行环保建设才能投产，且建成后需1-2年才能完成产能爬坡。
- 需求端：受极端天气多发、贸易保护主义抬头和地缘政治动荡等多重因素叠加影响，近年来国际粮食价格波动剧烈。我国高度重视粮食安全，粮食种植面积持续增长，磷肥需求有望稳中有增。目前我国出口法检政策仍会实行较长的时间，磷肥产能以保供国内为主，出口存在较大不确定性。受益于新能源汽车快速发展，磷酸铁锂电池需求旺盛；目前大量磷酸铁项目及配套净化磷酸项目在建，随着这些项目的陆续投产，预计磷矿石在新能源领域的需求将会持续增长。

图表：磷矿石价格（元/吨）



资料来源：Wind，国海证券研究所

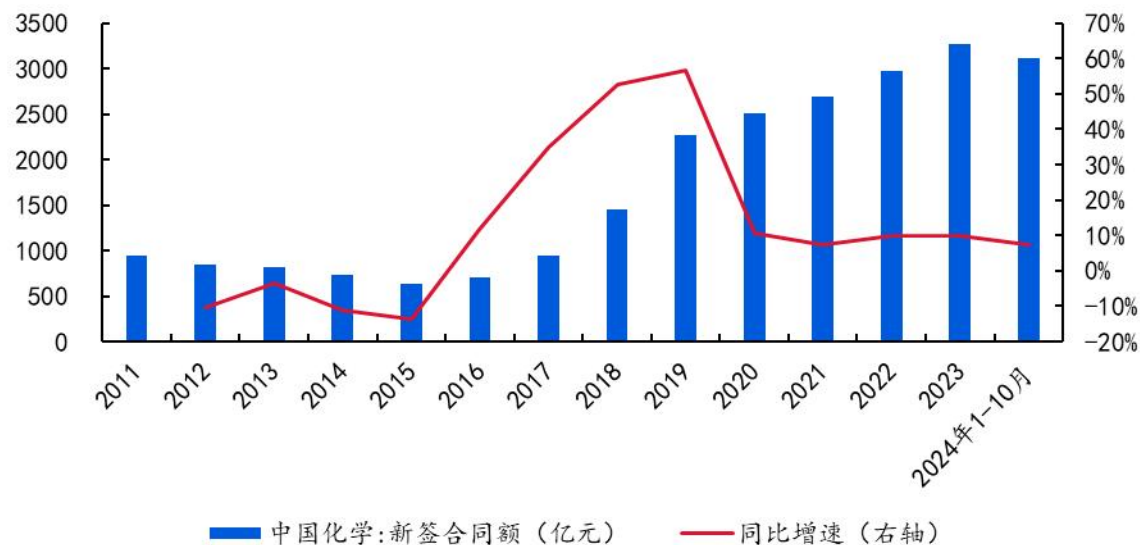
图表：复合肥企业盈利预测表（2024/12/20）

代码	标的	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			评级
			2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600096.SH	云天化	404	45.22	56.15	59.17	62.05	7.19	6.82	6.50	买入
002895.SZ	川恒股份	131	7.66	9.95	12.04	15.20	13.13	10.85	8.59	买入
002170.SZ	芭田股份	75	2.59	3.24	7.24	8.56	23.03	10.30	8.72	买入
600141.SH	兴发集团	244	13.79	18.17	22.23	26.51	13.46	11.00	9.22	买入

资料来源：Wind，国海证券研究所

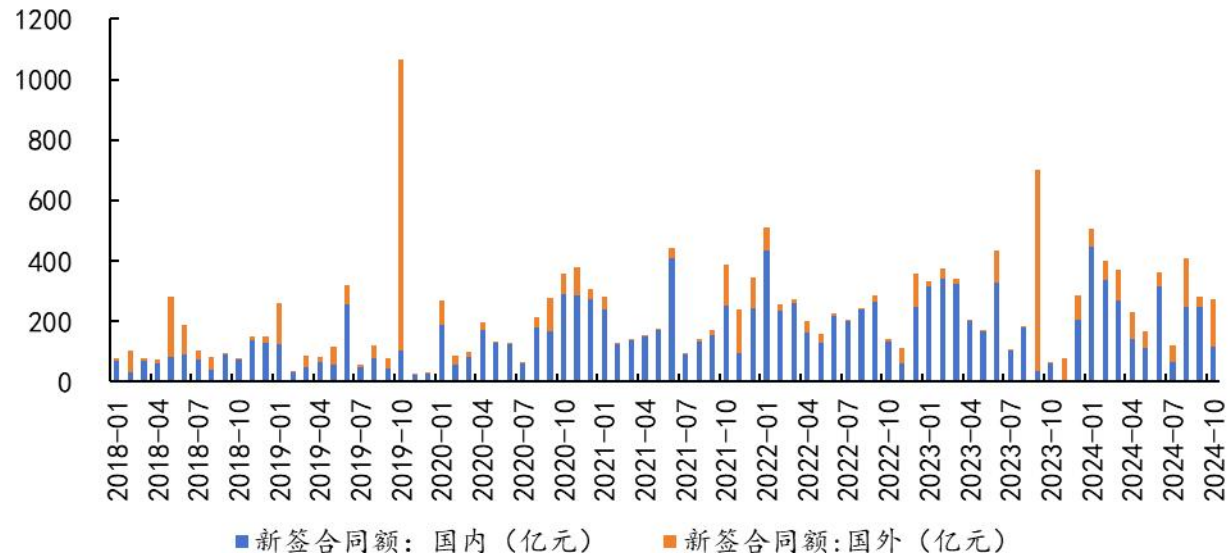
- ▶ 近年来，公司新签合同持续增长。2024年前三季度，公司新签合同额2840.82亿元，较上年同期增长2.08亿元，增幅0.07%。其中：境内新签合同额2183.65亿元，占新签合同总额的76.87%；境外新签合同额657.17亿元，占新签合同总额的23.13%。
- ▶ 新疆煤化工迎来重要发展机遇，公司新签合同有望持续增长。新疆煤炭资源丰富，开采成本低。近年来，新疆正以“煤”为基，加快构建煤制油气、煤制烯烃、煤基新材料产业链。中国化学在煤气化、液化、热解、焦化、深加工等领域具有丰富的工程建设经验，掌握国际最先进的一系列现代煤化工产业核心技术，承建了国内煤制甲醇、煤制烯烃、煤制油、煤制天然气、煤制乙二醇、低阶煤分级分质利用等绝大部分大型现代煤化工项目，有望受益于新疆煤化工快速发展。

图表：中国化学新签合同情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：中国化学境内外新签订单情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

- 公司实业发展坚持“创新驱动”，探索“创新技术+特色产业”的一体化开发模式，以技术研发为“核”，聚焦于高性能纤维、高端尼龙新材料、可降解塑料等化工新材料和特种化学品研发，主攻己内酰胺、己二腈、气凝胶、环保可降解塑料、高端装备制造等技术，拓展高附加值的新材料领域，实现“产业反哺、研发支撑、工程优化、产业提升”的有机结合。

图表：中国化学盈利预测（2024/12/20）

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	179,195.82	182,690.28	200,661.01	218,755.17
增长率(%)	13.10	1.95	9.84	9.02
归母净利润（百万元）	5,426.14	5,791.16	6,605.96	7,335.39
增长率(%)	0.20	6.73	14.07	11.04
摊薄每股收益（元）	0.89	0.95	1.08	1.20
ROE(%)	9.44	9.32	9.79	10.01
P/E	7.15	8.53	7.48	6.74
P/B	0.68	0.80	0.73	0.67
P/S	0.22	0.27	0.25	0.23
EV/EBITDA	0.22	1.47	0.94	0.49

资料来源：Wind，国海证券研究所

## ◆ 饲料需求相对刚性

饲料是维生素最主要的下游，在饲料的应用结构中，猪料添加维生素用量约占52%。维生素在饲料中的添加量有较大的调整空间，其需求波动与其在饲料中添加量的变化息息相关。因而，养殖端的盈利能力是维生素需求的主导因素，一般情况下，生猪养殖利润较高时，对饲料添加剂维生素的添加量及价格容忍度均有所提高。2023年，在经历亏损后，生猪产能有较大幅度的去化，目前下游养殖已经进入盈利周期，对维生素的需求形成有力支撑。

## ◆ 寡头垄断，密切关注供给端

多种主流维生素属于资金和技术高度密集的品种，工艺复杂且投资规模较大，进入门槛较高，维生素A、维生素E、维生素K3、维生素B1、维生素B6等均为寡头垄断格局。历史上，大多维生素价格波动主要由供给端变化驱动，2024年，VA、VE、VD3等品种在经历价格长期低迷，且需求端有所支撑的背景下，价格迎来上涨，2024年8月，巴斯夫德国工厂不可抗力进一步推升部分维生素品种价格。其中，VE、VB1等供给格局优秀、近期无新增产能的品种仍维持较高价格，且预计景气度中期仍有望维持。

**行业评级：考虑到维生素下游需求稳健，供给格局优秀，部分品种仍有望维持景气高位，维持维生素行业“推荐”评级。**

**重点关注：新和成、浙江医药、天新药业、兄弟科技、花园生物、振华股份、安迪苏等。**

图表：各维生素公司业绩预期

代码	标的	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			评级
			2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
002001.SZ	新和成	665	27.04	57.99	58.86	62.47	11.47	11.30	10.65	买入
600216.SH	浙江医药	155	4.30	12.74	14.40	15.25	12.17	10.77	10.16	未评级
600299.SH	安迪苏	298	0.52	13.21	14.50	16.52	22.56	20.55	18.04	买入
300401.SZ	花园生物	84	1.92	3.46	4.52	5.55	24.36	18.66	15.19	未评级
603235.SH	天新药业	118	4.76	7.23	8.44	9.94	16.32	13.97	11.87	未评级
603067.SH	振华股份	67	3.71	5.01	5.43	6.53	13.34	12.31	10.23	买入
002562.SZ	兄弟科技	50	-1.75	-	-	-	-	-	-	未评级

资料来源：Wind，国海证券研究所（数据更新至2024/12/20，未评级公司盈利预测取自Wind一致预期）

## ◆ 对二甲苯：行业供需紧张，盈利仍有上行空间

- ✓ 据S&P Global Commodity Insights，2023年全球PX行业平均开工率约79%。我们预计2024年全球PX产业链触底回升，装置开工率将达81.5%，2025-2026年的开工率将进一步回升至82.9%。
- ✓ 据我们统计，2023年全球PX产能为8585万吨/年，同比增长17.31%。未来全球PX产能增速下降，2024-2026年总计将投产1033万吨/年新增产能，2023-2026年年均增长率下降至3.86%；其中中国产能预计共扩产700万吨/年。
- ✓ 需求端：据我们测算，2023年全球PX需求量为6782万吨，同比增长23.81%；我们预计未来PX需求仍保持强劲，至2026年达到7973万吨，2023-2026年年均增长率为5.54%。

## ◆ 纯苯行业新增产能较少，供不应求状态仍将保持

- ✓ 据泰国国家石油公司数据，2023年全球纯苯产能为7880万吨/年，同比增长3.68%。我们预计2024-2026年全球纯苯新增产能增速降低，共计投放约544万吨/年新增产能，2023-2026年CAGR下降至2.25%。
- ✓ 需求端：据我们测算，2023年全球纯苯需求量为6068万吨，同比增长6.46%；我们预计未来纯苯需求将持续受下游苯乙烯、苯胺、苯酚、己内酰胺、己二酸等产品需求驱动，至2026年达到7176万吨，2023-2026年年均增长率为5.75%。我们预计2024-2026年全球纯苯行业开工率将强势反弹，预测2026年全球开工率达85.2%。

- ◆ **行业评级及投资建议：**维持民营炼化行业“推荐”评级，建议关注恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化等。

图表：民营炼化行业建议关注标的盈利预测（2024/12/20）

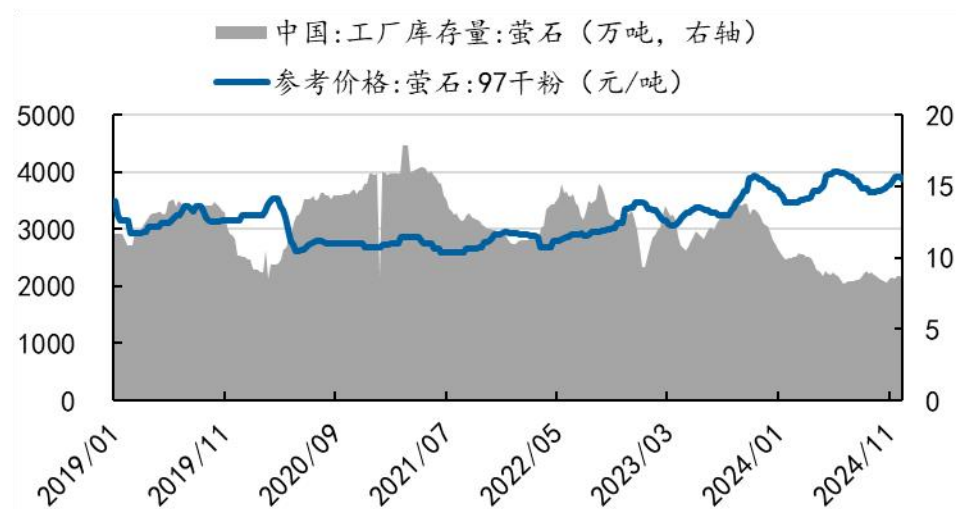
代码	标的	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			评级
			2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600346.SH	恒力石化	1,069	69	70	90	106	15.2	11.8	10.1	买入
002493.SZ	荣盛石化	921	11.6	30.5	50.2	66.2	30	18	14	买入
000301.SZ	东方盛虹	565	7.2	-14.3	16.0	25.5	-	35	22	买入

资料来源：Wind，国海证券研究所

# 金石资源：“资源+技术”两翼驱动，上下游一体化协同发展

- ◆ 萤石中长期供需趋紧，价格有望高位维持。我国萤石资源储量丰富，但平均品位不高且过度开采严重，易开采的萤石矿及高品位萤石矿资源日趋减少；近年来，安全、环保及监管政策趋严，准入门槛越来越高；单一萤石矿的扩张相对有限。需求端：钢铁、电解铝、水泥、玻璃等传统应用的萤石需求稳定，受锂电、光伏等新能源行业的快速发展，萤石需求不断提升。
- ◆ 公司在“资源+技术”两翼驱动战略引领下，围绕氟资源、依托选矿技术优势，已经进行了一系列布局，包括从单一萤石矿山到共伴生矿、从国内到海外。公司规模优势明显，公司的总体生产能力及单个矿山、选矿厂的生产能力在行业内均处于领先地位。截至2024年上半年，公司萤石抱有资源储量约2700万吨矿石量，对应矿物量约1300万吨，且全部属于单一型萤石矿；公司已有单一萤石矿山的采矿证规模为112万吨/年，在产矿山8座，选矿厂7家。
- ◆ 预计公司2024-2026年营业收入分别为27.55、38.92、50.52亿元，预计公司2024-2026年归母净利润分别为3.58、5.99、7.79亿元，对应PE分别为42.28、25.27、19.43倍。

图表：萤石粉价格及库存曲线



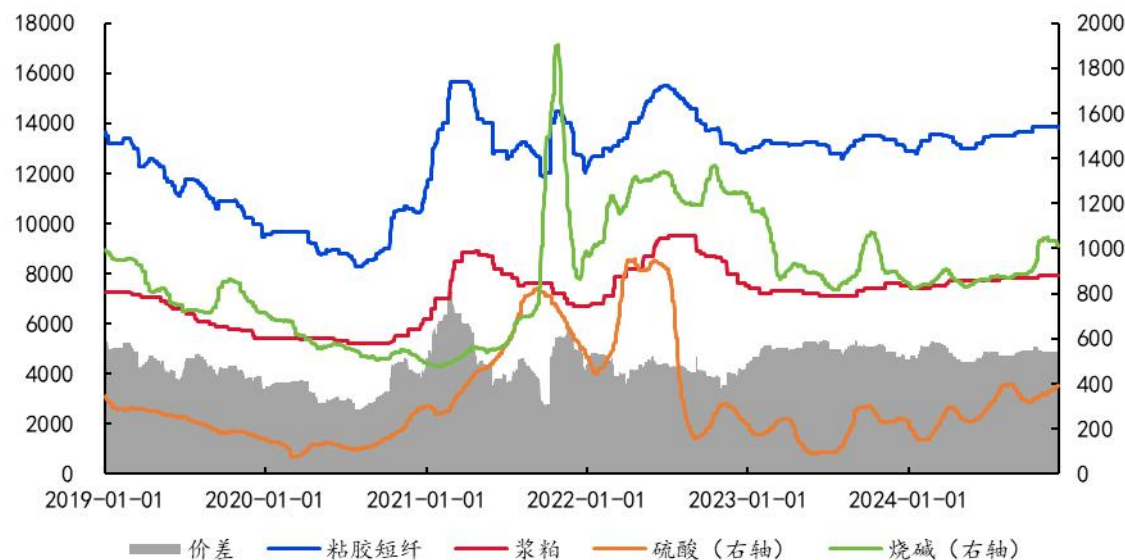
资料来源：Wind，国海证券研究所

- 公司是硅化工行业龙头，具备工业硅-有机硅一体化的生产能力。截至2024年6月30日，公司工业硅产能122万吨/年，有机硅单体产能173万吨/年，多晶硅产能5万吨/年，形成了从工业硅到有机硅、多晶硅的一体化产业布局，工业硅和有机硅产能、生产技术在行业内处于领先地位。凭借着在能源资源端的规划布局及产业链一体化的协同优势，公司持续进行降本增效，工业硅成本在行业内具备优势。
- 公司是我国硅基新材料行业中业务链最完整、生产规模最大的企业之一。公司在下游光伏产业链以及硅基新材料领域都具有规划，力争实现硅基全产业链的一体化和成本优势。截至2024年上半年，公司新疆中部光伏一体化产业园项目首条光伏线实现量产，云南“绿-电-硅”循环经济生产基地结合市场行情动态推进。
- 我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为24.82、37.50、48.88亿元，对应的PE分别为29、19、15倍。

# 粘胶短纤：新增产能较少，景气有望提升

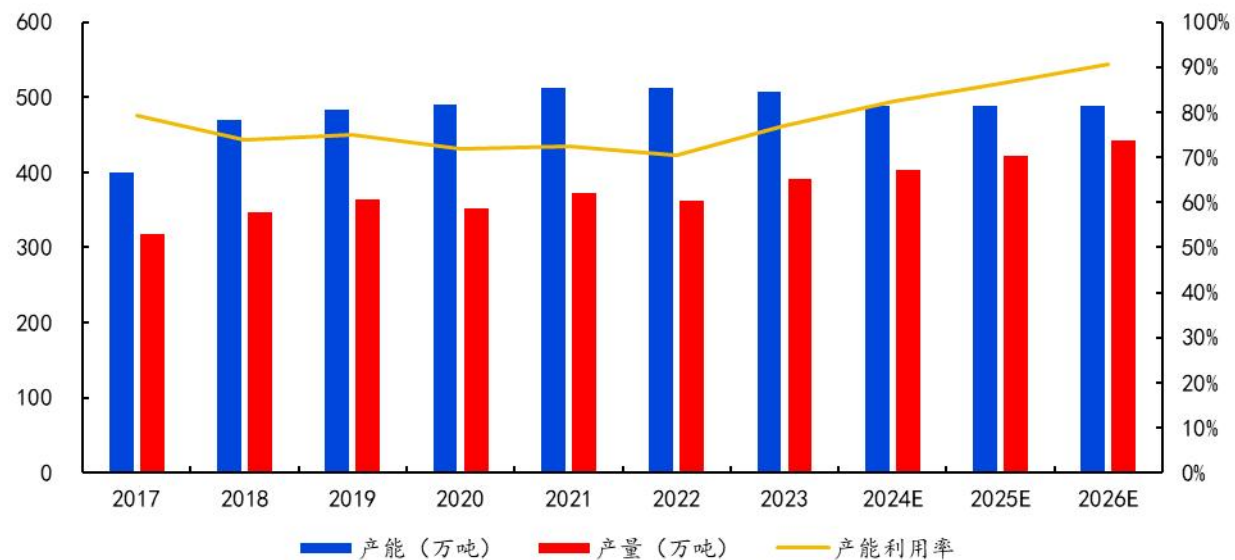
- 供给端：粘胶短纤行业集中度较高，据百川盈孚数据，截至2024年11月，赛得利、三友化工和中泰化学的产能占比接近70%。2021年以来，粘胶行业落后产能逐步淘汰。截至2024年11月，粘胶短纤行业总产能为488.5万吨，较2021年末减少24.50万吨。受到行业盈利处于底部等因素影响，粘胶短纤新增产能建设进度较慢，我们预计短期行业暂无新增产能释放。
- 需求端：纺织服装市场是粘胶短纤的主要应用领域之一。随着国内经济持续复苏，纺织服装市场的需求提振为粘胶短纤带来了增长契机。随着消费者对纺织品需求的增加，尤其是高品质、环保型纺织品的需求上升，粘胶短纤作为重要的纺织原料，其市场需求也随之增加。

图表：粘胶短纤价格价差（元/吨）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：粘胶短纤供需平衡



资料来源：Wind，国海证券研究所

- 公司锚定“三链一群”重点项目建设目标不动摇，高标准、高质量、高效率推动新产业赋能新发展。据公司2024年中报，高端电子化学品年产2500t/a电子级氯化氢、6000t/a电子级氨、6000t/a 电子级氨水、15000t/a电子级硫酸项目被确定为省重点项目，土建施工基本完成，主要建筑物主体全部完工，安装工程全面铺开。曹妃甸精细化工年产4万吨氯化亚砷、5万吨氯乙酸、9.8万吨烧碱项目已顺利取得环评、环评批复，整体设计、主要设备采购完成。年产10万吨电池级碳酸钠项目主装置区土建基本完工，部分进入设备安装阶段。有机硅三期即年产20万吨单体扩建项目实现全线工艺贯通并进入试生产阶段。
- 综合考虑公司主要产品价格价差情况，我们对公司盈利预测进行适当调整，预计公司2024-2026年营业收入分别为216、227、234亿元，归母净利润分别为4.73、6.61、9.10亿元，对应PE分别25、18、13倍。

图表：三友化工盈利预测（2024/12/20）

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	21,920.09	21,569.08	22,665.20	23,373.82
增长率(%)	-7.43	-1.60	5.08	3.13
归母净利润（百万元）	565.67	473.29	660.67	909.84
增长率(%)	-42.79	-16.33	39.59	37.71
摊薄每股收益（元）	0.27	0.23	0.32	0.44
ROE(%)	4.17	3.44	4.69	6.25
P/E	20.04	24.64	17.65	12.82
P/B	0.84	0.85	0.83	0.80
P/S	0.52	0.54	0.51	0.50
EV/EBITDA	4.70	6.90	5.87	4.98

资料来源：Wind，国海证券研究所

## ◆ 应用场景不断丰富，尼龙6市场需求稳步增长

全球尼龙市场和尼龙6市场需求稳步增长，据IHS Market统计，2020-2024年，全球尼龙6表观消费量复合增速可达5%。中国是全球最大的尼龙6需求国，据百川盈孚，2023年，中国尼龙6表观消费量约434.91万吨，2019-2023年复合增速可达8%。下游需求结构中，民用纤维是主要的应用领域，占比在50%左右，纤维领域需求平稳上涨。由于改性后的尼龙制品具有耐磨、抗震、耐腐蚀等特性，推动尼龙产品向工程塑料、薄膜及塑料合金等非纤维领域发展，预计非纤维领域将成为未来主要增长动力。

## ◆ 原材料突破国产供应瓶颈，产业集中度提升

近年来，上游关键原材料己内酰胺国产供应的瓶颈被打破，原料自给率大幅提高，推动了我国尼龙6行业快速发展，进口量呈下降趋势。同时，尼龙6聚合技术进步明显，生产开始向规模化、低消耗、高质量发展，低端产能逐步淘汰，国内主要生产企业产能达到20万吨/年以上，产业集中度不断提高。

## ◆ 下游需求旺盛，尼龙6产业有望实现快速发展

随着生活品质的不断提高，下游消费者对精细化、个性化服饰需求快速增长，带动尼龙纤维需求增长。受益于汽车、轨道交通、电子电器等工业领域的不断进步，尼龙6在工程塑料和薄膜领域需求有望进一步提升。叠加尼龙6主要原材料实现国产化供应，尼龙6材料的性价比不断提升，我国尼龙6产业有望实现快速发展。

**重点关注公司：**聚合顺、台华新材、华鼎股份等。

图表：各公司业绩预期

代码	标的	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			评级
			2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
605166.SH	聚合顺	36	1.97	3.16	4.10	5.23	11.46	8.84	6.93	买入
603055.SH	台华新材	103	4.49	7.96	9.32	10.95	13.00	11.10	9.45	未评级
601113.SH	华鼎股份	47	1.60	-	-	-	-	-	-	未评级

资料来源：Wind，国海证券研究所（数据更新至2024/12/20，台华新材盈利预测取自万得一致预期）

# 双箭股份：输送带业务龙头，未来受益于新疆煤化工发展

- **输送带业务龙头，未来受益于新疆煤化工发展。**公司是国内输送带龙头，截至2023年，公司已建成输送带产能9000万平方米/年。由于开采和运输能力等条件限制，新疆煤炭产量一度处于低位，但近年正加速释放先进产能，伴随新疆煤化工产业发展，输送带需求有望实现增长。
- **产能稳步推进，新项目投产将持续贡献增量。**截至2024年半年报，公司可转债项目“年产1500万平方米高强度节能环保输送带项目”陆续投产，全资子公司浙江台升智能输送科技有限公司“年产6000万平方米智能型输送带项目”一期3000万平方米产能已经基本建设完成，将陆续投入生产，二期3000万平方米预计2024年底前完成设备安装。产能投放将进一步提升公司输送带产能，扩大公司规模，提高市场占有率。
- **预计公司2024-2026年营业收入为26.79亿元、41.92亿元和51.51亿元，预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.81、3.01、4.62亿元，对应的PE分别为15.97、9.60、6.25倍。**

图表：双箭股份盈利预测（2024/12/20更新）

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,592.58	2,678.86	4,191.77	5,150.84
增长率(%)	11.03	3.33	56.48	22.88
归母净利润（百万元）	241.83	180.94	300.91	461.66
增长率(%)	112.60	-25.18	66.30	53.42
摊薄每股收益（元）	0.59	0.44	0.73	1.12
ROE(%)	11.38	8.11	12.51	17.29
P/E	12.85	15.97	9.60	6.25
P/B	1.47	1.29	1.20	1.08
P/S	1.20	1.08	0.69	0.56
EV/EBITDA	8.30	9.35	6.12	4.67

资料来源：Wind，国海证券研究所

## ◆ 中特估叠加市值考核，央企估值提升

证监会工作会议中多次强调要构建中国特色估值体系，引导市场重塑央国企估值。2024年，国资委提出要全面推开央企上市公司市值管理考核，引导央企负责人通过回购、增持、加大分红等方式提高投资者回报。在此背景下，化工央企投资机会，尤其是高股息率的中国石化、中国石油、中国海油以及中国化学等值得重点关注。

## ◆ 石化央国企业绩有望稳中向上

石化央国企主要业务包含油气勘探开发、炼油、油品营销及分销、化工品等板块，各板块业务均有望稳中向上：

- 1) 全球油气行业资本支出增长缓慢，需求向上，价格有望稳定；中国天然气终端定价逐渐市场化；中国石化、中国石油、中国海油增储上产，持续降本增效，2024-2025年三家公司油气业务业绩预计稳中有升。
- 2) 炼油和油品营销及分销板块，国家对成品油消费税征收日益规范化、2024-2025年中国炼油产能增长放缓、央国企油品营销规模优势突出且非油业务有望增长，将带来本板块盈利向上。
- 3) 化工品板块有望见底回升，欧美化工巨头2023Q4亏损加大，国际范围内2024年陆续有产能退出，全球化工品市场有望见底回升。

## ◆ 石化央国企高股息率有望持续

截至2024年12月，中国石油、中国石化及中国海油近12个月股息率分别为5.34%、5.36%、4.63%，伴随油气端低成本增储上产、炼油产能见顶，叠加化工品价差或迎来底部反转，上述公司高股息率有望维持。

◆ **行业评级及投资建议：**国际原油有望维持中高位，国内天然气顺价机制推进中，维持石油化工行业“推荐”评级。石油化工企业在业绩稳增长预期下，有望维持高股息率，重点关注中国石化、中国石油、中国海油。

- 以2022年数据为例，分析对比石化央企业务结构：中国石油和中国石化均属于油气全产业链一体化布局的企业，但中国石油上游-中游-下游相对均衡，中国石化上游勘探开采占比相对较小，中游炼油化工占比较大。中国海油以上游油气勘探开采为主，直接销售天然气和原油。

图表：石化央企产业链各环节结构对比（2022年）

产业链位置		中国石油	中国石化	中国海油
上游-勘探开采	原油储量（百万桶）	6418	1962	4603
	天然气储量（亿立方米）	20799	2494	2721
	原油产量（百万桶）	906	281	490
	天然气产量（亿立方米）	1324	354	221
中游-炼油化工	原油加工量（百万桶）	1213	1781	
	成品油产量（百万吨）	105	140	
	化工品产量（万吨）	3157	8165	
下游-销售	成品油销量（百万吨）	151	207	
	天然气销量（亿立方米）	2603	319	206
	石油液体销量（百万桶）			479

资料来源：中国石油公司公告，中国石化公司公告，中国海油公司公告，国海证券研究所

注：（1）中国石油按照原油按1吨=7.389桶，天然气按1立方米=35.315立方英尺换算。（2）中国石化按照天然气产量按1立方米=35.31立方英尺换算；原油加工量按1吨=7.35桶换算；境内合资企业产品产量按100%口径统计。（3）中国海油按照1吨原油约合7.21桶、1立方米天然气约合35.26立方英尺。

图表：石化央企行业建议关注标的盈利预测（2024年12月20日更新）

代码	标的	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			评级
			2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
601857.SH	中国石油	15,264	1,611.44	1,737.16	1,812.98	1,903.64	8.79	8.42	8.02	买入
600028.SH	中国石化	7,756	604.63	543.75	650.85	701.04	14.26	11.92	11.06	买入
600938.SH	中国海油	13,023	1,238.43	1,478.64	1,579.01	1,636.17	8.81	8.25	7.96	买入

资料来源：Wind，国海证券研究所

- 据云天化2024年半年度报告，公司磷矿储量近8亿吨，原矿生产能力1450万吨/年，擦洗选矿生产能力618万吨/年，浮选生产能力750万吨/年，是我国最大的磷矿采选企业之一。公司参股公司云南云天化聚磷新材料有限公司按照法定程序，以80008万元竞得云南省镇雄县碗厂磷矿普查探矿权，并与云南省政府采购和出让中心签署了《探矿权出让成交确认书》。镇雄县碗厂磷矿位于镇雄县羊场——芒部磷矿区的冯家沟、祝家厂和庆坝村三个区块内，该区域磷矿资源丰富，此次竞得该探矿权，将有利于提升公司磷矿资源保障能力，为充分发挥公司在磷化工资源、技术、产业链等方面的竞争优势奠定更加坚实的基础。

图表：云天化盈利预测（2024/12/20）

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	69,060.21	61,096.07	62,083.69	62,740.34
增长率(%)	-8.30	-11.53	1.62	1.06
归母净利润（百万元）	4,522.20	5,615.26	5,916.96	6,205.17
增长率(%)	-24.90	24.17	5.37	4.87
摊薄每股收益（元）	2.47	3.06	3.23	3.38
ROE(%)	24.13	21.42	17.52	14.95
P/E	6.32	7.19	6.82	6.50
P/B	1.53	1.54	1.19	0.97
P/S	0.41	0.66	0.65	0.64
EV/EBITDA	4.20	3.63	3.07	2.43

资料来源：Wind，国海证券研究所

## ◆ “油、煤、化”融合彰显优势，持续优化产品结构

✓ 公司在业内首次将全球标杆级的2000万吨炼化、500万吨煤化工、150万吨乙烯和1200万吨PTA这四大产能集群布置在同一个产业园区内，节省了中间运行费用与物流运输成本；公司自备国内最大的煤制氢装置，每年自供25万吨纯氢原料。近两年来，面对行业变化，公司灵活调整原料、装置、产品结构，优先增产高效益产品，保障实现高质量的效益内生式增长。

## ◆ 新材料产能逐步投放，成长性充足

✓ 据公司2024年半年报，公司160万吨/年高性能树脂及新材料项目预计2024年下半年实现全面投产，苏州汾湖基地12条线功能性薄膜项目已陆续投产，南通基地另外12条线功能性薄膜项目和锂电隔膜项目稳步推进中，预计2025年上半年全部建成投产

## ◆ 资本开支放缓，增强股东获得感

✓ 公司2023年共派发现金红利38.72亿元（含税），股利支付率56.07%。截至2024Q3末，公司在建工程451亿元，相较于2024Q1末减少约115亿元，未来随着在建项目陆续投产，公司将统筹好业绩增长与股东回报的动态平衡，增强股东获得感。

◆ **盈利预测：**预计公司2024-2026年归母净利润分别为70.15、90.48、106.23亿元，对应PE分别15、12、10倍，考虑公司多项目驱动未来成长，维持“买入”评级。

## ◆ 公司产品结构均衡，产品市占率和成本行业领先

✓ 截至2023年底，公司赖氨酸产能全球最大，苏氨酸全球市占率40%-45%，味精产能行业第二，并在2023年突破缬氨酸厌氧发酵技术，成本显著降低。公司多产品布局均衡，同时具备规模优势，提升公司抗周期风险能力。

## ◆ 苏氨酸、赖氨酸供需格局好，景气持续提升

✓ 2024年年初以来，受出口订单旺盛影响，叠加下游库存低，苏氨酸、赖氨酸企业挺价情绪浓，截至2024年12月14日，98.5%赖氨酸价格分别为11650元/吨，较年初上涨2200元/吨；99%苏氨酸价格12300元/吨，较年初上涨1000元/吨。

## ◆ 回购+高分红组合，注重股东回报

✓ 2023年，公司以自有现金回购注销10亿元，现金分红约12亿元，按2023年末收盘市值计算，广义股息率约为7.8%。在经营业绩稳健预期下，公司通过回购+员工持股+高分红多套组合拳，彰显发展信心，价值有望重估。

◆ **盈利预测：**预计公司2024/2025/2026年归母净利润分别29.5、31.1、33.4亿元，对应PE分别10.3、9.8、9.1倍，看好公司在氨基酸行业的规模优势，以及公司基于生物发酵丰富经验，致力于打造领先的合成生物学平台，维持“买入”评级。

## ◆ 下游领域快速发展，电子化学品市场空间广阔

随着下游新能源汽车、人工智能、物联网、5G通信等领域的快速发展，半导体芯片的市场需求快速增长。根据SEMI数据，全球半导体材料市场规模整体呈现稳步增长的趋势，从2017年的469亿美元增长至2023年的667亿美元，年复合增长率为6.05%；中国大陆半导体材料市场规模从2017年的76亿美元增长至2023年的131亿美元，年复合增长率为9.50%，增速超过全球半导体材料市场。根据TECHCET 数据，全球半导体材料市场规模2024年预计将达到740亿美元，预计 2027年市场规模将达到870亿美元以上。

## ◆ 美对华半导体出口管制措施加码，国产替代进程有望加快

2024年12月2日，美国政府宣布了新一轮对华出口限制措施，将140余家中国企业加入贸易限制清单，涉及半导体制造设备、电子设计自动化工具等多个种类的半导体产品。中国多家行业协会发布声明：美国芯片产品不再安全、不再可靠，中国相关行业将不得不谨慎采购美国芯片。

电子化学品作为电子产品产业链的上游环节，贯穿电子产品生产全过程。经过多年的发展，我国电子化学品已实现重点领域的布局，部分产品国产化进程效果明显。随着国内电子化学品市场持续增长以及电子化学品行业国产化进程加快，国内技术领先企业有望迎来发展机遇。

**重点关注公司：**阳谷华泰、德邦科技、国瓷材料、万润股份、圣泉集团、雅克科技、斯迪克等。

图表：各公司业绩预期

代码	标的	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			评级
			2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
300121.SZ	阳谷华泰	58	3.04	2.59	4.32	5.69	22.35	13.40	10.17	买入
688035.SH	德邦科技	57	1.03	0.91	1.38	1.96	63.12	41.62	29.30	买入
300285.SZ	国瓷材料	180	5.69	6.87	8.53	10.65	26.17	21.07	16.88	买入
002643.SZ	万润股份	118	7.63	4.22	5.50	7.04	28.04	21.51	16.81	买入
605589.SH	圣泉集团	199	7.89	8.42	12.98	14.89	23.62	15.32	13.36	买入
002409.SZ	雅克科技	294	5.79	9.93	13.10	16.69	29.58	22.43	17.59	未评级
300806.SZ	斯迪克	65	0.56	0.87	1.82	2.86	75.11	35.70	22.73	未评级

资料来源：Wind，国海证券研究所（数据更新至2024/12/20，雅克科技、斯迪克盈利预测取自万得一致预期）

# 新宙邦：增强产业链一体化布局，看好氟化液稳步放量

- **3M加速退出PFAS生产，公司有机氟化学品有望充分受益。**截至2023年底，公司拥有有机氟化学品产能6162吨，在建产能9600吨，子公司三明海斯福是国内六氟丙烯下游含氟精细化学品的主要企业之一。3M 是全球最大的氟化工生产商之一，其氟化学品部门下设比利时和美国两处工厂，生产牌号分别为Fluorinert™和Novec™，其中比利时工厂主要生产全氟烷烃，用于半导体设备冷却、数据中心浸没式冷却以及海外军工绝缘测试；美国工厂主要生产氢氟醚，用作消费电子清洗液。全氟烷烃的碳氟键极为稳定，因此在自然环境中几乎不可能自然降解，作为持久性有机污染物（POPs）长期存在，是重要的全氟烷基和多氟烷基物质（PFAS）。另一方面，全氟烷烃作为半导体蚀刻工艺冷却液，是半导体制造的关键原材料之一，3M 在全球半导体冷却剂市场的占有率为90%，比利时工厂冷却剂产量占全球总产量的80%，下游客户包括台积电、三星、SK 海力士和英特尔等众多大厂，预计 3M 停产或将造成大面积电子氟化液短缺。
- **增资江西石磊向上布局六氟磷酸锂，增强产业链一体化延伸。**公司通过对江西石磊增资，补齐了对电解液关键原材料六氟磷酸锂的布局，完成向上游延伸，布局溶质、溶剂和添加剂，实现产业链的垂直整合，保障原材料长期供应和品质稳定。
- **预计公司2024–2026年归母净利润分别为10.34、14.92、19.81亿元，对应PE分别为27.12倍、18.80倍、14.16倍。**

图表：新宙邦盈利预测（2024. 12. 20更新）

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7,483.95	8,215.92	10,114.49	12,910.60
增长率(%)	-22.53	9.78	23.11	27.64
归母净利润（百万元）	1,011.07	1,034.25	1,491.98	1,981.46
增长率(%)	-42.50	2.29	44.26	32.81
摊薄每股收益（元）	1.34	1.37	1.98	2.63
ROE(%)	11.02	10.21	12.83	14.56
P/E	34.78	27.12	18.80	14.16
P/B	3.86	2.77	2.41	2.06
P/S	4.74	3.41	2.77	2.17
EV/EBITDA	22.63	16.14	11.98	9.22

资料来源：Wind，国海证券研究所

## ◆ 成熟领域市场稳定增长，多新兴领域有望突破

吸附分离技术是实现高效提取、浓缩和精制的重要分离手段，在金属资源、生命科学、水处理与超纯化、食品加工、节能环保、化工与催化等领域均有广泛应用。随着经济结构调整和产业升级，下游消费者对产品精度和纯度的要求日益提高，吸附材料在食品、化工等传统领域需求保持稳定增长。另一方面，新兴产业技术进步催生了多个细分领域的新需求，吸附分离材料的应用范围、领域和数量都有望持续突破。例如，新能源汽车行业的蓬勃发展，加速了锂、镍、钴等相关金属资源开发和回收的技术创新；在生命科学领域，伴随技术进步，对药品、疫苗、血液制品等的纯度提出更高的要求。新技术快速进步，为吸附材料带来更大、更尖端的需求支撑。

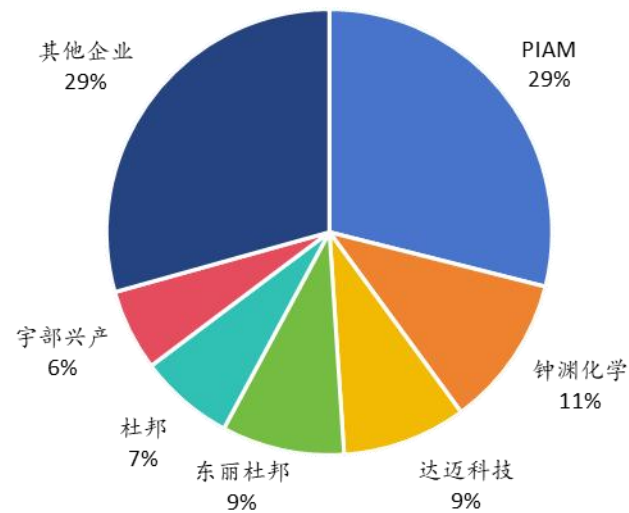
## ◆ 高端市场竞争格局优秀

吸附分离材料市场参与竞争的企业主要分三个梯队：以美国陶氏杜邦、德国朗盛为代表的跨国企业凭借产品线完整、技术领先，占据高端市场大部分市场份额；国内以蓝晓科技为代表具有较好技术实力和稳定质量的公司，在行业中也占据重要地位；国内外仍有较多中小规模离子交换与吸附树脂行业生产企业，资金和技术实力有限，整体竞争能力较弱，大多分布在中国及印度等国家。蓝晓科技作为国内吸附分离龙头企业，公司在湿法冶金、生物医药、食品加工、环保、化工等众多新兴市场均具高市场份额，以拓新而非既存领域内冲量来实现发展，综合技术实力强。而相比国际龙头，蓝晓科技拥有较高的性价比和精细化的客户服务，是吸附材料国产替代的领导者。

**行业评级：**考虑到吸附材料多新兴领域需求有望突破，且高端市场竞争格局优秀，给予吸附材料行业“推荐”评级。重点推荐龙头企业蓝晓科技，我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为9.10、11.50、14.19亿元，对应的PE分别为28.78、22.77、18.46倍。

- PI薄膜具有优良的力学性能、介电性能、化学稳定性以及很高的耐辐照、耐腐蚀、耐高低温性能，是目前世界上性能最好的超级工程高分子材料之一，被誉为“黄金薄膜”，与碳纤维、芳纶纤维并称为制约我国发展高技术产业的三大瓶颈性关键高分子材料之一。我国PI薄膜的产业化进程发展较缓慢，依靠自主研发，在传统电工绝缘领域形成了较强的产业能力，但在高端电工绝缘、电子等其他应用领域的产业化能力较弱，存在新产品种类不足、产品性能不稳定等情形，自主掌握高性能PI薄膜完整制备技术的企业较少。国内高性能PI薄膜市场主要被美国杜邦、日本钟渊化学、韩国PIAM、日本宇部等少数国外厂商所占有。高性能PI薄膜作为影响我国高新技术产业快速发展的“卡脖子”材料，市场需求不断增加，且国产化需求较迫切。

图表：PI薄膜市场占有率



资料来源：瑞华泰公告，各公司官网，国海证券研究所  
注：或因四舍五入原因，百分比加总小于100%

- 截至2024年半年报，公司嘉兴1600吨募投项目厂房建设已基本完成，持续推进生产线的工艺稳定性和各公辅系统运行验证，其中2条生产线于2023年9月份投入使用，2024年二季度新增2条生产线投入使用，持续提升产线产效和质量稳定性。其余2条化学法生产线正进行产线的工艺调试和产品调试，验证工艺稳定性，推动全线投料试产。嘉兴项目陆续投产后，新增产能将有助于提升公司整体的产品布局能力，大幅提升公司对电子领域产品的供应保障能力。多产线为多应用领域及多产品解决方案提供了更多的研发上线资源，同时多产线为多品类产品的生产提供了生产效率的保障。未来公司将结合市场需求变化，在保持既有产品结构相对稳定的情况下，加快推动电子市场及新能源市场的拓展，重点推进TPI、COF用PI、高导热PI等新产品，提升经营质量。

图表：瑞华泰盈利预测（2024/12/20）

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	275.93	344.11	546.74	728.68
增长率(%)	-8.55	24.71	58.89	33.28
归母净利润（百万元）	-19.60	-49.26	30.69	87.13
增长率(%)	-150.43	-151.26	162.31	183.88
摊薄每股收益（元）	-0.11	-0.27	0.17	0.48
ROE(%)	-1.96	-5.18	3.16	8.44
P/E	—	—	78.70	27.72
P/B	3.87	2.54	2.49	2.34
P/S	14.01	7.02	4.42	3.32
EV/EBITDA	78.25	32.82	17.16	12.12

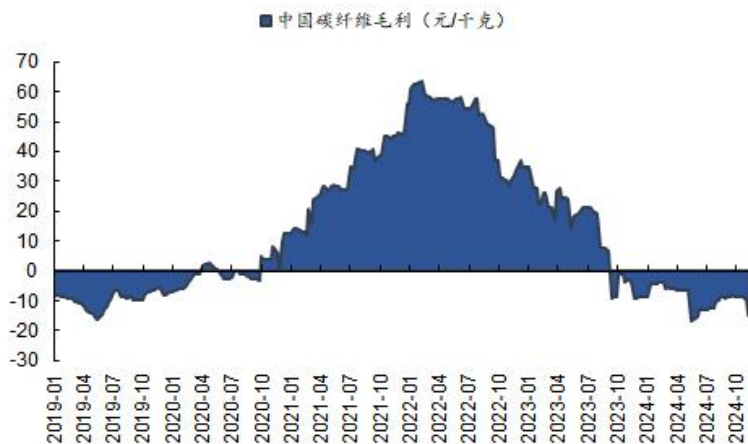
资料来源：Wind，国海证券研究所

- ◆ **抗老化助剂：公司毛利率行业领先，行业需求有望逐步修复**
- ✓ 2022年下半年以来，受下游高分子材料需求较弱及行业新增产能释放影响，抗老化助剂盈利水平有所下滑，但周期底部，公司毛利率仍具有竞争力，2024H1公司抗氧剂毛利率19.8%，2023年公司光稳定剂毛利率32.0%，高于部分同行同期毛利率水平。
- ✓ 2024H1，公司光稳定剂、抗氧化剂毛利率较2023年全年分别提升2.2个pct、2.7个pct。我们认为随着下游需求复苏及珠海基地技改完成，毛利率有望持续修复。
- ◆ **康泰二期产能利用率持续提升，布局电子级PI材料**
- ✓ 润滑油添加剂：2023年公司完成康泰二期建设和投产，2024年开工率持续提升中，一期和二期项目产能形成合力。
- ✓ 公司间接并购韩国IPI，进军电子级PI材料市场。子公司宜兴创聚PI材料国产化生产线正在实施，预计将于2025年投入使用。

# 中复神鹰：碳纤维静待底部反转，低空经济打开成长空间

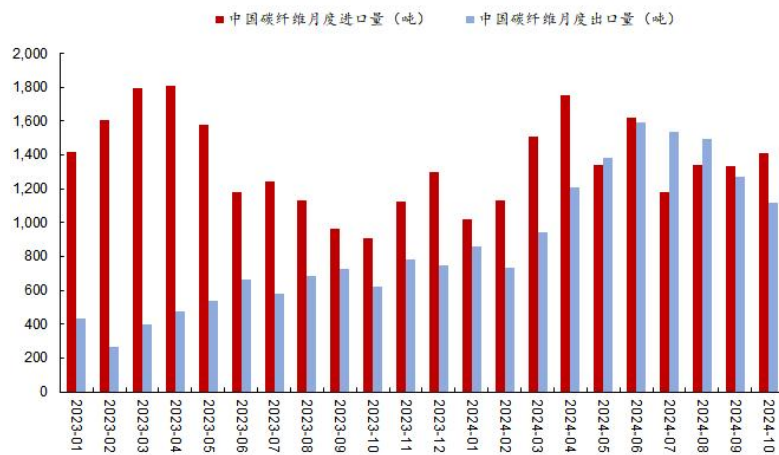
- **碳纤维价格有望迎来底部反转。**2024年以来碳纤维价格持续承压，据Wind，2024Q3，中国碳纤维市场均价87.11元/千克，同比-21.30%，环比-6.66%。2024年10月以来，中国碳纤维市场均价维持在85元/千克。据百川盈孚，2024年10月，我国碳纤维表观消费量5561吨，环比+8.81%，同比+22.73%，自2024年9月以来表观消费量同比数据连续两个月转正。出口方面，2024年10月，中国碳纤维出口量1120吨，同比+80.48%。海外市场方面，据iFinD援引日本产业经济省数据，2024年1-9月，日本碳纤维销售量10374吨，同比+16%。价格方面，2024年9月，日本碳纤维销售均价5153日元/千克，同比-31%。
- **低空经济关键材料，新兴领域打开成长空间。**碳纤维是低空经济关键材料之一。据中国复合材料工业协会，无人机上使用碳纤维复合材料约占结构总质量的60%~80%，对无人机结构轻质化、小型化和高性能化起到了至关重要的作用。2024年11月举办的珠海航展中，我国自研最大推力500T商用固体火箭发动机以及小鹏汇天“陆地航母”飞行汽车均采用碳纤维材料。碳纤维材料凭借优异的耐高温、耐腐蚀、抗疲劳断裂性等优势可以大幅减轻飞行器机身重量降低航程成本，为空天发展提供强劲助力。
- **预计公司2024-2026年归母净利润分别为0.02、1.14、1.72亿元。**

图表：中国碳纤维单吨毛利



资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

图表：中国碳纤维月度进出口情况



资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

图表：小鹏汇天“陆地航母”飞行汽车



资料来源：中复神鹰

- ◆ 合成生物学结合了生物学、化学工程、信息学、计算科学，通过重新设计与改造酶、细胞或合成途径，使其成为细胞工厂，来模拟生物体细胞内的物质反应以替代传统化学制造。
- ◆ **合成生物学降本：**合成生物学制造能否进行规模化生产和应用，主要取决于能否降低产品成本。主要从原料端、生产环节、产物提取三个环节降低能耗和成本。
- ◆ **合成生物学选品：**需要关注产品的市场需求、市场空间天花板，以及产品质量和应用优势。
- ✓ **部分合成生物制造产品能耗和成本方面已具有明显优势：**以1, 3-丙二醇为例，生物发酵法较传统化学法相比，能够节约37%成本、CO<sub>2</sub>减排63%、能耗降低约30%。国内目前已经产业应用的合成生物制造产品有：长链二元酸、生物基聚酰胺、缬氨酸、1, 3-丙二醇等。
- ◆ **重点关注公司：**建议关注凯赛生物、华恒生物等。

图表：合成生物学行业建议关注标的盈利预测

代码	标的	市值	归母净利润（亿元）				PE			评级
		（亿元）	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
688065.SH	凯赛生物	245	3.67	5.05	7.07	9.15	48.54	34.67	26.79	买入
688639.SH	华恒生物	84	4.49	3.11	4.66	6.40	26.87	17.95	13.05	未评级

资料来源：Wind，国海证券研究所（数据统计日期2024年12月20日，未评级公司盈利预测取自Wind一致预期）

## ◆ 纤维素醚：医药级纤维素醚盈利稳定，高青基地放量

- ✓ 建材级纤维素醚下游与地产链相关性强，国内建材级纤维素醚行业竞争激烈，盈利受到供需不平衡影响。医药食品级纤维素醚具有技术壁垒，行业供需格局及盈利相对稳定。
- ✓ 截至2023年年底，公司纤维素醚产能6.9万吨，在建产能0.5万吨，规划未建设产能1.1万吨。

## ◆ 植物胶囊：终端需求持续复苏，毛利率止跌回升

- ✓ 2022年下半年以来，我们判断受海外去库存影响，植物胶囊需求有所下滑。2023年四季度开始，海外去库存已经触底，行业需求逐步复苏，盈利企稳回升。2024H1，植物胶囊毛利率为57.3%，较2023年全年提升3.1个pct。
- ◆ **盈利预测：**我们预计2024/2025/2026年公司归母净利润分别为2.7/3.6/4.7亿元，对应PE为19.5/14.6/11.1倍，公司未来成长路径清晰：高青项目逐渐落地、植物胶囊产能逐步释放，因此维持“买入”评级。

## ◆ 航空材料需求迸发

随着商业飞机各方面性能的不断提高，全球航空运输量大幅提升。据世界银行数据，1973-2019年，全球航空客运量翻了11倍，货运周转量翻了14倍，且随着全球经济增长，航空运输量持续提升长期趋势不改。疫情后，空客和波音新签订单不断攀升，但在逆全球化背景下，飞机供应链面临困境，新飞机供不应求，进一步催生飞机维修市场的需求，带动对上游相关材料的需求。另外，商用飞机制造技术难度大，市场门槛高，在全球商用飞机市场，波音和空客两大巨头一直保持着双寡头的垄断竞争格局。但随着我国工业水平和制造能力的大幅提升，我国自主研发的C919已试飞成功，并逐步走向商业化。据财联社，2024年，国产飞机交付近50架，创历史新高，产能的逐步释放将有力地拉动对国产上游材料的需求。

## ◆ 商业航天崛起

商业航天是以市场为主导，具有商业盈利模式的航天活动，可分为人造卫星、运输火箭、载人航天、空间站和深空探测五个领域。当前，商业航天正迎来高速发展期，以Space X为代表的企业仍在加速布局。据快科技，截至2024年12月4日，SpaceX共进行了126次发射，创下了历史新高，且据SpaceX的CEO马斯克，2025年，猎鹰9号运载火箭目标发射次数达150次以上。我国的民营商业航天具备后发优势，2015年，中国航天产业首次允许民营资本参与，当前正在快速崛起。据《中国航天科技活动蓝皮书（2023年）》显示，2023年我国共完成26次商业发射，发射成功率达96%。据泰伯智库数据，2024年前三季度我国商业航天发射次数为27次，超过2023年全年。卫星与火箭需求的大幅提高，将给航天级新材料带来显著增量。

**行业评级：考虑到国内航空航天需求的大幅提升将对上游材料形成有效拉动，给予航空航天材料行业“推荐”评级。**

**重点关注：斯瑞新材、宝钛股份、振华股份等。**

图表：各航空航天材料公司业绩预期

代码	标的	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			评级
			2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
688102. SH	斯瑞新材	72	0.98	1.24	1.55	1.99	58.07	46.46	36.18	买入
600456. SH	宝钛股份	144	5.44	6.26	7.54	8.76	23.02	19.11	16.46	未评级
603067. SH	振华股份	67	3.71	5.01	5.43	6.53	13.34	12.31	10.23	买入

资料来源：Wind，国海证券研究所（数据更新至2024/12/20，未评级公司盈利预测取自Wind一致预期）



## 目录

- 核心结论
- 库存周期向上
- 产能周期底部
- 核心标的
- 风险提示

- **原材料价格大幅波动风险：**石油、煤炭、天然气、天然橡胶等上游原材料价格大幅波动带来的风险；
- **全球经济波动影响下游需求：**全球经济波动对地产、消费等化工下游应用领域带来影响，并进一步影响化工品需求的风险；
- **行业大幅扩张：**相关化工品产能大幅扩张，造成行业供给过剩的风险；
- **相关标的的安全环保风险：**相关化工企业日常生产活动可能面临的安全环保相关的风险；
- **化工企业不可抗力风险：**自然灾害等其他化工企业可能面临的不可抗力风险；
- **项目建设进度不及预期：**相关标的规划及在建项目建设进度不及预期的风险；
- **重点关注公司业绩不及预期：**前文中重点关注公司的业绩不及预期的风险。

## 化工小组介绍

李永磊，研究所副所长，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，9年化工行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，6年半化工行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

杨丽蓉，化工行业分析师，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科，2年化工行业研究经验。

李娟廷，化工行业分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李振方，化工行业分析师，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

曾子华，化工行业研究助理，新加坡国立大学金融工程硕士，北京大学化学本科。

于畅，化工行业研究助理，华威大学&香港理工大学工程商业管理硕士，哈尔滨工业大学本科。

## 分析师承诺

李永磊, 董伯骏, 本报告中的分析师均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，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 化工研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168  
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597