首创证券
CAPITAL SECURITIES

行业评级：看好

化工行业2024年策略报告

把握补库机会，静待需求共振

核心观点

□ 2023年回顾：化工行情表现不佳，成本压力叠加需求疲弱，化工企业盈利承压下行

2023年，海外处于加息周期，国内经济复苏不及预期，化工行情整体表现不佳，基础化工（申万）跌幅15.89%，跑输沪深300指数4.14pct。在成本维持高位以及需求疲弱双重压力下，化工企业盈利下行，2023年前三季度，中信基础化工板块营业收入同比下滑7.29%，归母净利润同比下滑46.78%，板块销售毛利率为17.50%，同比下滑4.82pct，销售净利率为6.50%，同比下滑5.22pct。

□ 2024年展望：供应端产能仍处扩张周期，需求端稳增长政策可期，化工行业景气有望在主动补库带动下触底反弹

2020年下半年以来，海外强财政刺激叠加国内能耗双控，化工行业迎来两年的景气周期，2021年和2022年企业盈利高位，带动资本开支快速增长，2023年前三季度在高基数背景下继续同比增长10.28%，行业仍处于产能扩张周期。2023年全球经济缓慢复苏，中国依然稳中有进，在稳增长的大背景下，不断加码的房地产政策、消费刺激政策值得期待。从库存角度看，此轮库存周期底部正逐步确立，有望迎来主动补库阶段，现在市场对经济复苏的预期偏悲观，随着库存周期逐步转向主动补库，企业的盈利有望修复，我们认为可以把握补库机会，静待需求共振。

□ 投资策略：把握补库机会，静待需求共振

一、强者恒强之龙头股：我们认为化工龙头企业所具有的不仅是单纯的成本优势亦或是技术优势，而是在多年的发展和竞争进程中，围绕化工这一系统工程所做的全方位积累与提升，我们称之为**系统竞争优势**，正是这种持续增强和迭代的系统竞争优势造就了强者恒强的局面。叠加双碳背景下供应端的约束、技术和产品升级带来的化工品价格中枢的抬升，持续看好化工龙头企业的盈利能力和投资价值，**建议关注万华化学、华鲁恒升、**

、卫星化学、龙佰集团、远兴能源。

二、盈利能力回升叠加海外快速扩张之轮胎：长期来看，全球轮胎需求稳中有升，而国内轮胎企业凭借性价比优势在全球的市场份额持续提升，短期来看，国内外需求复苏，原料成本及海运成本回落，企业订单饱满盈利能力修复，**建议关注正处于海外快速扩张进程中的赛轮轮胎、森麒麟。**

三、资源叠加刚需之农化板块：粮食价格高位，全球耕地面积稳步增长，农化产品需求刚性。国内钾肥对外依存度高，**建议关注在海外拥有钾肥资源，产能稳步扩张的亚钾国际；**磷化工产业链原料端磷矿石支撑强劲，下游磷肥刚性需求叠加新能源新增需求，**建议关注拥有磷矿资源的川恒股份、云天化、兴发集团。农药板块建议关注具有成本优势的低估值龙头扬农化工。**

四、供给硬约束叠加配额元年之制冷剂：2023年11月6日，生态环境部正式印发了《2024年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》，2024年三代制冷剂生产销售按照配额执行后，制冷剂配额将进一步向行业龙头集中，在供给端配额受限，但全球制冷需求仍将稳步增长的大环境下，制冷剂行业将迎来长期向上景气周期。**建议关注巨化股份，永和股份、三美股份、金石资源。**

风险提示：油价大幅波动，化工品价格大幅波动，政策不及预期，在建项目投产及盈利不及预期。

目录

一、回顾2023：化工行情跑输沪深300，化工企业盈利承压下行

二、展望2024：供应端仍处扩张周期，需求端稳增长政策可期，化工行业景气有望在主动补库带动下触底反弹

三、投资策略：把握补库机会，静待需求共振

强者恒强之龙头股：万华化学、华鲁恒升、　　、卫星化学、龙佰集团，远兴能源

盈利能力回升叠加海外快速扩张之轮胎：赛轮轮胎、森麒麟

资源叠加刚需之农化：川恒股份、亚钾国际、云天化、兴发集团、扬农化工

供给硬约束叠加配额元年之制冷剂：巨化股份、三美股份、永和股份、金石资源

四、风险提示

一、回顾2023：化工行情跑输沪深300，化工企业盈利承压下行

□ 2023年基础化工（申万）跑输沪深300指数4.14pct

2023年初至3月初，出于对经济复苏的预期，基础化工有过一波上涨行情，包括化工龙头、农化板块、地产后周期板块、轮胎板块、氟化工板块等，但随后复苏进度不及预期，化工行业除了部分标的出现过“中特估”行情之外，多数板块表现弱势。2023年全年，沪深300跌幅11.75%，基础化工（申万）跌幅15.89%，跑输沪深300指数4.14pct。

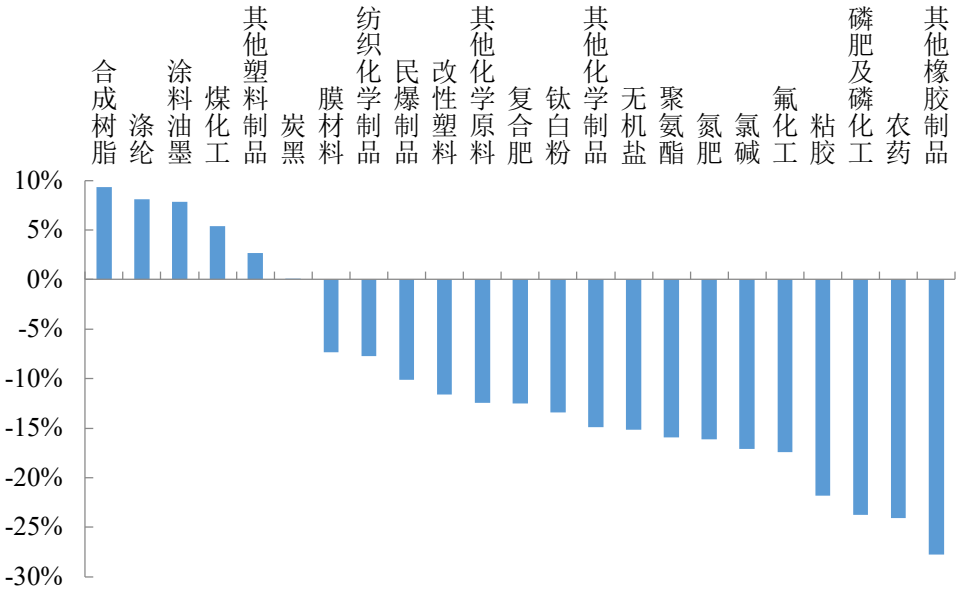
从基础化工（申万）三级子行业来看，跌多涨少，2023年年初至12月29日，涨幅居前的三个板块分别是合成树脂（+9.36%）、涤纶（+8.10%）、涂料油墨（+7.82%），跌幅居前的三个板块分别是其他橡胶制品（-27.75%）、农药（-24.08%）、磷肥及磷化工（-23.76%）。

图 1 2023年初至12月29日基础化工（申万）跑输沪深300指数4.14pct



资料　：Wind，首创证券

图 2 基础化工（申万）子行业跌多涨少（年初至12月29日）



资料　：Wind，首创证券

一、回顾2023：化工行情跑输沪深300，化工企业盈利承压下行

□ 基础化工（申万）估值低位，配置价值凸显

截至2023年12月29日，基础化工（申万）PE为21.61倍，较年初14.29上涨51.22%，2002年以来PE中位值为44.52，当前估值处于2002年以来的14.29%的历史分位。

截至2023年12月29日，基础化工（申万）PB为1.82倍，较年初2.27下跌19.82%， 2002年以来PB中位值为4.10，当前估值处于2002年以来的7.48%的历史分位。

图 3 基础化工（申万）PE处于低位



资料　：Wind，首创证券

图 4 基础化工（申万）PB处于低位



资料　：Wind，首创证券

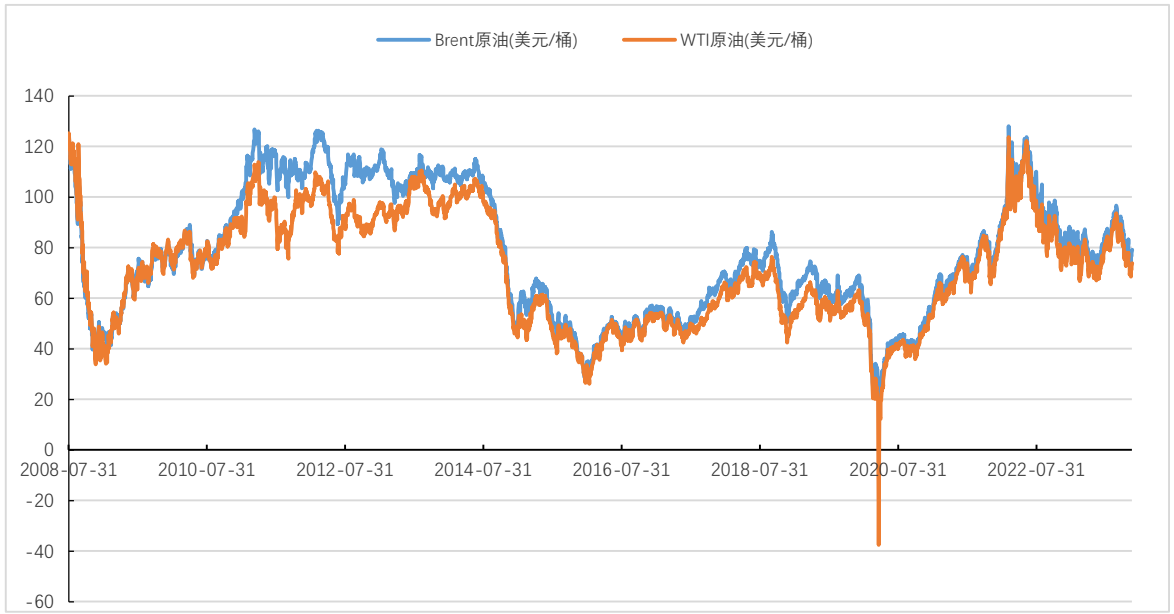
一、回顾2023：化工行情跑输沪深300，化工企业盈利承压下行

□ 国际原油价格高位震荡，CCPI延续回落趋势

2022年因俄乌地缘政治冲突，欧美联合抵制俄罗斯，全球能源供应链发生区域性变动，布伦特原油价格重回120美元/桶以上的历史高位，全年布伦特原油均价99.04美元/桶，WTI原油均价94.36美元/桶。2023年在OPEC+减产、全球经济复苏、地缘冲突频发等背景下，国际油价高位震荡，全年布伦特原油均价82.17美元/桶，WTI原油均价77.56美元/桶。

2021年海内外化工品需求景气，叠加7-10月限电、限产政策执行，供需矛盾加剧，中国化工产品价格指数于10月创近年来新高，带来化工行业此轮景气周期顶部。2022年上半年，原油、煤炭、天然气价格高位支撑成本端，海内外需求向好，CCPI再次冲高至前期高点附近，之后伴随美元加息，全球需求疲弱，CCPI高位回落。2023年CCPI指数平均为4677.12，较2022年均值5374.55下跌13.0%。

图 5 2023年国际原油价格维持高位



资料：Wind，首创证券

图 6 中国化工产品价格指数（CCPI）高位回落



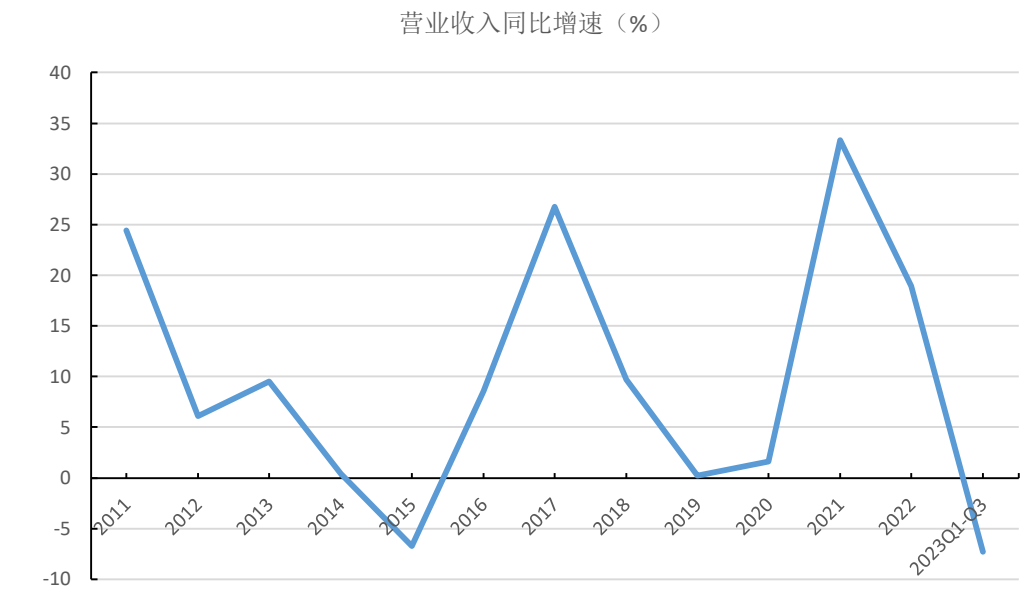
资料：Wind，首创证券

一、回顾2023：化工行情跑输沪深300，化工企业盈利承压下行

□ 需求转弱叠加上游资源端成本高位，化工行业营收和归母净利润同比下滑

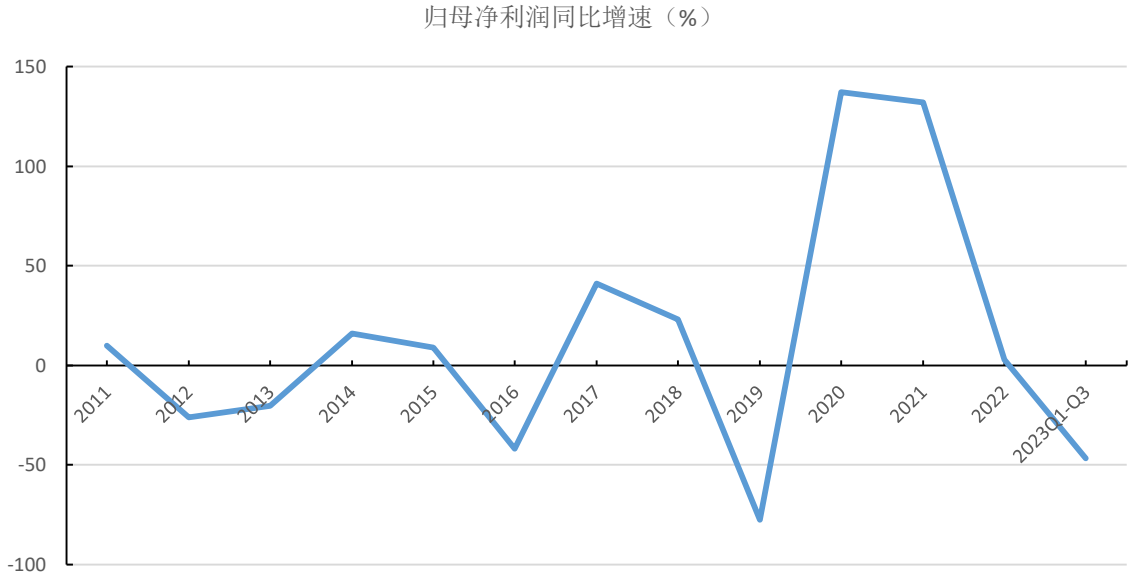
2023年前三季度，在美联储持续加息、外需收缩的宏观经济背景下，国内房地产等下游需求仍较疲弱，化工行业景气度下行，同时石油等原料，以及磷矿等矿产资源维持相对高位，企业盈利在原料和需求两端承压。2023年前三季度中信基础化工板块营业收入同比下滑7.29%，归母净利润同比下滑46.78%。

图7 中信基础化工板块2023年前三季度营业收入同比下滑7.29%



资料：Wind，首创证券

图8 中信基础化工板块2023年第三季度归母净利润同比下滑46.78%



资料：Wind，首创证券

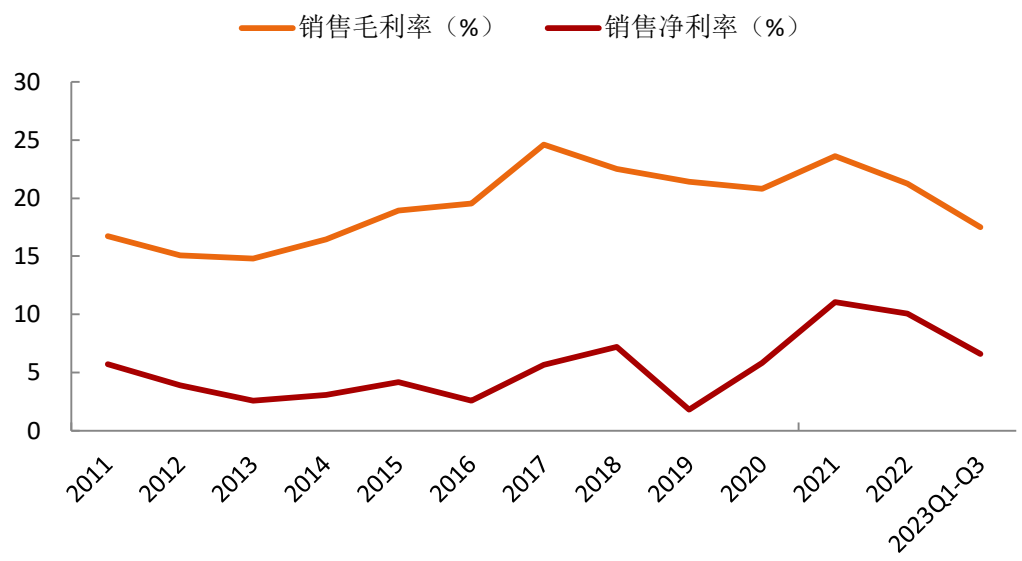
一、回顾2023：化工行情跑输沪深300，化工企业盈利承压下行

□ 需求及成本承压，化工行业毛利率和净利率同比均下降

公共卫生事件发生以来，各国采取相对宽松的货币政策，大宗商品价格上行，同时俄乌冲突又加剧了能源供给紧张的局面，化工行业成本显著上行。2023年前三季度，宏观经济复苏不及预期，下游需求延续弱势，化学品价格整体承压，但资源端成本压力不减，中信基础化工板块销售毛利率、销售净利率分别为17.50%、6.60%，分别同比-4.82pct、-5.22pct。

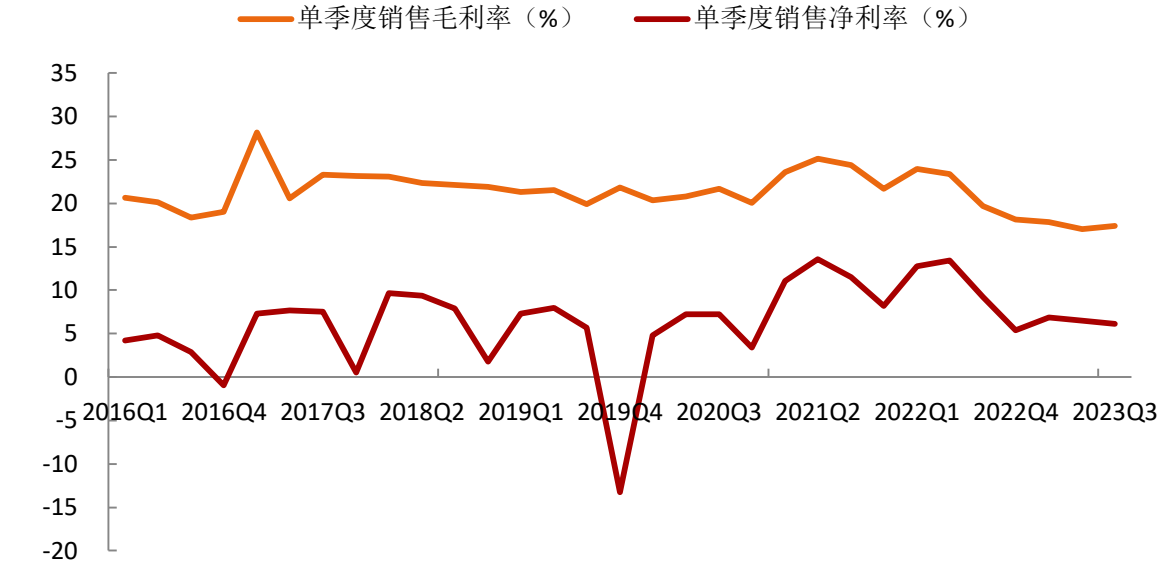
单季度来看，2023Q3中信基础化工板块销售毛利率和销售净利率分别为17.41%和6.11%，与2022Q3的销售毛利率（19.65%）和销售净利率（9.19%）相比，分别同比下降2.24pct和3.09pct，与2023Q2的销售毛利率（17.04%）和销售净利率（6.49%）相比，销售毛利率环比上涨0.37pct，销售净利率环比下滑0.38pct。当前销售毛利率和销售净利率处于2020年以来历史相对低位，第三季度呈现止跌企稳趋势。

图9 2023Q1-Q3中信基础化工板块毛利率和净利率同比均下降



资料：Wind，首创证券

图10 2023年第三季度中信基础化工板块毛利率止跌企稳



资料：Wind，首创证券

二、展望2024：供应端仍处扩张周期

□ 行业资本支出仍处高位，处于产能扩张期

2023年前三季度中信基础化工板块资本开支同比增长10.28%，仍处于产能扩张周期。分行业来看，在中信基础化工板块的33个子行业中，2023年前三季度年资本支出增速居前的分别为钾肥（+124.81%）、有机硅（+106.00%）、其他塑料制品（+47.71）、复合肥（+42.23%）、聚氨酯（+38.74%）。

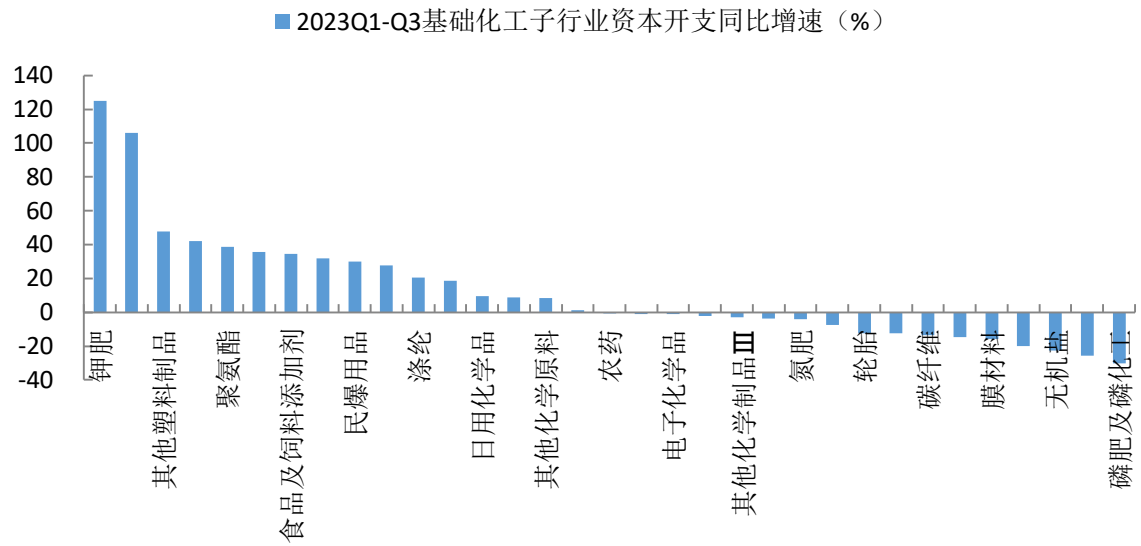
近年来由于极端天气事件增多、保护主义加剧、地区冲突等因素导致全球粮食价格维持高位，全球化肥需求得到提振。钾肥板块资本支出的增加，有望提高国内钾肥的自给率，进而提升国内钾肥企业的国际影响力；有机硅有“工业味精”之称，是重要的工业基础原材料，下游应用领域丰富，未来随着宏观经济的进一步复苏，下游需求有望进一步增长。

图11 2023年前三季度中信基础化工板块资本支出同比增长10.28%



资料：Wind，首创证券

图12 2023年前三季度钾肥和有机硅板块资本支出同比增速居前



资料：Wind，首创证券

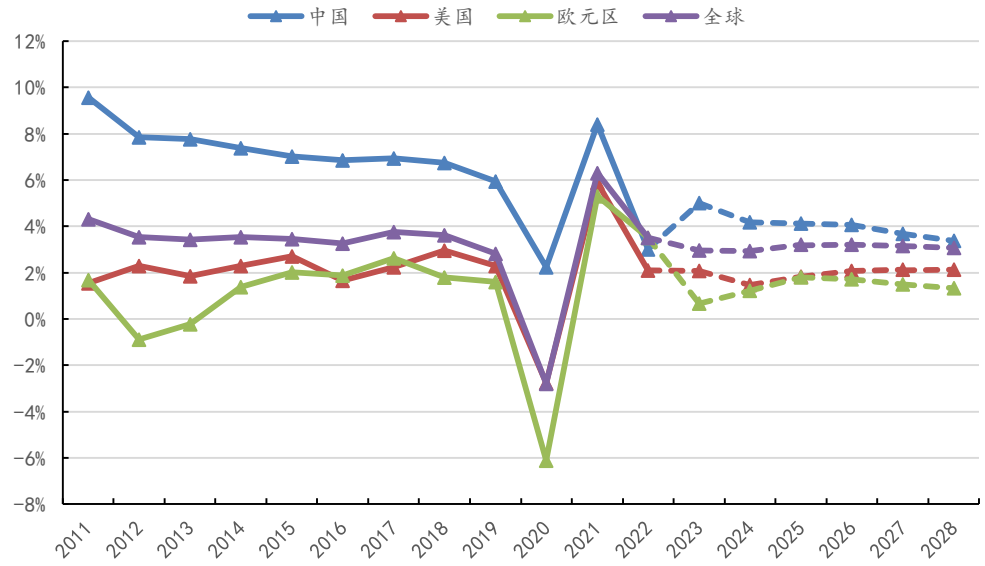
二、展望2024：需求端稳增长政策可期

□ 欧美加息进入尾声，全球经济缓慢复苏，中国依旧稳中有进

世界经济在经受了2020年疫情的冲击之后，2021年开启复苏，2022年俄乌冲突导致能源价格高企，叠加前期大力度财政刺激，欧美先后进入加息周期遏制通胀，全球经济下行压力凸显。2023年全球经济继续从新冠疫情、俄乌冲突等不利影响下缓慢复苏并展现出韧性，2023年底美联储加息周期已进入尾声，IMF预计2024年全球GDP增速2.94%，与2023年2.96%基本持平。

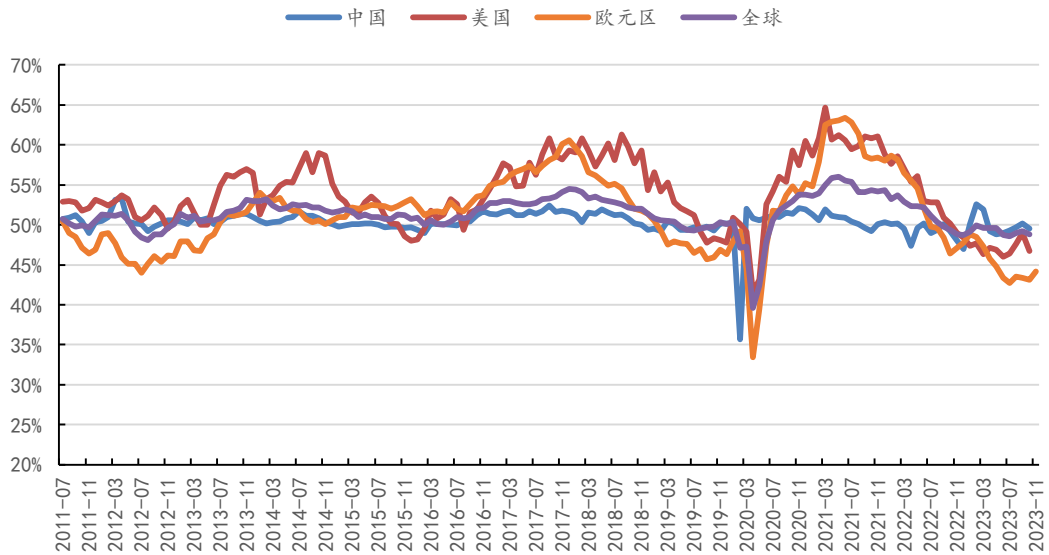
2023年中国经受住了严峻复杂形势的考验，从疫情中缓慢复苏，前三季度GDP增速分别为4.5%、6.3%、4.9%。随着稳增长政策的持续发力，预计依旧保持稳中有进的经济增长趋势。IMF预计2023年国内GDP增速5.01%，在全球主要经济体中保持较高水平。

图 13 中国、美国、欧元区及全球GDP增速



资料：IMF，首创证券

图 14 各主要经济体PMI疫后复苏



资料：Wind，首创证券

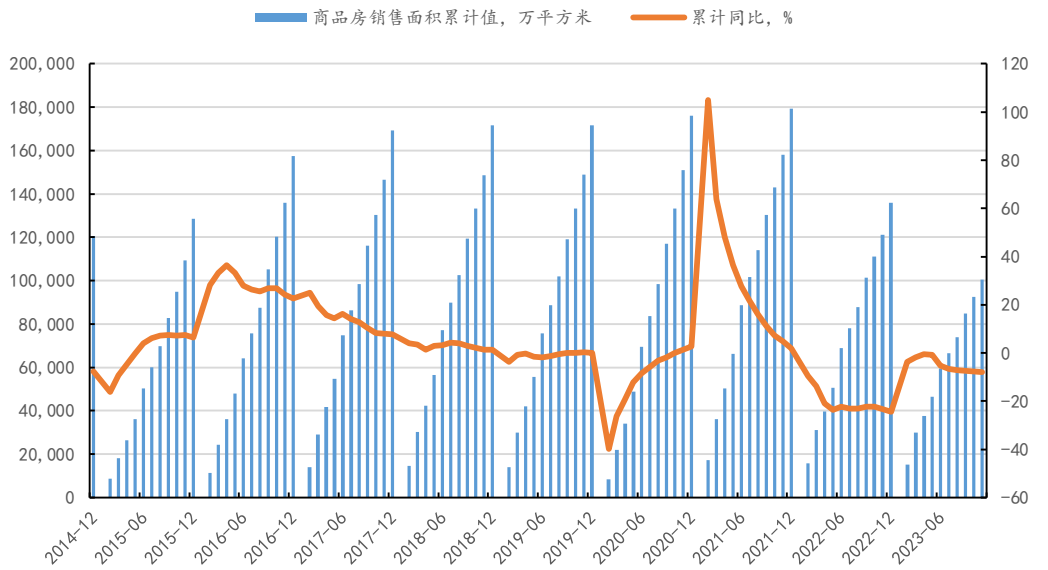
二、展望2024：需求端稳增长政策可期

□ 国内房地产政策发力，效果有望逐步显现

当前房地产市场仍在惯性下行。受制于前期监管政策偏紧以及2021年高基数等原因，2022年国内房地产行业周期下行，2023年表现仍较低迷。1-11月，房地产开发投资完成额、房屋新开工面积、商品房销售面积分别累计同比-9.4%、-21.2%、-8.0%，只有房屋竣工面积在“保交楼”政策推动下累计同比+17.9%。整体来看，国内房地产市场仍处于筑底阶段，下行压力仍在。

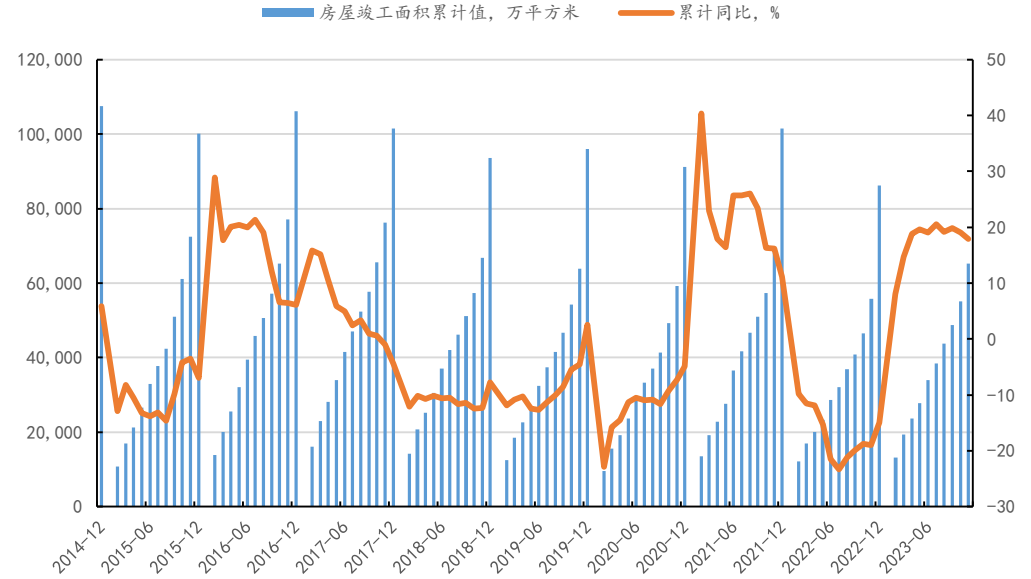
在国家稳增长的大背景下，房地产政策也在不断加码。继7月底中央政治局定调“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”之后，国家陆续发布多项政策，如落实“认房不用认贷”，降低存量首套住房贷款利率，支持房企融资需求等，支持房地产市场平稳健康发展。随着政策的不断发力，效果有望逐步显现。

图 15 全国商品房销售面积下滑



资料 ：wind，首创证券

图 16 全国房屋竣工面积下滑



资料 ：Wind，首创证券

二、展望2024：需求端稳增长政策可期

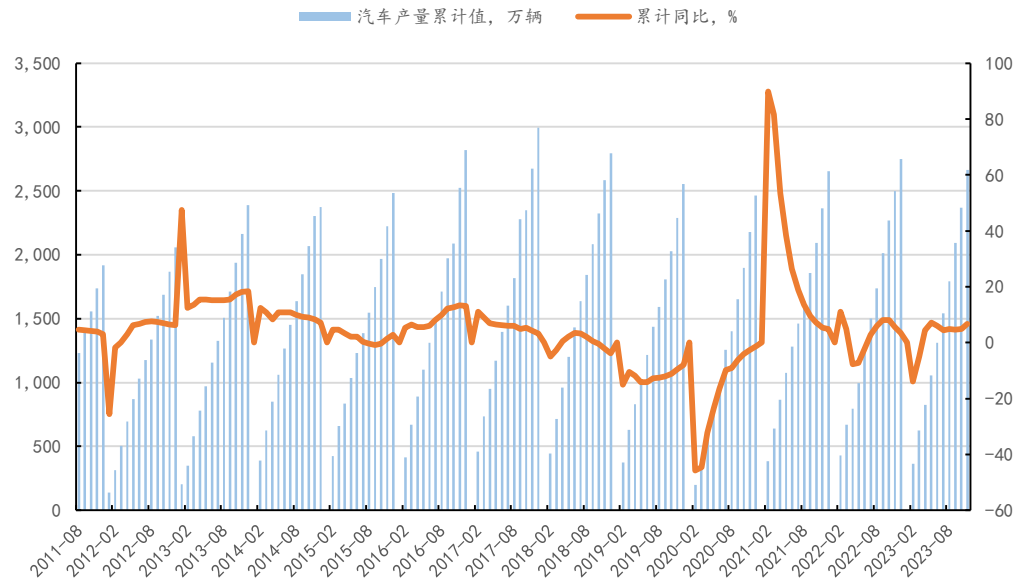
□ 消费刺激政策出台，拉动汽车、家电、纺织等消费需求

汽车产销量平稳增长。2023年，国内汽车市场在购置税减免、新能源汽车下乡、多项促消费活动等推动下，产销量稳步增长。1-11月汽车产量累计2666.1万辆，累计同比+6.8%，销量累计2693.8万辆，累计同比+10.80%。其中新能源汽车为拉动汽车行业增长的主要力量，1-11月国内新能源汽车产量804.9万辆，累计同比+27.7%。

空调、电冰箱等家电需求平稳增长。2023年1-11月，国内空调产量累计22334.1万台，同比+12.6%，家用电冰箱产量累计8815.4万台，同比+14.5%。

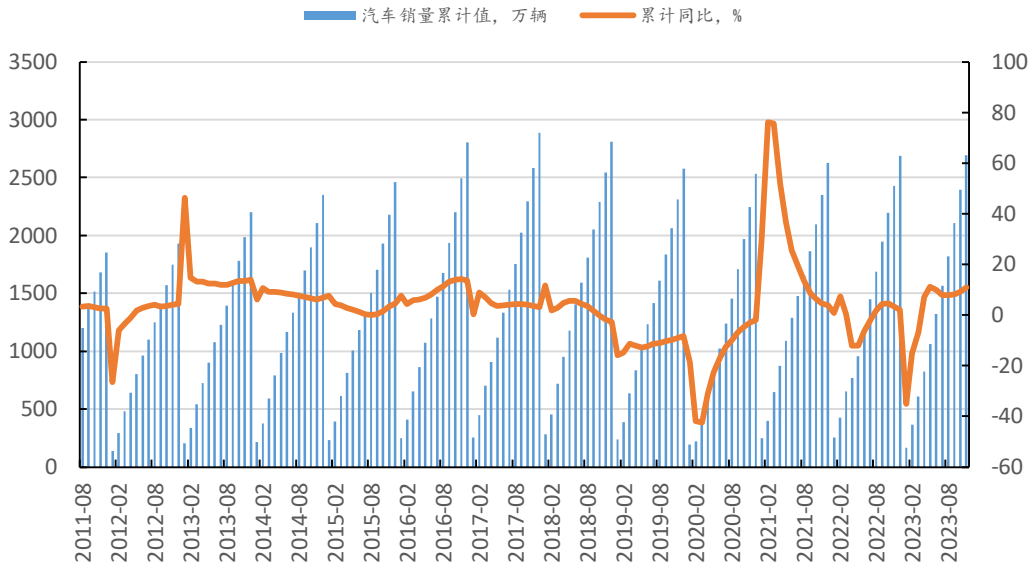
布、纱等纺织用品产量降幅整体呈收窄趋势。2023年1-11月，国内布产量累计283.2亿米，同比-3.8%，纱产量累计2056.4万吨，同比-0.9%。

图 17　国内汽车产量平稳增长



资料　：wind，首创证券

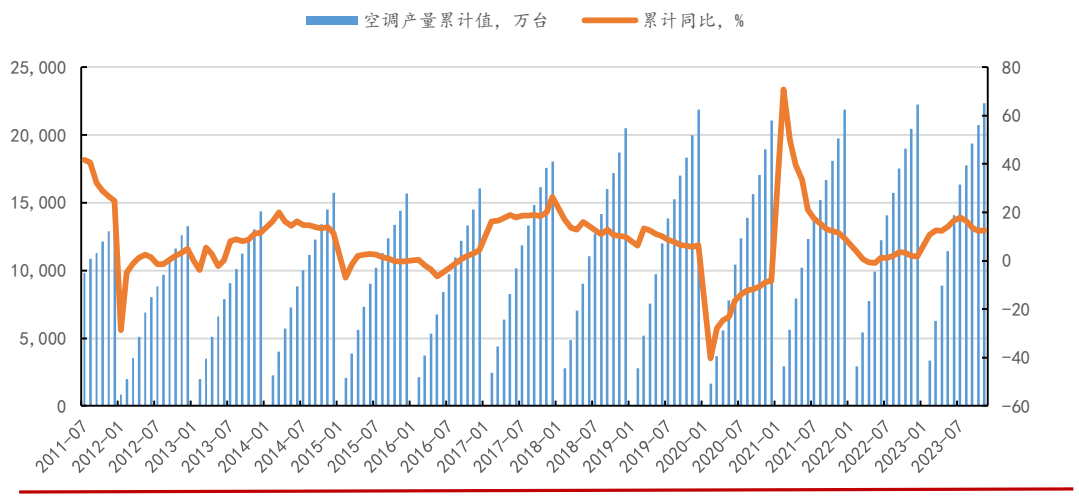
图 18　国内汽车销量平稳增长



资料　：Wind，首创证券

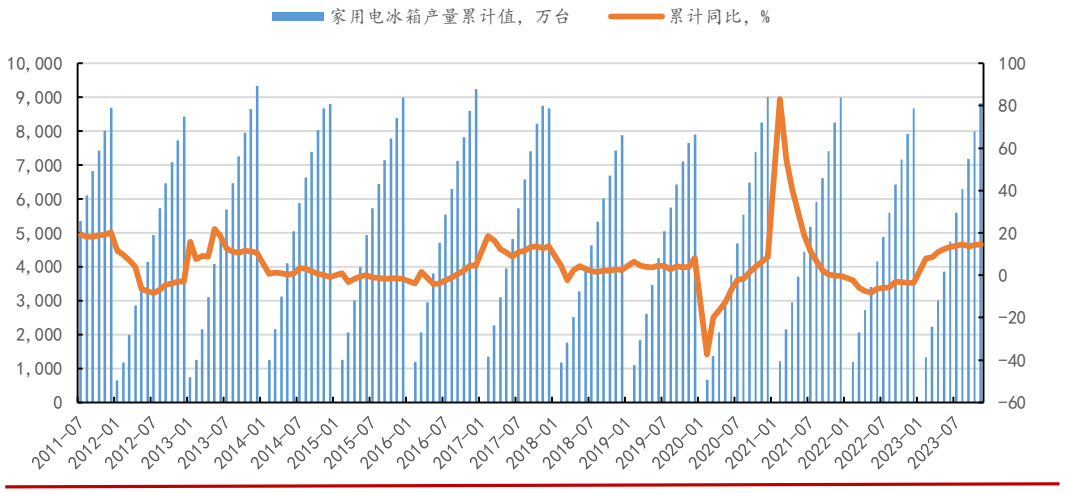
二、展望2024：需求端稳增长政策可期

图 19 国内空调产量稳步增长



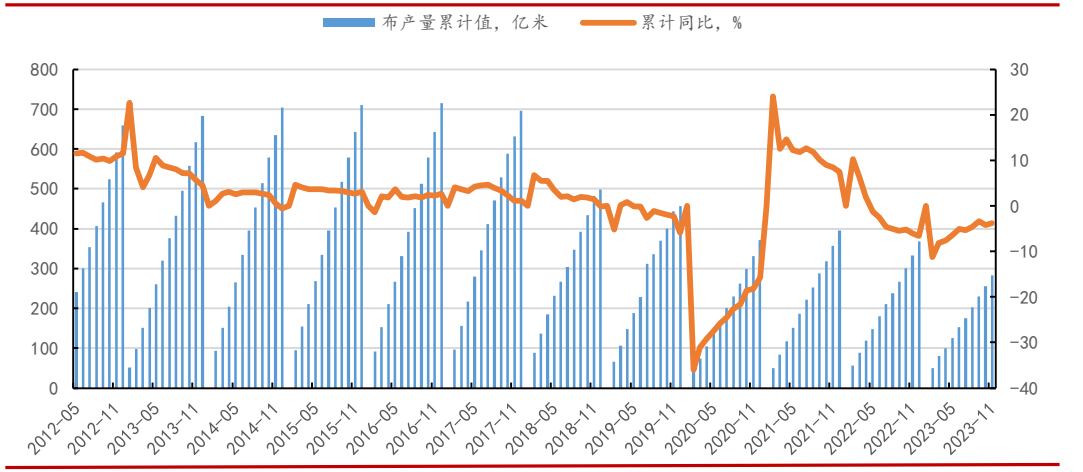
资料：Wind，首创证券

图 20 国内家用电冰箱产量稳步增长



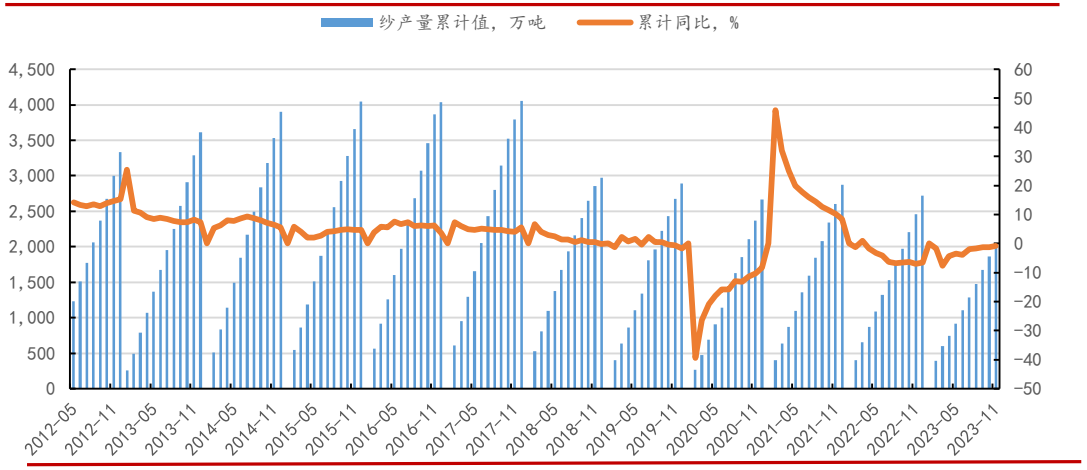
资料：Wind，首创证券

图 21 国内布产量增速降幅持续收窄



资料：wind，首创证券

图 22 国内纱产量增速降幅持续收窄

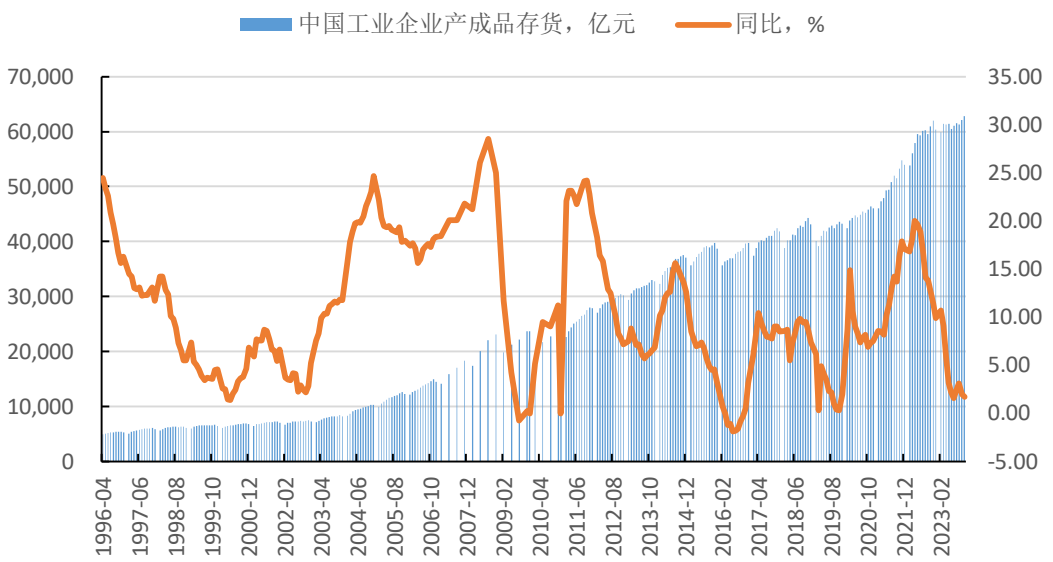


资料：Wind，首创证券

二、展望2024：化工行业景气有望在主动补库带动下触底反弹

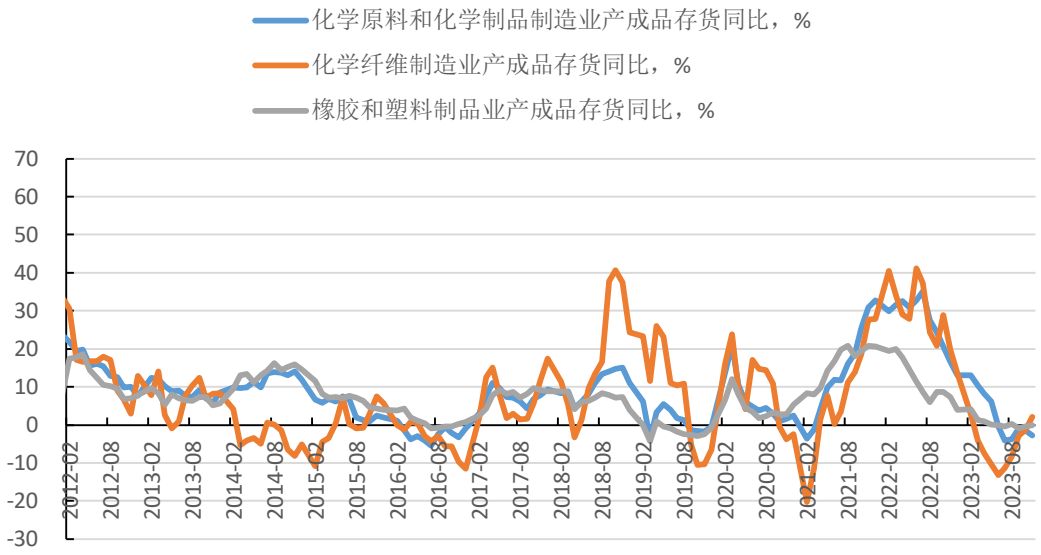
- **库存周期正处于被动去库向主动补库阶段转变中。**上一轮库存周期始于2020年底，随着需求的复苏，工业产成品库存依次经历了主动补库存和被动补库存阶段，直至2022年中达到高点，从2022年下半年开始，随着需求的走弱，工业产成品持续去库，2023Q3库存已经处于低位，2023年11月，工业产成品库存同比+1.7%，我们预计目前库存周期底部逐步确立，有望迎来主动补库阶段。
- **把握补库机会，静待需求共振。**2023年11月，化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业产成品存货同比分别为-2.8%、+2.1%、0.0%。现在市场对经济复苏的预期较悲观，随着库存周期逐步转向主动补库，企业的盈利有望修复，建议积极把握补库机会，静待需求共振。

图 23　中国工业企业产成品存货触底反弹



资料　：wind，首创证券

图 24 化工行业产成品存货触底反弹



资料　：Wind，首创证券

投资策略：把握补库机会，静待需求共振

2020年以来化工行业景气上行，2021年和2022年企业盈利高位，带动资本开支快速增长，2023年前三季度在高基数背景下继续同比增长10.28%，行业仍处于产能扩张周期。2023年全球经济缓慢复苏，中国依然稳中有进，在稳增长的大背景下，不断加码的房地产政策、消费刺激政策值得期待。从库存角度看，此轮轮库存周期底部正逐步确立，有望迎来主动补库阶段，现在市场对经济复苏的预期偏悲观，随着库存周期逐步转向主动补库，企业的盈利有望修复，我们认为可以把握补库机会，静待需求共振。

□ 投资策略：把握补库机会，静待需求共振

一、强者恒强之龙头股：我们认为化工龙头企业所具有的不仅是单纯的成本优势亦或是技术优势，而是在多年的发展和竞争进程中，围绕化工这一系统工程所做的全方位积累与提升，我们称之为**系统竞争优势**，正是这种持续增强和迭代的系统竞争优势造就了强者恒强的局面。叠加双碳背景下供应端的约束、技术和产品升级带来的化工品价格中枢的抬升，持续看好化工龙头企业的盈利能力和投资价值，**建议关注万华化学、华鲁恒升、　　、卫星化学、龙佰集团、远兴能源。**

二、盈利能力回升叠加海外快速扩张之轮胎：长期来看，全球轮胎需求稳中有升，而国内轮胎企业凭借性价比优势在全球的市场份额持续提升，短期来看，国内外需求复苏，原料成本及海运成本回落，企业订单饱满盈利能力修复，**建议关注正处于海外快速扩张进程中的赛轮轮胎、森麒麟。**

三、资源叠加刚需之农化板块：粮食价格高位，全球耕地面积稳步增长，农化产品需求刚性。国内钾肥对外依存度高，**建议关注在海外拥有钾肥资源，产能稳步扩张的亚钾国际；**磷化工产业链原料端磷矿石支撑强劲，下游磷肥刚性需求叠加新能源新增需求，**建议关注拥有磷矿资源的川恒股份、云天化、兴发集团。农药板块建议关注具有成本优势的低估值龙头扬农化工。**

四、供给硬约束叠加配额元年之制冷剂：2023年11月6日，生态环境部正式印发了《2024年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》，2024年三代制冷剂生产销售按照配额执行后，制冷剂配额将进一步向行业龙头集中，在供给端配额受限，但全球制冷需求仍将稳步增长的大环境下，制冷剂行业将迎来长期向上景气周期。建议关注**巨化股份，永和股份、三美股份、金石资源。**

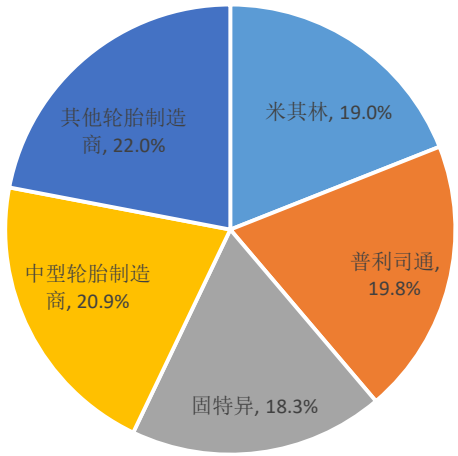
三、投资策略——盈利能力回升叠加海外快速扩张之轮胎

3.1 全球轮胎市场行业集中度较高，但降低趋势明显

我们将米其林、普利司通、固特异合称为头部轮胎制造商，每家企业全球市占率8%以上，对应第一梯队；全球市占率2-7%的为中型轮胎制造商，对应第二梯队；全球市占率低于2%的为其他轮胎制造商，对应第三梯队和第四梯队。

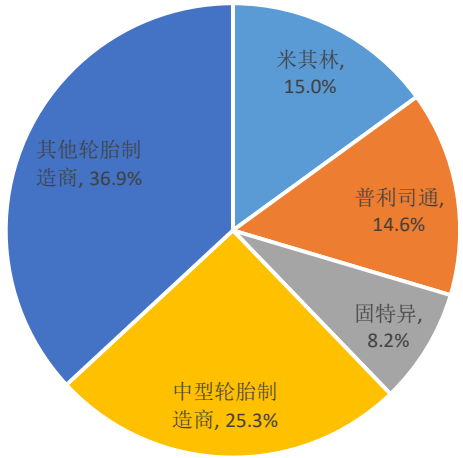
- **从全球市占率角度，头部轮胎制造商约以每年1%的速度降低，而其他轮胎制造商约以每年0.8%的速度提升。**根据米其林年报可以看出，头部轮胎制造商的市占率2000年高达57.1%，2019年降为37.8%，2021年进一步降低至36.4%，降低速度约为每年1%。中型轮胎制造商过去21年整体来说市占率缓慢提升，但是2020年以来受疫情以及经济增长乏力等影响，市场被其他轮胎制造商挤占。其他轮胎制造商市占率则由2000年的22%提升至2021年的38.6%，速度约为0.8%每年。

图25 2000年全球轮胎各梯队市场占比



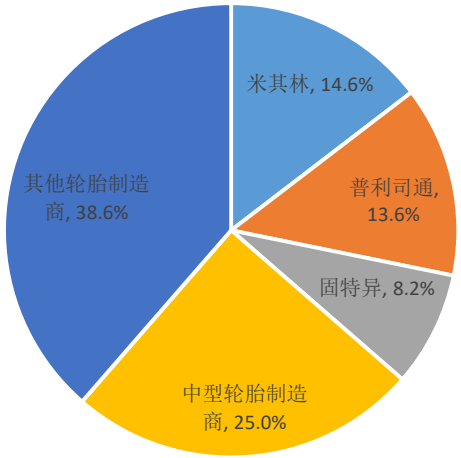
资料 ：米其林2001年年报，首创证券

图26 2019年全球轮胎各梯队市场占比



资料 ：米其林2020年年报，首创证券

图27 2021年全球轮胎各梯队市场占比



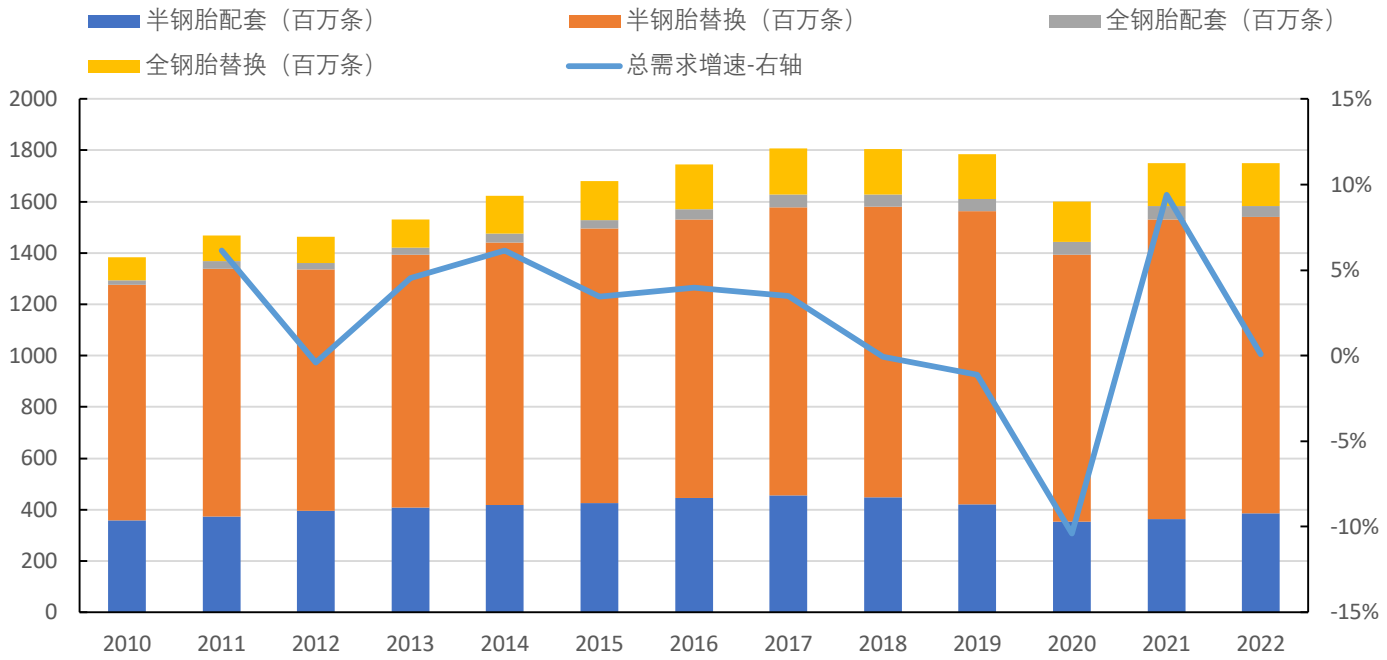
资料 ：米其林2022年年报，首创证券

三、投资策略——盈利能力回升叠加海外快速扩张之轮胎

3.1 全球轮胎需求稳中有升

- **全球轮胎需求刚性，2022年稳中有升。**2010-2019年，全球轮胎需求整体呈现稳步增长的态势，2020年受新冠疫情冲击，全球轮胎需求降低为16亿条，降幅10.4%；2021年强势反弹，需求数量上涨9.4%至17.49亿条，市场规模大幅增长18%至1800亿美元；2022年尽管受到欧美通胀压力带来的市场需求萎缩以及国内疫情反复等不利影响，全球轮胎需求依然稳中有升，上涨0.1%至17.51亿条，其中半钢胎为15.40亿条，同比+0.65%，全钢胎为2.11亿条，同比-3.87%。

图28 2022年全球轮胎需求量稳中有升



资料：米其林年报，首创证券

三、投资策略——盈利能力回升叠加海外快速扩张之轮胎

3.1 原料价格和海运费回落，成本压力缓解

我们以30%天然橡胶、30%合成橡胶（顺丁橡胶和丁苯橡胶各占15%）、16%炭黑、16%帘子布（钢丝帘线和锦纶6帘子布各占8%）、8%其他计算轮胎原料加权成本。

整体来看，原料加权成本2021年高位震荡，2021年10月21日到达本轮高点，达到14683元/吨。2022年开始持续回落，至2023年5月31日，回落至10774元/吨，较本轮高点跌幅26.6%，降至疫情之前2019年的水平。2023Q3受天气以及国际油价上涨影响，橡胶、炭黑等原料价格上涨，带动原料加权成本出现一定反弹，三季度末开始回落，原料成本的回落有利于轮胎公司盈利能力的修复。

图29 轮胎原材料加权成本近期有所回落



资料　：Wind，百川盈孚，首创证券

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/706105132020010033