

化工

证券研究报告/行业季度报告

2024 年 5 月 19 日

评级：增持（维持）

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师：王鹏

执业证书编号：S0740523020001

Email: wangpeng07@zts.com.cn

研究助理：张昆

Email: zhangkun06@zts.com.cn

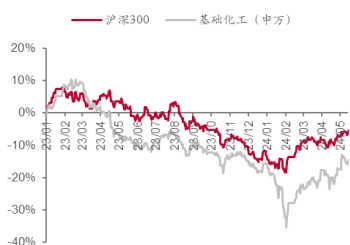
研究助理：刘铭政

Email: liumz01@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	420
行业总市值(亿元)	32502
行业流通市值(亿元)	28520

行业-市场走势对比



相关报告

【投资策略】化工 2024 年度策略：“弱复苏”关注“确定性”（20240201）

【行业深度】化工行业 2023 年半年报总结：需求缓慢复苏，子行业景气分化（20230926）

【行业深度】化工行业 2022 年报及 2023 一季报总结：景气周期筑底，需求静待修复（20230507）

重点公司基本状况

简称	股价(元)	EPS				PE				PB(MRQ)	评级
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E		
万华化学	90.06	5.36	5.90	6.75	8.22	16.8	15.26	13.34	10.95	3.06	买入
华鲁恒升	29.38	1.68	2.12	2.68	3.02	17.4	13.87	10.97	9.72	2.08	买入
扬农化工	64.43	3.85	4.06	4.64	5.95	16.7	15.87	13.89	10.83	2.59	买入
新凤鸣	15.26	0.71	1.19	1.57	1.79	21.4	12.83	9.74	8.53	1.38	买入
易普力	14.16	0.51	0.62	0.73	0.87	27.7	22.84	19.40	16.28	2.46	买入

备注：股价截至 2024 年 5 月 17 日，每股指标按照最新股本数全面摊薄。

投资要点

■ **高产能释放期接近尾声，板块盈利估值或已筑底。**从企业投产周期看，24Q1 基础化工板块在建工程与固定资产同比增速分别+9.5%和+19.8%，较 23Q1 增速-39.1pct 和+4.6pct，较 23Q4 增速-0.6pct 和-1.7pct，整体反映本轮新产能释放周期已基本接近尾声。从资本开支层面看，23Q4 至今，基础化工行业资本开支总计同比增速已连续两个季度为负，分别约-7.4%和-11.7%。从盈利和估值层面看，当前均处于历史相对底部位置，安全边际充足；叠加地产逆周期、消费品以旧换新等政策刺激下的内需走强，我们认为当前化工板块整体或已站上新一轮周期起点，关注边际变化带来的行业配置机遇。

■ **化工品价格指数底部回暖，安全边际下胜率提升。**根据 Wind 我们测算，截至 2024 年 5 月 10 日，化工品价格、价差指数分别位于 2014 年以来的 52.8%、10.4%分位，较 2024 年初分别+8.0pct、-6.6pct，较 24Q1 末分别+2.1pct、-1.5pct，较 2024 年 2 月初申万基础化工行业指数低点分别+5.0pct、-4.6pct，部分供需存边际改善的化工品价格已出现底部反弹，化工行业配置胜率显著提升。

■ 建议关注两条核心投资主线：

■ 1、经历史验证的高成长增量白马

➢ 行业景气度预期上行背景下，率先受益的往往是经市场及历史验证且具备核心竞争实力的龙头白马，新产能量增更显著远期高成长性。关注：万华化学（海外 MDI 装置扰动、石化及新材料项目投产在即）、华鲁恒升（荆州一期满负荷高效运转、荆州二期年底投料）、宝丰能源（内蒙一期、油煤套利）、卫星化学（连云港三四期项目、油气套利）。

■ 2、供需显著性改善的细分子行业

➢ **长丝：供给侧持续性扰动，利好行业景气向上。**在 2024 年行业新增产能极为有限的背景下，环保督察趋严叠加加大设备更新政策催化，根据百川盈孚，自 2024 年 5 月以来，萧山、嘉兴、桐乡、江苏等多地区主流大厂装置先后发生停车或转产事件，涉及总产能数超百万吨。我们认为，当前长丝行业供给侧改革或已开启，高库存有望得以逐步消化，叠加后续内外需回暖，供需格局改善下，长丝价差、盈利有望逐步修复。关注：新凤鸣、桐昆股份。

➢ **制冷剂：供给侧显著收缩，红利久期或超预期。**2024 年国内三代制冷剂正式进入配额基线年，供给侧存显著收缩逻辑。根据百川盈孚，截至 5 月 10 日，R32/R134a/R125 产品价格分别较 2024 年年初+97.1%/+14.3%/+62.2%。消费品以旧换新+地产逆周期调节政策频出下，白电排产及产销量表现均超预期。基于“二代加速淘汰、四代遥遥无期”的市场环境，看好三代制冷剂长周期景气。关注：巨化股份、三美股份、永和股份、昊华科技等。

➢ **食品及饲料添加剂：刚性需求+格局优化+低库存，部分超跌品种价格反弹。**

1) **维生素：**减产保价意愿强、低库存及需求预期向好支撑产品涨价的持续性及蔓延；

2) **蛋氨酸：**海外巨头陆续被动停产或转产推动价格稳步向上；

3) 甜味剂: 出口韧性较强, 价格击穿成本线后随高温天气到来有望逐渐提涨。

关注: 新和成 (维生素综合龙头)、安迪苏 (面向海外的多品种维生素服务商)、兄弟科技 (小品种维生素代表者)、浙江医药 (VA、VE 产能佼佼者)、花园生物 (VD3 国内领军)、金禾实业 (三氯蔗糖龙头)、百龙创园 (功能糖小巨人) 等

- **农药: 全球去库尾声, 价格逐步回暖。**自 2022 年下半年起, 全球农药进入去库周期, 价格持续下行至 2023 年末, 多品种处于近四年 15% 以下分位。24Q1 以来, 在春耕旺季、原油高位、加速去库三重因素共振下, 以草甘膦为首的部分品种持续涨价, 后续或出现“以点及面”的板块性涨价行情。关注: 扬农化工 (全产业链农药龙头)、润丰股份 (国内农药制剂出海典范)。
- **化肥: 供需改善, 低估值+高股息+强资源属性。**原材料购进价格与出厂价格走势差值环比扩增, 指向利润仍留存于上游环节; 看好需求相对刚性, 且随安环政策趋严、行业产能仍存出清可能的低估值、高分红资源型头部企业。关注: 磷矿/磷肥: 云天化、川恒股份; 钾矿/钾肥: 亚钾国际、东方铁塔等
- **钛白粉: 海外需求高增, 钛白粉出口持续景气。**当前钛白粉价差处于 2010 年来 19.4% 分位, 有望进一步向上修复。关注: 龙佰集团 (钛矿自给稳步提升的高分红龙头)。
- **纯碱: 供需趋于宽松, 行业库存累积, 纯碱价差较高点有所回落, 但仍处于 2018 年来 40-60% 中等分位。**行业集中度进一步提高, 需求提升下, 推荐天然碱龙头 远兴能源, 兼具成本优势及成长性。
- **轮胎: 万亿市场需求稳步增长, 海外产能释放带动业绩高增。**在全球轮胎需求稳步增长的背景下, 短期来看, 原料成本仍处较高位, 美国“双反”影响减弱, 中国轮胎仍有海外产能待释放, 性价比优势依旧凸显, 业绩望有持续向上的空间; 长期而言, 我们看好中国轮胎的未来发展将具备“品质+品牌+产能”优势, 贡献业绩与估值的持续共振。关注: 赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎、通用股份、贵州轮胎等。
- **风险提示:** 宏观环境波动、竞争格局恶化、政策不及预期、原材料或产品价格大幅波动、数据与实际偏差风险、需求不及预期、使用的第三方数据信息更新不及时等

内容目录

一、基础化工：2023 年景气承压，2024 年筑底回暖	- 9 -
1.1 行业景气 V 型走势，产能投放渐入尾声	- 11 -
二、供需格局边际改善，关注行业结构性复苏	- 17 -
2.1 涤纶长丝：供给侧持续性扰动，利好行业景气向上	- 18 -
2.2 氟化工：三代制冷剂配额执行，红利久期或超预期	- 21 -
2.3 MDI：海外装置扰动频发，价格价差有望筑底回升	- 26 -
2.4 煤化工&能源套利：关注低成本+有增量的核心白马	- 31 -
2.5 轮胎：万亿市场需求稳步增长，海外产能释放带动业绩高增	- 39 -
2.6 钛白粉：出口加速+内需企稳，景气有望持续复苏	- 44 -
2.7 纯碱：纯碱价格中枢下移，关注天然碱龙头远兴能源	- 47 -
2.8 食品及饲料添加剂：2023 年整体磨底，2024 年渐显曙光	- 50 -
2.9 农药：2023 年全球去库存，2024 年价格有望逐渐修复	- 54 -
三、风险提示	- 57 -

图表目录

图表 1: 2014 年至今, 化工品价格、价差及申万行业指数分位数变化.....	- 9 -
图表 2: 2019 年至今, 基础化工和石油石化申万行业指数变化.....	- 10 -
图表 3: 2019 年至今, 中国化工产品价格指数 (CCPI) 变化.....	- 10 -
图表 4: 2023 年至今, 基础化工二级子行业申万行业指数变化.....	- 11 -
图表 5: 2023 年基础化工二级子行业行情表现.....	- 11 -
图表 6: 24Q1 基础化工二级子行业行情表现.....	- 11 -
图表 7: 2023 年基础化工行业营收约 2.2 万亿元, 同比-5.9%.....	- 12 -
图表 8: 23Q4 和 24Q1 基础化工行业营收同比-4.1%和-2.4%.....	- 12 -
图表 9: 2023 年基础化工行业归母净利润约 1105.1 亿元, 同比-45.8%.....	- 12 -
图表 10: 23Q4 和 24Q1 基础化工行业归母净利润同比-41.0%和-14.4%.....	- 12 -
图表 11: 2023 年基础化工行业扣非归母净利润约 984.4 亿元, 同比-48.0%.....	- 13 -
图表 12: 23Q4 和 24Q1 基础化工行业扣非归母净利润同比-43.7%和-13.3%.....	- 13 -
图表 13: 2023 年基础化工行业毛利率/净利率/ROE 同比约-3.4pct/-4.1pct/-6.5pct.....	- 13 -
图表 14: 23Q4 和 24Q1 基础化工行业 ROE 同比-0.8pct 和-0.4pct.....	- 13 -
图表 15: 2023 年基础化工行业期间费用率约 9.2%, 同比+0.9pct.....	- 14 -
图表 16: 23Q4 和 24Q1 基础化工行业期间费用率同比+0.8pct 和+0.5pct.....	- 14 -
图表 17: 2023 年末, 基础化工行业研发费用总计同比+4.2%, 增速同比-11.2pct.....	- 14 -
图表 18: 23Q4 和 24Q1 基础化工行业研发费用总计同比分别+5.9%和+3.4%.....	- 14 -
图表 19: 2023 年末基础化工行业资产负债率约 47.1%.....	- 15 -
图表 20: 2023 年基础化工行业净现比约 177.7%, 同比+48.9pct.....	- 15 -
图表 21: 23Q4 和 24Q1 基础化工行业净现比同比约+224.1pct 和-3.1pct.....	- 15 -
图表 22: 2023 年末, 基础化工行业在建工程总计同比+10.1%, 增速同比-42.2pct.....	- 16 -
图表 23: 24Q1 末, 基础化工行业在建工程总计同比+9.5%, 增速环比 23Q4 末-0.6pct.....	- 16 -
图表 24: 2023 年末, 基础化工行业固定资产总计同比+21.5%, 增速同比+5.7pct.....	- 16 -
图表 25: 24Q1 末, 基础化工行业固定资产总计同比+19.8%, 增速环比 23Q4 末-1.7pct.....	- 16 -
图表 26: 2023 年末, 基础化工行业资本开支总计同比+5.7%, 增速同比-25.5pct.....	- 17 -
图表 27: 23Q4 和 24Q1 基础化工行业资本开支同比-7.4%和-11.7%.....	- 17 -
图表 28: 2023 年全年基础化工行业各子版块行情表现.....	- 17 -
图表 29: 24Q1 基础化工行业各子版块行情表现.....	- 18 -
图表 30: 2023 年底至今, 长丝供给端出现持续性扰动 (万吨/年).....	- 18 -
图表 31: 2019 年至今国内 POY 库存天数变化 (天).....	- 19 -
图表 32: 2019 年至今涤纶长丝开工率变化 (%).....	- 19 -
图表 33: 2017 年至今国内长丝价格变化 (元/吨).....	- 19 -

图表 34: 2019 年至今国内 POY 价差变化 (元/吨)	- 19 -
图表 35: 2019 年至今国内 FDY 价差变化 (元/吨)	- 20 -
图表 36: 2019 年至今国内 DTY 价差变化 (元/吨)	- 20 -
图表 37: 2023 年涤纶长丝行业代表性公司财务指标	- 20 -
图表 38: 24Q1 年涤纶长丝行业代表性公司财务指标	- 20 -
图表 39: 涤纶长丝行业代表公司单季度毛利率 (%)	- 21 -
图表 40: 涤纶长丝行业代表公司单季度净利率 (%)	- 21 -
图表 41: 涤纶长丝行业代表公司在建工程 (亿元)	- 21 -
图表 42: 涤纶长丝行业代表公司固定资产 (亿元)	- 21 -
图表 43: 《蒙特利尔议定书》与《基加利修正案》对比	- 22 -
图表 44: 三代制冷剂生产配额与内用生产配额占比	- 23 -
图表 45: 各企业三代制冷剂生产配额分布 (万吨)	- 23 -
图表 46: 制冷剂新增市场主要需求结构	- 23 -
图表 47: 2021 年至今国内家用空调排产变化 (万台)	- 23 -
图表 48: 2021 年至今国内冰箱冷柜排产变化 (万台)	- 24 -
图表 49: 2021 年至今国内汽车市场产量变化 (万辆)	- 24 -
图表 50: 2017 年至今 R22 价格价差变化 (元/吨)	- 24 -
图表 51: 2017 年至今 R32 价格价差变化 (元/吨)	- 24 -
图表 52: 2017 年至今 R134a 价格价差变化 (元/吨)	- 25 -
图表 53: 2017 年至今 R125 价格价差变化 (元/吨)	- 25 -
图表 54: 2023 年氟化工行业代表性公司财务指标	- 25 -
图表 55: 24Q1 年氟化工行业代表性公司财务指标	- 25 -
图表 56: 氟化工行业代表公司单季度毛利率 (%)	- 26 -
图表 57: 氟化工行业代表公司单季度净利率 (%)	- 26 -
图表 58: 2024 年以来, 全球 MDI 装置不可抗力频发 (万吨/年)	- 26 -
图表 59: 全球 MDI 产能分布 (分企业, 万吨/年)	- 27 -
图表 60: 全球 MDI 产能分布 (按地区, 万吨/年)	- 27 -
图表 61: 国内纯 MDI 下游消费结构 (2022 年)	- 27 -
图表 62: 国内聚合 MDI 下游消费结构 (2022 年)	- 27 -
图表 63: 2009 年至今纯 MDI 价格价差 (元/吨)	- 28 -
图表 64: 2009 年至今聚合 MDI 价格价差 (元/吨)	- 28 -
图表 65: 万华化学上市以来年度营业收入 (亿元)	- 28 -
图表 66: 万华化学上市以来年度归母净利 (亿元)	- 28 -
图表 67: 19Q1 至今万华化学单季度营收 (亿元)	- 29 -
图表 68: 19Q1 至今万华化学单季度归母净利 (亿元)	- 29 -

图表 69: 万华化学上市以来分产品毛利率变化.....	- 29 -
图表 70: 万华化学上市以来净利率及 ROE 变化.....	- 29 -
图表 71: 万华化学上市以来在建工程变化.....	- 30 -
图表 72: 19Q1 至今万华化学单季度在建工程变化.....	- 30 -
图表 73: 万华化学上市以来固定资产变化.....	- 30 -
图表 74: 19Q1 至今万华化学单季度固定资产变化.....	- 30 -
图表 75: 万华化学上市以来资本开支变化.....	- 30 -
图表 76: 19Q1 至今万华化学单季度资本开支变化.....	- 30 -
图表 77: 2015-2025E 华鲁恒升分产品权益产能.....	- 31 -
图表 78: 2024 年至今海内外醋酸装置不确定性显著强化 (万吨/年).....	- 32 -
图表 79: 2009 年至今醋酸价格价差变化 (元/吨).....	- 32 -
图表 80: 华鲁恒升上市以来年度营业收入.....	- 32 -
图表 81: 19Q1 至今华鲁恒升单季度营收.....	- 32 -
图表 82: 华鲁恒升上市以来年度归母净利.....	- 33 -
图表 83: 19Q1 至今华鲁恒升单季度归母净利.....	- 33 -
图表 84: 华鲁恒升上市以来年度扣非归母净利.....	- 33 -
图表 85: 19Q1 至今华鲁恒升单季度扣非归母净利.....	- 33 -
图表 86: 华鲁恒升上市以来毛利率、净利率及 ROE.....	- 34 -
图表 87: 19Q1 至今华鲁恒升单季度盈利能力表现.....	- 34 -
图表 88: 不同烯烃生产路线下的成本比较.....	- 34 -
图表 89: 2021-2025E 宝丰能源分产品产能变化 (万吨/年).....	- 35 -
图表 90: 19Q2 至今宝丰能源单季度营业收入.....	- 35 -
图表 91: 19Q2 至今宝丰能源单季度归母净利.....	- 35 -
图表 92: 19Q2 至今宝丰能源单季度扣非归母净利.....	- 36 -
图表 93: 19Q2 至今宝丰能源单季度盈利能力表现.....	- 36 -
图表 94: 19Q2 至今宝丰能源单季度在建工程.....	- 36 -
图表 95: 19Q2 至今宝丰能源单季度固定资产.....	- 36 -
图表 96: 2012 年至今乙二醇价格价差走势.....	- 37 -
图表 97: 2012 年至今环氧乙烷价格价差走势.....	- 37 -
图表 98: 2013 年至今丙烯酸价格价差走势.....	- 37 -
图表 99: 2013 年至今丙烯酸丁酯价格价差走势.....	- 37 -
图表 100: 卫星化学在建高附加值项目开启第二成长曲线.....	- 38 -
图表 101: 19Q1 至今卫星化学单季度营业收入.....	- 38 -
图表 102: 19Q1 至今卫星化学单季度归母净利.....	- 38 -
图表 103: 19Q1 至今卫星化学单季度扣非归母净利.....	- 39 -

图表 104: 19Q1 至今卫星化学单季度盈利能力表现.....	- 39 -
图表 105: 19Q1 至今卫星化学单季度在建工程.....	- 39 -
图表 106: 19Q1 至今卫星化学单季度固定资产.....	- 39 -
图表 107: 2017-2023 年全球轮胎市场销量变化.....	- 40 -
图表 108: 24Q1 全球分区域轮胎市场需求同比变化.....	- 40 -
图表 109: 2023 年各胎企内外销占比及毛利率表现.....	- 41 -
图表 110: 2023 年各轮胎企业海外营业收入表现.....	- 41 -
图表 111: 目前国内部分轮胎企业海外建厂情况.....	- 41 -
图表 112: 2021 年至今天然橡胶现货价格变化.....	- 42 -
图表 113: 2021 年至今丁苯橡胶现货价格变化.....	- 42 -
图表 114: 2021 年至今炭黑现货价格变化.....	- 42 -
图表 115: 2021 年至今波罗的海运费月均指数变化.....	- 42 -
图表 116: 亚洲部分地区出口美国乘用车及轻卡轮胎反倾销税率.....	- 43 -
图表 117: 2023 年轮胎行业代表性公司财务指标.....	- 43 -
图表 118: 24Q1 年轮胎行业代表性公司财务指标.....	- 44 -
图表 119: 轮胎行业代表公司在建工程 (亿元).....	- 44 -
图表 120: 轮胎行业代表公司固定资产 (亿元).....	- 44 -
图表 121: 2023 年国内钛白粉产量同比+7.7%.....	- 45 -
图表 122: 2023 年国内钛白粉表观消费同比+5.6%.....	- 45 -
图表 123: 2023/24Q1 钛白粉出口同比+16.8%/+22.8%.....	- 45 -
图表 124: 2023 年国内钛白粉前十大出口情况 (万吨).....	- 45 -
图表 125: 金红石钛白粉价差处 2010 年以来的 19.4%分位.....	- 46 -
图表 126: 钛白粉行业开工率情况.....	- 46 -
图表 127: 钛白粉行业市场库存 (万吨).....	- 46 -
图表 128: 2023 年钛白粉行业代表性公司财务指标.....	- 47 -
图表 129: 24Q1 年钛白粉行业代表性公司财务指标.....	- 47 -
图表 130: 2020 年至今纯碱价格走势 (元/吨).....	- 47 -
图表 131: 纯碱行业周度产量 (万吨).....	- 48 -
图表 132: 纯碱行业厂商库存 (万吨).....	- 48 -
图表 133: 氨碱法价差处 2018 年以来 45.3%分位.....	- 48 -
图表 134: 联碱法价差处 2018 年以来 43.9%分位.....	- 48 -
图表 135: 天然碱法价差处 2018 年以来 55.6%分位.....	- 49 -
图表 136: 2023 年纯碱行业代表性公司财务指标.....	- 49 -
图表 137: 24Q1 年纯碱行业代表性公司财务指标.....	- 50 -
图表 138: 主要维生素品种所处历史位置及最新价格走势 (20200203-20240430).....	- 50 -

图表 139: 生猪价格淡季不淡.....	- 51 -
图表 140: 近期 VA 和 VE 价格温和上涨.....	- 51 -
图表 141: 蛋氨酸价格自 23H2 以来有所反弹.....	- 51 -
图表 142: 23H2 起, 部分蛋氨酸产能陆续被动停产或转产 (万吨/年, 万吨)	- 52 -
图表 143: 未来全球蛋氨酸增长产能有限 (万吨)	- 52 -
图表 144: 国内蛋氨酸净出口逐渐扩大.....	- 52 -
图表 145: 自 2023 年起, 甜味剂价格整体布局下行通道.....	- 53 -
图表 146: 2024 年一季度三氯蔗糖出口表现亮眼.....	- 53 -
图表 147: 2023 年食品及饲料添加剂行业代表性公司财务指标	- 54 -
图表 148: 24Q1 年食品及饲料添加剂行业代表性公司财务指标.....	- 54 -
图表 149: 主要农药品种所处历史位置及最新价格走势 (20200203-20240430)	- 55 -
图表 150: 中农立华原药价格指数 (截至 2024 年 5 月 12 日)	- 55 -
图表 151: 2024 年 2 月底以来, 草甘膦产品库存去化明显	- 56 -
图表 152: 国内草甘膦企业产能 (截至 2024 年 4 月)	- 56 -
图表 153: 近年来草甘膦行业市场集中度有所提升.....	- 56 -
图表 154: 2023 年农药行业代表性公司财务指标.....	- 57 -
图表 155: 24Q1 年农药行业代表性公司财务指标.....	- 57 -

一、基础化工：2023 年景气承压，2024 年筑底回暖

- **从化工位置上看**，根据 Wind 我们测算，截至 2023 年底，国内化工品价格（不考虑石化产品，下同）、价差指数（不考虑石化产品，下同）分别位于自 2014 年以来的 44.7%、17.6%分位；截至 2024 年一季度末，国内化工品价格、价差指数分别位于自 2014 年以来的 50.6%、11.9%分位，环比 2023 年底分别+6.0pct、-5.7pct，较 2024 年初分别+5.9pct、-5.1pct。当下看，截至 5 月 10 日，当前国内化工品价格、价差指数分别位于自 2014 年以来的 52.8%、10.4%分位，较 2024 年初分别+8.0pct、-6.6pct，较 24Q1 末分别+2.1pct、-1.5pct，较 2024 年 2 月初申万基础化工行业指数低点时分别+5.0pct、-4.6pct。

图表 1：2014 年至今，化工品价格、价差及申万行业指数分位数变化



来源：Wind，中泰证券研究所（注：为排除近年来能源价格剧烈波动带来的扰动影响，化工品价格价差指数测算过程中均未考虑石化产品表现）

- **从行业指数上看**，根据申万一级行业分类，**2023 年初**，随着国内疫情政策的逐步放松，“强预期、强现实”下基础化工指数和石油石化申万行业指数 23Q1 最高涨幅达 10.3%和 12.0%，单季度累计涨幅约 1.4%和 9.8%。进入二季度，海外方面随着美国银行业危机爆发叠加欧美国家持续加息压制需求等多重影响，叠加国内需求端整体转弱，新房及二手房表现双弱导致地产链急转直下、宏观经济由强转弱，23Q2 行业指数均处下行通道，单季度行业指数累计跌幅 10.9%、3.6%。进入三季度，传统需求旺季期间，在能源价格抬升、期货逼仓现货等共同作用下，国际油价快速上行，部分化工品价格价差快速修复。对于 23Q4，国内弱修复+海外经济衰退预期强化下，原油价格高位回落；叠加巴以冲突、俄乌冲突等地缘政治因素持续扰动所带来的资源品涨价压力，库存减值损失+价格价差下行，挤压化工品利润空间，单季度基础化工和石油石化行业指数累计回落 4.0%和 6.8%。
- **进入 2024 年**，一季度申万基础化工和石油石化指数走出深“V”型走势。年初市场“弱预期、弱现实”情绪维持，OPEC+减产团结性存疑以及国内化工品整体供过于求格局延续，价格价差震荡下行。到春节前，基础化工和石油石化分别回落至 2655.01 点和 2020.24 点，较年初跌幅分别为 23.2%和 8.1%。随着行业盈利估值同步筑底，以及地产逆周期调节政策、大规模设备更新以及消费品以旧换新行动等政策持续催化，基础化工和石油石化指数均出现不同程度的筑底反弹，到 24Q1 末，指数较

2 月低点分别+22.1%和+19.4%。从一季度整体表现上看，基础化工和石油石化指数累计-6.2%和+9.7%。

图表 2：2019 年至今，基础化工和石油石化申万行业指数变化



来源：Wind，中泰证券研究所

- 从化工产品价格指数上看，2023 年受欧美国家多轮持续加息影响，全球流动性进一步收紧，需求端不确定性风险仍存。国内在走出三年疫情阴霾后，整体延续弱修复趋势。考虑到本轮复苏行情同样叠加化工品产能的高速扩张，各产品的价格价差弹性空间受到不同程度的侵蚀，市场景气度表现略显疲态，全年国内化工产品价格指数（CCPI）基本呈“M”型走势。根据 Wind，2023 年全年 CCPI 指数累计回落 3.7%。分季度看，23Q1-Q4 逐季度指数变化分别为-0.1%、-11.9%、+16.3%和-5.3%。
- 进入 2024 年，CCPI 整体处上行通道。截至 24Q1 末，CCPI 指数录得 4648 点，较 2024 年年初+0.6%。

图表 3：2019 年至今，中国化工产品价格指数（CCPI）变化

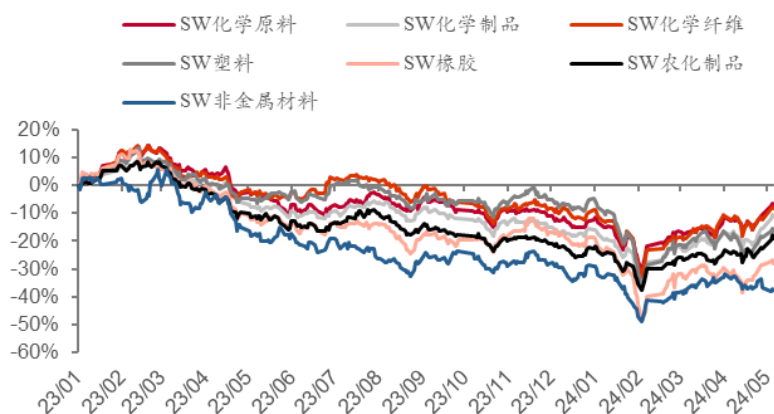


来源：Wind，中泰证券研究所

1.1 行业景气V型走势，产能投放渐入尾声

- 若我们以申万二级行业分类为基准，2023年及24Q1，SW化学原料、SW化学制品、SW化学纤维、SW塑料、SW橡胶、SW农化制品和SW非金属材料7个基础化工二级子行业的申万行业指数整体均呈下行趋势。自2024年2月初以来，各子行业景气度已有明显回升。

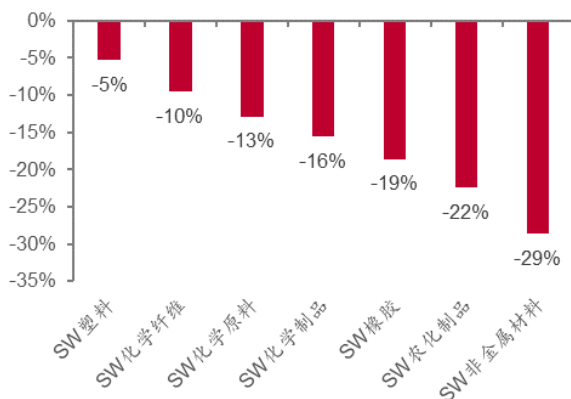
图表4：2023年至今，基础化工二级子行业申万行业指数变化



来源：Wind，中泰证券研究所

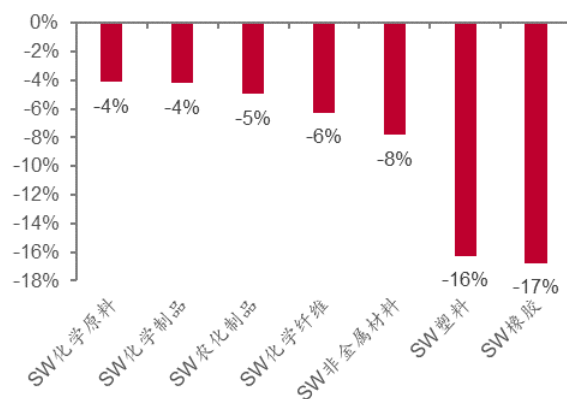
- 具体看，2023年非金属材料、农化制品和橡胶板块跌幅位列前三，分别为28.6%、22.4%和18.6%；塑料、化学纤维和化学原料板块跌幅位列后三，分别为5.3%、9.5%和12.9%。我们认为，农化制品景气承压的主要原因或与其高库存环境密切相关。受宏观环境及市场供需变化的影响，农药渠道整体库存消化缓慢，产品价格持续走低。量价齐跌、出口下滑、竞争加剧等诸多不利条件下，板块表现整体不佳。2024年一季度，橡胶、塑料和非金属材料板块跌幅位列前三，分别为16.7%、16.3%和7.8%；化学原料、化学制品和农化制品板块跌幅位列后三，分别为4.1%、4.2%和5.0%。

图表5：2023年基础化工二级子行业行情表现



来源：Wind，中泰证券研究所

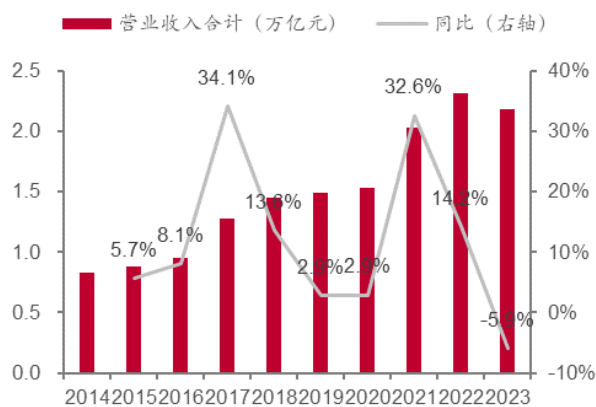
图表6：24Q1基础化工二级子行业行情表现



来源：Wind，中泰证券研究所

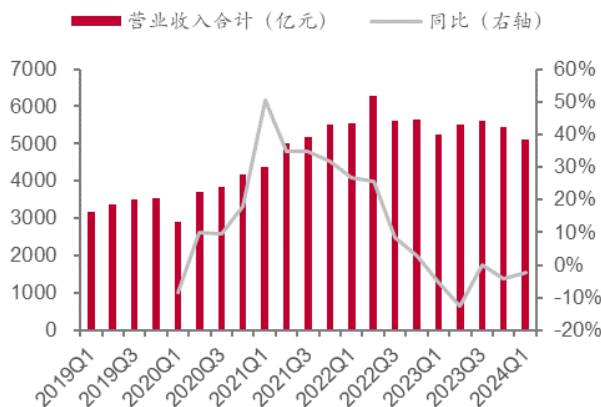
- **业绩表现整体承压：**受 2021 年基础化工行业高景气催化，大量基础化工品迎新一轮产能大规模释放周期，市场供过于求下，2023 年行业呈周期性下行，整体营业收入和归母净利润表现承压下滑。进入 2024 年，在经历 2023 年的阶段性筑底后，板块整体业绩表现已出现向上修复信号。营业收入方面，2023 年基础化工行业合计营收约 2.2 万亿元，同比-5.9%。分季度看，23Q4 和 24Q1 单季分别实现营收 5431.0 和 5115.7 亿元，同比-4.1%和-2.4%。归母净利润方面，2023 年基础化工行业合计归母净利润约 1105.1 亿元，同比-45.8%。分季度看，23Q4 和 24Q1 单季归母净利润约 141.4 和 289.8 亿元，同比-41.0%和-14.4%。扣非归母净利润方面，2023 年基础化工行业合计扣非归母净利润约 984.4 亿元，同比-48.0%。分季度看，23Q4 和 24Q1 单季分别扣非归母净利润约 98.5 和 270.1 亿元，同比-43.7%和-13.3%。

图表 7：2023 年基础化工行业营收约 2.2 万亿元，同比-5.9%



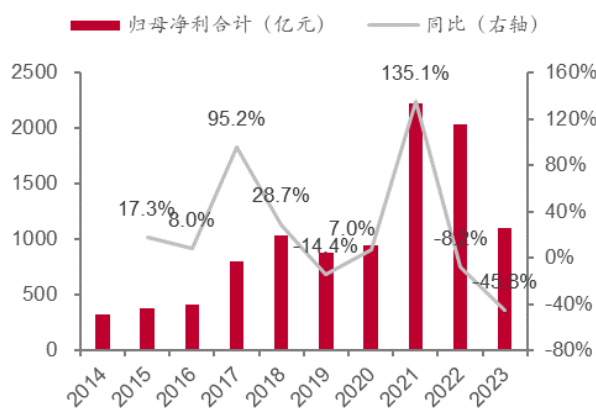
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 8：23Q4 和 24Q1 基础化工行业营收同比-4.1%和-2.4%



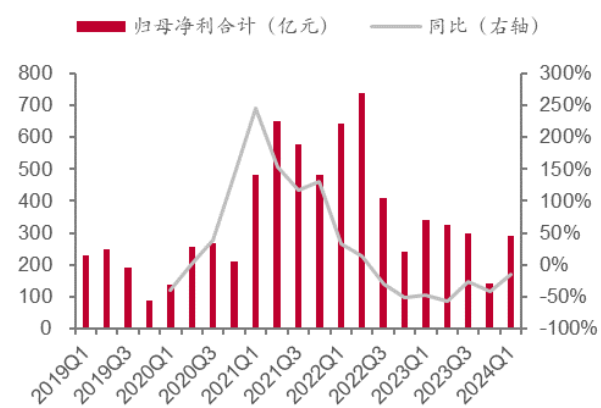
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 9：2023 年基础化工行业归母净利润约 1105.1 亿元，同比-45.8%

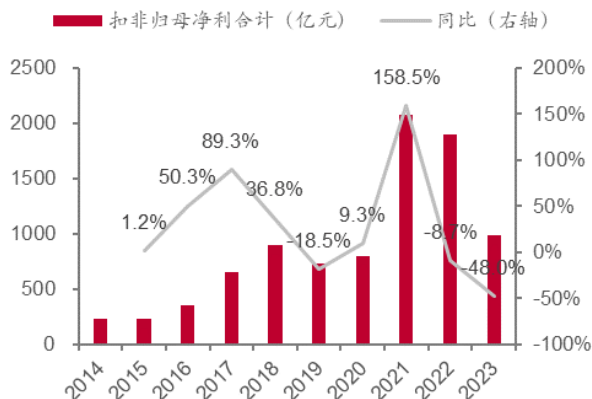


来源：Wind，中泰证券研究所（注：剔除盐湖股份 2019 年极端值）

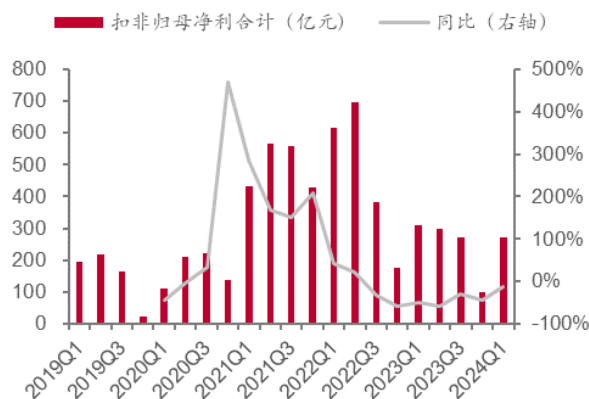
图表 10：23Q4 和 24Q1 基础化工行业归母净利润同比-41.0%和-14.4%



来源：Wind，中泰证券研究所（注：剔除盐湖股份 2019 年极端值）

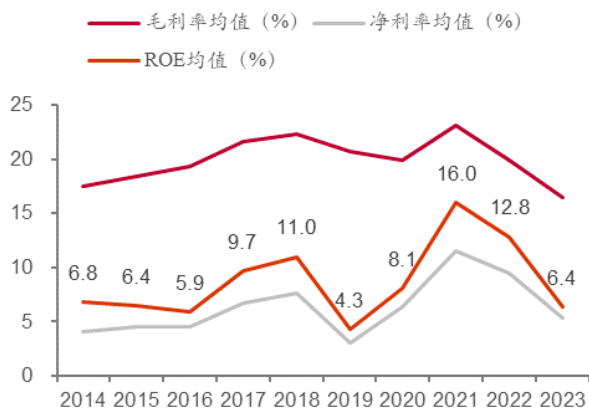
图表 11: 2023 年基础化工行业扣非归母净利润约 984.4 亿元, 同比-48.0%


来源: Wind, 中泰证券研究所

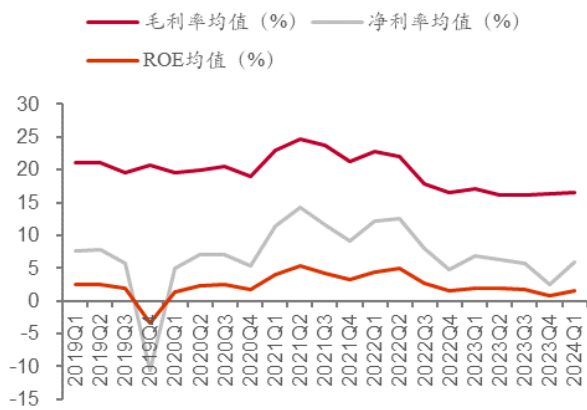
图表 12: 23Q4 和 24Q1 基础化工行业扣非归母净利润同比-43.7%和-13.3%


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 盈利能力延续下滑:** 整体看, 2023 年基础化工行业盈利表现延续下滑趋势, 具体看, 2023 年板块毛利率、净利率、净资产收益率 (ROE) 分别约 16.4%、5.4%、6.4%, 同比-3.4pct、-4.1pct、-6.5pct。分季度看, 23Q4 和 24Q1 行业整体毛利率表现分别约 16.3%和 16.5%, 同比-0.2pct 和-0.6pct; 净利率表现分别约 2.6%和 6.0%, 同比-2.2pct 和-0.9pct; ROE 表现分别约 0.8%和 1.6%, 同比-0.8pct 和-0.4pct。

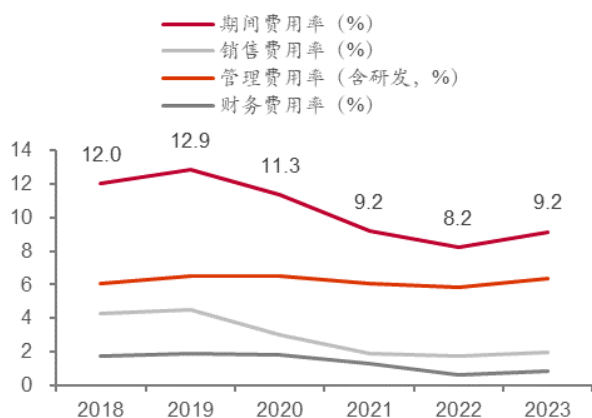
图表 13: 2023 年基础化工行业毛利率/净利率/ROE 同比约-3.4pct/-4.1pct/-6.5pct


来源: Wind, 中泰证券研究所

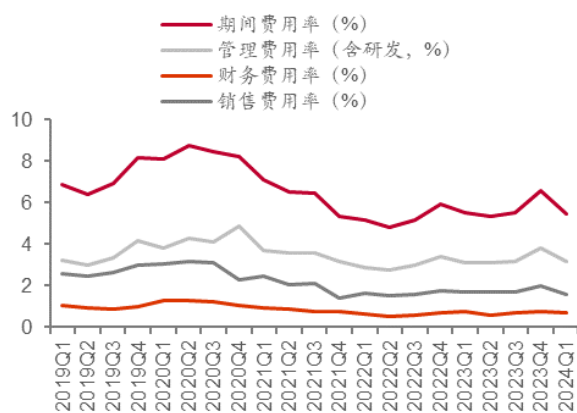
图表 14: 23Q4 和 24Q1 基础化工行业 ROE 同比 -0.8pct 和-0.4pct


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 期间费用略有提升:** 趋势上看, 基础化工行业企业期间费用率整体呈下降趋势。2023 年板块期间费用率略有提升, 约 9.2%, 同比+0.9pct。具体看, 2023 年行业销售费用率、管理费用率 (含研发)、财务费用率分别约 1.9%、6.4%、0.8%, 同比+0.2pct、+0.5pct、+0.2pct。季度维度看, 23Q4 和 24Q1 板块期间费用率分别约 10.4%和 9.4%, 同比+0.8pct 和+0.5pct。细分看, 销售费用率分别为 2.1%和 2.0%, 同比+0.2pct 和+0.1pct; 管理费用率 (含研发) 分别为 7.2%和 6.3%, 同比+0.6pct 和+0.5pct; 财务费用率分别约 1.1%和 1.1%, 同比-0.03pct 和-0.1pct。

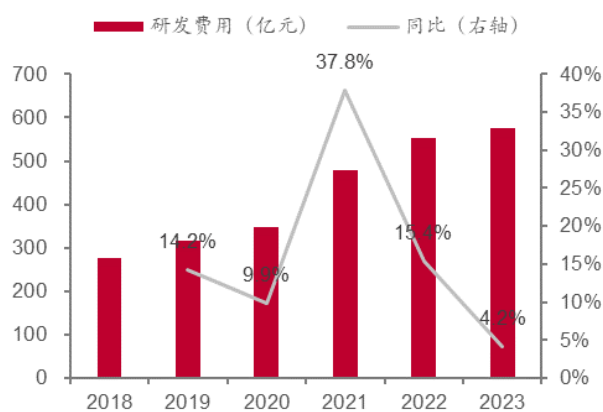
图表 15: 2023 年基础化工行业期间费用率约 9.2%，同比+0.9pct


来源: Wind, 中泰证券研究所

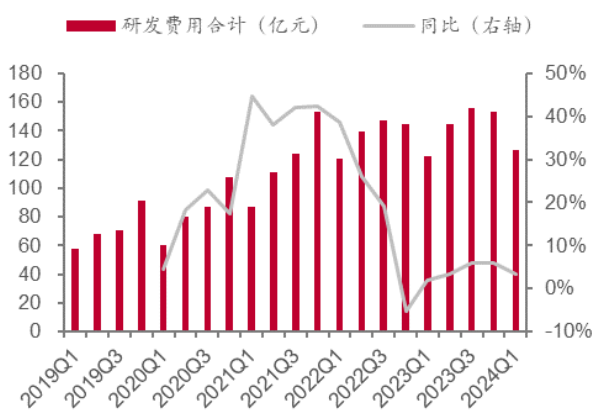
图表 16: 23Q4 和 24Q1 基础化工行业期间费用率同比+0.8pct 和+0.5pct


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 研发费用同比略增，增速表现持续放缓：**2023 年基础化工行业累计研发费用支出 576.8 亿元，同比+4.2%。增速表现上看，2023 年行业研发支出同比增速较 2022 年相比下降 11.2pct。分季度看，23Q4 和 24Q1 行业累计研发费用支出分别约 153.5 和 126.7 亿元，同比+5.9%和+3.4%。趋势上看，排除 22Q4 受国内疫情影响，开工受阻下行业研发投入显著放缓外，23Q1-24Q1 行业研发费用支出同比增速亦存明显放缓趋势，同比增速表现均位于 10%以下。

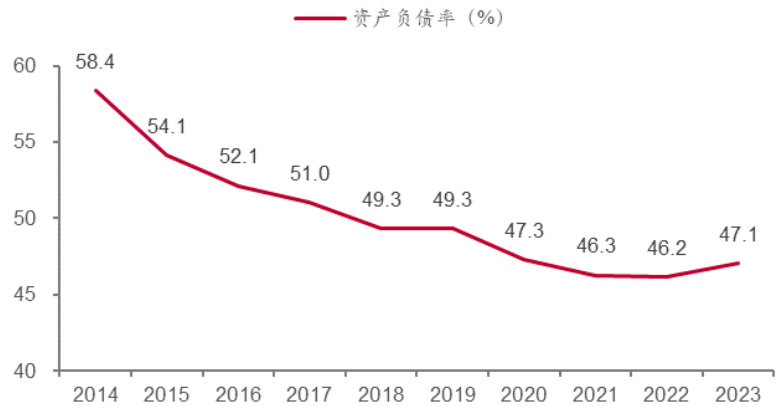
图表 17: 2023 年末，基础化工行业研发费用总计同比+4.2%，增速同比-11.2pct


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 18: 23Q4 和 24Q1 基础化工行业研发费用总计同比分别+5.9%和+3.4%


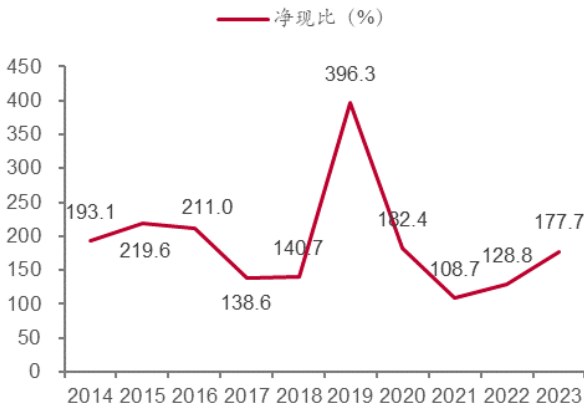
来源: Wind, 中泰证券研究所

- 偿债能力保持稳健：**2014-2023 年，基础化工行业资产负债率基本介于 45%-60%，处于相对健康良性状态。趋势上看，资产负债率水平整体呈下降趋势，反映企业财务风险逐步降低，整体生产经营效率和负债结构逐步优化。截至 2023 年末，基础化工全行业资产负债率约 47.1%。

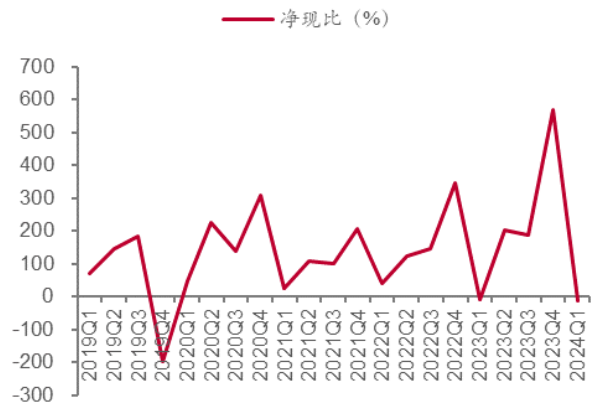
图表 19: 2023 年末基础化工行业资产负债率约 47.1%


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 营运能力持续向好, 季节性变化较显著:** 若我们采用净现比 (经营活动产生的现金流量净额与净利润的比值, 下同) 对公司营运能力进行考察, 2023 年基础化工行业净现比约 177.7%, 同比+48.9pct。分季度看, 23Q4 和 24Q1 基础化工行业净现比分别约 569.5%和-12.1%, 同比+224.1pct 和-3.1pct。

图表 20: 2023 年基础化工行业净现比约 177.7%, 同比+48.9pct


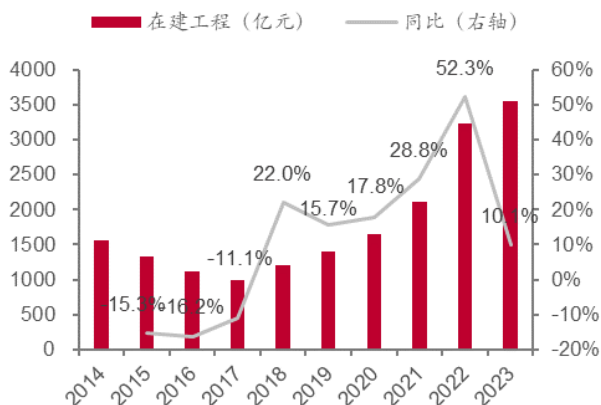
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 21: 23Q4 和 24Q1 基础化工行业净现比同比约 +224.1pct 和-3.1pct


来源: Wind, 中泰证券研究所

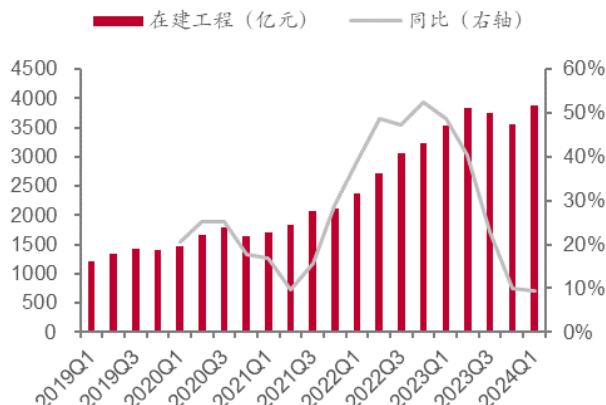
- 在建工程同比增速大幅放缓:** 在 2021 年化工品高盈利驱动下, 基础化工行业整体迎新一轮产能建设高峰。截至 2023 年底, 基础化工板块在建工程总计约 3551.4 亿元, 同比+10.1%, 增速表现较 2022 年末下降 42.2pct。截至 24Q1 末, 行业累计在建工程总额约 3873.1 亿元, 同比+9.5%, 增速表现较 23Q4 末下降 0.6pct。整体看, 在行业高盈利预期驱使下, 自 21Q3 起, 基础化工行业在建工程持续性保持双位数增长, 在 22Q4 同比增速达到 52.3%的极大值后, 截至 24Q1 末, 行业在建工程同比增速已实现连续 5 个季度增速逐季放缓。

图表 22: 2023 年末, 基础化工行业在建工程总计同比+10.1%, 增速同比-42.2pct



来源: Wind, 中泰证券研究所

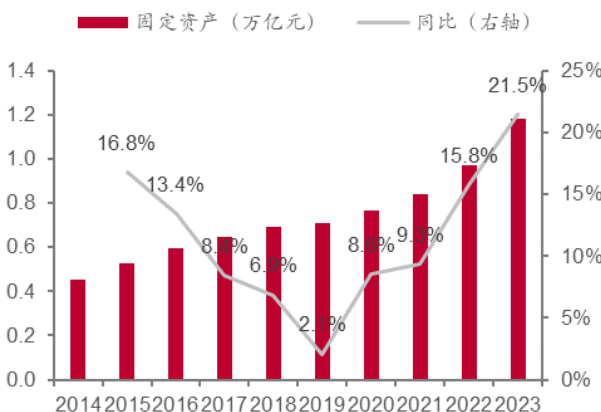
图表 23: 24Q1 末, 基础化工行业在建工程总计同比+9.5%, 增速环比 23Q4 末-0.6pct



来源: Wind, 中泰证券研究所

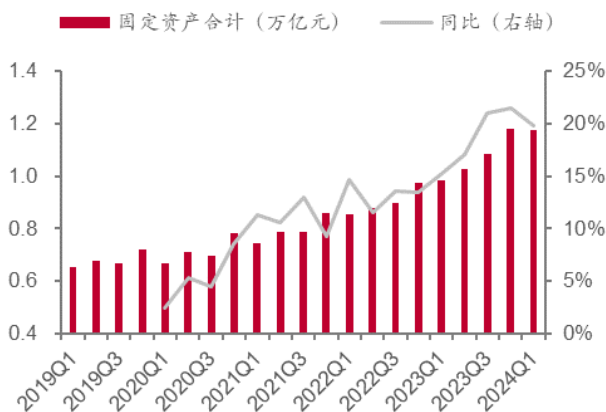
- 固定资产季度增速首次下降:** 考虑到一般情况下新建化工装置的建设期约 18-24 个月, 本轮投产周期中, 22Q1-23Q2 期间, 在建工程同比增速超 30%, 为行业集中开工建设时期。随新建项目的陆续投产转固, 趋势上看, 当前固定资产增速同比仍处高速增长阶段但趋势上已有所放缓。2023 年底, 基础化工行业固定资产总额约 11808.9 亿元, 同比+21.5%, 同比增速较 2022 年末增加 5.7pct。截至 24Q1 末, 行业固定资产总额约 11762.2 亿元, 同比+19.8%。增速表现上看, 2024 年一季度末, 基础化工行业固定资产同比增速为本轮投产周期中首次出现趋势性向下表现, 增速环比下降 1.7pct, 反映本轮新产能释放或已逐步进入尾声。叠加近期国务院出台的大规模设备更新等政策, 随老旧产能的逐步淘汰出清, 行业供需格局同样有望得到改善。

图表 24: 2023 年末, 基础化工行业固定资产总计同比+21.5%, 增速同比+5.7pct



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 25: 24Q1 末, 基础化工行业固定资产总计同比+19.8%, 增速环比 23Q4 末-1.7pct

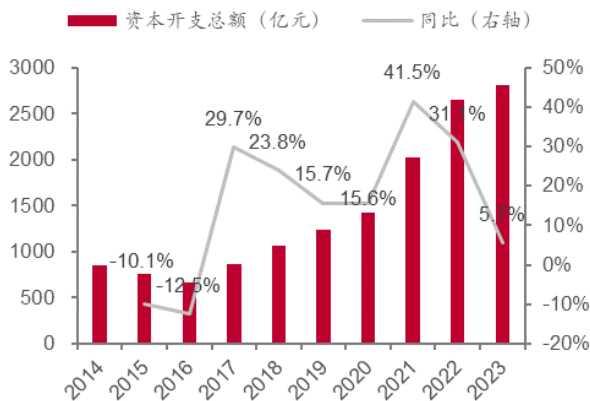


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 资本开支意愿同步走弱:** 2023 年基础化工行业累计资本开支 (购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金, 下同) 总额约 2804.4 亿元, 同比+5.7%, 增速表现较 2022 年底下降 25.5pct。分季度看, 23Q4 和

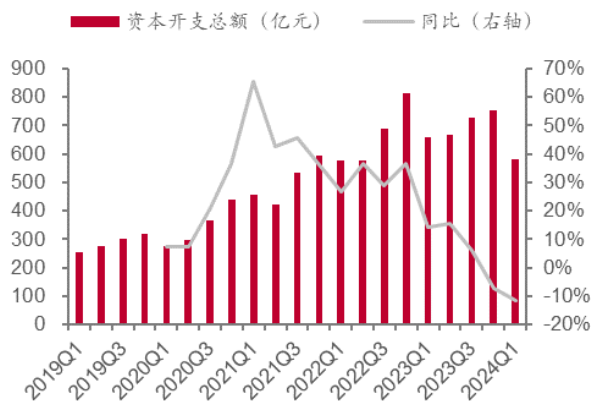
24Q1 行业资本开支分别约 751.4 和 581.5 亿元，同比-7.4%和-11.7%。

图表 26: 2023 年末, 基础化工行业资本开支总计同比+5.7%, 增速同比-25.5pct



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 27: 23Q4 和 24Q1 基础化工行业资本开支同比-7.4%和-11.7%

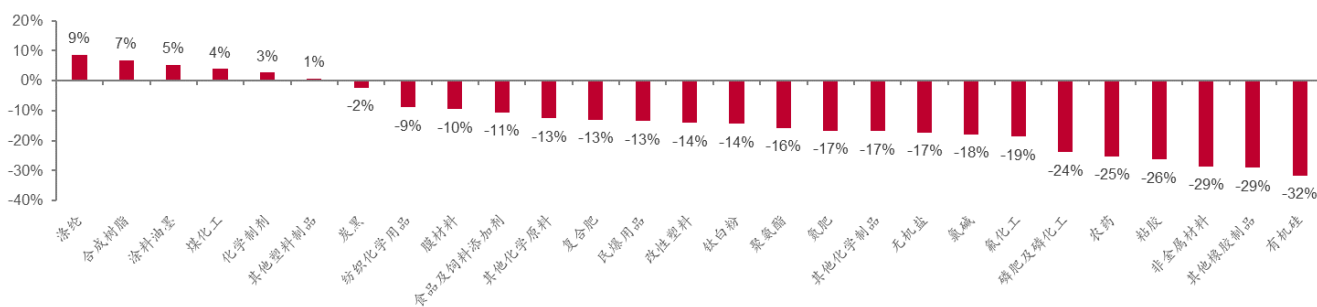


来源: Wind, 中泰证券研究所

二、供需格局边际改善, 关注行业结构性复苏

- 2023 年: 涤纶、合成树脂等子板块领涨。**根据申万三级行业分类, 我们选择基础化工行业下属 27 个子行业 (下同) 的申万行业指数进行复盘后可知, 2023 年共有 6 个子行业全年收涨、21 个子行业出现不同程度的下跌。具体看, **涨幅位列前五的子板块包括: 涤纶 (+8.6%)、合成树脂 (+6.8%)、涂料油墨 (+5.3%)、煤化工 (+3.9%) 和化学制剂 (+2.7%)**; **跌幅位列前五的子板块包括: 有机硅 (-31.6%)、其他橡胶制品 (-29.1%)、非金属材料 (-28.6%)、粘胶 (-26.4%) 和农药 (-25.3%)**。

图表 28: 2023 年全年基础化工行业各子板块行情表现

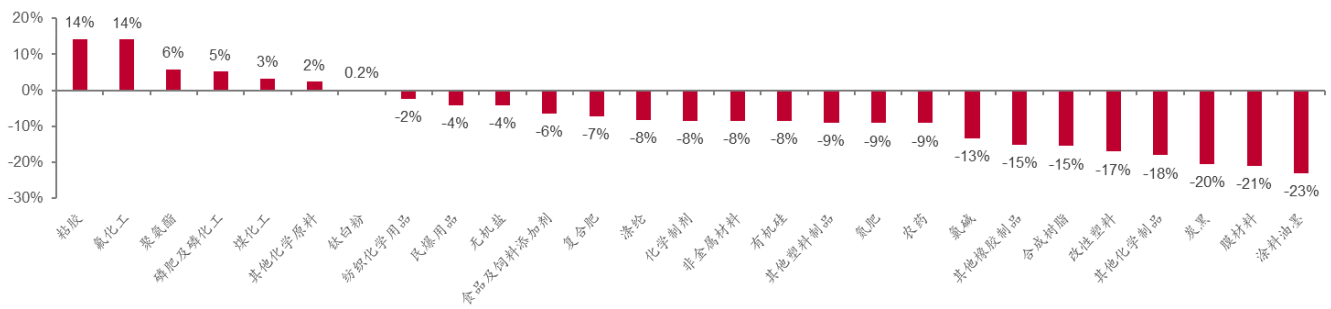


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 24Q1: 粘胶、氟化工等子板块表现优异。**观察 24Q1 不同化工子行业的行情表现, **粘胶**在供给格局优化且需求表现旺盛的背景下, 一季度累计涨幅约 14.2%; **氟化工**板块三代制冷剂进入配额基准年, 供给侧存显著收缩逻辑, 产品价格持续上行, 累计涨幅约 14.1%; **聚氨酯**行业受益于终端白色家电市场的排产及产销量表现双增, 叠加部分海外装置的频繁扰动, 高行业集中度下整体板块盈利表现较优, 累计涨幅约 5.7%。相比之下, **涂料油墨、膜材料、炭黑、其他化学制品和改性塑料**板块表现

不佳, 2024 年一季度跌幅分别约 23.1%、20.9%、20.4%、18.0%、17.0%。

图表 29: 24Q1 基础化工行业各子版块行情表现



来源: Wind, 中泰证券研究所

2.1 涤纶长丝: 供给侧持续性扰动, 利好行业景气向上

- **供给侧改革或已开启。**产能周期上看, 2023 年基本可判断为本轮长丝行业的最后投产高峰。结合 CCFEI 和各公司公告, 经我们统计, 2023 年国内长丝产能净新增约 472 万吨/年, 同比+9.4%, 2017-2023 年 CAGR 约 7.4%。其中, 头部企业桐昆股份和新凤鸣 2023 年全年分别新增年产能 390 和 110 万吨, 约占当年度行业总增量的 68.4%和 19.3%。进入 2024 年, 行业产能增速显著放缓。根据我们统计, 全年预计仅 3 套合计 95 万吨新产能有望逐步释出。
- 值得注意的是, 随着安全环保政策的趋严以及大规模设备更新行动的深入推进, 近期萧山、嘉兴、桐乡、江苏等多地区主流大厂装置出现持续性扰动。2023 年 12 月, 萧山某大厂因政府区域规划调整装置停车, 涉及长丝产能 75 万吨/年。根据百川盈孚, 截至 2024 年 4 月底, 现阶段已有 35 万吨长丝产能淘汰宣布退出, 另有 16 万吨长丝产能转产为切片。自 5 月以来, 装置扰动更趋频繁, 因各类原因停车产能已达数百万吨。

图表 30: 2023 年底至今, 长丝供给端出现持续性扰动 (万吨/年)

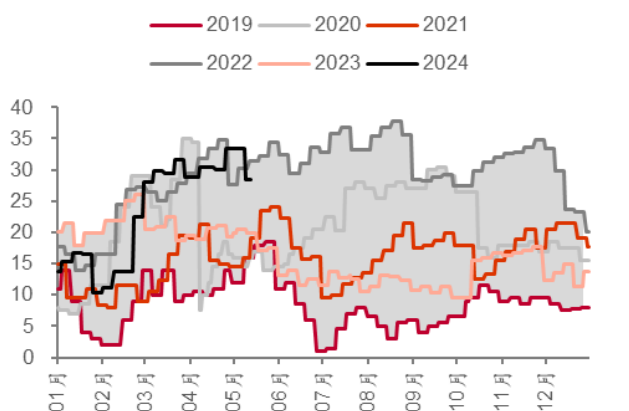
地区	企业	类型	产能	事件
江苏	江苏宏泰	淘汰	25	2024年2月淘汰
浙江	宁波金盛	淘汰	10	2024年4月淘汰
浙江	恒逸石化	停车	75	2023年12月, 杭州逸暎因政府区域规划调整装置暂时停车, 重启时间待定
浙江	恒逸石化	停车	48	2024年5月6日, 恒逸聚合物装置因锅炉改造停车, 重启时间待定
浙江	荣盛石化	停车	80	2024年5月4日, 部分厂区因装置改造停车, 重启时间待定
浙江	恒逸石化	停车	12.5	2024年5月9日, 嘉兴一有光长丝装置因故障停车, 计划7-10天后重启
江苏	三房巷	转产	16	2024年5月起部分长丝装置暂时转产为切片
浙江&江苏	东方盛虹	减产		2024年5月13日起, 桐乡及江苏主流大厂计划进行联合减产, 幅度约10%左右, 重启时间未定
	新凤鸣	减产		
	桐昆股份	减产		

来源: 百川盈孚, 公司公告, 中泰证券研究所

- **高库存有望逐步消化。**库存周期上看, 长丝已于 23Q1 淡季提前进入被动去库周期。截至 5 月 9 日当周, 国内 POY/FDY/DTY 库存天数分别为 28.5/25.6/26.5 天, 周环比-5.0/-0.7/-1.4 天, 较 2024 年初+13.1/+8.1/+3.4

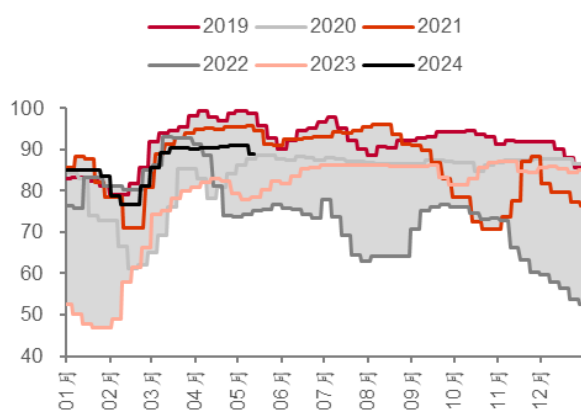
天，较 2023 年同期+8.7/+3.0/-2.1 天，整体处历史相对较高水平。我们认为，今年春节后的行业持续性高库存环境主要原因有三：1) 受春节期间上下游开工错位影响，到 2 月底，POY/FDY/DTY 库存较春节前（2 月 8 日）分别+14.3/+8.2/+8.4 天；2) 长丝企业库存容忍度有所增加，头部企业联合挺价意愿增强，开工率维持同期较高水平。根据 Wind，涤纶长丝自今年 3 月中旬以来基本保持在 90% 以上的较高开机率水平，相比 2023 年同期的 78%-83% 增长明显。3) 下游加弹织造企业备货意愿相对谨慎，整体采购刚性为主，上下游博弈情绪较高。往后看，随着供给侧改革深度推进，叠加下半年海外补库预期，高库存环境或逐步缓解。

图表 31: 2019 年至今国内 POY 库存天数变化(天)



来源: Wind, 中泰证券研究所 (阴影部分表示 2019-2024 年变化区间)

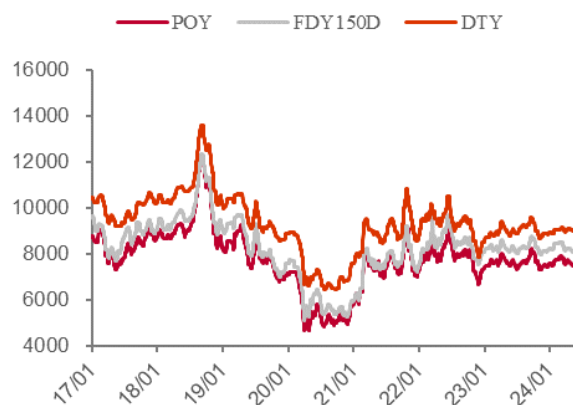
图表 32: 2019 年至今涤纶长丝开工率变化 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所 (阴影部分表示 2019-2024 年变化区间)

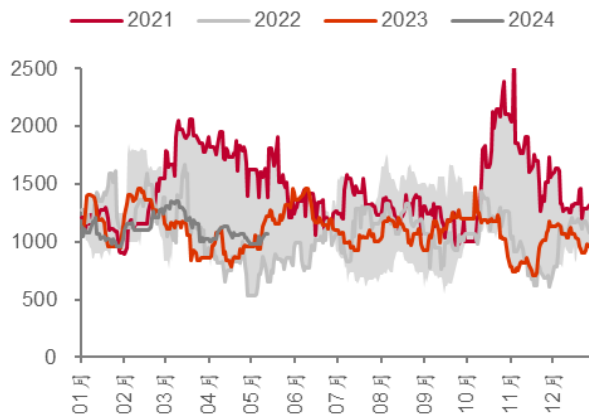
- 供需改善下，长丝价差盈利中枢或逐步抬升。**根据 Wind，截至 5 月 10 日，POY/FDY/DTY 市场价分别约 7450/8050/8975 元/吨，较 2024 年年初分别-150/-175/+75 元/吨。价差上看，当前 POY/FDY/DTY 价差分别约 1069/1669/2594 元/吨，周环比+87/+62/+87 元/吨，较 4 月初分别+66/+116/+216 元/吨，较 2024 年年初分别+17/-8/+242 元/吨，分别位于 2016 年以来的 19.4%/30.2%/28.5%分位。我们认为，供给端的扰动或将显著提振行业市场预期，带动长丝产品价差盈利不断修复。

图表 33: 2017 年至今国内长丝价格变化(元/吨)



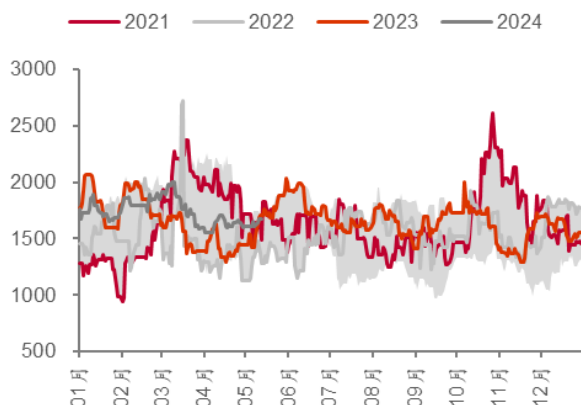
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 34: 2019 年至今国内 POY 价差变化(元/吨)



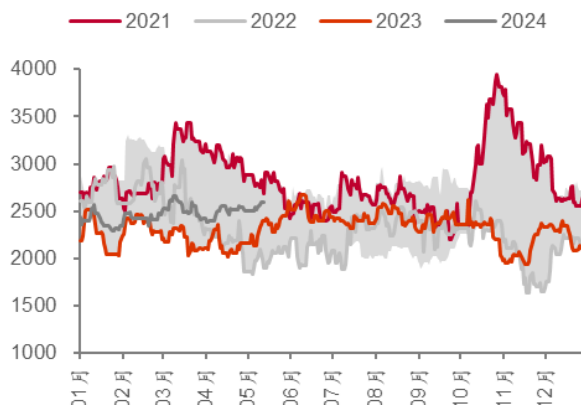
来源: Wind, 中泰证券研究所 (阴影部分表示 2019 年至今变化区间)

图表 35: 2019 年至今国内 FDY 价差变化 (元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所 (阴影部分表示 2019 年至今变化区间)

图表 36: 2019 年至今国内 DTY 价差变化 (元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所 (阴影部分表示 2019 年至今变化区间)

- 我们选取桐昆股份和新凤鸣作为涤纶长丝行业代表性企业, 并对行业及对应个股 2023 年及 24Q1 具体财务表现展开分析:
- 业绩能力:
 - 2023 年行业累计实现营业收入 1441.1 亿元, 同比+27.8%; 实现归母净利润 18.8 亿元, 同比大幅扭亏, 较 2022 年增加 19.6 亿元; 实现扣非归母净利润 13.6 亿元, 同比大幅扭亏, 较 2022 年增加 17.3 亿元。
 - 24Q1 行业累计实现营业收入 355.6 亿元, 同比+25.1%, 环比-6.8%; 实现归母净利润 8.6 亿元, 同比实现扭亏, 较 23Q1 增加 11.6 亿元, 环比+820.2%; 实现扣非归母净利润 7.7 亿元, 同环比均实现大幅扭亏, 较 23Q1 和 23Q4 分别增加 29.5 和 8.7 亿元。
- 盈利能力:
 - 2023 年涤纶长丝行业的毛利率、净利率和 ROE 水平分别约 5.4%、1.3% 和 3.6%, 同比+1.9pct、+1.4pct 和+3.8pct。
 - 24Q1 行业毛利率、净利率和 ROE 水平分别约 6.4%、2.4%和 1.6%, 同比+5.7pct、+3.4pct 和+2.2pct, 环比+4.6pct、+2.2pct 和+1.4pct。

图表 37: 2023 年涤纶长丝行业代表性公司财务指标

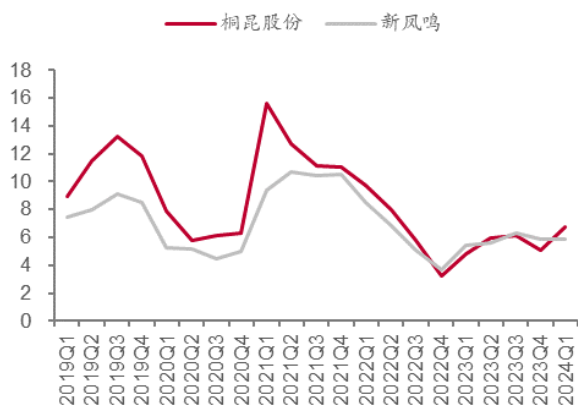
所属行业	企业名称	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			ROE		
		2023	2022	同比	2023	2022	同比	2023 (%)	2022 (%)	同比 (pct)
涤纶长丝	桐昆股份	826.4	619.9	33.3%	8.0	1.2	539.1%	2.3	0.4	1.9
	新凤鸣	614.7	507.9	21.0%	10.9	-2.1	扭亏	6.5	-1.3	7.8
合计/均值		1441.1	1127.8	27.8%	18.8	-0.8	扭亏	3.6	-0.2	3.8

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

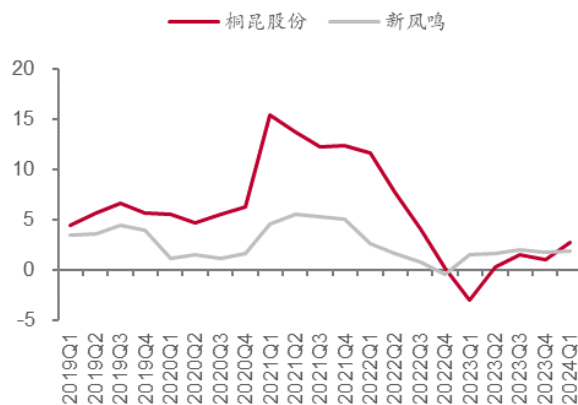
图表 38: 24Q1 年涤纶长丝行业代表性公司财务指标

所属行业	企业名称	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)					ROE				
		24Q1	23Q1	23Q4	同比	环比	24Q1	23Q1	23Q4	同比	环比	24Q1	23Q1	23Q4	同比 (pct)	环比 (pct)
涤纶长丝	桐昆股份	211.1	159.1	209.0	32.7%	1.0%	5.8	-4.9	-1.1	扭亏	扭亏	1.6%	-1.4%	-0.3%	3.0	1.9
	新凤鸣	144.5	125.1	172.7	15.5%	-6.3%	2.8	1.9	2.0	45.2%	38.0%	1.6%	1.2%	1.2%	0.4	0.4
合计/均值		355.6	284.2	381.7	25.1%	-6.8%	8.6	-3.0	0.9	扭亏	820.2%	1.6%	-0.6%	0.2%	2.2	1.4

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 39: 涤纶长丝行业代表公司单季度毛利率 (%)


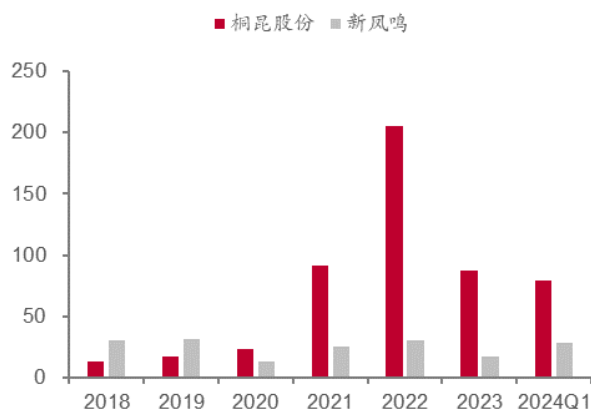
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 40: 涤纶长丝行业代表公司单季度净利率 (%)


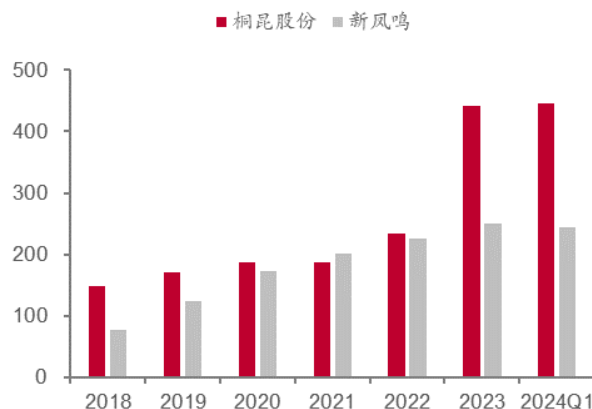
来源: Wind, 中泰证券研究所

■ 在建工程&固定资产:

- 截至 2023 年底, 桐昆股份和新凤鸣在建工程合计分别约 87.3 和 16.9 亿元, 同比-57.4%和-44.8%。截至 2024 年一季度末, 桐昆股份和新凤鸣在建工程合计分别约 78.7 和 28.6 亿元, 同比-62.5%和+62.9%。
- 截至 2023 年底, 桐昆股份和新凤鸣固定资产合计分别约 441.6 和 250.2 亿元, 同比+88.7%和+10.6%。截至 2024 年一季度末, 桐昆股份和新凤鸣固定资产合计分别约 446.5 和 243.9 亿元, 同比+96.4%和+0.8%。

图表 41: 涤纶长丝行业代表公司在建工程 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 42: 涤纶长丝行业代表公司固定资产 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

2.2 氟化工: 三代制冷剂配额执行, 红利久期或超预期

- **供给侧存显著收缩逻辑。**根据《基加利修正案》要求, 发展中国家应在其 2020 年至 2022 年氢氟烃 (HFCs, 下同) 类使用量平均值的基础上, 2024 年冻结 HFCs 的消费和生产, 自 2029 年开始削减, 到 2045 年后将 HFCs 使用量降至其基准值 20% 以内。我国自 2021 年 6 月起宣布正式接受该修正案, 并于 2021 年 9 月 15 日起生效。2024 年为我国 HFCs 产品配额冻结的初年。

■ **对比二代制冷剂的配额削减要求：**

- **1) 禁用日程跨度不同：**HFCs 自配额冻结起至最终目标要求，累计时间跨度超过 20 年，大于《蒙特利尔议定书》中对二代制冷剂配额削减的目标要求，反映出三代制冷剂配额削减的进程更长；
- **2) 余量&最终要求不同：**不同于《蒙特利尔议定书》中对二代制冷剂最终削减的要求，到 2030 年 1 月 1 日，国内二代制冷剂配额应削减 97.5% 且其后生产仅限于上述日期仍存在冷冻和空调设备的维修，HFCs 在 2045 年后应将其使用量降低至基准值的 20% 以内，高于二代制冷剂余量。与此同时，《基加利修正案》中未对削减末期的 HFCs 消费市场做明确规定，可同时用于新增和维修市场；

图表 43：《蒙特利尔议定书》与《基加利修正案》对比

《蒙特利尔议定书》		《基加利修正案》	
基准数量	2009-2010年的平均数	基准数量	2020-2022年生产量均值 (经生态环境部组织核定)
冻结水平	2013/1/1	冻结水平	2024/1/1
削减10%	2015/1/1	削减10%	2029/1/1
削减35%	2020/1/1	削减30%	2035/1/1
削减67.5%	2025/1/1	削减50%	2040/1/1
削减97.5%	2030年1月1日，其后生产仅限于上述日期仍存在的冷冻和空调设备的维修	削减80%	2045/1/1

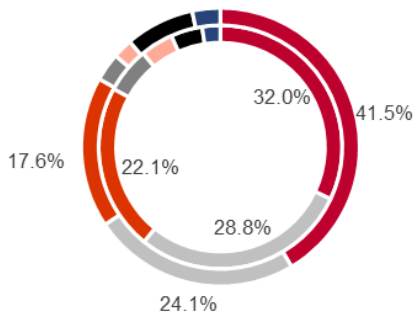
来源：公司公告，生态环境部，中泰证券研究所

- **3) 所处市场环境不同：**根据《蒙特利尔议定书》，我国二代制冷剂基准年为 2009-2010 年，恰逢国内首轮家电下乡时期，配额基数相对较高；相比之下，2020-2022 年为三代制冷剂配额基准年，彼时受全球疫情蔓延以及需求不确定性强化等多重影响，配额基数整体较低。在此基础上，不同于二代制冷剂配额冻结时期内，HFCs 类产品 R410a 已可作为代表性二代制冷剂产品 R22 的过渡性产品，且存在碳氢工质 HC-290 作为主要替代技术以支持国内 R22 的淘汰。当下看，一方面，二代制冷剂将于 2025 年进一步将其配额削减至基准值的 67.5%，处加速淘汰阶段；另一方面，四代制冷剂多数仍处专利保护期，因产品价格较高尚未在国内大规模推广。与此同时，根据欧盟于 2023 年 2 月出台的 PFAS 法规，R1234yf、R1234ze、R1233zd 等核心四代制冷剂产品被列入限制物质名录，而 R32、R134a、R410a 等三代制冷剂品种则满足法案要求，更能反映出四代制冷剂取代三代制冷剂的时间或长于市场预期，具备零 ODP 和较低 GWP 值属性的三代制冷剂产品不可与此前的二代制冷剂配额削减同日而语，其红利久期有望超预期。
- **配额分配集中于头部企业。**根据生态环境部，国内三代制冷剂总生产配额约 74.9 万吨，其中内用生产配额 34.2 万吨，约占总量的 45.7%。分产品看，主流品种 R32、R134a、R125 的生产配额约 24.0、21.6、16.6 万吨，分别占总生产配额的 32.0%、28.8%、22.1%；内用生产配额约 14.2、8.3、6.0 万吨，分别占总内用生产配额的 41.5%、24.1%、17.6%。分企业看，配额分配头部集中程度高，前五大企业生产配额总量约占全行业的八成以上。其中，巨化股份、三美股份、昊华科技、东岳集团、永和股份的生产配额约 25.2、11.7、9.9、7.7、5.5 万吨，对应国内市占率约 33.7%、15.7%、13.2%、10.3%、7.4%。根据公告，巨化股份于

2023 年 12 月宣布以现金方式出资 13.9 亿元收购飞源化工 51% 股权，整合行业资源，优化竞争格局。高集中度市场环境下，定价权向供给侧转移明显，龙头企业议价能力显著提升。

图表 44：三代制冷剂生产配额与内用生产配额占比

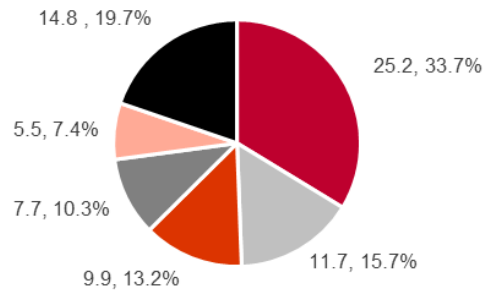
■ R32 ■ R134a ■ R125 ■ R143a ■ R152a ■ R227ea ■ 其他



来源：生态环境部，中泰证券研究所（注：内圈表示三代制冷剂生产配额分布占比；外圈表示三代制冷剂内用生产配额分布占比；数据取自 2024 年）

图表 45：各企业三代制冷剂生产配额分布（万吨）

■ 巨化股份 ■ 三美股份 ■ 吴华科技
■ 东岳集团 ■ 永和股份 ■ 其他企业

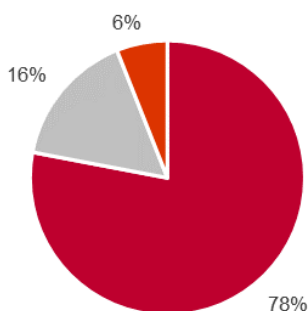


来源：生态环境部，中泰证券研究所（注：数据取自 2024 年）

- 需求端表现同步超预期。**从需求结构看，家用空调占据制冷剂需求绝对比例。在新生产的下游产品中，空调对制冷剂的需求量约占制冷剂总需求的 78%，冰箱和汽车则分别只占 16% 和 6%。从消费品换新市场需求上看，截至 2023 年底，国内民用汽车保有量达 3.36 亿辆，冰箱、洗衣机、空调等家电保有量超过 30 亿台，家电及汽车以旧换新行动催化下，存量维修/替换市场空间广阔。新增市场上看，根据产业在线，5 月家用空调和冰箱排产量分别为 2277 和 850 万台，较 2023 年同期实绩+19.4% 和+13.4%。其中，家用空调和冰箱内销排产 1390 和 382 万台，较 2023 年同期内销实绩+10.0%和+10.6%；出口排产 887 和 468 万台，较 2023 年同期出口实绩+33.8%和+9.7%。汽车方面，根据 Wind，2024 年 4 月国内汽车当月产量 234.6 万辆，同比+16.3%。叠加受厄尔尼诺现象影响，夏季全球气温或再创新高的预期，制冷剂终端需求或持续强势。

图表 46：制冷剂新增市场主要需求结构

■ 家用空调 ■ 冰箱 ■ 汽车



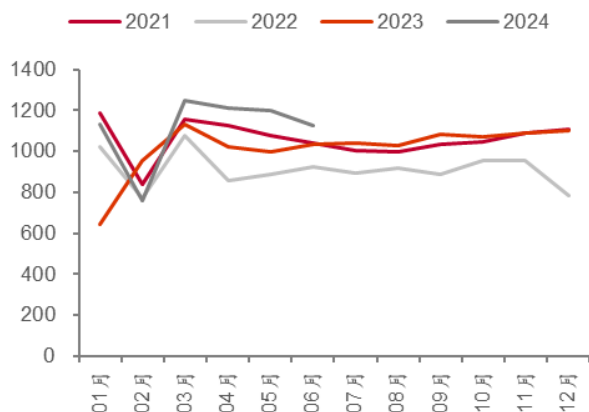
来源：公司公告，中泰证券研究所（注：数据取自 2023 年）

图表 47：2021 年至今国内家用空调排产变化（万台）

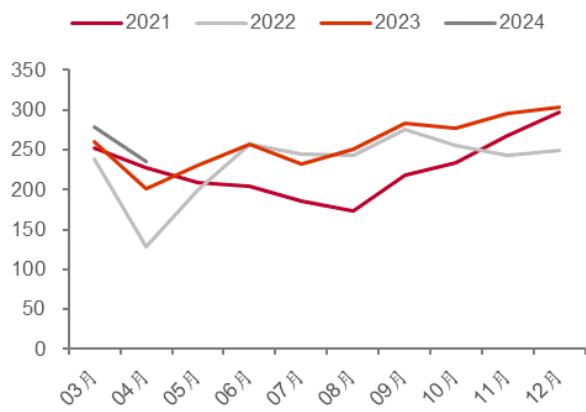
— 2021 — 2022 — 2023 — 2024



来源：产业在线，中泰证券研究所

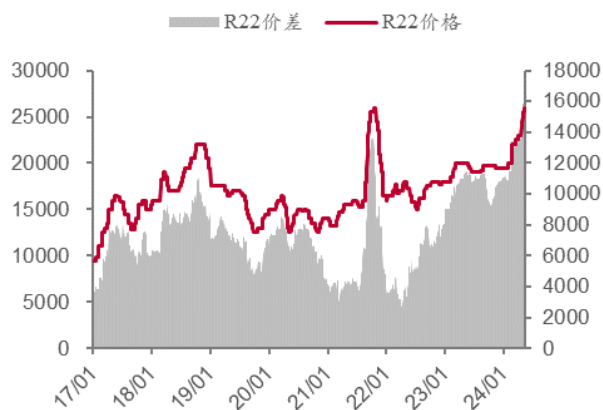
图表 48: 2021 年至今国内冰箱冷柜排产变化(万台)


来源: 产业在线, 中泰证券研究所

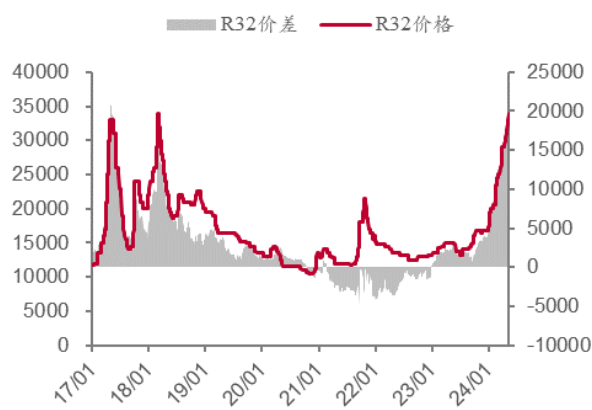
图表 49: 2021 年至今国内汽车市场产量变化(万辆)


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 制冷剂年初起持续涨价。**2020-2022 年为国内三代制冷剂配额基准年, 各生产企业纷纷扩产提负以期获得更大比例的配额; 2023 年为 HFCs 的自由竞争年, 行业逐步回归理性, 核心在于配额政策预期的博弈。然而, 受产需恢复错位、全球能源价格及核心大宗商品价格同比下行等共同影响, 制冷剂市场“供强需弱”矛盾加大, 行业景气仍在下行。随着配额政策的正式落地, 三代制冷剂产品持续涨价, 原料跌价下价差同步增扩。根据 Wind, 截至 5 月 10 日, R32、R134a、R125 价格分别为 3.4、3.2、4.5 万元/吨, 较 2024 年年初分别+97.1%、+14.3%、+62.2%, 处于 2017 年以来的最高值、48.9%分位、36.3%分位。价差上看, 当前 R32、R134a、R125 产品价差分别约 20669、15804、27540 元/吨, 较 2024 年年初分别+337.3%、+33.2%、+122.0%。二代制冷剂方面, 配额提速削减预期催化下, R22 产品价格价差同步表现强势。截至 5 月 10 日, R22 价格、价差分别约 26000、16301 元/吨, 较 2024 年年初+33.3%和+47.3%, 位于 2017 年以来的最高价格分位和 99.8%价差分位。

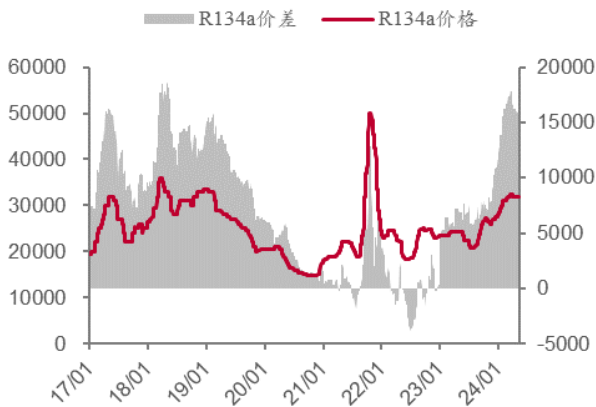
图表 50: 2017 年至今 R22 价格价差变化(元/吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 51: 2017 年至今 R32 价格价差变化(元/吨)


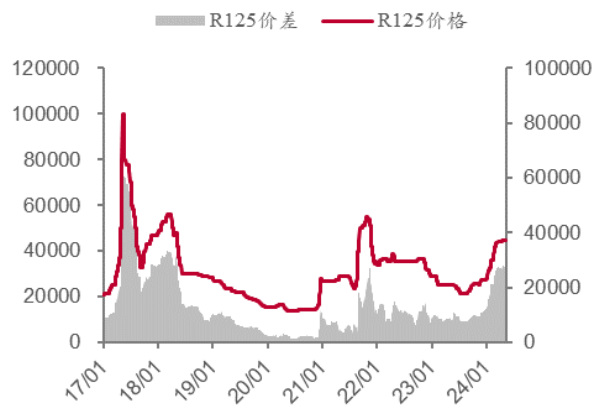
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 52: 2017 年至今 R134a 价格价差变化 (元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 53: 2017 年至今 R125 价格价差变化 (元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 我们选取巨化股份、三美股份、永和股份和昊华科技作为氟化工行业代表性企业，并对行业及对应个股 2023 年及 24Q1 具体财务表现展开分析：
- 业绩能力：
 - 2023 年行业累计实现营业收入 362.1 亿元，同比-7.5%；实现归母净利润 23.1 亿元，同比-46.7%；实现扣非归母净利润 19.6 亿元，同比-51.2%。
 - 24Q1 行业累计实现营业收入 90.5 亿元，同比+8.4%，环比+12.0%；实现归母净利润 6.4 亿元，同比+48.7%，环比+35.0%；实现扣非归母净利润 6.1 亿元，同比+53.0%，环比+129.0%。
- 盈利能力：
 - 2023 年氟化工行业的毛利率、净利率和 ROE 水平分别约 16.3%、6.4% 和 7.0%，同比-3.5pct、-4.7pct 和-6.5pct。
 - 24Q1 行业毛利率、净利率和 ROE 水平分别约 18.0%、7.3%和 1.9%，同比+2.0pct、+2.3pct 和+0.6pct，环比+0.1pct、+1.3pct 和+0.4pct。

图表 54: 2023 年氟化工行业代表性公司财务指标

所属行业	企业名称	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			ROE		
		2023	2022	同比	2023	2022	同比	2023 (%)	2022 (%)	同比 (pct)
氟化工	巨化股份	206.6	214.9	-3.9%	9.4	23.8	-60.4%	5.9	15.2	-9.3
	三美股份	33.3	47.7	-30.1%	2.8	4.9	-42.4%	4.7	8.5	-3.8
	永和股份	43.7	38.0	14.9%	1.8	3.0	-38.8%	7.0	12.0	-5.0
	昊华科技	78.5	90.7	-13.4%	9.0	11.6	-22.8%	10.5	14.2	-3.7
合计/均值		362.1	391.3	-7.5%	23.1	43.3	-46.7%	7.0	13.5	-6.5

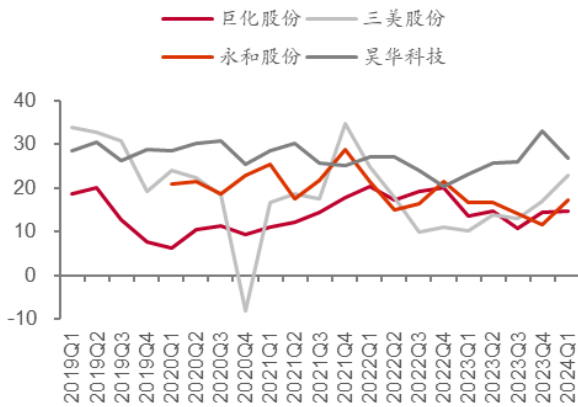
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 55: 24Q1 年氟化工行业代表性公司财务指标

所属行业	企业名称	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)					ROE				
		24Q1	23Q1	23Q4	同比	环比	24Q1	23Q1	23Q4	同比	环比	24Q1	23Q1	23Q4	同比 (pct)	环比 (pct)
氟化工	巨化股份	54.7	45.8	46.4	19.5%	17.8%	3.1	1.5	2.0	103.3%	57.7%	1.9%	0.9%	1.3%	1.0	0.6
	三美股份	9.6	7.8	7.2	23.3%	32.3%	1.5	0.2	0.4	672.5%	270.8%	2.5%	0.3%	0.7%	2.2	1.8
	永和股份	10.1	9.4	11.4	7.8%	-11.2%	0.4	0.3	0.2	27.4%	72.1%	1.4%	1.2%	0.8%	0.2	0.6
	昊华科技	16.1	20.6	15.8	-21.6%	2.2%	1.4	2.3	2.1	-39.9%	-35.8%	1.6%	2.7%	2.5%	-1.1	-0.9
合计/均值		90.5	83.5	80.9	8.4%	12.0%	6.4	4.3	4.7	48.7%	35.0%	1.9%	1.3%	1.5%	0.6	0.4

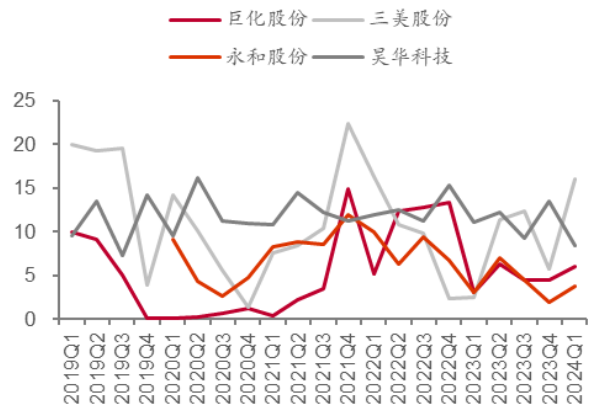
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 56: 氟化工行业代表公司单季度毛利率 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 57: 氟化工行业代表公司单季度净利率 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

2.3 MDI: 海外装置扰动频发, 价格价差有望筑底回升

- **海外装置扰动再起。**结合公司公告和百川盈孚, 根据我们统计, 2024 年年初至今, 海外已有超百万吨 MDI 海外装置面临非计划内停车。以美国地区为例, 巴斯夫 40 万吨/年 (4 月 11 日)、科思创 33 万吨/年 (4 月 28 日) 以及亨斯迈一套装置停车, 产能共计 83-93 万吨/年, 占北美当地产能的 52.9%-59.2%。叠加国内外部分装置的维护性检修, 供给侧扰动显著高于常年。

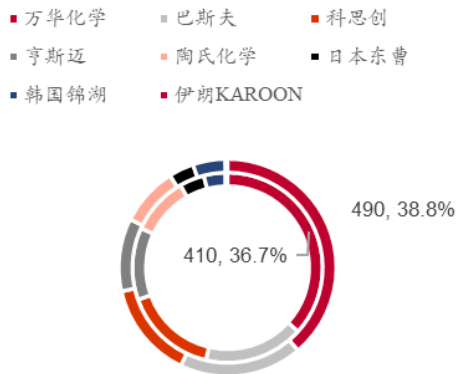
图表 58: 2024 年以来, 全球 MDI 装置不可抗力频发 (万吨/年)

生产企业	地区	产能	装置动态
巴斯夫	上海	19	5月中旬存检修计划, 预计检修期1个月左右
	韩国	25	2月19日故障停车, 4月30日已恢复正常运行
	美国	40	4月11日不可抗力装置停车
科思创	美国	33	4月28日不可抗力装置停车
	匈牙利	40	3月26日因故停车, 4月30日已恢复正常运行
万华化学	宁波	120	一期40万吨产能2023年11月停产检修、1月9日复产; 二期80万吨产能2023年12月停产检修、1月30日复产
	福建	40	40万吨装置3月初检修, 4月4日已恢复生产
陶氏	德国	19	4月初计划停车检修, 截至5月10日已恢复低负运行
东曹	日本	20	7+13万吨/年MDI装置5月初计划检修, 预计为期40天左右
亨斯迈	荷兰	12	装置检修后暂无开车计划
	美国	50	三套装置, 其中一套停车, 现阶段维持7成开工负荷

来源: 百川盈孚, 中泰证券研究所

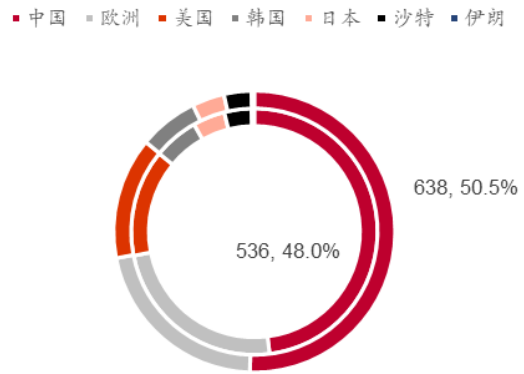
- **头部话语权再加强。**结合公司公告和百川盈孚, 到 2023 年底, 万华化学合计具备 MDI 年产能 310 万吨 (宁波 120+烟台 110+福建 40+匈牙利 40), 全球市占率约 30.5%。2024 年以来, 公司宁波、福建基地先后完成 60 和 40 万吨技改扩能, 基地总年产能数达 180 万吨和 80 万吨, 公司总产能数进一步增扩至 410 万吨/年, 全球市占率达 36.7%。在此基础上, 福建基地远期计划继续扩产至 150 万吨/年, 烟台基地另有 10 万吨扩能计划, 全部投产后, 预计全球市占率有望达到近 40%。

图表 59: 全球 MDI 产能分布 (分企业, 万吨/年)



来源: 公司公告, 百川盈孚, 天天化工网, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 4 月底)

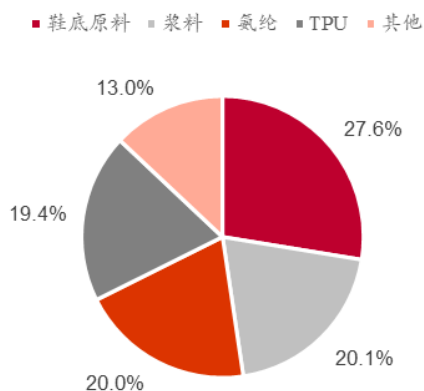
图表 60: 全球 MDI 产能分布 (按地区, 万吨/年)



来源: 公司公告, 百川盈孚, 天天化工网, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 4 月底)

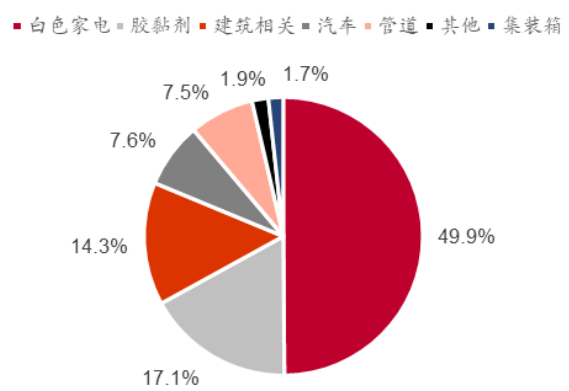
- **供需格局向好下, MDI 价格价差有望底部回暖。**需求端看, 根据科思创, 2023 年全球 MDI 需求量 815 万吨, 预计 2023-2028 年 CAGR 约 5-6%。从消费结构上看, 纯 MDI 和聚合 MDI 下游应用有所差别。根据百川盈孚, 纯 MDI 各应用领域平分秋色, 鞋底原料、浆料、氨纶、TPU 消费占比分别约 27.6%、20.1%、20.0%、19.4%; 相比之下, 聚合 MDI 下游应用主要为白色家电、胶粘剂、建筑等领域, 消费占比分别约 49.9%、17.1%、14.3%。结合我们之前的论述, 在消费品以旧换新行动以及成交承压下地产逆周期政策等催化下, 聚合 MDI 核心下游需求白色家电市场排产及产销表现同步超预期; 叠加海外装置不可抗力频发, 2024 年以来, 国内聚合 MDI 出口表现同样亮眼。根据天天化工网, 2024 年 3 月, 我国聚合 MDI 至欧洲的出口量约 3.7 万吨, 环比 2024 年 2 月出口量 +345.1%; 若排除春节假期因素, 相比 2024 年 1 月 +62.2%。

图表 61: 国内纯 MDI 下游消费结构 (2022 年)



来源: 百川盈孚, 中泰证券研究所

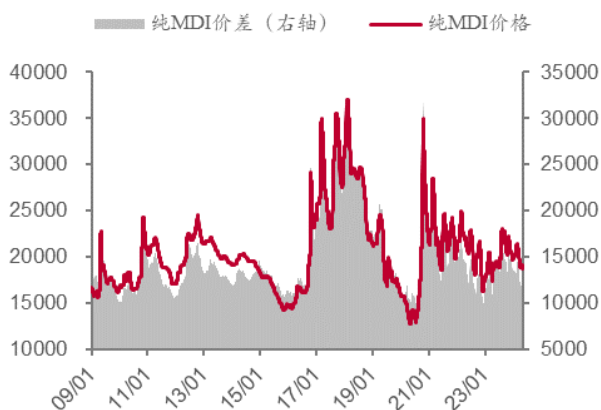
图表 62: 国内聚合 MDI 下游消费结构 (2022 年)



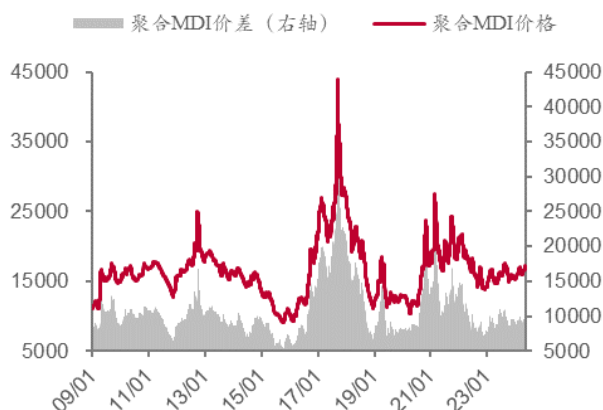
来源: 百川盈孚, 中泰证券研究所

- 对应纯 MDI 和聚合 MDI 产品价格价差, 2024 年以来二者走势出现分化, 主要原因或与其需求结构密切相关。相比于聚合 MDI, 纯 MDI 下游市场

采购意愿相对低迷,需求不振下价格价差仍处相对底部。根据 Wind,截至 5 月 10 日,纯 MDI 和聚合 MDI 市场价分别约 18800 和 17100 元/吨,较 2024 年年初分别-4.3%和+11.0%,处 2009 年以来 24.9%和 22.8%分位。价差上看,当前纯 MDI 和聚合 MDI 价差分别约 11627 和 9927 元/吨,较 2024 年年初分别-13.6%和+7.8%,处 2009 年以来的 8.5%和 13.5%分位。

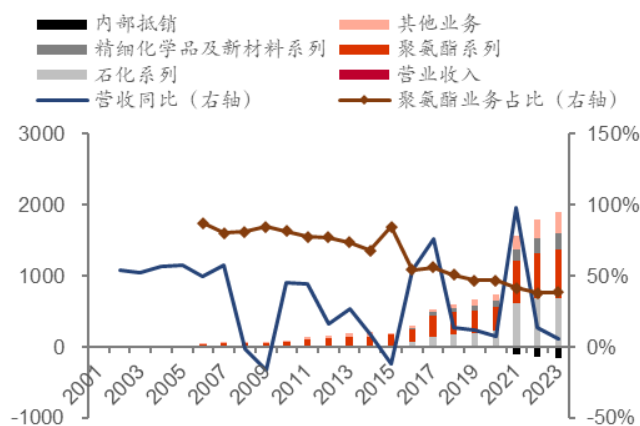
图表 63: 2009 年至今纯 MDI 价格价差 (元/吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

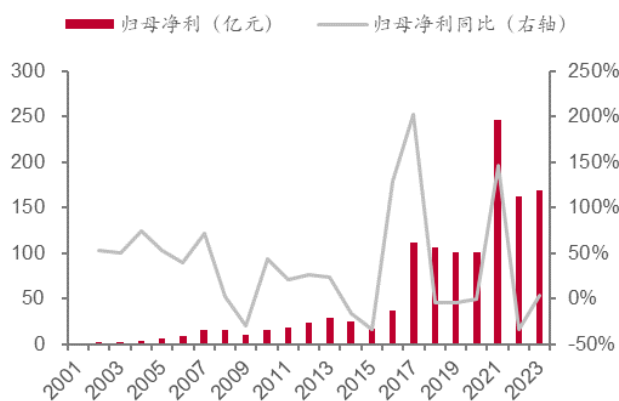
图表 64: 2009 年至今聚合 MDI 价格价差 (元/吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 我们选取万华化学作为 MDI 行业代表性企业,对其 2023 年及 24Q1 具体财务表现展开分析:
- 业绩能力:
 - 2023 年万华化学实现营业收入 1753.6 亿元,同比+5.9%;实现归母净利润 168.2 亿元,同比+3.6%;实现扣非归母净利润 164.4 亿元,同比+4.1%。营收结构上看,随着公司多元化布局的深度推进,现已逐步由传统的聚氨酯解决方案提供商发展成为多元化综合型化工龙头企业,对应聚氨酯业务营收占比同样有所下滑。根据公告,公司聚氨酯业务已由 2006 年的 87.3%降低至 2023 年的 38.4%,2023 年聚氨酯系列产品实现营收 673.9 亿元,同比+7.1%。

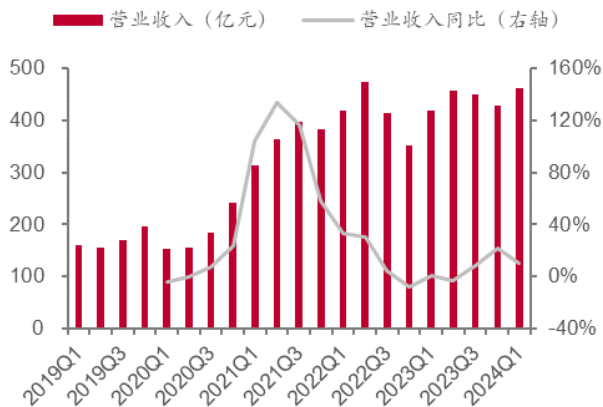
图表 65: 万华化学上市以来年度营业收入 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 66: 万华化学上市以来年度归母净利润 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 24Q1 万华化学实现营业收入 461.6 亿元，同比+10.1%，环比+7.8%；实现归母净利润 41.6 亿元，同比+2.6%，环比+1.1%；实现扣非归母净利润 42.7 亿元，同比+3.7%，环比+3.8%。

图表 67：19Q1 至今万华化学单季度营收（亿元）


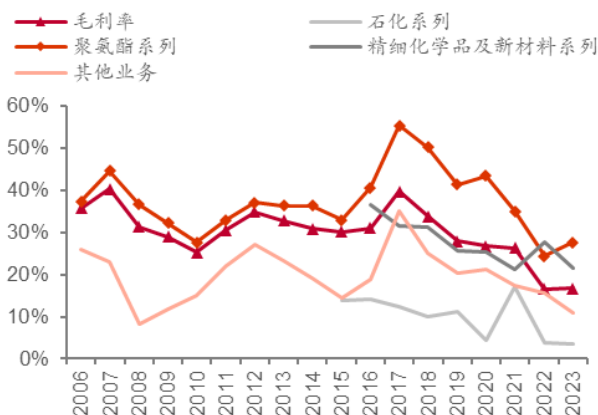
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 68：19Q1 至今万华化学单季度归母净利润（亿元）

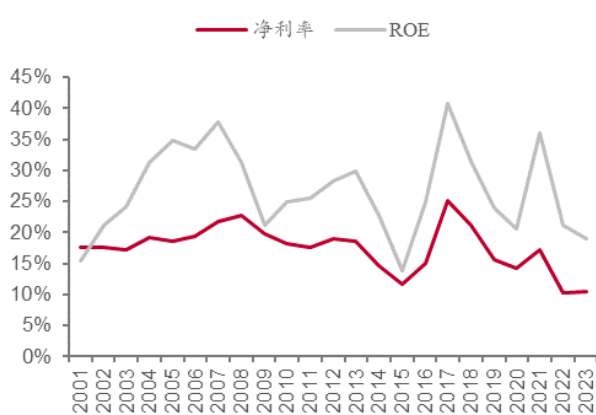

来源：Wind，中泰证券研究所

■ 盈利能力：

- 2023 年万华化学毛利率、净利率和 ROE 分别约 16.8%、10.4%和 19.0%，同比+0.2pct、+0.1pct 和-2.2pct。分产品看，2023 年聚氨酯、石化、精细化学品及新材料业务毛利率分别约 27.7%、3.5%、21.4%，同比+3.2pct、-0.2pct、-6.2pct。
- 24Q1 万华化学毛利率、净利率和 ROE 水平分别约 17.6%、9.9%和 4.5%，同比+0.1pct、-0.6pct 和-0.5pct，环比+0.8pct、-0.5pct 和-0.2pct。

图表 69：万华化学上市以来分产品毛利率变化


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 70：万华化学上市以来净利率及 ROE 变化


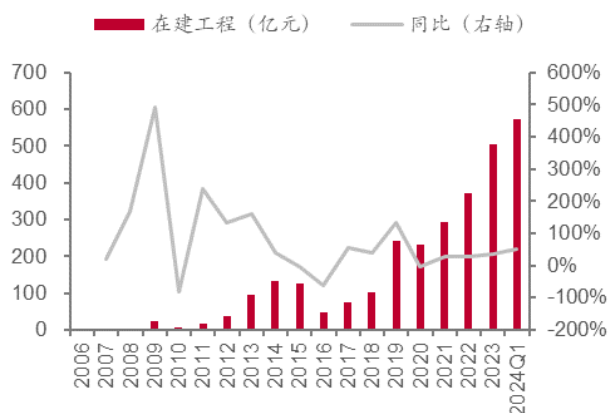
来源：Wind，中泰证券研究所

■ 在建工程&固定资产&资本开支：

- 截至 2023 年底，万华化学在建工程、固定资产、资产开支分别约 504.5、987.6、431.0 亿元，同比+36.1%、+25.7%、+32.0%。
- 截至 2024 年一季度末，公司在建工程、固定资产、资本开支分别约 574.1、

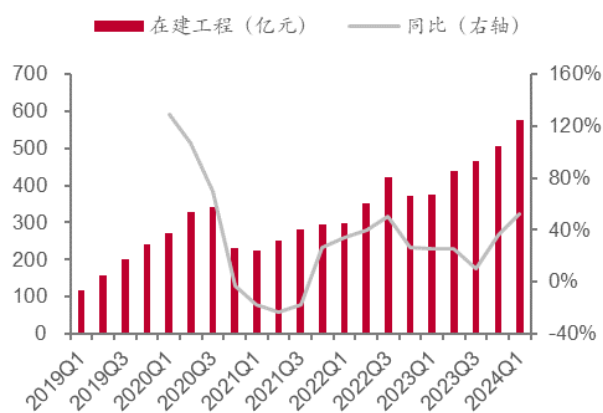
981.1、110.9 亿元，同比+52.6%、+17.0%、+4.4%。

图表 71: 万华化学上市以来在建工程变化



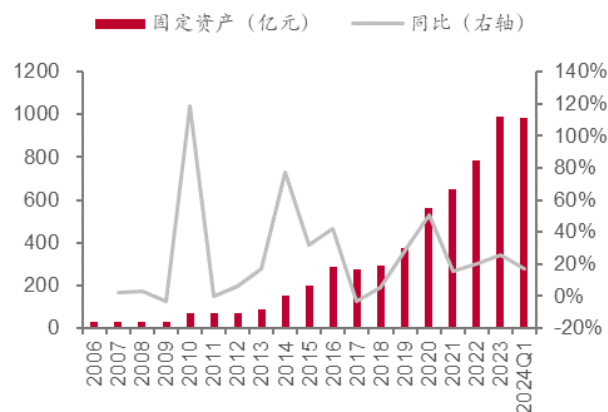
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 72: 19Q1 至今万华化学单季度在建工程变化



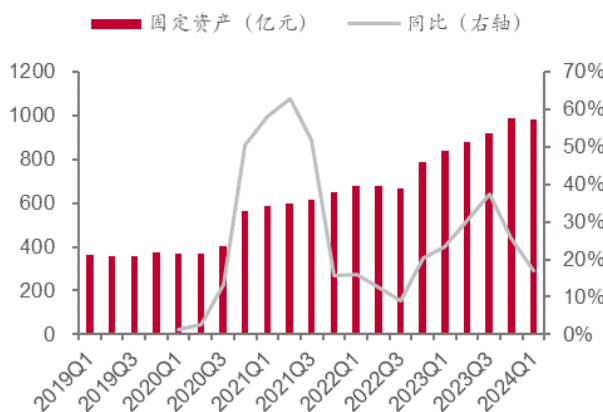
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 73: 万华化学上市以来固定资产变化



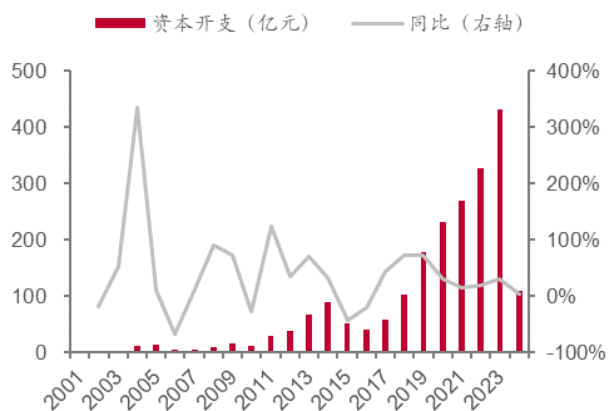
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 74: 19Q1 至今万华化学单季度固定资产变化



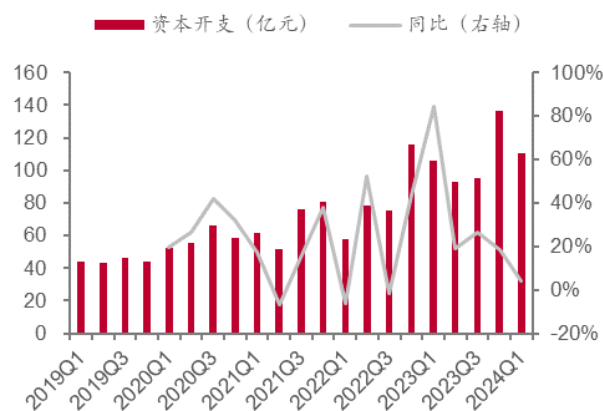
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 75: 万华化学上市以来资本开支变化



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 76: 19Q1 至今万华化学单季度资本开支变化



来源: Wind, 中泰证券研究所

2.4 煤化工&能源套利：关注低成本+有增量的核心白马

- 1) 华鲁恒升：荆州一期高效达产，二期放量高质成长
- 一体两翼并肩发展，看好远期高质成长。公司是国内煤化工龙头标杆，以煤气化平台为基础，现已形成“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式，低成本竞争优势突出。2023-2024 年是公司产能增量大年：德州基地方面，高端溶剂项目（60 万吨 DMC+30 万吨 EMC+5 万吨 DEC）、3×480t/h 高效大容量燃煤锅炉项目及部分配套技改项目于 2023 年顺利投产，丰富产品品类、强化提质增效。2024 年 4 月，尼龙 66 高端新材料项目一期装置进入调试阶段，投产后有望进一步夯实自身尼龙新材料群竞争优势。荆州基地方面，2023 年 11 月，一期项目（100 万吨尿素+100 万吨醋酸+15 万吨 DMF+15 万吨混甲胺）实现一次开车成功并创建设、投产、盈利行业最快纪录。二期工程（52 万吨尿素、20 万吨 BDO、16 万吨 NMP、3 万吨 PBAT、10 万吨醋酐等）已于 2023 年 9 月开工，目前也正在按期推进建设过程中，中长期成长确定性强。

图表 77：2015-2025E 华鲁恒升分产品权益产能

单位：万吨/年		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
肥料	尿素	180	180	180	180	160	160	160	155	225	261.4	261.4
	醋酸	50	50	50	50	80	80	80	80	180	180	180
醋酸及衍生品	醋酐	3	3	3	3	5	5	5	5	5	5	12
	DMF	25	25	25	25	23	33	33	33	43.5	43.5	43.5
有机胺	混甲胺	20	20	20	20	20	20	20	20	30.5	30.5	30.5
	乙二醇	5	5	5	55	55	55	55	55			
新材料	丁辛醇	15	20	20	20	20	20	20	20	30	30	30
	己二酸	16	16	16	16	16	16	32.66	32.66	32.66	52.66	52.66
	环己酮	10	10	10	16	16	16	56	56	56	56	56
	己内酰胺							30	30	40	40	40
	碳酸二甲酯							30	30	60	60	60
	碳酸甲乙酯									30	30	30
	碳酸二乙酯									5	5	5
	尼龙6切片								20	20	20	20
	二元酸（草酸）							10	20	50	50	50
	PA66										8	8
	NMP											11.2
	BDO											14
	PBAT											2.1
	其他	三聚氰胺（密胺单体）	5	5	5	10	10	10	10	10	10	21.2
硝酸		45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45

来源：公司官网，公司公告，环评报告，中泰证券研究所

- 醋酸装置扰动频发，产品价差逐步增扩。根据百川盈孚，美国利安德巴塞尔 54.4 万吨装置于 3 月 4 日宣布不可抗力停车恢复时间待定、韩国乐天 BP 65 万吨装置于 4 月 10 日至 5 月 15 日停车检修、日本大赛路 45 万吨装置故障停车、英国 BP 50 万吨装置自 4 月初开始检修，预计将持续至 5 月底。国内方面，河南顺达 40 万吨装置于 5 月 8 日故障短停，预计 5 月 20 日至 5 月 30 日停车检修，供应端故障频发下，累计停车/检修产能约 254.4 万吨。根据现有规划，2024 年预计国内行业新增仅 2 套装置合计 180 万吨产能，叠加后续国内装置仍存检修停产计划，预计行业供给端压力有望得到缓解。在此基础上，PTA 作为醋酸核心下游（2023 年消费占比约 34.6%），2024 年全年已规划的新产能数约 690 万吨，行业整体供需格局有望改善。价格价差上看，截至 5 月 10 日，国内醋酸产品价格价差分别约 3200 和 1712 元/吨，较 2024 年年初分别

+6.0%和+4.2%，位于 2009 年以来的 19.4%和 14.9%分位。

图表 78：2024 年至今海内外醋酸装置不确定性显著强化（万吨/年）

生产企业	国家/地区	产能	装置情况	备注
利安德巴塞尔	美国	54.4	不可抗力停车	3月4日宣布不可抗力，恢复时间待定
乐天BP	韩国	65	检修停车	预计4月10日至5月15日停车检修
大赛路	日本	45	故障停车	5月存检修计划
BP	英国	50	检修停车	4月初开始检修，预计将持续至5月底
河南顺达	中国河南	40	故障停车&检修停车	5月8日故障短停，预计5月20日至5月30日停车检修
中石化宁化	中国宁夏	41	预计检修停车	预计5月下旬检修，具体时间待定
华鲁恒升	中国山东	50	预计检修停车	预计8月开启检修，具体时间待定

来源：百川盈孚，中泰证券研究所

图表 79：2009 年至今醋酸价格价差变化（元/吨）

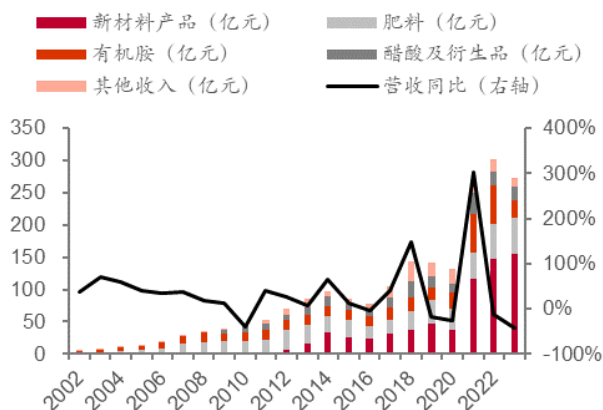


来源：Wind，中泰证券研究所

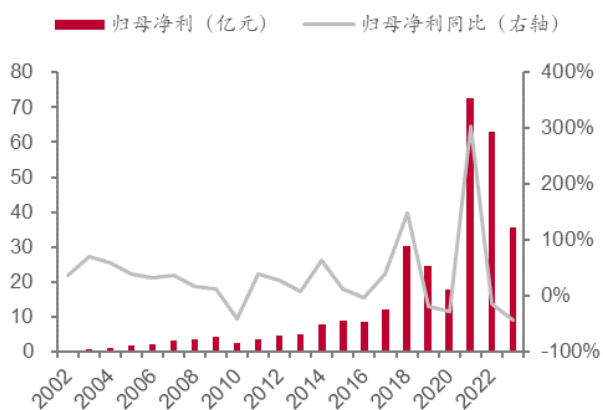
- **业绩环比大幅改善，低成本构筑强 ROE。**华鲁恒升依托自身煤气化平台，低成本优势穿越周期，随产品链逐步丰富，“一头多线”柔性生产下有效平抑不同化工品周期性波动风险，公司业绩盈利能力同业领先。
- **业绩能力：**上市以来，2002-2023 年公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润的 CAGR 分别约 21.6%、23.0%、24.7%。2023 年在需求整体疲弱、行业竞争加剧、市场预期转弱的三重不利影响下，叠加前期诉讼补偿金费用的计提，公司生产经营有所承压，全年营收、归母净利润和扣非归母净利润分别约 272.6、35.8、37.0 亿元，同比-9.9%、-43.1%、-42.3%。24Q1 随着荆州基地一期项目的高负荷运转，协同发展、拓市扩销下，公司在一定程度上弥补期间内尿素、醋酸、DMF 等核心产品价差收窄带来的盈利损失，以量补价带动业绩盈利同环比提升，单季度实现营收、归母净利润、扣非归母净利润约 79.8、10.7、10.7 亿元，同比+31.8%、+36.3%、+37.7%。

图表 80：华鲁恒升上市以来年度营业收入

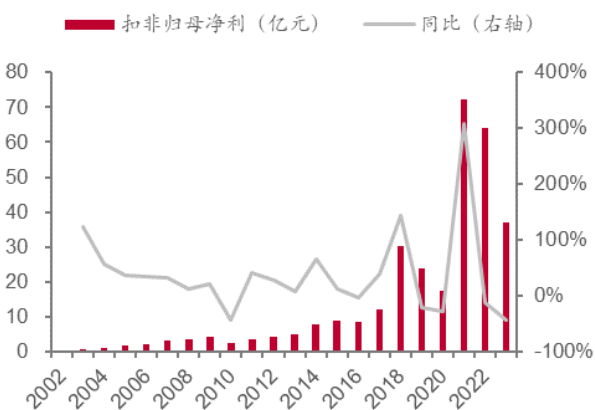
图表 81：19Q1 至今华鲁恒升单季度营收



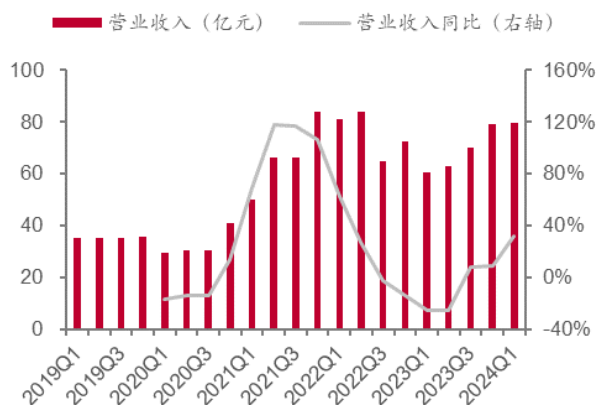
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 82: 华鲁恒升上市以来年度归母净利润


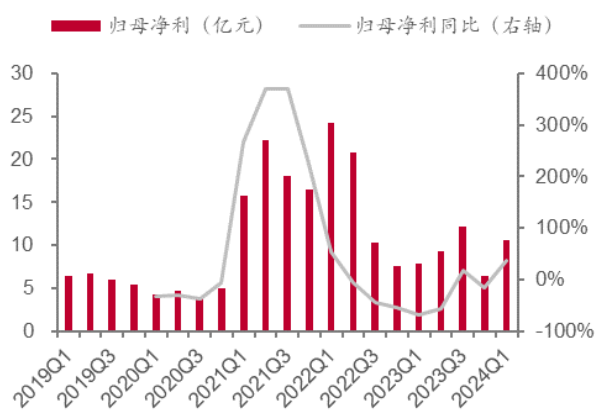
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 84: 华鲁恒升上市以来年度扣非归母净利润


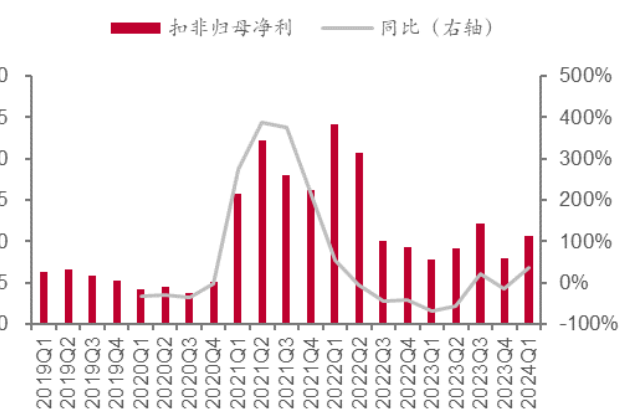
来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 83: 19Q1 至今华鲁恒升单季度归母净利润


来源: Wind, 中泰证券研究所

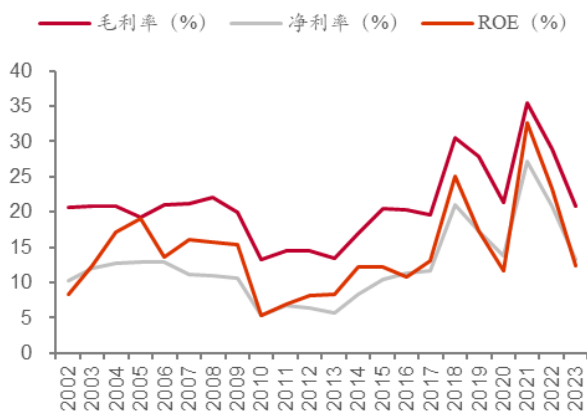
图表 85: 19Q1 至今华鲁恒升单季度扣非归母净利润


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **盈利能力:** 华鲁恒升自 2002 年上市以来, 毛利率、净利率和 ROE 中枢分别约 21.1%、12.4%和 14.4%。2023 年公司毛利率、净利率和 ROE 分别约 20.9%、13.3%和 12.4%, 同比-8.1pct、-7.5pct、-11.0pct。2024 年一季度, 公司毛利率、净利率和 ROE 分别约 21.9%、14.2%和 3.6%,

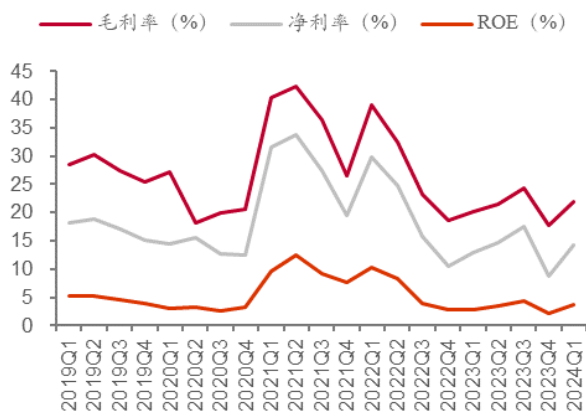
同比+1.7pct、+1.4pct 和+0.8pct。

图表 86：华鲁恒升上市以来毛利率、净利率及 ROE



来源：Wind，中泰证券研究所

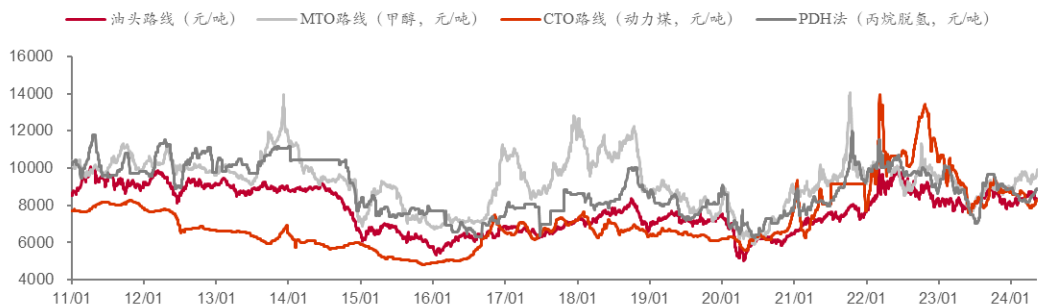
图表 87：19Q1 至今华鲁恒升单季度盈利能力表现



来源：Wind，中泰证券研究所

- **2) 宝丰能源：油高煤低利好烯烃，内蒙项目投产在即**
- **煤制烯烃民企典范，油煤套利价差增扩。**公司本部位位于国内能源化工“金三角”之一的宁东国家级能源化工基地，新投资建设的内蒙古鄂尔多斯基地同样位于“金三角”的另一核心区，地区煤炭资源丰富，完整产业链进一步实现降本提效。与此同时，内蒙古子公司贴近华东、华北等主要产品销售市场，低成本运输物流便利。煤制烯烃作为公司核心业务板块，根据中国化工信息周刊，常见的烯烃制备路线主要包括油制（以石脑油裂解为主）、煤制（含外购甲醇）和轻烃裂解三大类。长期以来，石脑油裂解工艺一直是制备烯烃的主要路线，烯烃价格与油价走势整体呈正相关性。在当前高油价、低煤价市场环境下，煤制烯烃路线具备显著成本优势。根据 Wind，截至 5 月 10 日，CTO（动力煤）路线成本曲线较油头路线、MTO（甲醇）路线和 PDH（丙烷脱氢）路线分别领先 54、1291、577 元/吨。公司 CTO 路线下烯烃成本与煤价密切相关，油高煤低利好烯烃盈利增强。伴随国内宏观经济环境的逐步复苏，终端需求回暖背景下，烯烃价差有望持续修复。

图表 88：不同烯烃生产路线下的成本比较



来源：Wind，中泰证券研究所

- **宁东内蒙双基地发力，高增量拾级而上。**2023 年 9 月，公司宁东三期

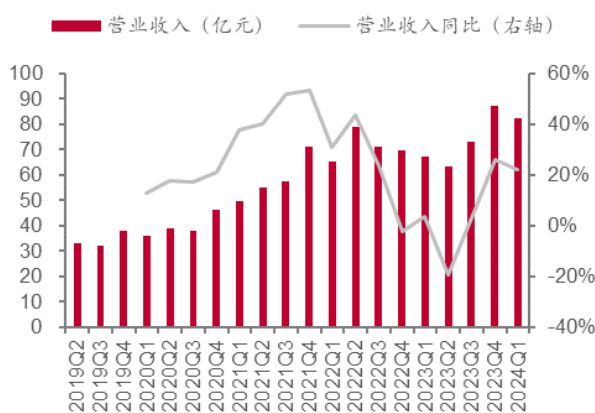
煤制烯烃与 C2-C5 及混合烃类增值利用项目建成投产, 新增甲醇、烯烃、聚乙烯和聚丙烯产能 150、100、90 万吨/年, 烯烃产销表现再上台阶。2023 年全年聚乙烯、聚丙烯销量约 83.25 和 75.28 万吨, 同比+18.2% 和+14.1%, 对应销售收入同比+12.2%和+4.3%。根据规划, 内蒙一期 260 万吨/年煤制烯烃及配套 40 万吨/年绿氢耦合制烯烃项目预计 2024 年年内投产, 新增 300 万吨聚乙烯、聚丙烯年产能。待产能全部投产后, 公司烯烃总年产能数将达到 520 万吨。在此基础上, 20 万吨/年苯乙烯及 25 万吨/年 EVA 装置分别于 2023 年和 2024 年 2 月投产放量, 进一步丰富公司产品矩阵, 强化盈利高附加值属性, 远期成长动力充沛。

图表 89: 2021-2025E 宝丰能源分产品产能变化 (万吨/年)

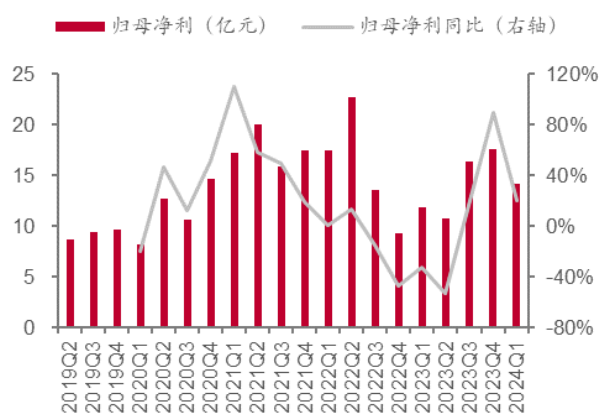
生产基地	核心产品	2021	2022	2023	2024E	2025E
宁夏	焦炭	400	700	700	700	700
	煤矿	720	720	1012	1102	1102
	烯烃	120	120	220	220	220
	甲醇	400	440	590	590	590
	EVA				25	25
内蒙	烯烃				300	300
	甲醇				600	600

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

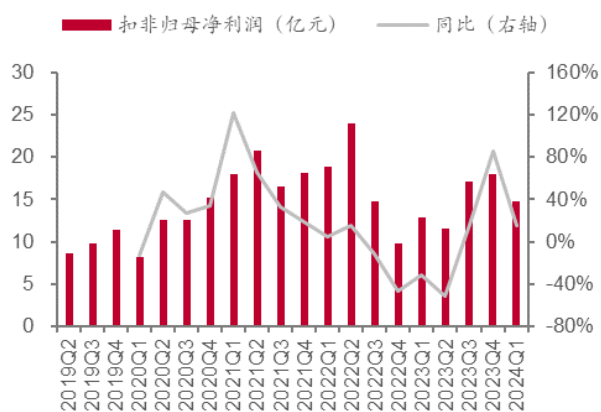
- **从业绩能力上看**, 2023 年公司实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润 291.4、56.5、59.5 亿元, 同比+2.5%、-10.3%、-11.5%。24Q1 实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润 82.3、14.2、14.8 亿元, 同比+22.2%、+19.9%、+15.8%。
- **从盈利能力上看**, 2023 年公司毛利率、净利率和 ROE 水平分别约 30.4%、19.4%和 14.7%, 同比-8.1pct、-7.5pct 和-11.0pct。24Q1 公司毛利率、净利率和 ROE 水平分别约 28.7%、17.3%和 3.6%, 同比+1.7pct、+1.4pct 和+0.8pct。

图表 90: 19Q2 至今宝丰能源单季度营业收入


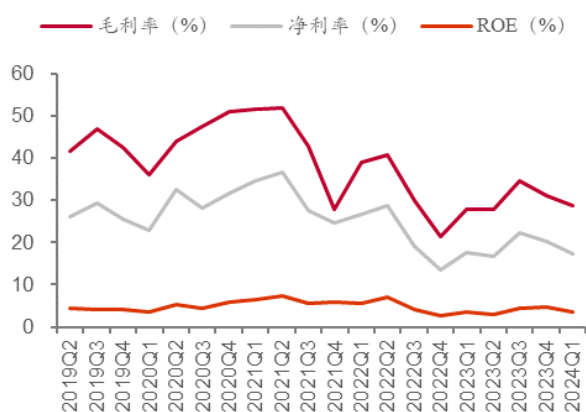
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 91: 19Q2 至今宝丰能源单季度归母净利润


来源: Wind, 中泰证券研究所

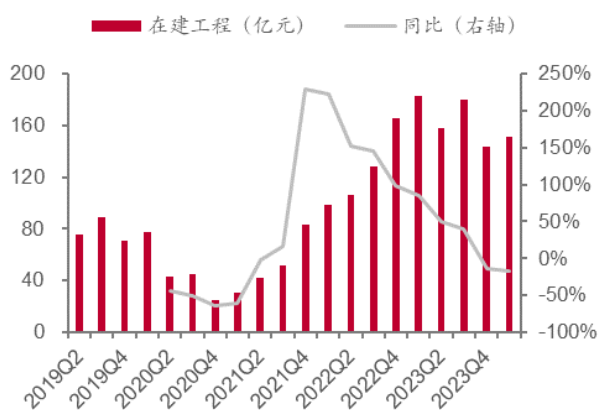
图表 92: 19Q2 至今宝丰能源单季度扣非归母净利润


来源: Wind, 中泰证券研究所

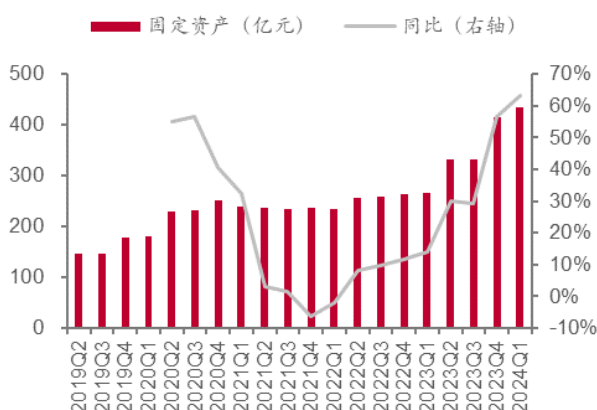
图表 93: 19Q2 至今宝丰能源单季度盈利能力表现


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 在建工程&固定资产:** 截至 2023 年底, 公司在建工程和固定资产合计额分别约 143.9 和 413.7 亿元, 同比-13.3%和+56.6%。截至 2024 年一季度末, 公司在建工程和固定资产合计额分别约 150.8 和 435.0 亿元, 同比-17.2%和+63.2%。

图表 94: 19Q2 至今宝丰能源单季度在建工程


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 95: 19Q2 至今宝丰能源单季度固定资产


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 3) 卫星化学: 油气套利价差增扩, 产能落地业绩翻番**
- 原料成本价格下滑, 乙烷裂解价差增扩。** 如前文所述, 全球烯烃路线仍以油头路线为主, 乙烯、丙烯价格深度挂钩原油价格。对公司而言, 核心原材料乙烷价格挂钩美国天然气气价, 随油气价差增扩, 相应公司利润持续增厚。根据 Wind, 24Q1 美国天然气和 Brent 油价均价分别约 2.1 美元/百万英热和 81.8 美元/桶 (折约 14.6 美元/百万英热), 油气价差约 12.5 美元/百万英热, 同比 23Q1 增扩 0.6 美元/百万英热。对应 2024 年一季度乙烷裂解价差, 根据我们的测算, 24Q1 乙烷裂解价差均值约 3625 元/吨, 环比 23Q4 增扩约 552 元/吨。往后看, 在欧洲地区走出天然气危机、美国天然气供应过剩趋势不改的背景下, 公司原材料成本竞争优势有望进一步放大。产品端看, 公司 C2 产业链核心产品环氧乙烷/乙二醇 24Q1 价差均值分别约 1618/624 元/吨, 同比-19.3%/+30.5%, 环比

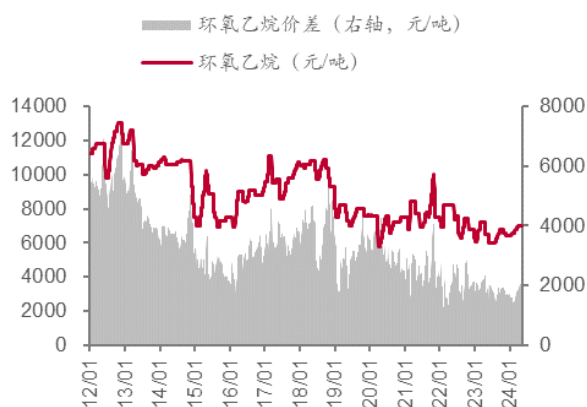
-10.3%/+87.3%。C3 链上看，随丙烷价格整体回落（24Q1 均价 4443 元/吨，环比-335 元/吨），丙烷-丙烯价差均值约 1621 元/吨，环比+235 元/吨，成本端释压下价差有所增扩。产品端看，公司 C3 产业链核心产品丙烯酸/丙烯酸丁酯 24Q1 价差均值分别约 1233/1475 元/吨，同比 -41.0%/-25.8%，环比+11.3%/+16.8%。

图表 96：2012 年至今乙二醇价格价差走势



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 97：2012 年至今环氧乙烷价格价差走势



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 98：2013 年至今丙烯酸价格价差走势



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 99：2013 年至今丙烯酸丁酯价格价差走势



来源：Wind，中泰证券研究所

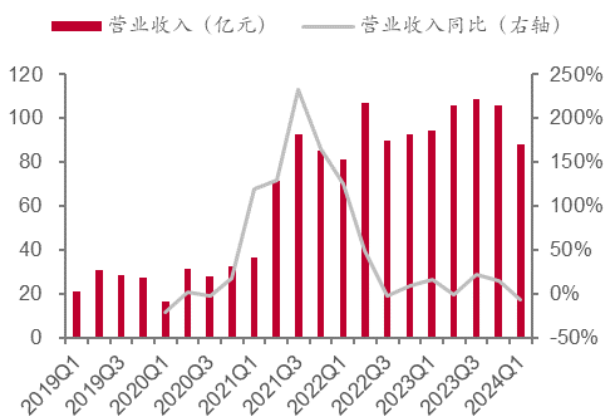
- **高附加值项目逐步落地，再造新卫星。**公司为国内轻烃龙头领军企业，以轻烃一体化产业链为核心，持续纵向延伸布局。现阶段，新材料新能源一体化项目、绿色化学新材料产业园项目、乙烯丙烯酸共聚物（EAA）项目， α -烯烃综合利用高端新材料产业园等多个项目有序推进建设过程中，预计到 2027 年逐步贡献产能，长期成长曲线明确。值得一提的是， α -烯烃综合利用高端新材料项目是公司在连云港基地现有项目的基础上，着眼长远发展目标所进行高端化战略布局，项目将利用自主研发的 α -烯烃技术，生产高端聚烯烃（mPE）、聚乙烯弹性体(POE)、润滑油基础油（PAO）、超高分子量聚乙烯（UHMWPE）等高附加值新材料产品，构筑新产业强护城河。

图表 100: 卫星化学在建高附加值项目开启第二成长曲线

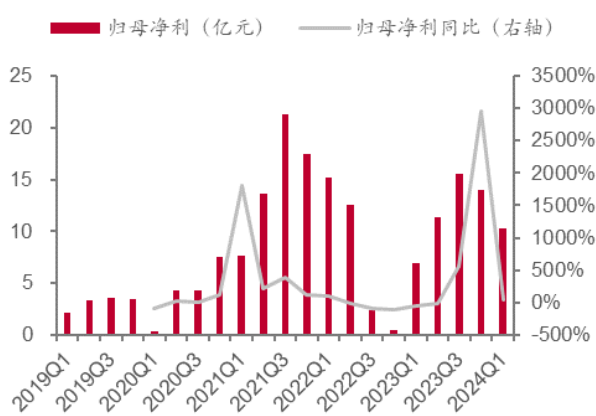
在建项目名称	主要产品	产能 (万吨)	拟投产时间
新材料新能源一体化项目	丙烯	80	2024年6月
	丁辛醇	80	2024年6月
	新戊二醇	12	2024年6月
绿色化学新材料产业园项目	电池级碳酸酯	15	一期: 2023上半年40万吨聚苯乙烯与10万吨乙醇胺开车成功
	乙醇胺	10	
	聚苯乙烯	40	
	α-烯烃及POE	10	二期: 2023年3月年产1,000吨α-烯烃开车成功
	电池级碳酸酯	15	
	聚苯乙烯	40	三期: 2027年12月全部建成
	电池级碳酸酯	30	
年产20万吨精丙烯酸项目	精丙烯酸	20	2024年
平湖石化技改项目	丙烯酸	36	节能改造, 其中1套18万吨/年丙烯酸丁酯产能转化为丙烯酸异辛酯产能, 总产能保持不变
	丙烯酸丁酯	18	
	丙烯酸异辛酯	18	
乙烯丙烯酸共聚物 (EAA) 一期	EAA	4	2024年
乙烯丙烯酸共聚物 (EAA) 二期	EAA	5	-
α-烯烃综合利用高端新材料产业园项目	α-烯烃	10 (5套)	2024年12月31日前开工建设
	POE	20 (3套)	
	高端聚乙烯 (茂金属)	50 (2套)	
	PVC	40 (2套)	
	聚α-烯烃	1.5	
	超高分子量聚乙烯	5	

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

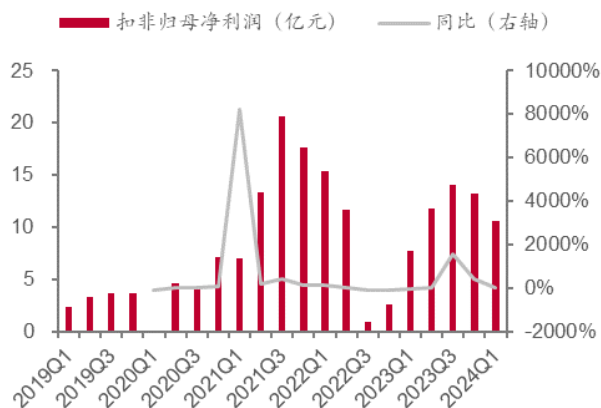
- **从业绩能力上看**, 2023 年公司实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润 414.9、47.9、46.7 亿元, 同比+12.0%、+54.7%、+51.8%。24Q1 实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润 88.0、10.2、10.6 亿元, 同比-6.9%、+46.6%、+38.3%。
- **从盈利能力上看**, 2023 年公司毛利率、净利率和 ROE 水平分别约 19.8%、11.5%、18.8%, 同比+3.3pct、+3.2pct 和+4.3pct。24Q1 公司毛利率、净利率和 ROE 水平分别约 21.7%、11.6%、3.9%, 同比+5.4pct、+4.1pct 和+0.6pct。

图表 101: 19Q1 至今卫星化学单季度营业收入


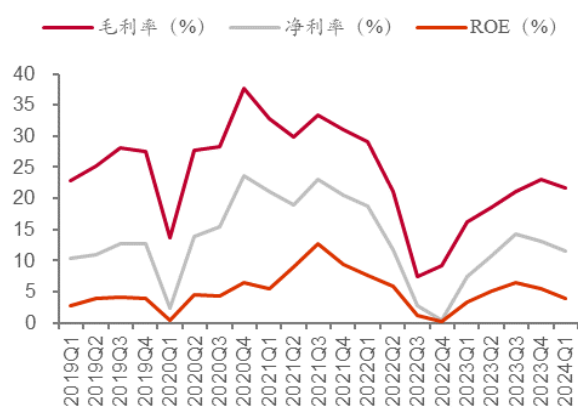
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 102: 19Q1 至今卫星化学单季度归母净利润


来源: Wind, 中泰证券研究所

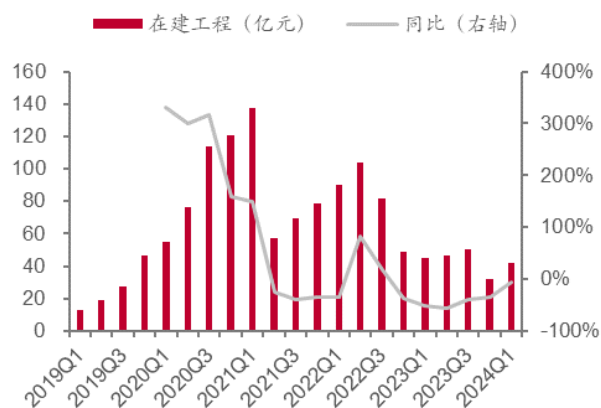
图表 103: 19Q1 至今卫星化学单季度扣非归母净利润


来源: Wind, 中泰证券研究所

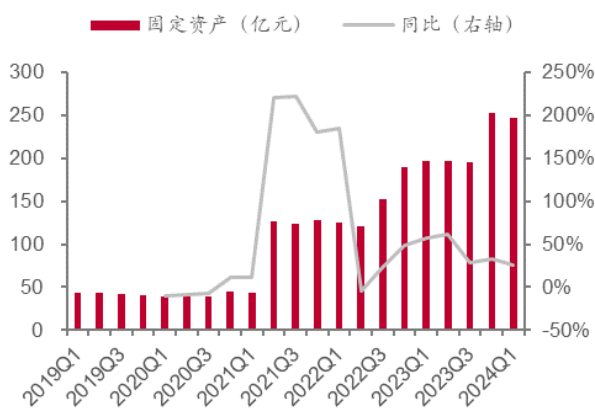
图表 104: 19Q1 至今卫星化学单季度盈利能力表现


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 在建工程&固定资产:** 截至 2023 年底, 公司在建工程和固定资产合计额分别约 31.9 和 252.6 亿元, 同比-35.1%和+32.7%。截至 2024 年一季度末, 公司在建工程和固定资产合计额分别约 42.3 和 246.5 亿元, 同比-5.3%和+25.0%。

图表 105: 19Q1 至今卫星化学单季度在建工程


来源: Wind, 中泰证券研究所

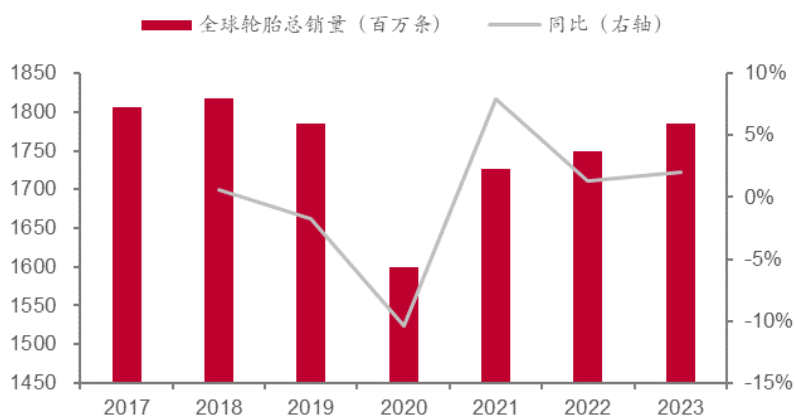
图表 106: 19Q1 至今卫星化学单季度固定资产


来源: Wind, 中泰证券研究所

2.5 轮胎: 万亿市场需求稳步增长, 海外产能释放带动业绩高增

- 2023 年: 全球轮胎需求持续性增长。** 根据米其林公告, 2023 年全球轮胎总销量约 17.9 亿条, 同比+2.3%。其中, 乘用车和轻卡车轮胎销量约 15.7 亿条, 同比+2.5%; 卡客车轮胎销量约 2.1 亿条, 同比+0.6%。分地区看, 2023 年预计中国轮胎市场规模将达到 800 亿美元, 约占全球轮胎市场规模的 34.8%; 欧洲作为全球第二大轮胎市场, 约占全球轮胎销量的 20%。其中, 乘用车替换市场销量约 2.1 亿条, 同比 2022 年减少约 1793 万条, 主要系原材料、能源和工资上涨导致的需求下降及分销渠道库存减少等因素影响所致; 美国 2023 年轮胎出货量约 3.3 亿条, 同比+1.1%, 约占全球轮胎销量的 15%。

图表 107: 2017-2023 年全球轮胎市场销量变化



来源: 米其林公司公告, 中商产业研究院, 华经产业研究院, 中泰证券研究所

- 24Q1: 全球替换市场同比继续扩增。**根据米其林官网, 24Q1 全球乘用车轮胎替换市场同比+3%, 商用车和卡车替换市场同比+4%。具体看, 国内方面, 乘用车配套市场同比+4%、替换市场同比+6%, 主要系出口汽车产量需求拉动; 欧洲地区在通货膨胀大环境下, 乘用车及轻卡胎替换市场销量 5624 万条, 同比+3%; 卡车轮胎 276.3 万条, 同比-8%; 美国市场乘用车轮胎配套市场需求+8%、替换市场需求同比增+6%, 主要与工作日增加及北美汽车制造商库存持续恢复有关; 商用车和卡车配套市场主要受新环境标准影响, 同比-16%; 替换市场同比+18%。

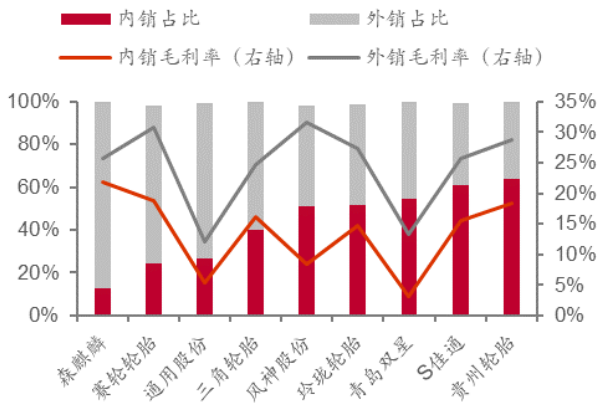
图表 108: 24Q1 全球分区域轮胎市场需求同比变化

乘用车	欧洲	北美	中国	全球
配套市场	▲ +1%	▲ +6%	▲ +4%	▲ +0%
替换市场	▲ +1%	▲ +8%	▲ +6%	▲ +3%
商用车和卡车	欧洲	北美	南美	全球
配套市场	▼ -16%	▼ -16%	▲ +18%	▼ -7%
替换市场	▼ -4%	▲ +18%	▲ +8%	▲ +4%

来源: 米其林公司公告, 中泰证券研究所

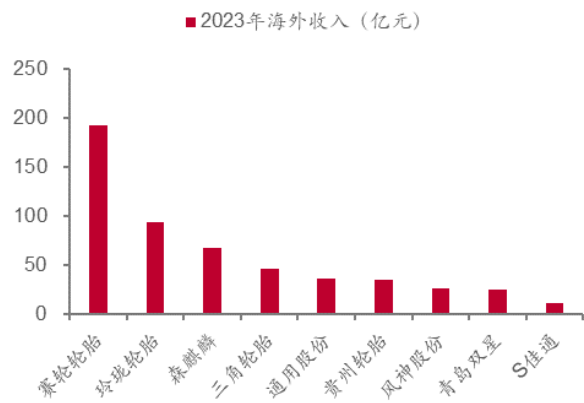
- 国内胎企布局海外, 盈利表现大幅提升。**我国是轮胎生产大国, 常年贸易顺差为正, 主要原因在于国产胎在海外市场的价格优势和高利润率。2023 年森麒麟外销占比高达 86.9%, 实现营收 68.1 亿元、外销毛利率 25.6%; 赛轮轮胎外销占比约 74.2%, 实现营收 192.7 亿元, 外销毛利率 30.8%。**为从源头上规避“双反”影响, 国内强竞争实力的胎企出海提速:**现阶段, 以赛轮轮胎、玲珑轮胎和森麒麟为代表的中国头部胎企已将产能由东南亚(泰国)进一步拓展至南美(墨西哥)、欧洲(塞尔维亚)、非洲(摩洛哥)等地。

图表 109: 2023 年各胎企内外销占比及毛利率表现



来源: 各公司公告, 中泰证券研究所

图表 110: 2023 年各轮胎企业海外营业收入表现



来源: 各公司公告, 中泰证券研究所

图表 111: 目前国内部分轮胎企业海外建厂情况

生产企业	生产基地	海外项目产能 (万吨/年)		
		半钢胎	全钢胎	非公路胎
赛轮轮胎	越南	1600	260	10
	柬埔寨	900	165	
	墨西哥	600		
玲珑轮胎	泰国	1500	220	40
	塞尔维亚	1200	160	22
森麒麟	泰国	1600	200	
	西班牙	1200		
	摩洛哥	1200		
贵州轮胎	越南		215	
通用股份	泰国	1200	180	
	柬埔寨	850	165	

来源: 各公司公告, 中泰证券研究所

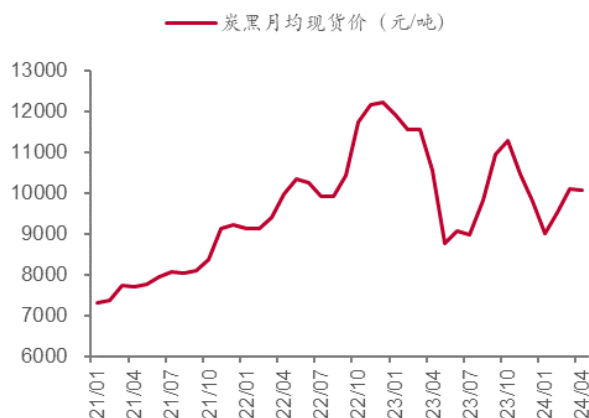
- 原料成本仍处高位, 双反政策影响减弱。**盈利端影响最大的三种原材料分别为天然橡胶、丁苯橡胶和炭黑。分产品看, 天然橡胶在 2023 年 8 月至 9 月期间成本端受期货影响增势明显。最新 2024 年 4 月月度均价约 1.3 万元/吨, 位于 2021 年以来的 92.3%分位。丁苯橡胶价格于 2024 年 1 月跌至 1.2 万元/吨后震荡上行。最新 2024 年 4 月月度均价约 1.3 万元/吨, 位于 2021 年以来的 89.1%分位。炭黑月度均价表现于 2023 年 5 月至 7 月大幅下跌, 到 2024 年 4 月, 炭黑产品月度均价约 1.01 万元/吨, 位于 2021 年以来的 64.1%分位。运费指数方面, 到 2024 年 4 月, 波罗的海运费指数 (干散货, BDI) 月均指数约 1731, 位于 2021 年以来的 44.2%分位。

图表 112: 2021 年至今天然橡胶现货价格变化

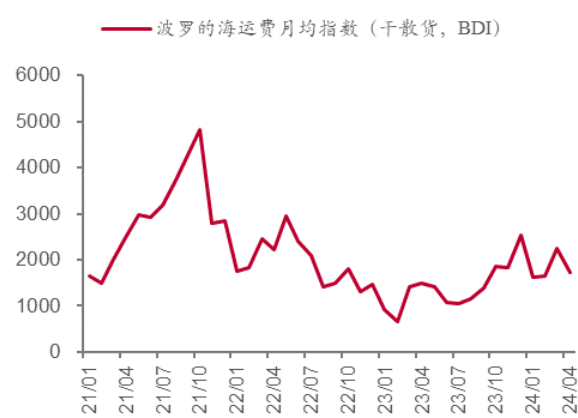

来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 113: 2021 年至今丁苯橡胶现货价格变化


来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 114: 2021 年至今炭黑现货价格变化


来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 115: 2021 年至今波罗的海运费月均指数变化


来源: iFinD, 中泰证券研究所

- 2020 年 6 月 29 日, 美国商务部启动对泰国乘用车和轻卡轮胎的反倾销原审调查; 2022 年 9 月 6 日, 美国商务部启动对泰国乘用车和轻卡轮胎的反倾销复审调查; 2023 年 7 月 27 日, 美国商务部对外发布对泰国乘用车和轻卡轮胎反倾销税行政复议初裁结果。目前, 从泰国和越南出口的轮胎关税, 低于除耐克森 (韩国) 之外的中国台湾和韩国轮胎公司的水平。2024 年 1 月 25 日, 复审终裁结果确认, 森麒麟泰国复审终裁单独税率为 1.24%, 较初审结果下降 15.82pct; 日本住友轮胎终裁税率为 6.16%; 其他泰国出口美国的轮胎企业终裁税率为 4.52%, 其中玲珑轮胎反倾销关税较初审下降 16.57pct, 其他企业下降 12.54pct。

图表 116: 亚洲部分地区出口美国乘用车及轻卡轮胎反倾销税率

国家/地区	生产企业	初审-反倾销税率 (初裁)	初审-反倾销税率 (终裁)	复审-反倾销税率
韩国	韩泰轮胎	38.07%	27.05%	6.30%
	耐克森轮胎	14.24%	14.72%	4.29%
	其他 (含锦湖)	27.81%	21.74%	5.40%
中国台湾	正新橡胶	52.42%	20.04%	
	南港轮胎	98.44%	101.84%	
	其他	88.82%	84.75%	公司放弃应诉
越南	赛轮轮胎	6.23%	6.23%	
	锦湖轮胎	10.08%	7.89%	
	普利司通	6.77%	6.46%	2020年1.26%; 2021年0%
	其他越南范围实体	6.77%	6.46%	6.36%
泰国	玲珑轮胎	22.21%	21.09%	4.52%
	住友橡胶	13.25%	14.59%	6.16%
	森麒麟	16.66%	17.06%	1.24%
	其他	16.66%	17.06%	4.57%

来源: 公司公告, 中国贸易救济信息网, 轮胎世界网, 中泰证券研究所

- 我们选取赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎、通用股份、贵州轮胎、青岛双星、三角轮胎、风神股份、S佳通作为轮胎行业代表性企业, 并对行业及对应个股 2023 年及 24Q1 具体财务表现展开分析:
- 业绩能力:
 - 2023 年轮胎行业累计实现营业收入 936.3 亿元, 同比+17.9%; 实现归母净利润 86.5 亿元, 同比+176.9%; 实现扣非归母净利润 81.7 亿元, 同比+194.7%。
 - 24Q1 行业累计实现营业收入 244.5 亿元, 同比+20.9%, 环比-2.1%; 实现归母净利润 27.3 亿元, 同比+141.5%, 环比+5.0%; 实现扣非归母净利润 26.2 亿元, 同比+155.5%, 环比+7.3%。
- 盈利能力:
 - 2023 年轮胎行业的毛利率、净利率和 ROE 水平分别约 22.3%、9.5%和 10.9%, 同比+7.3pct、+5.5pct 和+6.3pct。
 - 24Q1 行业毛利率、净利率和 ROE 水平分别约 23.3%、11.4%和 3.3%, 同比+5.9pct、+5.6pct 和+1.6pct, 环比-2.2pct、+0.7pct 和-0.01pct。

图表 117: 2023 年轮胎行业代表性公司财务指标

所属行业	企业名称	营业收入 (亿元)			归母净利 (亿元)			ROE		
		2023	2022	同比	2023	2022	同比	2023 (%)	2022 (%)	同比 (pct)
轮胎	赛轮轮胎	259.8	219.0	18.6%	30.9	13.3	132.1%	20.8	10.9	9.9
	森麒麟	78.4	62.9	24.6%	13.7	8.0	70.9%	11.6	10.5	1.1
	玲珑轮胎	201.7	170.1	18.6%	13.9	2.9	376.9%	6.7	1.5	5.1
	通用股份	50.6	41.2	22.9%	2.2	0.2	1175.5%	3.9	0.4	3.5
	贵州轮胎	96.0	84.4	13.8%	8.3	4.3	94.2%	11.7	6.6	5.0
	青岛双星	46.6	39.1	19.1%	-1.8	-6.0	70.7%	-8.5	-25.3	16.8
	三角轮胎	104.2	92.2	13.0%	14.0	7.4	89.3%	10.8	6.3	4.5
	风神股份	57.4	49.9	15.1%	3.5	0.8	312.7%	10.8	2.9	7.9
	S佳通	41.6	35.1	18.7%	1.8	0.3	431.6%	15.0	3.3	11.7
合计/均值		936.3	793.9	17.9%	86.5	31.2	176.9%	10.9	4.6	6.3

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

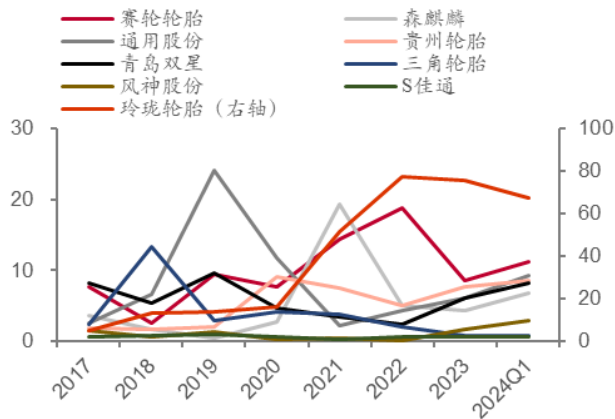
图表 118: 24Q1 年轮胎行业代表性公司财务指标

所属行业	企业名称	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)					ROE				
		24Q1	23Q1	23Q4	同比	环比	24Q1	23Q1	23Q4	同比	环比	24Q1	23Q1	23Q4	同比 (pct)	环比 (pct)
轮胎	赛轮轮胎	73.0	53.7	69.7	35.8%	4.7%	10.3	3.5	10.7	191.2%	-3.1%	6.0%	2.8%	7.2%	3.2	3.2
	森麒麟	21.2	16.6	21.0	27.6%	0.7%	5.0	2.5	3.8	101.3%	34.3%	4.1%	3.2%	3.2%	0.9	0.9
	玲珑轮胎	50.4	43.9	56.4	15.0%	-10.5%	4.4	2.1	4.3	106.3%	2.3%	2.1%	1.1%	2.1%	1.0	0.0
	通用股份	14.4	10.5	13.8	37.6%	4.2%	1.5	0.1	0.6	1270.6%	164.6%	2.7%	0.2%	1.0%	2.5	1.7
	贵州轮胎	24.4	20.0	25.6	22.1%	-4.9%	2.1	0.9	2.0	123.7%	1.4%	2.7%	1.4%	2.9%	1.3	0.1
	青岛双星	11.8	10.7	11.8	9.9%	-0.3%	-0.2	-1.0	0.1	78.6%	-352.6%	-1.0%	-4.5%	0.4%	3.5	3.4
	三角轮胎	23.9	24.6	25.5	-2.9%	-6.5%	2.9	2.3	3.4	26.9%	-13.2%	2.2%	1.9%	2.6%	0.3	-0.4
	风神股份	14.7	12.7	14.9	15.6%	-1.2%	0.7	0.5	0.7	46.0%	10.7%	2.2%	1.7%	2.1%	0.5	0.2
	S佳通	10.7	9.6	11.0	12.2%	-2.2%	0.5	0.3	0.5	73.6%	-11.8%	3.7%	2.5%	4.3%	1.2	0.6
合计/均值		244.5	202.2	249.7	20.9%	-2.1%	27.3	11.3	26.0	141.5%	5.0%	3.3%	1.6%	3.3%	1.6	-0.01

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

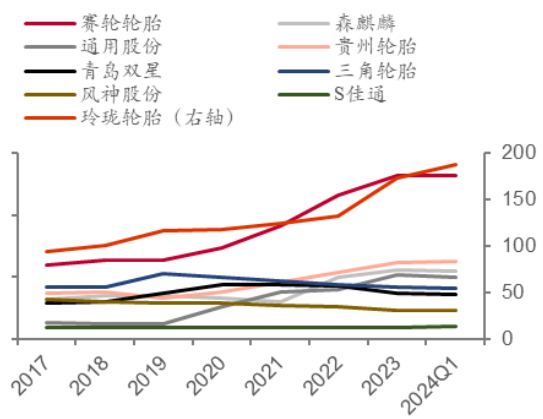
- **在建工程&固定资产:**
- 截至 2023 年底, 轮胎行业在建工程合计约 215.2 亿元, 同比+1.2%。截至 2024 年一季度末, 行业在建工程合计约 220.9 亿元, 同比-3.2%。
- 截至 2023 年底, 轮胎行业固定资产合计约 587.6 亿元, 同比+14.7%。截至 2024 年一季度末, 行业固定资产合计约 596.4 亿元, 同比+16.7%。

图表 119: 轮胎行业代表公司在建工程 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

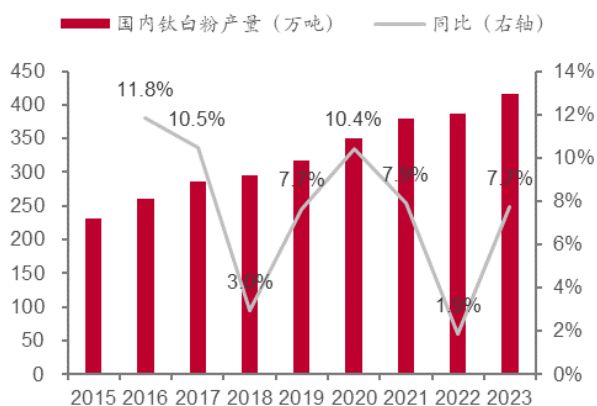
图表 120: 轮胎行业代表公司固定资产 (亿元)



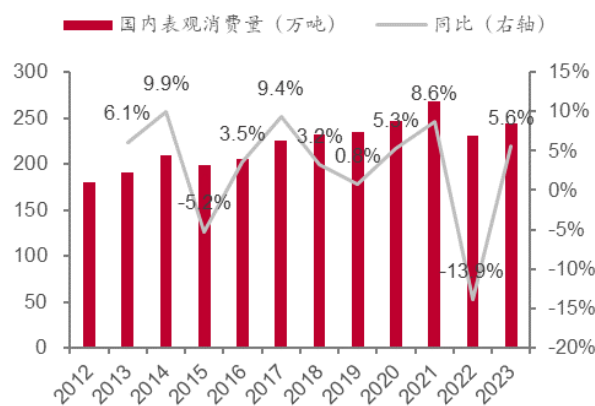
来源: Wind, 中泰证券研究所

2.6 钛白粉: 出口加速+内需企稳, 景气有望持续复苏

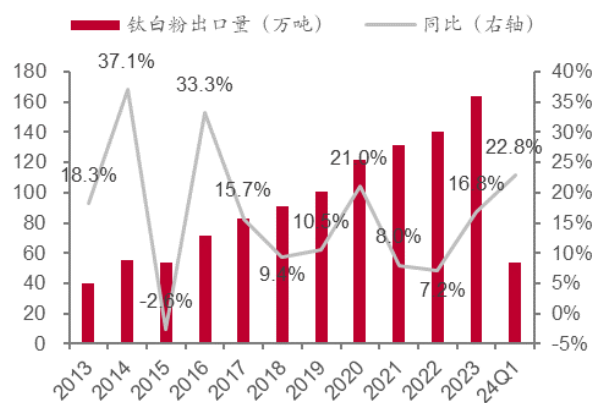
- **海外需求高增, 钛白粉出口持续景气。** 根据钛白粉产业技术创新战略联盟, 2023 年国内钛白粉产量达 416 万吨, 同比+7.7%。其中, 氯化法产品产量 69.2 万吨, 同比+39.3%, 约占金红石型产品产量 16.6%, 较上年有所提升。2023 年国内表观消费量在上年低基数上小幅回升 5.6%至 244 万吨。受益海外快速需求增长, 2023 年国内钛白粉出口量达 164 万吨, 同比+16.8%; 24Q1 出口延续快速增长, 出口量同比+22.8%至 53.7 万吨。分区域来看, 2023 年印度、巴西、土耳其作为我国出口前三大地区, 对应钛白粉出口量分别达 24.8、11.3、9.5 万吨, 同比+32.0%、+26.2%、+39.8%, 在上年高基数上保持较快增长。

图表 121: 2023 年国内钛白粉产量同比+7.7%


来源: 钛白粉产业技术创新战略联盟, 百川盈孚, 中泰证券研究所

图表 122: 2023 年国内钛白粉表观消费量同比+5.6%


来源: 百川盈孚, 中泰证券研究所

图表 123: 2023/24Q1 钛白粉出口同比 +16.8%/+22.8%


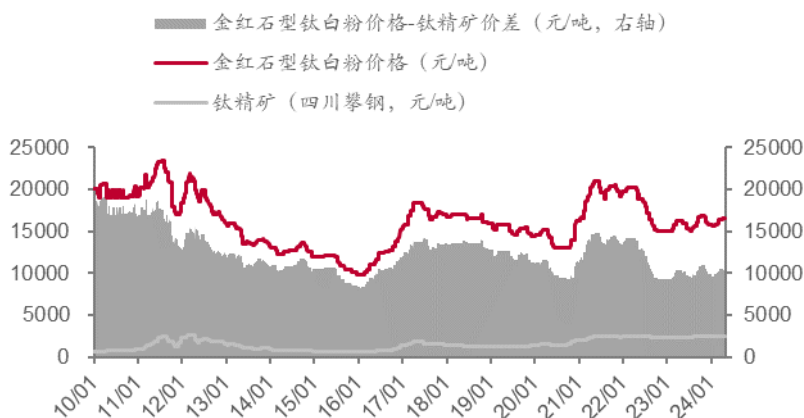
来源: 海关总署, Wind, 中泰证券研究所

图表 124: 2023 年国内钛白粉前十大出口情况 (万吨)

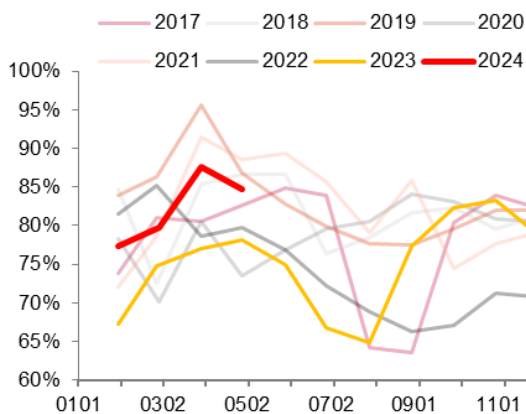
序号	国家	2023	2022	2023同比
1	印度	24.8	18.8	32.0%
2	巴西	11.3	9.0	26.2%
3	土耳其	9.5	6.8	39.8%
4	韩国	8.9	7.4	19.7%
5	俄罗斯	7.3	7.3	-0.6%
6	越南	6.5	7.0	-7.2%
7	印度尼西亚	6.6	5.7	15.5%
8	阿联酋	6.4	5.6	15.4%
9	埃及	4.8	3.8	28.1%
10	马来西亚	4.6	4.0	14.3%

来源: 海关总署, 中泰证券研究所

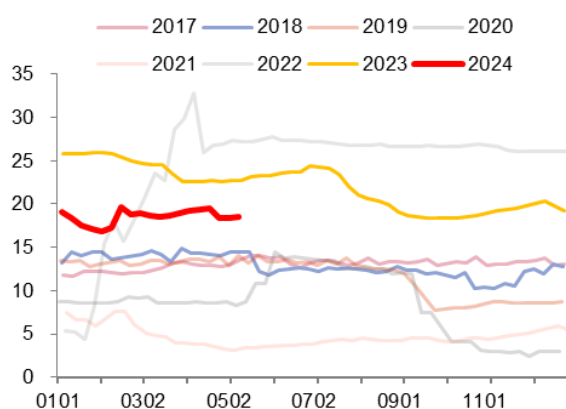
- 钛白粉价差中低位水平,有望进一步向上修复。**2023 年随下游需求回暖,出口景气加速提升,钛白粉价格逐季企稳,价差随之修复。24Q1 因下游补库需求回升,钛白粉价格较年初有小幅上涨。截至 2024 年 4 月底,金红石型钛白粉市场价格 16550 元/吨,较年初+4.7%;钛白粉-钛矿价差 10406 元/吨,较年初+5.7%。2010 年至今,金红石型钛白粉价格处 55.8%分位水平,位于中等偏高区间。由于近年来钛矿成本维持高位,钛白粉-钛矿价差仅处于 19.4%的低位区间。从供给上看,截至 2024 年 4 月底,行业开工率约 85%,处中等偏高水平,行业市场库存 18.4 万吨,同比-4.2 万吨,降幅约 18.5%。2023 年以来行业库存自高位得到去化,虽然行业供给仍偏宽松,但预计未来随出口持续景气,行业需求仍有望保持较好水平,价差有望进一步向上修复。

图表 125: 金红石钛白粉价差处 2010 年以来的 19.4%分位


来源: 百川盈孚, 中泰证券研究所

图表 126: 钛白粉行业开工率情况


来源: 百川盈孚, 中泰证券研究所

图表 127: 钛白粉行业市场库存 (万吨)


来源: 百川盈孚, 中泰证券研究所

- 我们选取龙佰集团、中核钛白、鲁北化工、惠云钛业、安纳达、金浦钛业作为钛白粉行业代表性企业，并对行业及对应个股 2023 年及 24Q1 具体财务表现展开分析：
- 业绩能力：
 - 2023 年钛白粉行业累计实现营业收入 427.3 亿元，同比+3.6%；实现归母净利润 36.9 亿元，同比-10.2%；实现扣非归母净利润 34.7 亿元，同比-11.9%。
 - 24Q1 行业累计实现营业收入 117.0 亿元，同比+7.3%，环比+10.9%；实现归母净利润 11.5 亿元，同比+78.3%，环比-0.5%；实现扣非归母净利润 10.9 亿元，同比+101.3%，环比-3.1%。
- 盈利能力：
 - 2023 年钛白粉行业的毛利率、净利率和 ROE 水平分别约 20.7%、8.8% 和 8.9%，同比-3.1pct、-2.0pct 和-2.8pct。
 - 24Q1 行业毛利率、净利率和 ROE 水平分别约 22.0%、9.8%和 2.7%，同比+4.4pct、+3.2pct 和+1.1pct，环比+0.4pct、-0.4pct 和-0.1pct。

图表 128: 2023 年钛白粉行业代表性公司财务指标

所属行业	企业名称	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			ROE		
		2023	2022	同比	2023	2022	同比	2023 (%)	2022 (%)	同比 (pct)
钛白粉	龙佰集团	267.6	241.1	11.0%	32.3	34.2	-5.6%	14.4	16.4	-2.1
	中核钛白	49.5	54.8	-9.8%	4.2	6.4	-34.8%	3.5	9.3	-5.7
	鲁北化工	49.9	49.0	2.0%	1.0	-0.9	-214.9%	3.4	-3.1	6.4
	惠云钛业	16.5	15.1	9.2%	0.4	0.1	189.6%	3.0	1.1	1.9
	安纳达	21.1	27.1	-22.2%	0.6	2.7	-75.9%	5.5	23.2	-17.7
	金浦钛业	22.6	25.1	-9.8%	-1.6	-1.5	-10.6%	-11.7	-8.2	-3.5
合计/均值		427.3	412.3	3.6%	36.9	41.1	-10.2%	8.9	11.8	-2.8

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 129: 24Q1 年钛白粉行业代表性公司财务指标

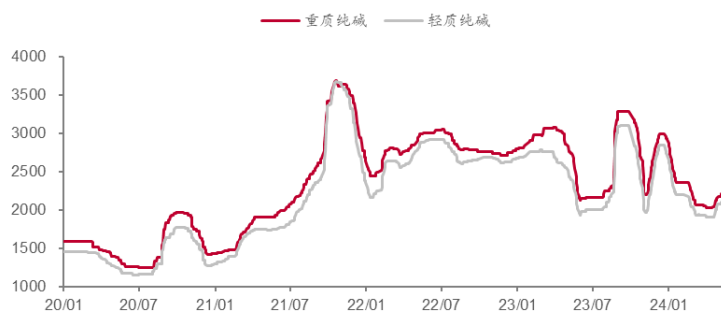
所属行业	企业名称	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)					ROE				
		24Q1	23Q1	23Q4	同比	环比	24Q1	23Q1	23Q4	同比	环比	24Q1	23Q1	23Q4	同比 (pct)	环比 (pct)
钛白粉	龙佰集团	72.9	69.7	65.0	4.5%	12.1%	9.5	5.8	10.8	64.1%	12.3%	3.9%	2.7%	4.8%	1.2	-0.9
	中核钛白	14.4	12.3	13.5	17.0%	6.6%	1.3	1.0	0.8	26.0%	55.0%	1.1%	0.9%	0.7%	0.2	0.4
	鲁北化工	15.4	11.1	12.7	39.1%	21.1%	0.5	0.0	0.6	3131.4%	18.7%	1.7%	0.1%	2.1%	1.6	-0.4
	惠云钛业	4.0	4.7	3.8	-4.5%	5.3%	0.1	0.0	0.2	2271.6%	36.8%	0.8%	0.03%	1.3%	0.8	-0.5
	安纳达	4.7	5.3	4.7	-2.7%	-1.5%	0.2	0.3	-0.3	-39.3%	72.4%	1.5%	2.6%	-2.2%	-1.0	3.7
	金浦钛业	5.6	5.9	5.7	4.7%	-1.4%	-0.1	-0.7	-0.7	81.1%	80.2%	-1.0%	-4.9%	-5.0%	3.9	4.0
合计/均值		117.0	109.1	105.5	7.3%	10.9%	11.5	6.4	11.5	78.3%	10.5%	2.7%	1.6%	2.8%	1.1	-0.1

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

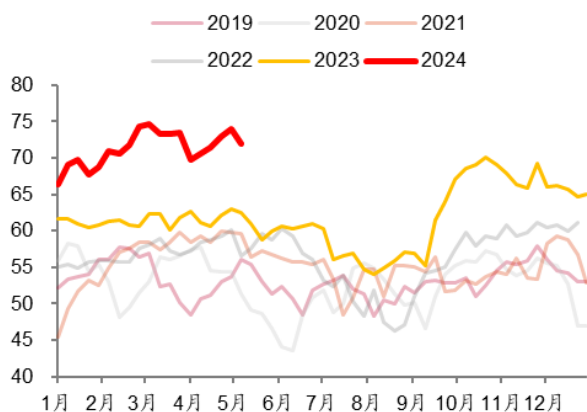
2.7 纯碱: 纯碱价格中枢下移, 关注天然碱龙头远兴能源

- **供需趋于宽松, 纯碱行业库存有所累积。**根据隆众资讯, 截至 2023 年底, 国内纯碱行业总产能同比上升 427 万吨至 3670 万吨, 增幅 13.2%。2023 年全年纯碱产量 3224.3 万吨, 同比增长 280.22 万吨, 增幅 9.5%。从价格来看, 2023 年纯碱价格宽幅波动, 一方面是由于供应增加使得价格重心整体下移; 另一方面在于需求稳步提升的同时, 新增产能释放节奏不及预期, 叠加检修季及企业受环保检查影响, 供应端整体增加缓慢, 全年供需矛盾在供给过剩预期与供给不足现实间切换。进入 2024 年, 纯碱市场供应继续增长, 尽管需求仍稳健提升, 但供需较上年更趋宽松, 行业累库明显。截至 2024 年 4 月, 国内纯碱厂商库存 89.1 万吨, 同比增加 41.6 万吨, 增幅 93.7%。

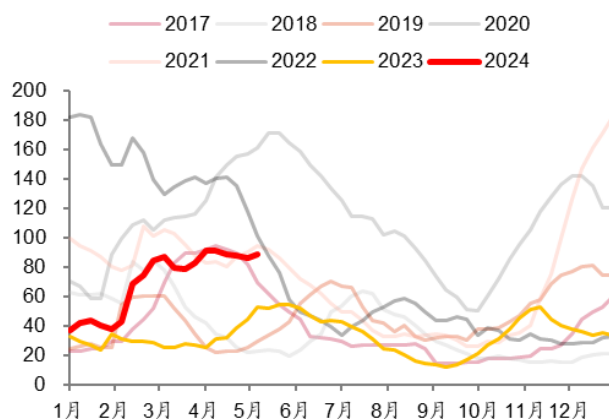
图表 130: 2020 年至今纯碱价格走势 (元/吨)



来源: 百川盈孚, 中泰证券研究所

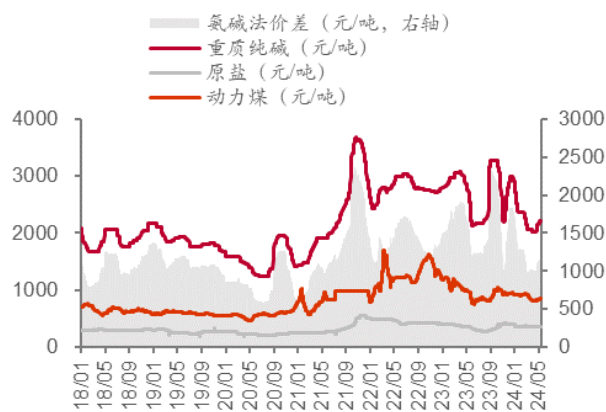
图表 131: 纯碱行业周度产量 (万吨)


来源: 隆众资讯, 中泰证券研究所

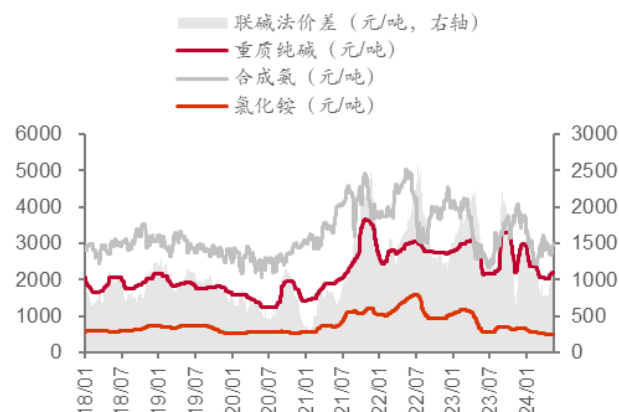
图表 132: 纯碱行业厂商库存 (万吨)


来源: 隆众资讯, 中泰证券研究所

- 纯碱价差较高点有所回落, 但仍处于中等分位水平。** 随供应增加、行业累库, 纯碱价格自 2023 年高点下滑, 价差也随之回落。进入 24Q1, 下游补库需求回暖, 纯碱价格小幅抬升, 截至 2024 年 4 月, 氨碱法、联碱法及天然碱价差分别处于 2018 年以来的 45.3%、43.9% 及 55.6% 分位。展望 2024 年, 纯碱产能继续增长, 行业或将逐步进入过剩周期。不过随着新产能投产, 行业集中度也进一步提高, 当中下游供需偏紧时, 纯碱厂家也存在联合挺价的可能性, 价格中枢或较前期低点有所抬升。

图表 133: 氨碱法价差处 2018 年以来 45.3% 分位


来源: 百川盈孚, 中泰证券研究所 (注: 价差=重质纯碱价格-1.6*原盐-0.55*动力末煤)

图表 134: 联碱法价差处 2018 年以来 43.9% 分位


来源: 百川盈孚, 中泰证券研究所 (注: 价差=重质纯碱价格-1.2*原盐-0.34*动力末煤-0.355*合成氨+氯化铵)

图表 135: 天然碱法价差处 2018 年以来 55.6%分位


来源: 百川盈孚, 中泰证券研究所 (注: 价差=重质纯碱价格-0.7*动力末煤)

- 我们选取远兴能源、和邦生物、中盐化工、三友化工、金晶科技、华昌化工、苏盐井神等企业作为纯碱行业代表性企业，并对行业及对应个股 2023 年及 24Q1 具体财务表现展开分析：
- 业绩能力：
 - 2023 年纯碱行业累计实现营业收入 892.8 亿元，同比-9.8%；实现归母净利润 73.8 亿元，同比-40.7%；实现扣非归母净利润 82.1 亿元，同比-32.9%。
 - 24Q1 行业累计实现营业收入 201.3 亿元，同比-12.2%，环比-15.8%；实现归母净利润 15.3 亿元，同比-30.4%，环比-4.0%；实现扣非归母净利润 14.5 亿元，同比-34.6%，环比-42.7%。
- 盈利能力：
 - 2023 年纯碱行业的毛利率、净利率和 ROE 水平分别约 24.7%、9.9%和 9.1%，同比-2.1pct、-4.0pct 和-7.3pct。
 - 24Q1 行业毛利率、净利率和 ROE 水平分别约 22.9%、9.3%和 1.9%，同比-0.8pct、-1.9pct 和-0.9pct，环比-4.2pct、+0.5pct 和-0.1pct。

图表 136: 2023 年纯碱行业代表性公司财务指标

所属行业	企业名称	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			ROE		
		2023	2022	同比	2023	2022	同比	2023 (%)	2022 (%)	同比 (pct)
纯碱	远兴能源	120.4	109.9	9.6%	14.1	26.6	-47.0%	10.5	21.2	-10.8
	和邦生物	88.2	130.4	-32.3%	12.8	38.1	-66.3%	6.6	19.9	-13.4
	中盐化工	161.0	190.5	-15.5%	11.5	18.6	-38.2%	9.5	16.7	-7.2
	三友化工	219.2	236.8	-7.4%	5.7	9.9	-42.8%	4.2	7.4	-3.3
	金晶科技	79.7	74.6	6.9%	4.6	3.6	29.7%	7.9	6.6	1.3
	华昌化工	82.1	90.4	-9.2%	7.3	8.7	-16.3%	13.3	17.5	-4.1
	苏盐井神	56.8	59.7	-4.8%	7.4	8.0	-8.2%	13.3	15.9	-2.6
	山东海化	85.3	97.1	-12.2%	10.4	11.1	-5.8%	20.2	26.7	-6.5
合计/均值		892.8	989.4	-9.8%	73.8	124.6	-40.7%	9.1	16.5	-7.3

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 137: 24Q1 年纯碱行业代表性公司财务指标

所属行业	企业名称	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)					ROE				
		24Q1	23Q1	23Q4	同比	环比	24Q1	23Q1	23Q4	同比	环比	24Q1	23Q1	23Q4	同比 (pct)	环比 (pct)
纯碱	远兴能源	32.8	25.0	40.1	31.0%	-18.1%	5.7	6.5	-1.0	-12.7%	593.5%	4.0%	4.9%	-0.7%	-0.9	4.7
	和邦生物	20.0	23.9	23.9	-16.5%	-16.3%	0.3	4.0	2.6	-92.5%	-88.7%	0.2%	2.0%	1.3%	1.9	1.2
	中盐化工	26.5	47.2	39.2	-43.8%	-32.3%	0.6	5.1	3.3	-88.9%	-83.1%	0.5%	4.3%	2.8%	-3.9	-2.3
	三友化工	52.2	54.6	55.1	-4.4%	-5.3%	0.8	-1.0	2.2	180.1%	-64.2%	0.6%	-0.7%	1.6%	1.3	1.0
	金晶科技	17.7	19.0	21.7	-6.8%	-18.0%	1.7	0.9	0.4	94.0%	334.9%	2.9%	1.6%	0.7%	1.2	2.2
	华昌化工	19.8	20.4	22.2	-3.2%	-10.9%	2.4	2.1	2.6	18.0%	-6.8%	4.2%	3.9%	4.7%	0.3	-0.5
	苏盐井神	13.9	15.4	15.0	-10.1%	-7.3%	2.3	2.1	1.9	10.2%	16.4%	3.9%	3.9%	3.5%	0.0	0.4
	山东海化	18.4	23.6	22.2	-22.1%	-17.0%	1.6	2.4	3.8	-35.0%	-58.9%	2.9%	5.4%	7.3%	-2.5	-4.4
合计/均值	201.3	229.4	239.2	-12.2%	-15.8%	15.3	22.0	15.9	-30.4%	-4.0%	1.9%	2.8%	2.0%	-0.9	-0.1	

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

2.8 食品及饲料添加剂: 2023 年整体磨底, 2024 年渐显曙光

- 1) 维生素**
- 2023 年: 需求疲软、供给加剧, 价格承压。**2023 年维生素行业产能惯性释放, 供过于求形势加剧, 行业竞争激烈。需求端看, 2023 年, 生猪养殖亏损, 对维生素等饲料添加剂需求持续下滑。供给端看, 新产能释放持续影响市场, 供给加剧导致价格竞争恶化, 年内除部分小品种维生素有行情, 多数价格年内跌跌不休, 维生素价格指数创新低。
- 24Q1: 行业有筑底态势, 部分品种价格回暖。**由于 2023 年末大部分产品已出现超跌, 2024 年以来受生产企业减产保价、此前“买涨不买跌”逻辑下造成的市场库存不足、部分原材料价格上涨等多重原因叠加驱动, 部分品种触底反弹。其中 VB1、VB2、VB6、VB12、VC 反弹更为显著。

图表 138: 主要维生素品种所处历史位置及最新价格走势 (20200203-20240430)

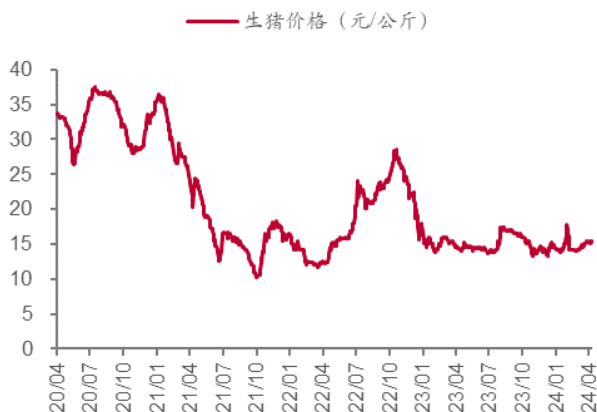
产品	单位	本周均价	24Q1均价	23Q4均价	周环比	月环比	年同比	所处历史位置
维生素K3	元/千克	99.0	82.1	64.1	0.0%	5.6%	2.8%	32.6%
泛酸钙	元/千克	57.5	57.0	65.7	0.0%	0.0%	-43.8%	0.7%
维生素B1	元/千克	167.5	150.1	125.1	0.0%	7.3%	33.8%	28.7%
烟酰胺	元/千克	39.0	38.1	40.2	0.0%	0.7%	-11.3%	38.7%
维生素A	元/千克	86.0	81.7	74.3	1.2%	0.6%	-0.4%	3.3%
维生素B12	元/千克	106.3	102.1	100.0	3.7%	0.3%	3.3%	15.2%
维生素B2	元/千克	104.0	100.6	96.0	0.0%	1.5%	3.1%	45.3%
维生素B6	元/千克	150.0	145.6	145.5	0.0%	2.6%	9.7%	56.7%
维生素D3	元/千克	56.5	56.5	56.5	0.0%	0.0%	1.0%	2.0%
维生素E	元/千克	70.0	65.3	63.1	0.6%	0.7%	-4.9%	48.9%
2%生物素	元/千克	33.0	33.8	37.5	0.0%	-1.3%	-15.9%	0.0%
叶酸	元/千克	182.5	182.4	195.7	0.0%	0.0%	-8.2%	1.2%
维生素C	元/千克	26.5	24.7	19.5	0.0%	0.0%	21.1%	22.4%

来源: 百川盈孚, 中泰证券研究所

- 展望后市, 边际向好。**回溯看, 本轮维生素价格下行已维持近两年时间。需求端看, 自 2024 年 2 月底以来, 16 省(直辖市)瘦肉型白条猪肉出厂价指数呈现整体上涨态势, 同时在传统淡季期(4 月至 5 月)猪价逆势上涨。我们认为, 往后看, 随着养殖业盈利改善, 对维生素的需求量或存持续拉动。供给端看, 结合各品种生产格局、原材料价格等因素综合判断, 我们认为, 部分供给更为集中、头部企业控价能力强、原材料成本上涨、库存较低的品种, 在价格超跌的基础上或将较快迎来涨价,

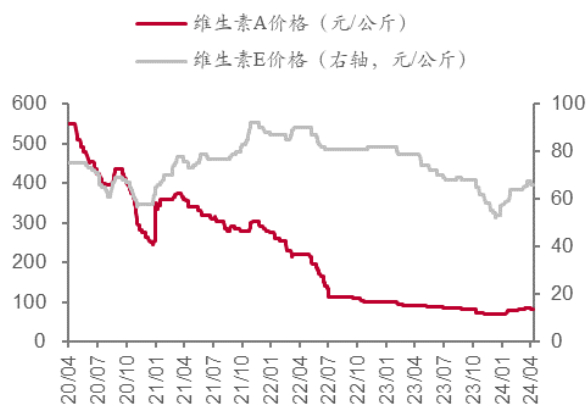
如 VE、VB1、VB2、VB6、VK3、VA。考虑到欧盟于 2024 年 4 月 11 日批准枯草芽孢杆菌 KCCM 10445 生产的 VB2 可作为饲料添加剂，或带动 VB2 价格上涨。

图表 139：生猪价格淡季不淡



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 140：近期 VA 和 VE 价格温和上涨

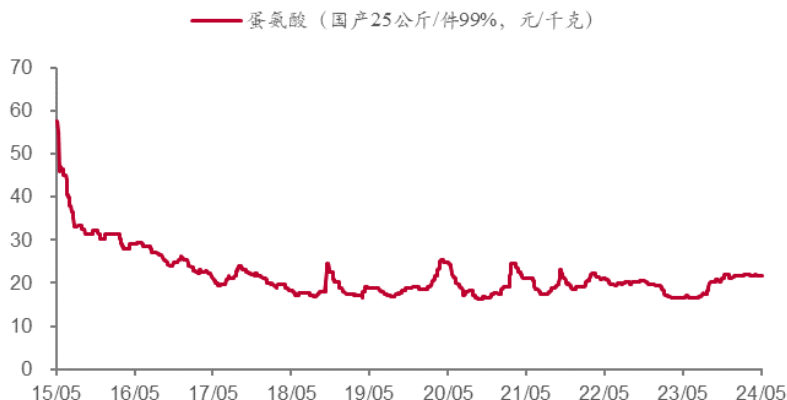


来源：Wind，中泰证券研究所

■ **2) 蛋氨酸**

- **2023 年：价格先跌后涨，出口加速发力。**2023 年上半年，由于国内新产能投产预期，同时需求低于预期，价格深度下跌；下半年在低价持续冲击下国际厂家被迫陆续对生产进行调整，供应端减产检修及新产能投产进度后延，市场价格开始反弹。
- **24Q1：价格延续复苏，企业盈利修复。**蛋氨酸是禽类、高产奶牛和鱼类第一限制氨基酸，全球市场短期内有效供给和需求相对平衡。从供给端看，生产企业较高负荷运行，但因春节发货受阻，前期货源紧张，节后逐渐缓解。从需求端看，养殖仍属淡季，但表现较高积极性。因此，价格呈现前高后有所回落，但均价环比提升下企业盈利的修复更明显。2024Q1，行业有筑底态势，部分品种价格回暖。

图表 141：蛋氨酸价格自 23H2 以来有所反弹



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 142: 23H2 起, 部分蛋氨酸产能陆续被动停产或转产 (万吨/年, 万吨)

公司	现有产能	有效产能	2022年产量 (以固蛋计)	生产基地	蛋氨酸种类	备注
赢创	66.5	66.5	53	美国、比利时、新加坡	固蛋	新加坡工厂预计2024Q3新增4万吨产能, 同时于2023Q4和2024H1分别停产三个月
安迪苏	70	65	-	法国、西班牙、中国南京	固蛋、液蛋	其中法国工厂5万吨产能于2022年停产
诺伟司	32	32	20	美国	液蛋	
住友	25	25	12.3	日本	固蛋、液蛋	预计2024年较2018财年(截止2019年3月)产能减少3成
新和成	15	15	-	中国山东	固蛋	其中15万吨于2023年8月试生产
紫光	10	10	8	中国宁夏	固蛋	
希杰	14	14	15	马来西亚	固蛋	2023下半年开始, 马来西亚工厂30%-40%的蛋氨酸产能转产缬氨酸和异亮氨酸
和邦生物	7	7	-	中国四川	液蛋	
沃尔斯基	2	2	1.5	俄罗斯	固蛋	
其中		134			固蛋	
		109			液蛋	

来源: 各公司公告, 秣宝网, 中泰证券研究所

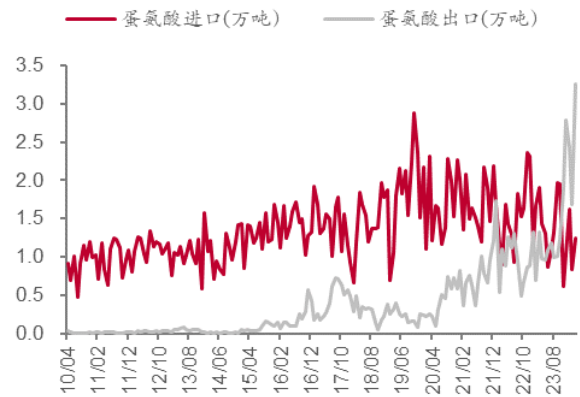
- **展望后市, 蛋氨酸的价格更多需关注供给端的变化。**近年国内蛋氨酸产能扩产对全球格局影响深远, 我国已从蛋氨酸净进口国转为进出口国, 而未来数年蛋氨酸新增产能也将集中于中国。短期看, 二季度国内外工厂均有检修计划, 预计供应预期减少以及目前库存偏低的因素, 在需求维持稳定情况下, 价格下跌风险较小, 预计至少维持在当前水平。中长期看, 随着国内企业话语权增强, 对价格较强的把握力也将蛋氨酸价格维持在合理水平。

图表 143: 未来全球蛋氨酸增长产能有限 (万吨)

公司	规划产能	生产基地	预计投产时间	蛋氨酸种类
赢创	4	新加坡	2024Q3	固蛋
镇海炼化 新和成	18	中国宁波	2024Q3	液蛋
紫光	10	中国宁夏		固蛋
安迪苏	15	中国泉州	2027	固蛋
合计 (以固蛋计)	47			

来源: 各公司公告, 中泰证券研究所

图表 144: 国内蛋氨酸净出口逐渐扩大

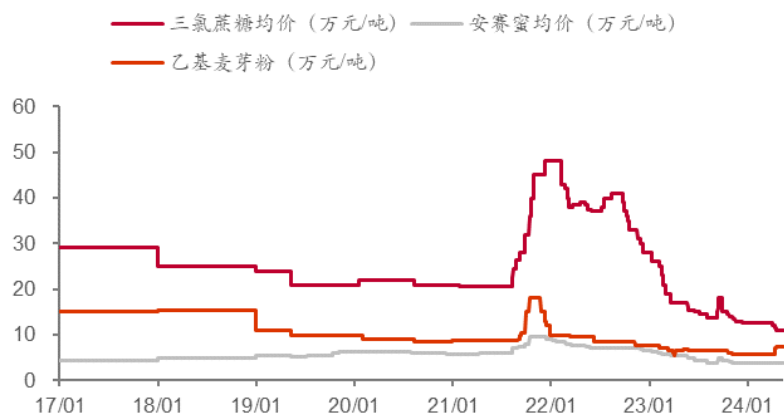


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **3) 甜味剂**
- **2023 年: 需求不济, 竞争加剧。**需求端: 国内甜味剂多出口海外, 而三氯蔗糖/安赛蜜出口增速同比大幅下滑。供给端看, 三氯蔗糖及安赛蜜产能同比增长较多。供需错配下导致价格战空前, 企业盈利陷入低谷。同时, 被动累库均创历史新高, 对价格形成压制。
- **24Q1: 需求逐渐回暖, 部分产品涨价。**尽管围绕三氯蔗糖、安赛蜜等产品的价格战仍在持续, 但整体趋势有放缓。需求端看, 一季度三氯蔗糖出口呈现回暖。同时以麦芽酚产品为例, 在原材料上涨、企业盈利受损

的背景下，行业内频发涨价函。

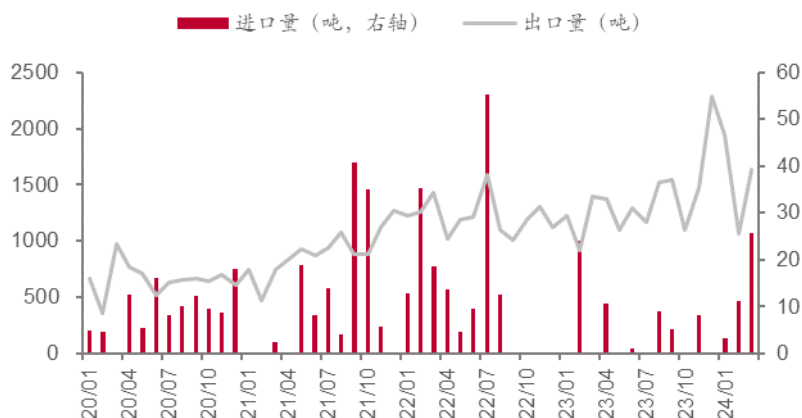
图表 145：自 2023 年起，甜味剂价格整体布局下行通道



来源：Wind，中泰证券研究所

- **展望后市**，全球范围对健康生活理念的追逐表现为对甜味剂的长期需求，但不同甜味剂的格局以及消费热点的迭代是会变化的，同时渗透率存在一定瓶颈，表现为以阿洛酮糖为代表的天然甜味剂正在逐渐受到关注，随着阿洛酮糖等新型代糖逐渐获批上市，甜味剂市场空间将再次扩大。同时，在原油价格波动下，三氯蔗糖/安赛蜜等高倍甜味剂报价也有望提涨。

图表 146：2024 年一季度三氯蔗糖出口表现亮眼



来源：Wind，中泰证券研究所

- 我们选取新和成、安迪苏、兄弟科技、花园生物、浙江医药、金禾实业、百龙创园作为食品及饲料添加剂行业代表性企业，并对行业及对应个股 2023 年及 24Q1 具体财务表现展开分析：
- **业绩能力：**
 - 2023 年食品及饲料添加剂行业累计实现营业收入 461.9 亿元，同比 -10.1%；实现归母净利润 41.0 亿元，同比 -48.4%；实现扣非归母净利润 34.8 亿元，同比 -55.5%。
 - 24Q1 行业累计实现营业收入 128.6 亿元，同比 +13.4%，环比 +8.2%；

实现归母净利润 15.1 亿元，同比+35.5%，环比+71.9%；实现扣非归母净利润 15.5 亿元，同比+69.3%，环比+144.9%。

■ **盈利能力：**

- 2023 年食品及饲料添加剂行业的毛利率、净利率和 ROE 水平分别约 27.8%、8.6%和 6.4%，同比-5.8pct、-6.6pct 和-6.4pct。
- 24Q1 行业毛利率、净利率和 ROE 水平分别约 31.8%、11.5%和 2.3%，同比+3.3pct、+1.9pct 和+0.6pct，环比+4.3pct、+4.4pct 和+0.9pct。

图表 147：2023 年食品及饲料添加剂行业代表性公司财务指标

所属行业	企业名称	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			ROE		
		2023	2022	同比	2023	2022	同比	2023 (%)	2022 (%)	同比 (pct)
食品及饲料 添加剂	新和成	151.2	159.3	-5.1%	27.0	36.2	-25.3%	10.9	15.4	-4.5
	安迪苏	131.8	145.3	-9.3%	0.5	12.5	-95.8%	0.3	8.3	-8.0
	兄弟科技	28.2	34.1	-17.3%	-1.8	3.1	-157.4%	-5.7	9.1	-14.8
	花园生物	10.9	14.2	-22.8%	1.9	3.8	-49.9%	6.6	14.9	-8.3
	浙江医药	77.9	81.2	-4.0%	4.3	5.4	-20.4%	4.5	5.8	-1.4
	金禾实业	53.1	72.5	-26.7%	7.0	17.0	-58.5%	9.9	24.1	-14.2
	百龙创园	8.7	7.2	20.3%	1.9	1.5	28.0%	12.8	11.2	1.6
合计/均值	461.9	513.8	-10.1%	41.0	79.4	-48.4%	6.4	12.8	-6.4	

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 148：24Q1 年食品及饲料添加剂行业代表性公司财务指标

所属行业	企业名称	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)					ROE				
		24Q1	23Q1	23Q4	同比	环比	24Q1	23Q1	23Q4	同比	环比	24Q1	23Q1	23Q4	同比 (pct)	环比 (pct)
食品及饲料 添加剂	新和成	45.0	36.1	41.0	24.5%	9.6%	8.7	6.4	6.0	35.2%	44.2%	3.4%	2.7%	2.4%	0.7	1.0
	安迪苏	35.0	31.5	35.7	10.9%	-2.1%	2.8	0.0	0.9	18512.1%	219.9%	1.8%	0.0%	0.6%	1.8	1.3
	兄弟科技	8.2	6.8	6.6	21.3%	23.6%	-0.3	0.1	-1.8	-335.2%	85.8%	-0.8%	0.3%	-5.8%	-1.2	5.0
	花园生物	3.3	3.2	2.0	4.1%	67.8%	0.9	0.5	0.4	76.4%	110.7%	3.0%	1.8%	1.5%	1.3	1.5
	浙江医药	22.5	20.1	19.2	12.0%	17.3%	1.1	1.1	1.3	-3.4%	-14.5%	1.1%	1.2%	1.3%	-0.1	-0.2
	金禾实业	12.1	13.8	12.2	-2.3%	-0.4%	1.3	2.5	1.4	-47.3%	-8.1%	1.8%	3.4%	2.0%	-1.6	-0.2
	百龙创园	2.5	1.9	2.1	29.6%	17.6%	0.5	0.4	0.5	20.5%	3.7%	3.4%	3.2%	3.4%	0.2	0.0
合计/均值	128.6	113.4	118.8	13.4%	8.2%	15.1	11.1	8.8	35.5%	71.9%	2.3%	1.7%	1.4%	0.6	0.9	

来源：公司公告，中泰证券研究所

2.9 农药：2023 年全球去库存，2024 年价格有望逐渐修复

- **2023 年：农药全年去库存，价格持续走低。**自 22Q4 以来，农药行业全球市场渠道高库存风险暴露，需求迅速下滑，开始进入去库存周期，2023 年农药产品价格延续自 2022 年底以来的下行趋势，大多数农药产品价格一路走低。同时，国内市场面临在前两年行业高景气布局产能的规模化集中投产，出口受阻内需疲软造成累库，进一步加剧了价格下行态势。

图表 149: 主要农药品种所处历史位置及最新价格走势 (20200203-20240430)

产品	单位	本周均价	24Q1均价	23Q4均价	周环比	月环比	年同比	所处历史位置
草甘膦	万元/吨	2.6	2.5	2.8	▲ 0.3%	▲ 1.7%	▼ -21.1%	9.5%
草铵膦	万元/吨	5.6	6.0	6.4	▬ 0.0%	▼ -3.0%	▼ -27.9%	0.0%
麦草畏	万元/吨	6.2	6.2	6.5	▬ 0.0%	▬ 0.0%	▼ -10.0%	0.0%
百草枯	万元/吨	1.3	1.3	1.5	▲ 2.5%	▼ -1.0%	▼ -20.3%	12.6%
吡虫啉	万元/吨	7.9	8.6	9.2	▬ 0.0%	▼ -4.3%	▼ -15.6%	0.0%
高效氯氟氰菊酯	万元/吨	10.8	11.4	12.4	▬ 0.0%	▼ -0.6%	▼ -20.1%	0.0%
多菌灵	万元/吨	3.5	3.5	3.8	▬ 0.0%	▼ -1.5%	▼ -11.2%	0.0%
代森锰锌	万元/吨	2.3	2.3	2.4	▬ 0.0%	▬ 0.0%	▼ -3.0%	41.2%
啉菌酯	万元/吨	14.8	15.1	16.0	▬ 0.0%	▼ -1.4%	▼ -20.9%	0.8%
吡唑醚菌酯	万元/吨	17.0	16.0	17.4	▲ 3.0%	▲ 2.6%	▼ -21.8%	10.3%
噻虫嗪	万元/吨	5.8	6.5	6.6	▼ -0.9%	▼ -9.3%	▼ -15.1%	0.0%

来源: 百川盈孚, 中泰证券研究所

- **24Q1: 原油高位震荡, 春耕旺季需求, 部分产品呈现反弹态势。**需求侧看, 农药属于强季节性刚需化工品。成本侧看, 我们预计 2024 年国际油价有望维持在 85 美元/桶附近偏强震荡, 对农药价格或形成支撑。库存侧看, 以草甘膦为例, 自 2024 年 2 月 23 日以来已累计去库 35%。

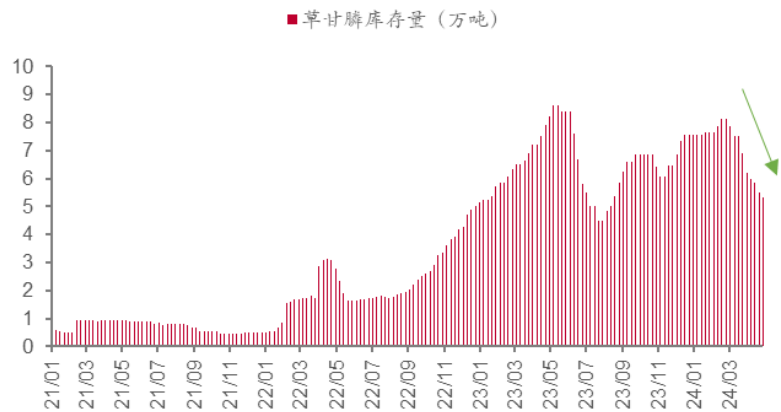
图表 150: 中农立华原药价格指数 (截至 2024 年 5 月 12 日)



来源: 中农立华, 中泰证券研究所

- **展望后市, 随着海外库存逐渐去化以及供给端新增产能逐渐释放, 农药原药价格或迎持续修复, 相关公司业绩有望改善。**截至 5 月 12 日, 中农立华原药价格指数录得 77.96 点, 同比 2023 年下跌 14.8%, 环比 4 月同期上涨 0.54%。考虑到制剂库存消化更快, 截至 23Q3, 海外制剂的库存已消化至正常水平, 我们认为, 在原药库存低位的背景下, 制剂端的盈利能力也有望加强。

图表 151: 2024 年 2 月底以来, 草甘膦产品库存去化明显



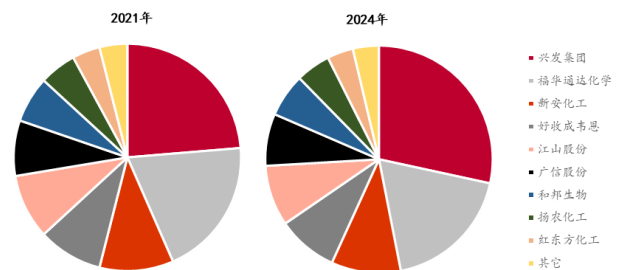
来源: 百川盈孚, 中泰证券研究所

图表 152: 国内草甘膦企业产能 (截至 2024 年 4 月)

企业	省份	产能 (万吨/年)
福华通达化学	四川省	15
湖北泰盛化工 (兴发集团旗下)	湖北省	13
内蒙古兴发科技 (兴发集团旗下)	内蒙古	10
浙江新安化工	浙江省	8
江苏好收成韦恩农化	江苏省	7
南通江山化工	江苏省	7
安徽广信股份	安徽省	6
四川和邦生物	四川省	5
江苏扬农化工	江苏省	4
河南红东方化工	河南省	3
其他		3
合计		81

来源: 百川盈孚, 中泰证券研究所

图表 153: 近年来草甘膦行业市场集中度有所提升



来源: 百川盈孚, 中泰证券研究所

- 我们选取扬农化工、润丰股份、广信股份、兴发集团、利尔化学、江山股份作为农药行业代表性企业, 并对行业及对应个股 2023 年及 24Q1 具体财务表现展开分析:
- 业绩能力:
 - 2023 年农药行业累计实现营业收入 698.7 亿元, 同比-20.7%; 实现归母净利润 60.4 亿元, 同比-59.8%; 实现扣非归母净利润 57.6 亿元, 同比-62.4%。
 - 24Q1 行业累计实现营业收入 169.5 亿元, 同比-10.9%, 环比+9.7%; 实现归母净利润 13.2 亿元, 同比-42.8%, 环比+49.1%; 实现扣非归母净利润 12.7 亿元, 同比-41.7%, 环比+55.7%。
- 盈利能力:
 - 2023 年农药行业的毛利率、净利率和 ROE 水平分别约 21.0%、9.0%和 10.5%, 同比-10.1pct、-9.5pct 和-17.2pct。
 - 24Q1 行业毛利率、净利率和 ROE 水平分别约 18.9%、8.0%和 2.2%, 同比-4.0pct、-4.7pct 和-1.9pct, 环比-3.5pct、+2.3pct 和+0.7pct。

图表 154: 2023 年农药行业代表性公司财务指标

所属行业	企业名称	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			ROE		
		2023	2022	同比	2023	2022	同比	2023 (%)	2022 (%)	同比 (pct)
农药	扬农化工	114.8	158.1	-27.4%	15.7	17.9	-12.8%	16.2	21.0	-4.8
	润丰股份	114.8	144.6	-20.6%	7.7	14.1	-45.4%	11.8	22.9	-11.1
	广信股份	58.7	90.6	-35.3%	14.4	23.2	-37.9%	15.2	26.7	-11.5
	兴发集团	281.1	303.1	-7.3%	13.8	58.5	-76.4%	6.7	28.8	-22.2
	利尔化学	78.5	101.4	-22.5%	6.0	18.1	-66.7%	8.1	24.9	-16.9
	江山股份	50.9	83.5	-39.1%	2.8	18.4	-84.7%	7.9	55.7	-47.8
合计/均值		698.7	881.3	-20.7%	60.4	150.3	-59.8%	10.5	27.7	-17.2

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 155: 24Q1 年农药行业代表性公司财务指标

所属行业	企业名称	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)					ROE				
		24Q1	23Q1	23Q4	同比	环比	24Q1	23Q1	23Q4	同比	环比	24Q1	23Q1	23Q4	同比 (pct)	环比 (pct)
农药	扬农化工	31.8	45.0	22.0	-29.4%	44.1%	4.3	7.5	2.0	-43.1%	110.1%	4.2%	8.1%	2.1%	-3.9	2.1
	润丰股份	26.9	22.3	29.7	20.6%	19.2%	1.5	1.8	0.5	-16.4%	208.8%	2.2%	2.9%	0.8%	-0.6	1.5
	广信股份	12.2	19.3	7.8	-36.9%	56.5%	2.3	5.2	1.2	-56.8%	94.9%	2.3%	5.7%	1.2%	-3.3	1.1
	兴发集团	68.9	65.7	61.8	4.8%	11.5%	3.8	4.5	4.5	-15.1%	-14.3%	1.8%	2.1%	2.1%	-0.3	-0.3
	利尔化学	13.9	24.4	18.4	-43.1%	-24.6%	0.5	2.7	0.4	-82.6%	8.9%	0.6%	3.8%	0.6%	-3.2	0.0
	江山股份	15.9	13.5	14.8	17.2%	6.9%	0.8	1.2	0.3	-33.5%	211.4%	2.2%	3.6%	0.7%	-1.3	1.5
合计/均值		169.5	190.3	154.5	-10.9%	9.7%	13.2	23.1	8.8	-42.8%	49.1%	2.2%	4.1%	1.5%	-1.9	0.7

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

三、风险提示

- **宏观环境波动:** 2024 年正值海外多国大选年, 海内外政治经济形势错综复杂, 若宏观经济出现大幅波动, 将对化工行业产生冲击。
- **竞争格局恶化:** 过去几年受行业高盈利驱动, 化工行业迎新一轮产能大规模扩产潮, 在此背景下部分细分品种行业供过于求, 企业竞争形势激烈, 若竞争格局恶化, 企业盈利空间将受到不同程度的压缩。
- **政策不及预期:** 若政策激励进度不及预期, 或影响下游消费者信心, 进而影响行业整体需求复苏节奏。
- **原材料或产品价格大幅波动:** 若产品售价或其成本价出现大幅波动, 将对公司的盈利产生直接影响。若原材料价格大幅上涨, 行业内生产企业无法完全将成本压力传导至下游, 或导致企业毛利率承压, 进而影响盈利水平。
- **数据与实际情况偏差风险:** 全文行业数据均进行了一定的筛选及划分, 存在与行业实际情况出现偏差的风险。
- **需求不及预期:** 化工行业需求与地产、纺服等多行业景气度密切相关。若下游景气度下降, 可能会对行业发展产生不利影响。
- **使用的第三方数据信息更新不及时:** 研究报告中部分资料来自公司招股说明书、定期报告、公司官网等公开材料, 使用的公开资料存在信息滞后或更新不及时的风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
 。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。