



南京证券

NANJING SECURITIES

行业评级：推荐

化工行业2023年下半年投资策略： 把握成长性新材料机会、关注大周期左侧布局

研 究 员	顾诗园
投资咨询证书号	S0620521120001
联 系 方 式	025-58519167
邮 箱	sygu@njzq.com.cn

摘要

- **行情及估值情况：**2023年至今，化工行业处于下行周期，显著跑输市场；目前化工行业PE和PB均处于历史低位，板块估值有较大上行空间。
- **资金情况：**基金持股比例高位回落，2023Q1已降至7年均值以下，化工行业的配置价值等待底部回升。
- **业绩端：**2023Q1基础化工行业单季度收入环比下行，盈利环比回升，业绩基本探底。
- **供需两端及价格：**供给端，化学原料及制品行业投资增速高位，产能利用率尚未见底回升，警惕产能过剩风险。需求端，传统下游领域如房地产、汽车、家电、纺服等需求底部企稳，出现复苏迹象；新材料下游领域如半导体、消费电子、新能源等需求亦有望复苏；高基数下，年初至今中国化工品出口增速放缓，但我们依旧看好中国化工品竞争力提升的长期逻辑。库存情况，除化学原料及制品外，其他子行业去库接近尾声，预计2023年下半年将在显著消化库存的基础上，逐渐进入补库周期。价格端，中国化工品价格指数CCPI随油价趋势持续回调；化工各子行业PPI同比增速均转负，预计2023年下半年有望企稳回升。
- **油价判断：**需求端复苏预期不足，供给端减产挺价，库存增加，油价在供需博弈期间维持震荡趋势，2023年下半年预计油价在60-80美元/桶。
- **投资主线1：**半导体材料具备行业增长+国产替代双重驱动逻辑。半导体材料端周期性较弱，跟随下游晶圆厂的产能扩张而逐步放量，目前中国大陆的高端半导体材料对外依存度仍然较高，国产替代空间较大。建议关注：安集科技、鼎龙股份、华特气体、江丰电子、雅克科技、彤程新材。
- **投资主线2：**化工进入大周期左侧布局时点，关注核心资产率先反转机会。化工核心资产具备盈利稳定性和成长持续性，主产品跟随下游需求复苏底部向上，龙头将有强劲表现。建议关注：万华化学、华鲁恒升、宝丰能源、卫星化学。
- **投资主线3：**轮胎行业海外去库基本完成，国内需求逐步复苏，成本端压力显著减轻，龙头轮胎公司将迎来盈利和估值的进一步修复。建议关注：森麒麟、赛轮轮胎、玲珑轮胎。
- **风险提示：**宏观经济增速低于预期、下游需求疲弱、原材料价格及化工产品价格大幅波动、技术突破风险

第一部分 行情回顾

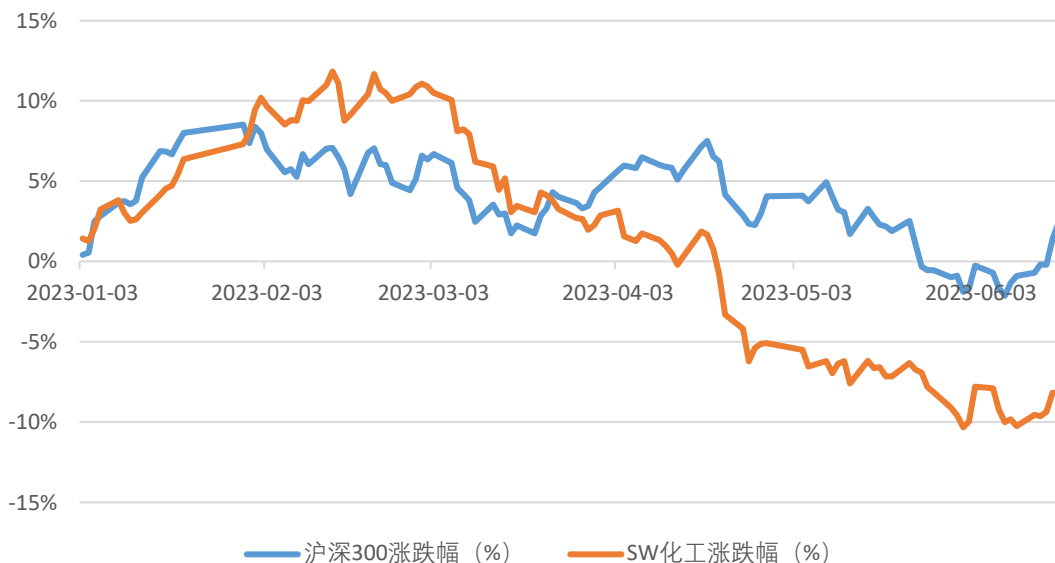
第二部分 供需业绩分析

第三部分 三条投资主线

1.1 行情回顾：化工下行周期，显著跑输市场

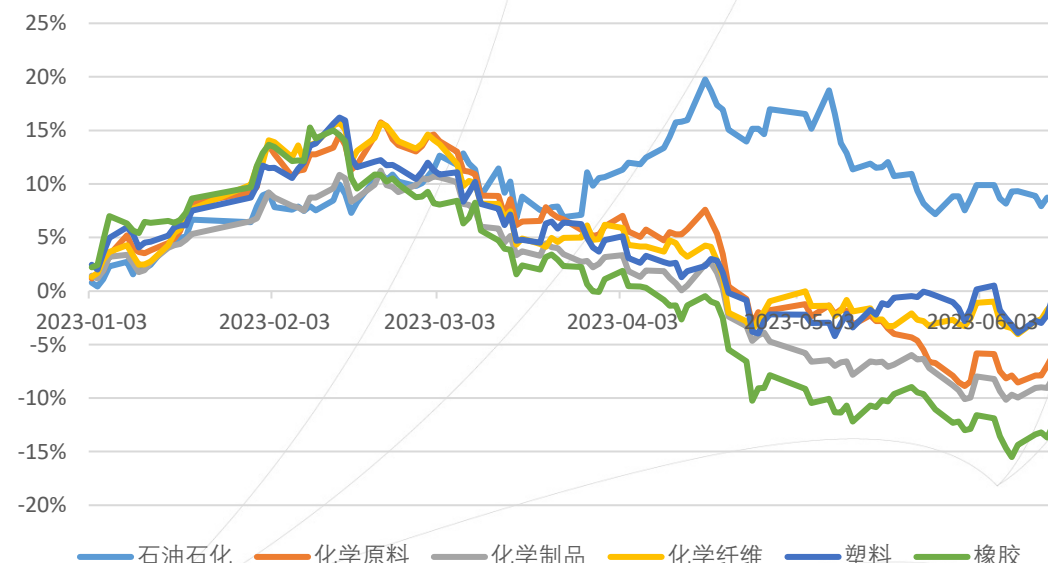
- 2023年至今（2023年6月16日）申万化工指数下跌8.20%，跑输同期沪深300指数10.56%。
- 2023年以来，受到经济修复相对缓慢，下游需求低迷影响，叠加上游原材料高位回落，化工行业处于下行周期。
- 细分子行业来看，2023年至今石油化工、化学原料、化学制品、化学纤维、塑料和橡胶的涨跌幅分别为+8.95%、-5.84%、-8.20%、-0.10%、-0.81%、-11.72%，细分板块股价表现分化较为明显，2023年至今，偏上游石油化工表现更好一些，中特估主线下，中石油中石化涨幅较大带动板块上行，而偏中下游的子行业（化学原料、化学制品、橡胶）跌幅较大。

2023年至今（6月16日）沪深300 和 SW化工涨跌幅



数据来源：Wind，南京证券研究所

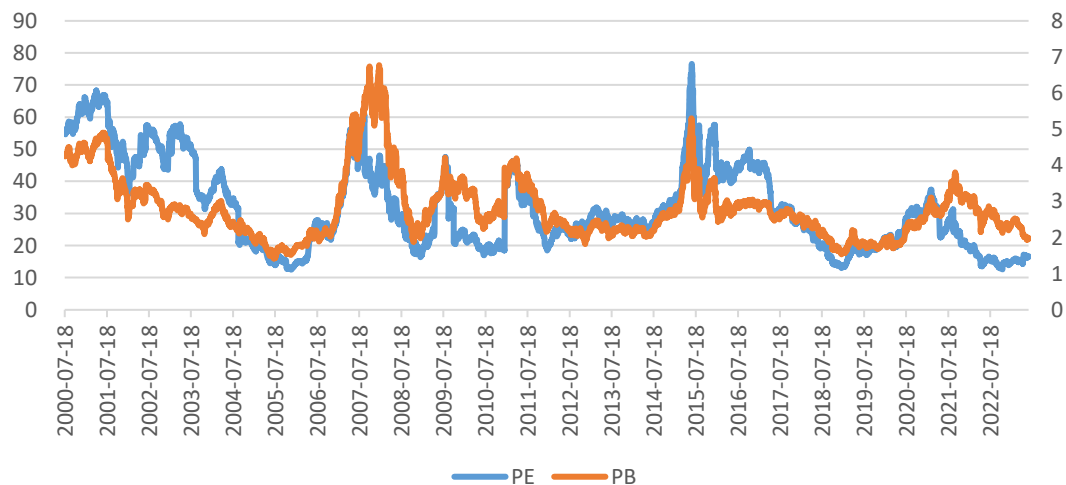
2023年至今（6月16日）SW化工子行业涨跌幅



1.2 估值分析：估值仍处于历史低位

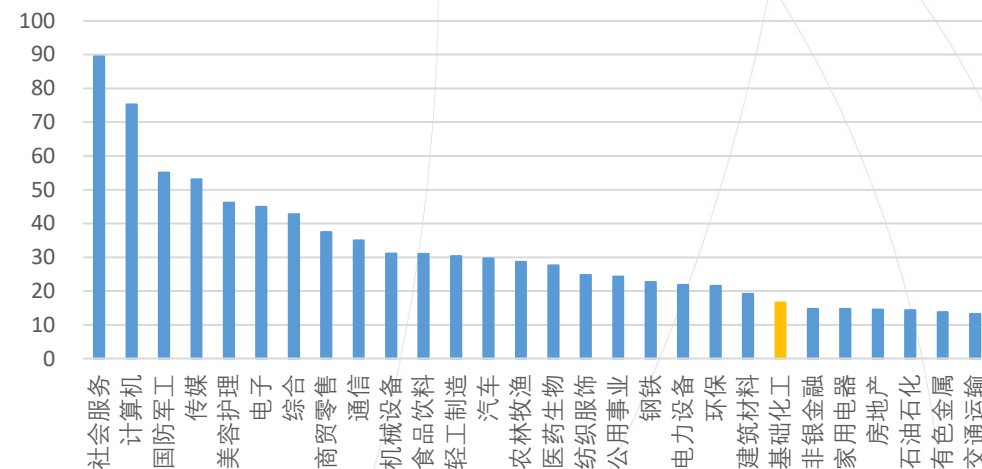
- **纵向对比：**截止2023年6月16日，申万基础化工行业PE为16.6倍，PB为2.8倍，从2021年8-9月开始估值持续回落，目前PE和PB都处于历史低位，基本反映悲观预期，下行空间有限，板块估值有较大上行空间。
- **横向对比：**目前化工PE在申万31个行业中排名第22，处于中游偏下位置。
- **细分子行业：**目前橡胶行业PE估值最高（33倍），农化制品PE估值最低（9.9倍），除非金属材料外，各个子行业PE均处于历史均值以下。

化工行业PE及PB历史走势

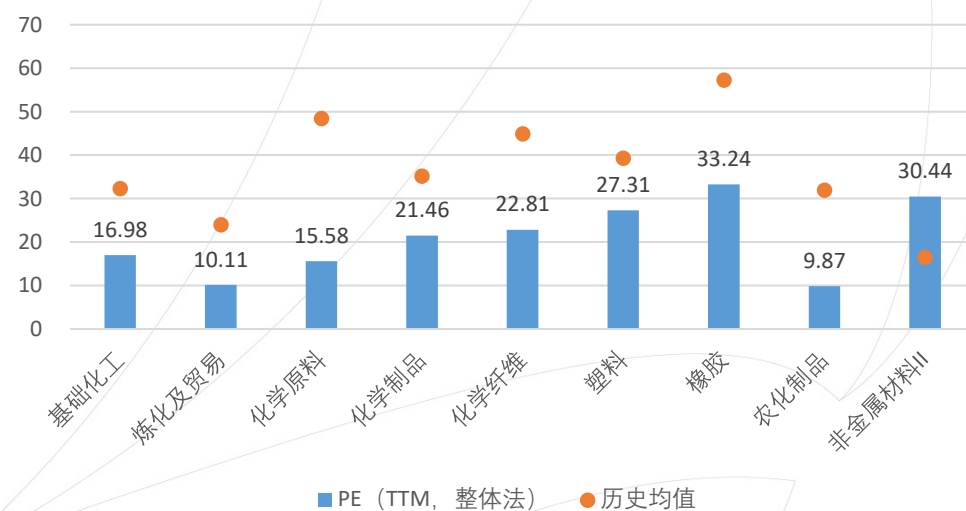


数据来源：Wind，南京证券研究所

截至2023年6月16日SW一级行业PE（TTM）



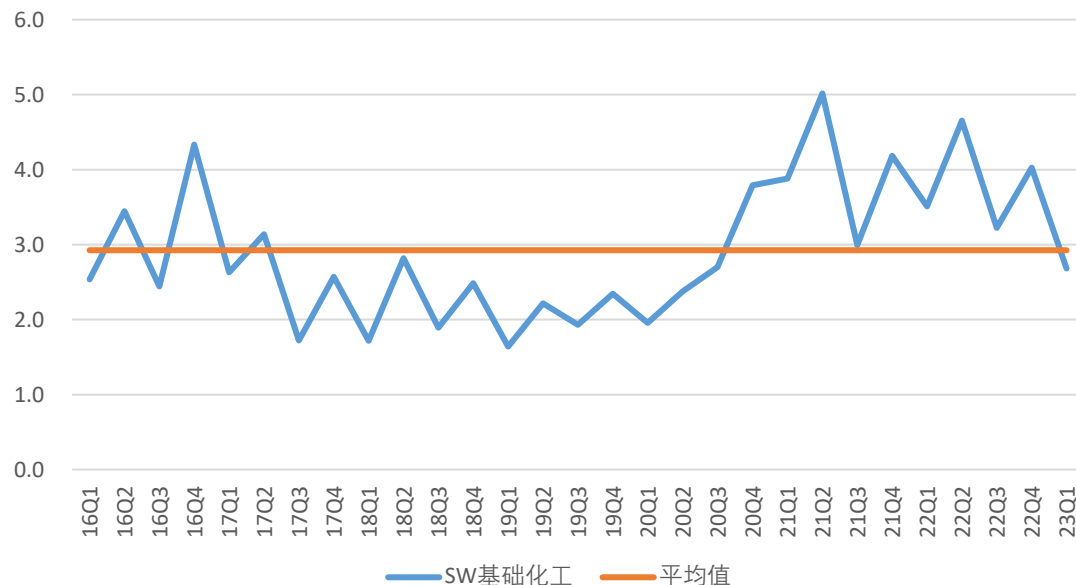
化工行业及子板块PE估值（截至2023/6/16）



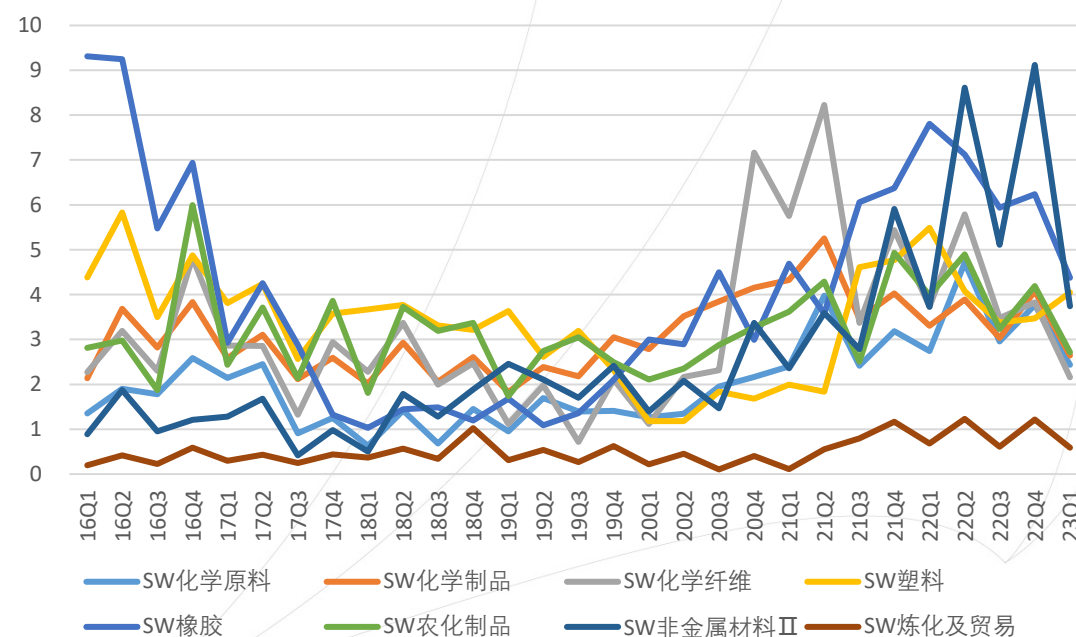
1.3 资金端：基金持股比例高位回落，2023Q1已降至7年均值以下，等待底部回升

- 从基金持股比例来看，化工行业2021Q2基金持股比例达到2016年以来的高位，几次波动后，23Q1化工行业基金持股比例已经降至7年历史均值以下，化工行业的配置价值等待底部回升；从细分子行业来看，23Q1出现了大幅度整体下滑，行业进入基金持股比例较低位置，未来在需求预期逐步好转下，上游原材料价格向下传导更加顺畅，化工行业投资价值有望底部回升。

化工行业基金持股比例



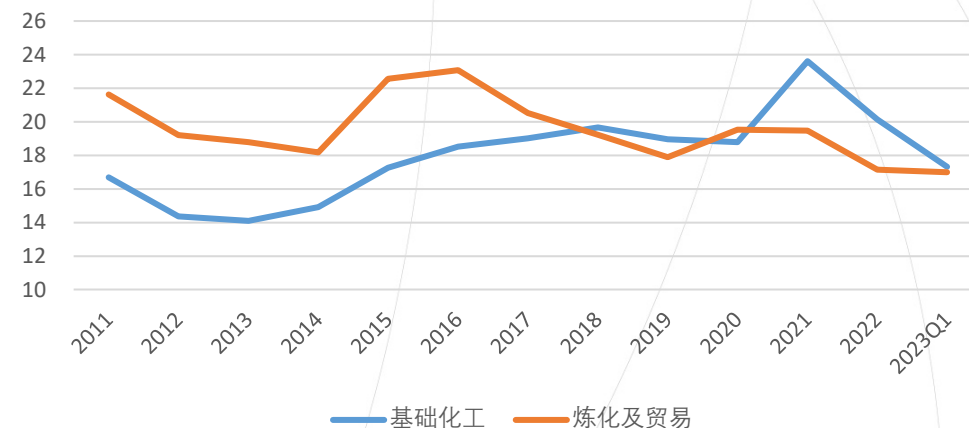
化工细分子行业基金持股比例



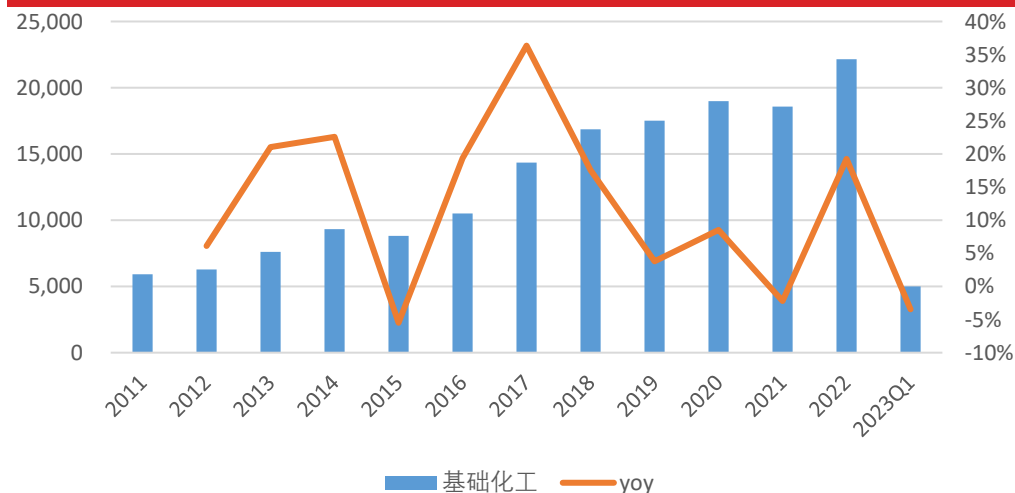
2.1 业绩表现：23Q1单季度收入环比下行，盈利环比回升，业绩基本探底

- **收入端**：2023年Q1基础化工行业整体实现营收4992亿元（同比-3.45%，环比-8.55%）。
- **业绩端**：2023年Q1基础化工归母净利润为338亿元（同比-45.57%，环比+33.71%）。2023Q1单季度基础化工行业毛利率17.32%（同比-5.97pct，环比+0.69pct），2023Q1单季度净利率7.12%（同比-5.55pct，环比+1.97pct），在面临需求疲弱、原材料高位压力下，化工行业22Q3-Q4盈利出现大幅度下滑，业绩基本探底，23Q1业绩环比回升，业绩基本探底。

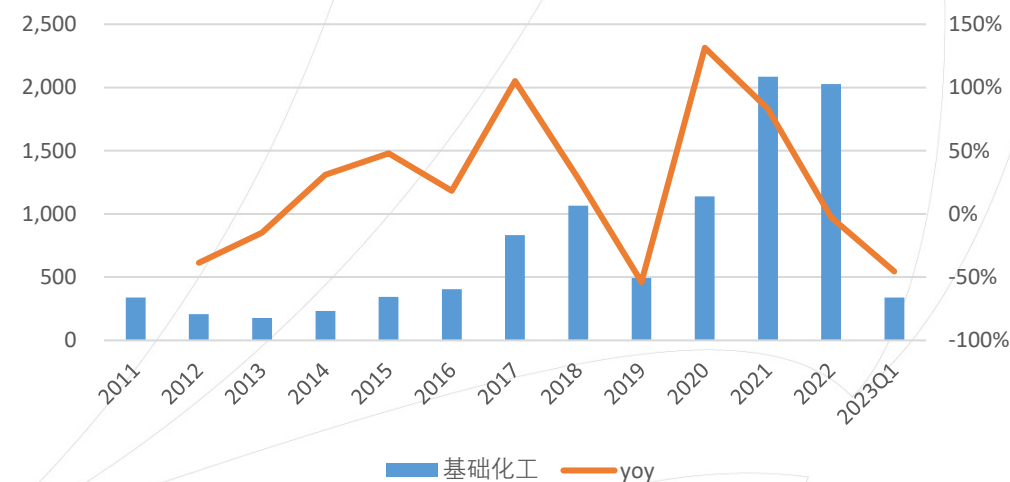
基础化工行业、炼化及贸易毛利率（%）



基础化工行业主营业务收入情况（单位：亿元）



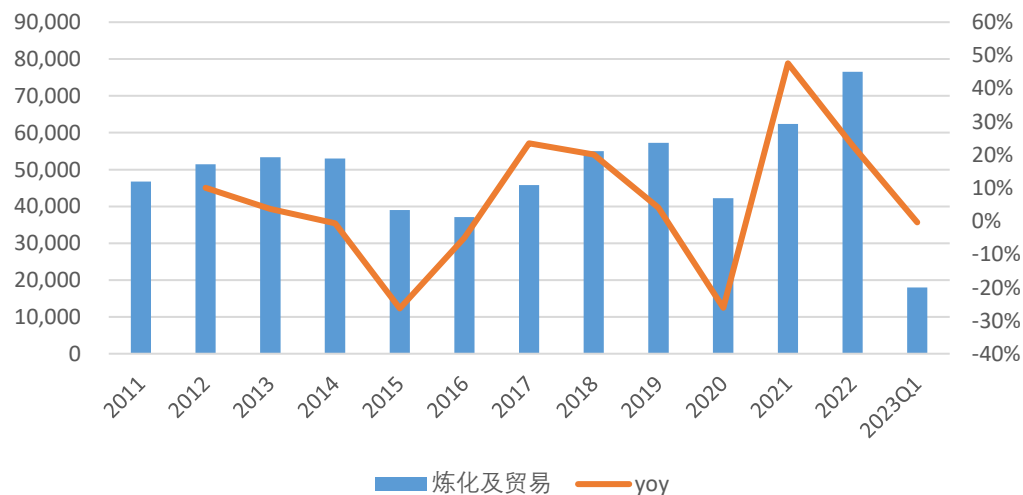
基础化工行业归母净利润情况（单位：亿元）



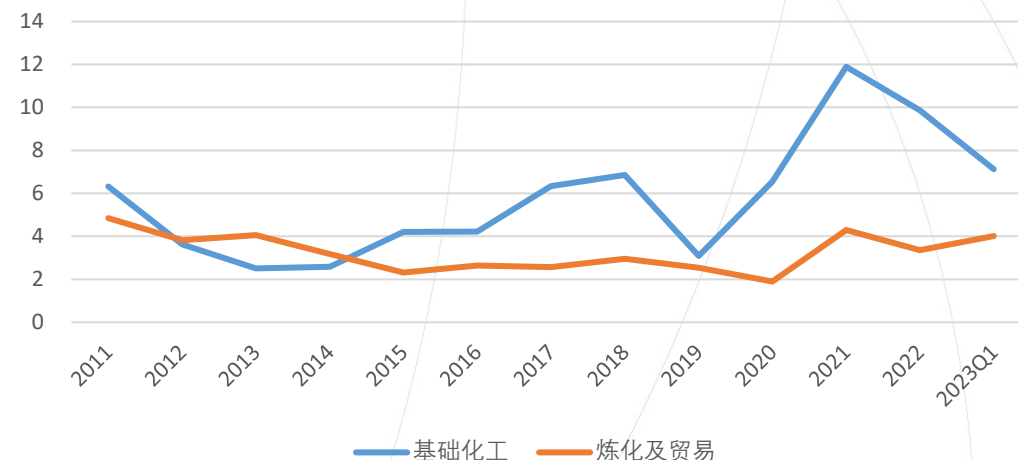
2.1 业绩表现：23Q1单季度收入环比下行，盈利环比回升，行业至暗时刻已过

- **收入端：**炼化及贸易2023年Q1实现营收1.80万亿元（同比-0.33%，环比-5.95%）。
- **业绩端：**2023年Q1炼化及贸易归母净利润为659亿元（同比-12.48%，环比+136.84%）。2023Q1单季度炼化及贸易毛利率为17%（同比-2.01pct，环比+0.57pct），净利率为4.02%（同比-0.79pct，环比+2.46pct）。2022年以来原油价格大幅上行，Q3又开始快速回落，对偏上游炼油企业业绩伤害较大，经历22Q3-Q4盈利业绩探底，23Q1业绩环比回升，业绩基本探底。

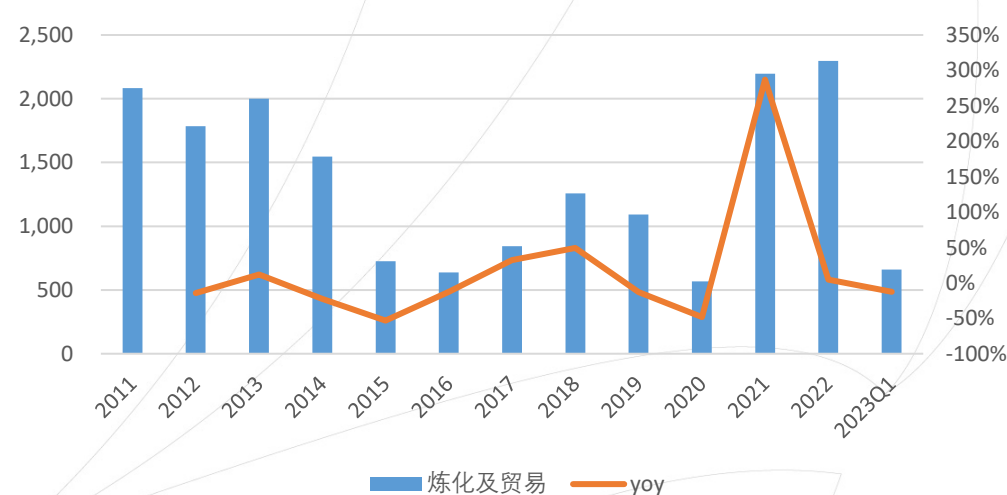
炼化及贸易行业主营业务收入情况（单位：亿元）



基础化工行业、炼化及贸易净利率 (%)



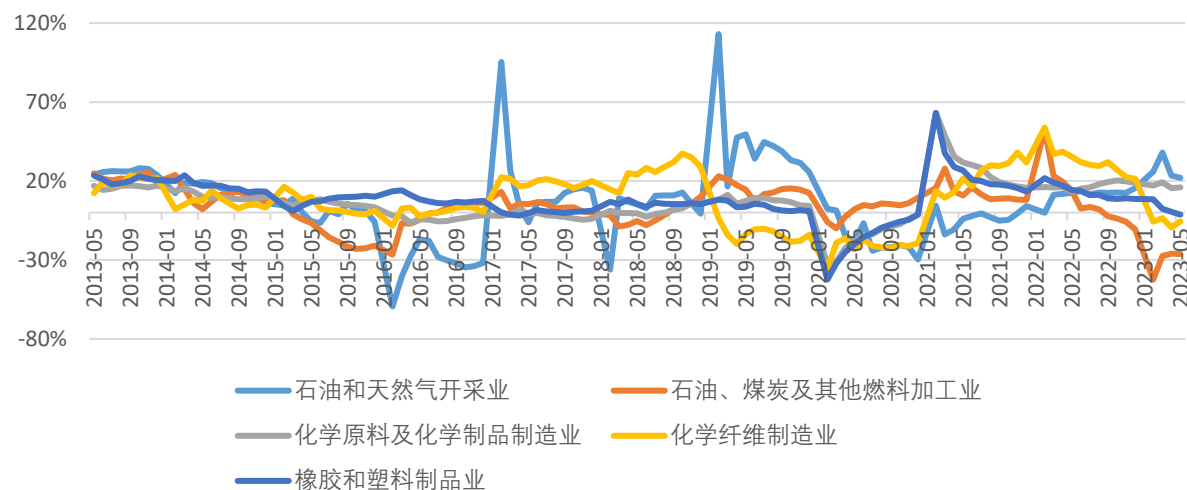
炼化及贸易行业归母净利润情况（单位：亿元）



2.2 供给端：投资增速高位，警惕化学原料及制品产能过剩风险

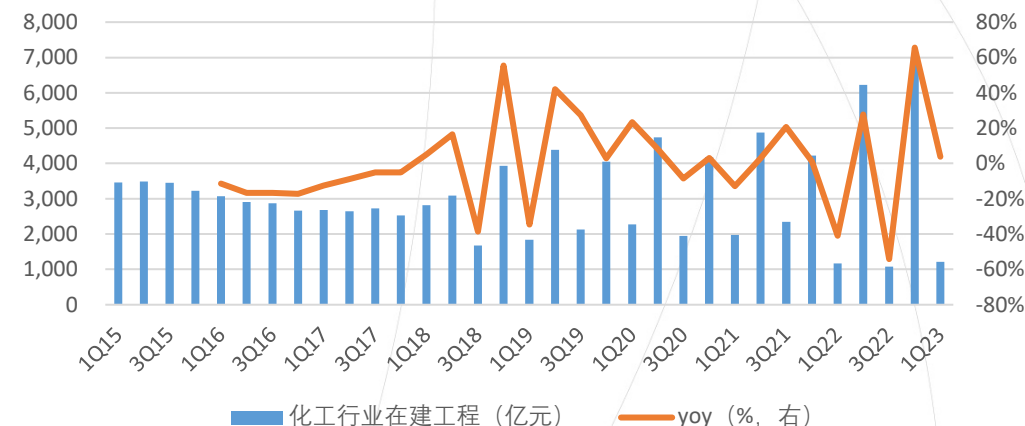
- 行业固定资产投资完成额：2023年1-5月石油和天然气开采业/石油、煤炭及其他燃料加工业/化学原料及化学制品制造业/化学纤维制造业/橡胶和塑料制品业固定资产投资完成额累计增速分别为22%/-26%/16%/-5.6%/-1.3%。行业中保持较高累计投资增速的是石油天然气开采、化学原料及制品，警惕相关行业产能过剩风险。
- 上市公司在建工程&资本支出：从化工行业上市公司数据看，2021Q3开始，化工行业在建工程、资本支出同比增速有所回落，但绝对数来看仍在扩张周期，龙头持续资本开支。

固定资产投资完成额累计同比 (%)

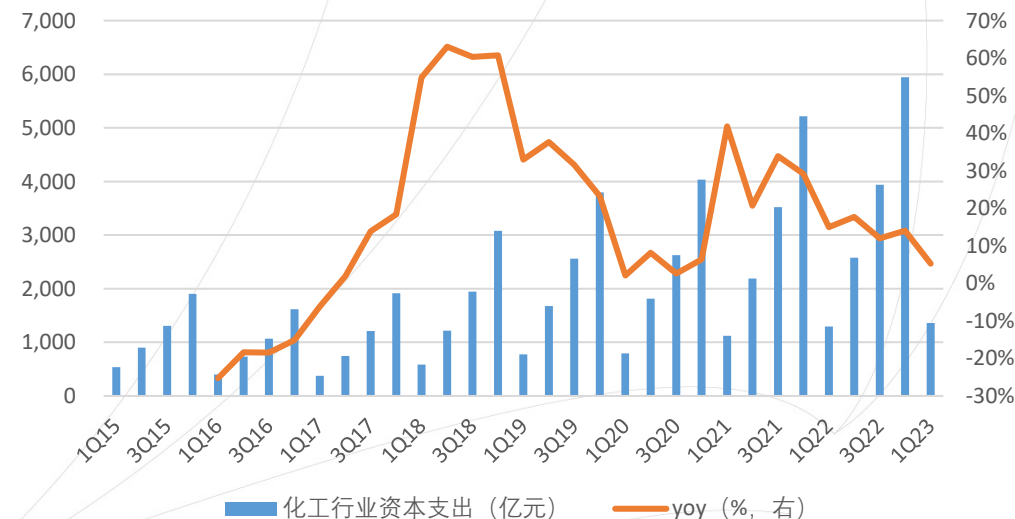


数据来源：Wind，南京证券研究所

SW化工行业在建工程合计 (亿元) 及同比 (%)

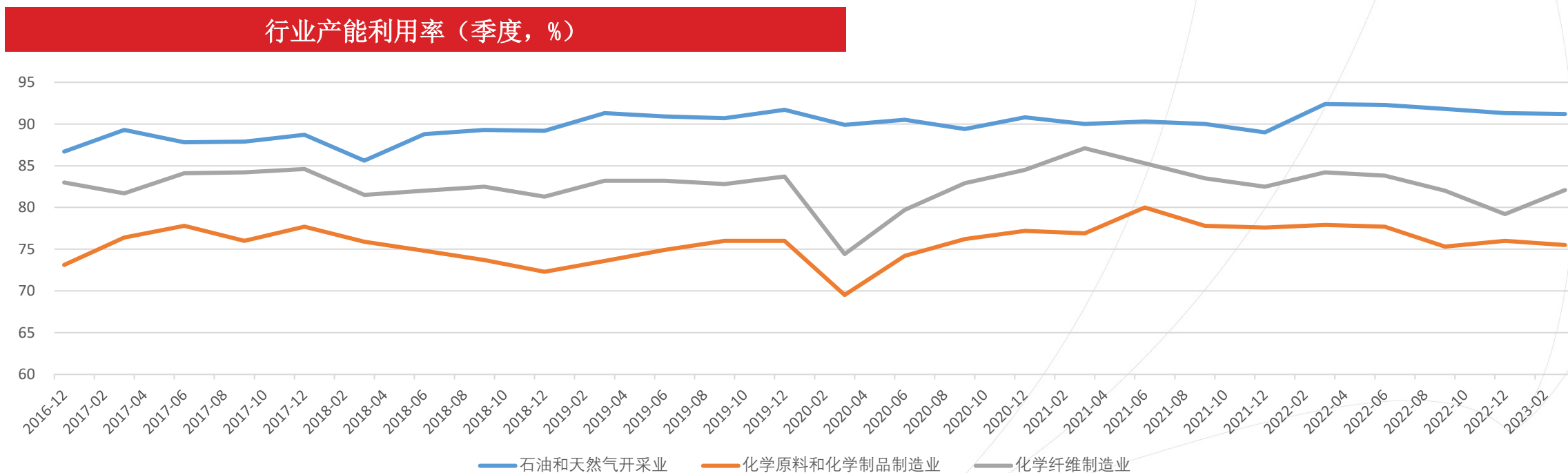


SW化工行业资本支出合计 (亿元) 及同比 (%)



2.2 供给端：化学原料及制品产能利用率尚未见底回升

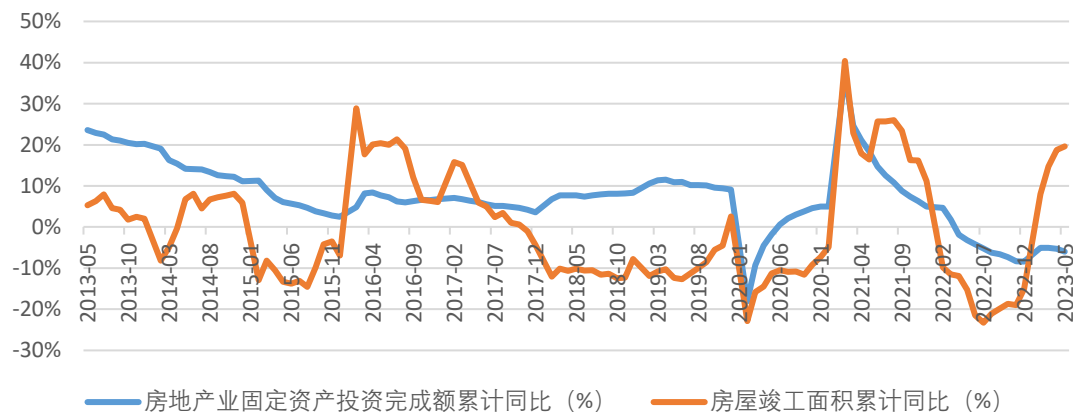
- **行业产能利用率：**2022年至今，俄乌冲突背景下，能源价格大幅上行，前端石油和天然气开采业产能利用率维持高位90%以上；产业链往下走，化学原料及制品的产能利用率自2021Q2达到高位80%后一路下行，目前仍未明显见底回升，一方面周期回落，另一方面化学原料及制品业仍然保持较高的行业投资增速。产业链继续向下，化纤产能利用率自2021Q3达到高位83%后一路下行，23Q1出现产能利用率见底回升，行业投资增速转负，带来产能利用率的较快见底。



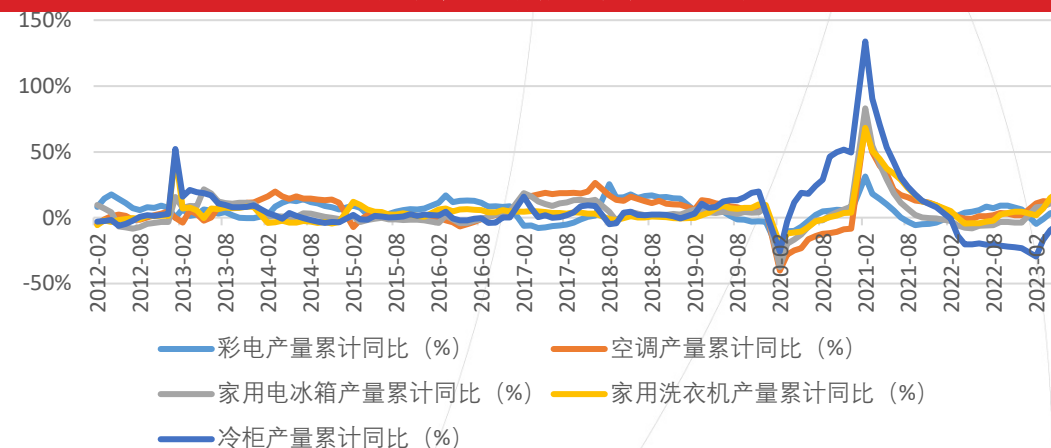
2.3 需求端：传统下游房地产、汽车、家电、纺服需求底部企稳，出现复苏迹象

□ 化工行业传统下游房、车、家电、纺服需求从21年下半年高位回落，市场下行压力之下，政策端不断在地产、基建、汽车等行业释放积极信号，近期内需出现低位回暖迹象，各行业需求底部企稳，缓慢复苏。

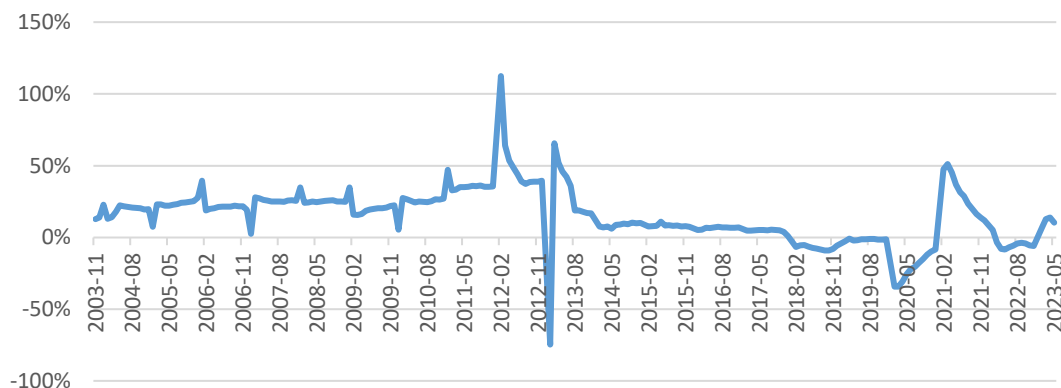
房地产业固定资产投资额及竣工面积累计同比 (%)



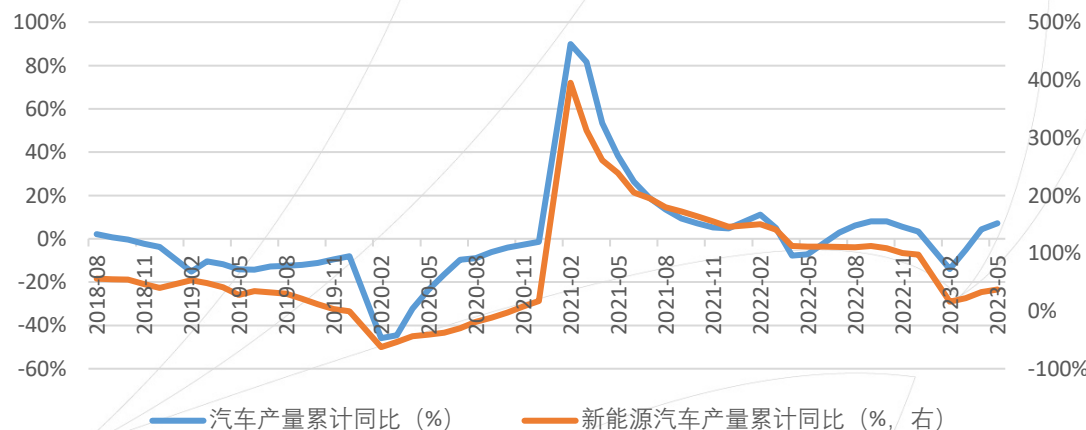
彩电、空调、洗衣机、冰箱冷柜产量累计同比 (%)



零售额:服装鞋帽、针、纺织品类:累计值同比 (%)



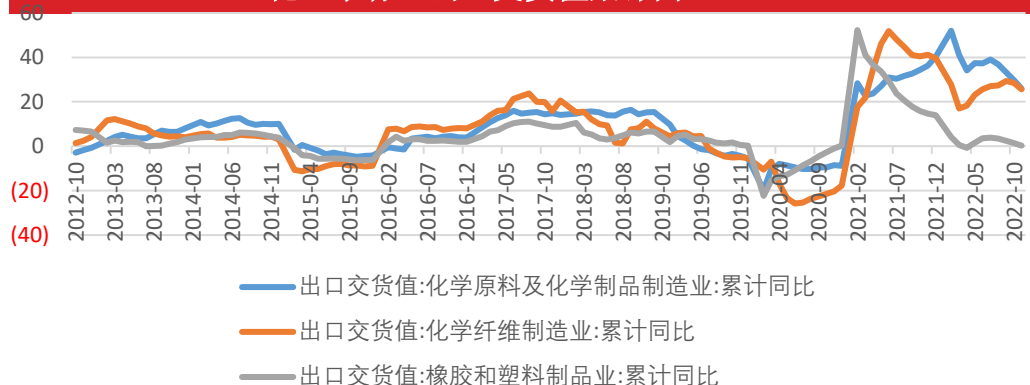
汽车、新能源汽车产量累计同比 (%)



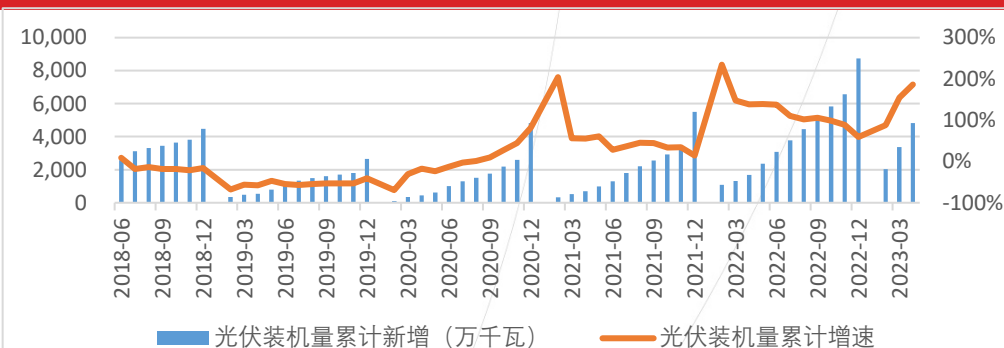
2.3 需求端：新材料下游需求有望复苏，中国化工品出口增速放缓

新材料下游需求也自21下半年高位回落，2023年1-5月，半导体周期见底向上，消费电子持续磨底也有向上迹象，新能源汽车和光伏等需求仍然旺盛，相应上游新材料需求有所支撑。出口方面，2021年海外疫情反复，中国化工品在全球供应端的重要性提升，出口交货值累计同比达到历史高位，但也于2021年下半年高位回落，2022年因海外能源价格高企，中国化工品竞争力增强，化学原料及制品出口交货值累计同比仍维持高位，23年上半年，海外需求放缓，出口增速下滑，但我们依旧看好中国化工品竞争力提升的长期逻辑。

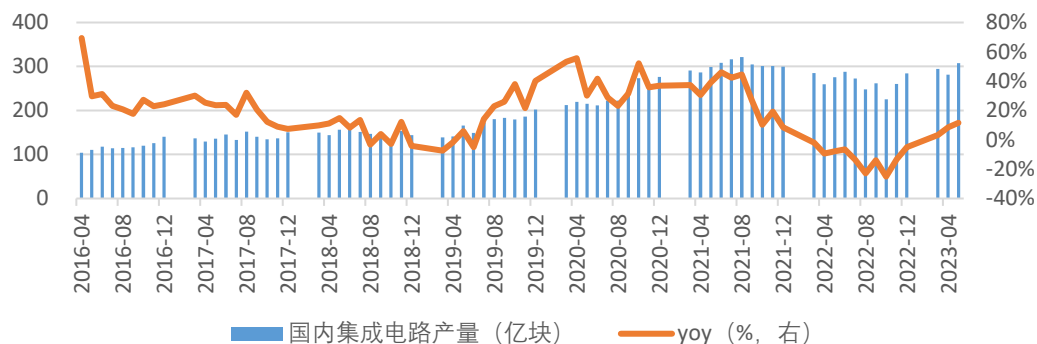
化工子行业出口交货值累计同比 (%)



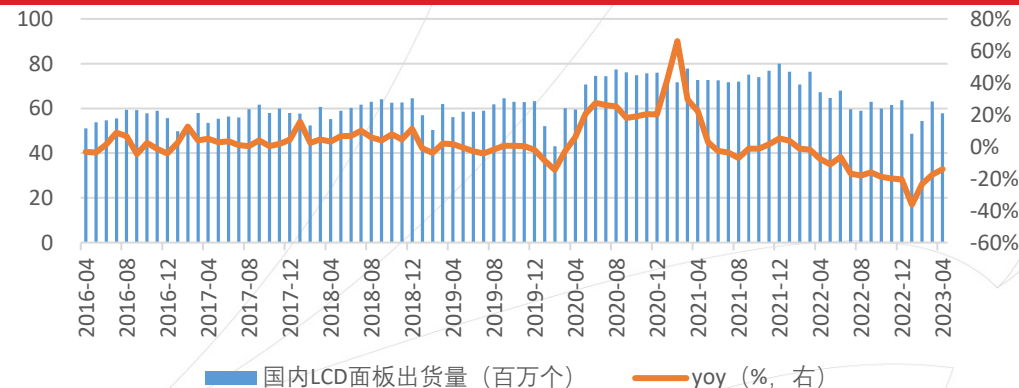
光伏装机量累计新增 (万千瓦) 及累计增速 (%)



国内集成电路产量当月值 (亿块) 及增速 (%)



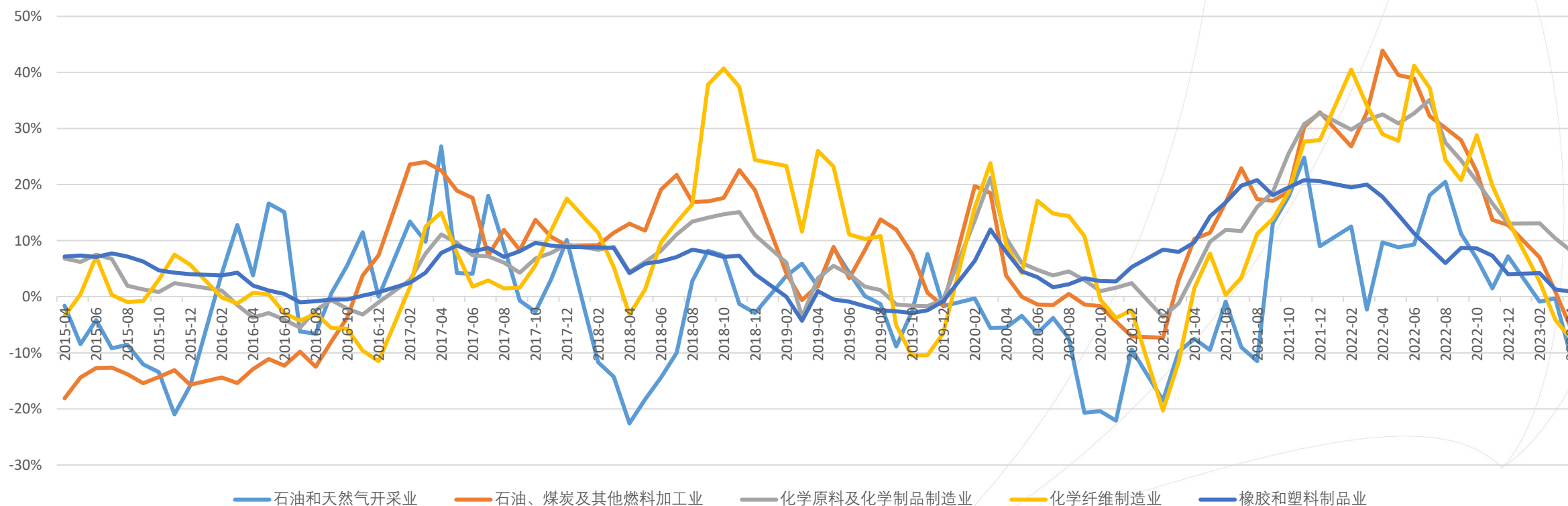
国内LCD面板出货量当月值 (百万个) 及增速 (%)



2.3 需求端：除化学原料及制品外，其他子行业去库接近尾声，预计23年下半年逐步进入补库周期

- 从化工行业产成品存货同比增速来看，2020年2-3月达到化工产成品库存达到高位，后续经历了去库存，20年Q4库存触底，21年Q2进入补库存周期，22年Q2达到库存历史高位后开始下降，23年以来国内需求恢复不及预期，持续去库，目前来看除化学原料及制品外，其他子行业去库接近尾声，预期23年下半年将在显著消化库存的基础上，逐渐进入补库周期。

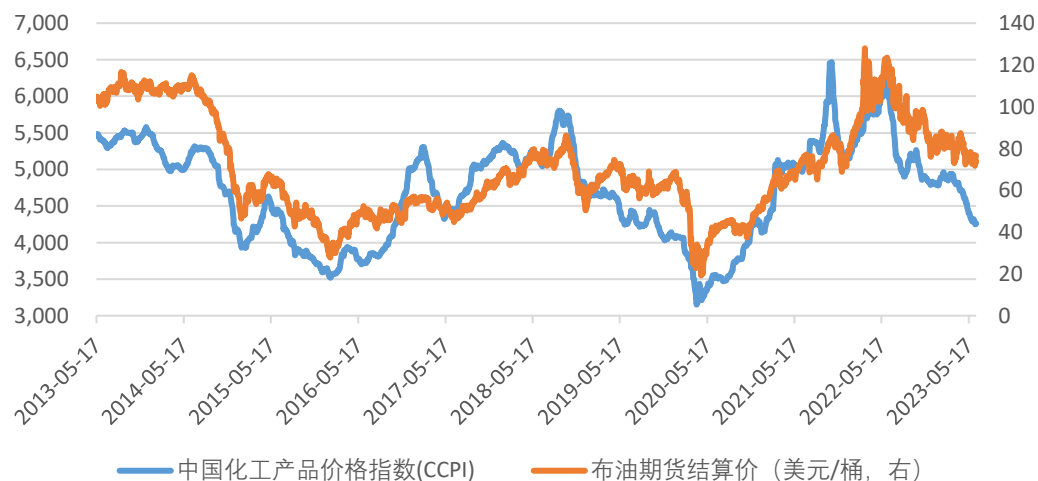
化工子行业产成品存货同比（%）



2.4 价格：CCPI随油价显著回调，行业PPI增速有望企稳回升

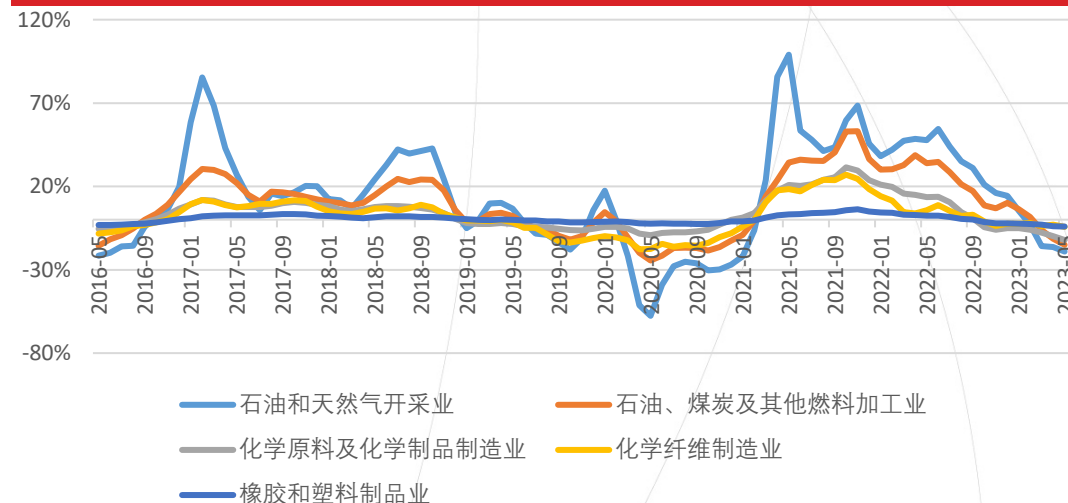
- 化工品价格指数：2022年以来油价持续上行最高突破120美元/桶，而中国化工品价格指数（CCPI）跟随油价不断攀升，创下近10年以来新高，22下半年开始油价快速回落，CCPI也显著回调，历史分位数在33%左右，尚未探底。
- 化工行业PPI：2021年10月开始化工行业PPI从历史高位回落，2022年内外需放缓，行业景气低迷，23年上半年国内经济复苏不及预期，仍有较强不确定性，在国内政策端逐步发力下，预计2023年下半年化工行业PPI同比增速有望企稳回升。

中国化工品价格指数 VS 布油价格（美元/桶，右）

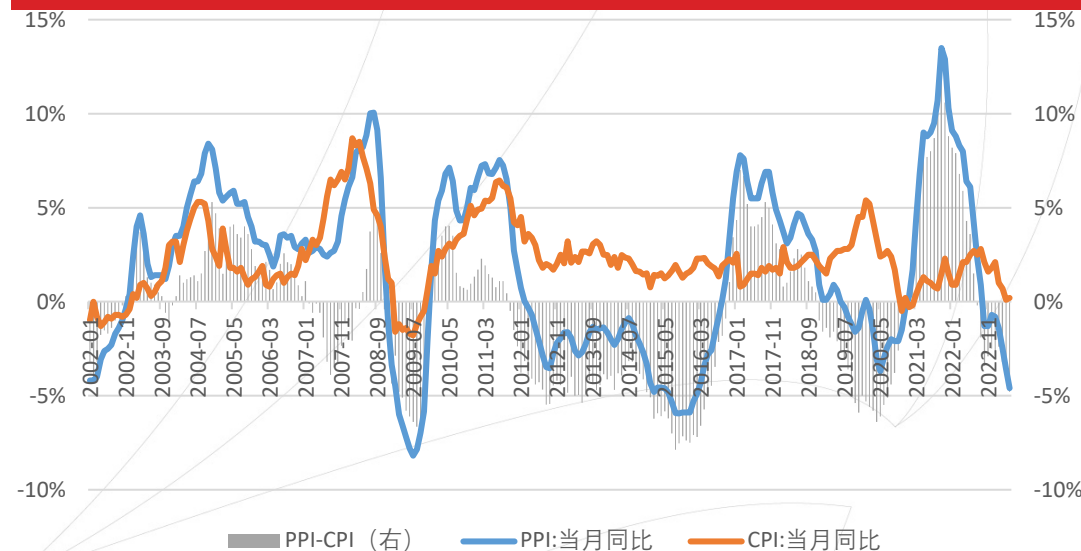


数据来源：Wind，南京证券研究所

化工细分行业PPI当月同比（%）



PPI&CPI当月同比及剪刀差



2.5 2023年下半年油价判断：60-80美元/桶震荡

- 2023年，油价延续2022年中高位回落趋势，年初至今（6月16日）布伦特原油价格从86美金/桶下降至77美元/桶，降幅11%。从三大机构6月月报来看，**需求方面**，三大机构对下半年石油需求相对乐观，但市场对于加息周期抑制需求恢复较为担忧。**供应端**，OPEC+部分国家4月达成的自愿减产于5月正式开始实施，沙特7月将进行额外减产，OPEC+在油价尚在高位时就开始减产，挺价意愿较强。**库存端**，OECD国家商业原油库存和美国商业原油库存累库。综合来看，需求端复苏预期不足，供给端减产挺价，库存增加，油价在供需博弈期间维持震荡趋势，2023年下半年预计油价在60-80美元/桶。

布油期货结算价（美元/桶）



投资主线1 硬科技-半导体材料

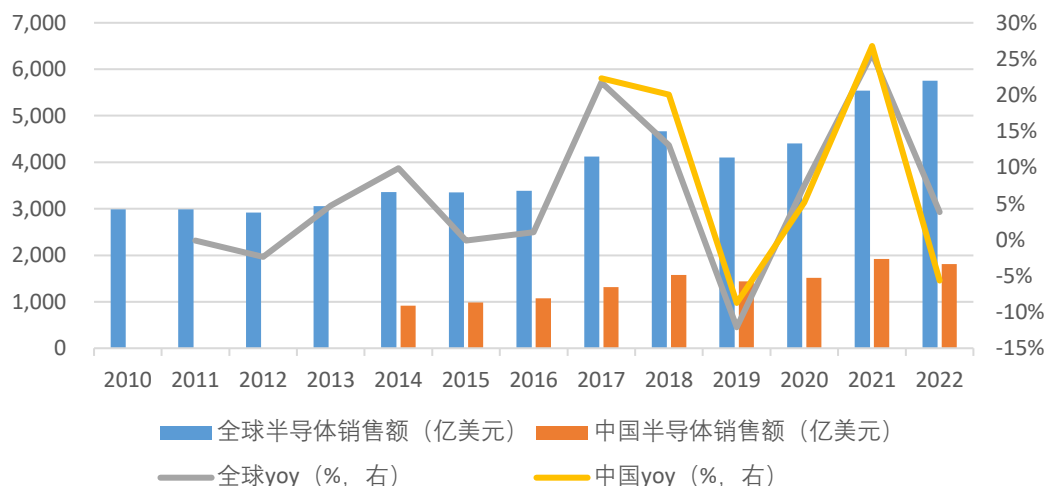
投资主线2 周期左侧-核心资产

投资主线3 盈利修复-轮胎

1.1 半导体材料：行业增长+国产替代，材料迎来放量时刻

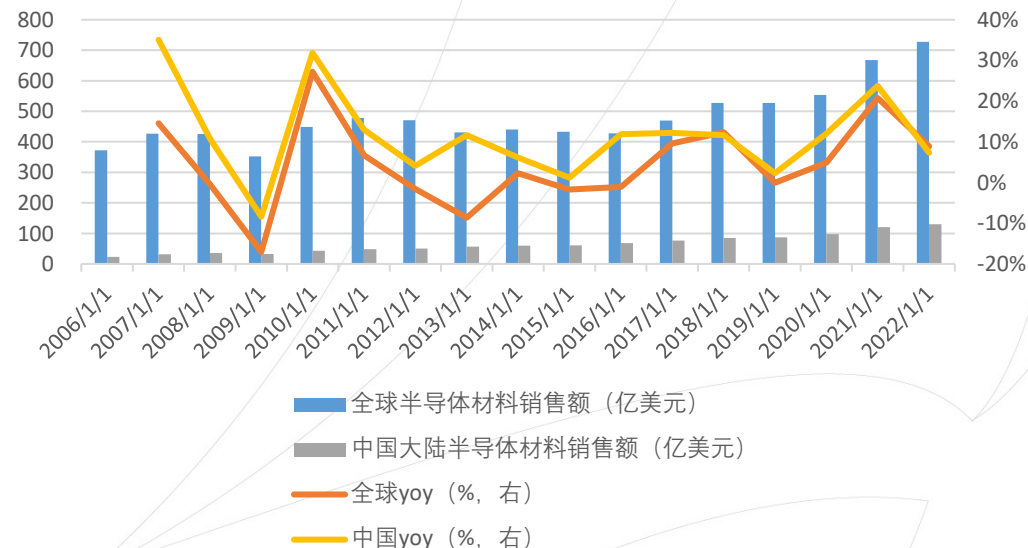
- 行业景气度持续：1) 半导体市场：2022年全球半导体市场规模5754亿美元，同比增长3.8%。中国仍然是最大的半导体市场，销售额为1813亿美元，同比下降5.6%。2) 半导体材料市场：根据SEMI数据，2022年全球半导体材料市场规模达到727亿美元，较2021年的668亿美元增长了8.8%，创历史新高。其中晶圆制造材料市场规模为447亿美元，同比增长10.5%，硅、电子气体和光掩模领域在晶圆制造材料市场表现出最强劲的增长。封装材料市场规模为280亿美元，同比增长6.3%，有机衬底领域在很大程度上推动了封装材料市场的增长。中国大陆保持全球第二大半导体材料市场地位，2022年半导体材料销售额130亿美元，同比增长7.3%，全球占比19.4%。中国台湾仍是全球最大的半导体材料市场，2022年市场规模为201亿美元，同比增长13.6%。韩国、日本、北美、欧洲销售规模分别排在第三到第六位，2022年除了日本地区半导体材料销售额增速为-1%外，其他地区的销售额均保持较高增速。TECHET预测21-25年全球半导体材料市场规模将以超过6%的复合增长率增长。

全球及中国半导体销售额（亿美元）及增速



数据来源：Wind，SEMI报告，南京证券研究所

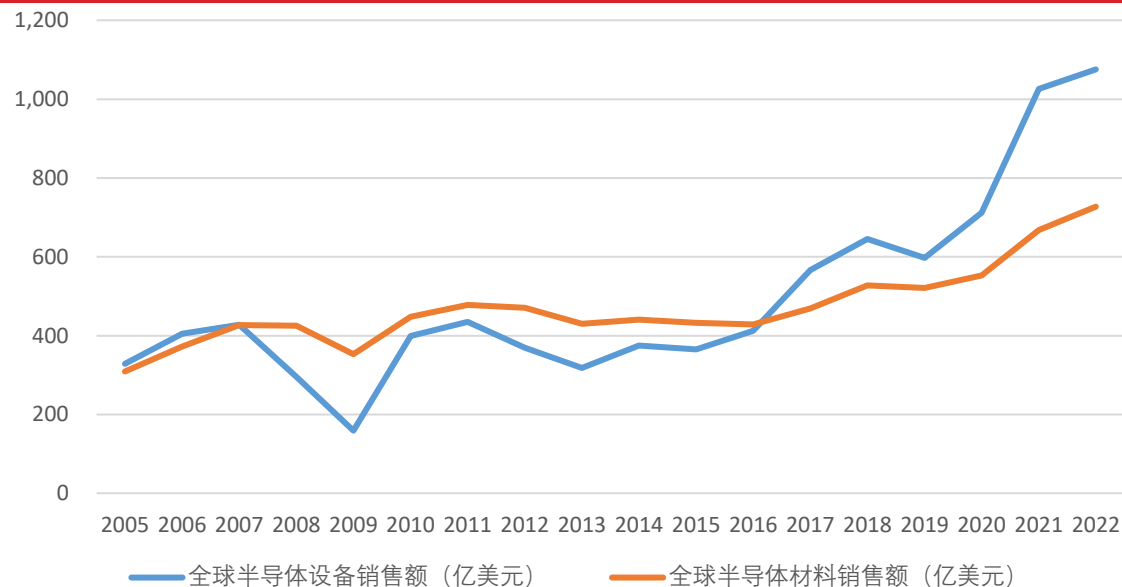
全球及中国半导体材料销售额（亿美元）及增速



1.1 半导体材料：行业增长+国产替代双重驱动，材料迎来放量时刻

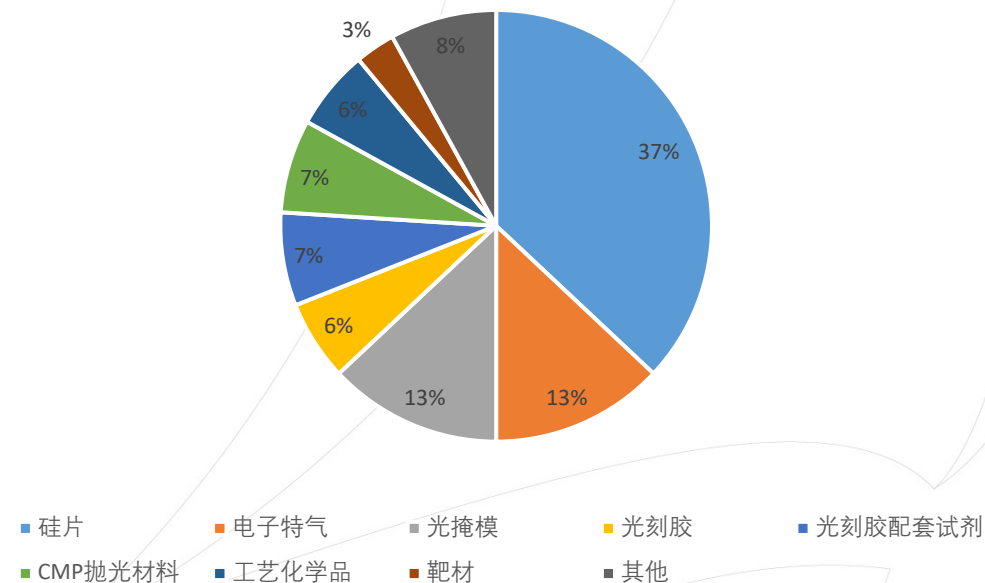
- ❑ **材料市场稳定性高：**半导体材料特别是前端晶圆制造材料在集成电路芯片制造中至关重要，部分关键材料会决定芯片的性能和工艺发展方向，下游客户对产品质量要求非常苛刻，因此材料市场前期研发投入大，进入测试论证的时间长，客户更换供应商成本较高。半导体材料是易耗品，一旦进入了下游晶圆厂的供应链，会随晶圆厂的产能扩张而逐步上量。
- ❑ **国内材料各子领域发展情况不同：**目前全球半导体材料市场的主要供应商还是美国、日本、韩国等国外企业，中国大陆的高端半导体材料对外依存度仍然较高，国产替代空间较大。

半导体材料周期性不明显



数据来源：iFind，南京证券研究所

半导体晶圆制造环节各材料占比



1.2 半导体材料：行业增长+国产替代双重驱动，材料迎来放量时刻

国内材料公司正在崛起：关注CMP抛光液龙头，功能性湿电子化学品协同发展的安集科技；国内CMP抛光垫龙头，积极布局清洗液、封装材料、柔性显示PI浆料等的鼎龙股份。电子特气-华特气体、靶材-江丰电子、前驱体-雅克科技、光刻胶-彤程新材等。

半导体材料	全球龙头	国内代表	国产化率	晶圆制造材料中占比
硅片	日本信越化工、日本住友胜高、台湾环球晶圆、德国世创电子、韩国LG Silitron	沪硅产业、中环股份	10%	37%
掩膜版	日本DNP、美国Photronics	中芯国际、菲利华、清溢光电	<10%	13%
电子特气	美国空气化工、法液空、德国林德集团、日本大阳日酸	华特气体、金宏气体、中船特气	<15%	13%
光刻胶及配套	日本JSR、日本信越化学、美国陶氏	北京科华、晶瑞股份、南大光电	<10%	13%
CMP抛光材料	美国卡博特、日本Fujimi、美国陶氏、美国杜邦	安集科技、鼎龙股份	抛光液10%、抛光垫5%	7%
湿电子化学品	德国巴斯夫、美国霍尼韦尔、日本住友化学	晶瑞电材、江化微	25%	6%
溅射靶材	日本日矿金属、日本东曹、美国霍尼韦尔、美国普莱克斯	江丰电子、有研新材	10%	3%

		股价 (2023.6.26)	市值 (2023.6.26)	归母净利润（亿元）						股价对应PE				
				2021	2022	2023Q1	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
688019.SH	安集科技	159.00	157.04	1.25	3.01	0.76	3.91	5.69	7.46	116.24	44.61	40.16	27.60	21.05
300054.SZ	鼎龙股份	24.73	232.52	2.14	3.90	0.35	5.11	6.85	8.88	107.22	51.74	45.49	33.95	26.19
300655.SZ	晶瑞电材*	11.44	114.18	2.01	1.63	0.18	2.10	2.77	3.28	70.81	52.59	54.26	41.18	34.82
002409.SZ	雅克科技	69.11	328.91	3.35	5.24	1.73	7.29	9.38	11.59	115.40	45.43	45.11	35.07	28.38
300666.SZ	江丰电子	66.68	177.07	1.07	2.65	0.56	3.55	4.90	6.63	112.25	69.29	49.82	36.14	26.72
603078.SH	江化微*	15.95	61.51	0.57	1.06	0.27	1.56	2.20	2.92	92.18	57.52	39.54	28.00	21.07
688268.SH	华特气体	77.73	94.02	1.29	2.06	0.40	2.75	3.38	4.08	83.70	43.30	34.23	27.85	23.03
603650.SH	彤程新材	31.89	189.77	3.27	2.98	0.83	3.77	5.11	6.56	92.01	61.64	50.39	37.15	28.94

备注：安集科技、鼎龙股份、雅克科技、华特气体、江丰电子、彤程新材为覆盖预测，其他为一致预期
数据来源：iFind，南京证券研究所

投资主线1 硬科技-半导体材料

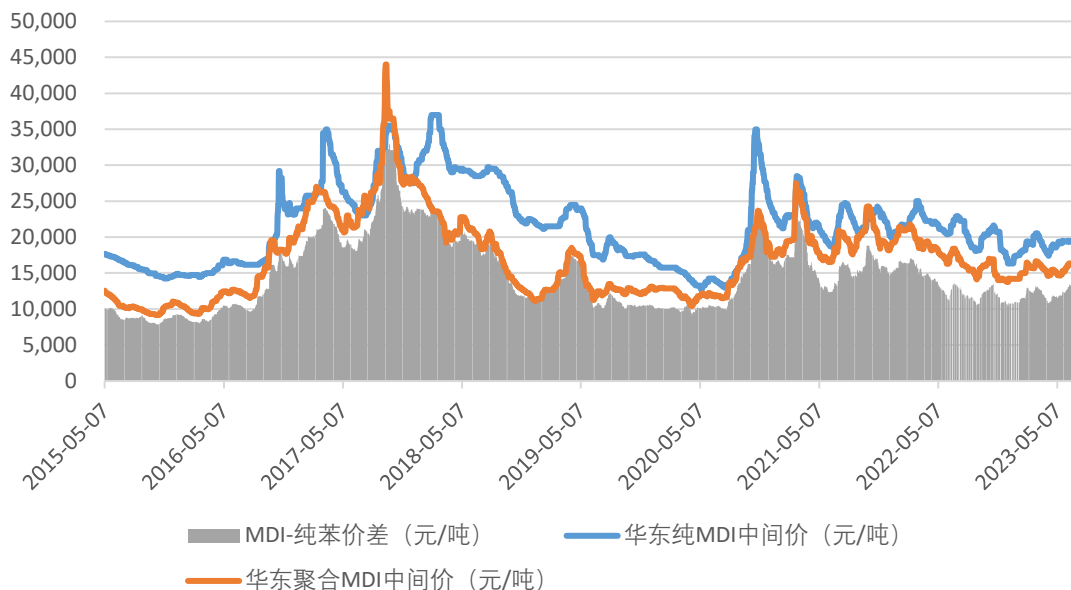
投资主线2 周期左侧-核心资产

投资主线3 盈利修复-轮胎

3.1 MDI&TDI：价格底部企稳，供给格局稳定向好，国内需求逐步回暖

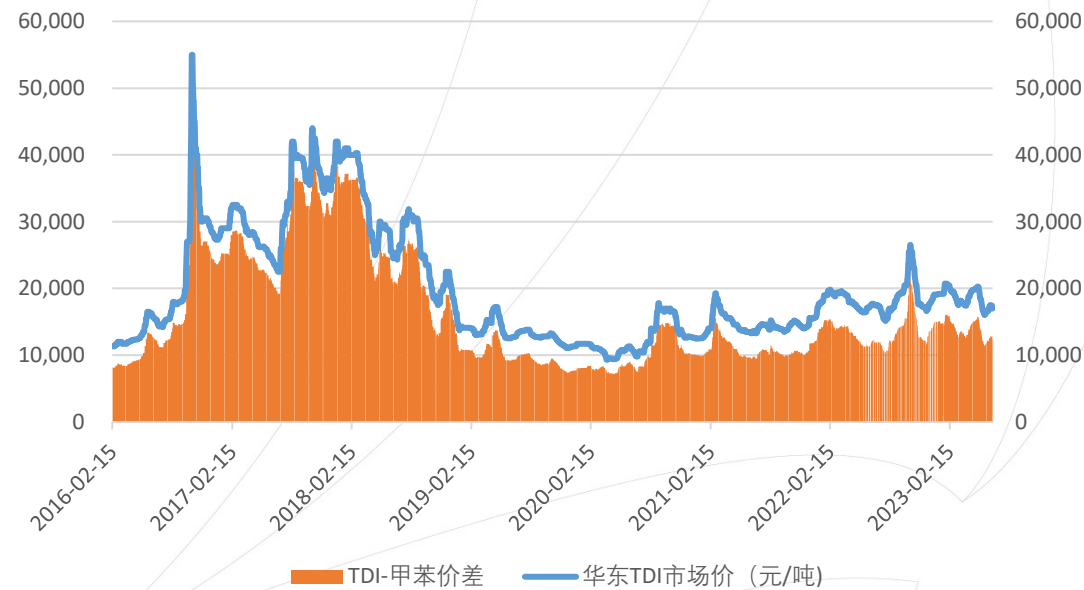
- ❑ 价格端，2023年至今MDI及TDI价格及价差总体仍然在底部震荡，截止目前（6月25日）MDI年度综合价差同比下滑13%，TDI年度价差同比上行4%；23Q2来看，MDI综合价差同比下滑9%，环比下滑2%，而TDI价差同比提升11%，环比下滑7%；需求端在经济弱复苏情况下缓慢修复，价格及价差受供给端影响较大。
- ❑ 近期终端需求缓慢恢复（主要看地产后周期、汽车、纺织服装等行业复苏），6月MDI、TDI厂商进入集中检修阶段，MDI供给端支撑较强；万华福建TDI 25万吨产能于5月下旬公告投产，TDI供给端博弈增强，目前MDI价格和价差依然处在历史15-25%的低位，TDI价格和价差在20%-35%的历史分位。

MDI价格及价差（元/吨）



数据来源：Wind，南京证券研究所

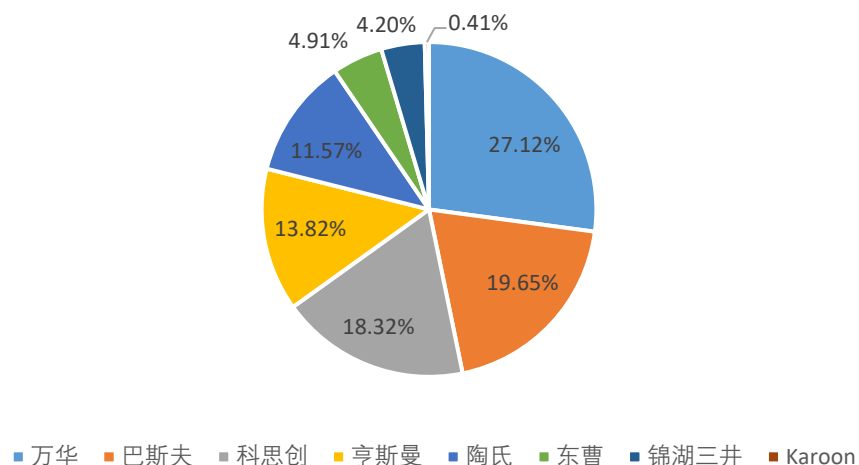
TDI价格及价差（元/吨）



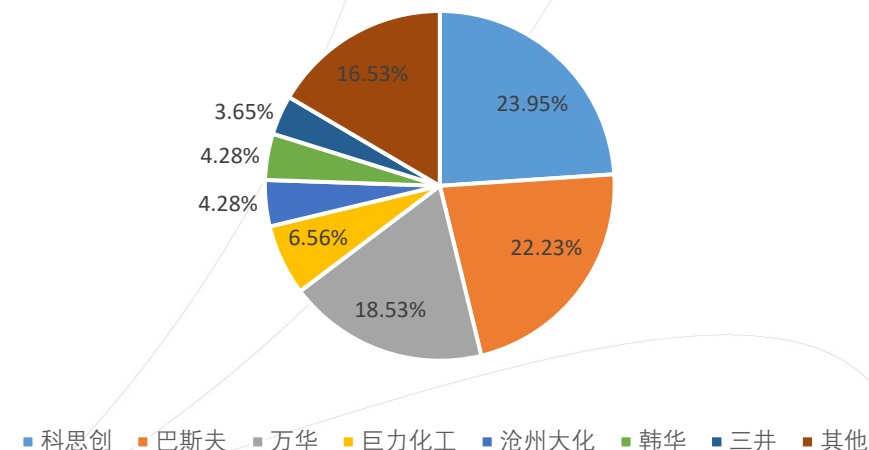
3.1 MDI&TDI：价格底部企稳，供给格局稳定向好，国内需求逐步回暖

□ 供应端，海外产能供应紧张，未来扩产看万华：1) 行业寡头垄断，格局稳定：MDI是高技术壁垒产品，经过几十年发展，技术仍然掌握在少数公司手中，截止2022年，全球仅8家MDI工厂，前五家（万华化学、巴斯夫、科思创、亨斯迈、陶氏）厂商 MDI 总产能占比达 91%。TDI也呈寡头垄断格局，前三巨头科思创、巴斯夫、万华产能合计占比65%，2) 未来扩产看万华：MDI未来3年规划扩产的包括，万华100万吨（其中福建40万吨已于22年末投产，宁波技改60万吨预计23年投产）、新疆巨力40万吨、锦湖三井20万吨、巴斯夫20万吨，而确定性较高的只有万华，预计在2023年底前可以投产100万吨，未来3年MDI行业产能年均增速在5-6%。TDI在2018年开始产能过剩，2020年后没有新增产能，未来扩产计划中，万华福建25万吨已于23年5月投产，福建二期30万吨正在筹备，而沧州大化26.5万吨和巴斯夫上海6万吨计划搁置，未来3年新增产能年均增速不足1%。3) 欧美装置老化，不可抗力频发：全球MDI装置中，亚太地区占比52%、欧洲占比27%（261万吨）、北美占比16%；TDI装置中，中国占比39%、美洲占比25%、欧洲占比24%（85万吨）。欧美装置存在老化现象，频发不可抗力，且面临能源紧张成本高企问题，而国内装置平稳运行，利好国内产品出口及价格支撑。

MDI 全球行业格局



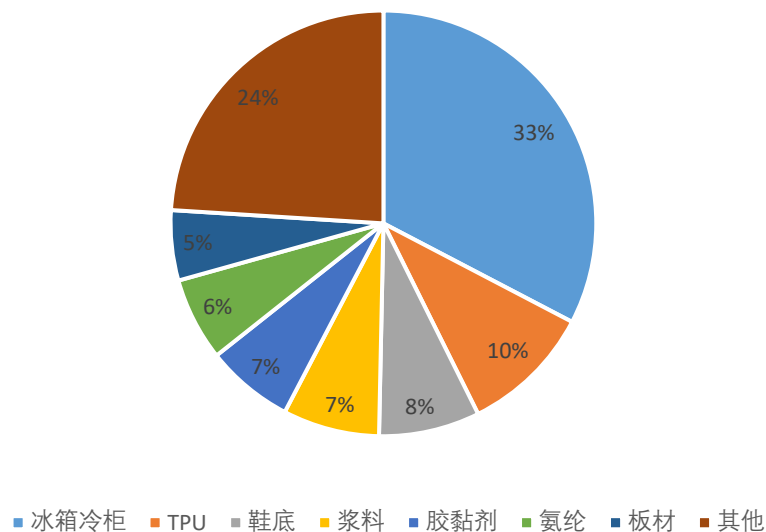
TDI 全球行业格局



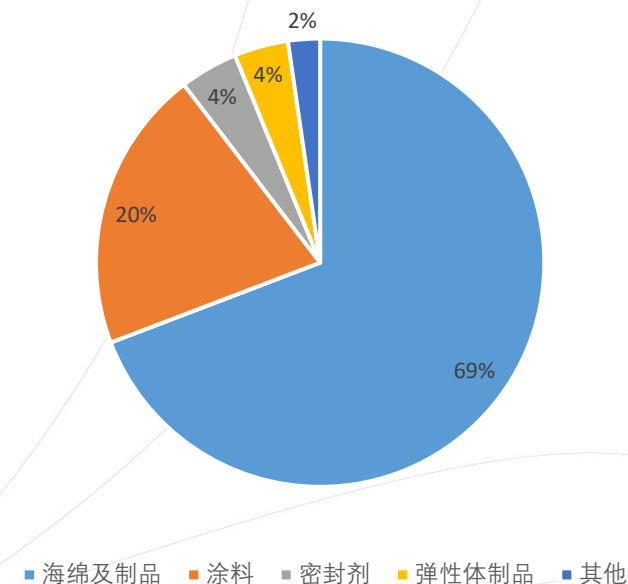
3.1 MDI&TDI：价格底部企稳，供给格局稳定向好，国内需求逐步回暖

- **需求逐步回暖：**MDI下游应用广泛，主要为建筑、家电、汽车、服装等行业，其中聚合MDI主要用于生产聚氨酯硬泡，多应用于冰箱冷藏、建筑、汽车等行业，需求与地产后周期及汽车销量有关；纯MDI主要用于生产聚氨酯浆料、鞋底原液等，应用领域包括合成革、氨纶、制鞋等行业，需求与纺织服装有关。TDI下游主要应用于聚氨酯海绵制品、聚氨酯涂料、密封剂和聚氨酯弹性体等；其中，海绵制品（软泡）占比TDI总消费量的69%，主要应用于软体家具、汽车座椅等；涂料占比总消费量的20.5%；密封剂和聚氨酯弹性体分别占比5%和4%，因此TDI下游需求与房地产后周期及汽车消费相关。短期看，疫情管控更加精准，加上地产及汽车利好政策，聚氨酯终端需求有望回暖；长期看，MDI需求增速跟随GDP增速在5%-6%稳定增长，行业长期供需格局向好。

2021年我国 MDI 下游需求结构



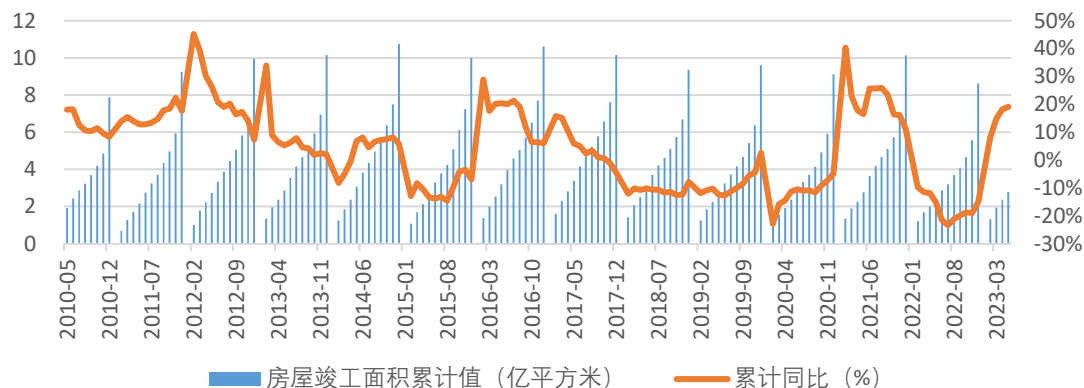
2021年我国 TDI 下游需求结构



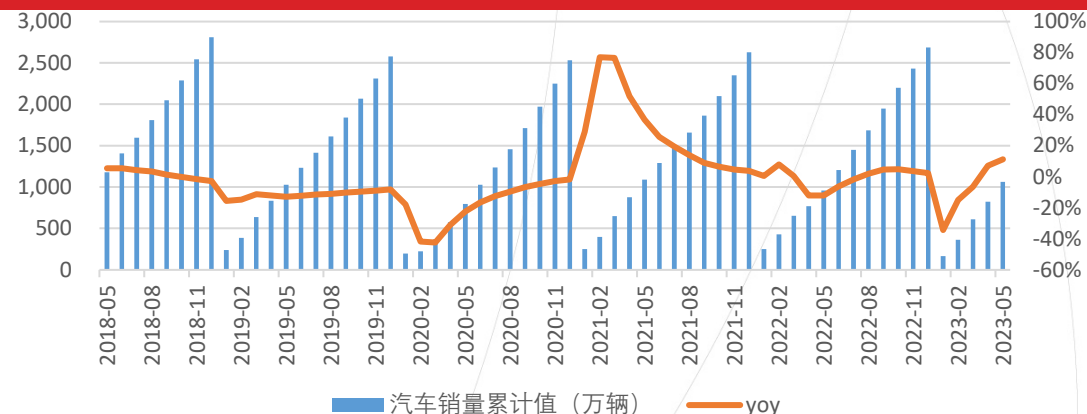
3.1 MDI&TDI：价格底部企稳，供给格局稳定向好，国内需求逐步回暖

- 地产竣工端、汽车销量已触底回升：23年1-5月竣工面积累计同比继续回升，增速19%；1-5月汽车销量累计同比11%。
- 国内冰箱产量回暖，外销逐步走出低谷：23年1-5月冰箱产量累计同比继续回升，增速13%；外销也走出低谷，冰箱出口累计同比-3%。

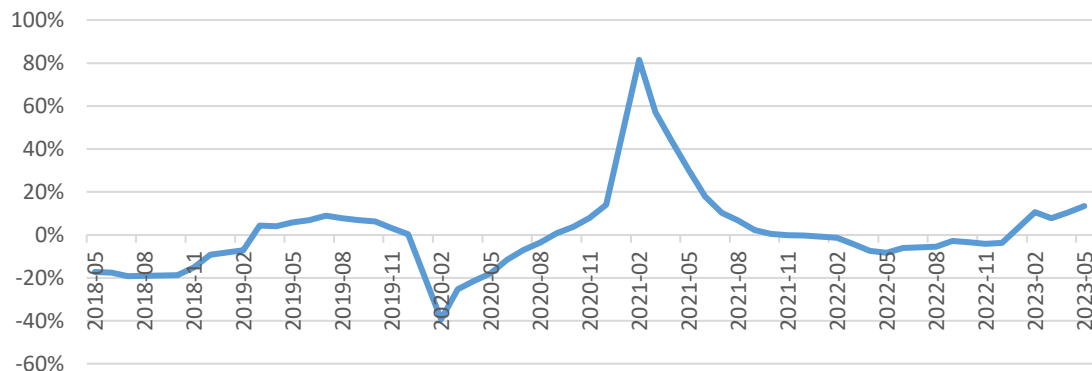
我国房屋竣工面积累计值（亿平方米）及同比（%）



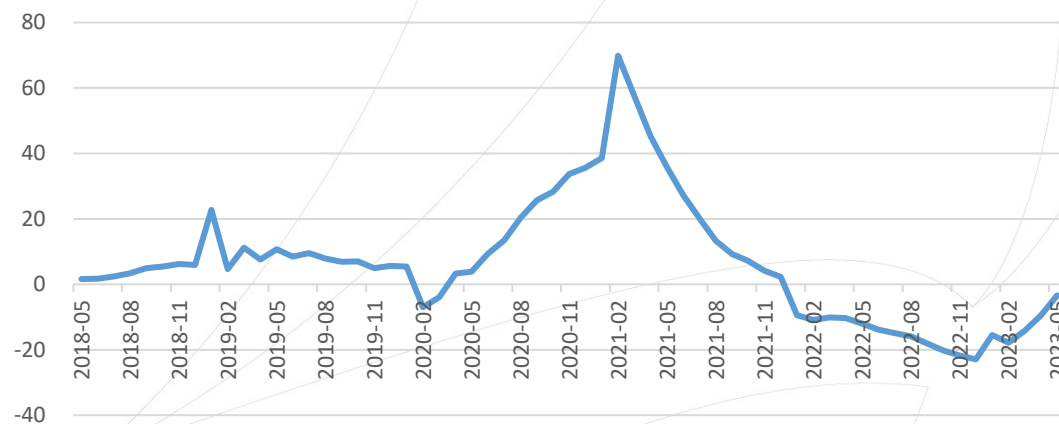
汽车销量累计值（万辆）及同比（%）



国内家用电冰箱产量累计同比（%）



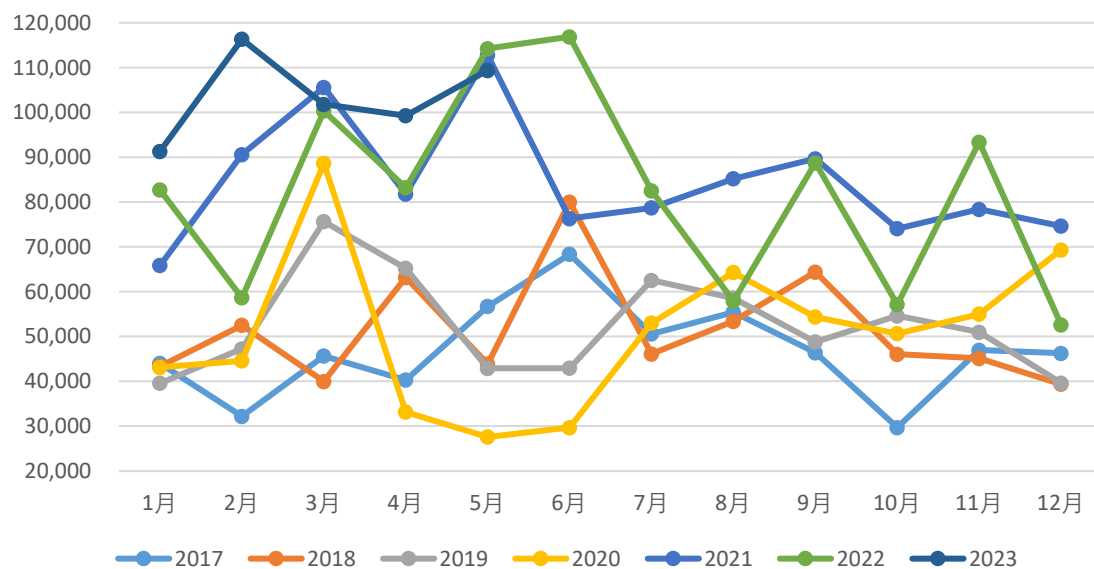
冰箱出口量累计同比



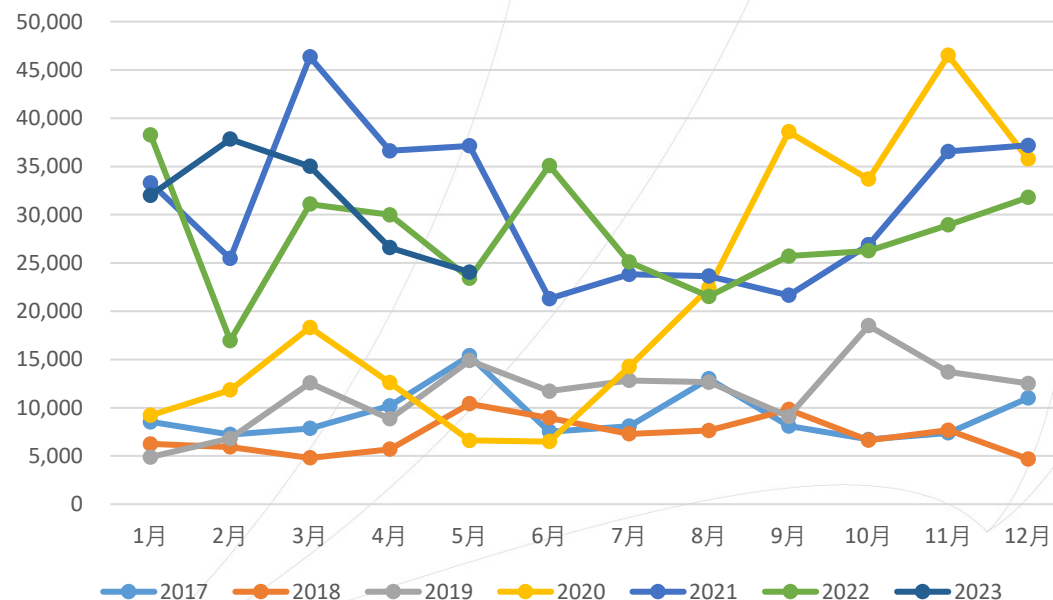
3.1 MDI&TDI：价格底部企稳，供给格局稳定向好，国内需求逐步回暖

□ 出口端，2023年1-5月出口量维持高位：2023年1-5月聚合MDI累计出口量同比增速达到18%；TDI累计出口量同比增速为11%。

聚合MDI当月出口量（吨）



TDI当月出口量（吨）



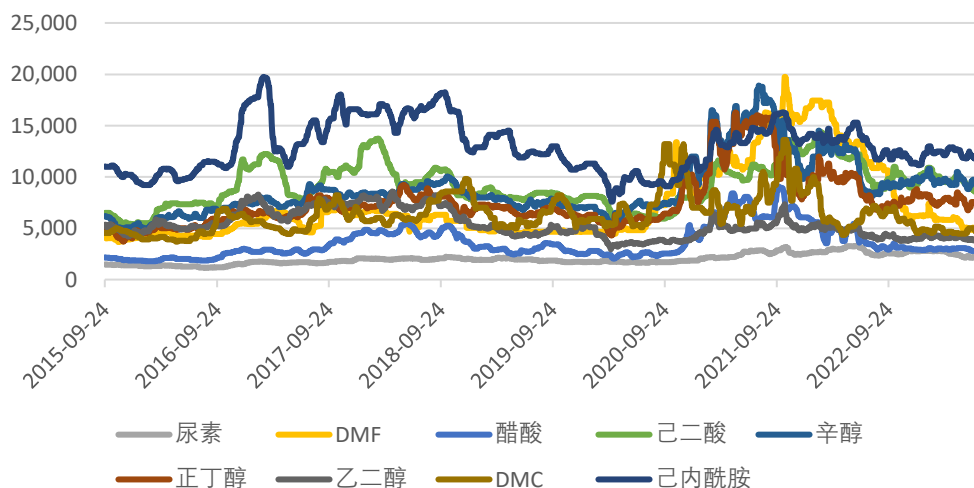
3.1 万华化学：MDI&TDI供给端利好，石化底部向上，新材料逐步崛起

- ❑ **聚氨酯全球王者，供给端迎利好：**万华化学目前MDI产能305万吨，在全球产能占比接近30%位列第一，万华宁波60万吨MDI产能预计23年投产；TDI产能95万吨（烟台30万吨、匈牙利25万吨、福建25万吨、收购巨力15万吨），万华TDI全球市占率达到接近30%，成为全球TDI最大供应商。公司还有ADI合计13万吨，在建5万吨；聚醚多元醇合计86万吨，在建113万吨。**长期来看，全球聚氨酯新产能投放以万华为主，供给端可控，而需求端一旦底部向上，万华作为聚氨酯全球王者将充分受益。**
- ❑ **石化景气底部向上，支撑全产业链：**公司发展石化系列目的是完善聚氨酯和新材料产业链，提供成本优势，拓宽产品线，熨平周期风险。万华石化采用丙烷化工路线，现有75万吨丙烷脱氢（PDH）和百万吨乙烯一期项目，大乙烯二期审批通过，包括120万吨/年的乙烯裂解及下游装置，预计24年12月建成投产。C2-C3产业链产品价格及价差处于历史低位，待需求回暖有望底部向上。
- ❑ **新材料布局丰富，迈向综合化工巨头必经之路：**除了现有的特种胺、ADI 类、特种 PC、特种 TPU、水性涂料等产能继续扩张；公司在光伏、锂电等也加强布局，包括三元材料和磷酸铁锂等电池材料、PBAT 和 PLA 等可降解材料、POE 等高端聚烯烃材料、柠檬醛和薄荷醇等香精香料产品、有机硅胶、抛光液和抛光垫等半导体材料。
- ❑ **龙头持续资本开支，支撑未来成长：**万华2022年主要项目实际完成投资309亿元；2023年主要项目计划投资450.1亿元（预计增速46%），主要投资重点在于，**120万吨/年乙烯及下游高端聚烯烃项目及蓬莱园区建设；柠檬醛、营养品、TMP等精细化学品项目；六氟磷酸锂等电池材料项目。**

3.2 华鲁恒升：煤化工产品价格低位，静待景气度回升

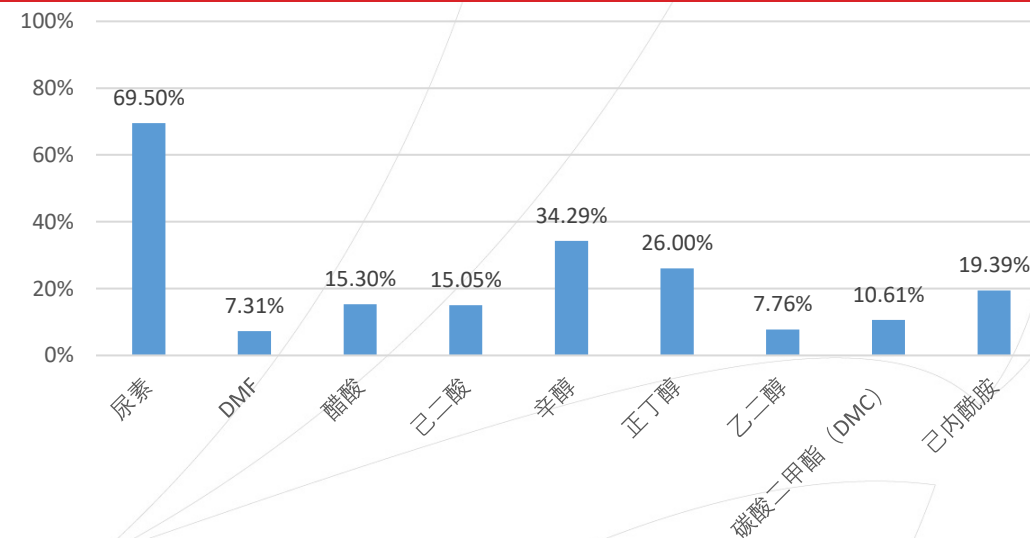
- 目前除了尿素价格在历史中枢偏上位置，其他都在历史低位：煤化工产品下游涉及衣食住行，目前除了用于化肥生产的尿素价格在历史分位74%，其他主产品价格（DMF、醋酸、己二酸、丁辛醇、DMC）都在35%历史分位以下，仍有较大提升空间。
- 德州本部布局新能源及新材料，荆州第二基地打开成长空间：1）高端溶剂，30万吨/年的碳酸甲乙酯（EMC），5万吨/年的碳酸二乙酯（DEC）和30万吨/年的草酸将于2023年Q2建成投产，提升公司电解液溶剂综合供应能力。2）尼龙新材料：2022年尼龙66高端新材料项目开工，一期包括20万吨/年己二酸（销量14.8万吨），预计2023年下半年投产，后续有8万吨/年尼龙66、1.35万吨/年的副产二元酸产品。3）荆州第二基地：一期项目已经于2021年6月启动建设，目前进入大规模设备安装阶段，预计2023年下半年开始逐渐投产。后续启动建设16万吨/年NMP、20万吨/年BDO、10万吨/年酸酐、16万吨/年密胺树脂（配套52万吨/年尿素）等产品。荆州二期项目规划中，预计2024年底建成投产，中长期打开公司成长空间。

主要煤化工产品价格低位



数据来源：Wind，南京证券研究所

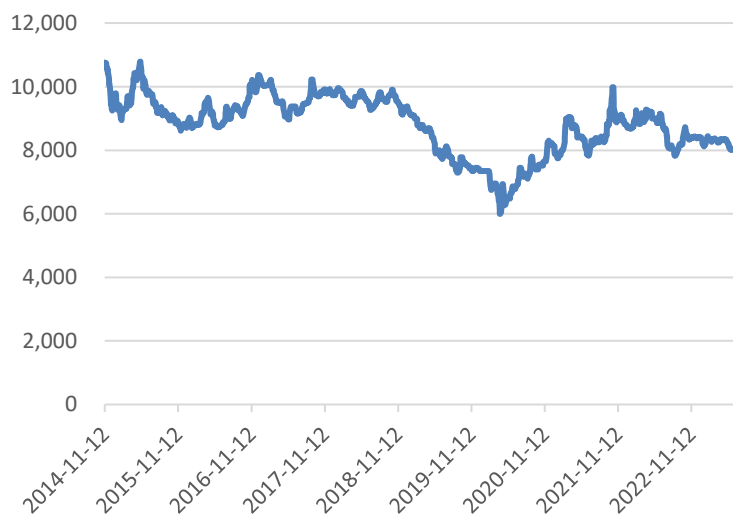
主产品当前价格（6月26日）所处历史分位



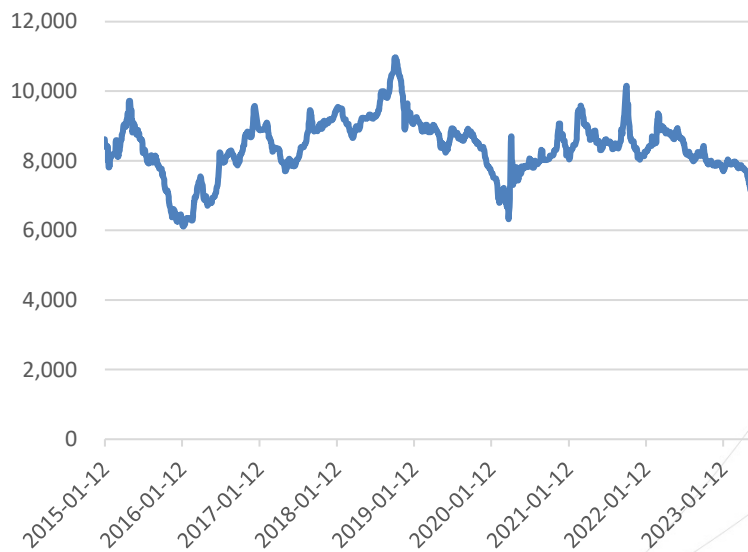
3.3 宝丰能源：烯烃焦化需求有望回暖，丰富在建支撑未来成长

- ❑ **主产品聚烯烃及焦炭价格低位：**23年以来，聚乙烯价格小幅下行，聚丙烯、焦炭价格降幅较大，后续有望随着需求回暖而提升。
- ❑ **储备项目积极推进，未来成长可期：**2022年6月，公司300万吨/年煤焦化多联产项目正式投产，公司焦化产能从400万吨/年提升至700万吨/年。储备项目方面，1）宁东三期50万吨/年煤制烯烃及项目50万吨/年C2-C5综合利用制烯烃项目进展顺利，其中甲醇工段已具备投产条件，烯烃将于2023年内投产，其中25万吨EVA也将于2023年投产。2）宁东四期50万吨煤制烯烃项目预计2023年开工。3）内蒙古400万吨/年（一期300万吨/年）煤制烯烃项目于2022年9月下旬被国家生态环境部的正式受理，2023年3月已经开工建设，预计2024年Q4逐步投产。4）力争2022年底前建成20万吨/年苯乙烯项目，实现新的盈利增长点。

聚乙烯价格（元/吨）



聚丙烯价格（元/吨）



焦炭价格（元/吨）



投资主线1 硬科技-半导体材料

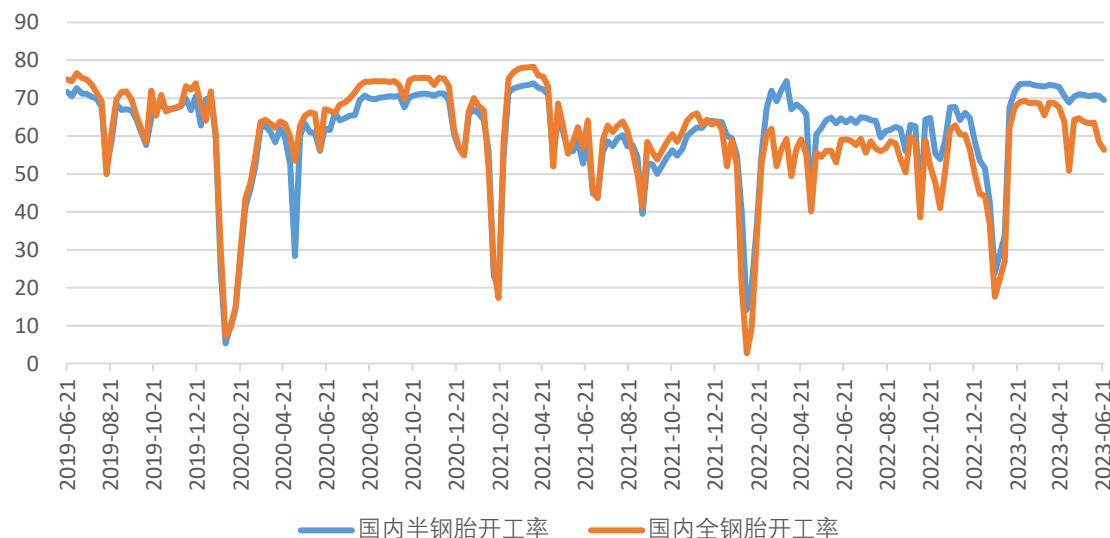
投资主线2 周期左侧-核心资产

投资主线3 盈利修复-轮胎

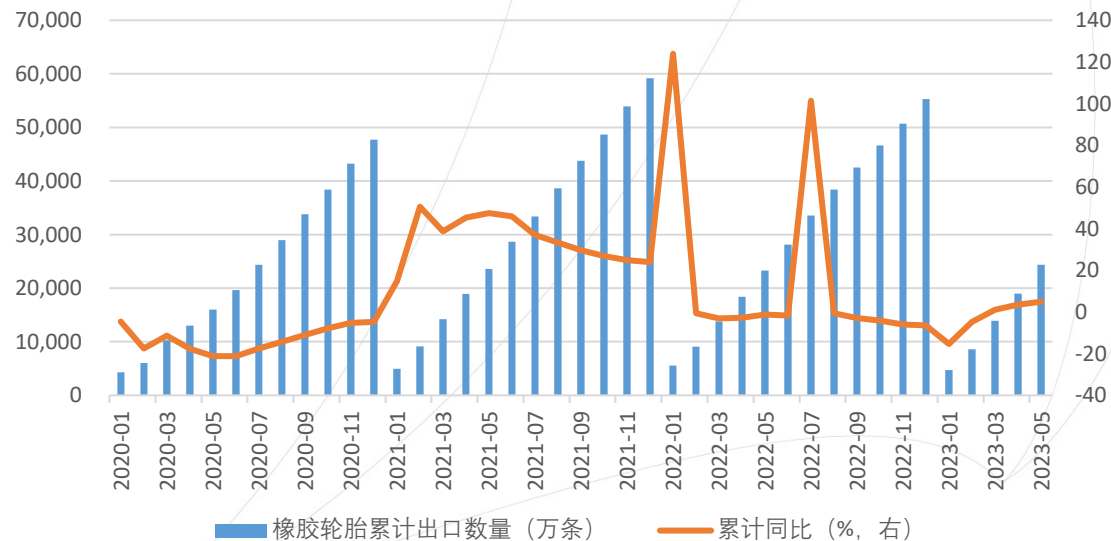
3.1 轮胎：海外去库基本完成，国内需求复苏，成本压力减轻，看好出口为主的轮胎公司

- **价格端：**价格指数基本稳定，23Q1轮胎经销商价格指数-轿车和卡客车分别环比上行仅0.66%和下降3.34%。
- **需求情况：**近期国内半钢胎及全钢胎开工率在70%和60%左右，处于较高位置。国内23年1-5月橡胶轮胎累计出口量同比增长4.9%，累计出口金额同比增长11.3%。**海外轮胎去库基本完成，国内订单逐步恢复。**

国内半钢胎&全钢胎开工率（%）



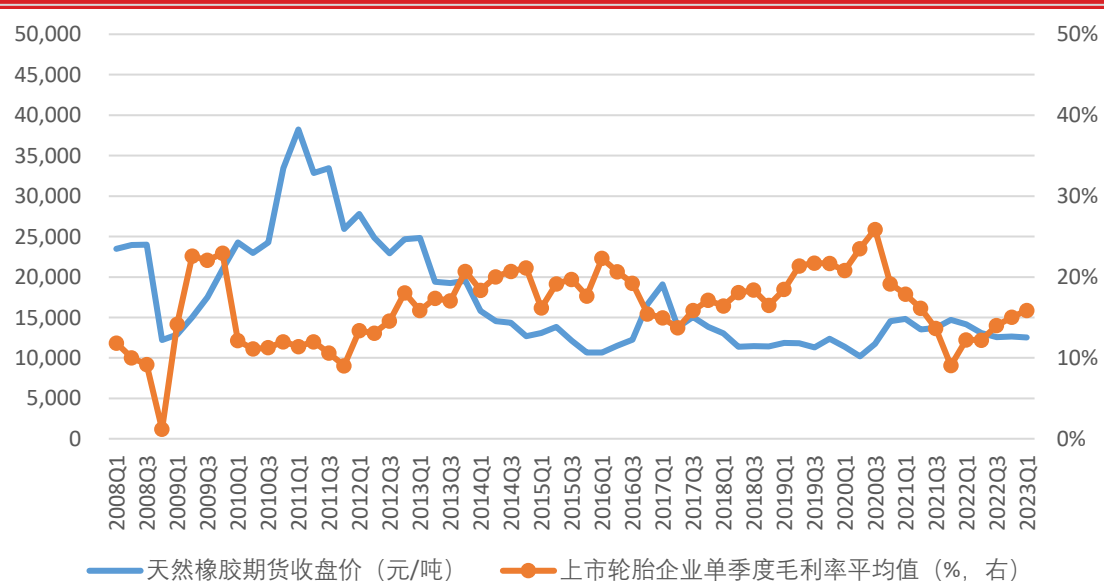
橡胶轮胎累计出口数量（万条）及累计同比（%，右）



3.1 轮胎：海外去库完成，国内需求复苏，成本压力减轻，看好出口为主的轮胎公司

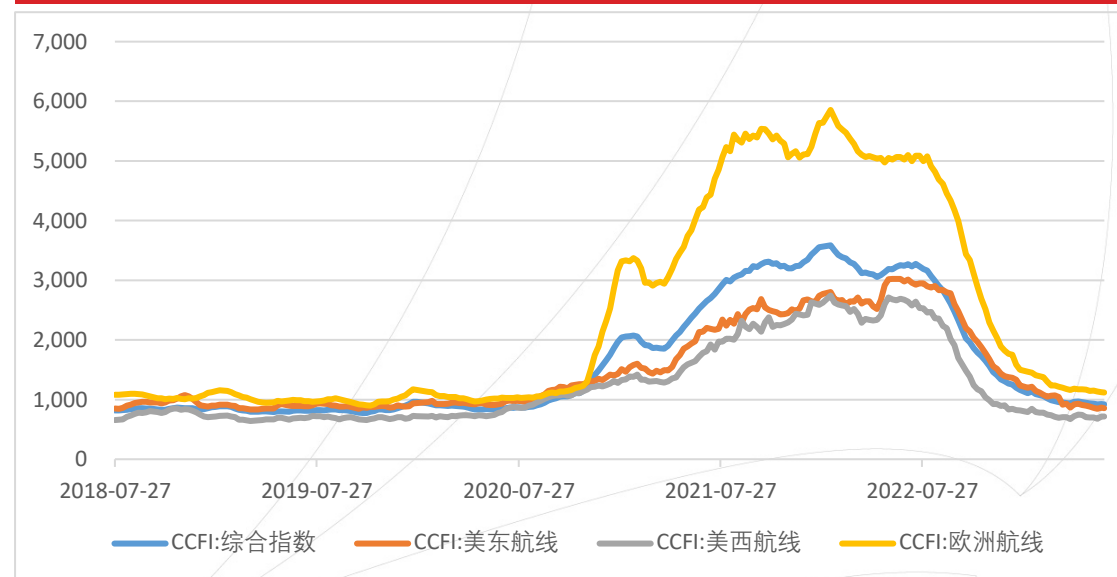
- 原材料：**天然橡胶价格21Q4以来趋势下行，截止6月21日，23Q2降到了1.19万元/吨（环比Q1降低4.6%，同比下降8.7%），合成橡胶价格趋势基本相同。炭黑价格也在经历了高位波动后于22Q4高位回落，23Q2均价降到了8270元/吨（同比-18%，环比-19%）；钢丝、帘子布的价格也自21Q2和21Q4开始高位回落。成本端压力显著减轻。**海运费：**中国出口集装箱运价指数（CCFI）在2022年2月末高位回落，目前已经恢复到疫情前的正常价格水平。
- 毛利率：**行业上市八家轮胎公司毛利率均值，21Q4单季度毛利率达到了9.05%，和2011年Q4的最低点基本持平，后单季度毛利率总体回升。三家龙头公司的情况，玲珑毛利率自21Q4的6.2%回到了23Q1的17.0%，赛轮毛利率自21Q4的15.1%回到了23Q1的20.3%，森麒麟毛利率自21Q4的18.9%回到了23Q1的22.3%。

08年至今胶价格和代表上市轮胎公司季度毛利率均值



数据来源：iFind，南京证券研究所

中国出口集装箱运价指数CCFI



3.2 精选轮胎龙头公司：森麒麟、赛轮轮胎、玲珑轮胎

- ❑ 轮胎盈利有望持续向上：我们认为，轮胎行业最差的时机已经度过，随着国内外市场复苏，以及中国轮胎凭借性价比优势在海外市场大展身手，龙头轮胎公司将迎来盈利和估值的进一步修复。
- ❑ 建议关注：森麒麟，海外毛利润占比90%，泰国二期预计23Q2实现满产，正在加快推进西班牙年产600万条轮胎项目，摩洛哥年产1200万条轮胎项目，持续发力航空胎，23年将完成“年产8万条航空轮胎（含5万条翻新轮胎）项目；赛轮轮胎，海外毛利润占比80%，柬埔寨工厂产能已投入运营，越南三期持续减少，国内青岛工厂非公路胎加速推进，“液体黄金”不断推广应用；玲珑轮胎，国内外毛利润各占一半，充分受益于国内需求恢复，国内配套首屈一指，海外塞尔维亚将于23年试生产，国内德州、荆门、吉林等项目持续推进。

		股价 (2023.6.26)	市值 (2023.6.26)	归母净利润（亿元）						股价对应PE				
				2021	2022	2023Q1	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
601966.SH	玲珑轮胎	21.80	321.93	7.89	2.92	2.14	11.19	19.55	25.46	63.59	103.71	28.77	16.47	12.64
601058.SH	赛轮轮胎	10.86	332.60	13.13	13.32	3.55	17.90	20.82	24.15	34.51	23.05	18.58	15.98	13.77
002984.SZ	森麒麟	30.47	197.95	7.53	8.01	2.50	12.54	16.59	20.93	30.67	24.98	15.79	11.93	9.46

风险提示

- **宏观经济增速低于预期：**假如受到不可抗力等事件影响，带来宏观经济增速显著低于预期，将影响化工行业生产及消费预期。
- **下游需求疲弱：**化工行业下游涉及各行各业，主要下游衣食住行等需求如果恢复不及预期，持续疲弱，将影响行业收入及利润。
- **原材料价格及化工产品价格大幅波动：**上游原材料价格及产品价格的大幅波动将打乱企业生产计划，影响企业收入及利润。
- **技术突破风险：**高端化工材料处于国产替代关键阶段，部分面临技术突破困难，进程受阻的风险，影响行业发展预期。

免责声明

- 本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
- 本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
- 本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
- 本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

投资评级说明

南京证券行业投资评级标准:

推荐: 预计6个月内该行业超越整体市场表现;

中性: 预计6个月内该行业与整体市场表现基本持平;

回避: 预计6个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准:

买入: 预计6个月内绝对涨幅大于20%;

增持: 预计6个月内绝对涨幅为10%-20%之间;

中性: 预计6个月内绝对涨幅为-10%-10%之间;

回避: 预计6个月内绝对涨幅为-10%及以下。