

2024 年度基础化工投资策略

关注细分成长，把握去全球化下化工投资机遇

► 2023 年弱复苏及地产疲软致化工盈利不佳

23 年我国出口数据虽同比下滑，但维持在较高水平；但地产投资继续下行拖累经济；消费端也呈弱复苏，社零总额同比转正但 CPI 数据转负，内需不振；油价维持高位震荡，弱需求下，化工品盈利未有明显好转。

► 2024 年把握去全球化视角下的化工投资机遇

去全球化及地产链压力下，周期整体承压，关注差异化成长标的。我们认为 24 年化工最有机会的方向是：再生、出海、农药、资源。**再生**：去全球化下，欧美国家战略性地抬升绿色、ESG 概念产品的需求，废旧塑料及化纤化学回收再生产业空间大、盈利强。**出海**：海外需求向好，看好化工品出口；中长期看出海布局是战略上策。**农药**：需求中枢刚性偏强且去库渐入尾声，24 年景气向上。**资源**：受益通胀上行，关注萤石、钾肥、磷矿。

► 关注核心资产配置价值和其他化工投资机会

化工行业资本开支向龙头集中，万华化学、华鲁恒升等核心资产大额资本开支逐步转固驱动中枢业绩抬升，宏观弱需求下更显价值。

此外，我们也看好合成生物学、半导体、制冷剂、真空绝热材料等领域的机会，并且积极关注人口信号带来的机会，看好 24 年出生率反弹机遇。

► 投资建议

再生方向，我们推荐生尼龙领先企业台华新材、尼龙及再生材料成套工艺提供商三联虹普、废塑料裂解再生企业惠城环保；**出海方向**，关注赛轮轮胎、通用股份、贵州轮胎、三角轮胎，以及代糖出海百龙创园、卫材热熔胶龙头聚胶股份；**农药方向**，推荐高成长、壁垒深的制剂出海企业润丰股份、持续成长的原药白马扬农化工；**资源类**推荐萤石龙头金石资源、高成长钾肥标的亚钾国际；**合成生物学**，关注华恒生物，推荐嘉必优、梅花生物。

风险提示：地产投资持续疲软的风险，美联储进一步加息缩表的风险，内需复苏不及预期的风险，环保成本提升的风险，安全生产风险。

重点推荐标的

简称	EPS			PE			CAGR-3	评级
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
台华新材	0.47	0.83	1.3	23.87	13.52	8.63	63%	买入
三联虹普	0.93	1.19	1.64	16.23	12.68	9.20	30%	买入
惠城环保	1.36	2.65	4.37	35.00	17.96	10.89	523%	买入
润丰股份	4.51	5.77	6.99	14.79	11.56	9.54	11%	买入
亚钾国际	1.53	2.75	3.48	15.64	8.70	6.88	17%	买入
聚胶股份	1.45	2.53	3.77	21.74	12.46	8.36	50%	买入
金石资源	0.67	1.25	1.59	37.73	20.22	15.90	63%	增持
扬农化工	3.7	4.79	5.92	16.32	12.61	10.20	10%	买入
嘉必优	0.61	0.89	1.31	27.20	18.64	12.66	51%	买入

数据来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所预测，股价取 2024 年 1 月 8 日收盘价

投资建议：强于大市（维持）
上次建议：强于大市

相对大盘走势



作者

分析师：柴沁虎

执业证书编号：S0590522020004

邮箱：chaiqh@glsc.com.cn

联系人：申起昊

邮箱：shenqh@glsc.com.cn

联系人：李绍程

邮箱：lishch@glsc.com.cn

相关报告

1、《基础化工：政策有望引领磷化工行业高质量发展？》2024.01.07

2、《基础化工：无硫烟花拉紧高氯酸钾供需平衡？》2023.12.31

正文目录

1.	2023 年化工行业行情回溯	5
1.1	弱复苏及地产链疲软致 23 年化工盈利不佳	5
1.2	原油延续高位，通胀趋势向上	8
2.	2024 年去全球化是化工最大投资机遇	9
2.1	再生：去全球化下再生产业加速发展	11
2.2	出海：一带一路和大国博弈下的战略上策	15
2.3	农药：市场寒意渐去、景气上行	24
2.4	资源：受益通胀趋势上行	27
3.	低估值核心资产在弱需求下更显配置价值	32
3.1	资本开支向龙头集中	32
3.2	行业龙头或更具逆周期调节能力	32
4.	产业、材料升级带来化工细分投资机会	33
4.1	AI 赋能加速合成生物学产业革新	33
4.2	半导体材料存在较大进口替代机遇	35
4.3	制冷剂升级换代致供给持续优化	37
4.4	真空绝热材料在减碳背景下迎发展机遇	39
4.5	关注 24 年人口出生率反弹受益标的	42
5.	投资建议	43
5.1	去全球化下的四大优选方向	43
5.2	关注优质低估值化工白马	52
5.3	产业、材料升级下的投资机遇	53
6.	风险提示	56

图表目录

图表 1:	中国出口金额和同比增速 (亿美元, %)	5
图表 2:	中国固定资产投资累计同比 (%)	5
图表 3:	社会消费品零售总额当月同比 (%)	6
图表 4:	中国 CPI 及消费品 CPI 当月同比 (%)	6
图表 5:	中国化工产品价格指数及油价走势	6
图表 6:	23 年初以来化工品及原油价格涨跌幅	6
图表 7:	2023 前三季度化工各板块营业收入同比变动情况	7
图表 8:	2023 前三季度化工各板块归母净利润与扣非后归母净利润的同比变动	7
图表 9:	近十年基础化工 PE-TTM bands	8
图表 10:	布伦特原油价格变动情况 (美元/桶)	8
图表 11:	22 年 OPEC 成员国减产配额情况 (万桶/日)	9
图表 12:	近十年美国原油钻机数量变化情况 (部)	9
图表 13:	2021 年国内化工品销售额全球分布	10
图表 14:	2021 和 2011 年全球研发投入分布	10
图表 15:	2021 和 2011 年全球资本支出分布	10
图表 16:	中国引领全球化工投资	10
图表 17:	2015-2025 中国环氧丙烷市场情况及预测	11
图表 18:	全球废塑料大部分被丢弃或焚烧	12
图表 19:	再生塑料与可降解塑料特性对比	12
图表 20:	塑料及化纤的回收再生节约石油资源	13
图表 21:	废旧聚合物回收产业链示意图	13
图表 22:	2020 年全球废塑料处理方法占比	14
图表 23:	2030 年全球废塑料处理方法占比	14
图表 24:	CBAM 法案实施时间及覆盖范围	14

图表 25:	第五届联合国环境大会续会 (UNEA-5.2) 会议节点.....	15
图表 26:	美国新建住房销量快速修复.....	16
图表 27:	美国已开工的新建私人住宅修复略滞后.....	16
图表 28:	关注海外收入占比前 75 的化工企业.....	16
图表 29:	美国终端产品库存压力缓解.....	17
图表 30:	美国化工品库存压力缓解.....	17
图表 31:	美国对部分中国出口商品的贸易壁垒.....	17
图表 32:	部分国家对我国轮胎贸易政策限制.....	18
图表 33:	中国出口到美国的轮胎数量下滑.....	19
图表 34:	中国出口到欧盟的全钢胎数量下滑 (吨).....	19
图表 35:	中国轮胎企业海外建厂产能 (截至 2023 年 10 月).....	19
图表 36:	中国轮胎企业海外工厂净利润情况.....	20
图表 37:	轮胎企业 ROE 对比.....	20
图表 38:	2015-2021 年中国轮胎企业海外工厂生产情况.....	20
图表 39:	美国轮胎市场价格情况 (美元/条).....	21
图表 40:	热熔胶产业链示意图.....	22
图表 41:	中国热熔胶销量及增速情况.....	22
图表 42:	中国热熔胶市场规模及增速情况.....	22
图表 43:	2021 年中国一次卫生用品细分市场结构情况.....	23
图表 44:	中国女性卫生用品市场规模及同比变动.....	23
图表 45:	2015-20 年婴幼儿纸尿裤销量及市场规模.....	23
图表 46:	成人失禁用品市场销量及增速.....	24
图表 47:	全球成人纸尿裤渗透率.....	24
图表 48:	我国农药出口量及全球占比.....	25
图表 49:	中国化学农药原药产量.....	25
图表 50:	中国出口到巴西和阿根廷的农药数量.....	26
图表 51:	美国农化产品工厂库存数据.....	26
图表 52:	2022 年全球萤石储量分布.....	27
图表 53:	2022 年全球萤石产量分布.....	27
图表 54:	全球和我国萤石储采比.....	28
图表 55:	我国萤石供需平衡表.....	28
图表 56:	钾肥价格触底反弹.....	29
图表 57:	钾肥施用量的减少导致了粮食单位产量的降低.....	30
图表 58:	Mosaic 预计全球钾肥.....	30
图表 59:	2022 年全球磷矿石储量分布.....	31
图表 60:	2022 年全球磷矿石产量分布.....	31
图表 61:	当前磷矿资源供需格局及未来供需格局预测.....	31
图表 62:	化工行业上市公司在建工程集中度 (亿元).....	32
图表 63:	化工行业上市公司固定资产集中度 (亿元).....	32
图表 64:	合成生物制造技术示意图.....	34
图表 65:	合成生物学技术赋能解决资源问题.....	34
图表 66:	2019 年全球合成生物行业细分市场份额.....	34
图表 67:	全球合成生物行业规模及预测.....	34
图表 68:	合成生物学对不同行业的预计影响时间.....	35
图表 69:	基于人工智能的“类合成生物学家”概念图.....	35
图表 70:	我国集成电路设计、制造、封装测试环节销售收入.....	35
图表 71:	不同国家或地区在半导体领域多种产品的市场占有率情况.....	36
图表 72:	2021 年全球集成电路材料细分市场份额.....	37
图表 73:	主要半导体材料技术、行业情况.....	37
图表 74:	全球制冷剂主要品种及使用情况.....	37
图表 75:	二代制冷剂削减进程.....	39
图表 76:	三代制冷剂削减进程.....	39
图表 77:	主流三代制冷剂价差回暖.....	39
图表 78:	VIP 产品结构和制备流程.....	40

图表 79:	VIP 与其他绝热材料导热系数对比.....	40
图表 80:	全球及中国的冰箱冷柜用 VIP 需求测算	40
图表 81:	真空玻璃的结构.....	41
图表 82:	真空玻璃行业市场规模及增速	41
图表 83:	商用展示柜领域真空玻璃需求测算	42
图表 84:	建筑领域真空玻璃需求测算	42
图表 85:	近 5 年中国人口出生率持续下滑	43
图表 86:	23 年下半年中国结婚登记数明显好转.....	43
图表 87:	金石资源业务布局.....	50
图表 88:	公司磷酸铁及磷酸铁锂材料项目规划	51
图表 89:	2022 年我国磷矿开采前十名企业的磷矿石产量情况	52

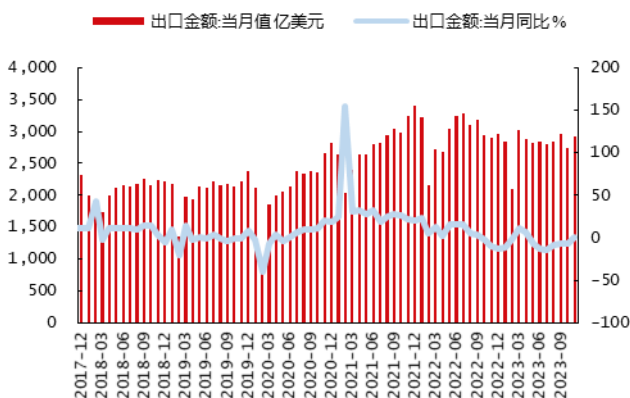
1. 2023 年化工行业行情回溯

1.1 弱复苏及地产链疲软致 23 年化工盈利不佳

23 年出口同比下滑，但维持在较高水平：22 年 3 月以来，美联储持续加息缩表，流动性压力蔓延抑制海外需求。23 年初市场对全年出口预期较为悲观，但美国经济超预期强劲及人民币贬值缓解了出口下行压力。截至 23 年 11 月，国内出口金额在 22 年较高基数下，同比仅下滑了 5.2%，出口相对坚挺。受益于人民币相对贬值、海运成本下降等因素，3、4 月份出口同比回暖转正，但 6、7 月份出口在高基数下同比分别下滑 12.2%和 14.1%，9、10 月份同比下滑幅度收窄至 6.1%和 6.4%。

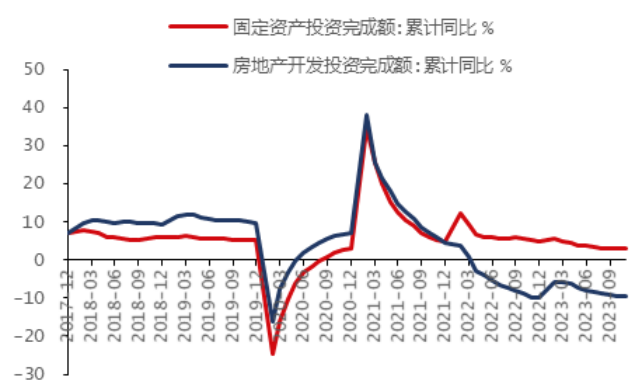
23 年 8 月以来，美联储加息停滞，联邦利率维持在 5.5%。24 年美联储存降息预期且大选年财政有望偏松，美债利率下行有望刺激美国地产投资，制造业回流法案持续拉动美国制造业投资，24 年美国经济或偏强运行，带动海外需求景气，看好 24 年国内出口持续向好。

图表1：中国出口金额和同比增速（亿美元，%）



资料来源：海关总署，国联证券研究所

图表2：中国固定资产投资累计同比（%）



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

基建投资疲软，地产数据低迷：2023 年三驾马车中基础设施建设投资较为疲软，从数据看基建投资增速持续下滑，截至 23 年 11 月固定资产投资完成额的累计同比 2.9%，22 年同期数据为 5.3%。近两年地产开发投资持续下滑，23 年 11 月地产投资完成额的累计同比下降 9.4%，22 年同期下降 9.80%，持续拖累需求。

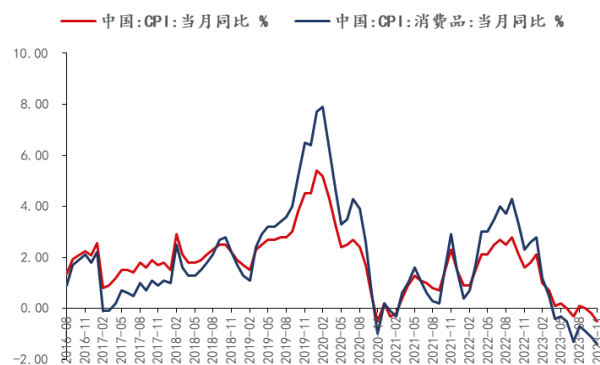
23 年消费端疫后弱复苏：23 年是消费端疫后复苏的一年，23 年社零总额同比转正但波动很大，社零总额当月同比数据在 4 月达峰值 18.4%后迅速下降至 6 月的 3.1%，随后缓慢修复至 11 月的 10.1%。与此同时，23 年中国 CPI 数据表现较弱，3 月以后消费品 CPI 均为负，11 月 CPI 与消费品 CPI 当月同比为 -0.5%和 -1.4%。综合来看 23 年下游消费端复苏偏弱。

图表3：社会消费品零售总额当月同比（%）



资料来源：wind，国联证券研究所

图表4：中国 CPI 及消费品 CPI 当月同比（%）



资料来源：wind，国联证券研究所

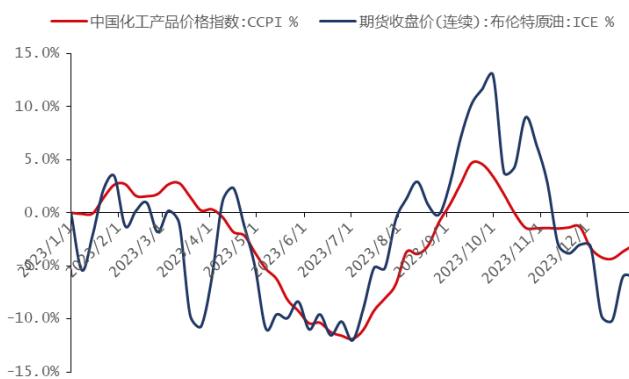
油价及化工品价格维稳，需求疲软下化工行业盈利不佳。目前石油仍是化工行业的主要原料，23年油价中枢同比22年有所下滑，但年内油价先跌后涨，中枢价格仍维持在高位，截至2023年12月底，布伦特原油期货连续价格仍有79美元。国内基建投资疲软、消费弱复苏背景下，出口超预期亦难改需求疲态，23年以来油价下跌6.1%，化工品价格指数下跌3.0%，化工品价差和盈利能力未有明显好转。

图表5：中国化工产品价格指数及油价走势



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表6：23年初以来化工品及原油价格涨跌幅

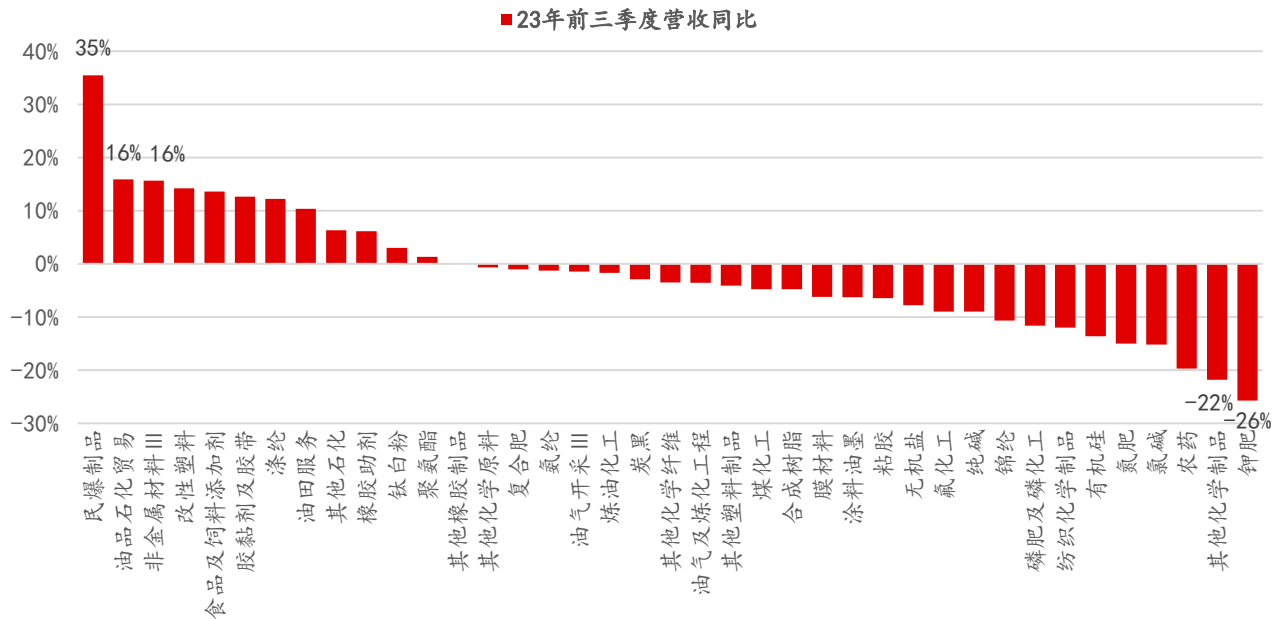


资料来源：ifind，国联证券研究所

落到业绩上，23年化工行业盈利不佳。从前三季度数据看，2023年前三季度化工板块整体营业收入实现了2%的同比下滑，归母净利润同比下滑了20%，扣非归母净利润同比下滑了22%。

各细分板块看，行业整体业绩跌多涨少，前三季度仅民爆、油田服务、非金属材料III和涤纶板块的营收和净利润实现了同比宽幅增长，而改性塑料、食品及饲料添加剂、胶黏剂及胶带等板块虽然营收端同比显著增长，但净利润下滑明显。钾肥、农药、氯碱、氮肥、有机硅、纺织化学制品、磷肥及磷化工、锦纶、纯碱、氟化工等板块营收和利润均有显著下行。

图表7：2023 前三季度化工各板块营业收入同比变动情况



资料来源：wind，国联证券研究所

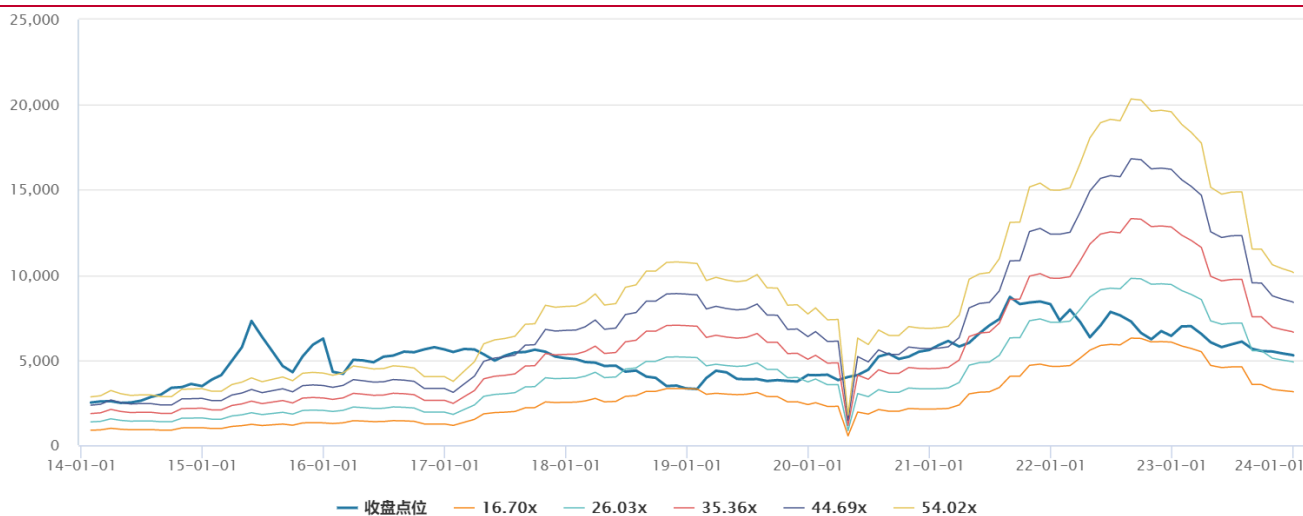
图表8：2023 前三季度化工各板块归母净利润与扣非后归母净利润的同比变动



资料来源：wind，国联证券研究所

从估值的角度看，当前基础化工估值处于低位。截至 2023 年 12 月底，基础化工 PE-TTM 为 28.08，22 年以来随着美联储加息及国内地产链需求萎缩，化工行业景气下滑，估值水平同步下降。23 年以来国内消费不振叠加地产链疲软，化工行业实现利润较差，从十年尺度看，目前基础化工估值徘徊在历史相对低位。

图表9：近十年基础化工 PE-TTM bands



资料来源：wind，国联证券研究所

1.2 原油延续高位，通胀趋势向上

2023 年原油市场维持高位震荡。

俄乌冲突叠加通胀使得 22 年油价周均价最高达到 120 美元/桶以上，22 年下半年美联储激进加息，尤其 6 月和 7 月连续两次激进加息 75 基点，经济衰退预期拖累油价，叠加中国国内疫情蔓延，22 年底油价回落至 81.54 美元/桶。

2023 年美联储持续加息打击通胀和能源价格，7 月联邦基金利率目标区间提升至 5.25%至 5.5%，自 2022 年 3 月以来累计加息幅度达 525 个基点。不过，欧佩克成员国和以俄罗斯为首的 10 个非欧佩克产油国频频宣布减产计划，展现了维护油价高位运行的较强意愿，甚至明确警示原油空头。截至 2023 年 12 月底，油价周均价为 78.95 美元/桶，与年初价格相近。

图表10：布伦特原油价格变动情况（美元/桶）



资料来源：wind，国联证券研究所

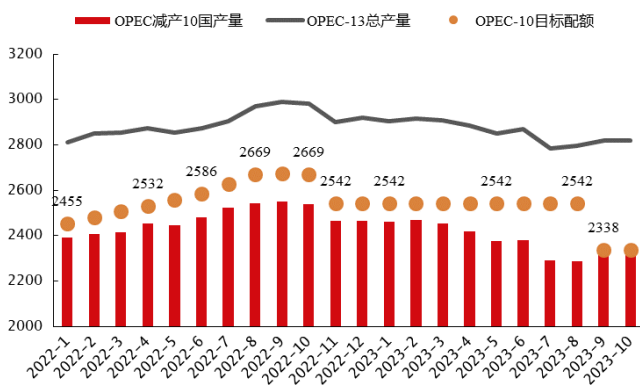
展望 2024 年，我们认为原油将延续高位震荡

需求端，美国通胀下行，压低油价的诉求减弱，且美联储 24 年存降息预期提振原油需求前景；中国作为全球第二大石油消费国，在美国停止加息背景下有了更多货币和财政政策宽松的空间，24 年中国消费端有望加速复苏提振原油需求。整体来看，我们预期 24 年原油需求向好。

供给侧持续支撑油价。OPEC+ 目前仍是全球份额最大、最有影响力的原油输出国组织，尽管美国已成为能源输出国，但其份额提升能力有限。随着美国在中东战略影响力持续下滑，OPEC+ 逐渐展现出了更大的独立性和挺价意愿，沙特和俄罗斯对高油价诉求明显。面对油价下行 OPEC+ 积极减产，23 年 11 月 OPEC+ 宣布额外自愿减产共计 220 万桶/日。

基于 24 年较好的需求预期与 OPEC+ 对油价控制能力的信心，我们判断 24 年油价整体有望偏强震荡，并有望在较长时间内维持相对高位。

图表11：22 年 OPEC 成员国减产配额情况(万桶/日)



资料来源：IEA，国联证券研究所

图表12：近十年美国原油钻机数量变化情况(部)



资料来源：wind，国联证券研究所

当前，在去全球化、环保、碳中和、全球主要经济体人口老龄化的背景下，全球供应链成本中长期上行，供给能力的相对下降，推升全球通货膨胀水平或是大概率事件，我们认为中长期看通胀中枢或将趋势性上移。长期通胀背景下，上游资源端企业优势相对较大，能源、资源为刚需且有向上的弹性，供给短缺下价格弹性较高，向上游一体化布局或将是企业发展的长期主题，资源端禀赋充裕的企业值得重点关注。

2. 2024 年去全球化是化工最大投资机遇

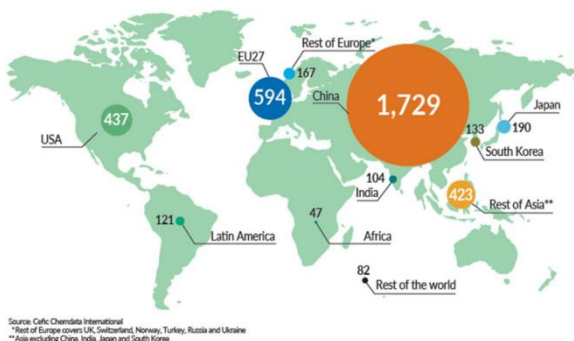
去全球化的背景下，周期标的整体承压，关注差异化成长标的。

经过改革开放 40 年的发展，中国已经成为全球最重要的化工初级原材料供给中心，根据欧洲化学工业委员会的统计，2021 年中国的化工品销售额约占全球的 42.95%。在很多初级原材料领域，国内企业承担了全球 1/3-1/2 的供给。

并且，中国也是全球研发投入最多的国家，全球研发投入占比从 2011 年的 18% 提升至 2021 年的 30%。

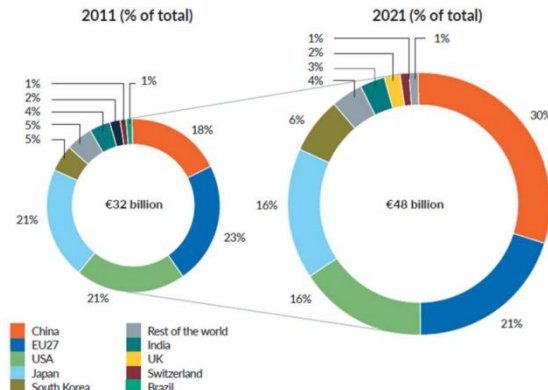
图表13：2021 年国内化工品销售额全球分布

World chemicals sales (2021, €4,026 billion)



资料来源：Cefic，国联证券研究所

图表14：2021 和 2011 年全球研发投入分布

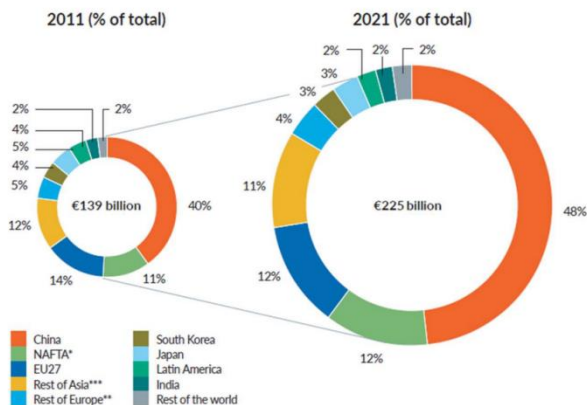


资料来源：Cefic，国联证券研究所

不仅如此，中国也是全球最重要的化工品投资区域。根据欧洲化学工业委员会的统计，2021 年中国的化工品资本支出约占全球的 48%。

图表15：2021 和 2011 年全球资本支出分布

Chemicals capital spending by country (2011 vs 2021)



资料来源：Cefic，国联证券研究所

图表16：中国引领全球化工投资

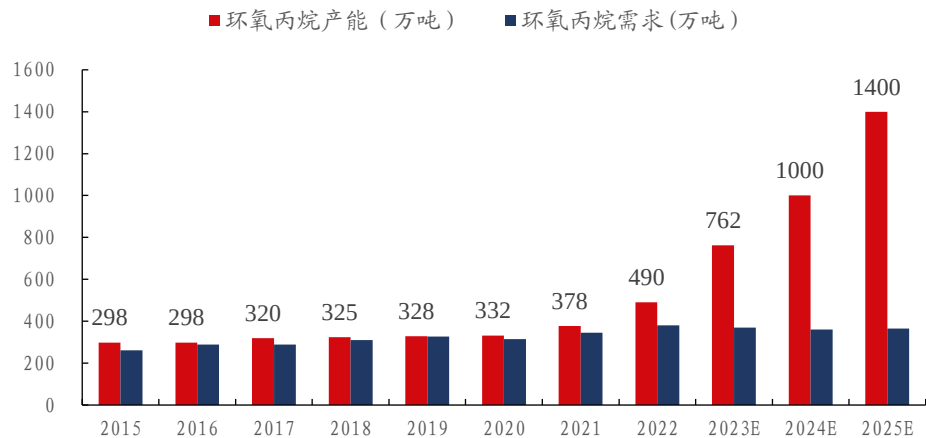
Capital spending in the chemicals industry by region (2021 vs 2011)



资料来源：Cefic，国联证券研究所

目前的困境在于，中美博弈和去全球化背景下，欧美发达国家有意减少在中国的投资、压缩在中国的研发投入，甚至有序地撤离、撤资。国内的化工产品投资重复问题益发严重。以环丙为例，国内拟在建的环氧丙烷的产能超出全球的总需求。

图表17：2015-2025 中国环氧丙烷市场情况及预测



资料来源：环氧产业绿色低碳高质量发展论坛，国联证券研究所

这种背景下，周期化工品的投资首先要降低预期，低估值的化工白马仍有一定的投资价值。部分周期品如农化产品，因为产业链比较复杂，发达国家重构产业链既无必要，也难以蹴就。我们认为在国内地产链压力及去全球化下，24 年化工产业最有机会的方向是：再生产业、出海、农药、资源类标的、合成生物学。

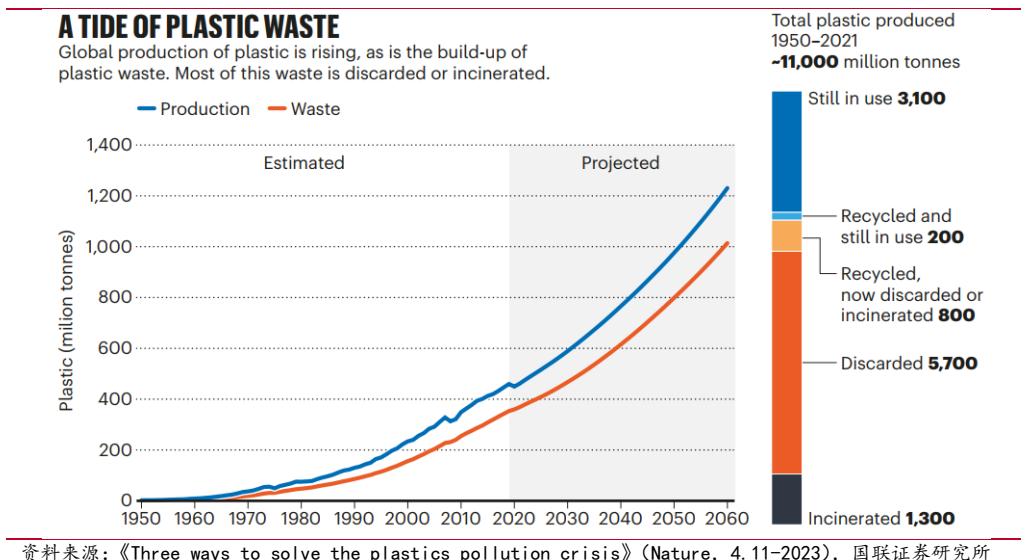
2.1 再生：去全球化下再生产业加速发展

废旧聚合物的回收再生产业既能解决废旧塑料、化纤的污染问题，也是去全球化及大国竞争下的阳谋，在此背景下再生产业有望长期保持较好的竞争力、盈利能力，有较大成长空间。23 年欧盟碳关税、INC 大会、中美阳光之乡声明等亦持续催化再生产业加速发展。

2.1.1 化学再生是塑料污染最优解决方案

目前，全球每年塑料产量逾 4 亿吨，预计还将持续增长。而随着塑料的使用量日益增加，大量废塑料由于难以自然降解、数量多、体积大、不能随意焚烧，已成为全球很大的污染源之一。据《Nature》期刊数据显示，在 1950 年至 2021 年间产生的 87 亿吨塑料垃圾中，只有 11% 经过了回收利用，大量废塑料被焚烧处理或被弃于环境中，造成了严重的陆地及海洋生态污染。

图表18：全球废塑料大部分被丢弃或焚烧



面对废旧塑料（及废旧化纤）不断增长的趋势，以及控制碳排放在全球各个国家愈发重要的战略地位，目前国际上应对措施主要包括限制或禁止使用难回收的塑料制品、鼓励回收再生、使用可降解材料替代等方法。

其中，废旧塑料及废旧化纤的回收再生利用和可降解是当前两大主流方案。

可降解塑料应用场景受限，化学回收再生或是最优方案。

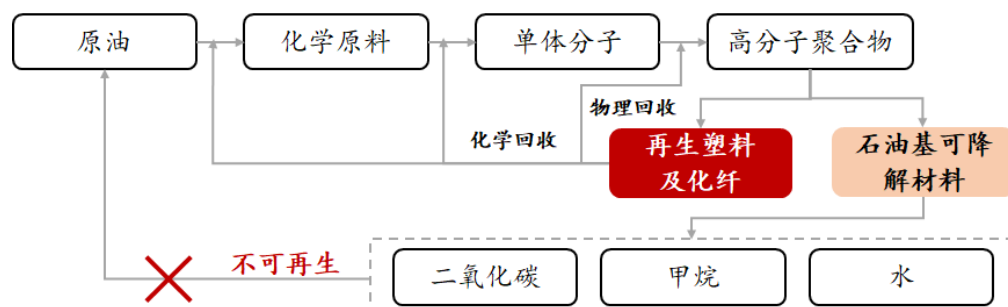
可降解塑料本身存在功能缺陷，实用性能不佳且价格昂贵，对传统塑料替代进展并不乐观。而且可降解严重依赖堆肥，PBAT 和 PLA 在水环境下几乎不降解，土壤中自然降解缓慢，于海洋废塑料污染和存量废塑料污染无益。此外，石油基可降解材料分解为二氧化碳、甲烷和水后无法再生，是对于不可再生资源的浪费。可降解塑料或只能在特定场景发挥作用，可降解化纤更是鲜有产业化。

图表19：再生塑料与可降解塑料特性对比

性能	可降解塑料	再生塑料
产品性能	力学性能较差	与传统塑料无异
再生产品性能	不可再生	良好
回收情况	可直接掩埋	回收经济性差异大
环保效益	可完全降解，消除白色污染，节约石油资源	废弃塑料循环利用，减少资源浪费
价格	较高	较低
适用于一次性、难回收领域	是	否
适用于价格敏感、性能要求不高领域	否	是
主要应用场景	包装、农膜等	生活用具、建筑材料等

资料来源：中商产业研究院，国联证券研究所

图表20：塑料及化纤的回收再生节约石油资源



资料来源：中商产业研究院，国联证券研究所

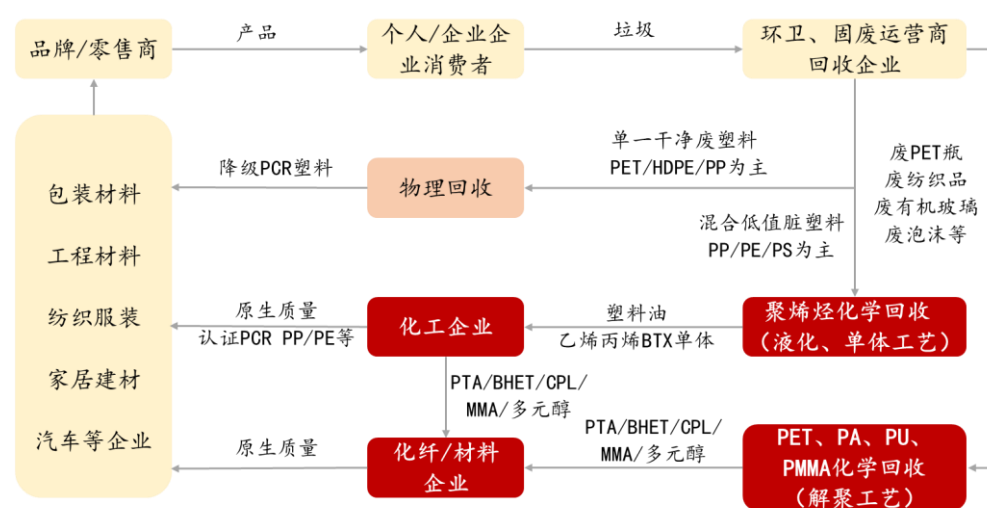
目前废旧聚合物的回收再生主要有物理法、化学法两种途径。

物理法回收是指不破坏聚合物的高分子结构，仅经过清洗、破碎后直接进行造粒成型加工的方法。物理法对原料要求较高，且存在降等利用的痛点，发展较为受限。

化学回收是指将聚合物中的高分子碳链转化为小分子，如通过化学反应得到油、气、炭和单体等中间化学品，再经过化学反应得到塑料、化纤或其他有价值的化学品。

相较之下，化学回收再生或是废弃聚合物处置的最优方案，其较好地解决了物理法的痛点，为全球废塑料及化纤回收研究的热点。

图表21：废旧聚合物回收产业链示意图



资料来源：中国化信咨询，国联证券研究所

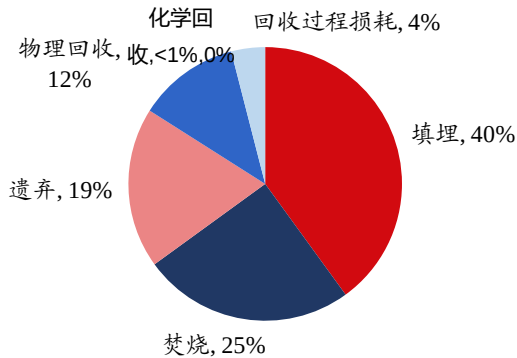
化学法再生前景广阔。

中国科学院院士、清华大学李景虹在 2022 年两会期间提出废塑料化学循环是处理无法再重新利用废旧塑料垃圾的有效途径，并建议将化学回收循环作为环保型新兴产业及国家塑料循环经济的重要组成，为化学回收循环产业创造良好的政策环境。

据中国化信数据，2020 年全球产生的塑料垃圾中 40%被填埋，25%被焚烧，19%被

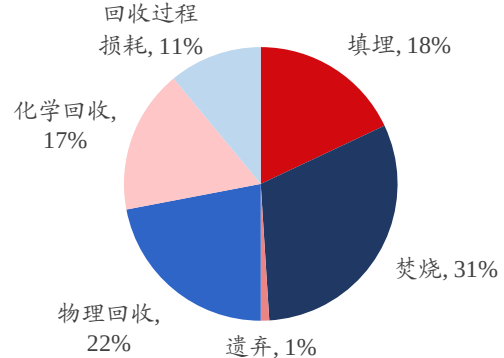
遗弃到环境中，仅有 16% 被回收，而其中化学循环占比尚不足 1%。随着全球回收再生技术提升和产能增加，预计到 2030 年，全球废塑料回收率有望达 50%，其中化学法回收再生占比将快速提升 17%，技术前景非常可观。

图表22：2020 年全球废塑料处理方法占比



资料来源：中国化信咨询，国联证券研究所

图表23：2030 年全球废塑料处理方法占比



资料来源：中国化信咨询，国联证券研究所

2.1.2 绿色再生产产业发展催化频仍

2023 年下半年以来，碳关税、INC-3、中美阳光之乡声明等事件持续催化再生产产业发展：

1) 欧盟碳关税进入过渡期

欧洲碳边界调整机制(CBAM，亦称“碳关税”)的第一阶段于 2023 年 10 月 1 日启动，2025 年 12 月 31 日前为过渡期，2026 年开始正式执行。

过渡期主要是针对钢铁、水泥、化肥、电力、铝、氢等 6 大行业，正式执行后将拓展到其他行业，包括有机化合物和塑料等。

我们认为，欧盟希望通过抬升绿色产品溢价增加本地产品的竞争力，实则也是一种贸易保护策略。按照 2022 年欧盟平均碳价 81 欧元/吨（吨指 CO₂ 排放量），我国对欧盟的塑料及其制品出口量 428.5 万吨计算，2022 年我国在塑料及其制品缴纳的出口碳税将达 27 亿欧元。

图表24：CBAM 法案实施时间及覆盖范围

	欧委会 CBAM 提案	欧洲议会“一读”CBAM 修正案	CAM 法案正式文本
过渡期 (CBAM 第 32 条)	2023 年 1 月 1 日 至 2025 年 12 月 31 日	2023 年 1 月 1 日至 2026 年 12 月 31 日	2023 年 10 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日
覆盖产品 范围及排放类型	直接排放:水泥、 电力、化肥、钢 铁、铝	直接排放和间接排放:水泥、电力、化 肥、钢铁、铝、化学品(有机化学品、氢 气、无水氨等)、聚合物(塑料及制品)	直接排放:水泥、电力、化肥、 钢铁、铝、化学品(氢气)间接排 放:水泥、电力、化肥

资料来源：金诚同达，国联证券研究所

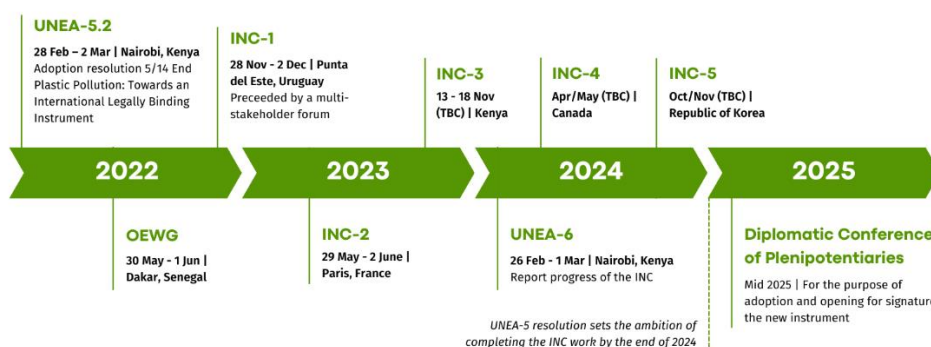
2) INC-3 举行

联合国环境大会(UNEA-5)致力于针对废塑料和海洋微塑料形成会议决议，2022年3月通过了《终结塑料污染:制定具有国际法律约束力的文书》决议，旨在2024年前完成一项具有法律约束力的全球协议。

11月13-19日,《终结塑料污染决议(草案)》政府间谈判委员会第三届会议(INC-3)在肯尼亚内罗毕联合国环境署总部举行，各国关于“零草案”的立场开始逐渐清晰，谈判向着达成目标一致的方向推进。

INC-4 将于2024年4月21-30日在加拿大首都渥太华举行。

图表25：第五届联合国环境大会续会(UNEA-5.2)会议节点



资料来源：联合国环境规划署，国联证券研究所

3) 中美阳光之乡声明

11月15日，中美两国发表中美关于加强合作应对气候危机的阳光之乡声明，其中表示，将在循环经济和资源利用效率方面达成合作：中美两国决心终结塑料污染，并将与各方一道制订一项具有法律约束力的塑料污染（包括海洋环境塑料污染）国际文书。

2.2 出海：一带一路和大国博弈下的战略上策

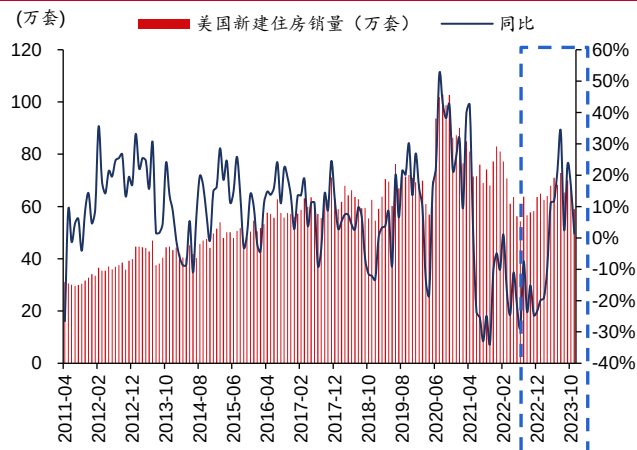
在地产疲软和大国博弈的背景下，企业乘“一带一路”政策东风出海或是战略上策。所谓出海有两层含义，一层是企业产品的出口业务，另一层是企业出海布局生产基地。

从出口层面看，23年四季度美联储加息已行至尾声，24年美联储或进入降息周期，叠加美国大选年财政政策亦存宽松预期，以及“制造业回流”法案持续发力，美国国内投资和消费增长有望得到进一步刺激，进而提高对化工产品的需求。从这个角度看，我们认为，24年海外经济有望焕发活力，出口占比大的化工企业有一定优势。

海外化工品需求与地产链相关较强，美国房地产已呈现较好复苏态势。据美国商务部统计，2022年7月以来，美国新建住房销量持续复苏，截至2023年11月，23年美国新建住房销量已累计达到733万套，同比提升5%。美国已开工的新建私人住

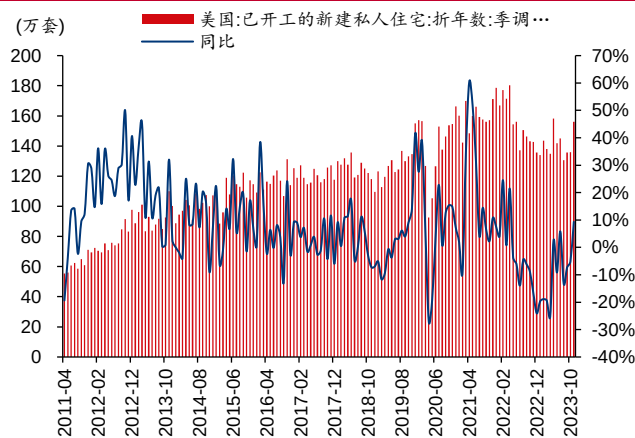
宅修复略有之后，但 23 年 11 月已达到 156 万套，同比提升 9%。并且 24 年在降息预期下，美国地产投资有望进一步走强。

图表26：美国新建住房销量快速修复



资料来源：美国商务部，国联证券研究所

图表27：美国已开工的新建私人住宅修复略滞后



资料来源：美国商务部，国联证券研究所

图表28：关注海外收入占比前 75 的化工企业

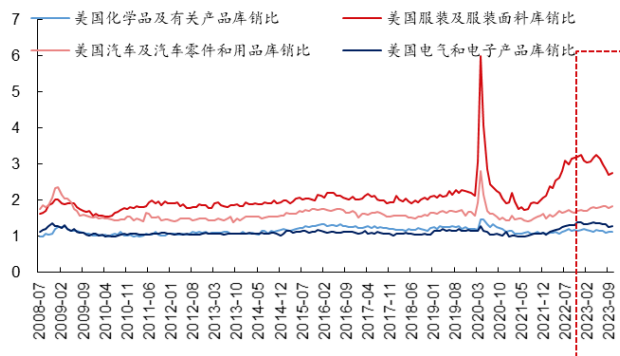
序号	公司名称	23H1海外业务占比	同比变化	序号	公司名称	23H1海外业务占比	同比变化	序号	公司名称	23H1海外业务占比	同比变化
1	安道麦	100%	0.00%	26	彩蝶实业	53.45%	-4.13%	51	新瀚新材	41.32%	7.70%
2	新潮能源	99.44%	-0.56%	27	江瀚新材	53.36%	-8.55%	52	齐翔腾达	41.02%	-5.30%
3	卓越新能	92.54%	1.10%	28	兴发集团	53.22%	-30.61%	53	中农联合	40.83%	4.19%
4	安迪苏	86.81%	-2.48%	29	纳尔股份	52.70%	13.62%	54	亚钾国际	39.99%	-18.98%
5	森麒麟	85.28%	-1.79%	30	华康股份	51.91%	-1.22%	55	永和股份	39.58%	-10.03%
6	中旗股份	78.41%	5.68%	31	阿科力	51.54%	3.80%	56	洪汇新材	39.27%	6.13%
7	赛轮轮胎	73.81%	-5.04%	32	利尔化学	51.40%	-6.30%	57	苏利股份	38.69%	-2.64%
8	三元生物	71.69%	1.52%	33	富邦股份	50.23%	6.49%	58	云天化	38.60%	-5.53%
9	贝斯美	71.62%	12.21%	34	惠博普	49.98%	-4.35%	59	中国海油	37.50%	5.55%
10	联化科技	70.85%	-1.65%	35	万华化学	49.12%	-2.76%	60	君正集团	37.37%	2.00%
11	新开源	69.26%	69.26%	36	雅本化学	48.89%	-8.12%	61	万盛股份	37.36%	-4.19%
12	通用股份	69.18%	1.02%	37	浙江龙盛	48.69%	3.31%	62	恒逸石化	36.59%	1.79%
13	莱茵生物	69.17%	9.06%	38	联盛化学	48.48%	48.48%	63	汇隆新材	36.47%	1.36%
14	海利得	64.68%	-2.48%	39	中触媒	48.35%	48.35%	64	元利科技	35.93%	4.64%
15	亚香股份	64.40%	-6.42%	40	长青股份	46.63%	-13.17%	65	三房巷	35.92%	-6.83%
16	三角轮胎	59.90%	-0.30%	41	阳谷华泰	46.21%	-4.67%	66	赞宇科技	35.88%	-1.91%
17	天新药业	58.18%	-4.46%	42	川金诺	46.03%	-15.71%	67	宏柏新材	35.64%	-1.49%
18	山东赫达	57.69%	-4.35%	43	久日新材	45.17%	-4.12%	68	川恒股份	34.99%	2.06%
19	宿迁联盛	57.47%	-4.16%	44	唯科科技	43.63%	-18.52%	69	建新股份	34.98%	-25.33%
20	永太科技	56.93%	17.19%	45	扬农化工	42.40%	-20.96%	70	凯赛生物	34.65%	-12.13%
21	聚胶股份	56.48%	56.48%	46	泉为科技	42.26%	-3.62%	71	坤彩科技	34.06%	-9.46%
22	百龙创园	56.27%	4.80%	47	龙佰集团	42.11%	0.73%	72	联合化学	34.02%	34.02%
23	恒天海龙	53.93%	-0.69%	48	中核钛白	41.88%	-4.74%	73	ST红太阳	33.92%	22.13%
24	兄弟科技	53.83%	-3.03%	49	东方铁塔	41.70%	15.74%	74	贵州轮胎	33.60%	-1.59%
25	蓝丰生化	53.57%	0.77%	50	上纬新材	41.38%	11.58%	75	吉林化纤	33.32%	-5.21%

资料来源：Wind，国联证券研究所

注：仅统计国联化工股票池里基础化工&石油石化 445 家 A 股上市企业

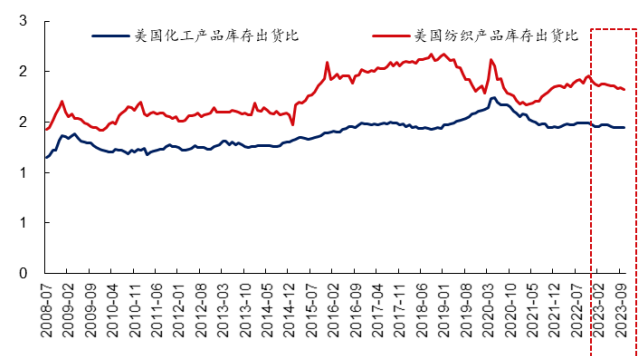
从库存角度来看，23 年下半年以来，美国终端产品的库存销售比及化工品库存出货比数据显示美国化工行业库存压力有所缓解。据美国商务部，截至 23 年 10 月，美国化学品及有关产品、服装及服装面料、电气及电子产品等终端产品的库销比分别为 1.14/2.77/1.29，同比分别下降 5pct/42pct/3pct，23 年以来分别下降 8pct/34pct/6pct；美国化工产品库存出货比、纺织产女性卫生用品库存出货比分别为 1.45/1.82，同比下降 4pct/12pct，23 年以来下降 1pct/6pct。

图表29：美国终端产品库存压力缓解



资料来源：美国商务部，国联证券研究所

图表30：美国化工品库存压力缓解



资料来源：美国商务部，国联证券研究所

从出海布局层面看，我们认为布局海外基地的中国化工企业具有战略优势。

大国博弈背景下，国产化工品的出口竞争力可能会受国际贸易政策、生产成本等因素的制约，如美国对中国部分出口化工品在适用税率基础上额外征收 25% 的进口关税，大幅削弱我国商品在美竞争力。中美博弈及去全球化背景下，出海布局是规避中美贸易摩擦及保护主义关税的较好选择，一带一路战略也给予了企业在东南亚及中亚等地区较好的出海布局机遇。

图表31：美国对部分中国出口商品的贸易壁垒

商品名称	美国对中国征收的关税	美国对其他一般地区征收的关税
轮胎（包括乘用车胎和卡客车胎）	4%+25%	4%
甲醇	25%	Free
含氮、磷、钾三种肥效元素的矿物肥料或化学肥料	25%	Free
吡啶及其盐	25%	Free
尼龙或其他聚酰胺高强度纱、聚酯高强度纱纺织的机织物	25%	Free
松香和树脂酸	25%	Free
经掺杂用于电子工业的化学元素，已切成圆片、薄片或类似形状	25%	Free
柠檬酸	6%+25%	6%
阿斯巴甜	25%	Free
蛋氨酸	25%	Free
丙烯腈	6.5%+25%	6.5%
TDI	6.5%+25%	6.5%
制成的饲料添加剂	25%	Free
钛白粉	6%+25%	6%

资料来源：USITC，中国海关，国联证券研究所

注：其他一般地区不包括澳大利亚、巴林、智利、哥伦比亚、以色列、约旦、韩国、摩洛哥、约旦、墨西哥、新加坡等美国贸易友好国家

综上所述，我们认为，出口占比大的中国化工企业和在海外布局基地的企业或优先受益，我们看好轮胎、亚香股份、聚胶股份等企业的出海机遇。

2.2.1 轮胎出海受益贸易优势和低成本劳力

中国轮胎企业凭借低廉的成本不断蚕食海外企业的份额，近年来围绕轮胎企业的扰动因素主要是欧美地区针对大陆轮胎企业的反倾销反补贴调查，因此国内企业走出去成为发展大趋势，头部企业纷纷在泰国、越南等东南亚地区建厂，有效绕开双反调查，借助东南亚的基地向美国、欧洲等市场出口，取得了较好的业绩。

近年来欧美贸易壁垒频发，中国轮胎出口至美国和欧盟的轮胎数量大幅下降。

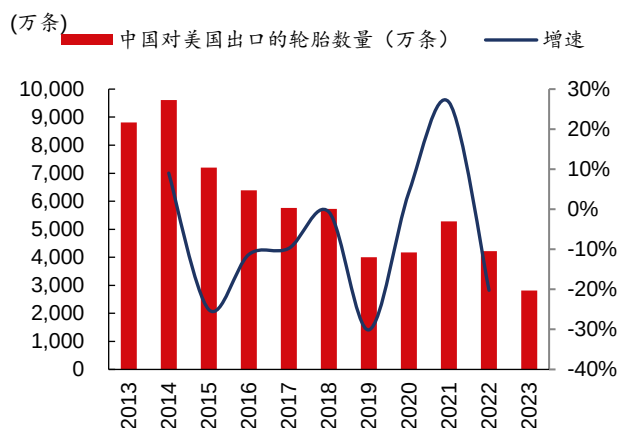
作为劳动密集型及出口导向型产业，我国轮胎产业也多次遭遇了海外多国的贸易壁垒。尤其是美国和欧盟这两大全球轮胎消费市场陆续对我国轮胎征收了高额关税，直接削弱我国轮胎在直接出口方面的高性价比优势。“双反”措施实施后，中国向美国和欧盟出口的轮胎数量显著减少，据海关总署，2022 年中国向美国出口轮胎 4215 万条，较 2013 年出口量减少逾 4500 万条，累计减少 52%；2022 年中国向欧盟 27 国+英国出口全钢胎数量 18.1 万吨，较 2017 年（限制前）减少 19.3 万吨，累计下滑 52%。

图表32：部分国家对我国轮胎贸易政策限制

国家	开始时间	名称	涉及轮胎产品	结果及贸易保护措施
美国	2009 年 6 月	中美轮胎特保案	乘用车胎及轻卡胎	2009 年 9 月开始连续三年对中国输美乘用车及轻卡胎分别加征 55%/45%/35%从价特别关税
	2013 年 12 月	对华新重启工程机械轮胎反倾销情势变迁复审	工程轮胎	2014 年 2 月终裁决定惩罚税率为 16.18%-105.59%
	2014 年 7 月	对华半钢子午线轮胎“双反”调查	乘用车胎及轻卡胎	2015 年 8 月终裁认定我国半钢胎征收反倾销和反补贴合并税率 30.61%-107.68%；2018 年 3 月行政复议终裁延续双反裁定，合并税率为 22.18%-107.68%
	2016 年 2 月	对华全钢子午线轮胎“双反”调查	卡客车轮胎	2017 年 2 月中国轮胎行业取得终裁胜诉，反倾销和反补贴不成立 2018 年 11 月重启双反调查，2019 年 2 月确定对中国出口至美国的 OTR 轮胎，不会被征收反倾销税与反补贴税
	2018 年 2 月	中美贸易冲突加征关税	多种轮胎	美国商务部对华输美轮胎产品加征 25%关税
欧洲	2017 年 8 月	对华卡客车轮胎反倾销调查	卡客车轮胎	2018 年 11 月终裁决定此后 5 年中国输入欧盟卡客车轮胎需缴纳 42.73-61.76 欧元/条固定惩罚税
印度	2016 年 5 月	对华充气子午线轮胎反倾销调查	卡客车轮胎	2017 年 9 月-2022 年 12 月对华相关产品征收 245.35-452.33 美元/吨反倾销税

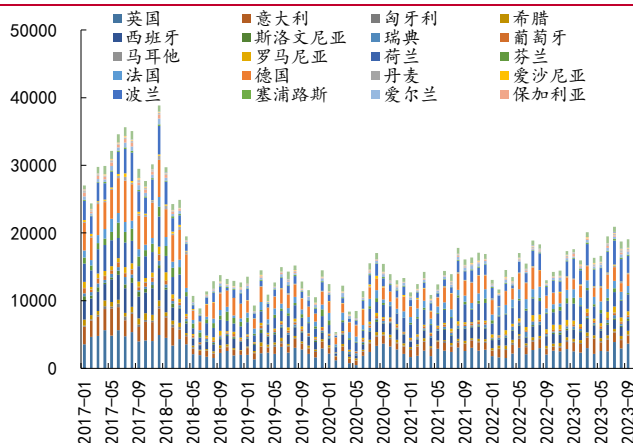
资料来源：轮胎商业网，车轱辘，国联证券研究所

图表33：中国出口到美国的轮胎数量下滑



资料来源：海关总署，国联证券研究所

图表34：中国出口到欧盟的全钢胎数量下滑（吨）



资料来源：海关总署，国联证券研究所

注：包含英国

2012 年以来，为了从源头上规避“双反”的影响，同时从根本上解决公司远离原材料供应市场和产品出口市场这种“两头在外”的经营模式弊端，国内有实力的轮胎企业陆续布局海外生产基地，而后持续出口至欧美。

海外首厂均选择“一带一路”辐射的东南亚区域，东南亚区域作为天然橡胶的主产地，可减少运输和采购成本，另一方面，许多东南亚国家享受美国和欧盟等轮胎主要消费区域的普惠制关税优惠，进出口关税远低于对中国产品的征税率，有的甚至为零关税，且当地劳动力成本较低，有利于国内轮胎企业维持较低的运营成本，巩固性价比优势。

图表35：中国轮胎企业海外建厂产能（截至 2023 年 10 月）

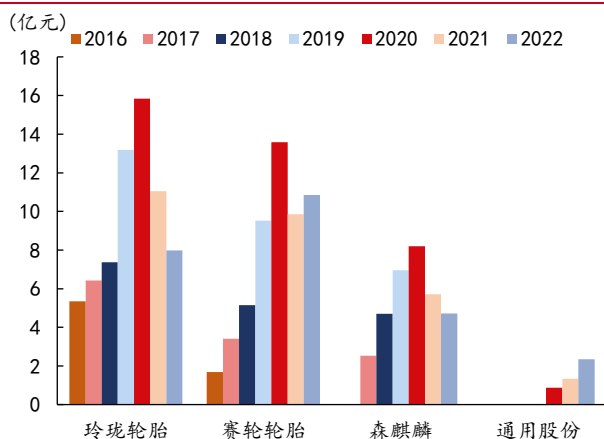
企业	所在地	项目状态	项目产能		
			半钢胎 (万条/年)	全钢胎 (万条/年)	非公路胎 (万条/年)
赛轮轮胎	越南	已投产	1300	140	
	越南（与固铂合资）	已投产		265	
	越南（三期）	部分投产	300	100	5
	柬埔寨	部分投产	900	165	
玲珑轮胎	泰国	已投产	1200	120	
	泰国（二期）	已投产	300	100	
	塞尔维亚	建设中	1200	160	
森麒麟	泰国	已投产	1200		
	泰国（二期）	已投产	600	200	
	西班牙	建设中	1200		
	摩洛哥	建设中	600		
贵州轮胎	越南（一期）	已投产		120	
	越南（二期）	建设中		80	15
中策橡胶	泰国	已投产	850	210	
	泰国（二期）	已投产	500	120	
双钱轮胎	泰国	已投产		180	5

通用股份	泰国	已投产	600	100	
	柬埔寨	建设中	500	90	
浦林成山	泰国	已投产	400	80	
青岛双星	越南	建设中	850	80	
	柬埔寨	建设中	700	150	
福临轮胎	马来西亚	已投产	300	50	
浪马	巴基斯坦	部分投产		240	

资料来源：轮胎商业网，车轱辘，国联证券研究所

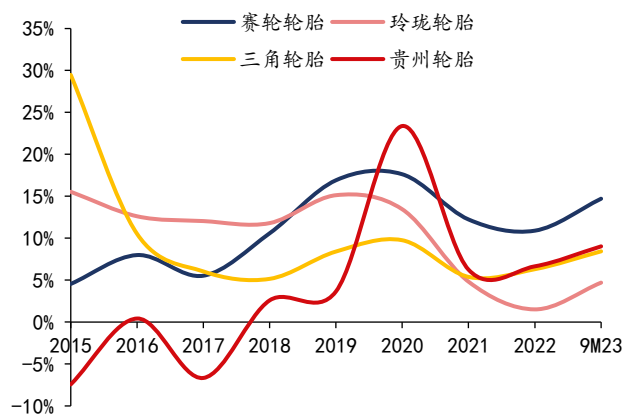
海外产能扩张助力中国胎企享受海外高利润市场。欧美发达国家对于高性价比替换轮胎具有刚性需求，对中国实施“双反”政策后，东南亚区域出口有效填补了因高关税而退出的中国出口份额。另一方面，由于东南亚工厂享有低关税，且当地劳动力成本低廉，国内轮胎企业海外工厂投产后的利润十分可观，且拥有海外工厂的胎企的ROE（如赛轮）显著高于仅有国内基地的胎企（如三角）。

图表36：中国轮胎企业海外工厂净利润情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表37：轮胎企业ROE对比



资料来源：Wind，国联证券研究所

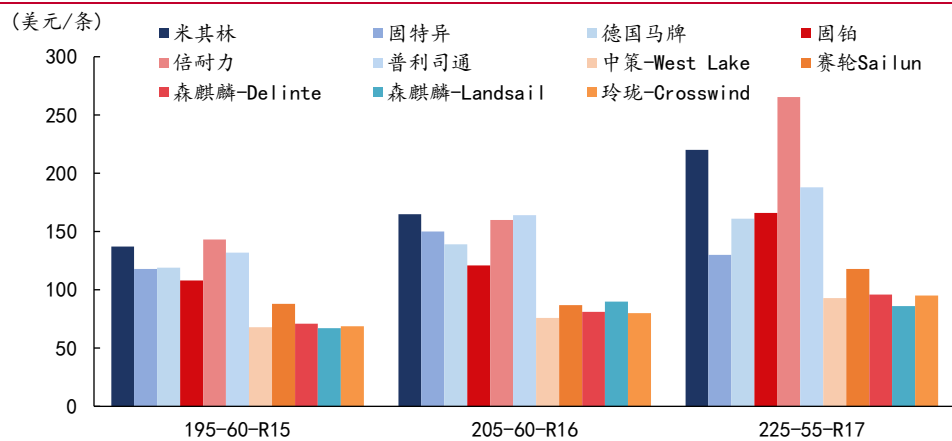
图表38：2015-2021 年中国轮胎企业海外工厂生产情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
海外工厂投产企业	2 家	4 家	4 家	5 家	5 家	7 家	8 家
销售收入 (亿元)	28.7	72.15	126.03	137.36	178.89	191.96	248.62
轮胎总产量 (万条)	951.27	2112.92	3250.36	3998.17	4555.32	5109.59	5636.4

资料来源：中国橡胶工业年鉴，国联证券研究所

中国轮胎有望凭借性价比优势持续提升海外市场份额。伴随产业发展和企业研发制造实力提升，近年来我国轮胎品质已有了大幅提升，部分已经可以比肩海外龙头厂商中高端产品，但终端销售价格远低于龙头品牌，对于终端消费者而言中国轮胎性价比优势突出，而欧美对高性价比轮胎有刚性替换需求，我们认为中国轮胎有望凭借性价比优势持续蚕食海外市场份额。

图表39：美国轮胎市场价格情况（美元/条）



资料来源：SimpleTire，国联证券研究所

2.2.2 优质精细化工企业布局国际市场

经过多年发展，我国精细化工产业在全球化工产业格局中地位突出、优势显现，并整体逐渐步入绿色发展、转型升级的阶段。国内精细化工行业每年的产值规模达到4-5万亿元，形成了产品门类较为齐全的产业体系。

据中国化工信息周刊，未来5年全球精细化工整体市场增速仍在3%~4%左右，2027年整体规模达到2.8万亿美元。其中，中国大陆是增长速度最快的一个，总体达到6%左右。未来5年，全球电池化学品、电子化学品、医药、营养成分、胶黏剂和密封剂、香精香料都将呈现高于行业平均值的增长率，我国相关优质的精细化工企业或率先走向国际市场。

展望未来，伴随美国去库进一步深化，我国精细化工产业开拓海外增量市场的步伐有望继续提速，出海机遇或将更大范围铺开。

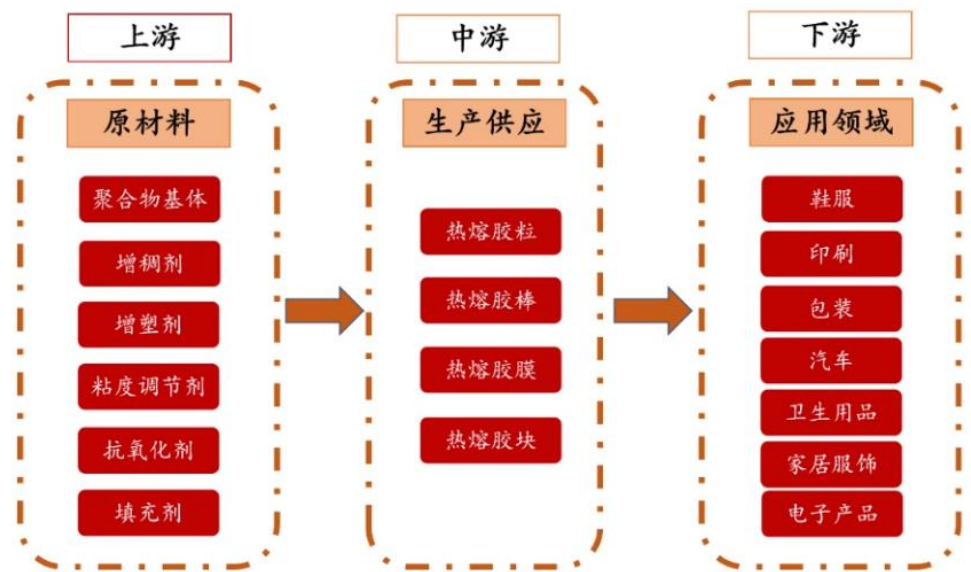
2.2.3 聚焦卫材热熔胶出海

热熔胶以热塑性树脂或热塑性弹性体为主要成分，添加增塑剂、增粘树脂、抗氧化剂、阻燃剂及填料等成分，经熔融混合而制成的不含溶剂的固体状粘合剂。

热熔胶在热熔状态进行涂布，借冷却硬化实现胶接的高分子胶粘剂，具有固化速度快、粘结范围广、可反复加热多次粘结等优点，且其在生产和应用时不使用任何溶剂，无毒、无味，不产生VOCs，不污染环境，被誉为“绿色胶剂”，广泛用于包装、纺织、制鞋、建筑、木材加工、汽车、电子、医疗等领域。

热熔胶主要由热塑性高分子聚合物所组成，根据不同的基料，热熔胶可分为SBS/SIS、EVA、PET、PA、PO（EEA）、TPU、PUR等多种类型。

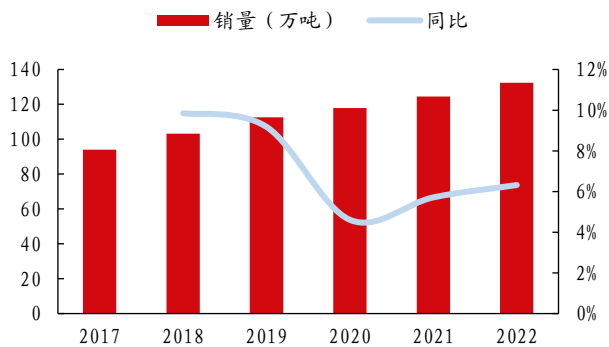
图表40：热熔胶产业链示意图



资料来源：华经产业研究院，国联证券研究所

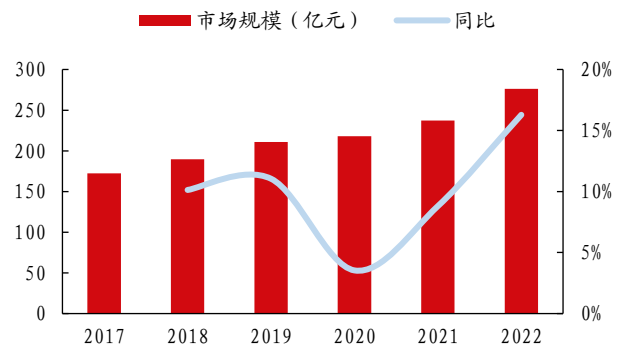
顺应绿色环保政策和消费升级趋势，近年来我国热熔胶行业快速发展，热熔胶销量也随之不断增长。据中国胶粘剂和胶粘带工业协会数据，2017至2022年，我国热熔胶销量从93.92万吨提升至132.43万吨，年均复合增速达7.1%；与此同时，我国热熔胶行业规模也从172.28亿元增长至276亿元，年均复合增速达9.9%。

图表41：中国热熔胶销量及增速情况



资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，华经产业研究院，国联证券研究所

图表42：中国热熔胶市场规模及增速情况

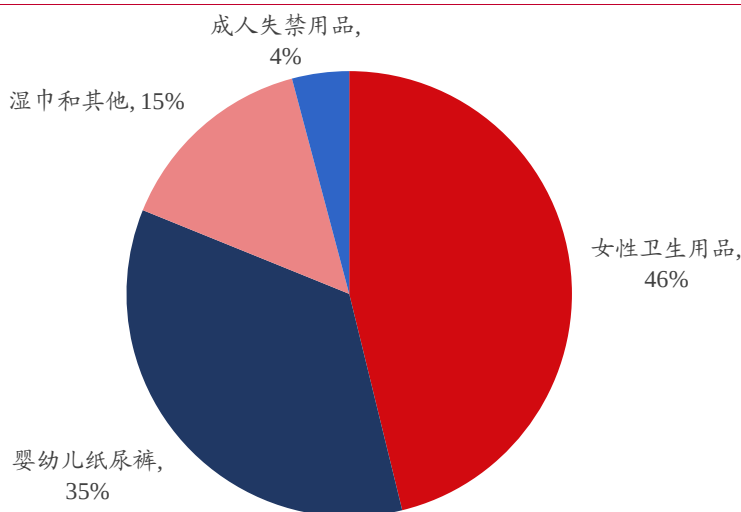


资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，华经产业研究院，国联证券研究所

卫材热熔胶市场持续增长、空间广阔。

近年来，得益于人民生活水平的提高，一次性卫材、老年用品等制品市场渗透率不断提升，卫材热熔胶市场的持续快速发展。从一次卫生用品市场结构来看，截至2021年，女性卫生用品、婴儿纸尿裤主导市场，分别占据46%、35%的市场份额，成人失禁用品占比约4%，湿巾等其他非吸附类的一次卫生用品占比近15%。

图表43：2021 年中国一次卫生用品细分市场结构情况

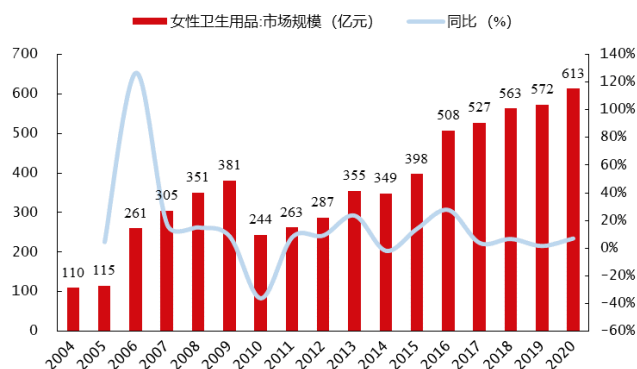


资料来源：观研天下，国联证券研究所

近十五年来，女性卫生用品市场呈持续快速增长态势，市场规模从 2004 年的 110 亿元增长至 2020 年的 613 亿元，年均复合增速达 11.3%。2016 年至 2020 年，我国女性卫生用品消费量从 1186 亿片增长至 1221 亿片，仅增长了 35 亿片；期间中国女性卫生用品市场规模从 508 亿元提升至 613 亿元，年均复合增速为 4.8%。

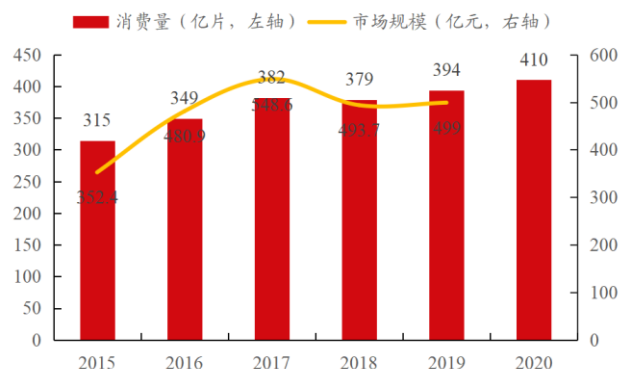
近五年来，国内出生率持续下降，但随着人们的消费水平和消费意识的提升，婴幼儿纸尿裤销量反而逆势增长。随着鼓励生育相关政策和配套措施的逐步完善，以及婴幼儿纸尿裤产品消费观念的持续升级，未来国内婴幼儿纸尿裤市场仍有较大发展空间。

图表44：中国女性卫生用品市场规模及同比变动



资料来源：中国生活用纸年鉴，国联证券研究所

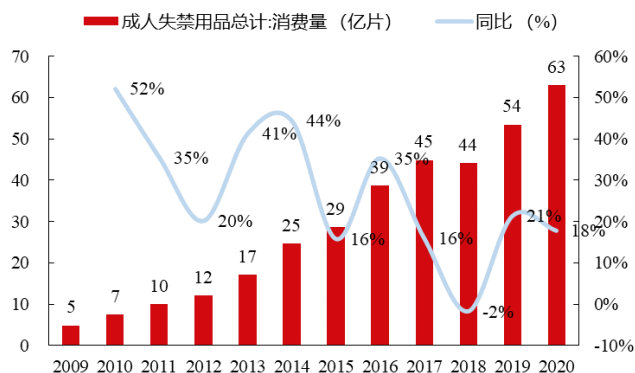
图表45：2015-20 年婴幼儿纸尿裤销量及市场规模



资料来源：生活用纸专业委员会，华经产业研究院，国联证券研究所

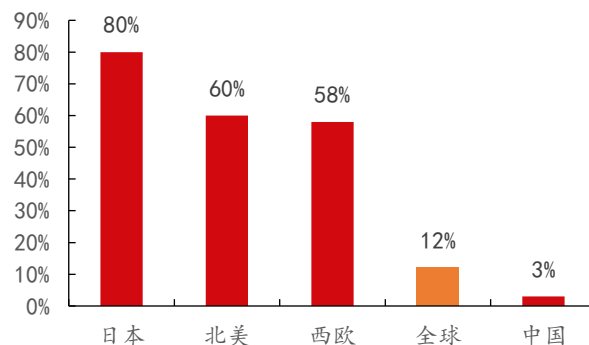
老龄化推动成人失禁用品市场高速成长。近三年来，成人失禁用品市场呈持续高速发展态势，2018 年至 2020 年销量年均复合增速达 20%，市场规模复合增速近 28%。此外，目前我国成人失禁用品渗透率仅 3%，尚远低于世界平均水平 12%，与发达国家和地区差距悬殊，还有较大的发展空间。

图表46：成人失禁用品市场销量及增速



资料来源：中国生活用纸年鉴，国联证券研究所

图表47：全球成人纸尿裤渗透率



资料来源：可靠股份招股书，国联证券研究所

与此同时，在宠物卫生用品方面，我国也正处于发展起步期。根据艾瑞咨询数据，2020年中国宠物市场规模市场已近3000亿元，2015-2020年复合年均增长率达32%。宠物家庭渗透率和行业成熟度的持续提升推动市场快速扩张，消费者的消费习惯正在逐步形成，宠卫用品有望成为卫材热熔胶需求增长新动力。

2020年，卫材热熔胶国内市场近50亿元，全球市场250亿。

总体来看，2020年我国女性卫生用品、婴幼儿纸尿裤、成人失禁用品市场规模分别约613亿元、500亿元、115亿元，近年来市场规模增速分别为4.8%、0%、28%。参考佳源机械有限公司数据，卫材热熔胶占卫生巾和纸尿裤价值量的3-5%，假设热熔胶价值占比近4%，则对应测算得卫材热熔胶市场分别为24.5亿元、20.0亿元、4.6亿元，合计约49.1亿元，平均增速近5%。

根据聚胶股份招股书数据，我国一次卫材产品市场约占全球的21%，全球卫材热熔胶市场规模约为中国的5倍，近250亿元。海外市场主要集中在欧洲、北美地区，而新兴市场如东南亚、拉丁美洲、非洲地区则较大的市场潜力。

2.3 农药：市场寒意渐去、景气上行

23年农药处于去库下行周期，至23年四季度去库已行至尾声，24年看好农药景气向上。另外，在景气弹性上我们认为，在去全球化、地缘冲突、气候变化等因素因素下，主权国家和农户的屯粮、种粮积极性会提升，未来两三年的农药需求刚性偏强。

2.3.1 需求刚性偏强，集中度持续提升

长期来看，农药需求跟着人口增长。据世界银行，2020年全球人口达到78.32亿人，预计到2050年将达到100亿人，随着人口增长和经济发展，全球对粮食的需求不断增加，而由于耕地资源有限和环境变化等因素，粮食生产面临较大挑战。提高粮食生产效率，农药是不可或缺的农资品。因此，随着人口增长对粮食需求的增加，农

药需求量有望提高，进而推动农药市场规模稳步扩张。

中期来看，在去全球化和地缘政治冲突背景下，农药需求刚性偏强，且供给侧改革持续发力，农药前景向好。

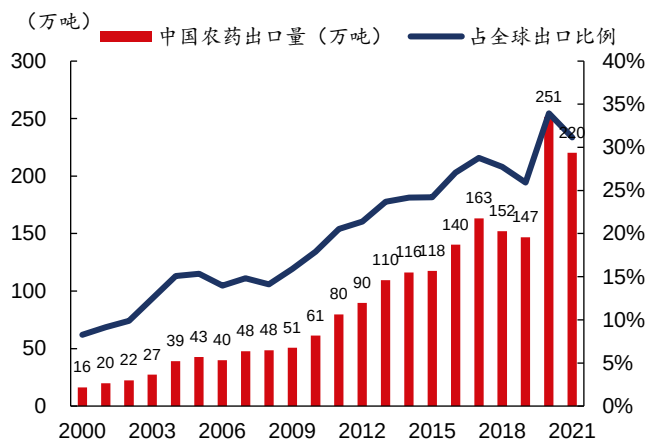
全球粮食安全问题推动农药需求提升。俄乌均为粮食生产大国和出口大国，盛产小麦、玉米、大麦、燕麦、葵花籽、油菜籽，在世界粮食贸易中地位举足轻重。俄乌冲突对两国粮食产量和贸易均产生了较大影响，对全球粮食供应链也造成了较大冲击。不仅如此，2020 年以来的全球卫生事件对粮食生产和供给造成了不利影响，全球变暖趋势下极端天气频发亦对粮食安全造成威胁。

受频发的极端天气和俄乌冲突等因素影响，2022 年全球农作物产量有所下行。根据联合国粮农组织数据，2022 年全球谷物产量为 27.89 亿吨，同比下降 1%；2022 年全球粗粮产量为 14.69 亿吨，同比下降 2.7%。

因而中期看，在去全球化、地缘冲突、气候变化的背景下，全球主要经济体越来越重视粮食安全问题，全球范围内种粮积极性有所提升，农药需求中枢刚性偏强。

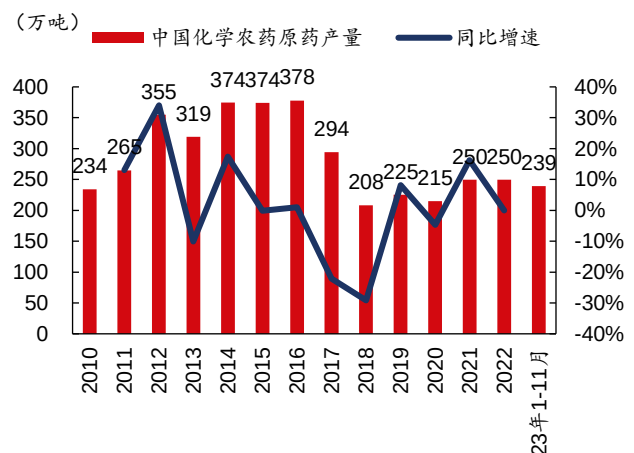
供给侧改革有望推动国内农药行业集中度进一步提升。我国是全球农药中间体、仿制类原药/制剂的重要生产地，但整体集中度仍较低，整体呈“大行业，小企业”的格局。17 年以来供给侧改革深化给农药行业带来重要机遇，据国家统计局数据，我国化学农药原药产量从 2016 年 378 万吨的峰值降到了 2022 年的 250 万吨。后续随着我国对环保和安全的要求逐步向发达国家靠拢，落后产能有望进一步退出，扬农化工等先进龙头有望受益我国农药行业集中度的进一步提升。

图表48：我国农药出口量及全球占比



资料来源：FAO，国联证券研究所

图表49：中国化学农药原药产量



资料来源：世界农化网，国联证券研究所

2.3.2 24 年看农药市场景气向上

当下，我们认为农药去库或已到尾声，农药市场寒意渐去。

在全球卫生安全事件冲击下，物流不畅，农药下游积极采购主动补库备库。来到2022年四季度，疫情冲击及物流风险散去，在较高库存压力下，农药市场需求迅速下行，开启去库周期。

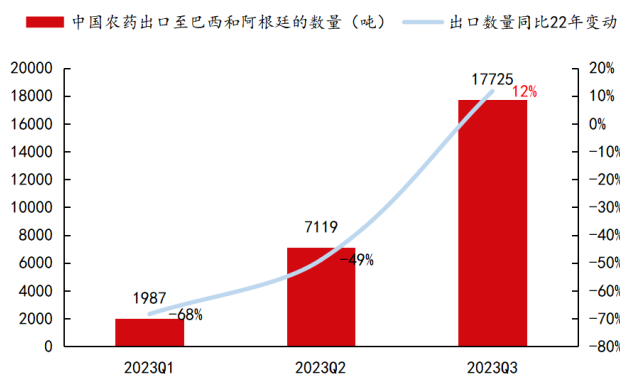
时至2023年11月下旬，农药景气低迷已一年有余。目前农药去库行进到什么地步，市场的声音尚存争议。而我们则捕获到了偏乐观的市场信号，农药市场寒气渐去，景气在持续修复且弹性可期。

需要提及的一点是，制剂端的企业比原药更贴近下游，制剂企业先知市场冷暖，而原药企业通常后知后觉。中国优秀的农药品牌制剂出海企业润丰股份，在23年上半年业绩亦受农药大行情所致而同比下行，但23年三季报已有明显修复。

拉丁美洲和美国是最大的海外需求市场，其市场情况反映着全球市场的景气度。先看拉美市场，根据中国海关数据，2023年前两季度，中国出口到巴西和阿根廷的农药数量同比分别下滑了68%、49%，而2023年第三季度实现了正增长，单季度同比增长12%，尽管有量无价，但我们认为这意味着拉美市场库存基本已恢复如常，需求有比较明显的恢复。

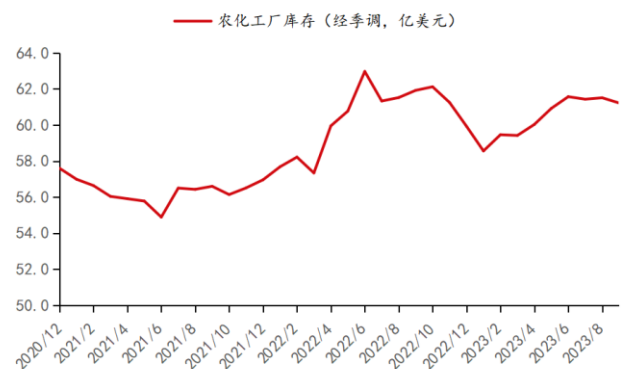
美国市场去库相对慢些，根据FRED数据，截至2023年9月美国农化市场工厂库存仍偏高，但低于2022年同期水平且呈下行趋势。通常美国农化市场在一季度是去库高峰，那么我们预期在24年一季度末，美国市场也能恢复到相对正常的水平。

图表50：中国出口到巴西和阿根廷的农药数量



资料来源：中国海关，国联证券研究所

图表51：美国农化产品工厂库存数据



资料来源：Fred，国联证券研究所

此外我们也观察到草铵膦原药的库存快速下滑、价格上涨，一定程度上反映了当前农药市场价格对供需高度敏感。综合来看，我们认为现在农药市场处于去库尾声，景气持续修复的过程。而且剥离库存周期的扰动，农药的需求在去全球化、地缘冲突、气候变化的背景下刚性偏强，供给端供给侧结构性改革持续推进，逐渐勾勒出了下一轮农药景气周期轮廓。

目前农药市场寒意渐退，景气向上，重点推荐高弹性且率先受益的品牌制剂出海企业润丰股份，以及持续成长的原药白马扬农化工。

2.4 资源：受益通胀趋势上行

中长期看，在去全球化背景下，全球较为稳定的供应链体系逐渐被打破，叠加环保、碳中和等趋势推动制造业成本提升，推动通胀中枢向上。不可再生的资源品是长期通胀的受益品种。

一方面，有限的优质矿产资源逐步枯竭，开采难度和人力成本上涨推升资源开采成本，在持续成长的需求下，推动资源品价格中枢向上。另一方面，全球供应链体系被打破，把握刚需资源品的必要性也进一步提高，资源品的估值中枢有望提升。

短期看，24 年美国货币政策趋于宽松，财政政策在美国大选年不具备收紧条件，全球其他各央行也随之拥有更多的货币宽松的空间。货币宽松下有望推动通胀上行，资源品作为实物资产通常率先受益，也有望充分表现出其金融属性。

我们认为资源类企业具备长期投资价值，优选部分涉及农业、能源的刚需类资源品，供给短缺下价格有更大弹性；以及部分供给受限明显而需求端快速扩张的资源品。因此我们看好萤石、钾肥和磷矿板块的机会。

2.4.1 萤石资源存在供需失衡风险

萤石又称氟石，是自然界中较常见的一种矿物，可以与其他多种矿物共生。萤石是氟的主要来源，能够提取制备氟元素及其各种化合物。

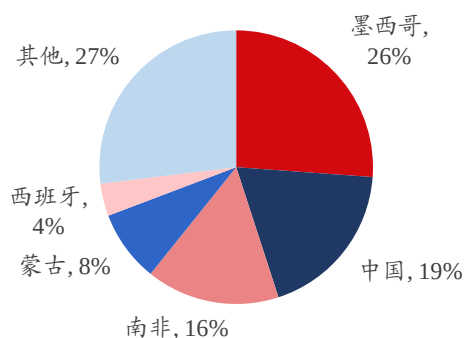
同时，萤石是宝贵的可用尽且不可再生的战略性资源，被列入了我国、欧盟和美国的“战略性矿产目录”。

从供给端看，我国萤石产业存在两大痛点，萤石供给扩张相对受限：

1) 资源开采过度，储采比远低于全球均值

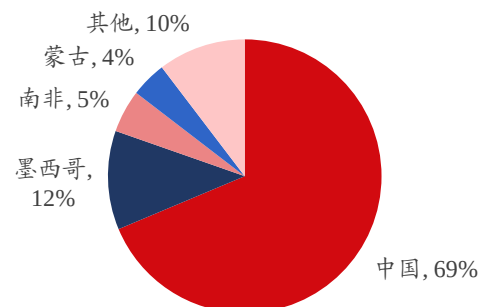
根据 2023 年美国地质调查局公布的世界萤石行业数据，2022 年我国的萤石储量不到全球 20%，而产量却达到了全球的 69%，并贡献了全球总消费量的 60% 左右。

图表52：2022 年全球萤石储量分布



资料来源：USGS，国联证券研究所

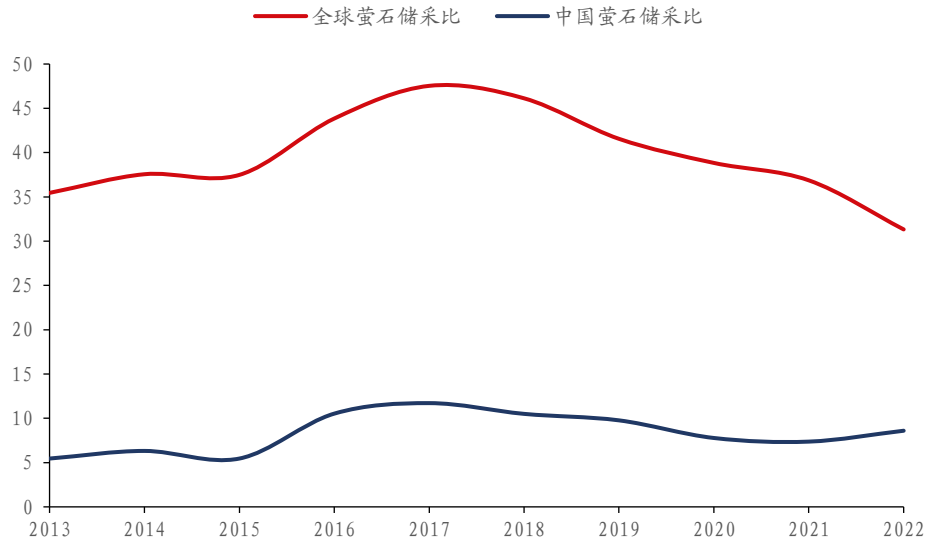
图表53：2022 年全球萤石产量分布



资料来源：USGS，国联证券研究所

此外，我国单一萤石矿山的储采比仅约 10 余年，远低于全球均值的 40 余年，资源保障能力严重不足，资源安全堪忧。

图表54：全球和我国萤石储采比



资料来源：USGS，国联证券研究所

2) 萤石小矿多，面临安全环保和资源枯竭问题

根据中国矿业联合会 2019 年 12 月发布的《中国萤石矿山行业调查报告》，全国大型萤石矿山 23 家占 3.1%，中型矿山 49 家占 6.5%，年开采量 5 万吨以内的小型矿山占 90.4%。

近年来矿山安全生产成为焦点问题，且小矿山更易面临资源开采枯竭问题，每年淘汰的落后产能也不在少数。

因此从供给端而言，未来我国萤石产量扩张相对有限。

从需求端来看，随着新能源产业的发展，萤石供需平衡存在失衡风险：

根据我们的测算，在新能源领域对萤石需求的带动下，2025/2030 年我国萤石需求量有望达到 664/858 万吨，包含净进口的总供给量为 639/694 万吨，供需缺口呈现持续扩大的态势。

图表55：我国萤石供需平衡表

	2022	2023E	2024E	2025E	2030E
制冷剂萤石需求量 (万吨)	171	162	158	154	126
锂电行业萤石需求量 (万吨)	39	67	85	108	240
光伏行业萤石需求量 (万吨)	21	32	42	54	134

其他领域萤石需求量 (万吨)	319	328	338	348	359
我国萤石总需求量 (万吨)	550	589	622	664	858
新能源领域萤石需求 量占比	11%	17%	20%	24%	44%
我国萤石总供给 (万吨)	550	623	621	639	694
供需缺口 (万吨)	0	34	-1	-25	-164

资料来源:《蒙特利尔议定书》,生态环境部,百川盈孚,GGII,中国科创,CPIA,光伏见闻公众号,IEA,《磷矿伴生氟资源生产氟化氢的前景分析》(刘帅杰),公司公告,国联证券研究所

2.4.2 钾肥 24 年有望迎需求反弹

在日益重视粮食安全性的今天,全球粮价维持高位震荡,作为粮食的“粮食”,钾肥需求也体现出一定的刚性。

2022 年受到俄乌冲突影响,俄白钾肥出口受限,国际钾肥价格上涨至 1000 美元/吨以上水平。

2023 年钾肥价格高位回落,在 6 月国内 307 美元/吨的大合同价格尘埃落定后,钾肥价格于 7 月触底反弹。随后在黑海协议、Nutrien 无限期暂停增产计划和巴以冲突的催化下,钾肥价格持续走高。据隆众资讯数据,截至 2024 年 1 月 2 日,国内连云港 60%红钾进口价达 2650 元/吨,较 2023 年 7 月低点已上涨 26%。

图表56: 钾肥价格触底反弹



资料来源:隆众资讯,国联证券研究所

虽然钾肥价格已有所回暖,但站在当下时点,我们认为 2024 年钾肥价格仍将呈现易涨难跌的态势。

从需求侧看,受到钾肥价格高企的影响,2022 年全球钾肥消费量大幅降低,虽然 2023 年有所增长,但近两年种植户选择少用或者不用钾肥的行为已经对粮食的单

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/778140006110006024>