

分析师：顾敏豪
登记编码：S0730512100001
gumh00@ccnew.com 021-50586308

行业盈利改善，把握周期复苏与优质成长

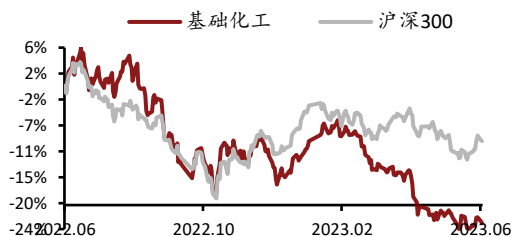
——基础化工行业半年度策略

证券研究报告-行业半年度策略

同步大市(维持)

基础化工相对沪深 300 指数表现

发布日期：2023 年 06 月 21 日



资料来源：中原证券

相关报告

《基础化工行业月报：化工品价格延续回调态势，关注氟化工与轮胎行业》 2023-06-08

《基础化工行业深度分析：行业景气回落盈利下行，一季度环比改善》 2023-05-24

《基础化工行业月报：化工品价格总体弱势，关注氟化工与电子化学品板块》 2023-05-11

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

- 2022 年底以来，在全球经济下行压力下，化工品价格回落幅度较大，行业收入、利润增速进一步下滑。各板块经营分化较为显著，资源属性较强的子行业收入、利润增长相对较好，而偏产业链下游的子行业则在成本上升和下游需求疲软的影响下整体承压。此外部分新兴领域下游需求旺盛，行业景气处于高位，带动业绩大幅增长。2023 年以来，我国经济运行逐步向好，基础化工行业盈利亦有所改善。
- 2020 年以来化工行业固定资产投资力度明显提升，未来行业供给面临一定压力。今年以来行业需求有所修复，未来有望边际复苏。随着双碳政策的持续推进，化工行业有望加快产业结构的调整转型，推动行业进入高质量发展的新阶段。具有优质园区与产业链一体化等优势，技术与规模领先，环保、安全措施完善的龙头企业有望实现强者恒强，不断扩大市场份额，实现内生性的成长。
- 寻找供需格局改善的周期行业：我国三代制冷剂的生产和使用即将迎来配额制管理阶段，三代制冷剂的产能扩张已经停止，行业供给总体保持稳定。制冷剂下游空调、冰箱等产量保持较好增长态势，有望拉动制冷剂需求的提升，从而带来行业供需的好转。随着我国汽车产业的崛起，国产轮胎有望凭借配套优势实现进一步发展，提升在全球轮胎市场的份额。国际海运成本的下降和原材料价格的下行则有望提升轮胎行业盈利水平。
- 精选优质成长：作为发展高端制造业的重要基础，我国高度重视新材料行业的发展，长期以来政策扶持力度持续提升。随着近年来企业在新材料领域的攻坚克难，我国在高端新材料领域已取得较大突破，部分国产新材料的产品渗透率和国产化进程持续提升。受益于下游需求的快速增长以及国家政策的大力扶持，国产新材料行业发展空间可观，确定性较强；生物柴油由于原料来源广泛且可再生、燃烧性能好、环保效果减排效果佳，具有可观的成长空间。
- 维持行业“同步大市”的投资评级。投资策略上建议关注万华化学、卫星化学、宝丰能源、华鲁恒升、桐昆股份等一体化龙头企业以及制冷剂、轮胎、新材料、生物柴油等领域的投资机会。

风险提示：下游需求不及预期、行业产能大幅扩张、原材料价格大幅上涨

内容目录

1. 上半年化工行业回顾	5
1.1. 行业景气处于低位，一季度盈利略有改善	5
1.2. 化工行业二级市场表现：2022 年整体跑输市场	11
2. 2023 年下半年化工行业展望	12
2.1. 固定资产投资快速增长，龙头企业保持扩产态势	12
2.2. 下游需求有所修复，未来有望边际复苏	14
2.3. 供需两弱，油价预计总体保持震荡态势	15
2.4. 双碳目标引领行业高质量发展	16
2.4.1. 双碳背景下，行业供给侧受到较强制约	16
2.4.2. 行业格局重塑，龙头企业竞争优势进一步提升	17
2.5. 行业进入发展新阶段，精选价值与周期成长投资机会	18
3. 周期板块：关注行业景气复苏的制冷剂以及轮胎行业	19
3.1. 三代制冷剂即将迎来配额制管理，行业供需有望改善	19
3.2. 轮胎：国产汽车崛起，轮胎产业迎来发展机遇	21
4. 成长主线：新材料领域大有可为，生物柴油前景广阔	23
4.1. 政策与需求驱动，国产新材料大有可为	23
4.2. 绿色能源成大趋势，生物柴油迎来发展良机	25
5. 投资策略与重点公司	26
5.1. 维持行业“同步大市”的投资评级	26
5.2. 行业投资主线及重点公司	26
6. 风险提示	27

图表目录

图 1: GDP 增长态势	5
图 2: 工业增加值同比增速	5
图 3: 化学原料及制品业收入利润增速	5
图 4: 化学行业价格指数	5
图 5: 中信基础化工板块毛利率与净利率（整体法）	6
图 6: 中信基础化工板块单季度毛利率与净利率（整体法）	6
图 7: 近一年基础化工指数表现	11
图 8: 2023 年以来基础化工三级子行业行情表现（截至 6 月 20 日）	11
图 9: 化学原料及制品业固定资产投资增速	12
图 10: 基础化工板块在建工程	13
图 11: 基础化工板块在建工程占总资产比重	13
图 12: 房地产新开工面积与销售面积累计增速	14
图 13: 房地产投资累计增速	14
图 14: 汽车产量累计增速	15
图 15: 彩电、空调产量增速	15
图 16: 冰箱、洗衣机产量增速	15
图 17: 布产量累计增速	15
图 18: WTI 原油价格	16
图 19: 布伦特原油价格	16
图 20: 各国三代制冷剂削减进度	20
图 21: 制冷剂 R134a 价格（元/吨）	20
图 22: 制冷剂 R134a 税前装置毛利（元/吨）	20
图 23: 制冷剂 R32 价格（元/吨）	20
图 24: 制冷剂 R32 税前装置毛利（元/吨）	20
图 25: 我国空调年产量及增速	21
图 26: 我国冰箱年产量及增速	21
图 27: 我国汽车年产量	21
图 28: 我国轮胎年产量	21
图 29: 我国汽车出口量	22
图 30: 我国新能源汽车产量	22
图 31: 中信轮胎行业收入利润	22
图 32: 中信轮胎行业单季度盈利能力	22
图 33: 波罗的海货运指数	23
图 34: 中国出口集装箱货运指数 CCFI	23
图 35: 天然橡胶价格走势	23
图 36: 合成橡胶价格走势	23
图 37: 我国光伏新增装机容量	25
图 38: 我国风电新增装机容量	25
图 39: 2011-2021 年全球生物柴油生产量	25
图 40: 2011-2021 年全球生物柴油消费量	25
图 41: 化工行业整体估值	26
图 42: 中信一级行业估值对比	26
表 1: 基础化工各子行业 2022 年收入与利润	6
表 2: 基础各子行业化工 2022 年毛利率、净利率	8

表 3: 基础化工各子行业 2023 年一季度收入与利润	9
表 4: 基础化工各子行业 2023 年一季度盈利能力	10
表 5: 2023 年以来基础化工板块个股领涨、领跌情况	12
表 6: 2023Q1 基础化工各行业在建工程	13
表 7: 我国关于碳中和相关表态	16
表 8: 部分省市碳中和相关政策	17
表 9: 我国能耗双控政策演进	18
表 10: 三代制冷剂淘汰时间表	19
表 11: 我国新材料产业相关扶持政策	24
表 12: 欧盟可再生能源指令中生物燃料相关内容	26
表 13: 重点公司估值分析表	27

1. 上半年化工行业回顾

1.1. 行业景气处于低位，一季度盈利略有改善

今年以来，随着我国经济社会全面恢复常态化运行，宏观政策靠前协同发力，国民经济逐步回升向好。根据国家统计局数据，一季度我国 GDP 同比增长 4.5%，增速环比提升 1.6 个百分点。从工业增加值来看，1-4 月份全国规模以上工业增加值同比增长 3.6%，增速同比下降 2.9 个百分点，环比提升 0.6 个百分点。化学原料及化学制品制造业工业增加值累计同比增长 7.6%，同比提升 4.3 个百分点，环比持平。

图1：GDP增长态势

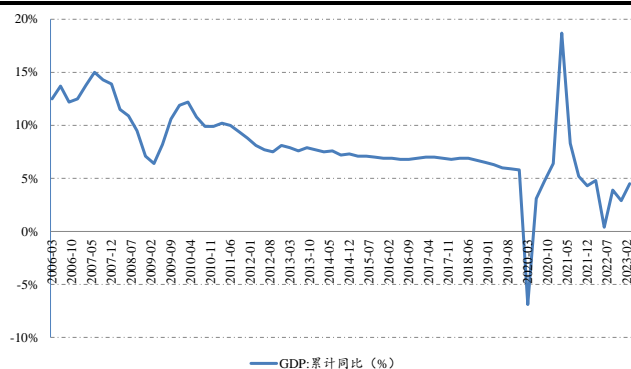
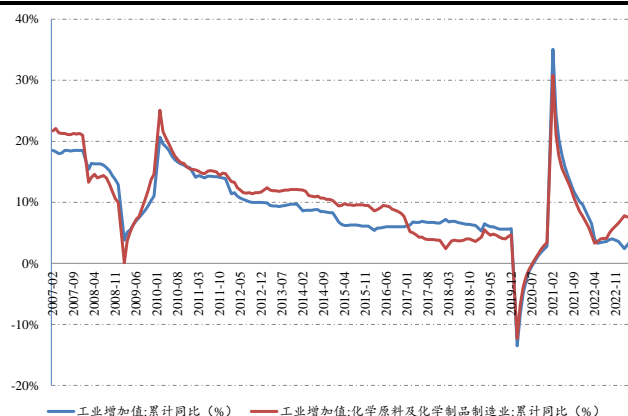


图2：工业增加值同比增速



资料来源：中原证券、wind、国家统计局

资料来源：中原证券、wind、国家统计局

2022 年以来，受原油等上游资源成本上行以及经济下行压力加大等因素影响，基础化工行业盈利承压，行业呈现增收不增利的态势。2022 年底以来，在全球经济下行压力下，化工品价格回落幅度较大，行业收入、利润增速进一步下滑。今年 1-4 月，化学原料及化学制品制造业实现营业收入 26905.7 亿元，同比下滑 6.6%，实现利润总额 1189 亿元，同比下滑 57.3%，行业盈利同比下滑幅度较大。

从化工产品价格上看，受下游需求疲软影响，2022 年下半年以来化工产品价格下跌幅度较大。截止 2023 年 6 月 6 日，中国化工产品价格指数 CCPI 为 4311 点，今年以来累计下跌 10.26%，创 2021 年 1 月以来的新低。与原油等上游能源相比，化工产品价格整体下滑幅度较大，显示行业景气度处于较低位置。

图3：化学原料及制品业收入利润增速

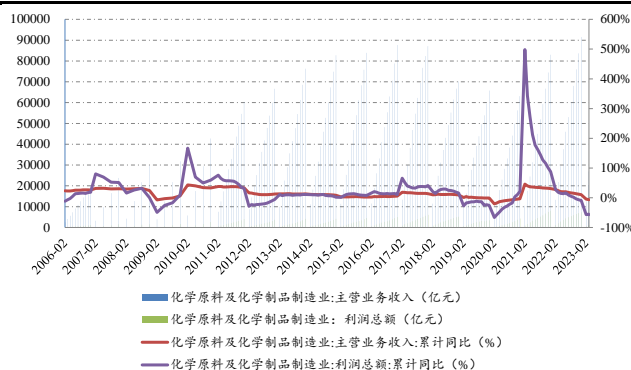


图4：化学行业价格指数

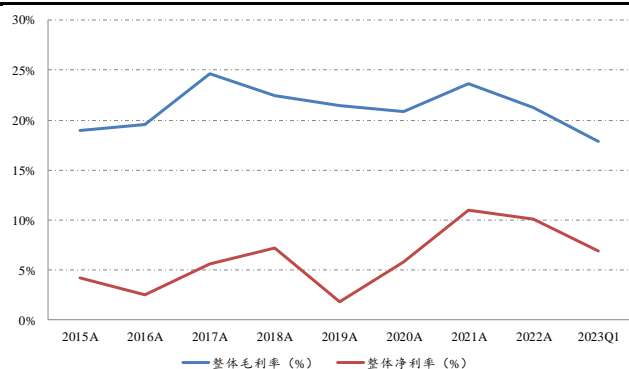


资料来源：中原证券、wind、国家统计局

资料来源：中原证券、wind

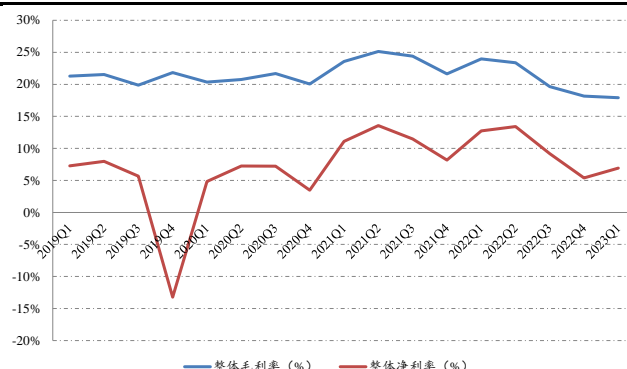
从行业盈利能力来看，2022 年以来，受原材料成本上升以及行业需求下滑等因素影响，基础化工行业的盈利能力持续下滑。今年初以来我国经济的逐步复苏，对化工需求带来一定提振，加上上游原材料价格的下降，对行业盈利带来一定提振。一季度中信基础化工板块整体毛利率为 17.91%，同比下滑 6.08 个百分点，环比下滑 0.26 个百分点。行业整体净利率为 6.91%，同比下滑 5.82 个百分点，环比提升 1.53 个百分点，呈现一定的边际改善。

图5：中信基础化工板块毛利率与净利率（整体法）



资料来源：中原证券、wind

图6：中信基础化工板块单季度毛利率与净利率（整体法）



资料来源：中原证券、wind

从子行业来看，基础化工各板块分化较为明显，一方面受大宗原材料价格上涨的推动，部分资源属性较强的子行业收入、利润增长相对较好，而偏产业链下游的子行业则在成本上升和下游需求疲软的影响下整体承压。此外部分新兴领域下游需求旺盛，行业景气处于高位，带动业绩大幅增长。

2022 年，基础化工 33 个子行业营业收入总体保持增长态势，其中 29 个子行业的收入同比实现增长，4 个行业收入同比出现下滑。其中锂电化学品、钾肥、碳纤维、食品及饲料添加剂和纯碱等行业，受益于下游需求旺盛以及产品价格的上涨，收入增速较快。这些行业 2022 年营业收入分别增长 122.33%、120.49%、48.59%、40.12%和 27.59%。氨纶、涂料油漆颜料、粘胶、氯碱和其他塑料制品行业营收增速较低，分别同比下滑 9.57%、6.80%、2.44%、1.21%和增长 1.06%。

净利润方面，基础化工各子行业出现较为明显的分化。33 个子行业中共有 18 个子行业净利润实现增长，15 个子行业净利润同比下滑。扣除非经常因素，钾肥、农药、锂电化学品、无机盐和碳纤维行业净利润增速较快，分别同比增长 241.84%、104.34%、98.81%、65.62%和 63.14%，粘胶、锦纶、日用化学品、氨纶和其他化学原料行业净利润下滑幅度较大，分别同比下滑 88.10%、74.84%、64.69%、63.16%和 57.90%。总体来看，下游为新能源、新材料等新兴领域的精细化学品以及钾肥、磷化工等资属性较强的化工品种受益于需求与产品价格上涨，利润实现快速增长，纺织产业链及橡胶、塑料制品等下游板块，受需求低迷，上游原材料成本上行等因素，盈利下滑态势较为明显。

表 1：基础化工各子行业 2022 年收入与利润

三级子行业	2022 年 营业收入(亿元)	2021 年 营业收入(亿元)	营业收入同比	2022 年 净利润 (亿元)	2021 年 净利润 (亿元)	净利润同比
-------	--------------------	--------------------	--------	--------------------	--------------------	-------

氮肥	1619.42	1590.57	1.81%	141.78	193.63	-26.78%
钾肥	424.08	192.34	120.49%	232.48	68.01	241.84%
复合肥	785.65	626.10	25.48%	30.72	29.67	3.51%
农药	2090.41	1696.68	23.21%	192.69	93.40	104.34%
磷肥及磷化工	1362.20	1104.12	23.37%	146.78	117.34	25.09%
涤纶	383.95	339.98	12.93%	20.54	4.77	330.72%
氨纶	296.34	327.71	-9.57%	32.80	89.02	-63.16%
粘胶	361.35	370.40	-2.44%	3.35	28.20	-88.10%
锦纶	225.10	221.40	1.67%	6.14	24.39	-74.84%
碳纤维	55.29	37.21	48.59%	17.86	10.95	63.14%
纯碱	592.01	463.99	27.59%	107.33	106.61	0.68%
氯碱	1848.69	1871.37	-1.21%	141.52	196.64	-28.03%
无机盐	195.07	153.54	27.05%	28.64	17.29	65.62%
其他化学原料	1005.28	948.26	6.01%	56.96	135.31	-57.90%
钛白粉	412.29	366.90	12.37%	41.11	68.76	-40.21%
日用化学品	511.83	496.89	3.01%	15.85	44.89	-64.69%
民爆用品	427.22	336.40	27.00%	16.01	17.96	-10.81%
涂料油墨颜料	311.70	334.46	-6.80%	9.27	4.17	122.17%
印染化学品	401.01	342.24	17.17%	31.99	51.38	-37.74%
其他化学制品III	1781.34	1470.11	21.17%	144.20	152.67	-5.55%
食品及饲料添加剂	975.00	695.81	40.12%	119.67	86.27	38.72%
电子化学品	326.87	293.17	11.50%	40.81	29.27	39.42%
锂电化学品	3307.01	1487.44	122.33%	395.92	199.15	98.81%
氟化工	471.37	371.36	26.93%	62.96	38.89	61.87%
有机硅	416.95	359.93	15.84%	71.92	104.26	-31.02%
聚氨酯	1769.48	1545.29	14.51%	170.58	253.32	-32.66%
橡胶助剂	249.74	201.42	23.99%	9.65	15.31	-36.93%
改性塑料	840.05	779.38	7.78%	36.99	31.41	17.76%
合成树脂	488.30	426.55	14.48%	79.33	85.02	-6.70%
膜材料	432.80	385.38	12.30%	20.46	31.73	-35.50%
其他塑料制品	446.99	442.30	1.06%	17.96	8.60	108.74%
轮胎	730.94	699.51	4.49%	23.24	26.90	-13.62%
橡胶制品	1227.03	1125.37	9.03%	36.85	42.40	-13.08%

资料来源：中原证券、wind

盈利能力方面，2022 年基础化工各子行业毛利率多数出现下滑。33 个子行业中，6 个子行业毛利率同比提升，27 个子行业毛利率同比下降。其中钾肥、无机盐、磷肥及磷化工、氟化工、农药等行业，受益于产品价格的上涨，毛利率提升幅度较大。这些行业全年毛利率分别提升 19.44、3.31、2.53、1.91 和 1.34 个百分点。氨纶、有机硅、钛白粉、其他化学原料和锦纶行业毛利率下滑幅度较大，分别同比下滑 19.91、14.75、11.00、10.53 和 10.12 个百分点。毛利率下跌的原因主要包括下游需求下滑以及原材料成本上涨等因素。

净利率方面，33 个子行业中共有 10 个子行业净利率同比提升，23 个子行业净利率同比下滑。其中钾肥、涤纶、农药、无机盐和氟化工等行业净利率提升幅度较大，分别同比提升 19.46、3.95、3.67、3.42 和 2.88 个百分点，氨纶、碳纤维、有机硅、钛白粉和其他化学原料行业净

利率下滑幅度较大，分别同比下滑 16.10、12.29、11.72、8.77 和 8.60 个百分点。总体来看，部分资源属性较强和行业竞争格局较好的化工品种盈利能力总体提升或相对稳定，纺织服装链、地产产业链以及部分上游化工品种受需求下滑、价格下跌以及成本上升等因素影响，盈利能力多数下滑。

表 2：基础各子行业化工 2022 年毛利率、净利率

三级子行业	2022 年 毛利率	2021 年 毛利率	毛利率同比	2022 年 净利率	2021 年 净利率	净利率同比
氮肥	17.32%	24.24%	-6.92%	8.76%	12.17%	-3.42%
钾肥	79.14%	59.69%	19.44%	54.82%	35.36%	19.46%
复合肥	12.90%	16.50%	-3.59%	3.91%	4.74%	-0.83%
农药	26.42%	25.08%	1.34%	9.22%	5.56%	3.66%
磷肥及磷化工	21.53%	19.00%	2.53%	10.78%	10.63%	0.15%
涤纶	7.55%	9.35%	-1.80%	5.35%	1.40%	3.95%
氨纶	18.59%	38.50%	-19.91%	11.07%	27.17%	-16.10%
粘胶	15.01%	23.43%	-8.42%	0.93%	7.61%	-6.69%
绵纶	11.21%	21.33%	-10.12%	2.73%	11.02%	-8.29%
碳纤维	44.52%	46.95%	-2.42%	35.70%	48.00%	-12.29%
纯碱	32.62%	32.68%	-0.06%	18.13%	22.98%	-4.85%
氯碱	17.01%	21.12%	-4.10%	7.66%	10.51%	-2.85%
无机盐	29.37%	26.05%	3.31%	14.68%	11.26%	3.42%
其他化学原料	16.02%	26.55%	-10.53%	5.67%	14.27%	-8.60%
钛白粉	23.85%	34.85%	-11.00%	9.97%	18.74%	-8.77%
日用化学品	38.41%	39.12%	-0.71%	3.10%	9.03%	-5.94%
民爆用品	24.94%	26.52%	-1.58%	3.75%	5.34%	-1.59%
涂料油墨颜料	23.56%	23.83%	-0.27%	2.97%	1.25%	1.73%
印染化学品	24.67%	29.20%	-4.53%	7.98%	15.01%	-7.04%
其他化学制品III	20.00%	22.94%	-2.94%	8.10%	10.38%	-2.29%
食品及饲料添加剂	26.13%	26.27%	-0.13%	12.27%	12.40%	-0.12%
电子化学品	32.80%	32.06%	0.74%	12.49%	9.98%	2.50%
锂电化学品	21.29%	24.58%	-3.29%	11.97%	13.39%	-1.42%
氟化工	24.17%	22.26%	1.91%	13.36%	10.47%	2.88%
有机硅	28.75%	43.50%	-14.75%	17.25%	28.97%	-11.72%
聚氨酯	16.51%	25.67%	-9.16%	9.64%	16.39%	-6.75%
橡胶助剂	10.36%	15.85%	-5.49%	3.87%	7.60%	-3.73%
改性塑料	14.46%	14.85%	-0.38%	4.40%	4.03%	0.37%
合成树脂	27.60%	32.44%	-4.84%	16.25%	19.93%	-3.69%
膜材料	17.98%	24.13%	-6.15%	4.73%	8.23%	-3.50%
其他塑料制品	13.05%	14.93%	-1.88%	4.02%	1.95%	2.07%
轮胎	14.62%	15.51%	-0.89%	3.18%	3.85%	-0.67%
橡胶制品	11.38%	12.95%	-1.57%	3.00%	3.77%	-0.76%

资料来源：中原证券、wind

从 2023 年一季度态势来看，11 个子行业营业收入同比实现增长，22 个子行业同比下滑。其中民爆用品、橡胶助剂、食品及饲料添加剂、锂电化学品和轮胎行业收入增速较快，锦纶、

钾肥、电子化学品、氯碱和农药行业收入下滑幅度较大。净利润方面，轮胎、民爆用品、日用化学品、复合肥和碳纤维等行业利润同比快速增长，粘胶、锦纶、印染化学品、氨纶等纺织服装产业链以及氟化工、氯碱、橡胶助剂、钛白粉、锂电化学品、有机硅等行业下滑幅度较大。环比来看，复合肥、聚氨酯、钛白粉、纯碱、氨纶等行业营收环比改善，此外钛白粉、复合肥、日用化学品、农药、纯碱、有机硅等行业利润环比明显改善。

表 3：基础化工各子行业 2023 年一季度收入与利润

三级子行业	2023Q1 营业收入 (亿元)	2022Q1 营业收入 (亿元)	营收同比	营收环比	2023Q1 净利润 (亿元)	2022Q1 净利润 (亿元)	净利润同比	净利润环比
氮肥	1398.32	1567.21	-10.78%	-0.87%	123.09	221.87	-44.52%	34.32%
钾肥	69.35	94.25	-26.42%	-35.43%	34.82	45.91	-24.17%	-36.48%
复合肥	216.82	220.29	-1.58%	25.11%	11.30	11.99	-5.75%	1141.70%
农药	453.08	531.44	-14.74%	2.54%	35.25	68.61	-48.63%	265.76%
磷肥及磷化工	288.56	302.87	-4.73%	-8.13%	23.49	39.06	-39.87%	21.00%
涤纶	86.72	90.53	-4.20%	-13.06%	2.28	4.01	-43.13%	-82.24%
氨纶	72.04	83.48	-13.71%	4.54%	7.67	15.08	-49.14%	37.17%
粘胶	83.83	93.38	-10.22%	2.82%	-1.03	2.16	-147.57%	-44.88%
锦纶	46.49	65.23	-28.73%	-2.84%	0.14	4.50	-96.98%	-112.51%
碳纤维	15.77	14.90	5.80%	11.78%	4.22	4.87	-13.25%	10.61%
纯碱	138.71	137.94	0.56%	8.21%	21.60	29.09	-25.75%	120.82%
氯碱	384.87	463.32	-16.93%	-16.06%	11.18	43.82	-74.49%	-27.21%
无机盐	45.19	43.74	3.32%	-17.03%	5.02	7.87	-36.25%	18.90%
其他化学原料	218.61	241.12	-9.34%	-6.01%	4.25	34.46	-87.67%	-127.42%
钛白粉	109.12	107.13	1.86%	9.06%	6.55	15.38	-57.44%	2506.05%
日用化学品	125.03	122.60	1.98%	-7.48%	9.99	7.88	26.85%	497.17%
民爆用品	103.51	71.77	44.23%	-27.86%	6.01	3.27	83.81%	-201.71%
涂料油墨颜料	61.12	62.38	-2.02%	-24.56%	0.53	1.80	-70.35%	-269.33%
印染化学品	78.83	92.05	-14.36%	-36.55%	4.05	8.64	-53.12%	-30.51%
其他化学制品III	388.18	413.35	-6.09%	-11.12%	20.65	44.16	-53.23%	24.96%
食品及饲料添加剂	225.59	196.60	14.75%	-39.02%	20.35	31.08	-34.53%	-26.32%
电子化学品	67.41	82.57	-18.36%	-13.09%	5.75	11.29	-49.03%	-14.39%
锂电化学品	708.10	636.09	11.32%	-28.12%	37.36	107.35	-65.20%	-56.99%
氟化工	94.56	103.28	-8.44%	-16.86%	3.83	16.15	-76.29%	-61.69%
有机硅	95.63	106.62	-10.31%	1.42%	12.01	27.00	-55.51%	45.56%
聚氨酯	444.29	445.08	-0.18%	16.77%	42.12	55.80	-24.51%	43.19%
橡胶助剂	59.41	51.28	15.85%	-8.44%	0.76	1.97	-61.67%	-25.66%
改性塑料	202.97	191.93	5.75%	-12.59%	6.89	8.29	-16.86%	-39.82%
合成树脂	110.55	112.02	-1.31%	-10.61%	15.31	20.46	-25.15%	12.64%
膜材料	99.36	105.19	-5.54%	-2.25%	3.14	10.34	-69.58%	-133.59%
其他塑料制品	100.97	108.96	-7.34%	-5.98%	4.80	7.34	-34.64%	-155.75%
轮胎	185.63	169.21	9.71%	3.79%	8.81	1.69	422.69%	31.16%
橡胶制品	232.45	272.63	-14.74%	-25.85%	6.40	9.98	-35.87%	8.81%

资料来源：中原证券、wind

盈利能力方面，一季度轮胎、日用化学品和涂料油墨颜料 3 个子行业毛利率同比提升，30 个子行业同比下滑。其中轮胎行业改善幅度最大，氟化工、其他化学原料、有机硅、锂电化学品、钛白粉、氨纶和碳纤维等行业下滑幅度较大。净利率方面，轮胎、日用化学品、钾肥和民爆用品 4 个子行业净利率同比提升，29 个子行业净利率同比下滑。有机硅、其他化学原料、锂电化学品、氟化工、钛白粉、氨纶等行业下滑幅度较大。环比来看，多数子行业毛利率和净利率出现改善，其中有机硅、锦纶、氨纶、纯碱和复合肥等行业毛利率改善幅度较大，其他塑料制品、膜材料、民爆用品等行业净利率改善幅度较大。

表 4：基础化工各子行业 2023 年一季度盈利能力

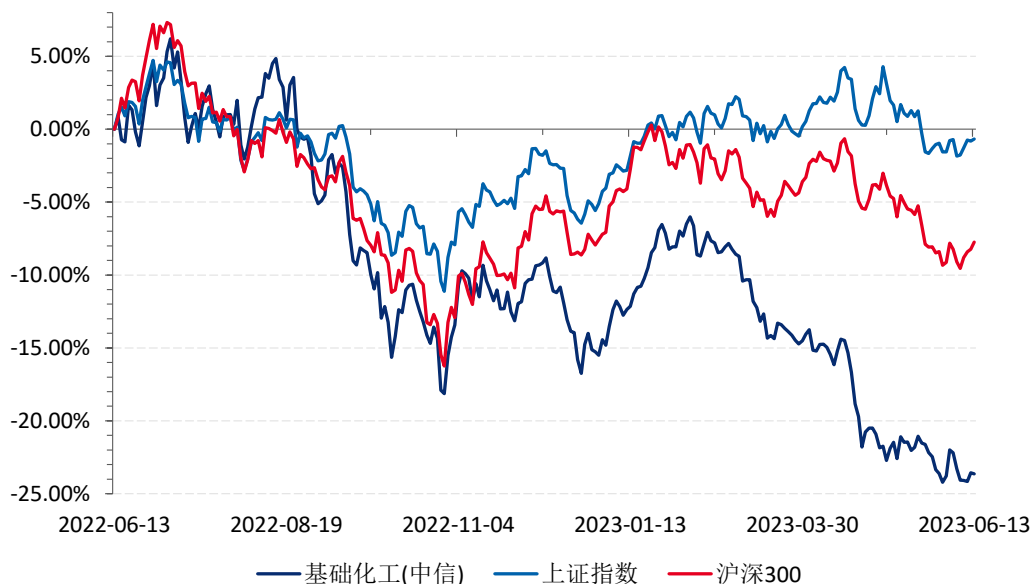
三级子行业	2023Q1 毛 利率	2022Q1 毛利 率	毛利率 同比	毛利率 环比	2023Q1 净利率	2022Q1 净利率	净利率同 比	净利率环 比
氮肥	20.29%	27.04%	-6.75%	-0.66%	8.80%	14.16%	-5.35%	2.31%
钾肥	70.81%	75.49%	-4.68%	-4.23%	50.21%	48.71%	1.49%	-0.83%
复合肥	12.61%	14.19%	-1.59%	4.94%	5.21%	5.44%	-0.23%	4.69%
农药	24.74%	28.70%	-3.95%	0.27%	7.78%	12.91%	-5.13%	5.60%
磷肥及磷化工	17.33%	24.04%	-6.71%	0.23%	8.14%	12.90%	-4.76%	1.96%
涤纶	5.26%	10.73%	-5.47%	0.08%	2.63%	4.43%	-1.80%	-10.25%
氨纶	19.52%	28.53%	-9.00%	5.49%	10.65%	18.07%	-7.42%	2.53%
粘胶	13.88%	15.42%	-1.54%	0.55%	-1.23%	2.32%	-3.54%	1.06%
锦纶	10.53%	15.11%	-4.58%	7.68%	0.29%	6.90%	-6.61%	2.56%
碳纤维	37.85%	45.99%	-8.15%	-0.25%	26.79%	32.67%	-5.88%	-0.28%
纯碱	29.31%	32.27%	-2.96%	5.26%	15.57%	21.09%	-5.52%	7.94%
氯碱	12.04%	18.72%	-6.68%	0.87%	2.90%	9.46%	-6.55%	-0.44%
无机盐	25.64%	32.10%	-6.46%	0.81%	11.10%	17.99%	-6.89%	3.35%
其他化学原料	10.72%	24.85%	-14.13%	2.00%	1.94%	14.29%	-12.35%	8.61%
钛白粉	17.59%	28.43%	-10.84%	2.38%	6.00%	14.36%	-8.36%	5.75%
日用化学品	40.14%	38.16%	1.98%	-5.80%	7.99%	6.43%	1.57%	6.75%
民爆用品	22.48%	24.87%	-2.38%	0.28%	5.80%	4.55%	1.25%	9.92%
涂料油墨颜料	23.46%	22.21%	1.26%	-0.84%	0.87%	2.89%	-2.01%	1.26%
印染化学品	21.15%	26.20%	-5.05%	-2.35%	5.14%	9.39%	-4.25%	0.45%
其他化学制品III	17.47%	22.55%	-5.08%	-0.97%	5.32%	10.68%	-5.36%	1.54%
食品及饲料添加剂	21.23%	29.32%	-8.08%	-1.17%	9.02%	15.81%	-6.79%	1.55%
电子化学品	31.36%	33.06%	-1.70%	-2.33%	8.53%	13.67%	-5.13%	-0.13%
锂电化学品	14.70%	27.86%	-13.17%	-2.71%	5.28%	16.88%	-11.60%	-3.54%
氟化工	15.31%	30.25%	-14.93%	-6.57%	4.05%	15.63%	-11.58%	-4.74%
有机硅	25.28%	39.16%	-13.87%	10.48%	12.56%	25.32%	-12.76%	3.81%
聚氨酯	17.53%	20.29%	-2.76%	1.18%	9.48%	12.54%	-3.06%	1.75%
橡胶助剂	8.56%	11.15%	-2.59%	-0.47%	1.27%	3.84%	-2.57%	-0.29%
改性塑料	13.95%	15.06%	-1.11%	-0.37%	3.40%	4.32%	-0.92%	-1.54%
合成树脂	25.79%	30.82%	-5.03%	4.11%	13.85%	18.26%	-4.41%	2.86%
膜材料	13.92%	21.37%	-7.44%	0.24%	3.16%	9.83%	-6.66%	12.37%
其他塑料制品	11.89%	15.06%	-3.16%	0.73%	4.75%	6.74%	-1.98%	12.76%
轮胎	16.99%	12.84%	4.15%	0.43%	4.75%	1.00%	3.75%	0.99%
橡胶制品	11.58%	13.11%	-1.53%	1.59%	2.75%	3.66%	-0.91%	0.88%

资料来源：中原证券、wind

1.2. 化工行业二级市场表现：2022 年整体跑输市场

2023 年以来，截至 6 月 20 日，中信基础化工指数下跌 9.14%，跑输上证综指 14.03 个百分点，跑输沪深 300 指数 10.50 个百分点，表现在 30 个中信一级行业中排名第 25 位，行业表现弱于 2022 年。2022 年中信基础化工指数下跌 22.47%，在 30 个中信一级行业中排名第 23 位。

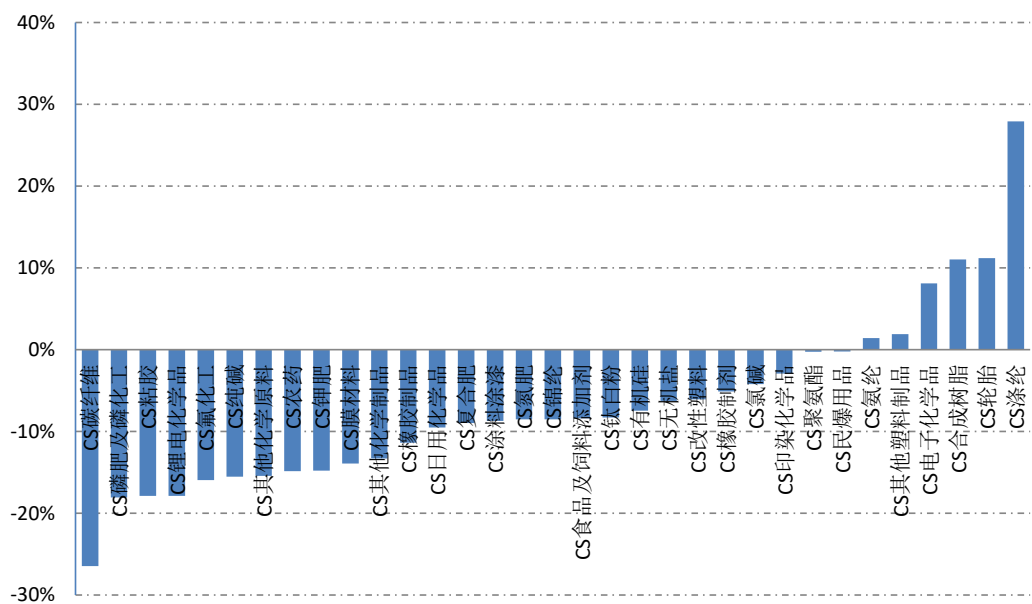
图 7：近一年基础化工指数表现



资料来源：中原证券、wind

从子行业来看，2022 年以来，33 个中信三级子行业中，6 个子行业上涨，27 个子行业下跌，其中涤纶、轮胎和合成树脂行业表现居前，分别上涨 27.98%、11.17%和 8.24%，碳纤维、磷肥及磷化工、粘胶行业表现居后，分别下跌 26.45%、18.07%及 17.90%。

图 8：2023 年以来基础化工三级子行业行情表现（截至 6 月 20 日）



资料来源：中原证券、wind

个股方面，基础化工板块 478 只个股中，153 支股票上涨，323 支下跌。华西股份、容大感光、中石科技、名臣健康和昆工科技位居涨幅榜前五位，涨幅分别为 160.36%、135.73%、81.34%、77.61%和 70.30%。

表5：2023年以来基础化工板块个股领涨、领跌情况

涨跌幅前 10			涨跌幅后 10		
证券代码	证券简称	涨跌幅 (%)	证券代码	证券简称	涨跌幅 (%)
000936.SZ	华西股份	160.36	002411.SZ	必康退	-89.51
300576.SZ	容大感光	135.73	830974.BJ	凯大催化	-64.86
300684.SZ	中石科技	81.34	836422.BJ	润普食品	-56.49
002919.SZ	名臣健康	77.61	600165.SH	宁科生物	-43.93
831152.BJ	昆工科技	70.30	300767.SZ	震安科技	-43.38
300538.SZ	同益股份	64.50	688560.SH	明冠新材	-42.89
300522.SZ	世名科技	59.40	688116.SH	天奈科技	-41.73
832225.BJ	利通科技	57.10	300035.SZ	中科电气	-41.55
603683.SH	晶华新材	55.03	688267.SH	中触媒	-41.26
300847.SZ	中船汉光	53.54	001328.SZ	登康口腔	-41.23

资料来源：中原证券、wind

2. 2023 年下半年化工行业展望

2.1. 固定资产投资快速增长，龙头企业保持扩产态势

2020 年下半年以来，随着行业景气逐步上行，化工行业固定资产投资增速开始进入新一轮增长阶段。近年来由于行业盈利水平处于高位，盈利规模不断增长，行业投资力度亦明显提升。2021 年、2022 行业固定资产投资总额同比分别增长 15.7%和 18.8%，增速创 2013 年以来的新高。今年以来，行业投资力度仍保持在较高位置。1-4 月化学原料及化学制品制造业固定资产投资累计同比增长 15.5%，增速仍保持在较高水平。考虑到化工行业 1 年半至 2 年的投产周期，此轮景气周期伴随的新产能投放预计将在 2023-2024 年陆续释放，为行业带来一定的供给压力。

图9：化学原料及制品业固定资产投资增速

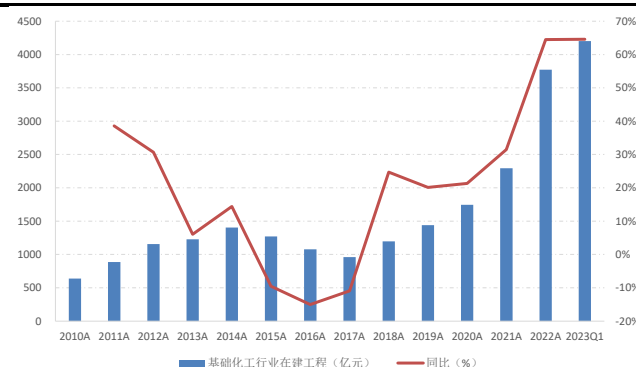


资料来源：中原证券、wind、国家统计局

从上市公司在建工程来看，2023 年一季度末基础化工板块在建工程合计 4201.46 亿元，同比增加 1648.55 亿元，增长 64.58%，增速自 2021 年以来连续提升。在建工程占总资产比重为 10.69%，同比提升 2.78 个百分点。在建工程占总资产的比重自 2017 年以来持续提升。上市公

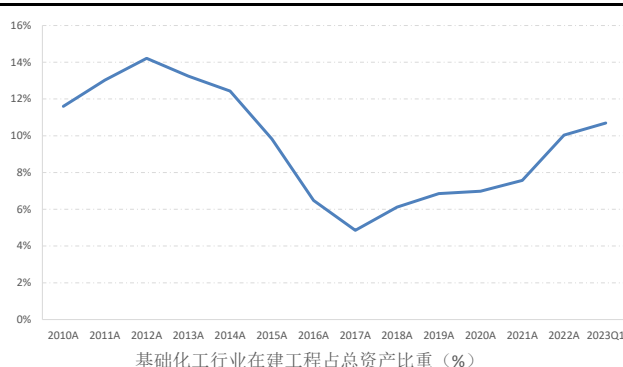
司总体属于各自子行业中的龙头企业，可见目前化工的龙头企业固定资产投资热情较高。由于扩产主要集中在龙头企业，预计此轮行业产能的投放相对有序。随着龙头企业规模优势与竞争力的不断提升，未来行业的集中度将进一步集中于龙头企业，强者恒强成为行业的重要特征。

图10：基础化工板块在建工程



资料来源：中原证券、wind

图11：基础化工板块在建工程占总资产比重



资料来源：中原证券、wind

从具体子行业来看，2023年一季度基础化工各子行业中，30个子行业在建工程同比增长，有机硅、碳纤维、涤纶、纯碱、钾肥、氨纶、氯碱和锂电化学品等行业在建工程同比增幅较大。从绝对规模上看，锂电化学品、聚氨酯、氮肥、氯碱、其他化学制品、其他化学原料等行业在建工程规模较大。

表 6：2023Q1 基础化工各行业在建工程

三级子行业	2023Q1 在建工程（亿元）	2022Q1 在建工程（亿元）	在建工程同比
氮肥	362.88	190.85	90.14%
钾肥	26.56	7.71	244.50%
复合肥	57.81	39.81	45.24%
农药	225.24	173.87	29.55%
磷肥及磷化工	87.43	83.79	4.35%
涤纶	20.71	4.86	326.27%
氨纶	44.07	11.21	292.98%
粘胶	25.05	20.35	23.08%
绵纶	53.04	40.61	30.61%
碳纤维	31.28	3.54	783.28%
纯碱	101.39	23.38	333.59%
氯碱	355.36	136.51	160.32%
无机盐	18.77	23.66	-20.66%
其他化学原料	236.22	181.02	30.49%
钛白粉	88.45	72.39	22.19%
日用化学品	21.32	17.73	20.22%
民爆用品	29.28	26.84	9.11%
涂料油墨颜料	41.12	43.89	-6.31%
印染化学品	41.59	56.24	-26.06%
其他化学制品III	283.76	159.62	77.78%
食品及饲料添加剂	105.77	78.82	34.20%
电子化学品	56.52	49.27	14.71%
锂电化学品	412.68	140.26	194.22%

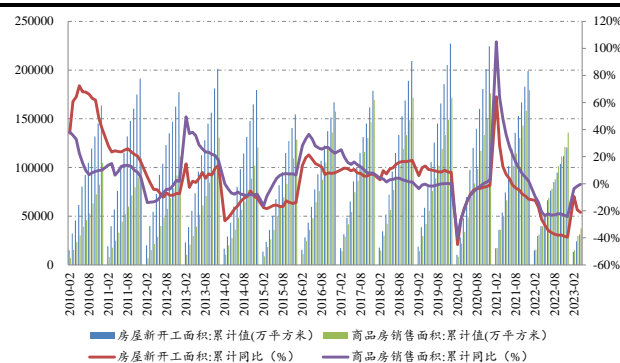
氟化工	102.25	48.82	109.44%
有机硅	193.82	13.34	1352.76%
聚氨酯	383.40	308.42	24.31%
橡胶助剂	17.48	15.93	9.71%
改性塑料	160.08	117.96	35.71%
合成树脂	212.41	132.17	60.71%
膜材料	94.66	62.59	51.24%
其他塑料制品	31.55	25.63	23.10%
轮胎	116.14	86.43	34.37%
橡胶制品	163.37	155.39	5.14%

资料来源：中原证券、wind

2.2. 下游需求有所修复，未来有望边际复苏

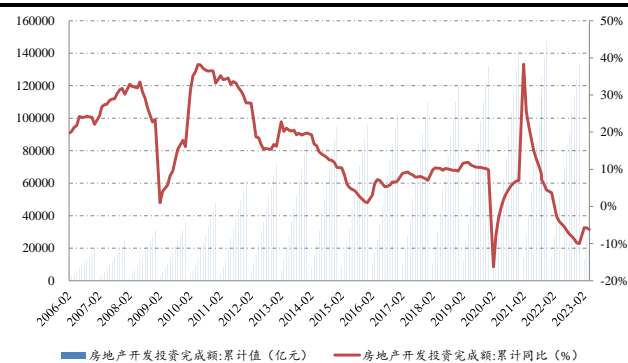
从房地产领域的需求来，2021 年以来，受房地产调控政策收紧的影响，房地产的各项数据出现快速下滑，对化工需求亦造成拖累。目前房地产行业需求仍未得到提振，行业下滑的态势依然延续。从开工、销售和房地产投资的数据来看，2022 年全国房地产开工和销售面积分别为 12.06 亿和 13.58 亿平方米，分别同比下滑 39.40%和 24.30%，增速呈现逐月下滑的态势。今年 1-4 月，房地产开工和销售面积分别为 3.12 和 3.76 亿平方米，同比下滑 21.20%和 0.40%，仍然维持下滑态势，但降幅有所缩小。房地产固定资产投资方面，2022 年全国房地产固定资产投资 13.29 万亿元，同比下滑 10.0%，今年 1-3 月，房地产固定资产投资 3.55 万亿，同比下滑 6.20%。总体来看，房地产行业仍处于下行的阶段，但下滑态势有所放缓。

图12：房地产新开工面积与销售面积累计增速



资料来源：中原证券、wind、国家统计局

图13：房地产投资累计增速



资料来源：中原证券、wind、国家统计局

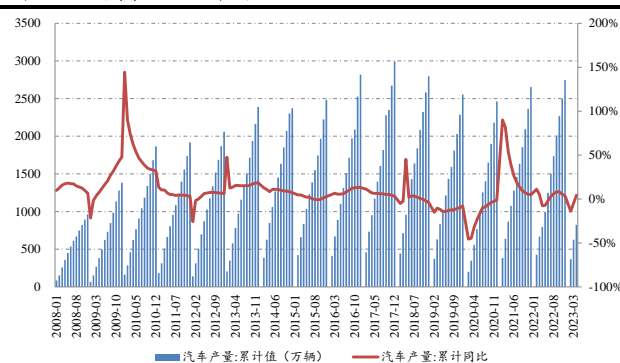
汽车方面，2022 年以来为提振经济刺激消费，财政部、税务总局发布政策，对部分乘用车购置税减半征收。加上各地政府出台多项刺激汽车消费的补贴政策，大力拉动了国内汽车的产销。今年以来 1-4 月我国汽车累计产量 824.7 万辆，同比增长 4.3%。汽车产业作为宏观经济的重要支撑，未来汽车领域的扶持政策与措施有望陆续出台，推动我国汽车产销维持较好态势，从而对产业链相关化工品带来拉动。

家电方面，2022 年我国彩电产量 1.96 亿台，同比增长 6.4%；空调产量 2.22 亿台，同比增长 1.8%；冰箱产量 8664.4 万台，同比下滑 3.6%；洗衣机产量 9106.3 万台，同比增长 4.6%。今年 1-4 月，我国彩电产量 6082.6 万台，同比增长 3.3%，空调产量 8869.5 万台，同比增长 12.2%，

家用冰箱产量 3009.4 万台，同比增长 11.0%，洗衣机产量 3211.4 万台，同比增长 15%。从增速上看，主要家电产量增速均呈回升的态势，需求态势表现较好。纺织服装方面，2022 年我国布产量 367.5 亿米，同比下滑 6.6%，纱产量 2719.1 万吨，同比下滑 6.6%。今年 1-4 月，我国布产量 100.4 亿米，同比下滑 7.6%，纱产量 748.9 万吨，同比下滑 4.3%。受内外需求下行影响，纺织服装领域需求相对疲软。总体来看，化工各领域的需求有一定修复。

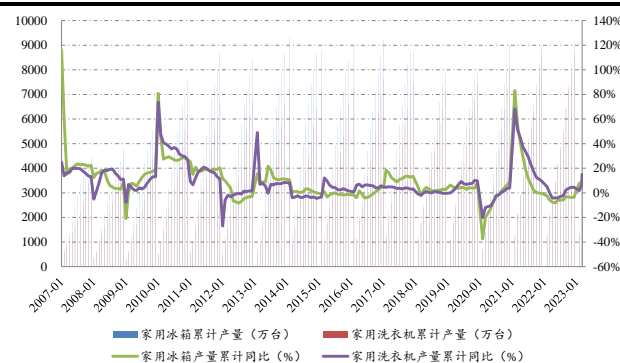
2022 年以来，中央多次召开稳经济、保增长的相关会议，推出多项政策，着力推动经济增速回升。今年的政府工作报告将 2023 年增速目标设定为 5%，坚持稳中求进总基调。总体来看，我国宏观经济韧性强、潜力大、活力足。未来随着我国经济刺激政策的陆续出台，化工行业下游需求有望逐步复苏。

图 14：汽车产量累计增速



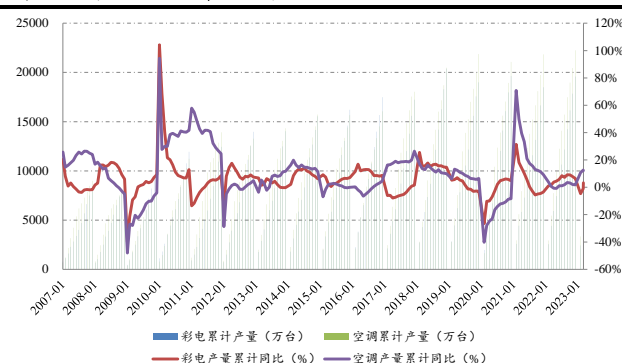
资料来源：中原证券、wind、国家统计局

图 16：冰箱、洗衣机产量增速



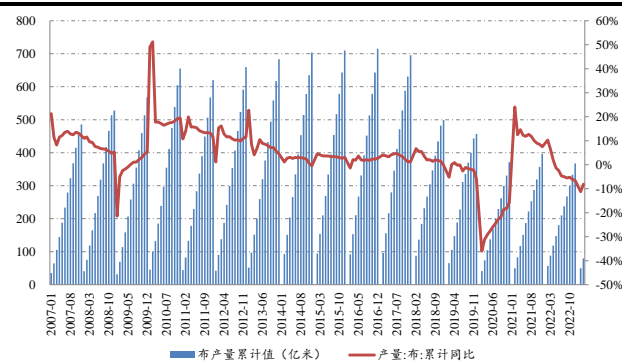
资料来源：中原证券、wind、国家统计局

图 15：彩电、空调产量增速



资料来源：中原证券、wind、国家统计局

图 17：布产量累计增速



资料来源：中原证券、wind、国家统计局

2.3. 供需两弱，油价预计总体保持震荡态势

2022 年 2 月底以来，受俄乌局势影响，欧美等国对俄罗斯的制裁加剧了国际原油供应紧张的态势，推动油价上涨至 110 美元/桶以上的高油价区间，WTI 原油一度上涨至 130.5 美元/桶，布伦特油价一度上涨至 139.13 美元/桶的高位，创 2008 年以来的高位。2022 年下半年以来，受美联储加息以及全球经济下行导致的需求下滑等因素影响，原油价格高位回落。截止 2023 年 6 月 13 日，WTI 原油报收 69.42 美元/桶，布伦特原油报 74.29 美元/桶，总体维持中油价区间。

图18: WTI原油价格



资料来源：中原证券、卓创资讯

图19: 布伦特原油价格



资料来源：中原证券、卓创资讯

从原油供需的基本面来看，目前国际原油呈现供需两弱的状态。供给面，近年来 OPEC 持续通过减产等措施提振油价，高油价诉求凸显。同时由于全球油气巨头近年来持续绿色转型，资本开始持续处于低位，难以为原油供给带来有效增量。需求面，在欧美通胀和加息背景下，海外经济衰退预期仍存，对原油需求带来压制。在此情况下，预计未来全球原油继续呈现区间震荡的可能性较大。

2.4. 双碳目标引领行业高质量发展

2.4.1. 双碳背景下，行业供给侧受到较强制约

2020 年 9 月总书记在联合国大会上提出我国碳达峰和碳中和目标。之后，我国陆续出台了一系列国家层面的政策，推动碳中和目标的完成。2021 年两会上，碳达峰、碳中和首次被写入政府工作报告，并制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。在十四五规划和 2035 年远景纲要中，我国提出 2035 年碳排放达峰后稳中有降；能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高，单位国内生产总值能源消耗和二氧化碳排放分别降低 13.5%、18%，非化石能源占能源消费总量比重提高到 20%左右等目标。此外各地方政府也均在规划文件和政策中将碳减排和碳中和作为重要的政策目标，制定碳减排相关目标。近年来我国关于碳中和相关的政策陆续出台，推动绿色循环经济高质量发展，也对化工等产业带来深远影响。

表7: 我国关于碳中和相关表态

时间	会议/政策文件	内容
2020年9月	联合国大会	习近平总书记在联合国大会上提出：“中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于2030 年前达到峰值，争取在2060 年前实现碳中和。”
2020 年12 月	气候雄心峰会	习近平总书记宣布，到2030 年，中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比2005 年下降65%以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到25%左右，森林蓄积量将比2005 年增加60亿立方米，风电、太阳能发电总装机容量将达到12亿千瓦以上。
2020 年12 月	中央经济工作会议	二氧化碳排放力争2030年前达到峰值，2060年前实现碳中和。抓紧制定2030年前碳排放达峰行动方案，支持有条件的地方率先达峰。加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。继续打好污染防治攻坚战，实现减污降碳协同效应。开展大规模国土绿化行动，提升生态系统碳汇能力。
2021 年 3 月	政府工作报告	扎实做好碳达峰、碳中和各项工作。制定碳排放达峰行动方案。优化产业和能源结构。

资料来源：中原证券、政策文件

为实现降低碳排放的目标，我国需要调整产业与能源结构，降低化石能源在能源消费中的比重，提升光伏、风电等可再生能源的比重，逐步实现能源的低碳化。此外，还需加快推动产业结构的调整转型，大力淘汰落后产能、化解过剩产能、优化存量产能，严格控制高耗能行业新增产能，推动钢铁、石化、化工等传统高耗能行业转型升级。

为如期实现碳中和目标，全国各省、直辖市也陆续制定了碳中和工作目标，对高耗能子行业的供给和扩产机会进行了严格的限制。在政策压力下，未来高耗能的落后产能将陆续出清，从而推动各板块集中度的进一步提升，各板块龙头企业的优质存量资产将会在改革中充分受益。

表8：部分省市碳中和相关政策

省份	政策主要内容
江苏	推动绿色低碳循环发展，持续推进石化、钢铁、建材、印染等重点行业清洁生产，着力发展化工循环经济体系。
浙江	坚决遏制地方新上石化、化纤等高耗能行业项目，对新上石化、化纤、水泥、钢铁、造纸等高耗能项目，原则上要实行用能权有偿使用交易和差别化电价政策。严格涉煤项目准入，鼓励使用洁净煤和高热值煤，支持工业企业实施传统能源改造，加快高耗能落后企业产能、设备的淘汰和退出。
广东	全面推进有色、建材、陶瓷、纺织印染、造纸等传统制造业绿色化低碳化改造。培育壮大节能环保产业，推广应用节能低碳环保产品，全面推行绿色建筑，推广新能源交通运输，强化油路车企联合防控，推进煤改气，油改气，严格工地扬尘和露天焚烧管控。
河南	实施2030年前碳排放达峰行动，打造绿色低碳循环发展的经济体系，力争如期实现碳达峰，碳中和刚性目标。推动以煤为主的能源体系加快转型，推动重点行业清洁生产和绿色化改造。对基础较好的节能环保、尼龙新材料、智能装备、新能源及网联汽车5个产业，重点突破新技术，推动规模和质量提升，加快新能源汽车等项目建设。
内蒙古	严格控制能耗总量和能耗强度，新建项目单位产品能耗必须达到国家先进标准，化工、冶金、建材等行业限期达到国家能耗先进标准。逐步压减高耗能行业用电负荷。做优做强现代能源经济，推进煤炭安全高效开采和清洁高效利用，高标准建设鄂尔多斯国家现代煤化工产业示范区。 明确对电解铝、铁合金、电石、烧碱、水泥、钢铁、黄磷、锌冶炼8个行业实行差别电价政策。 2021年起，不再审批焦炭（兰炭）、电石、PVC、合成氨（尿素）、甲醇、乙二醇、烧碱、纯碱、磷铵、黄磷、水泥（熟料）、平板玻璃、超高功率以下石墨电极、钢铁（已进入产能置换公示阶段的，按国家规定执行）、铁合金、电解铝、氧化铝（高铝粉煤灰提取氧化铝除外）、蓝宝石、无下游转化的多晶硅、单晶硅等新增产能项目，确有必要建设的，须在区内实施产能和能耗减量置换。除国家规划布局和自治区延链补链的现代煤化工项目外，“十四五”期间原则上不再审批新的现代煤化工项目。
山西	适时实施全面禁塑，杜绝白色污染。大力倡导绿色消费，完善绿色能源。推动煤矿绿色智能开采，推进煤炭分质分级利用，抓好煤炭消费减量等量替代。促进现代煤化工走高端化、差异化、市场化和环境友好型道路。
陕西	2030年前实现碳达峰，推动能化产业高端化发展，加快建设1500万吨煤炭分质利用、80万吨乙烷裂解制乙烯等项目，支持光伏、风电等清洁能源发展。推动煤炭清洁高效转化，发展精细化工材料和终端应用产品，延伸产业链，提高附加值。

资料来源：中原证券、各省政府工作报告

在碳中和背景下，未来高耗能的化工子行业将面临较大的碳排放压力。碳定价机制的退出也将推动化工行业成本的上升，落后产能将面临淘汰压力。这些因素均有望倒逼行业技术进步，推动产业转型升级，同时也对行业供给侧带来制约，推动行业格局的优化。

2.4.2. 行业格局重塑，龙头企业竞争优势进一步提升

持续提高能源利用效率，合理控制能源消费总量有利于推动碳达峰碳中和目标实现。能耗双控是实现碳达峰碳中和目标任务的关键支撑。我国的能耗双控政策自“十一五”期间提出，迄今已跨越四个五年计划，各阶段的目标也在不断推进。“十一五”提出把单位 GDP 能耗降低作

为约束性指标，并首次提出一次能源消费总量控制目标和万元 GDP 能耗下降目标。“十二五”期间进一步提出控制能源消费总量的要求。“十三五”期间将能耗双控作为经济社会发展重要约束性指标，明确要求到 2020 年单位 GDP 能耗比 2015 年降低 15%，能源消费总量控制在 50 亿吨标准煤以内。“十四五”要求单位 GDP 能耗降低 13.5%，二氧化碳排放降低 18%，非化石能源占能源消费总量比重提高到 20%左右。

表9：我国能耗双控政策演进

时间	政策	要求
2006年	《“十一五”期间各地区单位生产总值能源消耗降低指标计划》	“十一五”期间，全国单位国内生产总值能源消耗指标从2005年的1.22吨标煤/万元下降到2010年的0.98吨标煤/万元，降幅20%左右。
2013年	《能源发展“十二五”规划》	实施能源消费强度和消费总量双控制，能源消费总量40亿吨标煤，单位国内生产总值能耗比2010年下降16%。
2015年	《中共中央关于制定“十三五”规划的建议》	强化约束性指标管理，实行能源和水资源消耗、建设用地等总量和强度双控行动。主动控制碳排放，加强高能耗行业能耗管控，有效控制电力、钢铁、建材、化工等重点行业碳排放，支持优化开发区域率先实现碳排放峰值目标，实施近零碳排放区示范工程。
2016年	《“十三五”节能减排综合工作方案》	到2020年，全国万元国内生产总值能耗比2015年下降15%，能源消费总量控制在50亿吨标准煤以内。
2021年	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高，单位国内生产总值能源消耗和二氧化碳排放分别降低13.5%、18%，主要污染物排放总量持续减少

资料来源：中原证券、政策文件

在能耗双控的双约束下，政策指标趋严和电力成本抬升这两大问题将持续冲击高耗能行业，未来产业结构优化和过剩产能处置有望加快，推动行业格局的重塑。随着行业格局的持续优化，龙头企业的竞争优势有望进一步凸显。一方面在限电限产的大背景下，龙头企业能够凭借技术、管理等方面的优势，能耗更低，从而实现更高的开工率和更低的成本；另一方面在行业能耗及碳排放成本提升的大背景下，龙头企业的成本控制能力更强，从而获得更大的成本优势。因此未来具有优质园区与产业链一体化等优势，技术与规模领先，环保、安全措施完善的龙头企业有望实现强者恒强，不断扩大市场份额，实现内生性的成长。

2.5. 行业进入发展新阶段，精选价值与周期成长投资机会

在双碳政策的推动下，未来化工行业在供给和需求面都将迎来巨大变化，行业有望进入发展的新阶段。对周期行业而言，建议从需求面着手，一方面关注在农产品涨价拉动下，需求具有保障的农化板块，另一方面关注受益国产汽车崛起，需求具有增长空间的轮胎板块。随着双碳目标的不断推进，化工行业节减排的要求将不断提升，推动行业落后产能的淘汰，行业市场份额持续向龙头企业集中。建议关注万华化学、宝丰能源、华鲁恒升、桐昆股份、卫星化学等优质的一体化行业龙头。

周期行业关注制冷剂和轮胎行业：三代制冷剂将迎来配额制管理阶段，下游空调、冰箱等产量保持较好增长态势，有望拉动制冷剂需求的提升，从而带来行业供需的好转。随着我国汽车产业的崛起，国产轮胎有望凭借配套优势实现进一步发展，提升在全球轮胎市场的份额。国

际海运成本的下降和原材料价格的下行则有望提升轮胎行业盈利水平。

作为发展高端制造业的重要基础，我国高度重视新材料行业的发展，长期以来政策扶持力度持续提升。随着近年来企业在新材料领域的攻坚克难，我国在高端新材料领域已取得较大突破，部分国产新材料的产品渗透率和国产化进程持续提升。受益于下游需求的快速增长以及国家政策的大力扶持，国产新材料行业发展空间可观，确定性较强；生物柴油由于原料来源广泛且可再生、燃烧性能好、环保效果减排效果佳，具有可观的成长空间。

3. 周期板块：关注行业景气复苏的制冷剂以及轮胎行业

3.1. 三代制冷剂即将迎来配额制管理，行业供需有望改善

制冷剂又称冷媒，是空调、冰箱、冷柜等制冷设备制冷的工质。制冷剂主要包括卤代烃类和碳氢化合物类，其中卤代烃类为目前主流的制冷剂。根据化学组分和发展历程，卤代烃类制冷剂通常可划分为四代制冷剂：不含氢的卤代烃称为氯氟化碳（CFCs）；含氢的卤代烃称为氢氯氟化碳（HCFCs）；不含氯的卤代烃称为氢氟化碳（HFCs）；以及碳氢氟类（HFOs）。其中第一、二代制冷剂由于对臭氧层的破坏效应，目前已被完全或逐步停用。第三代制冷剂 HFCs 对臭氧层没有破坏效应，在 2013 年二代制冷剂开始配额制生产后，逐步成为目前主流的制冷剂。

第三代制冷剂由于温室效应高，从长期来看未来终将被淘汰。根据 2016 年签署的《蒙特利尔议定书（基加利修正案）》，规定发达国家需要在 2011-2013 年平均使用量的基础上，自 2019 年开始削减 HFCs 的使用量，并在 2036 年将使用量削减至基准量的 15% 以内。大部分发展中国家（包括中国）应在其 2020 年至 2022 年 HFCs 使用量平均值的基础上，于 2024 年冻结 HFCs 的消费和生产，自 2029 年开始削减，到 2045 年后将 HFCs 使用量削减至其基准值 20% 以内。部分发展中国家（印度、巴基斯坦等）可在 2028 年开始冻结消费和生产，自 2032 年开始削减。

表 10：三代制冷剂淘汰时间表

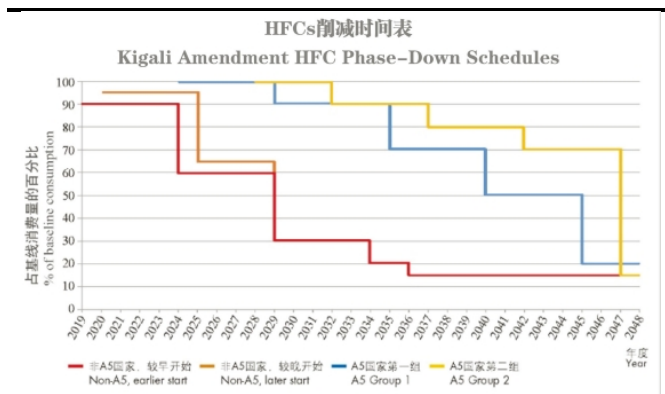
	大部分发达国家	部分发达国家	大部分发展中国家	部分发展中国家
基线年份	2011-2013 年	2111-2013 年	2020-2022 年	2024-2026 年
基线值	2011-2013 年 HFCs 平均值+HCFCs 基线值的 15%	2011-2013 年 HFCs 平均值+HCFCs 基线值的 25%	2020-2022 年 HFCs 平均值+HCFCs 基线值的 65%	2024-2026 年 HFCs 平均值+HCFCs 基线值的 65%
冻结时间	N/A	N/A	2024 年	2028 年
削减进度	2019 年削减 10% 2024 年削减 40% 2029 年削减 70% 2034 年削减 80% 2036 年削减 85%	2020 年削减 5% 2025 年削减 35% 2029 年削减 70% 2034 年削减 80% 2036 年削减 85%	2029 年削减 10% 2035 年削减 30% 2040 年削减 50% 2045 年削减 80%	2032 年削减 10% 2037 年削减 20% 2042 年削减 30% 2047 年削减 85%

资料来源：中原证券、蒙特利尔协议、生态环境部

根据蒙特利尔协议和基加利修正案，发达国家已于 2019 年开始削减 10% 的三代制冷剂产能，并将于 2024 年进一步削减 30%。我国等发展中国家将从 2024 年开始实行配额制并冻结产能，2029 年开始削减产能。2020-2022 年作为我国三代制冷剂的生产和消费配额的基准期，未

来三代制冷剂配额的发放将依据三年期间各企业的市场份额。因此近年来各制冷剂企业纷纷跑马圈地, 扩大市场份额以抢占配额。这导致了制冷剂行业近年来产能持续投放, 市场竞争加剧, 行业供需格局大幅恶化。

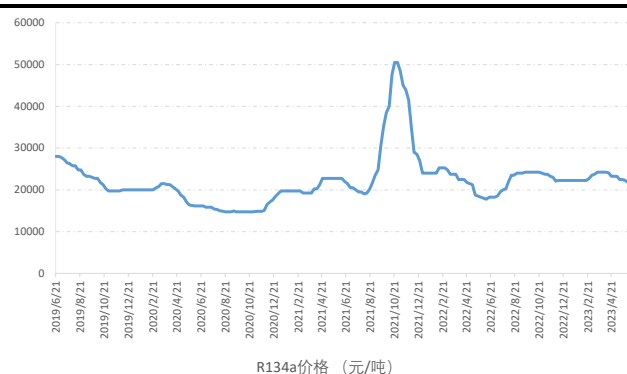
图20: 各国三代制冷剂削减进度



资料来源: 中原证券、生态环境部网站

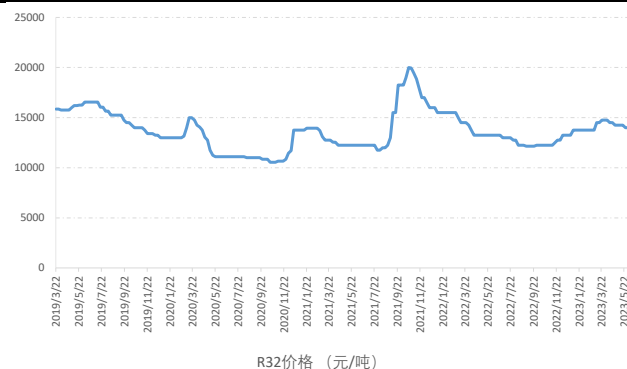
从制冷剂产品价格和景气情况来看, 上一轮制冷剂景气阶段为2017-2018年。2019年以来, 受行业大幅扩产, 叠加下游空调、冰箱等产量增速较低等因素, 制冷剂价格持续下跌, 行业景气持续下行。2022年以来, 随着三代制冷剂配额锁定期的结束, 行业产能亦不再扩张, 行业供需有所改善, 推动产品价格、加工利润的提升。截至2023年6月15日, R134a价格为2.13万元/吨, 较2022年低位的1.78万元/吨上涨19.66%, 制冷剂R32价格为1.4万元/吨, 较2022年低位的1.22万元/吨上涨14.75%。制冷剂的加工利润亦由负转正, 行业盈利明显好转。

图21: 制冷剂R134a价格(元/吨)



资料来源: 中原证券、卓创资讯

图23: 制冷剂R32价格(元/吨)



资料来源: 中原证券、卓创资讯

图22: 制冷剂R134a税前装置毛利(元/吨)



资料来源: 中原证券、卓创资讯

图24: 制冷剂R32税前装置毛利(元/吨)



资料来源: 中原证券、卓创资讯

从需求面来看，制冷剂主要用于空调、冰箱与汽车用空调的制冷，其中空调领域的占比接近 80%。制冷剂需求包括生产与维修替换领域，因而需求量与空调、冰箱、汽车的产量及保有量密切相关。近年来我国空调、冰箱等制冷设备的产销总体保持平稳增长态势。今年 1-4 月，我国空调产量 8869.5 万台，同比增长 12.2%，家用冰箱产量 3009.4 万台，同比增长 11.0%。受益于空调、冰箱等电器需求的增长，制冷剂的下游需求有望实现较快增长。随着行业产能停止扩张甚至下降，制冷剂行业供需有望逐步好转，推动行业景气的复苏。

图25：我国空调年产量及增速



资料来源：中原证券、wind、国家统计局

图26：我国冰箱年产量及增速

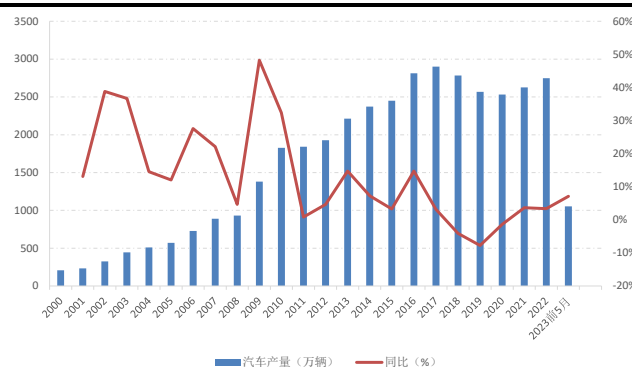


资料来源：中原证券、wind、国家统计局

3.2. 轮胎：国产汽车崛起，轮胎产业迎来发展机遇

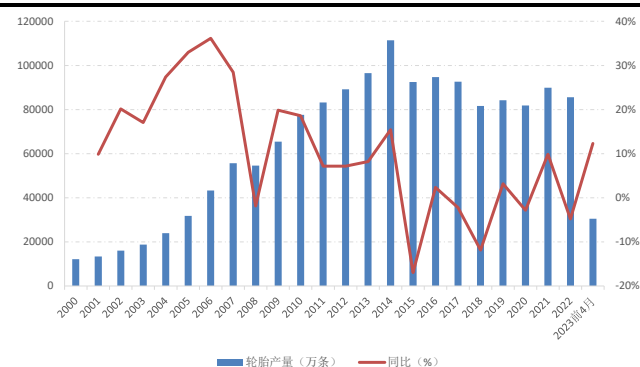
轮胎产业是汽车产业链的重要组成部分，其发展与汽车产业密切相关。自中国加入 WTO 以来，我国的轮胎产业随着汽车产业一同实现了快速发展。2000 年-2022 年，我国轮胎产量自 1.2 亿条增长至 8.6 亿条，复合增速达 9.74%。在产量快速增长的同时，我国轮胎企业也凭借低成本优势，不断扩大市场份额，实现了发展壮大。在 2022 年度全球轮胎 75 强中，有 34 家轮胎企业来自中国，在世界轮胎产业中占据一席之地。

图27：我国汽车年产量



资料来源：中原证券、wind、国家统计局

图28：我国轮胎年产量



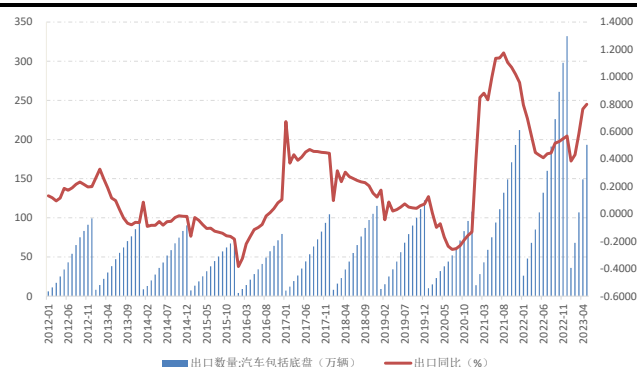
资料来源：中原证券、wind、国家统计局

近年来，我国汽车产业的竞争力不断增强，在全球市场的份额不断增长，推动了汽车出口的大幅提升。2022 年我国汽车出口总量达 332 万辆，同比增长 56.80%。出口量超过德国，成为全球第二大汽车出口国。今年以来，我国汽车出口继续保持旺盛势头，1-4 月出口量 149 万辆，同比增长 75.3%，超越日本，成为全球第一大汽车出口国。

我国汽车产业竞争力的提升有多方面的因素，一方面经过多年积累，我国汽车在外观、质

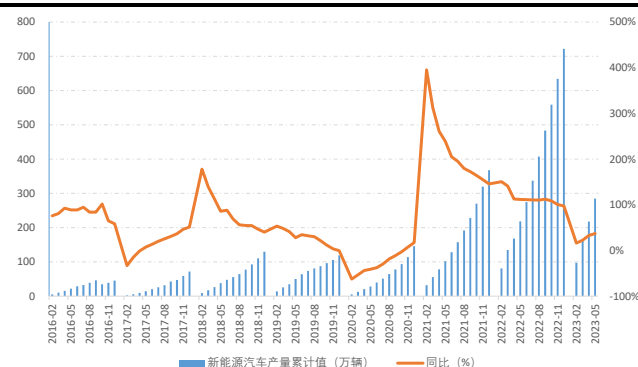
量可靠性及智能化方面大幅提高，产品综合竞争力不断增强；另一方面海外车企受疫情等因素冲击导致供应链短缺，产能大幅减少，中国车企凭借供应链稳定、齐全的优势，提升了市场占有率；此外在全球新能源汽车的浪潮下，我国汽车产业在政策扶持和新能源产业链的配套优势下，实现新能源汽车产销的快速增长，在全球新能源汽车领域位居领先地位。

图29：我国汽车出口量



资料来源：中原证券、wind、海关总署

图30：我国新能源汽车产量

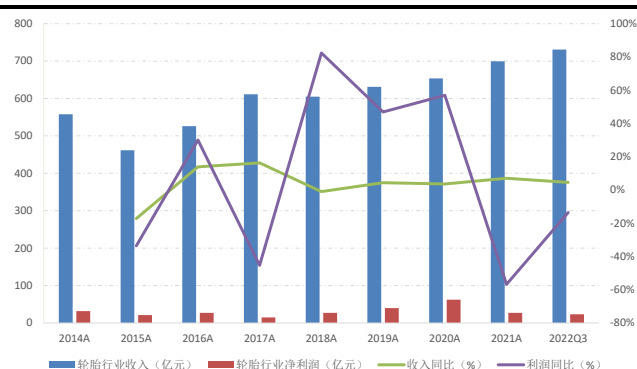


资料来源：中原证券、wind、国家统计局

随着我国汽车产业的崛起，国产汽车产业链有望迎来新一轮的发展机遇。国产轮胎有望通过为国产汽车配套的方式，提升在全球轮胎市场的份额。同时通过为新车配套的广告效应，进一步实现替换市场的领域的增长。总体来看，我国轮胎产业面临较好的发展机遇。

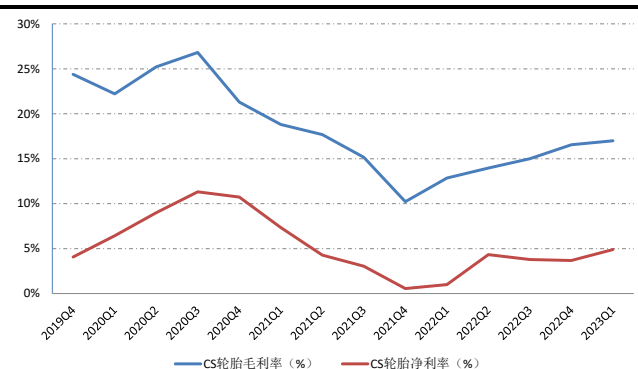
2018年以来，受天然橡胶价格低位运行，国内企业海外项目落地等因素驱动，我国轮胎行业收入、利润迎来一轮上升趋势。2021年以来，受海运费大幅上涨以及原材料成本上升等因素影响，轮胎行业盈利能力承压，业绩出现较大下滑。与此同时，大量行业内的中小企业由于亏损，面临破产退出的局面。2022年下半年以来，随着海运、原材料等成本因素的下行，轮胎行业盈利开始企稳回升。

图31：中信轮胎行业收入利润



资料来源：中原证券、wind

图32：中信轮胎行业单季度盈利能力

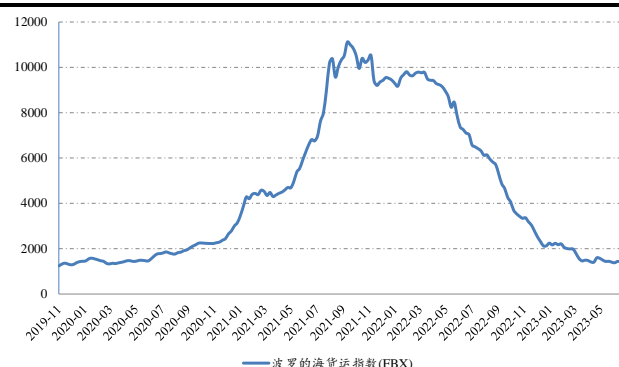


资料来源：中原证券、wind

2020年以来的海运价格大幅上行，主要还是由于运力的短期错配造成的阶段性影响。2022年以来，随着全球运力的恢复，叠加经济下行背景下需求的下滑，全球海运价格快速回落。从波罗的海货运指数以及中国出口集装箱货运指数等航运指数来看，目前全球海运价格已大幅回落。截至2023年6月9日，波罗的海货运指数（FBX）报1440.8点，中国出口集装箱运价综合指数（CCFI）报921.48点，CCFI美东和美西航线指数分别为847.79和679.75点，均已

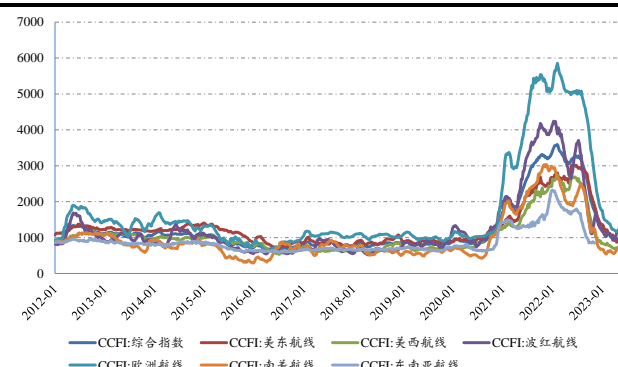
降至 2020 年水平。今年以来，FBX 和 CCFI 海运指数分别下跌 35.56%和 27.52%。随着海运价格的下降，轮胎企业的运输成本有望大幅减轻。

图33：波罗的海货运指数



资料来源：中原证券、wind

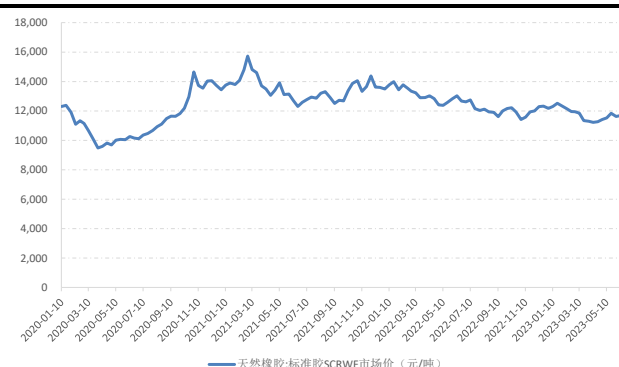
图34：中国出口集装箱货运指数CCFI



资料来源：中原证券、wind、交通部

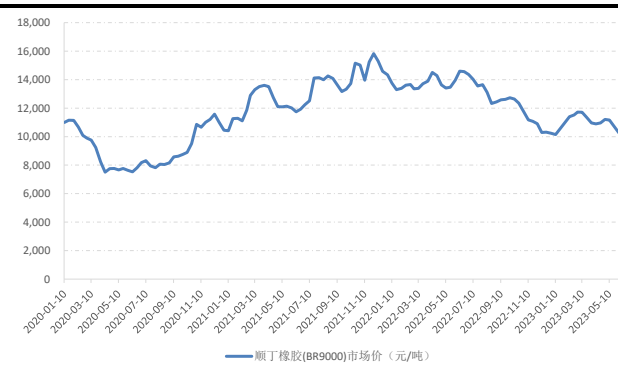
从轮胎的原材料来看，2022 年以来轮胎最主要的原材料天然橡胶和合成橡胶价格均持续回落，其中合成橡胶价格回落幅度较大。在大宗商品价格下行的背景下，轮胎的其他材料价格亦存在下行空间，有望进一步降低轮胎企业的成本，推动盈利的上行。

图35：天然橡胶价格走势



资料来源：中原证券、wind、国家统计局

图36：合成橡胶价格走势



资料来源：中原证券、wind、国家统计局

随着海运与原材料成本的下行，轮胎企业盈利有望底部反转。在中国汽车产业快速发展的带动下，未来国产轮胎有望不断提升全球市场份额，需求具有较大提升空间。中国的轮胎企业实力有望进一步提升，迎来长期发展良机。

4. 成长主线：新材料领域大有可为，生物柴油前景广阔

4.1. 政策与需求驱动，国产新材料大有可为

相较于传统领域，新材料产业发展前景广阔，是国家重点扶持的领域，面临着较好的发展机遇。受益于下游信息技术、新能源、高端装备制造等领域的快速发展以及新材料技术发展带来的产品迭代更新，新材料的需求日益旺盛，市场保持快速增长态势。近年来，我国新材料产业实现了快速发展，彰显发展活力与韧性。2022 年，我国新材料产业总产值约 6.8 万亿元，较 2012 年增长近 6 倍。根据工信部预计，中国新材料行业市场规模在 2025 年达到 10 万亿元，2021 年至 2025 年年均复合增长率达 11.1%，保持两位数增长。

在行业快速发展的同时，我国新材料行业的高端产品仍然存在明显的差距和短板，部分产品占比相对较低，甚至存在空白。根据《中国化工新材料产业发展报告(2022)》，2021年世界化工新材料总产值为4000亿美元（折合人民币约2.8万亿元），其中高端产能主要集中在北美、欧洲、日本等发达地区；同期我国化工新材料行业产值为9616亿元，约占世界总产值的34%，其中高端聚烯烃自给率仅为58%，工程塑料、高性能合成纤维、功能性膜材料、电子化学品等新材料的自给率在60%-70%左右，与发达国家相比有较大差距，存在巨大的国产化空间。

新材料作为我国发展高端制造业的物质基础，对我国经济的转型升级和提质增效具有非常重要的意义，长期以来一直得到国家政策的大力扶持。近年来，在中美贸易摩擦、全球化进程放缓等大环境下，各国均高度重视供应链、产业链的安全可靠。在此背景下，构建我国自主可控、安全可靠的新材料供应体系显得尤为重要。我国政府特出台了一系列政策，进一步加强对新材料行业发展的支持力度。

表11：我国新材料产业相关扶持政策

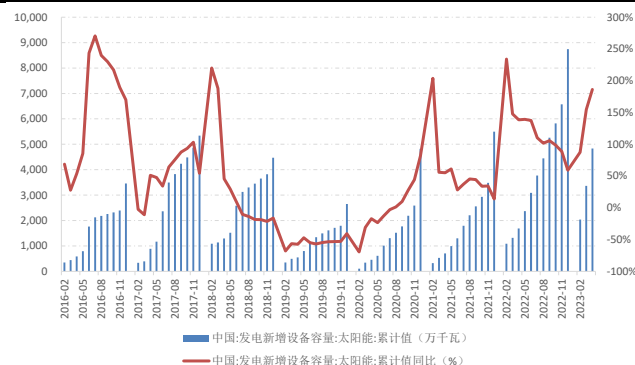
时间	政策文件	主要政策内容
2016.11	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	推动新材料产业提质增效。扩大高强轻合金、高性能纤维、特种合金、先进无机非金属材料、高品质特殊钢、新型显示材料、动力电池材料、绿色印刷材料等规模化应用范围，逐步进入全球高端制造业采购体系。推动优势新材料企业“走出去”，加强与国内外知名高端制造企业的供应链协作。提高新材料附加值，打造新材料品牌，增强国际竞争力。建立新材料技术成熟度评价体系，研究建立新材料首批次应用保险补偿机制。
2016.12	《新材料产业发展指南》	加快推动先进基础材料工业转型升级，大力推进材料生产过程中的智能化和绿色化改造，重点突破材料性能及成分控制、生产加工及应用等工艺技术，开发生物可降解材料。
2019.11	《产业结构调整指导目录（2019版）》	鼓励 TFT-LED、OLED、电子纸显示、激光显示等新型平板显示器件、液晶面板产业用玻璃基板等关键材料及部件的创新发展。鼓励高质量比容量（体积比容量）、高循环寿命的电池负极材料和硅碳等负极材料的发展、促进中国锂电池负极材料产业结构优化调整
2020.9	《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》	实施电池技术突破行动。开展正负极材料、电解液、隔膜、膜电极等关键核心技术研究，加强高强度、轻量化、高安全、低成本、长寿命的动力电池和燃料电池系统短板技术攻关，加快固态动力电池技术研发及产业化
2020.9	《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》	加快新材料产业强弱项。围绕保障大飞机、微电子制造、深海采矿等重点领域产业链供应链稳定，加快在光刻胶、高纯靶材、高温合金、高性能纤维材料、高强高导耐热材料、耐腐蚀材料、大尺寸硅片、电子封装材料等领域实现突破。
2021.3	《十四五规划》	发展战略性新兴产业。加快壮大新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等产业。
2023.3	政府工作报告	加快建设现代化产业体系。开展产业强链补链行动，集中优质资源合力推进关键核心技术攻关

资料来源：中原证券、工信部、发改委、国务院

随着近年来企业在新材料领域的攻坚克难，我国在高端新材料领域已取得较大突破，部分国产新材料的产品渗透率和国产化进程持续提升。根据化工新材料行业“十四五”规划数据，经过“十三五”的快速发展，我国化工新材料行业整体自给率已达61%，与“十二五”相比有了长足的进步。目前我国已形成全球门类最齐全、规模第一的材料产业体系。新材料领域国家先进制造业产业集群数量累计达到7个。与此同时，随着我国经济的转型升级，部分新材料下

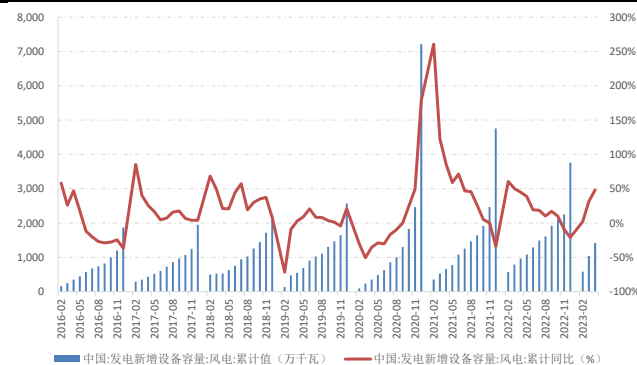
游行业也正迎来快速增长，如锂电池、光伏、风电等新能源产业以及半导体产业等。在下游行业的带动下，相关新材料细分领域，如锂电池材料、光伏材料、风电材料和半导体材料等有望迎来快速发展良机。

图37：我国光伏新增装机容量



资料来源：中原证券、wind、国家能源局

图38：我国风电新增装机容量



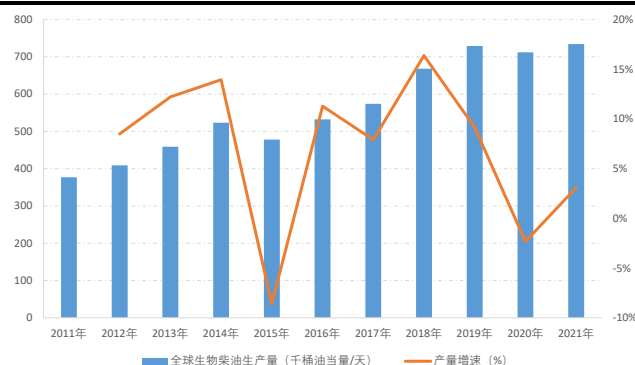
资料来源：中原证券、wind、国家能源局

4.2. 绿色能源成大趋势，生物柴油迎来发展良机

生物柴油通常以油料作物、厨余废油和动物油脂等作为原料加工而成，其性能与普通柴油类似，是一种优质的石化燃料替代品。生物柴油是典型的“绿色能源”，具有原料来源广泛且可再生、燃烧性能好、环保效果显著等特性。目前全球的生物柴油产业中，我国出于粮食安全的基本国策，仅以废弃油脂作为原料来源，其他国家则以植物油脂为主。其中欧洲以菜籽油为主要原料、美国、巴西、阿根廷以豆油为主，东南亚则以棕榈油为主。

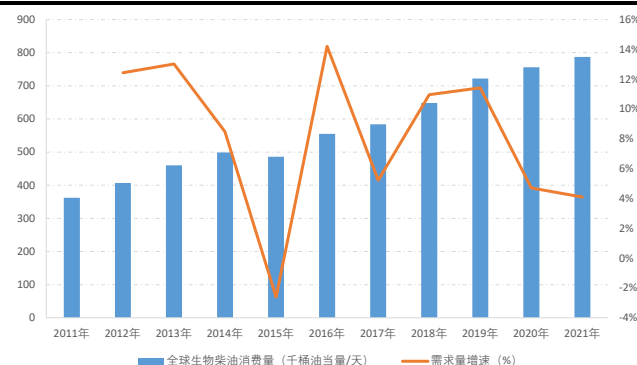
根据 BP 世界能源统计年鉴数据，2021 年全球生物柴油产量为 74.4 万桶油当量/天（约 4154 万吨），2011-2021 年的产量年复合增长率约 6.9%，欧洲、美国、巴西、印尼等为主要生产国家和地区，其中欧洲为最大的生产地区。从需求面看，由于 2009 年开始实施的 RED 政策驱动，欧洲的生物柴油需求为全球最大，2021 年消费量约 27.8 万桶油当量/天，占全球消费量的近 35%。由于需求量高于生产量，欧洲又是全球最大的生物柴油进口地区。

图39：2011-2021年全球生物柴油生产量



资料来源：中原证券、BP 世界能源统计年鉴 2022

图40：2011-2021年全球生物柴油消费量



资料来源：中原证券、BP 世界能源统计年鉴 2022

2018 年欧盟出台了《可再生能源指令》（RED II），并于 2021 年正式执行，大幅推动了生物柴油的需求。该指令提出了 2021-2030 年可再生能源发展的目标和规划，欧盟将进一步优化生物燃料结构，鼓励以废弃资源综合利用的油脂原料生产的先进生物燃料。2022 年 9 月，《可

再生能源指令》(RED II) 的最新修订按获得投票通过, 该提案进一步提议到 2030 年温室气体减排目标提升到 55%, 2050 年前实现碳中和, 可再生能源在最终能源总消费总量中的份额从 32% 上升到 45%, 可再生燃料在交通运输领域的占比从 14% 上升到 26%, 对应生物柴油需求量预计超 4000 万吨, 较现有需求量大幅提升。从具体细则看, 以废弃油脂、动物油为主的生物柴油减排属性较好, 是未来发展的重点, 同时明确限制粮食基的生物柴油, 其占比不能高于 7% 或比 2020 年比例高一个 pct, 高间接土地利用变化风险 (包括棕榈油) 的占比到 2030 年要减少到 0%”。未来欧洲对生物柴油的需求增量将主要来自于基于废油脂的生物柴油, 其需求量有望大幅提升, 亦有望为中国的生物柴油企业打开市场空间。

表12: 欧盟可再生能源指令中生物燃料相关内容

	RED I	RED II	RED II (修订版)
可再生能源最终消费占比	2020年20%	2030 年 32%	2030 年 45%
可再生能源在交通运输中	2020年10%	2030 年 14%	2030 年 26%
粮食基生物燃料		7%或比 2020 年高一个百分点	7%或比 2020 年高一个百分点
生物燃料原料要求	PARTA (先进生物燃料)	2022 年 0.2% 2025 年 1% 2030 年 3.5%	2022 年 0.2% 2025 0.5% 2030 年 2.2%
	PARTB (废弃油脂)	2030 年 1.7%	2030 年 1.7%

资料来源: 中原证券、欧盟可再生能源指令 (RED II)

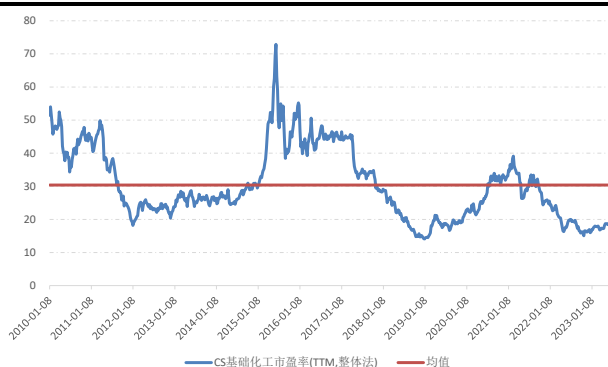
目前上市公司中, 卓越新能、嘉澳环保、山高环能等均涉及生物柴油业务, 未来有望受益于全球生物柴油需求的快速增长。

5. 投资策略与重点公司

5.1. 维持行业“同步大市”的投资评级

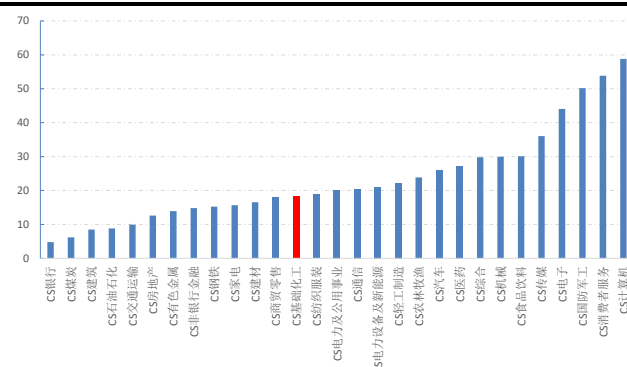
从行业估值情况来看, 截止 2023 年 6 月 20 日, 中信化工板块 TTM 市盈率 (整体法, 剔除负值) 为 18.30 倍。2010 年以来, 行业估值平均水平为 30.40 倍, 目前估值水平低于历史平均水平。与其他中信一级行业横向对比, 化工板块估计在 28 个行业中位居 13 位, 维持行业“同步大市”的投资评级。

图41: 化工行业整体估值



资料来源: 中原证券、wind

图42: 中信一级行业估值对比



资料来源: 中原证券、wind

5.2. 行业投资主线及重点公司

随着化工行业安全、环保监管进入新常态，未来环保、安全等门槛将不断提升。在双碳目标推进的大背景下，具有产业链一体化、低排放、清洁发展的龙头企业有望持续提升市场份额，强者恒强的行业格局将继续持续。建议关注万华化学(600309)、卫星化学(002648)、华鲁恒升(600426)、宝丰能源(600989)、桐昆股份(601233)等优质一体化行业龙头。

周期行业关注制冷剂和轮胎行业：我国三代制冷剂的生产和使用即将迎来配额制管理阶段，三代制冷剂的产能扩张已经停止，行业供给总体保持稳定。制冷剂下游空调、冰箱等产量保持较好增长态势，有望拉动制冷剂需求的提升，从而带来行业供需的好转。今年以来制冷剂价格、盈利均逐步上行，行业景气有望复苏。建议关注制冷剂领域的龙头企业巨化股份（600160）。随着我国汽车产业的崛起，国产轮胎有望凭借配套优势实现进一步发展，提升在全球轮胎市场的份额。国际海运成本的下降和原材料价格的下行则有望提升轮胎行业盈利水平，建议关注赛轮轮胎（601058）。

精选优质成长：作为发展高端制造业的重要基础，我国高度重视新材料行业的发展，长期以来政策扶持力度持续提升。随着近年来企业在新材料领域的攻坚克难，我国在高端新材料领域已取得较大突破，部分国产新材料的产品渗透率和国产化进程持续提升。受益于下游需求的快速增长以及国家政策的大力扶持，国产新材料行业发展空间可观，确定性较强，建议关注锂电池材料、光伏材料、风电材料和半导体材料等新材料领域。在节能减排的大趋势下，生物柴油有望替代传统的化石基材料，具有可观的成长空间，建议关注卓越新能（688196）。

表 13：重点公司估值分析表

公司名称	每股收益（元）			每股净资产（元）	收盘价（元）	市盈率（倍）			投资评级
	2022A	2023E	2024E			2022A	2023E	2024E	
万华化学	5.17	6.49	8.05	25.78	90.71	17.55	2.70	11.27	买入
卫星化学	0.91	1.28	1.74	6.49	14.50	15.93	12.45	8.33	买入
华鲁恒升	2.96	2.74	3.46	13.07	30.16	10.19	3.72	8.72	增持
宝丰能源	0.86	1.13	1.52	4.78	12.95	15.06	13.33	8.52	增持
桐昆股份	0.06	1.27	1.98	14.18	12.99	216.50	170.47	6.56	买入
巨化股份	0.88	0.94	1.25	5.79	13.80	15.68	16.68	11.04	增持
赛轮轮胎	0.44	0.62	0.82	4.04	10.87	24.70	39.85	13.26	增持
兴发集团	5.31	3.38	3.99	18.75	21.90	4.12	1.22	5.49	增持
卓越新能	3.76	4.51	5.12	23.79	43.67	11.61	2.58	8.53	增持

资料来源：中原证券、wind（股价为 2023 年 6 月 20 日收盘价）

6. 风险提示

下游需求复苏不及预期；

行业产能大幅扩张；

能源价格大幅上涨。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上；
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅-10% 至 10% 之间；
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上；
增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅 5% 至 15%；
观望：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅-5% 至 5%；
卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。