

基础化工

2024年05月19日

2023年化工行业业绩承压，2024年利润有望修复

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

金益腾（分析师）

蒋跨越（分析师）

徐正凤（联系人）

jinjiteng@kysec.cn

jiangkuayue@kysec.cn

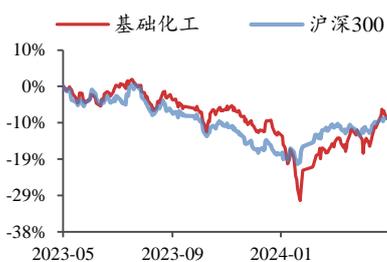
xuzhengfeng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790523120001

证书编号：S0790122070041

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《磷矿资源投放收紧助力价格中枢抬升，磷化工产品格局有望持续优化——行业深度报告》-2024.5.14

《环保督察持续进行，涤纶长丝供给侧扰动延续——行业周报》-2024.5.12

《硅油冷却液具备环保、价格优势，市场前景广阔——新材料行业双周报》-2024.5.12

● 化工行业：2023年化工行业整体经营情况表现不佳，业绩修复不及预期

2023年，全球经济面临着多重压力，稳定发展遭遇诸多挑战。海外方面，全球各地区地缘政治冲突不断，美联储持续加息加剧全球经济风险；国内方面，尽管国民经济不断复苏，但因地产端有所拖累，使得经济复苏潜力仍有待挖掘。在面临内外部严峻形势的背景下，2023年国内化工行业整体经营情况表现不及预期，业绩有所承压。我们统计了364家化工上市企业，剔除中国石油、中国石化和中国海油后，2023年合计实现营业收入34,633.47亿元，同比增长0.65%；实现归母净利润1,312.88亿元，同比下降37.93%。

● 石化板块：2023年整体业绩好转，2024Q1盈利延续2023年修复趋势

2023年，受油价高位波动、下游需求有所好转等因素影响，石油化工板块上市公司经营业绩逐步修复。2023年，剔除中国石油、中国石化和中国海油后的32家石化上市公司，合计实现营业收入15,015.04亿元，同比增长10.80%；实现归母净利润235.70亿元，同比增长6.69%；毛利率、净利率分别为10.58%、1.57%，同比分别+1.01pcts、-0.06pcts。2024Q1，32家石化上市公司合计实现营业收入3,518.40亿元，同比增加6.21%、环比下降13.61%；实现归母净利润67.56亿元，同比增长59.99%、环比下降273.10%。

● 基化板块：2023年营收、利润均下降，2024年或进入修复阶段

2023年，我们统计的329家基础化工上市公司共实现营业收入19,618.43亿元，同比下降5.95%；实现归母净利润1,077.17亿元，同比下降43.14%；毛利率、净利率分别为16.79%、5.49%，同比分别-3.36pcts、-3.59pcts。2024Q1，329家上市公司共实现营业收入4,594.97亿元，同比下降2.67%、环比下降6.02%；实现归母净利润280.74亿元，同比下降12.68%、环比增长84.33%；毛利率、净利率分别为16.93%、6.11%，同比分别-0.47pcts、-0.70pcts，环比分别+0.12pcts、+2.99pcts。从细分领域来看，当前有机硅、氟化工和轮胎等板块业绩与盈利能力明显好转；化纤、钛白粉、纯碱等行业均基本处于周期底部，未来伴随海内外经济的逐步复苏，行业景气度有望底部反弹。

● 推荐标的及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团等；【化纤行业】新凤鸣¹、华峰化学、三友化工、海利得等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【农化&磷化工】亚钾国际、兴发集团、云图控股、和邦生物等；【硅】合盛硅业、硅宝科技、宏柏新材；【纯碱&氯碱】远兴能源、三友化工、滨化股份等；【其他】黑猫股份、振华股份、苏博特、江苏索普等。

受益标的：【化工龙头白马】卫星化学、东方盛虹等；【化纤行业】新乡化纤、神马股份等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川发龙蟒、湖北宜化、东方铁塔、盐湖股份等；【硅】三孚股份、晨光新材、新安股份；【纯碱&氯碱】中泰化学、新疆天业等。

风险提示：宏观经济复苏不及预期、下游需求大幅下滑、行业扩产超出预期等。其他风险详见倒数第二页标注¹

目 录

| | |
|--|----|
| 1、 化工行业 2023 年及 2024Q1 综述：2023 年业绩整体承压，2024Q1 盈利能力环比有所修复 | 5 |
| 1.1、 2023 年化工行业利润同比降幅较大，2024Q1 盈利环比大幅改善 | 6 |
| 1.2、 2023 年化工行业期间费用率小幅增长，资产负债率基本维持稳定 | 7 |
| 1.3、 2023 年化工行业资本性支出稳步上升，基础化工在建工程规模持续增长 | 8 |
| 2、 石化板块：业绩低点已过，盈利有望延续修复趋势 | 9 |
| 2.1、 2023 年石油化工板块整体业绩好转，2024Q1 石化板块盈利延续 2023 年修复趋势 | 9 |
| 2.2、 重点跟踪公司业绩：民营大炼化表现不佳，2024Q1 有所改善 | 12 |
| 3、 基化板块：2023 年营收、利润均下降，2024 年或进入修复阶段 | 14 |
| 3.1、 2023 年基础化工行业业绩承压，营收与利润水平均有所下降 | 14 |
| 3.2、 细分板块：2023 年非金属材料板块营收与利润表现亮眼，其余板块均同比有所下滑 | 15 |
| 3.3、 重点跟踪领域：钛白粉、有机硅、化纤等板块有望逐步复苏，氟化工、轮胎板块行情符合预期 | 20 |
| 3.3.1、 钛白粉：下游需求有望好转，行业景气度或将逐步复苏 | 20 |
| 3.3.2、 有机硅：2024Q1 盈利水平大幅提升，未来行业盈利有望继续修复 | 21 |
| 3.3.3、 纯碱：2023 年纯碱行业盈利承压，未来需求向好有望带动纯碱行业复苏 | 22 |
| 3.3.4、 氟化工：制冷剂或已走出周期底部，氟化工龙头公司蓄势待发 | 23 |
| 3.3.5、 轮胎、化纤：轮胎行业盈利符合预期，化纤行业盈利有望继续修复 | 24 |
| 4、 风险提示 | 28 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1： 2023 年化工行业 PE 水平整体有所上升 | 5 |
| 图 2： 2023 年化工行业 PB 水平整体有所下滑 | 5 |
| 图 3： 截至 2024 年 4 月底，CCPI 约 4700 点 | 5 |
| 图 4： 2023 年原油价格先跌后涨 | 5 |
| 图 5： 2023 年化工行业营收同比下降 3.05% | 6 |
| 图 6： 2024Q1 化工行业营收环比增长 1.93% | 6 |
| 图 7： 2023 年化工行业归母净利润同比下降 16.20% | 7 |
| 图 8： 2024Q1 化工行业归母净利润环比增长 72.69% | 7 |
| 图 9： 2023 年化工行业整体毛利率为 18.88% | 7 |
| 图 10： 2024Q1 化工行业整体毛利率为 18.58% | 7 |
| 图 11： 2023 年化工行业期间费用率为 7.13%（剔除中国石油、中国石化和中国海油） | 8 |
| 图 12： 2023 年化工行业经营性现金流同比下降 5.11%（剔除中国石油、中国石化和中国海油） | 8 |
| 图 13： 2023 年化工行业 ROE 为 6.04%（剔除中国石油、中国石化和中国海油） | 8 |
| 图 14： 2023 年化工行业资产负债率为 61.69%（剔除中国石油、中国石化和中国海油） | 8 |
| 图 15： 2023 年化工行业各细分领域的固定资产投资完成额累计同比增幅有所分化 | 9 |
| 图 16： 2023 年基础化工细分领域中化学原料板块在建工程比重较大 | 9 |
| 图 17： 2023 年化工行业资本性支出同比增长 7.15%（剔除中国石油、中国石化和中国海油） | 9 |
| 图 18： 2023 年化工行业在建工程同比增长 0.71%（剔除中国石油、中国石化和中国海油） | 9 |
| 图 19： 2023 年石化板块营收同比下降 2.32% | 10 |
| 图 20： 2023 年剔除中国石油、中国石化、中国海油后的石化板块营收同比增长 10.80% | 10 |
| 图 21： 2024Q1 石化板块营收环比增长 3.89% | 10 |
| 图 22： 2024Q1 剔除中国石油、中国石化、中国海油后的石化板块营收环比下降 13.61% | 10 |

| | |
|---|----|
| 图 23: 2023 年石化板块归母净利润同比下降 2.75% | 11 |
| 图 24: 2023 年剔除中国石油、中国石化、中国海油后的石化板块归母净利润同比增长 6.69% | 11 |
| 图 25: 2024Q1 石化板块归母净利润环比增长 10.40% | 11 |
| 图 26: 2024Q1 剔除中国石油、中国石化、中国海油后的石化板块归母净利润环比增长 59.99% | 11 |
| 图 27: 2023 年石化板块毛利率为 19.38% | 11 |
| 图 28: 2023 年剔除中国石油、中国石化、中国海油后的石化板块毛利率为 10.58% | 11 |
| 图 29: 2024Q1 石化板块毛利率为 18.95% | 12 |
| 图 30: 2024Q1 剔除中国石油、中国石化、中国海油后的石化板块毛利率为 11.27% | 12 |
| 图 31: 2023 年荣盛石化营收同比增长 12.46% | 12 |
| 图 32: 2024Q1 荣盛石化营收环比降低 5.78% | 12 |
| 图 33: 2023 年恒力石化归母净利润同比增长 197.83% | 13 |
| 图 34: 2024Q1 桐昆股份归母净利润环比增长+644.30% | 13 |
| 图 35: 2023 年荣盛石化毛利率为 11.49% | 13 |
| 图 36: 2023 年恒力石化净利率为 2.94% | 13 |
| 图 37: 2023 年跟踪的 5 家民营炼化公司 ROE 水平仍较低 | 13 |
| 图 38: 2023 年基化行业营收同比下降 5.95% | 14 |
| 图 39: 2024Q1 基化行业营收环比下降 6.02% | 14 |
| 图 40: 2023 年基化行业归母净利润同比下降 43.14% | 14 |
| 图 41: 2024Q1 基化行业归母净利润环比增长 84.33% | 14 |
| 图 42: 2023 年基化行业毛利率为 16.79% | 15 |
| 图 43: 2024Q1 基化行业毛利率为 16.93% | 15 |
| 图 44: 2023 年基化行业经营现金流净额同比下降 22.58% | 15 |
| 图 45: 2023 年基化行业资本性开支同比增长 7.31% | 15 |
| 图 46: 2023 年非金属材料板块营收同比增长 4.27% | 16 |
| 图 47: 2023 年非金属材料归母净利润同比增长 83.47% | 16 |
| 图 48: 2023 年化学纤维、非金属材料板块毛利率分别同比增加 6.89pcts、8.99pcts | 16 |
| 图 49: 2023 年复合肥行业营收同比增长 0.71% | 17 |
| 图 50: 2023 农化制品各子行业归母净利润同比均降低 | 17 |
| 图 51: 2023 年钾肥行业毛利率为 51.53% | 17 |
| 图 52: 2023 年民爆制品营收同比增长 24.48% | 18 |
| 图 53: 2023 年民爆制品归母净利润同比增长 121.68% | 18 |
| 图 54: 2023 年有机硅行业毛利率为 19.65% | 18 |
| 图 55: 2023 年化学原料板块子行业营收同比均下降 | 18 |
| 图 56: 2023 化学原料板块子行业利润同比均下降 | 18 |
| 图 57: 2023 年纯碱行业毛利率为 27.13% | 19 |
| 图 58: 2023 年涤纶行业营收同比增长+3.73% | 19 |
| 图 59: 2023 年粘胶行业归母净利润同比增长 4.65% | 19 |
| 图 60: 2023 年氨纶行业毛利率为 13.68% | 19 |
| 图 61: 2023 年龙佰集团营收同比增长 10.57% | 21 |
| 图 62: 2023 年众多钛白粉企业归母净利润同比下跌 | 21 |
| 图 63: 2023 年龙佰集团毛利率为 25.70% | 21 |
| 图 64: 2023 年龙佰集团 ROE 为 14.35% | 21 |
| 图 65: 2023 年合盛硅业营收同比增长 12.32% | 22 |
| 图 66: 2023 年硅宝科技归母净利润同比增长 25.90% | 22 |
| 图 67: 2023 年合盛硅业毛利率为 18.65% | 22 |

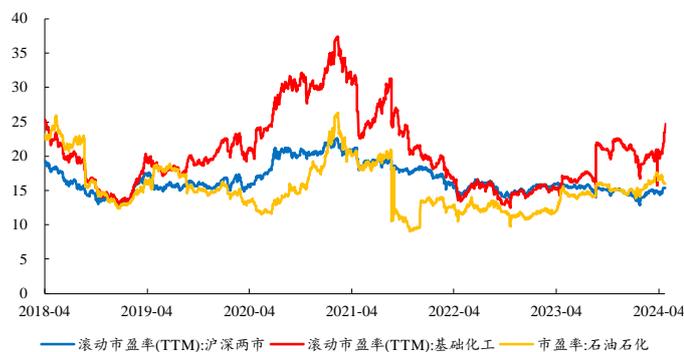
| | |
|--|----|
| 图 68: 2023 年硅宝科技 ROE 为 12.92%..... | 22 |
| 图 69: 2023 年远兴能源营收同比增加 9.85%..... | 23 |
| 图 70: 2023 年纯碱行业公司归母净利润同比均下降..... | 23 |
| 图 71: 2023 年远兴能源毛利率为 39.89%..... | 23 |
| 图 72: 2023 年双环科技 ROE 为 29.35%..... | 23 |
| 图 73: 2023 年金石资源营收同比增长 82.84%..... | 24 |
| 图 74: 2023 年金石资源归母净利润同比增长 56.89%..... | 24 |
| 图 75: 2023 年昊华科技毛利率为 25.89%..... | 24 |
| 图 76: 2023 年巨化股份 ROE 为 5.87%..... | 24 |
| 图 77: 2023 年赛轮轮胎营收同比增长 18.55%..... | 25 |
| 图 78: 2023 年赛轮轮胎归母净利润同比增长 132.07%..... | 25 |
| 图 79: 2023 年赛轮轮胎毛利率为 27.39%..... | 25 |
| 图 80: 2023 年赛轮轮胎 ROE 为 20.81%..... | 25 |
| 图 81: 截至 5 月 8 日, 江浙织机负荷率为 72.40%..... | 26 |
| 图 82: 3 月美国服装及服装配饰店销售同比增长 3.10%..... | 26 |
| 图 83: 2023 年涤纶长丝 POY 价差同比变化不大..... | 26 |
| 图 84: 2023 年涤纶长丝库存天数整体回落..... | 26 |
| | |
| 表 1: 2023 年石英股份、阿拉丁等公司盈利能力排名靠前..... | 20 |
| 表 2: 受益标的盈利预测与估值..... | 26 |

1、化工行业 2023 年及 2024Q1 综述：2023 年业绩整体承压，2024Q1 盈利能力环比有所修复

2023 年化工行业整体经营情况表现不佳，业绩修复不及预期。2023 年，全球经济面临着多重压力，稳定发展遭遇诸多挑战。海外方面，全球各地区地缘政治冲突不断，美联储持续加息加剧全球经济风险；国内方面，尽管国民经济不断复苏，但因地产端有所拖累，使得经济复苏潜力仍有待挖掘。在面临内外部严峻形势的背景下，2023 年国内化工行业整体经营情况表现不及预期，业绩有所承压。据 Wind 数据，我们统计了 364 家化工上市企业，剔除中国石油、中国石化和中国海油后，2023 年合计实现营业收入 34,633.47 亿元，同比增长 0.65%；实现归母净利润 1,312.88 亿元，同比下降 37.93%；2023 年整体毛利率为 14.10%，同比-1.89pcts；净利率为 3.79%，同比-2.36pcts。

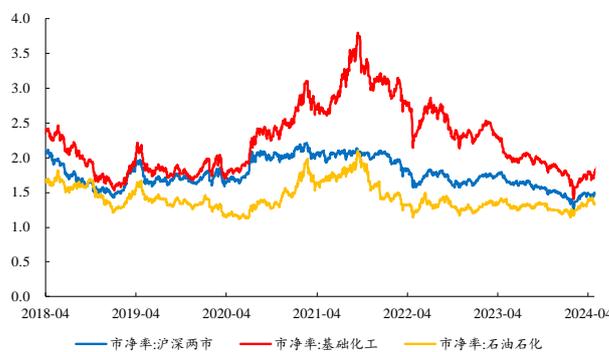
2024 年一季度，化工行业盈利能力环比有所修复。2024Q1，伴随国家逐步推出各项稳定房市的政策以及化工行业下游需求的复苏，化工行业经营业绩与盈利能力环比有所改善。据 Wind 数据，我们统计了 364 家化工上市企业，剔除中国石油、中国石化、中国海油后，2024Q1 共实现营业收入 8,113.37 亿元，同比增长 0.99%、环比下降 9.47%；实现归母净利润 348.30 亿元，同比下降 4.25%、环比增长 104.39%；2024Q1 整体毛利率为 14.48%，同比+0.34pcts、环比+1.14pcts；净利率为 4.29%，同比-0.23pcts，环比+2.39pcts。

图1：2023 年化工行业 PE 水平整体有所上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023 年化工行业 PB 水平整体有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：截至 2024 年 4 月底，CCPI 约 4700 点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023 年原油价格先跌后涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

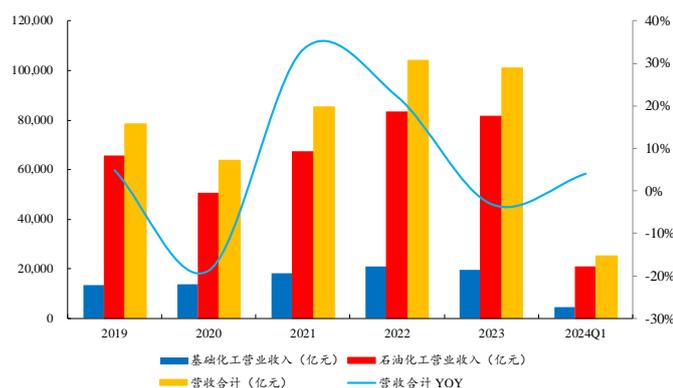
1.1、2023 年化工行业利润同比降幅较大，2024Q1 盈利环比大幅改善

根据 Wind 数据，我们筛选出沪深两市化工公司共计 364 家（基础化工板块 329 家+石油化工板块 35 家）作为样本，对其营收、利润、盈利能力等财务状况进行统计分析。

2023 年化工行业利润规模同比降幅较大，2024Q1 利润环比改善明显。2023 年全年来看，364 家化工上市公司共实现营业收入 101,031.83 亿元，同比下降 3.05%；实现归母净利润 4,767.38 亿元，同比下降 16.20%；剔除中国石油、中国石化和中国海油后，361 家公司共实现营业收入 34,633.47 亿元，同比增长 0.65%；实现归母净利润 1,312.88 亿元，同比下降 37.93%。**2023 年分季度看**，361 家公司 2023 年 Q1-Q4 营收分别为 8,034.04、8,693.91、8,943.82、8,961.70 亿元，Q2-Q4 环比分别+8.21%、+2.87%、+0.20%；归母净利润分别为 363.74、388.45、390.27、170.41 亿元，Q2-Q4 环比+6.79%、+0.47%、-56.34%。**2024 年 Q1**，364 家化工上市公司共实现营业收入 25,249.56 亿元，同比增长 4.13%、环比增长 1.93%；实现归母净利润 1,385.46 亿元，同比增长 4.78%、环比增长 72.69%；剔除中国石油、中国石化和中国海油后，361 家公司共实现营业收入 8,113.37 亿元，同比增长 0.99%、环比下降 9.47%；实现归母净利润 348.30 亿元，同比下降 4.25%、环比增长 104.39%。

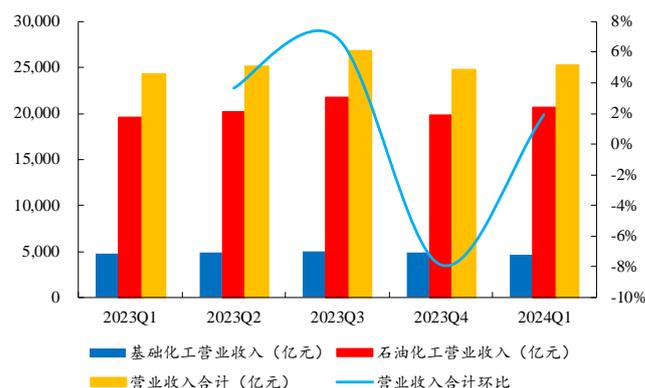
2023 年化工行业整体毛利率、净利率同比有所下滑，剔除中国石油、中国石化和中国海油后，2024Q1 二者环比均有所改善。2023 年，化工行业整体毛利率为 18.88%，同比-0.16pcts；净利率为 4.72%，同比-0.74pcts；剔除中国石油、中国石化和中国海油后，毛利率为 14.10%，同比-1.89pcts；净利率为 3.79%，同比-2.36pcts。**2024Q1**，化工行业整体毛利率为 18.58%，同比+0.34pcts、环比-1.89pcts；净利率为 5.49%，同比+0.03pcts、环比+2.25pcts；剔除中国石油、中国石化和中国海油后，毛利率为 14.48%，同比+0.34pcts、环比+1.14pcts；净利率为 4.29%，同比-0.23pcts，环比+2.39pcts。

图5：2023 年化工行业营收同比下降 3.05%



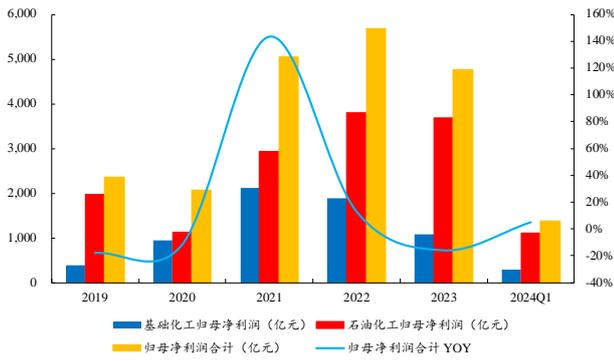
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2024Q1 化工行业营收环比增长 1.93%



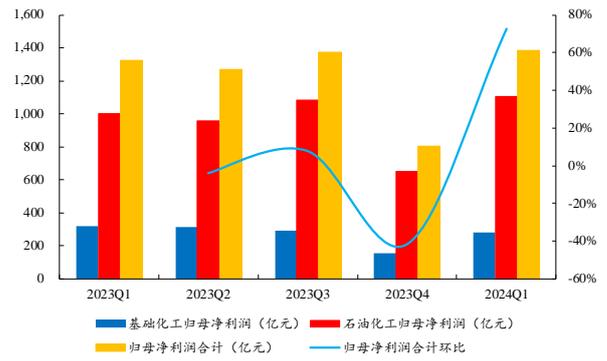
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2023 年化工行业归母净利润同比下降 16.20%



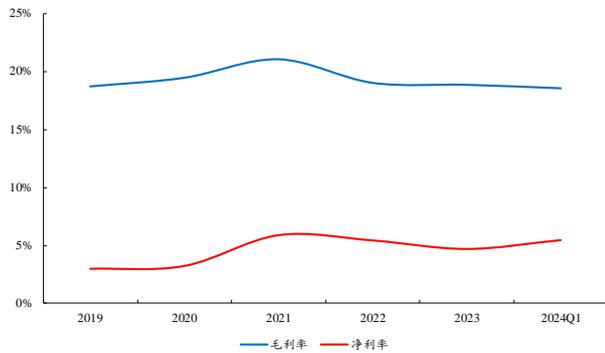
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024Q1 化工行业归母净利润环比增长 72.69%



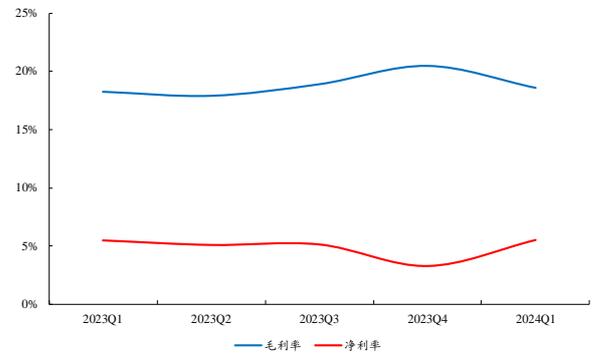
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2023 年化工行业整体毛利率为 18.88%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2024Q1 化工行业整体毛利率为 18.58%



数据来源：Wind、开源证券研究所

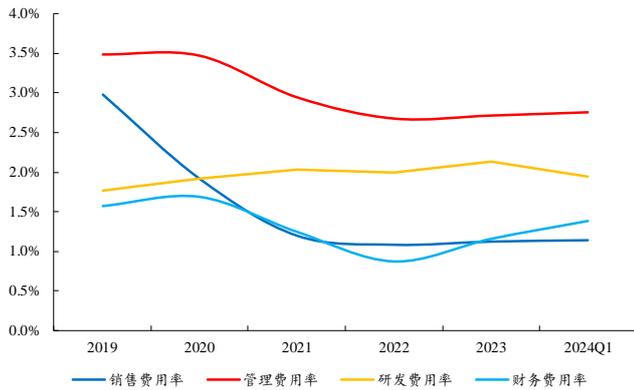
1.2、2023 年化工行业期间费用率小幅增长，资产负债率基本维持稳定

(注：本部分数据剔除了中国石油、中国石化和中国海油)

2023 年化工行业期间费用小幅增长，经营性现金流净额同比有所下降。期间费用方面，2023 年，化工板块销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.12%、2.72%、2.13%、1.16%，期间费用率合计 7.13%，同比+0.49pcts；2024Q1，化工板块销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.14%、2.76%、1.94%、1.39%，期间费用率合计 7.23%。**现金流方面**，2023 年，基础化工、石油化工板块经营活动产生的现金流量净额分别为 1,999.21、1,184 亿元，化工板块经营活动产生的现金流量净额合计为 3,183 亿元，同比下降 5.11%。2024Q1，基础化工、石油化工板块经营活动产生的现金流量净额分别为 10.63、-43.78 亿元，化工板块经营活动产生的现金流量净额合计为-33.15 亿元，同比有所改善。

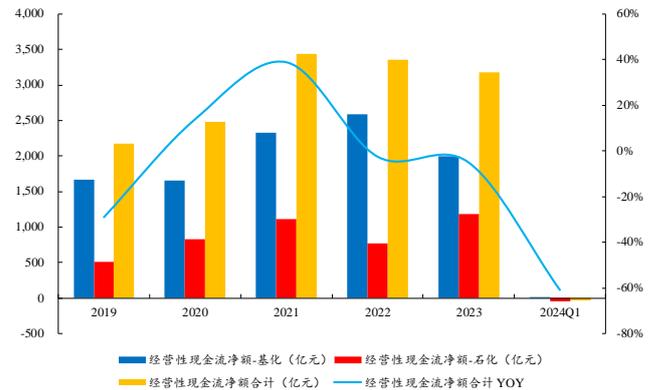
2023 年化工行业 ROE 有所下滑，资产负债率基本维持稳定。净资产收益率方面，2023 年，基础化工、石油化工板块 ROE 分别达到 6.48%、4.60%，同比分别-5.66pcts、+0.20pcts；化工行业整体 ROE 为 6.04%，同比-4.22pcts。**资产负债率方面**，截至 2023 年底，基础化工、石油化工板块资产负债率分别达到 47.04%、89.48%，分别同比+1.08pcts、+0.27pcts，化工行业整体资产负债率达到 61.69%，同比+0.45pcts。

图11: 2023 年化工行业期间费用率为 7.13% (剔除中国石油、中国石化和中国海油)



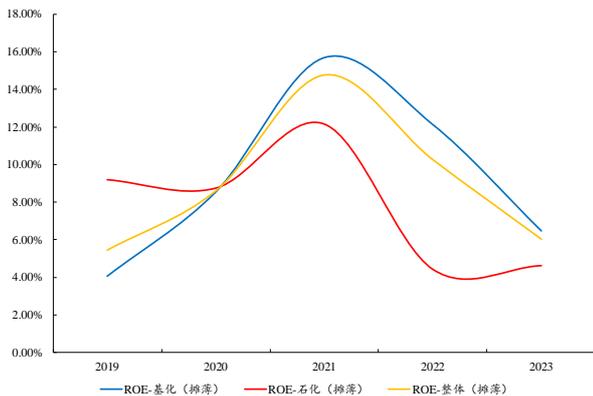
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2023 年化工行业经营性现金流同比下降 5.11% (剔除中国石油、中国石化和中国海油)



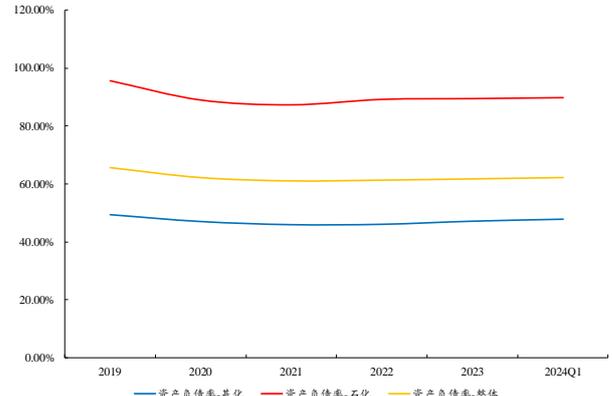
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2023 年化工行业 ROE 为 6.04% (剔除中国石油、中国石化和中国海油)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2023 年化工行业资产负债率为 61.69% (剔除中国石油、中国石化和中国海油)



数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、2023 年化工行业资本性支出稳步上升，基础化工在建工程规模持续增长

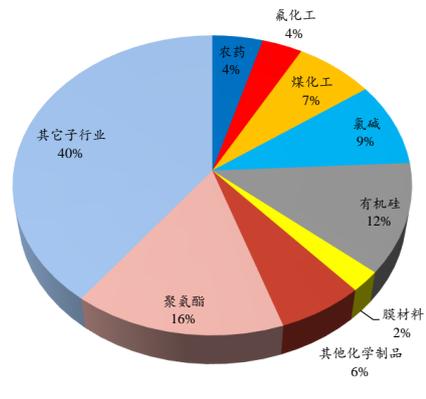
2023 年化工行业资本性支出与在建工程稳步增长。据国家统计局和 Wind 数据，截至 2023 年末，化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业以及石油、煤炭及其他燃料加工业固定资产投资完成额分别累计同比+13.40%、-9.80%、+4.60%、-18.90%。同时，剔除中国石油、中国石化和中国海油后的 361 家化工上市公司中，2023 年基础化工、石油化工板块资本性支出分别为 2,616.80、1,428.65 亿元，同比分别+7.31%、+6.86%；整体资本性支出达到 4,045.45 亿元，同比增长 7.15%。此外，截至 2023 年末，剔除中国石油、中国石化和中国海油后的基础化工、石油化工板块在建工程分别达到 3,369.54、1,481.56 亿元，同比分别+14.04%、-20.44%，整体在建工程达到 4,851.10 亿元，同比增长 0.71%。

图15：2023年化工行业各细分领域的固定资产投资完成额累计同比增幅有所分化



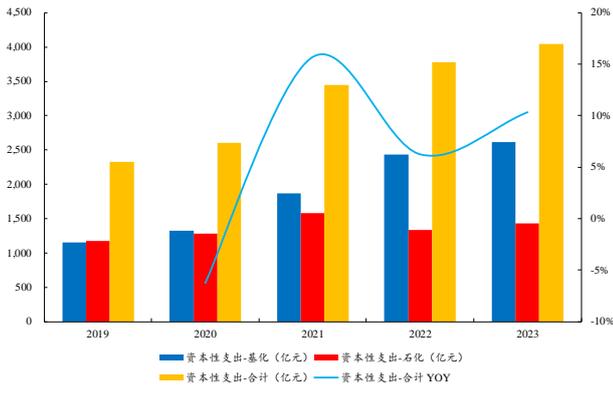
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2023年基础化工细分子行业中化学原料板块在建工程比重较大



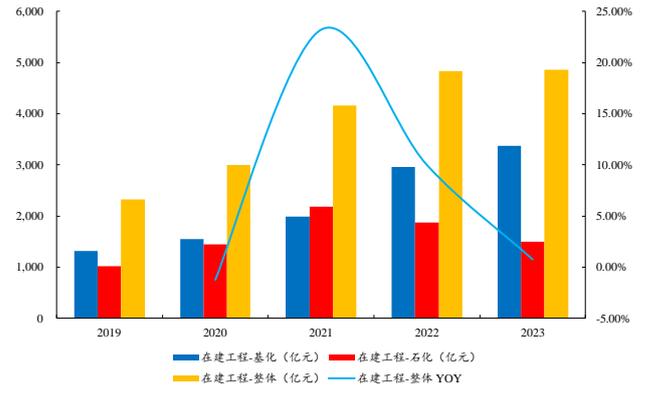
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2023年化工行业资本性支出同比增长7.15%（剔除中国石油、中国石化和中国海油）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2023年化工行业在建工程同比增长0.71%（剔除中国石油、中国石化和中国海油）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、石化板块：业绩低点已过，盈利有望延续修复趋势

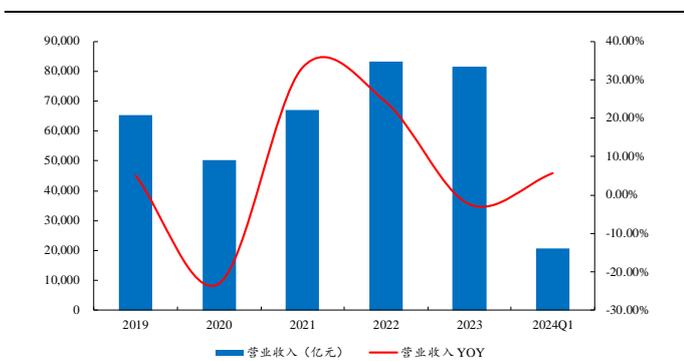
2.1、2023年石油化工板块整体业绩好转，2024Q1石化板块盈利延续2023年修复趋势

剔除中国石油、中国石化和中国海油后，2023年石油化工板块整体业绩好转。2023年，受油价高位波动、下游需求有所好转等因素影响，石油化工板块（剔除中国石油、中国石化和中国海油）上市公司经营业绩逐步修复。2023年全年来看，35家石化上市公司合计实现营业收入81,413.40亿元，同比下降2.32%；实现归母净利润3,690.20亿元，同比下降2.75%；毛利率、净利率分别为19.38%、4.53%，同比分别+0.62pcts、-0.02pcts；剔除中国石油、中国石化和中国海油后，合计实现营业收入15,015.04亿元，同比增长10.80%；实现归母净利润235.70亿元，同比增长6.69%；毛利率、净利率分别为10.58%、1.57%，同比分别+1.01pcts、-0.06pcts。2023年分季度看，剔除中国石油、中国石化和中国海油后，2023年Q1-Q4营收分别为3,312.81、

3,747.56、3,882.05、4,072.61 亿元，Q2-Q4 环比分别+13.12%、+3.59%、+4.91%；归母净利润分别为 42.23、75.53、99.84、18.11 亿元，Q2-Q4 环比+78.85%、+32.19%、-81.86%。

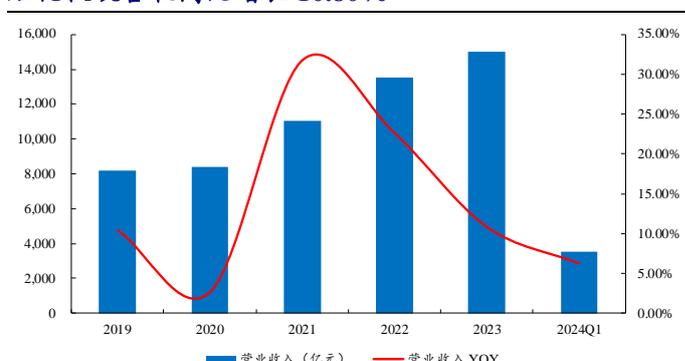
剔除中国石油、中国石化和中国海油后，2024Q1 石油化工板块业绩同比改善。2024Q1，35 家上市公司共实现营业收入 20,654.59 亿元，同比增长 5.77%、环比增长 3.89%；实现归母净利润 1,104.72 亿元，同比增长 10.40%、环比增长 69.96%；毛利率、净利率分别为 18.95%、5.35%，同比分别+0.50pcts、+0.22pcts，环比分别-2.42pcts、+2.08pcts；剔除中国石油、中国石化和中国海油后，合计实现营业收入 3,518.40 亿元，同比增加 6.21%、环比下降 13.61%；实现归母净利润 67.56 亿元，同比增长 59.99%、环比下降 273.10%；毛利率、净利率分别为 11.27%、1.92%，同比分别+1.77pcts、+0.65pcts，环比分别+2.10pcts、+1.48pcts。

图19：2023 年石化板块营收同比下降 2.32%



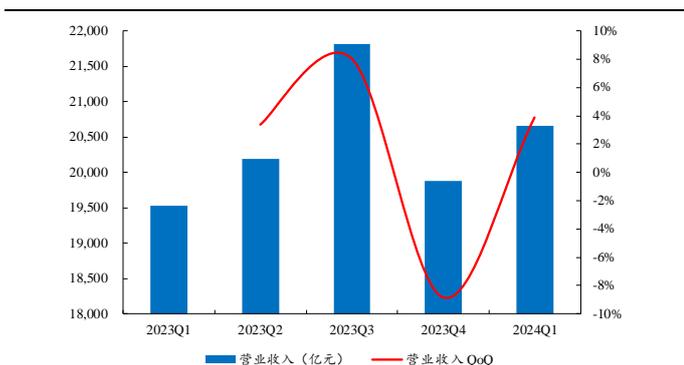
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2023 年剔除中国石油、中国石化、中国海油后的石化板块营收同比增长 10.80%



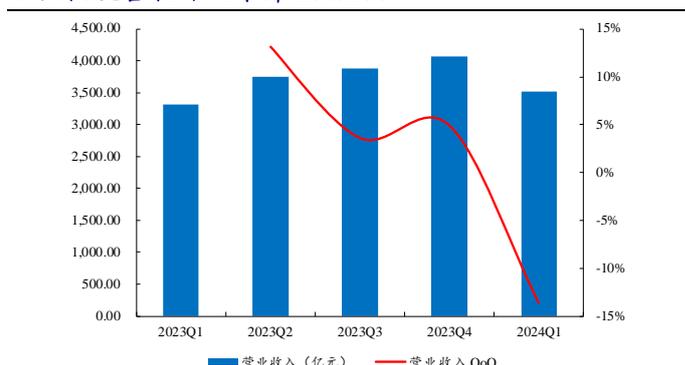
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2024Q1 石化板块营收环比增长 3.89%

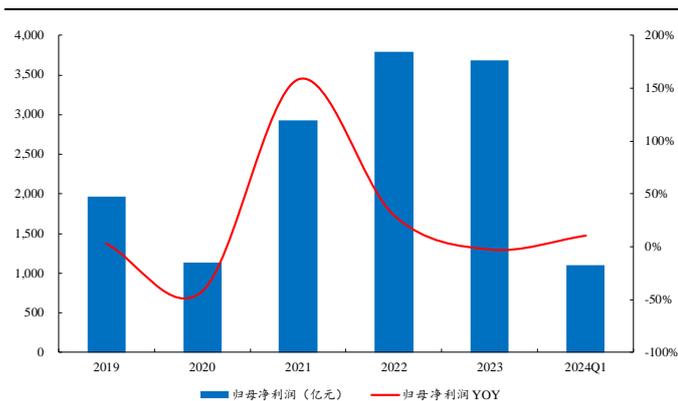


数据来源：Wind、开源证券研究所

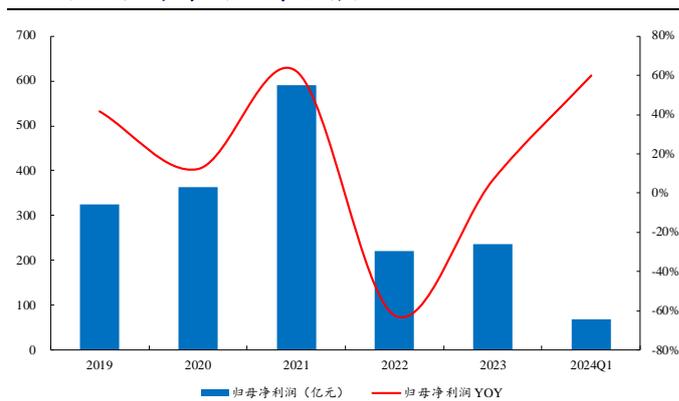
图22：2024Q1 剔除中国石油、中国石化、中国海油后的石化板块营收环比下降 13.61%



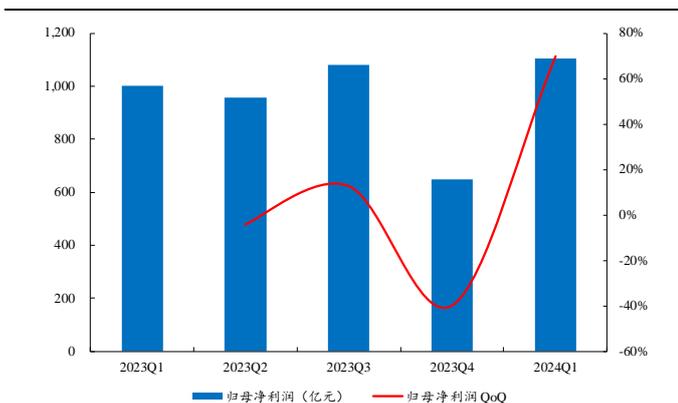
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2023年石化板块归母净利润同比下降2.75%


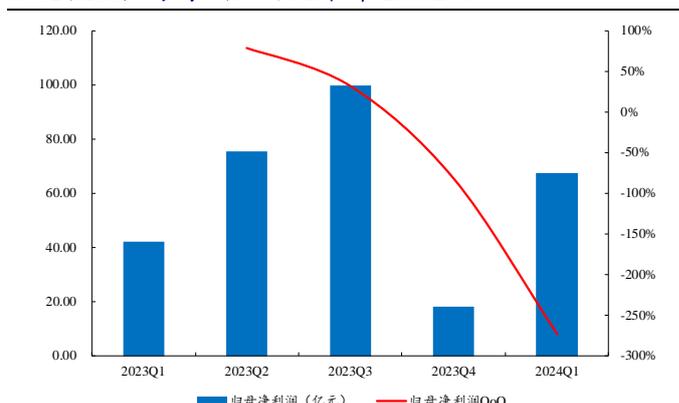
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2023年剔除中国石油、中国石化、中国海油后的石化板块归母净利润同比增长6.69%


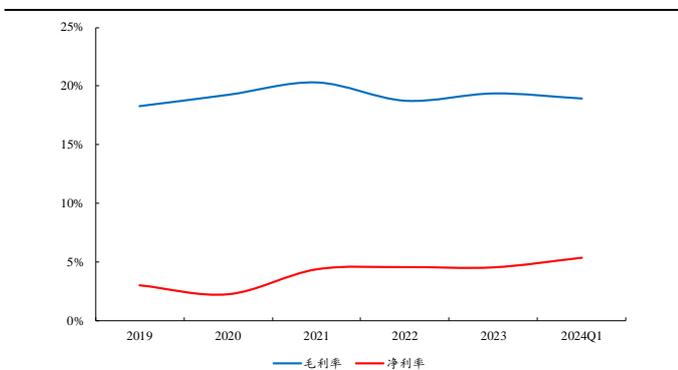
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2024Q1石化板块归母净利润环比增长3.89%


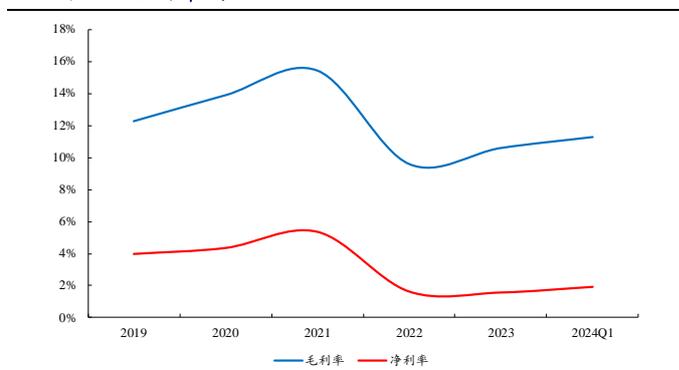
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2024Q1剔除中国石油、中国石化、中国海油后的石化板块归母净利润环比下降13.61%


数据来源：Wind、开源证券研究所

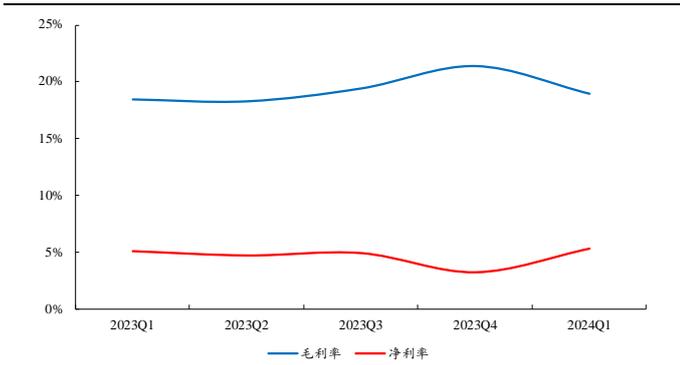
图27：2023年石化板块毛利率为19.38%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2023年剔除中国石油、中国石化、中国海油后的石化板块毛利率为10.58%


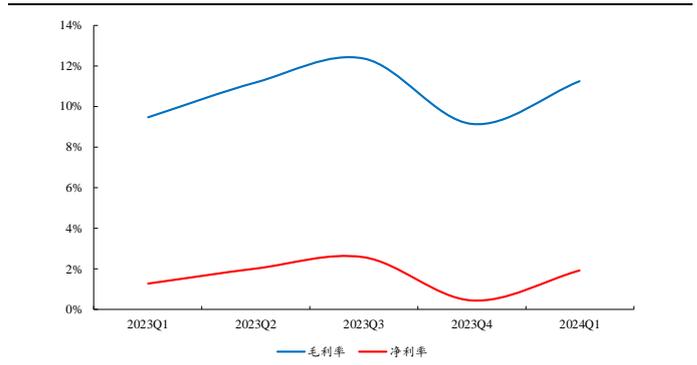
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2024Q1 石化板块毛利率为 18.95%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2024Q1 剔除中国石油、中国石化、中国海油后的石化板块毛利率为 11.27%



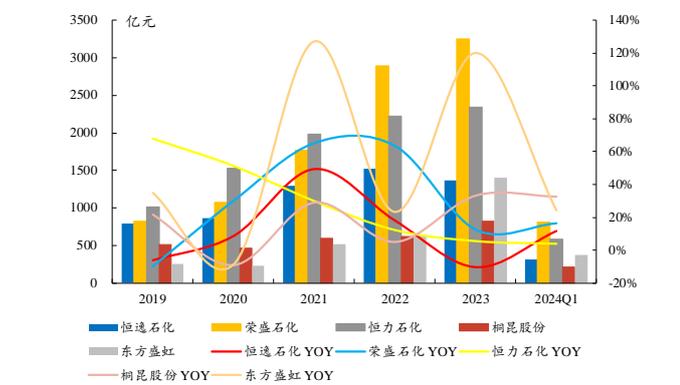
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、重点跟踪公司业绩：民营大炼化表现不佳，2024Q1 有所改善

我们重点跟踪的 5 家石化行业上市公司当中，2023 年所有公司均实现盈利，2024Q1 部分公司盈利水平有所修复。经营业绩方面，2023 年，恒逸石化、荣盛石化、恒力石化、桐昆股份、东方盛虹营收分别同比-10.46%、+12.46%、+5.61%、+33.30%、+120.05%；归母净利润分别同比-140.34%、-65.33%、+197.83%、+512.12%、+30.81%。2024Q1，5 家公司经营业绩表现差异明显，其中营收环比分别-8.56%、-5.78%、-5.33%、+1.02%、-0.16%，归母净利润同比分别-80.52%、+47.42%、-77.68%、+644.30%、+114.01%。

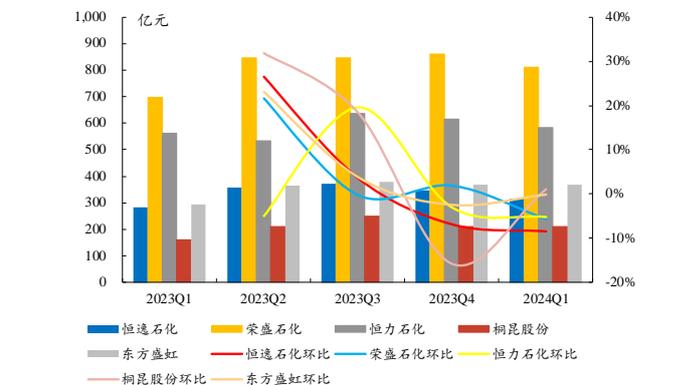
盈利能力方面，2023 年 5 家公司毛利率、净利率水平平均同比有所改善，其中毛利率分别为 3.76%、11.49%、11.25%、5.06%、11.27%，分别同比+1.43pcts、+0.68pcts、+3.04pcts、+1.83pcts、+3.60pcts；净利率分别为 0.32%、0.36%、2.94%、0.96%、0.51%，分别同比+1.03pcts、-0.80pcts、+1.90pcts、+0.75pcts、-0.35pcts。

图31：2023 年荣盛石化营收同比增长 12.46%



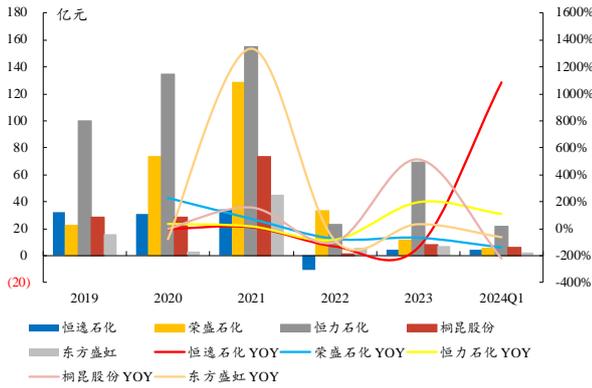
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：2024Q1 荣盛石化营收环比降低 5.78%



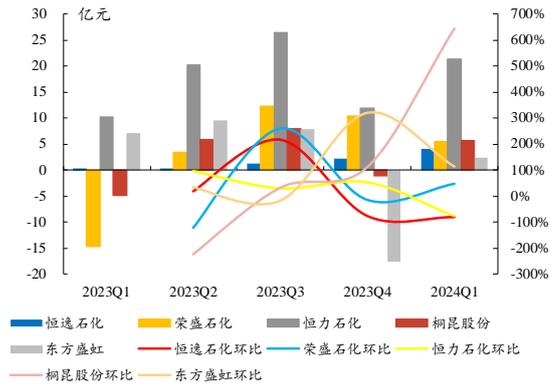
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33: 2023年恒力石化归母净利润同比增长197.83%



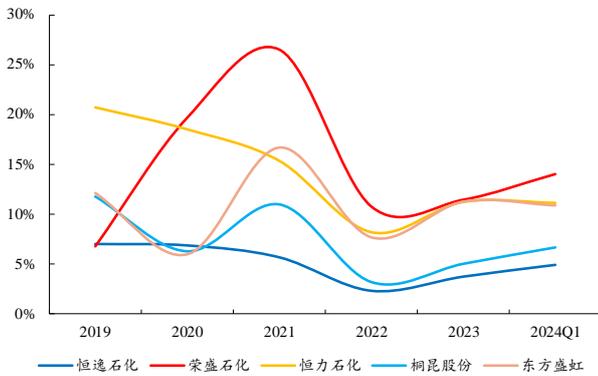
数据来源: Wind、开源证券研究所

图34: 2024Q1 桐昆股份归母净利润环比增长+644.30%



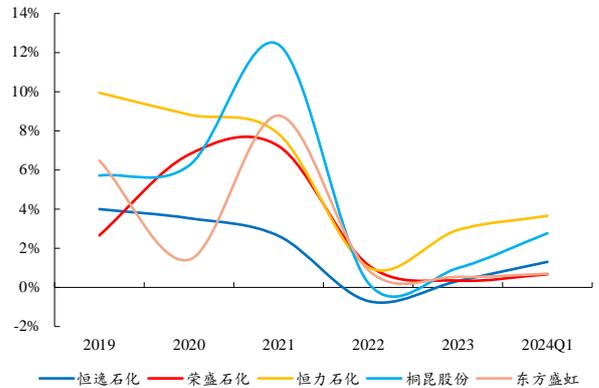
数据来源: Wind、开源证券研究所

图35: 2023年荣盛石化毛利率为11.49%



数据来源: Wind、开源证券研究所

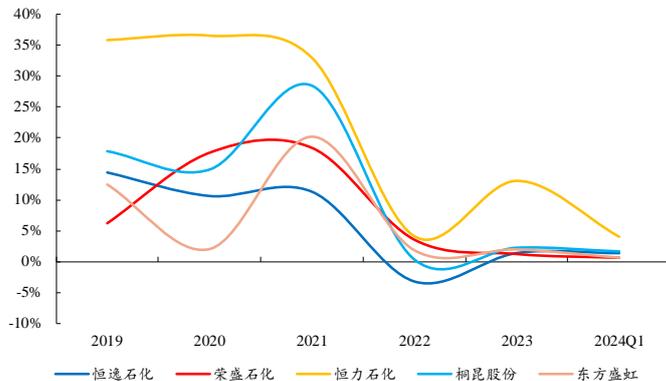
图36: 2023年恒力石化净利率为2.94%



数据来源: Wind、开源证券研究所

2023年跟踪的5家公司中,4家公司ROE水平较2022年均同比有所增长。ROE方面,2023年恒逸石化、荣盛石化、恒力石化、桐昆股份、东方盛虹ROE分别为1.33%、1.19%、13.05%、2.28%、2.01%,分别同比+4.61pcts、-2.32pcts、+9.00pcts、+1.92pcts、+0.14pcts。

图37: 2023年跟踪的5家民营炼化公司ROE水平仍较低



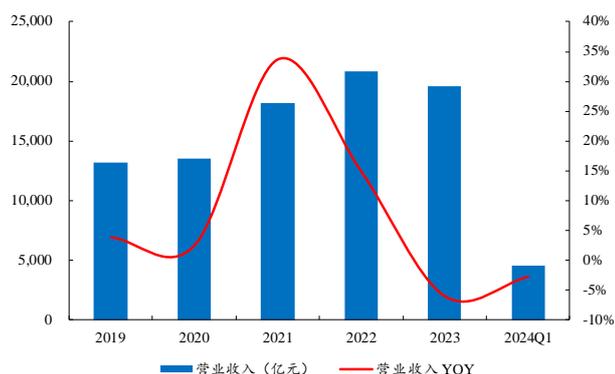
数据来源: Wind、开源证券研究所

3、基化板块：2023 年营收、利润均下降，2024 年或进入修复阶段

3.1、2023 年基础化工行业业绩承压，营收与利润水平均有所下降

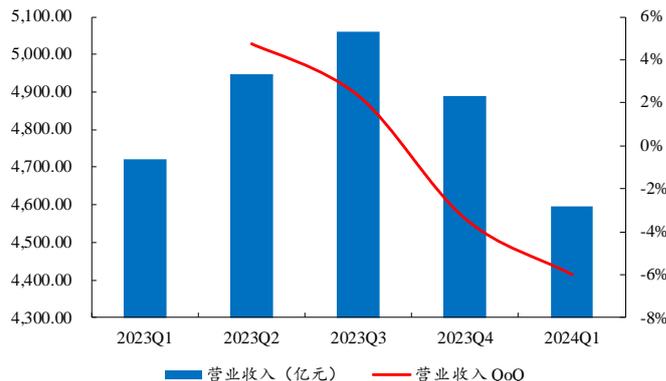
2023 年基础化工行业业绩承压，营收与利润水平均有所下降。据 Wind 数据，2023 年，329 家基础化工上市公司共实现营业收入 19,618.43 亿元，同比下降 5.95%；实现归母净利润 1,077.17 亿元，同比下降 43.14%；毛利率、净利率分别为 16.79%、5.49%，同比分别-3.36pcts、-3.59pcts。分季度看，2023 年 Q1-Q4 营收分别为 4,721.22、4,946.35、5,061.77、4,889.09 亿元，Q2-Q4 环比分别+4.77%、+2.33%、-3.41%；归母净利润分别为 321.52、312.92、290.43、152.30 亿元，Q2-Q4 环比-2.67%、-7.19%、-47.56%。2024Q1，329 家上市公司共实现营业收入 4,594.97 亿元，同比下降 2.67%、环比下降 6.02%；实现归母净利润 280.74 亿元，同比下降 12.68%、环比增长 84.33%；毛利率、净利率分别为 16.93%、6.11%，同比分别-0.47pcts、-0.70pcts，环比分别+0.12pcts、+2.99pcts。

图38：2023 年基化行业营收同比下降 5.95%



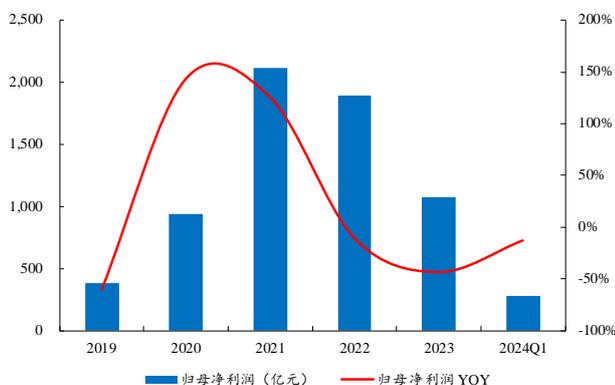
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：2024Q1 基化行业营收环比下降 6.02%



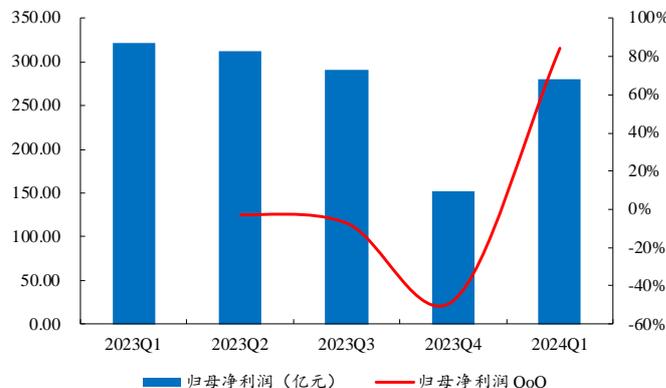
数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：2023 年基化行业归母净利润同比下降 43.14%



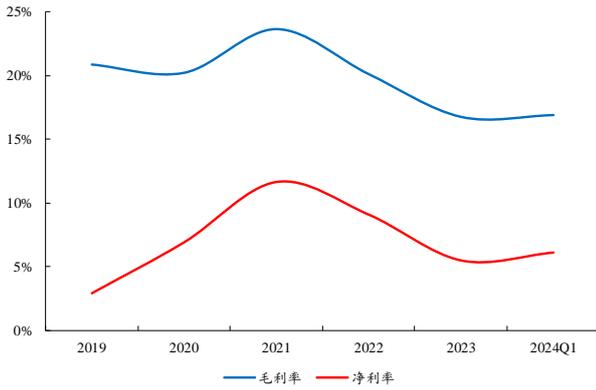
数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：2024Q1 基化行业归母净利润环比增长 84.33%



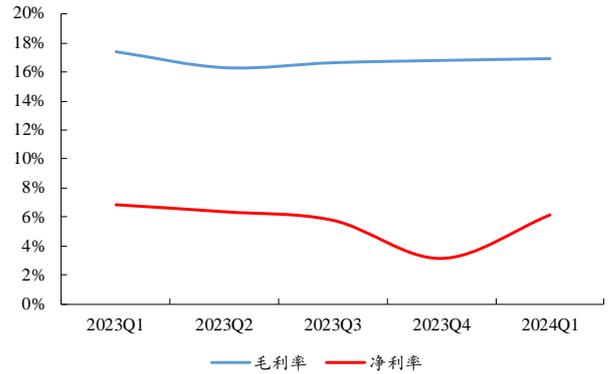
数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：2023 年基化行业毛利率为 16.79%



数据来源：Wind、开源证券研究所

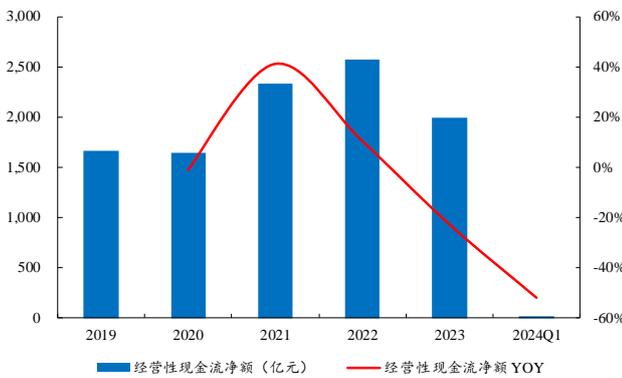
图43：2024Q1 基化行业毛利率为 16.93%



数据来源：Wind、开源证券研究所

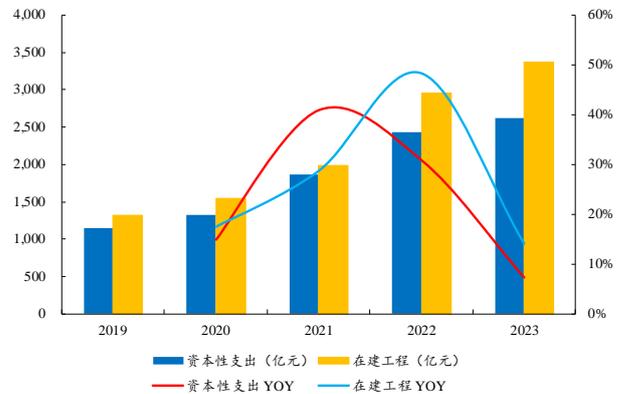
2023 年基础化工行业经营性现金流净额下降明显，行业资本开支保持稳定提升。 现金流方面，2023 年基化行业经营活动产生的现金流量净额达到 1,999.21 亿元，同比下降 22.58%，2024Q1 基化行业经营活动产生的现金流量净额达到 10.63 亿元，同比下降 51.86%。资本性开支与在建工程方面，2023 年基化行业资本性开支达到 2,616.80 亿元，同比分别增长 7.31%。同时截至 2023 年末，基化行业在建工程为 3,369.54 亿元，同比增长 14.04%。

图44：2023 年基化行业经营现金流净额同比下降 22.58%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：2023 年基化行业资本性开支同比增长 7.31%



数据来源：Wind、开源证券研究所

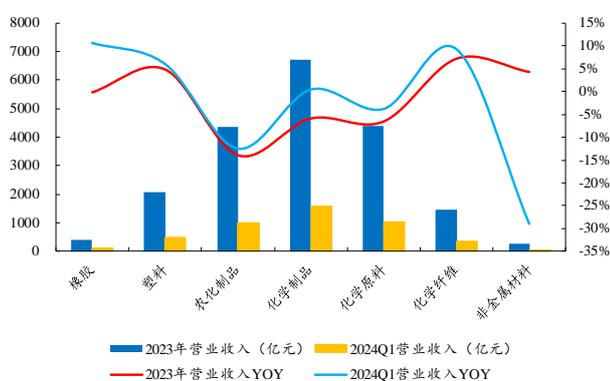
3.2、细分板块：2023 年非金属材料板块营收与利润表现亮眼，其余板块均同比有所下滑

2023 年非金属材料板块营收与利润表现亮眼，2024 年一季度橡胶板块利润同比强势上涨。 据 Wind 数据，从细分板块看，在我们统计分析的 329 家基础化工行业上市公司中，橡胶、塑料、农化制品、化学制品、化学原料、化学纤维、非金属材料板块分别有 14、54、49、142、48、16、6 家公司，2023 年，各板块营收分别为 411.59、2,061.83、4,345.08、6,715.60、4,379.89、1,446.47、257.95 亿元，分别同比-0.20%、+4.81%、-14.01%、-5.95%、-6.61%、+7.16%、+4.27%；归母净利润分别为 11.95、

57.05、261.46、389.33、253.71、52.93、50.74 亿元，分别同比-52.92%、-43.53%、-58.74%、-36.54%、-41.52%、-10.59%、+83.47%。**2024Q1**，非金属材料、农化制品和化学原料板块营收均同比下滑，其余板块有所回暖；同时在利润方面，橡胶和化学原料板块归母净利润分别同比增长 90.45%、12.80%，其余板块均同比下滑。

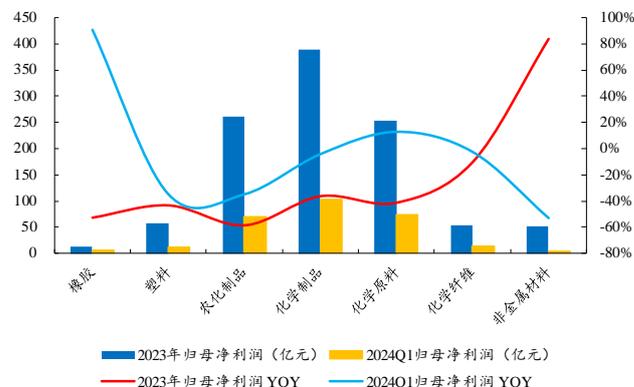
盈利能力方面，2023 年除化学纤维、非金属材料板块毛利率同比改善以外，其余板块均有所回落。据 Wind 数据，2023 年橡胶、塑料、农化制品、化学制品、化学原料、化学纤维、非金属材料板块毛利率分别为 13.30%、13.51%、18.80%、17.18%、17.48%、10.18%、30.10%，同比分别-1.83pcts、-1.77pcts、-6.98pcts、-2.40pcts、-2.42pcts、+6.89pcts、+8.99pcts。

图46：2023 年非金属材料板块营收同比增长 4.27%



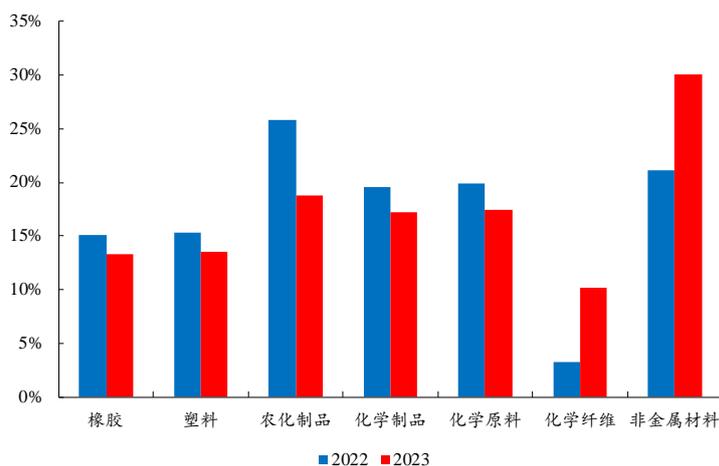
数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：2023 年非金属材料归母净利润同比增长 83.47%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：2023 年化学纤维、非金属材料板块毛利率分别同比增加 6.89pcts、8.99pcts

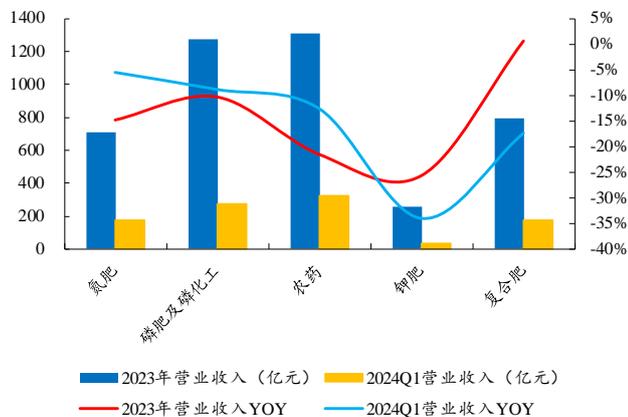


数据来源：Wind、开源证券研究所

农化制品板块：2023 年氮肥、磷肥及磷化、农药、钾肥与复合肥料行业营收同比分别-14.70%、-10.23%、-21.42%、-25.55%、+0.71%。各子行业利润表现同比均有较大幅度下滑，氮肥、磷肥及磷化、农药、钾肥与复合肥料行业归母净利润分别同比降低 66.36%、54.02%、77.00%、47.85%、22.48%。此外，2023 年各子行业毛利

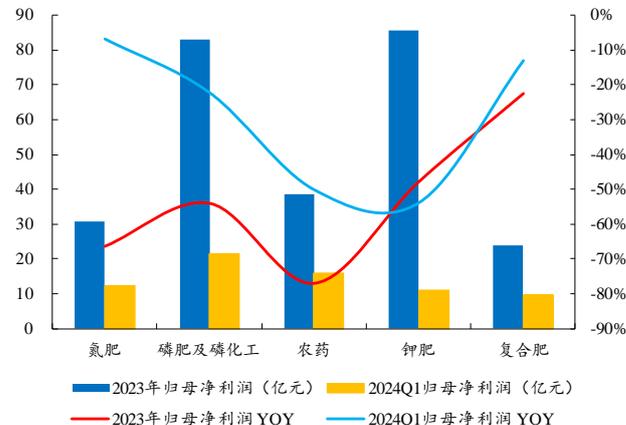
率分别达到 14.88%、15.97%、21.40%、51.53%、11.97%，分别同比-5.46pcts、-7.66pcts、-4.92pcts、-23.03pcts、-0.93pcts。

图49：2023 年复合肥行业营收同比增长 0.71%



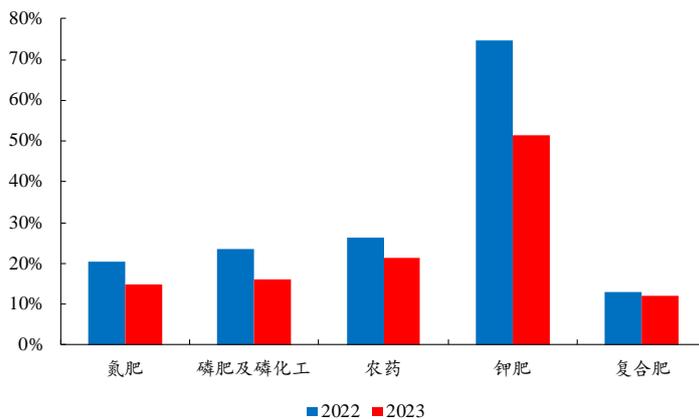
数据来源：Wind、开源证券研究所

图50：2023 农化制品各子行业归母净利润同比均降低



数据来源：Wind、开源证券研究所

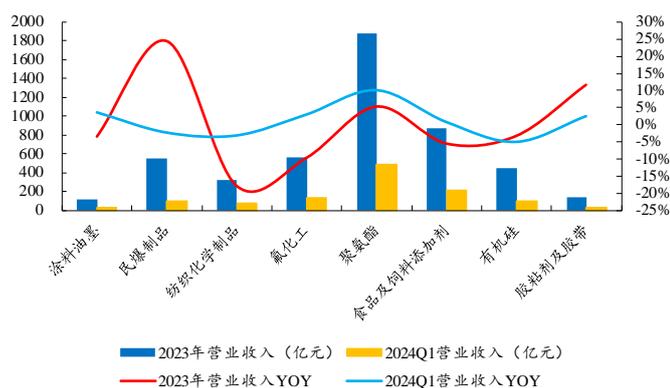
图51：2023 年钾肥行业毛利率为 51.53%



数据来源：Wind、开源证券研究所

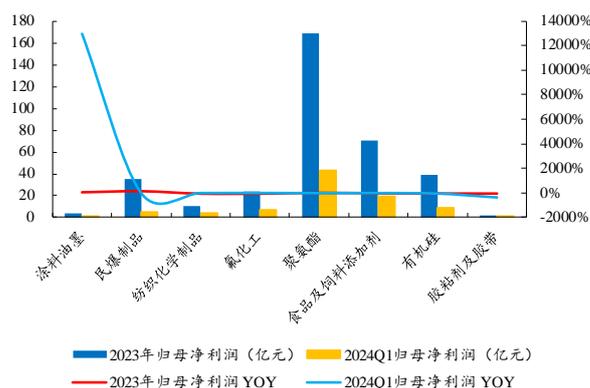
化学制品板块：2023 年涂料油墨、民爆制品、纺织化学制品、氟化工、聚氨酯、食品及饲料添加剂、有机硅、胶粘剂及胶帶子行业营收分别同比-3.37%、+24.48%、-17.78%、-9.58%、+5.37%、-5.42%、-3.20%、+11.72%，各子行业利润表现有所分化，其中涂料油墨和民爆制品表现出色，归母净利润增速分别达到 40.01%、121.68%。此外，2023 年各子行业毛利率分别达到 21.24%、25.09%、20.78%、16.26%、16.68%、20.80%、19.65%、11.85%，分别同比+3.22pcts、+0.79pcts、-3.66pcts、-8.49pcts、+0.24pcts、-5.27pcts、-9.96pcts、-1.09pcts。

图52：2023年民爆制品营收同比增长24.48%



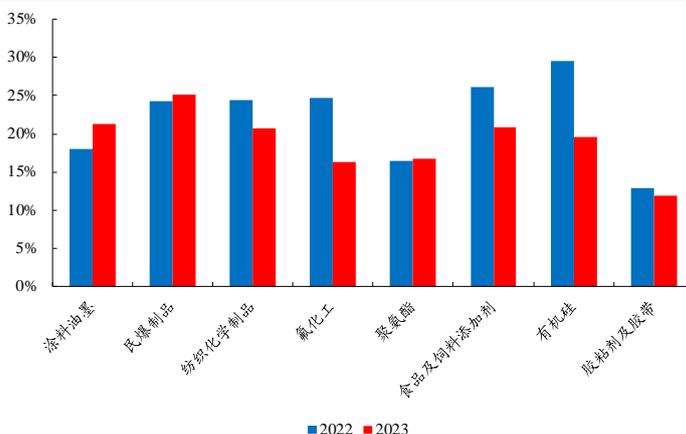
数据来源：Wind、开源证券研究所

图53：2023年民爆制品归母净利润同比增长121.68%



数据来源：Wind、开源证券研究所

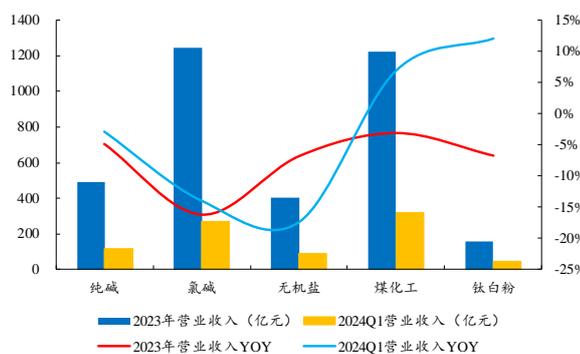
图54：2023年有机硅行业毛利率为19.65%



数据来源：Wind、开源证券研究所

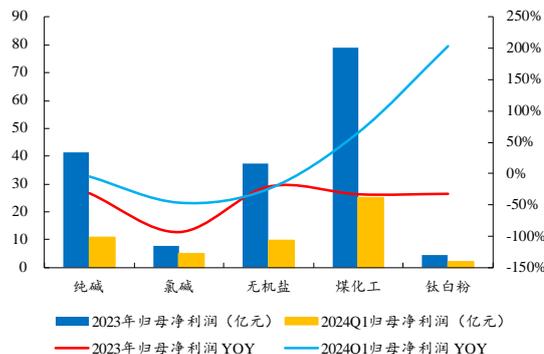
化学原料板块：2023年纯碱、氯碱、无机盐、煤化工、钛白粉子行业营收分别同比-4.85%、-16.13%、-6.80%、-3.10%、-6.71%，各子行业利润均同比下滑。此外，2023年各子行业毛利率分别达到27.13%、11.86%、26.92%、15.53%、10.75%，分别同比+1.53pcts、-5.15pcts、-2.25pcts、-2.63pcts、-4.17pcts。

图55：2023年化学原料板块子行业营收同比均下降

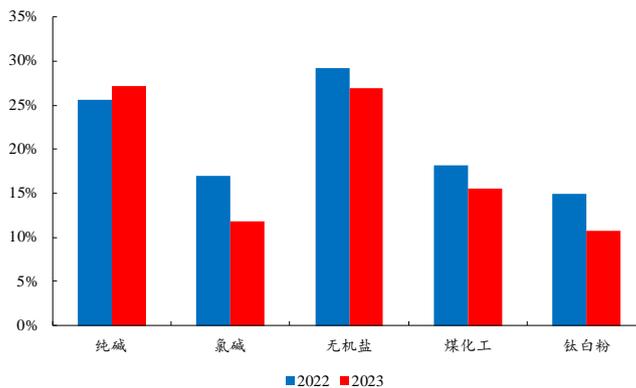


数据来源：Wind、开源证券研究所

图56：2023年化学原料板块子行业利润同比均下降

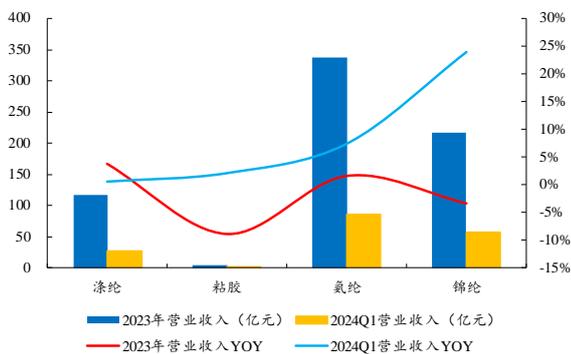


数据来源：Wind、开源证券研究所

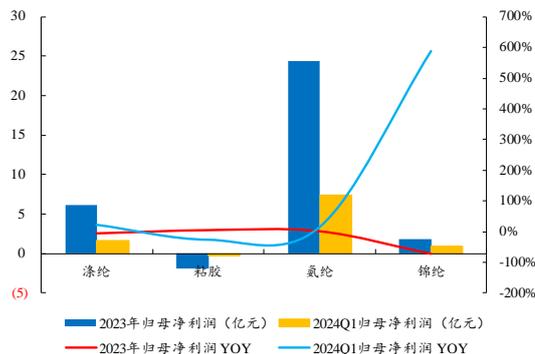
图57：2023年纯碱行业毛利率为27.13%


数据来源：Wind、开源证券研究所

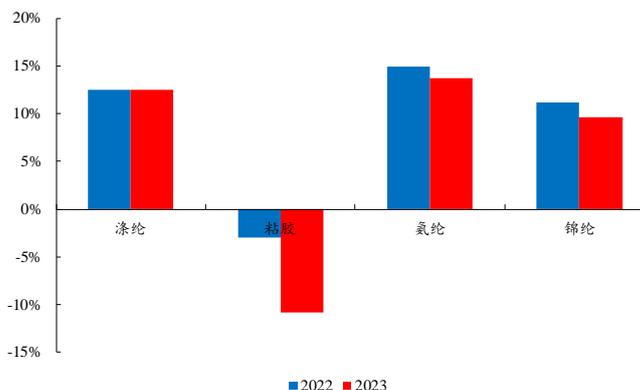
化学纤维板块：2023年涤纶、粘胶、氨纶、锦纶子行业营收分别同比+3.73%、-8.82%、+1.56%、-3.35%，各子行业利润表现有所分化，其中粘胶、氨纶归母净利润增速达到4.65%、1.12%，其余子行业均同比下滑。此外，2023年各子行业毛利率分别达到12.49%、-10.79%、13.68%、9.63%，分别同比持平、-7.78pcts、-1.29pcts、-1.58pcts。

图58：2023年涤纶行业营收同比增长+3.73%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图59：2023年粘胶行业归母净利润同比增长4.65%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图60：2023年氨纶行业毛利率为13.68%


数据来源：Wind、开源证券研究所

2023年石英股份、阿拉丁等公司盈利能力排名靠前。根据 Wind 数据，2023 年基化行业毛利率前五家公司分别为石英股份、阿拉丁、新开源、盐湖股份与华宝股份，毛利率分别达到 87.50%、60.20%、56.48%、56.05%、55.07%；净利率前五家公司分别为石英股份、力量钻石、同德化工、盐湖股份与科拓生物，净利率分别达到 70.14%、48.37%、45.44%、36.67%、31.24%。

表1：2023年石英股份、阿拉丁等公司盈利能力排名靠前

| 排名 | 证券简称 | 2023年毛利率 | 2024Q1毛利率 | 排名 | 证券简称 | 2023年净利率 | 2024Q1净利率 |
|----|------|----------|-----------|----|------|----------|-----------|
| 1 | 石英股份 | 87.50% | 61.20% | 1 | 石英股份 | 70.14% | 40.26% |
| 2 | 阿拉丁 | 60.20% | 64.55% | 2 | 力量钻石 | 48.37% | 44.50% |
| 3 | 新开源 | 56.48% | 53.49% | 3 | 同德化工 | 45.44% | 13.75% |
| 4 | 盐湖股份 | 56.05% | 48.70% | 4 | 盐湖股份 | 36.67% | 34.29% |
| 5 | 华宝股份 | 55.07% | 56.15% | 5 | 科拓生物 | 31.24% | 31.37% |
| 6 | 科拓生物 | 54.58% | 54.34% | 6 | 新开源 | 31.14% | 30.76% |
| 7 | 百傲化学 | 52.03% | 45.91% | 7 | 百傲化学 | 30.81% | 29.06% |
| 8 | 力量钻石 | 51.67% | 48.87% | 8 | 蓝晓科技 | 28.81% | 26.81% |
| 9 | 松井股份 | 49.37% | 48.88% | 9 | 江瀚新材 | 28.75% | 26.30% |
| 10 | 蓝晓科技 | 48.67% | 45.42% | 10 | 呈和科技 | 28.28% | 32.22% |
| 11 | 蔚蓝生物 | 46.23% | 44.46% | 11 | 华宝股份 | 25.53% | 23.10% |
| 12 | 呈和科技 | 43.53% | 45.54% | 12 | 天新药业 | 25.28% | 29.84% |
| 13 | 嘉必优 | 42.40% | 40.49% | 13 | 广信股份 | 24.52% | 18.53% |
| 14 | 国光股份 | 41.55% | 43.83% | 14 | 联瑞新材 | 24.45% | 25.55% |
| 15 | 云南能投 | 41.53% | 54.39% | 15 | 同益中 | 23.99% | 15.74% |
| 16 | 远兴能源 | 41.09% | 44.47% | 16 | 华恒生物 | 23.17% | 17.29% |
| 17 | 华恒生物 | 40.52% | 33.58% | 17 | 确成股份 | 22.79% | 23.41% |
| 18 | 同德化工 | 40.32% | 35.73% | 18 | 百龙创园 | 22.23% | 21.24% |
| 19 | 联瑞新材 | 39.26% | 40.71% | 19 | 瑞丰新材 | 21.54% | 21.40% |
| 20 | 川恒股份 | 39.04% | 33.83% | 20 | 新瀚新材 | 21.44% | 10.64% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

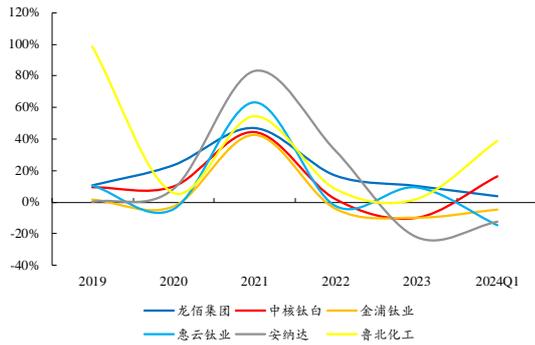
3.3、重点跟踪领域：钛白粉、有机硅、化纤等板块有望逐步复苏，氟化工、轮胎板块行情符合预期

3.3.1、钛白粉：下游需求有望好转，行业景气度或将逐步复苏

2023年钛白粉行业中，除鲁北化工与惠云钛业外的其余公司利润均同比不同幅度下滑。我们选取钛白粉行业 6 家公司进行统计分析。营收与利润方面，2023 年龙佰集团、中核钛白、金浦钛业、安纳达、惠云钛业、鲁北化工营收分别同比+10.57%、-9.92%、-9.82%、-22.14%、+9.27%、+1.99%，归母净利润分别同比-5.64%、-34.84%、-10.64%、-75.95%、+189.59%、+214.87%。**毛利率与 ROE 方面**，2023 年 6 家公司毛利率分别为 25.70%、16.77%、3.13%、9.20%、8.88%、7.34%，分别同比-3.67pcts、-2.81pcts、-2.70pcts、-11.65pcts、+0.85pcts、-3.67pcts；ROE 分别为 14.35%、3.53%、-11.73%、5.46%、2.98%、3.39%，分别同比-2.07pcts、-5.75pcts、-3.50pcts、-17.71pcts、+1.93pcts、+6.45pcts。2024Q1 龙佰集团、中核钛白、金浦钛业、惠云钛业、鲁北化

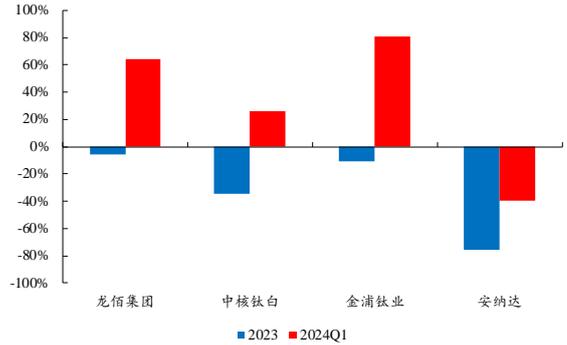
工归母净利润同比增速分别为 64.15%、25.99%、81.08%、2271.63%、3131.39%。尽管 2023 年钛白粉需求与盈利逐步复苏，但受 2022 年上半年高基数的影响，相关企业业绩同比相对承压，而 2024Q1 钛白粉行业利润明显上升，市场稍有回转迹象。展望未来，伴随扶持政策的稳步推进，房地产市场或将逐步走向复苏，钛白粉需求也或将走出低迷行情。推荐标的：龙佰集团、安宁股份等。受益标的：中核钛白、安纳达、惠云钛业、金浦钛业等。

图61：2023 年龙佰集团营收同比增长 10.57%



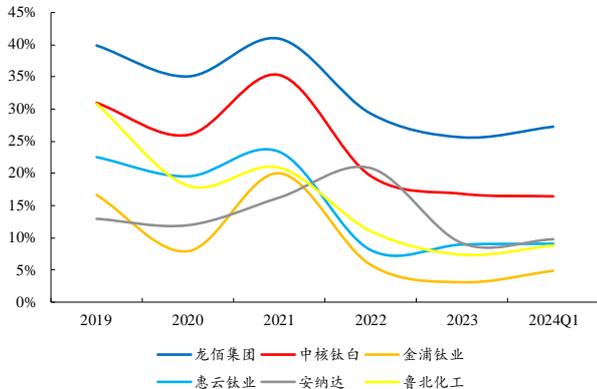
数据来源：Wind、开源证券研究所

图62：2023 年众多钛白粉企业归母净利润同比下跌



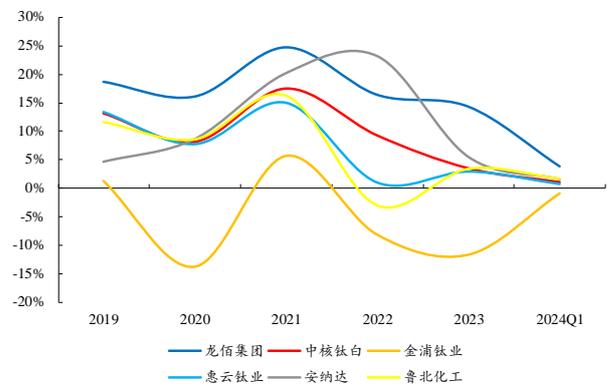
数据来源：Wind、开源证券研究所

图63：2023 年龙佰集团毛利率为 25.70%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图64：2023 年龙佰集团 ROE 为 14.35%



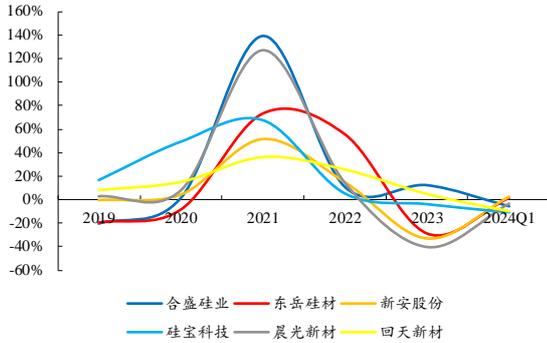
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3.2、有机硅：2024Q1 盈利水平大幅提升，未来行业盈利有望继续修复

2023 年有机硅行业上下游企业业绩表现有所分化。我们选取有机硅行业 6 家公司进行统计分析。营收与利润方面，2023 年合盛硅业、东岳硅材、新安股份、硅宝科技、晨光新材、回天新材营收分别同比+12.32%、-28.70%、-32.95%、-3.49%、-40.13%、+4.82%，归母净利润分别同比-49.05%、-153.05%、-95.25%、+25.90%、-84.15%、+2.41%。毛利率与 ROE 方面，2023 年 6 家公司毛利率分别为 18.65%、0.63%、12.06%、24.75%、14.60%、22.35%，分别同比-14.54pcts、-13.43pcts、-11.92pcts、+5.66pcts、-27.34pcts、-0.85pcts；ROE 分别为 8.09%、-5.55%、1.11%、12.92%、4.63%、10.37%，分别同比-13.51pcts、-15.31pcts、-24.48pcts、+1.67pcts、-24.46pcts、-0.34pcts。2023 年，受有机硅单体扩产加速等因素影响，有机硅单体企业整体业绩表现不佳。而受

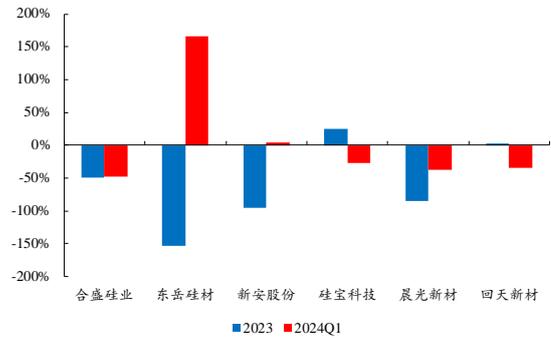
受益于原材料价格的下滑，终端需求稳步增长，下游有机硅深加工企业业绩依旧整体表现尚可。展望未来，当前有机硅 DMC 价格已经跌破行业成本线，成本端支撑较强。未来伴随国民经济的逐步复苏，有机硅行业盈利水平有望迎来修复。推荐标的：合盛硅业、硅宝科技。受益标的：新安股份、东岳硅材、晨光新材等。

图65：2023 年合盛硅业营收同比增长 12.32%



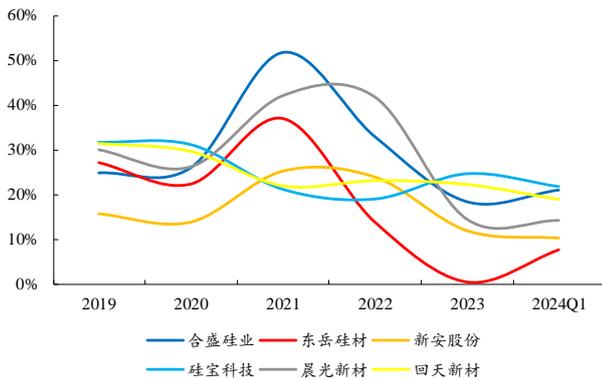
数据来源：Wind、开源证券研究所

图66：2023 年硅宝科技归母净利润同比增长 25.90%



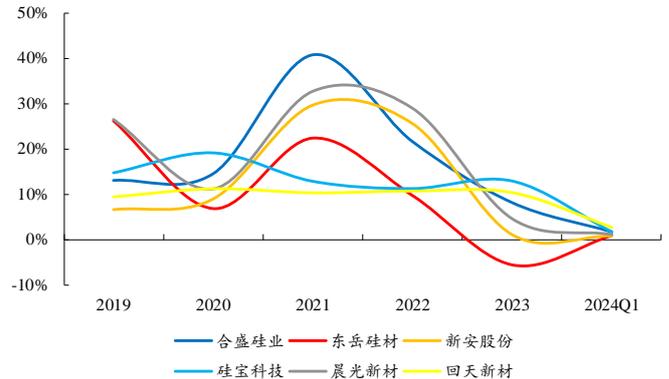
数据来源：Wind、开源证券研究所

图67：2023 年合盛硅业毛利率为 18.65%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图68：2023 年硅宝科技 ROE 为 12.92%



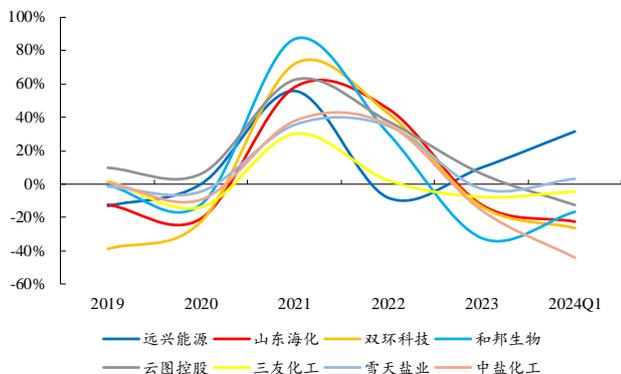
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3.3、纯碱：2023 年纯碱行业盈利承压，未来需求向好有望带动纯碱行业复苏

2023 年纯碱行业中，所选公司归母净利润均同比有一定幅度下滑。我们选取纯碱行业 8 家公司进行统计分析。营收与利润方面，2023 年远兴能源、山东海化、双环科技、和邦生物、云图控股、三友化工、雪天盐业、中盐化工营收分别同比+9.85%、-12.19%、-13.11%、-32.24%、+6.18%、-7.66%、-2.64%、-15.48%，归母净利润分别同比-46.99%、-5.78%、-29.41%、-66.29%、-40.22%、-42.79%、-7.86%、-38.24%。毛利率与 ROE 方面，2023 年 8 家公司毛利率分别为 39.89%、21.70%、23.20%、22.68%、9.79%、19.08%、29.78%、23.02%，分别同比+0.45pcts、+2.96pcts、-4.60pcts、-19.67pcts、-5.06pcts、+0.84pcts、-2.99pcts、-4.08pcts；ROE 分别为 10.45%、20.16%、29.35%、6.56%、10.78%、4.17%、9.26%、9.51%，分别同比-10.77pcts、-6.51pcts、-30.19pcts、-13.36pcts、-8.65pcts、-3.27pcts、-3.12pcts、-7.17pcts。2023 年纯碱新增产能百花齐放，纯碱供给量预期上涨明显，整体来看纯碱预期供大于求。展望未来，随着未来

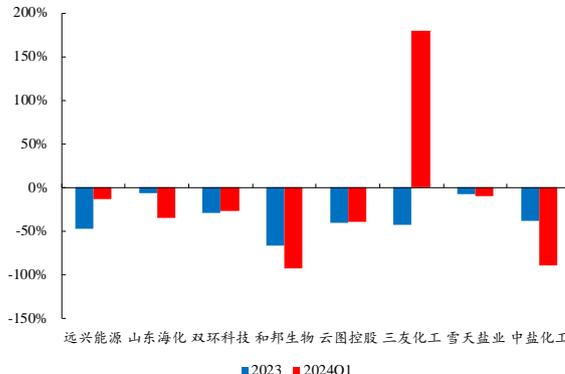
光伏玻璃有新产能投放,重质纯碱需求量有望增加,能够缓解供大于求的失衡局面。
推荐标的:远兴能源、三友化工、和邦生物、云图控股。受益标的:山东海化等。

图69: 2023年远兴能源营收同比增加9.85%



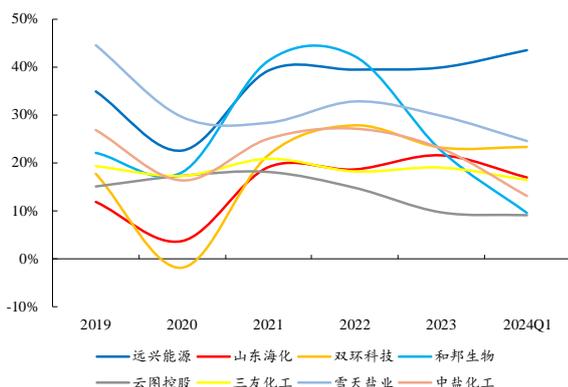
数据来源: Wind、开源证券研究所

图70: 2023年纯碱行业公司归母净利润同比均下降



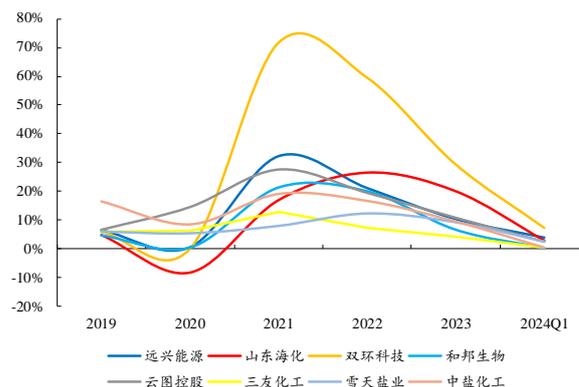
数据来源: Wind、开源证券研究所

图71: 2023年远兴能源毛利率为39.89%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图72: 2023年双环科技ROE为29.35%

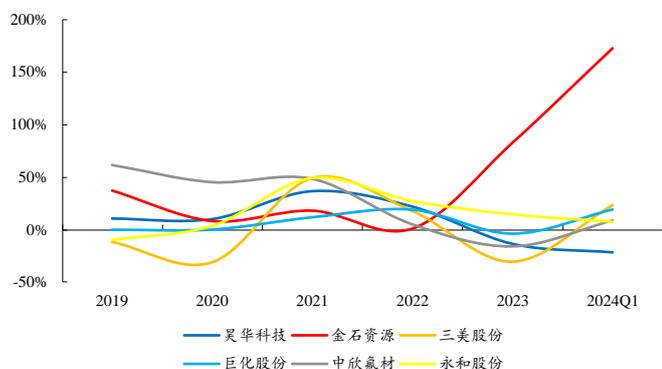


数据来源: Wind、开源证券研究所

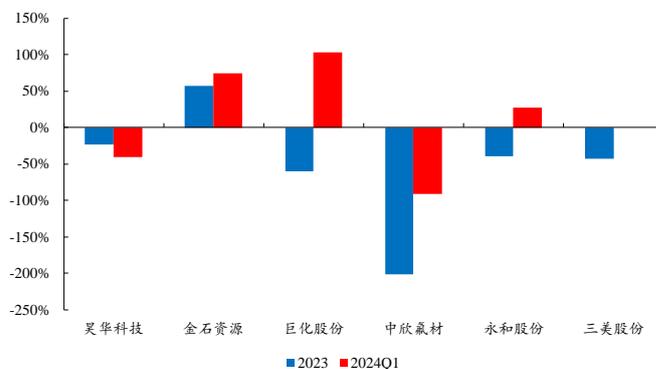
3.3.4、氟化工: 制冷剂或已走出周期底部, 氟化工龙头公司蓄势待发

2023年氟化工行业中,除金石资源归母净利润有所提升,其余公司归母净利润均同比下滑。我们选取氟化工行业6家公司进行统计分析。营收与利润方面,2023年昊华科技、金石资源、三美股份、巨化股份、中欣氟材、永和股份营收分别同比-13.55%、+82.84%、-3.91%、-16.34%、+14.78%、-30.22%,归母净利润分别同比-22.76%、+56.89%、-60.37%、-201.77%、-38.81%、-42.41%。毛利率与ROE方面,2023年6家公司毛利率分别为25.89%、32.91%、12.84%、12.87%、14.22%、12.89%,分别同比+2.26pcts、-9.37pcts、-5.89pcts、-9.31pcts、-3.90pcts、-2.80pcts;ROE分别为10.54%、21.36%、5.87%、-12.68%、6.96%、4.75%,分别同比-3.66pcts、+4.93pcts、-9.52pcts、-23.34pcts、-5.01pcts、-3.76pcts。我们认为,当前制冷剂周期位置是已走出底部,修复阶段尾声,刚开始起右侧的阶段,当前正处于上升趋势中。我们判断,2025年是

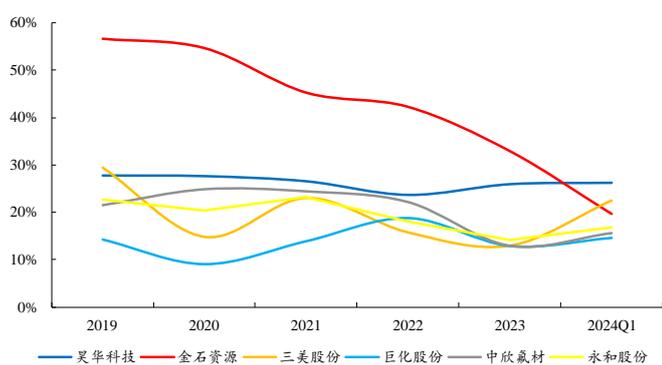
制冷剂可能起大周期的重要时间点(配额刚性供给, R22 大规模淘汰+以旧换新催化需求), 有望复刻 2010-2011 年制冷剂行情, 甚至超越。推荐标的: 金石资源、三美股份、巨化股份、昊华科技。受益标的: 中欣氟材、永和股份等。

图73: 2023 年金石资源营收同比增长 82.84%


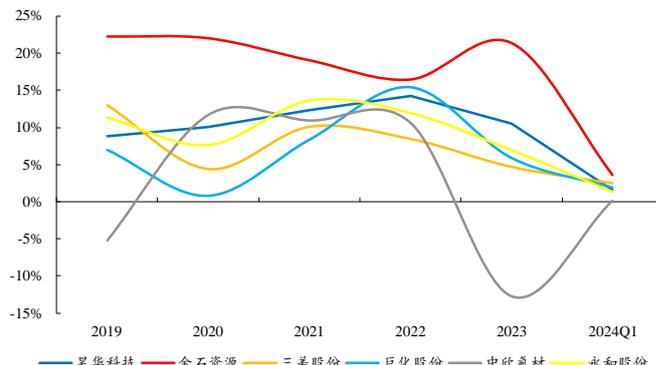
数据来源: Wind、开源证券研究所

图74: 2023 年金石资源归母净利润同比增长 56.89%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图75: 2023 年昊华科技毛利率为 25.89%


数据来源: Wind、开源证券研究所

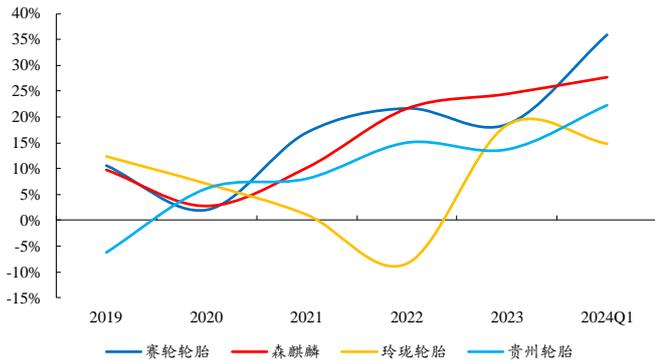
图76: 2023 年巨化股份 ROE 为 5.87%


数据来源: Wind、开源证券研究所

3.3.5、轮胎、化纤: 轮胎行业盈利符合预期, 化纤行业盈利有望继续修复

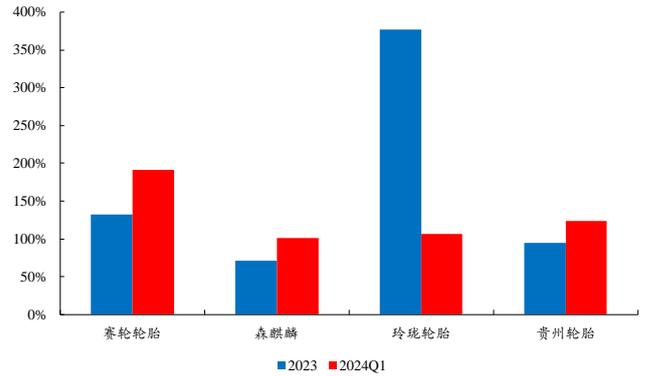
2023 年轮胎行业中, 所有样本公司归母净利润均同比有所增长。我们选取轮胎行业 4 家公司进行统计分析。营收与利润方面, 2023 年赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎、贵州轮胎营收分别同比增加 18.55%、24.46%、18.45%、13.71%, 归母净利润分别同比 132.07%、70.88%、376.88%、94.19%。毛利率与 ROE 方面, 2023 年 4 家公司毛利率分别为 27.39%、24.94%、20.54%、21.80%, 分别同比+9.21pcts、+4.61pcts、+7.35pcts、+5.48pcts; ROE 分别为 20.81%、11.61%、6.65%、11.75%, 分别同比+9.91pcts、+1.11pcts、+5.14pcts、+5.10pcts。我们认为, 中国轮胎在全球市场份额提升的逻辑正在稳步兑现, 同时将伴随中国新能源车出海, 持续在配套市场崭露头角, 我们看好中国轮胎企业未来的发展。推荐标的: 赛轮轮胎。受益标的: 森麒麟、玲珑轮胎、贵州轮胎等。

图77：2023年赛轮轮胎营收同比增长18.55%



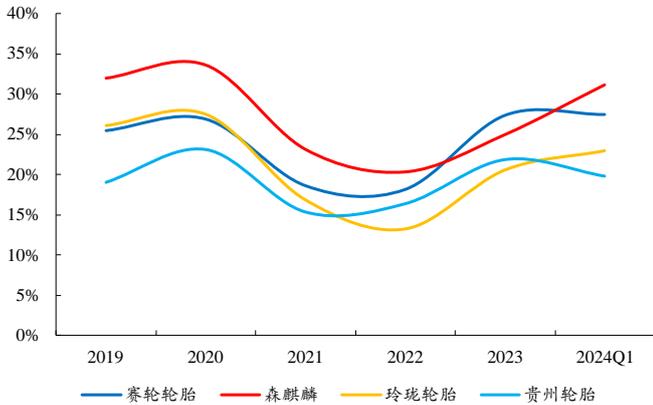
数据来源：Wind、开源证券研究所

图78：2023年赛轮轮胎归母净利润同比增长132.07%



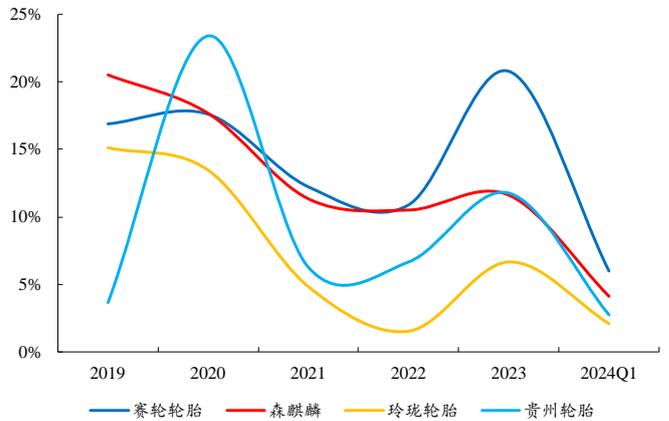
数据来源：Wind、开源证券研究所

图79：2023年赛轮轮胎毛利率为27.39%



数据来源：Wind、开源证券研究所

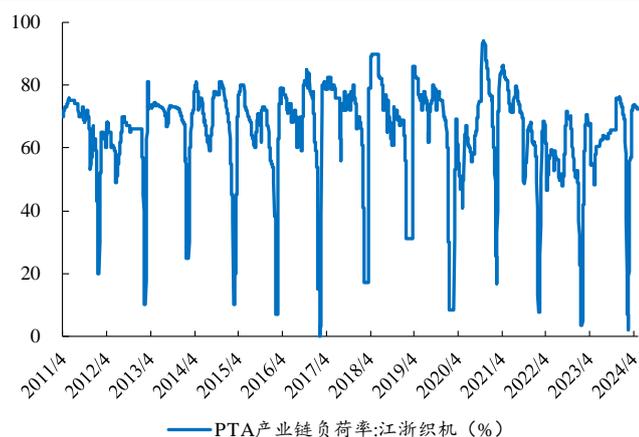
图80：2023年赛轮轮胎ROE为20.81%



数据来源：Wind、开源证券研究所

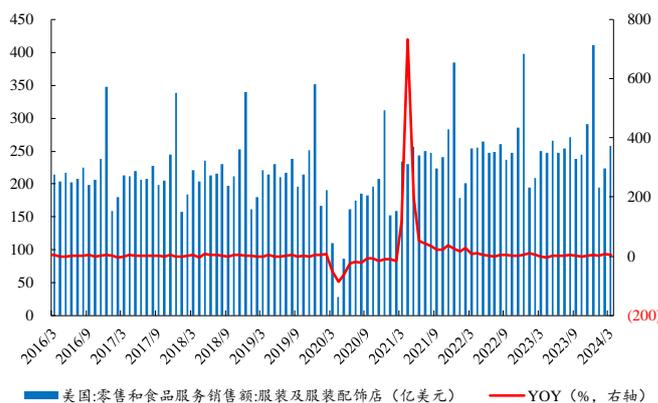
化纤板块供需格局向好，未来盈利有望继续修复。根据 Wind 数据，截至 2024 年 5 月 8 日，聚酯产业链江浙织机负荷率为 72.40%，较 2023 年同期增长 24.17pcts。同时根据 Wind 数据，2024 年 3 月，美国服装及服装配饰店销售额为 257.38 亿美元，同比增长 3.10%。截至 5 月 9 日涤纶长丝 POY、DTY、FDY 库存天数分别为 28.50、25.60、26.50 天，较 5 月 2 日分别减少 5.0、0.7、1.4 天。我们认为，当前化纤行业投产高峰将过，供给端前景已经较为明确，后续供给格局或将逐步优化。未来伴随内需与直接出口的稳步增长以及终端纺服出口的边际改善，产品盈利水平有望持续修复。推荐标的：新凤鸣、桐昆股份、华峰化学、三友化工。受益标的：新乡化纤等。

图81: 截至5月8日, 江浙织机负荷率为72.40%



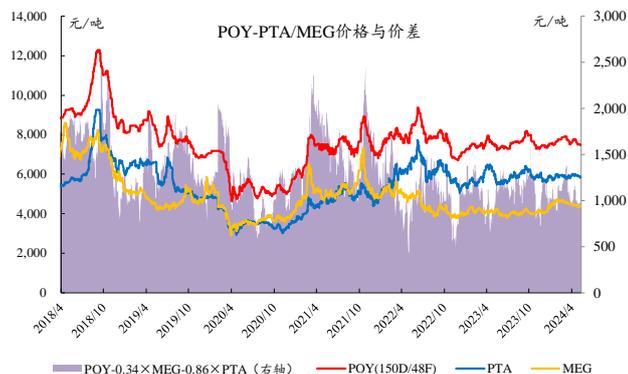
数据来源: Wind、开源证券研究所

图82: 3月美国服装及服装配饰店销售同比增长3.10%



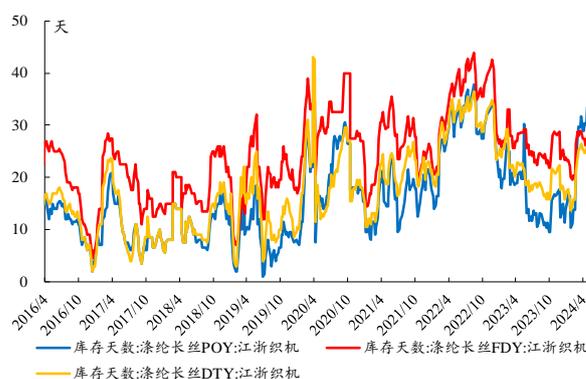
数据来源: Wind、开源证券研究所

图83: 2023年涤纶长丝POY价差同比变化不大



数据来源: Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图84: 2023年涤纶长丝库存天数整体回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

表2: 受益标的盈利预测与估值

| 股票代码 | 证券简称 | 总市值 (亿元) | 收盘价 (元/股) | EPS (摊薄/元) | | | | PE (倍) | | | | 评级 |
|-----------|------|-------------|--------------|------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|----|
| | | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 600309.SH | 万华化学 | 2828 | 90.06 | 5.36 | 6.44 | 8.25 | 8.54 | 14.3 | 14.0 | 10.9 | 10.5 | 买入 |
| 000683.SZ | 远兴能源 | 288 | 7.73 | 0.38 | 0.73 | 0.73 | 0.83 | 15.6 | 10.6 | 10.6 | 9.3 | 买入 |
| 603077.SH | 和邦生物 | 182 | 2.06 | 0.15 | - | - | - | 16.2 | - | - | - | 买入 |
| 600409.SH | 三友化工 | 121 | 5.85 | 0.27 | 0.35 | 0.48 | 0.52 | 20.0 | 16.9 | 12.2 | 11.2 | 买入 |
| 600426.SH | 华鲁恒升 | 624 | 29.38 | 1.68 | 2.14 | 2.30 | 2.48 | 16.4 | 13.7 | 12.8 | 11.8 | 买入 |
| 002539.SZ | 云图控股 | 104 | 8.64 | 0.74 | 0.86 | 1.02 | 1.21 | 11.2 | 10.1 | 8.5 | 7.2 | 买入 |
| 603505.SH | 金石资源 | 203 | 33.50 | 0.58 | 1.16 | 1.56 | 1.89 | 47.1 | 28.9 | 21.5 | 17.7 | 买入 |
| 600160.SH | 巨化股份 | 679 | 25.16 | 0.35 | 1.13 | 1.82 | 2.35 | 47.2 | 22.3 | 13.8 | 10.7 | 买入 |
| 603379.SH | 三美股份 | 267 | 43.78 | 0.46 | 1.56 | 2.51 | 3.15 | 74.2 | 28.1 | 17.4 | 13.9 | 买入 |
| 600378.SH | 昊华科技 | 288 | 31.62 | 0.99 | 1.16 | 1.41 | 1.54 | 30.9 | 27.2 | 22.5 | 20.6 | 买入 |
| 600346.SH | 恒力石化 | 1104 | 15.68 | 0.98 | 1.33 | 1.60 | 1.93 | 13.4 | 11.8 | 9.8 | 8.1 | 买入 |
| 603225.SH | 新凤鸣 | 233 | 15.26 | 0.71 | 1.34 | 1.66 | 1.78 | 20.0 | 11.4 | 9.2 | 8.6 | 买入 |
| 002064.SZ | 华峰化学 | 398 | 8.03 | 0.50 | 0.56 | 0.63 | 0.77 | 13.4 | 14.3 | 12.7 | 10.4 | 买入 |

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

| 股票代码 | 证券简称 | 总市值 (亿元) | 收盘价 (元/股) | EPS (摊薄/元) | | | | PE (倍) | | | | 评级 |
|-----------|------|-------------|--------------|------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-----|
| | | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 002206.SZ | 海利得 | 54 | 4.63 | 0.30 | 0.37 | 0.42 | 0.47 | 16.7 | 12.4 | 11.0 | 9.8 | 买入 |
| 601058.SH | 赛轮轮胎 | 519 | 15.79 | 0.99 | 1.27 | 1.48 | 1.72 | 11.9 | 12.4 | 10.7 | 9.2 | 买入 |
| 601678.SH | 滨化股份 | 85 | 4.15 | 0.19 | - | - | - | 22.6 | - | - | - | 买入 |
| 600746.SH | 江苏索普 | 84 | 7.23 | 0.02 | - | - | - | 477.4 | - | - | - | 买入 |
| 600486.SH | 扬农化工 | 262 | 64.43 | 3.85 | 4.71 | 6.27 | 6.99 | 16.4 | 13.7 | 10.3 | 9.2 | 买入 |
| 002601.SZ | 龙佰集团 | 522 | 21.89 | 1.35 | 1.65 | 1.99 | 2.36 | 12.7 | 13.2 | 11.0 | 9.3 | 买入 |
| 002978.SZ | 安宁股份 | 132 | 32.94 | 2.34 | 2.65 | 2.72 | 3.42 | 13.6 | 12.4 | 12.1 | 9.6 | 买入 |
| 603260.SH | 合盛硅业 | 615 | 52.06 | 2.22 | 2.46 | 3.55 | 4.06 | 23.0 | 21.2 | 14.7 | 12.8 | 买入 |
| 300019.SZ | 硅宝科技 | 52 | 13.25 | 0.81 | 1.07 | 1.38 | 1.71 | 20.5 | 12.4 | 9.6 | 7.7 | 买入 |
| 600141.SH | 兴发集团 | 256 | 23.17 | 1.24 | 1.55 | 1.99 | 2.41 | 14.7 | 14.9 | 11.6 | 9.6 | 买入 |
| 002001.SZ | 新和成 | 613 | 19.82 | 0.87 | 1.26 | 1.46 | 1.68 | 19.4 | 15.7 | 13.6 | 11.8 | 买入 |
| 002254.SZ | 泰和新材 | 98 | 11.36 | 0.39 | 0.55 | 0.73 | 0.80 | 38.8 | 20.6 | 15.6 | 14.2 | 买入 |
| 002068.SZ | 黑猫股份 | 70 | 9.48 | -0.33 | 0.27 | 0.39 | 0.56 | -35.4 | 35.1 | 24.3 | 16.9 | 买入 |
| 605366.SH | 宏柏新材 | 44 | 7.15 | 0.11 | - | - | - | 77.9 | - | - | - | 买入 |
| 603916.SH | 苏博特 | 39 | 8.98 | 0.38 | 0.46 | 0.59 | 0.73 | 26.7 | 19.5 | 15.2 | 12.3 | 买入 |
| 000893.SZ | 亚钾国际 | 184 | 19.79 | 1.33 | 2.14 | 2.98 | 3.11 | 19.7 | 0.0 | 6.6 | 6.4 | 买入 |
| 002493.SZ | 荣盛石化 | 1114 | 11.00 | 0.11 | 0.53 | 0.53 | 0.53 | 90.5 | 20.7 | 20.7 | 20.7 | 买入 |
| 601233.SH | 桐昆股份 | 371 | 15.40 | 0.33 | 1.52 | 1.93 | 2.26 | 45.8 | 10.1 | 8.0 | 6.8 | 买入 |
| 300218.SZ | 安利股份 | 34 | 15.82 | 0.33 | 0.86 | 1.20 | 1.52 | 41.5 | 18.4 | 13.2 | 10.4 | 买入 |
| 000822.SZ | 山东海化 | 64 | 7.10 | 1.17 | 1.19 | 1.31 | 1.46 | 5.9 | 6.0 | 0.0 | 0.0 | 未评级 |
| 600596.SH | 新安股份 | 125 | 9.26 | 0.10 | 0.44 | 0.58 | 0.69 | 87.8 | 21.1 | 0.0 | 0.0 | 未评级 |
| 002545.SZ | 东方铁塔 | 100 | 8.00 | 0.51 | 0.58 | 0.67 | 0.81 | 14.0 | 13.7 | 0.0 | 0.0 | 未评级 |
| 000792.SZ | 盐湖股份 | 980 | 18.03 | 1.46 | 1.38 | 1.53 | 1.69 | 11.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 未评级 |
| 600096.SH | 云天化 | 392 | 21.37 | 2.47 | 2.59 | 2.72 | 2.82 | 6.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 未评级 |
| 002312.SZ | 川发龙蟒 | 162 | 8.56 | 0.22 | 0.32 | 0.40 | 0.50 | 32.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 未评级 |
| 000422.SZ | 湖北宜化 | 139 | 13.10 | 0.43 | 0.77 | 0.94 | 1.18 | 24.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 未评级 |
| 002895.SZ | 川恒股份 | 116 | 21.37 | 1.53 | 1.82 | 2.30 | 2.90 | 12.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 未评级 |
| 002254.SZ | 东方盛虹 | 98 | 11.36 | 0.39 | 0.55 | 0.73 | 0.80 | 38.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 未评级 |
| 002648.SZ | 卫星化学 | 637 | 18.91 | 1.42 | 1.77 | 2.13 | 2.70 | 10.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 未评级 |
| 605399.SH | 晨光新材 | 40 | 12.73 | 0.32 | 0.51 | 0.71 | 0.93 | 41.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 未评级 |
| 603938.SH | 三孚股份 | 53 | 13.97 | 0.51 | 0.82 | 1.32 | 0.00 | 35.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 未评级 |
| 000707.SZ | 双环科技 | 38 | 8.28 | 1.33 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 6.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 未评级 |
| 002092.SZ | 中泰化学 | 128 | 4.93 | -1.11 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -5.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 未评级 |
| 600075.SH | 新疆天业 | 73 | 4.28 | -0.45 | 0.25 | 0.43 | 0.63 | -9.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 未评级 |

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、万华化学、远兴能源、华鲁恒升、金石资源、巨化股份、三美股份、恒力石化、新凤鸣、华峰化学、扬农化工、安宁股份、合盛硅业、硅宝科技、兴发集团、新和成、黑猫股份、苏博特、桐昆股份、安利股份的盈利预测来自开源证券研究所，其余公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致预期；2、上述数据以 2024 年 5 月 17 日为基础。

4、风险提示

(1) 宏观经济复苏不及预期：海外方面，全球各地区地缘政治冲突不断，美联储持续加息加剧全球经济风险；国内方面，地产端有所拖累，使得经济复苏潜力仍有待挖掘。

(2) 下游需求大幅下滑：化工产品需求与国计民生息息相关，经济发展和人民生活水平直接影响行业的下游需求。如后续经济复苏及民众消费不及预期，可能会影响化工产品的需求。

(3) 行业扩产超出预期：近年来部分化工子行业迎来投产高峰，新装置投产可能导致部分化工品供需错配。

其他风险详见倒数第二页标注 1

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹根据新凤鸣2024一季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 6.41%的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn