



华安证券  
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

# 供需改善景气向上，估值修复曙光初现

## ——化工行业23年报与24年一季度报总结

分析师：王强峰 S0010522110002 邮箱：Wangqf@hazq.com

联系人：刘天其 S0010122080046 邮箱：Liutq@hazq.com

2024年6月27日

华安证券研究所

## 投资建议

### 1. 供需改善景气向上，估值修复曙光初现

- 2023年以来，在全球经济下行以及行业产能持续扩张等多重因素影响下，化工行业景气渐弱，截至2024年4月30日，中国化工产品价格指数（CCPI）报收4702点，较2023年初的4815点下降2.35%，近五年历史百分位为47.14%。化工行业市盈率历史分位为69.93%分位，市净率历史分位为30.06%。
- 化工行业经历两年下跌，最悲观的时候已经过去。从供给侧看，2024年化工品行业资本开支增速放缓；从需求侧看，地产政策持续松绑，限购和信贷政策逐步放开，加上新能源汽车出口进一步扩大，化工品出海需求进一步打开，供需格局得到逐步改善。随着经济逐步复苏，化工是顺周期最强的矛，具有全球竞争优势，行业有望开启上行周期。

### 2. 推荐关注化工供需格局向好的周期标的、国产替代的优质新材料标的以及高分红的红利标的

- 推荐关注供需格局持续向好的底部白马标的：【万华化学】【卫星化学】【新和成】【巨化股份】【新凤鸣】等
- 国产替代的优质新材料标的：【凯赛生物】【华恒生物】【国瓷材料】【百龙创园】等
- 高分红的红利标的：【中国海油】【中国石化】【梅花生物】【云天化】等

## 投资建议

### 2023年化工板块回顾：整体承压，板块分化加大

- **聚氨酯板块**2023年营业收入为1889.28亿元，同比增长5.27%；归母净利润为169.53亿元，同比下降0.16%；扣非归母净利润为165.01亿元，同比下降0.01%。供给侧，基于环保和节能政策的挑战，预计未来五年生产增速将有所放缓；同时，海外供给侧收缩有助于拉动国内聚合MDI出口量上涨。需求侧，随着以旧换新政策、下游传统行业的稳定发展以及新能源行业等新兴行业的蓬勃发展，需求有望实现大幅提升。
- **磷肥及磷化工板块**2023年营业收入为1337.88亿元，同比下降10.62%；归母净利润为81.40亿元，同比下降56.29%；扣非归母净利润为79.24亿元，同比下降56.62%。磷化工供给端因环保政策等限制新增产能，同时磷矿石品位逐年下降，价值中枢磷矿石价格有望维持高位，同时国家对粮食安全问题的的高度重视，磷肥需求仍稳中有进。
- **氟化工板块**2023年营业收入为565.50亿元，同比下降9.58%；归母净利润为23.70亿元，同比下降69.96%；扣非归母净利润为18.78亿元，同比下降74.76%。2024年基于上游萤石价格上行、全球需求复苏、配额政策落地等因素推动，制冷剂持续供不应求，市场集中度提高，景气度有望向好。需求侧，在以旧换新政策推动下，制冷剂需求预期有望提升，新增及存量市场需求旺盛，整体供需格局向好。
- **煤化工板块**2023年营业收入为1238.05亿元，同比下降3.94%；归母净利润为79.53亿元，同比下降36.75%；扣非归母净利润为78.14亿元，同比下降37.21%。2023年行业面临需求不足和供给过剩的挑战，导致景气度有所下行。在2024年节能降碳方案和设备更新的政策支持下，预计行业结构将得到改善，业绩将逐步稳定并实现回升。
- **农药板块**2023年营业收入为1472.47亿元，同比下降21.64%；归母净利润为35.18亿元，同比下降80.27%；扣非归母净利润为23.74亿元，同比下降86.57%。2023年，基于农产品价格波动、原药价格下跌等因素，农药板块业绩承压。长期来看，随着去库存的趋势，预计2024年农化原药价格将回归合理区间，企业业绩有望恢复。



### 投资建议

- **钾肥板块**2023年营业收入为347.06亿元，同比下降24.59%；归母净利润为132.02亿元，同比下降45.16%；扣非归母净利润为142.03亿元，同比下降40.45%。2023年钾肥价格下跌导致业绩承压；2024年随着海运费上涨、全球新增产能仍然有限等因素，钾肥价格有望企稳回升。
- **有机硅板块**2023年营业收入为447.12亿元，同比下降3.20%；归母净利润为39.08亿元，同比下降53.04%；扣非归母净利润为33.22亿元，同比下降58.94%。2023年有机硅行业面临市场需求疲软、供需失衡的挑战，产品价格保持在较低水平，行业业绩受到一定程度的影响。2024年随着产能出清需求回暖有机硅板块有望迎来修复。
- **食品及饲料添加剂板块**2023年营业收入为876.86亿元，同比下降5.42%；归母净利润为70.67亿元，同比下降40.18%；扣非归母净利润为63.89亿元，同比下降40.22%。因2022年疫情海外超采较多存货，2023年持续去库，叠加下游猪价低迷导致需求疲软，2024年随着库存水平大幅改善，供需格局向好，产品价格有望持续上扬。
- **民爆制品板块**2023年营业收入为564.80亿元，同比增长24.73%；归母净利润为36.92亿元，同比增长117.88%；扣非归母净利润为32.59亿元，同比增长138.25%。2023年煤炭保供政策和基建项目推动了市场需求增长；电子雷管全面替代传统产品，行业整体运行稳中向好，业绩实现大幅增长，维持高景气度。

#### 风险提示

- |                  |                 |                |
|------------------|-----------------|----------------|
| 1、化工品价格大幅波动风险；   | 2、行业及监管政策变化风险；  | 3、不可抗力及安全生产风险； |
| 4、全球局部地区冲突加剧的风险； | 5、国家与地区贸易争端的风险； | 6、宏观经济大幅下滑的风险。 |

# CONTENTS

01

周期底部逐步复苏，新材料需求有望爆发

02

2023年化工板块回顾：整体承压，板块分化加大

03

关注供需改善赛道的优质龙头、国产替代的新材料企业以及高分红的红利资产

04

风险提示

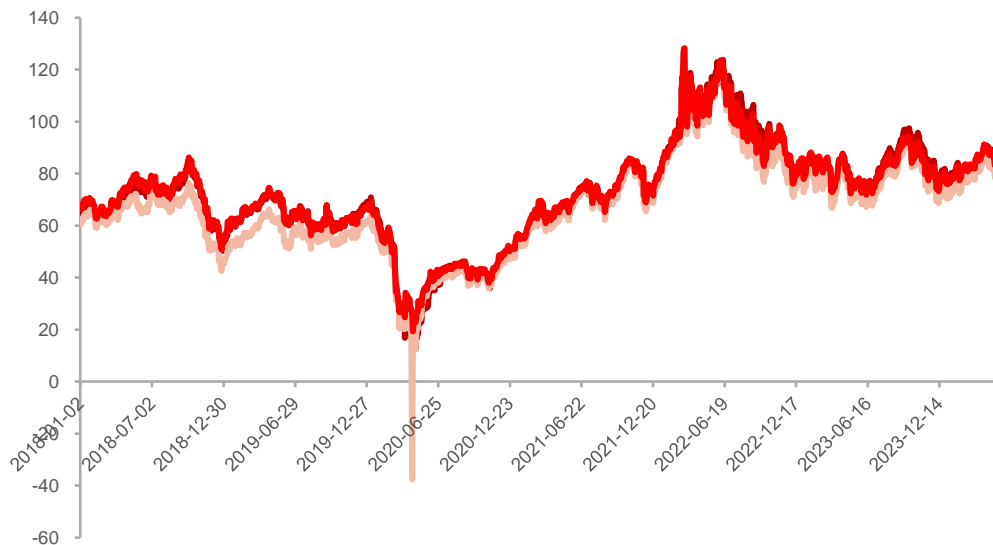
周期底部逐步复苏，新材料需求有望爆发

01

## ■ OPEC减产叠加宏观地缘，油价将维持宽幅震荡

- **原油价格维持高位，宏观地缘加剧油价震荡。**贯穿24年上半年的OPEC+减产，仍是国际油价高位运行的定海神针。截至24年5月6日布伦特期货结算价83.33美元/桶，较24年初上升9.8%。今年4月末加沙停火谈判的积极进展使得原油价格有所回落，宏观地缘加持下，油价波动进一步加大。
- **24年Q1受气温偏高影响，国际各大主要天然气消费地区库存高企。**供需宽松导致国际天然气价格下调。截至24年4月30日，液化天然气（LNG）价格为4182.10元/吨。

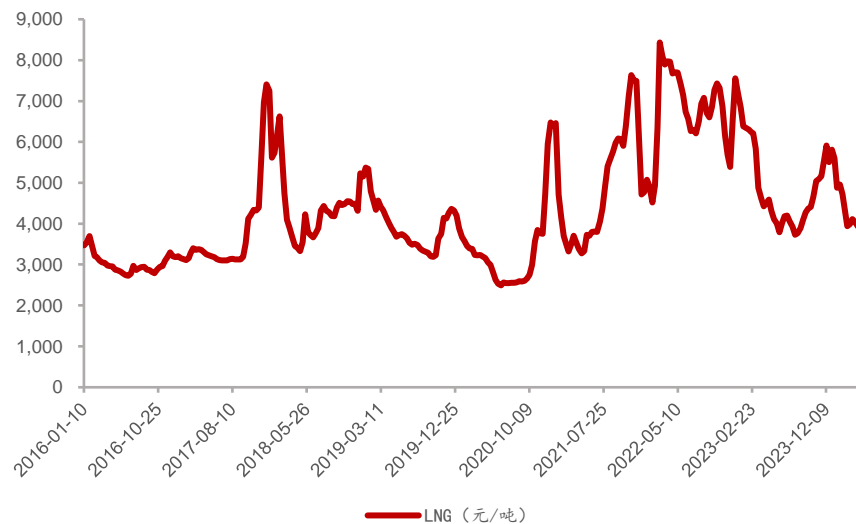
图表 2018-2024年5月原油价格走势



— OPEC: 一揽子原油价格 (美元/桶)    — WTI原油 (美元/桶)    — 布伦特原油 (美元/桶)

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 天然气价格持续下行



— LNG (元/吨)

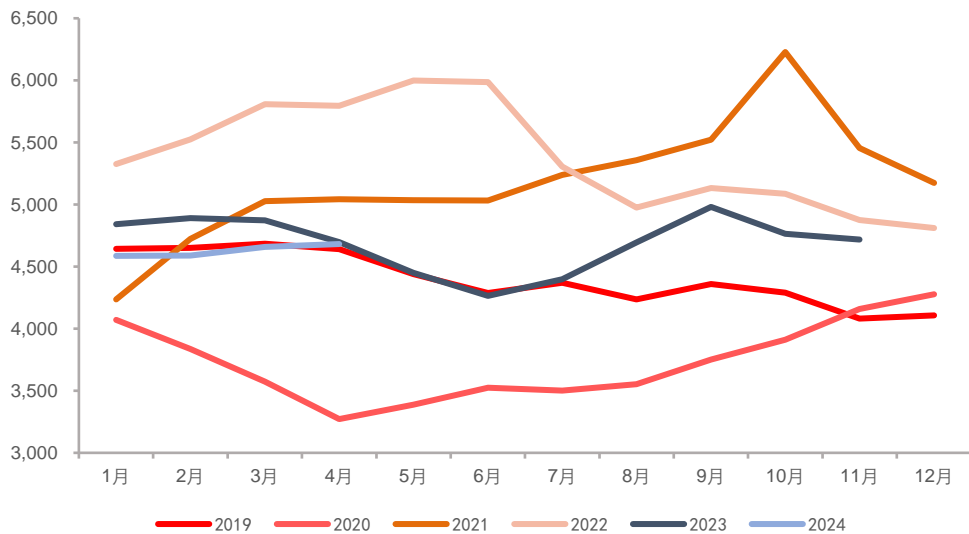
资料来源: iFinD, 华安证券研究所



### ■ 化工品价格指数有望回升

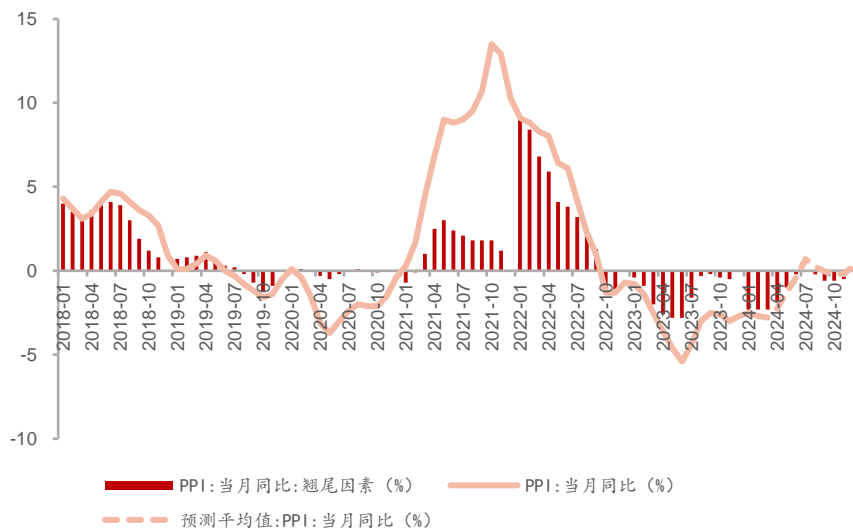
- **CCPI 指数有望回升，PPI 跌幅收窄。**24年Q1化工品需求仍偏弱，且春节淡季制约企业产销，但在节后下游阶段补库等因素带动下，行业整体价差呈回升态势。截至24年4月30日，中国化工产品价格指数（CCPI）报收4702点，较2023年初的4815点下降2.35%，较今年年初的4622点下降1.73%，近五年历史百分位为47.14%。
- 受生产资料价格环比跌幅收窄、金属及能源价格上涨等因素影响，PPI 环比降幅缩小。24年3月PPI 同比下降2.8%，降幅比上月扩大0.1个百分点；环比由上月下降0.2%转为下降0.1%。

图表 2019-2024年4月化工品价格指数走势对比



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 PPI 走势及预测



资料来源：iFinD，华安证券研究所



## ■ 化工品价格有望逐渐修复

- 化工品行情分化明显，价格有望逐渐修复。2023年以来，原油和煤炭价格均波动下降，化工行业成本压力减轻，外加美联储持续加息、全球化工品需求下滑等因素影响，化工品价格中枢整体走低，24年Q1价格下降幅度有所放缓。其中：传统重资产化工景气仍处低位，但同比有所改善；在原油相对高价、成品油供需面较好等支撑下，油气产业链景气维持高位；农药/新能源材料/助剂等下游盈利步入修复拐点，将逐步迎来配置机遇。

图表 部分化工品2024年初至5月初价格涨跌幅

产品	市场名称	1.1价格 (元/吨)	5.7价格 (元/吨)	涨跌幅
环氧丙烷	华东市场价	9375	9600	2.40%
草铵膦	华东市场价	70000	55500	-20.71%
环氧乙烷	华东市场价	6400	7000	9.38%
PX	中石化挂牌价	8600	8700	1.16%
PVC	电石法PVC 华东平均	-	5462	-
丙烯	华东市场价	6875	6975	1.45%
己内酰胺	华东市场液体	13775	12800	-7.08%
己二酸	华东市场价	9350	9500	1.60%
PTA	华东市场价	5885	5860	-0.42%
DMF	华东市场价	4900	4775	-2.55%
甲醇	华东市场价	2490	2700	8.43%
纯MDI	华东市场价	20000	18800	-6.00%

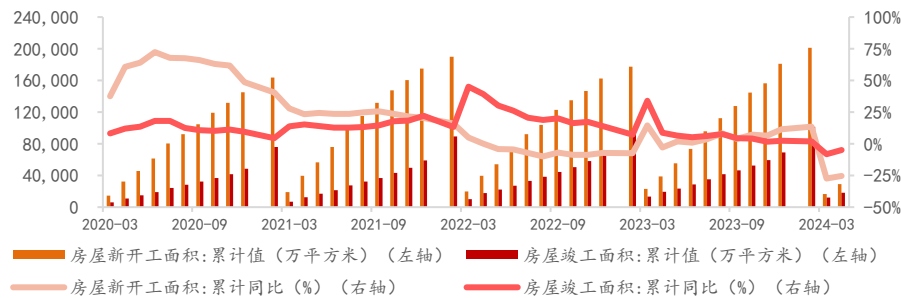
资料来源：百川盈孚，华安证券研究所



## ■ 下游需求有望回暖

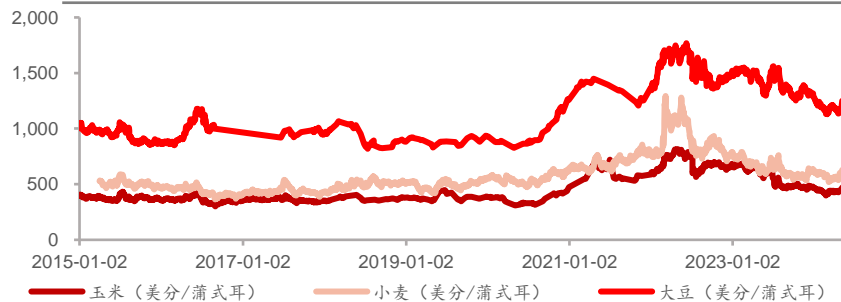
► 需求层面来看，制造业整体向好。房地产市场基本面筑底，在去库存等政策加持下有望触底反弹，24年2-3月，全国房屋新开工面积同比下降27.8%，降幅较2023年全年扩大7.4个百分点；全国房屋竣工面积同比转增为降，同比下降20.7%，较2023年全年下降37.7个百分点。国际农产品价格自2022年以来保持高位，现有所回调。国内汽车市场需求持续回暖，24年3月汽车产量为279.4万辆，较上年同期增长7.14%；24年3月，我国纺织业出口交货额为202.4亿元，同比减少9.32%。Q1国内制造业需求不足问题仍存在，但生产依然保持强势，在政策等因素带动下制造业有望进一步复苏，支撑化工行业发展。

图表 房屋开工竣工面积累计值及同比



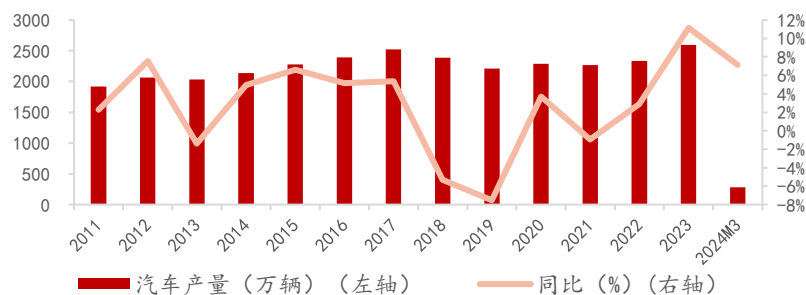
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 国际农产品实际市场价大幅拉升



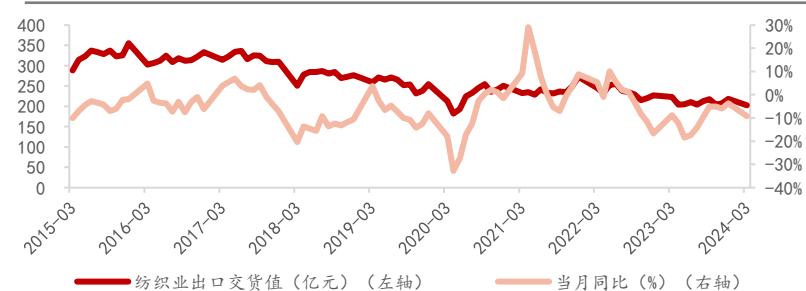
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 2011-2024M3国内汽车产量及增速



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 国内纺织出口交货值及增速



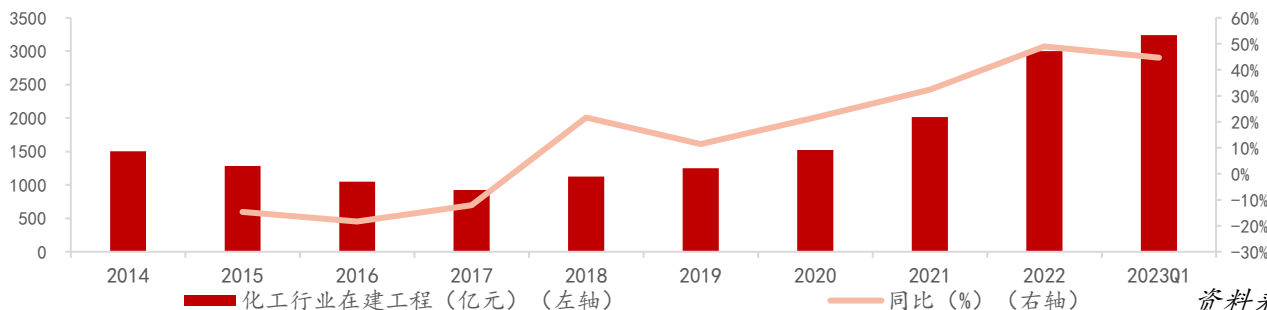
资料来源: iFinD, 华安证券研究所



### ■ 资本开支增速收窄，在建工程压力仍存

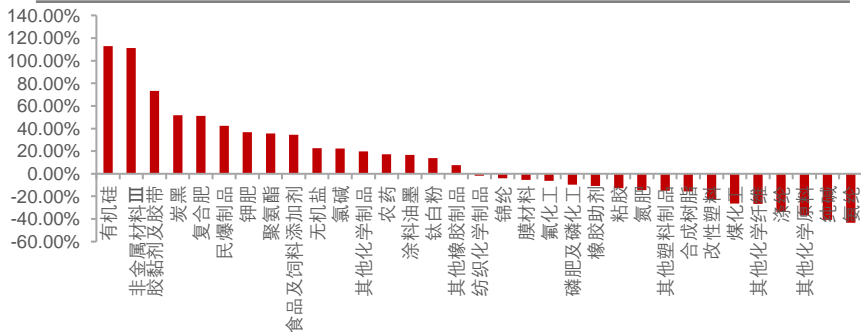
- 供给层面来看，化工品产能增速明显放缓。自2018年开始，化工行业进入扩产周期，24年Q1大部分化工品产能增速明显回调。2024Q1在建工程为3639.29亿元，同比增长12.50%，供给端新增产能持续释放，整体供需格局仍等待改善。
- 细分子行业来看，化工多数子行业资本开支持续增长，2024Q1同比增速中位数为10.57%。24年Q1资本开支增长趋势延续，有机硅、胶黏剂及胶带、炭黑、聚氨酯等子行业在建工程持续增长，其中有机硅同比增长超过100%。

图表 基础化工板块在建工程增速放缓



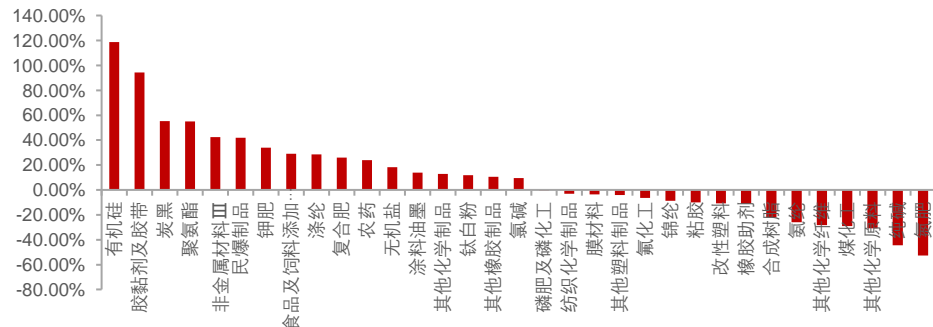
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 基础化工子行业2023年在建工程同比增速



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 基础化工子行业2024Q1在建工程同比增速



资料来源：iFinD，华安证券研究所



## ■ 部分主要化工品产能增速分化明显

图表 部分化工品产能增速明显放缓

产品名	2017年 产能/万 吨	2018年 产能/万 吨	2019年 产能/万 吨	2020年 产能/万 吨	2021年 产能/万 吨	2022年 产能/万 吨	2023年 产能/万 吨	2024年 产能/万 吨	2018年 增长率	2019年 增长率	2020年 增长率	2021年 增长率	2022年 增长率	2023年增 长率	2024年增 长率	累计增长
R32	24	27	36	51	51	51	51	51	12.4%	31.3%	42.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	109.5%
PC	88	119	153	180	195	296	348	348	36.0%	28.6%	17.6%	8.3%	51.8%	17.6%	0.0%	297.7%
草铵膦	1	2	2	3	3	8	11	15	30.8%	26.5%	32.6%	17.5%	144.8%	37.8%	33.6%	1061.5%
氨纶	75	78	86	95	100	114	133	124	4.3%	10.8%	9.6%	5.3%	14.6%	15.9%	-6.4%	65.6%
PVC	3111	3239	3176	2615	2630	2771	2801	2831	4.1%	-1.9%	-17.7%	0.6%	5.4%	1.1%	1.1%	-9.0%
炭黑	735	776	795	800	848	843	860	871	5.6%	2.4%	0.6%	6.0%	-0.6%	2.0%	1.3%	18.4%
磷酸一铵	2700	2840	2427	2299	2289	2320	2320	2203	5.2%	-14.5%	-5.3%	-0.4%	1.4%	0.0%	-5.0%	-18.4%
尿素	7972	7466	7467	7260	7234	6960	7211	7297	-6.3%	0.0%	-2.8%	-0.4%	-3.8%	3.6%	1.2%	-8.5%

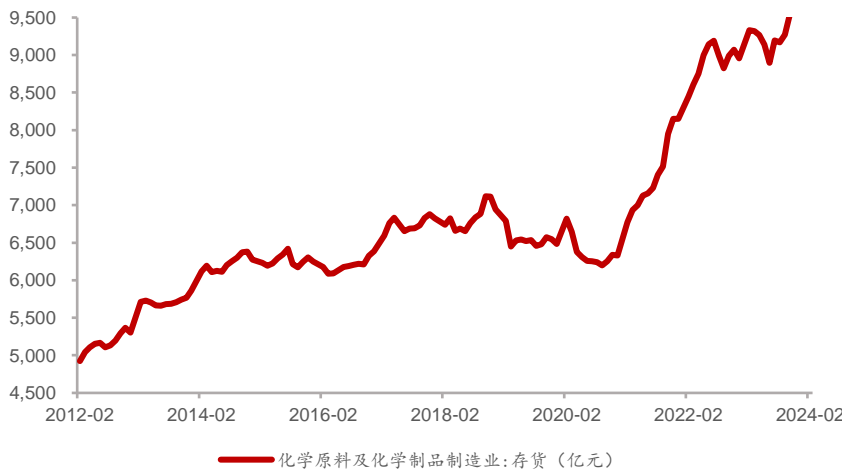
资料来源：百川盈孚，华安证券研究所



## ■ 库存维持中高位，静待去库拐点来临

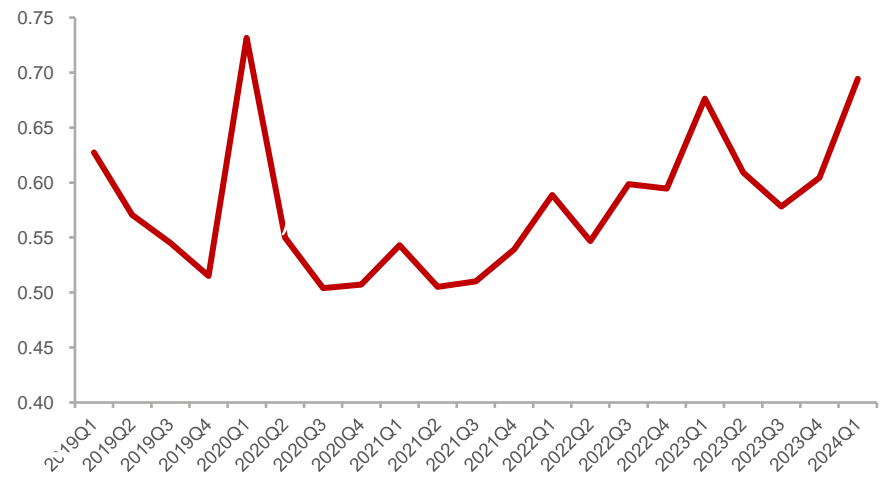
- 库存位于高点，消费需求的提振有望逐步缓解市场高库存的压力。2021年制造业需求复苏叠加上游原材料价格上涨，使得化工企业一直处于持续补库存的阶段，随着防疫政策放开，主要化学品总产量增长由负转正，目前化工品库存仍处于高点。未来随着消费复苏需求格局改善，有望迎来真正的库存拐点。

图表 化学原料和化学制品制造业存货累计值



资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 2019-2024一季度基础化工行业库存/营收情况



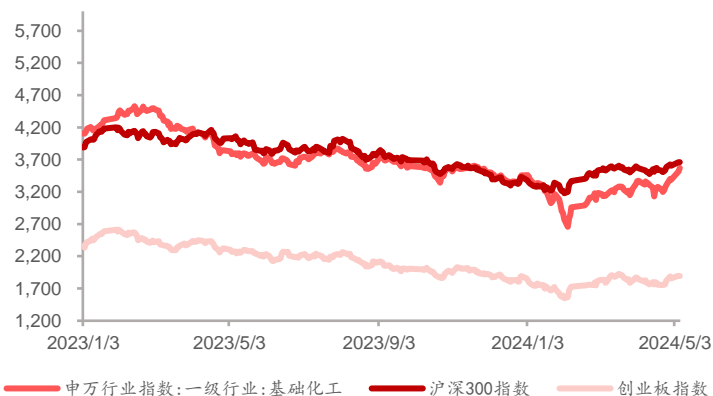
资料来源：iFind，华安证券研究所



### ■ 化工板块指数有所回升，业绩增速放缓

- 化工板块仍处低位，但一季度以来有所回升，子行业有所分化。截至24年6月17日，化工（SW）、沪深300较年初涨跌幅分别为-23.11%、-9.05%，化工（SW）相对沪深300跌幅为-14.07%。涨幅较大的子行业是煤化工、氨纶、纺织化学制品、氟化工、其他塑料制品、涤纶、其他化学原料、钛白粉等。
- 24年Q1化工行业业绩增速由负转正。23年经济复苏不及预期，化工行业整体业绩出现负增长。而24年以来随经济复苏带动消费回暖，化工行业业绩逐步修复，整体向好。

图表 化工板块指数有所回落



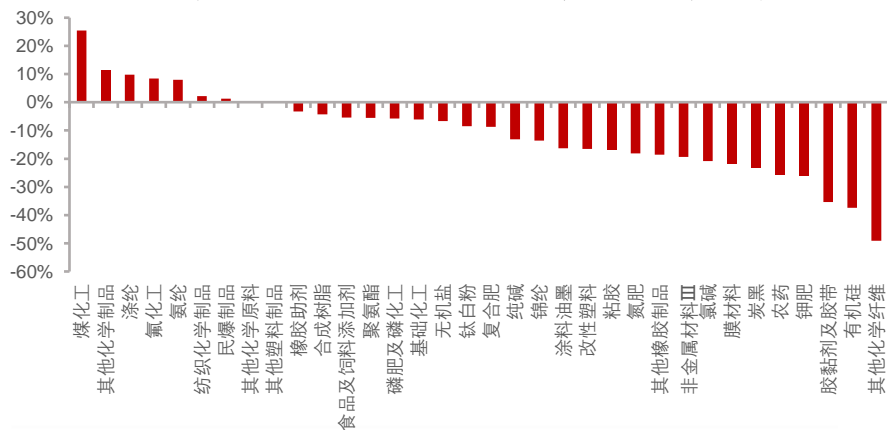
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 化工板块经营数据分析

类别	2020	2021	2022	2023	2024Q1
营业收入 (亿元)	64580.32	86114.11	105287.17	102051.11	25488.44
营业收入增速 (%)	-18.38%	33.34%	22.26%	-3.07%	4.27%
归母净利润 (亿元)	2095.85	5077.37	5824.59	4812.17	1391.19
归母净利润增速 (%)	-11.70%	142.26%	14.72%	-17.38%	4.22%

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 2023年初至6月25日化工子加权平均流通市值有所分化

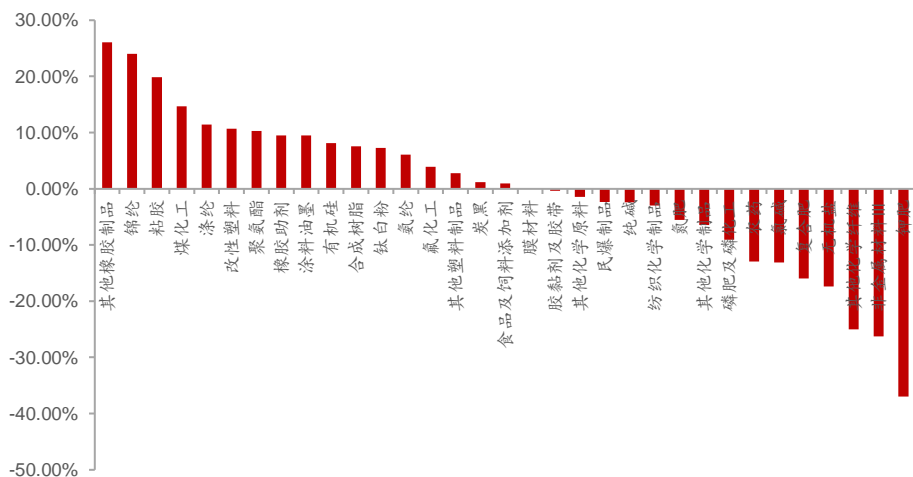


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

## ■ 化工行业业绩增速放缓，子行业分化

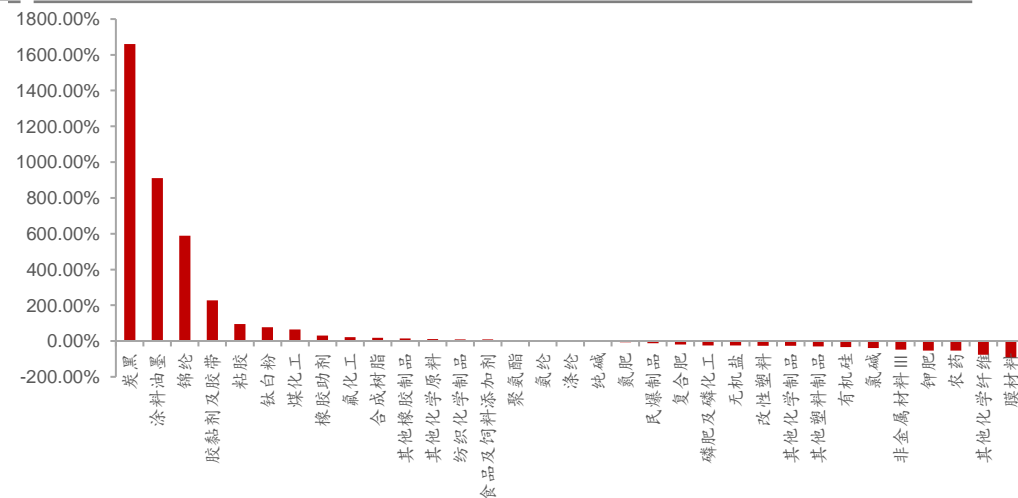
- **2024Q1其他橡胶制品、锦纶行业营收增速超20%。**2023年大部分子行业营收呈下降趋势，行业分化明显，其中民爆制品营收增速接近25%。24年Q1行业整体营收有所回升，子行业营收较23年变化明显，其中其他橡胶制品营收增幅超25%。
- **2024Q1子行业归母净利润较23年明显改善。**受短期出口压力叠加地产/纺服/汽车等终端需求尚未显著修复、行业资本开支持续投放等因素影响，23年大多子行业盈利下降。24年一季度在原料价格上涨、下游消费回暖、供需格局改善等因素的加持下，子行业盈利明显回升，其中粘胶、涂料油墨、合成树脂等行业继续呈增长态势，涂料油墨利润持续走高，同比增幅超900%。

图表 化工子行业2024年一季度营业收入分化明显



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 化工子行业2024年一季度归母净利润同比增长出现分化



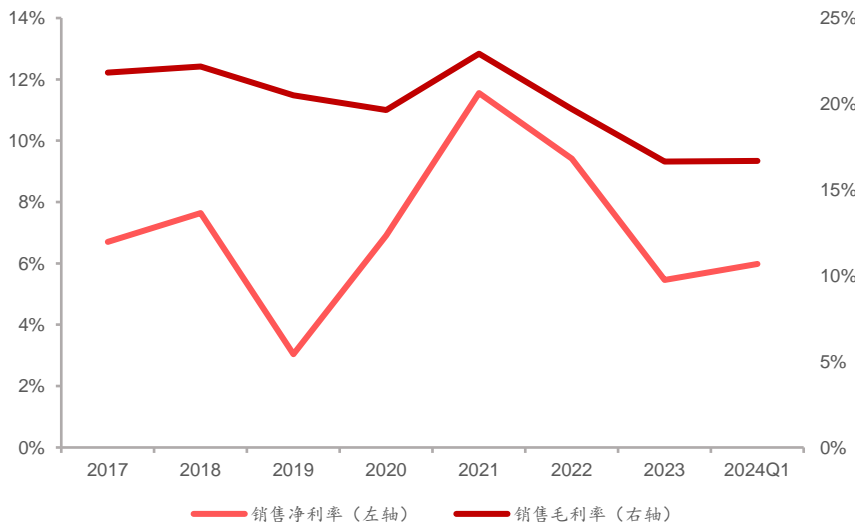
资料来源：iFinD，华安证券研究所



## ■ 化工行业毛利及ROE有所下滑

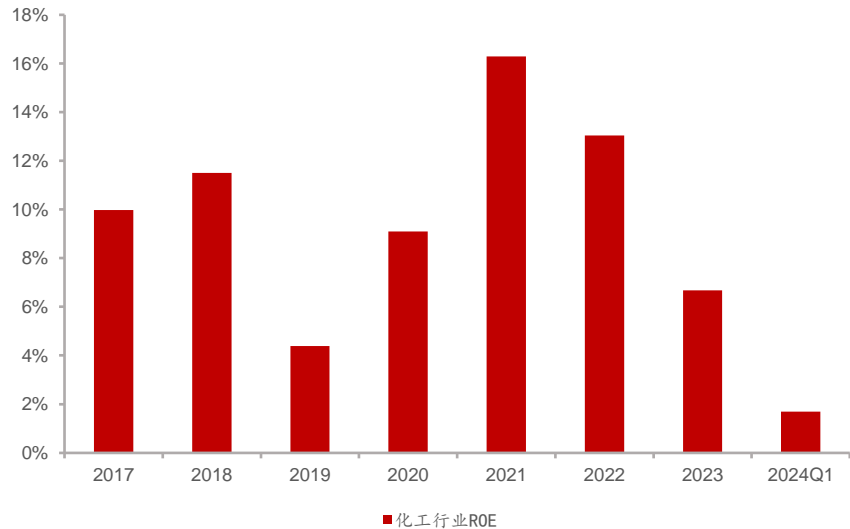
- **2024Q1行业盈利能力有所回调。**2023年，行业终端需求尚未显著修复，成本处于高位，部分子行业面临高成品库存的不利影响，化工板块盈利能力继续下滑。2023年毛利率、净利率分别为16.64%、5.46%，同比分别下降3.05个PCT、3.95个PCT，净资产收益率ROE为6.68%，同比下降6.36个百分点。2024Q1毛利率、净利率分别为16.67%、5.98%，同比分别上升0.03个PCT、0.52个PCT，行业盈利能力有所修复。

图表 一季度化工行业毛利率、净利率有所回升



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 2021年以来化工行业ROE有所下降



资料来源：iFinD，华安证券研究所



## ■ 基础化工行业毛利和周转率等指标有所下滑，子行业分化

- 2024Q1基础化工毛利率、ROE、存货周转率、应收账款周转率均同比下滑，但有更多的子行业呈增长态势。化工子行业中，2024Q1销售毛利率同比上升的子行业有17个，增幅前5的行业分别为煤化工、涂料油墨、胶黏剂及胶带、有机硅和钛白粉。

图表 2024Q1化工子行业销售毛利率、ROE、存货周转率、应收账款周转率变化

板块名称	销售毛利率 (%)	毛利率变动 (百分点)	ROE (摊薄) (%)	ROE变动 (百分点)	存货周转次数 (次)	存货周转率同比 (%)	应收账款周转次数 (次)	应收账款周转率同比 (%)
基础化工	16.67	-0.13	1.71	-0.37	1.24	-1.31%	2.29	-4.35%
纯碱	26.10	2.90	3.16	-0.11	3.20	6.31%	15.56	21.74%
氯碱	12.91	0.92	0.39	-0.14	2.52	-0.15%	6.96	75.04%
无机盐	25.83	-3.34	2.14	-1.30	1.78	-3.02%	2.84	-20.18%
其他化学原料	14.61	1.53	1.62	0.00	1.90	-11.76%	8.94	4.72%
煤化工	17.11	10.54	2.26	0.79	2.73	7.88%	10.69	21.11%
钛白粉	21.99	4.40	2.46	0.83	0.93	-10.25%	2.28	-17.78%
涂料油墨	22.25	6.33	0.96	0.85	1.01	10.51%	0.89	6.58%
民爆制品	23.05	0.77	1.25	-0.26	1.96	-5.17%	0.61	-11.34%
纺织化学制品	22.36	1.72	0.70	0.07	0.17	-6.19%	1.38	1.24%
其他化学制品	12.98	-1.35	0.72	-0.32	1.33	8.95%	1.66	-5.87%
氟化工	16.72	-0.54	1.49	0.18	1.34	1.40%	1.90	-3.74%
聚氨酯	17.39	-0.14	4.22	-0.37	1.74	-6.58%	4.13	8.37%
食品及饲料添加剂	22.39	1.86	2.26	0.11	1.19	15.08%	2.69	-2.36%
有机硅	17.25	4.43	1.37	-0.79	0.86	4.25%	2.61	-10.44%
胶黏剂及胶带	12.79	4.48	0.81	1.59	1.08	-3.95%	0.85	-18.67%
涤纶	5.47	0.24	1.05	-0.05	1.98	-5.98%	4.10	-5.88%
粘胶	14.75	1.82	0.11	0.36	1.11	-7.54%	1.18	5.03%
其他化学纤维	16.02	-7.29	0.64	-2.34	1.17	-31.11%	1.63	-61.52%
氨纶	15.18	-2.34	1.93	-0.26	1.29	-14.68%	2.13	-12.38%
锦纶	9.54	-1.00	0.82	0.54	2.13	21.57%	3.21	8.06%
其他塑料制品	10.54	-1.53	0.93	-0.47	1.18	-10.08%	1.88	-6.15%
改性塑料	12.29	-1.37	0.89	-0.62	1.33	1.32%	1.26	-7.72%
合成树脂	22.68	0.05	1.79	0.05	0.97	2.37%	0.88	-3.13%
膜材料	13.58	-2.71	0.02	-0.63	0.86	-2.96%	1.33	1.57%
其他橡胶制品	23.67	-0.83	0.23	0.04	0.19	18.92%	0.24	25.11%
炭黑	10.06	4.25	1.90	1.83	2.21	39.14%	1.23	9.24%
橡胶助剂	22.74	-2.19	3.36	0.60	1.52	5.77%	0.95	8.42%
氮肥	15.38	0.52	2.30	-0.10	2.13	-17.82%	13.43	36.94%
磷肥及磷化工	16.59	-1.24	2.68	-1.04	1.30	-6.22%	5.57	0.40%
农药	22.19	-2.66	1.30	-1.52	0.68	-2.69%	1.15	-14.37%
钾肥	46.33	-21.00	2.57	-3.65	0.85	28.70%	5.80	3.61%
复合肥	13.45	0.13	2.55	-0.89	1.12	-20.36%	10.15	-8.08%
非金属材料III	21.15	-1.26	1.50	-1.22	0.66	-11.78%	1.27	-20.94%

资料来源：iFinD，华安证券研究所

华安证券研究所

## ■ 稳增长政策密集出台，国内需求有望回升

政策层面来看，“稳增长”政策密集出台，化工行业有望率先受益。2023年以来针对我国目前“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，政府部门密集出台多项“稳增长”政策，在短期稳增长方面保持定力，重点聚焦于偏中长期的房地产和地方债务防范化解风险。23年7月中央提出“房地产供求重大变化”后，又于24年4月提出“房地产去库存”，未来房地产行业有望回暖，经济整体走势稳中向好，化工行业或优先收益。

图表 2023年以来政府“稳增长”等利好政策

时间	政策	内容
2023/3/24	证监会、发改委	首次将消费基础设施纳入REITs试点范围，推动扩募发行常态化、扩大市场参与主体范围加强二级市场建设。
2023/3/30	人社部	印发《关于2023年加力提升小微企业金融服务质量的通知》
2023/6/13	发改委、工信部、财政部、央行	联合印发《关于做好2023年降成本重点工作的通知》，进一步实行减税降费政策
2023/7/20	中共中央、国务院	《中共中央国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》，也被称为“民营31条”
2023/7/24	发改委	印发《关于进一步抓好抓实促进民间投资工作努力调动民间投资积极性的通知》
2023/7/31	发改委	印发《关于恢复和扩大消费的措施》，被称为“恢复和扩大消费20条”
2023/8/25	住建部、央行、金融监管总局	联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推出“认房不认贷”政策
2023/8/27	财政部、税务局	《关于减半征收证券交易印花税的公告》，提振资本市场活跃度
2023/8/31	国务院	出台《关于提高个人所得税有关专项附加扣除标准的通知》
2023/8/31	央行、金融监管总局	联合出台《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》
2023/12/11	中央经济工作会议	积极的财政政策要适度加力、提质增效。优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障；合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围。 在民生方面，会议提出，要坚持尽力而为、量力而行，兜住、兜准、兜牢民生底线。更加突出就业优先导向，确保重点群体就业稳定。 会议提出全面贯彻明年经济工作的总体要求，要注意把握和处理速度与质量、宏观数据与微观感受、发展经济与改善民生、发展与安全这四组关系，不断巩固和增强经济回升向好态势。
2024/3/5	第十四届全国人民代表大会	发布2024年《政府工作报告》，将目标GDP增长速度下调了0.5个PCT，企稳蓄势，以进促稳。
2024/4/30	中央政治局会议	对财政政策和货币政策都提出了具体要求，提出“消化存量房产和优化增量住房”，即房地产去库存，宏观政策延续稳增长取向

资料来源：中国政府各部委官网，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



### ■ 能耗政策趋严，行业格局强者恒强

- **能耗政策趋严，行业竞争格局有望进一步优化。**2023年以来，国家和地方政府出台了多项与能耗和碳排放相关政策。主要内容包括：优化能源结构，保障能源供应安全，完善能耗、碳减排双控，构建产品碳足迹管理体系框架等。从长期来看，由于一些不达标的中小企业的退出，加速行业出清，行业集中度进一步增强，竞争格局进一步优化，同时，由于头部企业本身具有规模优势，预计“强者恒强”的趋势将逐渐形成。

图表 2023年以来国家能耗与碳排放相关政策

日期	颁发机构	文件	概要
2023. 7. 11	中央全面深化改革委员会	《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》	完善能耗双控制度，加强碳排放双控基础能力建设，为建立和实施碳排放双控制度积极创造条件。
2023. 8. 22	发改委	《绿色低碳先进技术示范工程实施方案》	聚焦源头减碳、过程降碳、末端固碳三大重点方向，布局一批技术水平领先、减排效果突出、减污降碳协同、示范效应明显的项目。
2023. 11. 2	工信部	《绿色建材产业高质量发展实施方案（征求意见稿）》	提出2025、2027绿色建材领域两个阶段性目标
2023. 11. 6	发改委	《国家碳达峰试点建设方案》	规定了主要目标、试点名额和地区以及建设参考指标
2023. 11. 6	生态环境部	《2024年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》	对2024年HFCs的生产配额、进口配额、内用生产配额进行了规定
2023. 11. 7	生态环境部	《甲烷排放控制行动方案》	规定“十四五”和“十五五”两个阶段性目标,填补我国减碳法规空白
2023. 11. 13	发改委	《关于加快建立产品碳足迹管理体系的意见》	部署了制定产品碳足迹核算规则标准、建设碳足迹背景数据库、建立产品碳标识认证制度、丰富产品碳足迹应用场景、推动碳足迹国际衔接互认等五方面重点工作
2023. 11. 16	北京绿交所	《温室气体自愿减排交易和结算规则(试行)》	对CCER交易、结算、信息管理、风险管理、行为监督、争议处理作出了规定。
2023. 11. 17	国家气候战略中心	《温室气体自愿减排注册登记规则(试行)》、《温室气体自愿减排项目设计与实施指南》	对CCER注册登记、项目设计和实施做了规定，提供方法学参考
2023. 11. 24	发改委和其他四部门	《国家发展改革委等部门关于加快建立产品碳足迹管理体系的意见》	五个重点任务:核算规则标准、背景数据库建设、碳标识认证制度、碳足迹应用场景、国际衔接互认
2023. 12. 6	发改委	首批碳达峰试点名单	按照《国家碳达峰试点建设方案》工作安排，公布首批碳达峰试点名单，包括25个碳达峰试点城市和10个碳达峰试点园区
2024. 3. 18	国家能源局	《2024年能源工作指导意见》	将24年能源工作主要目标确定为：供应保障能力持续增强、能源结构持续优化、质量效率稳步提高
2024. 3. 5	第十四届全国人民代表大会	《政府工作报告》	扎实开展“碳达峰十大行动”，积极稳妥推进碳达峰碳中和。

资料来源：中国政府各部委官网、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



### ■ 新材料的渗透率提升与国产替代提速

- **新材料渗透率与国产替代进程有望提升。**化工新材料作为基础性和支柱性战略产业，是高新技术的先导。当前，我国正处于加快推动制造业高质量发展的关键阶段，制造新需求和新模式对增材制造提出了更高的标准和要求。2023年以来，我国先后颁布及实施了《前沿材料产业化重点发展指导目录（第一批）》《产业结构调整指导目录》《关于推动未来产业创新发展的实施意见》等一系列新材料支持政策，以支持与鼓励多种前沿材料的发展。

图表 2023年以来国家支持新材料产业的相关政策

发布时间	政策名称	重点内容解读
2023.02	《2023年北京市高精尖产业发展资金实施指南（第一批）》	大力促进高精尖产业能级跃升，坚持分类分层精准支持企业创新发展，重点支持集成电路首流片、新材料首次、医药产业化、新技术新产品推广等方向，提高产业创新能力。
2023.02	《质量强国建设纲要》	强化企业创新主体地位，引导企业加大质量技术创新投入，推动新技术、新工艺、新材料应用，促进品种开发和品质升级。
2023.03	《北京市促进通用人工智能创新发展的若干措施》	发展科学智能，加速人工智能技术赋能新材料和创新药物领域科学研究。支持能源、材料、生物领域相关实验室设立科研合作专项。与人工智能创新主体开展联合研发，充分挖掘材料、蛋白质和分子药物领域实验数据，研发科学计算模型，开展新型合金材料、蛋白质序列和创新药物化学结构序列预测，缩短科研实验周期。
2023.07	《产业结构调整指导目录（2023年本，征求意见稿）》	鼓励低VOCs含量胶粘剂、环保型水处理剂，新型高效、环保催化剂和助剂，功能性膜材料，超净高纯试剂、光刻胶、电子气体、新型显示和先进封装材料等电子化学品及化学原料的开发与生产，微通道反应级数和装备的开发与应用。
2023.08	《前沿材料产业化重点发展指导目录（第一批）》	涵盖了包括超材料、超导材料、单/双壁碳纳米管/二维半导体材料、负膨胀合金材料、高熵合金、钙钛矿材料、高性能气凝胶隔热材料、金属有机氢化物、金属基单原子合金催化材料、量子点材料、石墨烯先进光学晶体材料、先进3D打印材料、液态金属等15种前沿材料。
2023.12	《重点新材料首次应用示范指导目录（2024年版）》	废止《重点新材料首次应用示范指导目录（2021年版）》，新目录自2024年1月1日起实施。
2024.01	《关于推动未来产业创新发展的实施意见》	把握全球科技创新和产业发展趋势，重点推进未来制造、未来信息、未来材料、未来能源、未来空间和未来健康六大方向产业发展

资料来源：中国政府各部委官网，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

2023年化工板块回顾：  
整体承压，板块分化加大

02



### ■ 聚氨酯板块-业绩分析与总结

- 聚氨酯板块2023年营业收入为1889.28亿元，同比增长5.27%；归母净利润为169.53亿元，同比降低0.16%；扣非归母净利润为165.01亿元，同比下降0.01%。全年业绩稳中向好。
- 单季度来看，聚氨酯板块2023Q3/2023Q4/2024Q1的营业收入分别为487.20/462.61/496.16亿元，同比增长9.05%/19.61%/10.28%；归母净利润分别为43.65/36.97/43.18亿元，同比增长29.78%/28.95%/3.01%。
- 从供给端来看，由于环保和节能政策的挑战，聚氨酯企业需对生产线进行技改以满足国家的节能减耗标准，因此未来五年生产增速预计有所放缓。海外聚合MDI产能受扰动，导致供给侧有所收缩，有利于推动国内出口量上行。
- 从需求端来看，2024年以旧换新政策的推行有助于拉动聚氨酯终端需求，利好聚合MDI需求上行趋势。同时，随着下游传统行业的稳定发展、海外补库以及新能源行业等新兴行业的蓬勃发展，冰箱需求量有望上升，助力聚氨酯需求实现增长。

图表 聚氨酯板块2022-2024Q1单季度业绩速览

(亿元)	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
营业收入	452.22	508.94	446.76	386.76	449.91	489.56	487.20	462.61	496.16
同比增速	32.76%	29.14%	4.11%	-6.97%	-0.51%	-3.81%	9.05%	19.61%	10.28%
归母净利润	55.49	52.00	33.63	28.67	41.92	46.99	43.65	36.97	43.18
同比增速	-19.20%	-27.03%	-45.35%	-45.01%	-24.45%	-9.64%	29.78%	28.95%	3.01%

## ■ 聚氨酯板块-业绩分析与总结

- 从盈利能力来看，2023年聚氨酯板块毛利率为16.72%，+0.26pct；净利率为9.76%，-0.15pct；四费率为5.83%，同比+0.77pct。
- 2024年Q1聚氨酯板块毛利率为17.39%，同比-0.14pct；净利率为9.53%，同比-0.54pct。

图表 聚氨酯板块2022-2024Q1单季度盈利指标速览

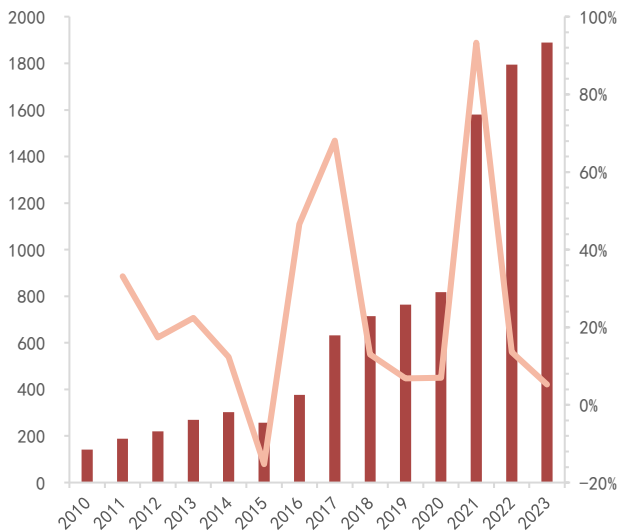
%	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
毛利率	20.09%	16.47%	13.04%	16.15%	17.53%	15.52%	17.39%	16.51%	17.39%
净利率	12.60%	10.72%	8.02%	7.86%	10.06%	10.31%	9.93%	8.70%	9.53%
四费率	4.96%	3.65%	4.78%	7.36%	5.80%	4.78%	6.06%	6.74%	<b>4.96%</b>
销售费用率	0.62%	0.54%	0.79%	0.99%	0.78%	0.74%	0.85%	0.88%	<b>0.89%</b>
管理费用率	1.24%	1.22%	1.30%	2.18%	1.55%	1.55%	1.68%	1.88%	<b>1.66%</b>
财务费用率	1.10%	0.22%	0.41%	1.34%	1.28%	0.31%	1.02%	1.10%	<b>1.07%</b>
研发费用率	2.00%	1.67%	2.28%	2.84%	2.18%	2.18%	2.52%	2.88%	<b>2.32%</b>



## ■ 聚氨酯板块-业绩分析与总结

- 业绩端来看，聚氨酯板块2023年营业收入为1889.28亿元，同比增长5.27%；归母净利润为169.53亿元，同比下降0.16%；扣非归母净利润为165.01亿元，同比下降0.01%；毛利率为16.72%，+0.26pct；净利率为9.76%，-0.15pct；整体业绩稳中有进。

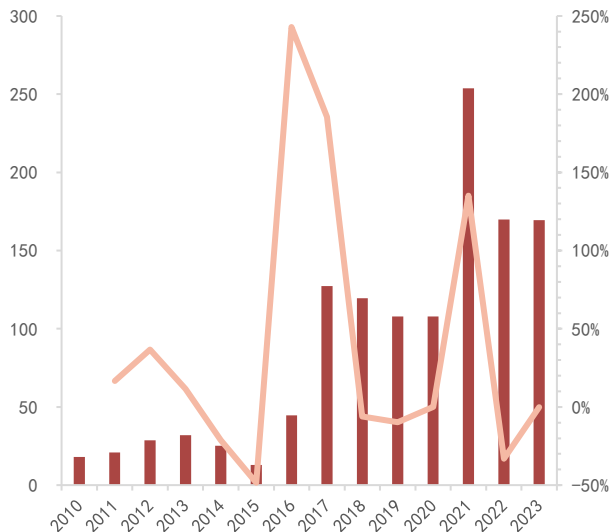
图表 2010-2023年营收及增速



■ 营业收入 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

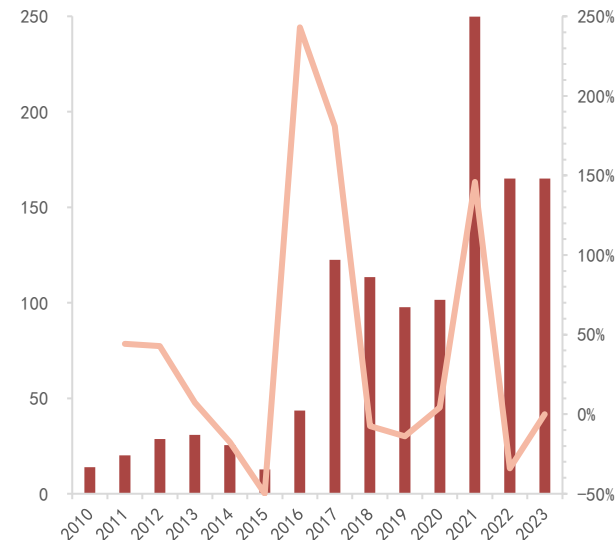
图表 2010-2023年归母净利润及增速



■ 归母净利润 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年扣非归母净利润及增速



■ 扣非归母净利润 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

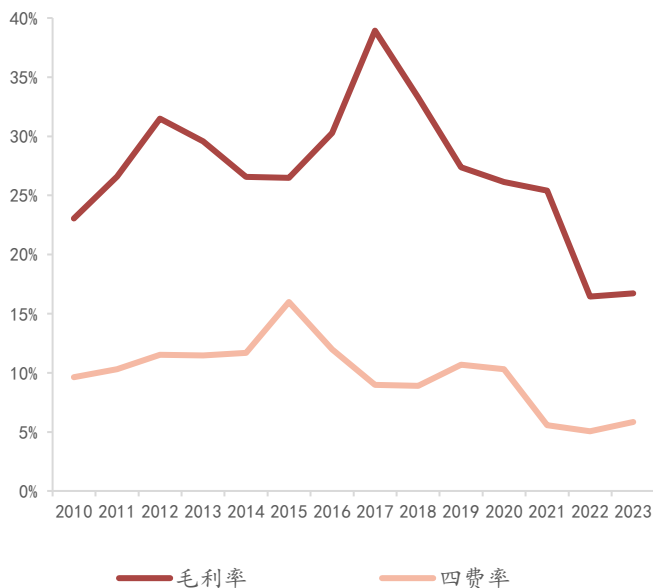
资料来源: iFinD、华安证券研究所



## ■ 聚氨酯板块-业绩分析与总结

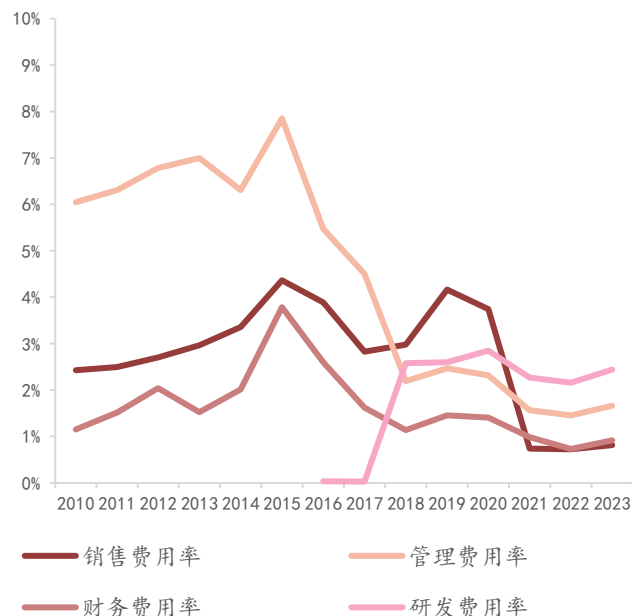
- 费用端来看，聚氨酯板块2023年四费率为5.83%，+0.77pct；销售费用率为0.81%，+0.09pct；管理费用率为1.66%，+0.21pct；财务费用率为0.92%，+0.19pct；研发费用率为2.44%，+0.28pct。

图表 2010-2023年毛利率与四费率变化趋势



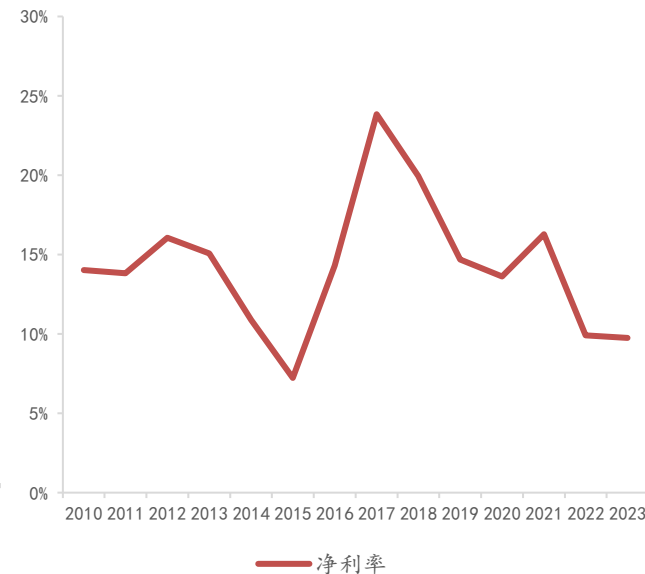
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年期间费用率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年净利率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

## ■ 磷肥及磷化工板块-业绩分析与总结

- 磷肥及磷化工板块2023年营业收入为1337.88亿元，同比下降10.62%；归母净利润为81.40亿元，同比下降56.29%；扣非归母净利润为79.24亿元，同比下降56.62%。
- 单季度来看，磷肥及磷化工板块2023Q3/2023Q4/2024Q1的营业收入分别为362.13/317.53/286.58亿元，同比下降3.76%/7.29%/9.10%；归母净利润分别为19.68/19.66/21.21亿元，同比下降53.72%/16.71%/23.55%。
- 短期来看，磷肥及磷化工企业存在业绩下滑情况，市场环境低迷和主流产品价格下跌导致市场景气度有所下行；磷肥企业存在供大于求情况，整体产能过剩。
- 长期来看，磷肥上游资源支撑较强，供给端持续调整产业结构，下游系国家对粮食安全问题的高度重视等因素，磷肥需求仍稳中有进。同时，随着高品位磷矿的稀缺性提升，磷矿石价格中枢有望抬升，坐拥磷矿石资源的企业优势将有所提升强化。

图表 磷肥及磷化工板块2022-2024Q1单季度业绩速览

(亿元)	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
营业收入	334.06	443.96	376.28	342.50	315.25	342.97	362.13	317.53	<b>286.58</b>
同比增速	39.34%	43.13%	15.53%	6.37%	-5.63%	-22.75%	-3.76%	-7.29%	<b>-9.10%</b>
归母净利润	50.12	69.98	42.53	23.61	27.74	14.31	19.68	19.66	<b>21.21</b>
同比增速	257.95%	104.46%	-2.26%	-58.24%	-44.64%	-79.56%	-53.72%	-16.71%	<b>-23.55%</b>



## ■ 磷肥及磷化工板块-业绩分析与总结

- 从盈利能力来看，2023年磷肥及磷化工板块毛利率为15.61%，-7.70pct；净利率为6.92%，-7.10pct；四费率为6.13%，同比+0.14pct。
- 2024年Q1磷肥及磷化工板块毛利率为16.59%，同比-1.23pct；净利率为8.27%，同比下降-1.74pct。

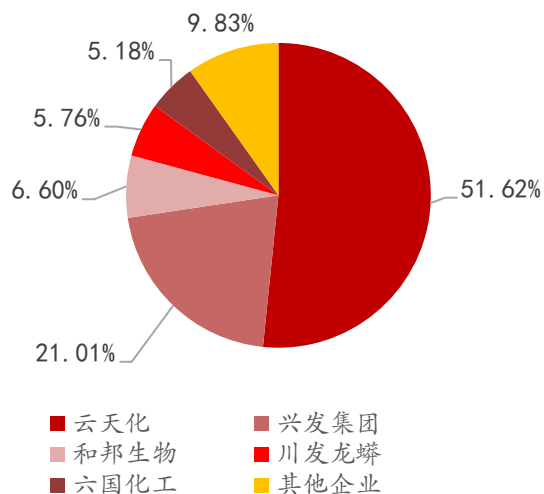
图表 磷肥及磷化工板块2022-2024Q1单季度盈利指标速览

%	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
毛利率	26.29%	26.02%	22.21%	18.10%	17.82%	12.37%	13.03%	19.84%	16.59%
净利率	17.19%	17.79%	12.68%	7.50%	10.01%	5.14%	5.95%	6.86%	8.27%
四费率	5.76%	5.23%	5.82%	7.40%	5.81%	5.47%	5.60%	7.77%	6.22%
销售费用率	0.97%	0.84%	1.08%	1.14%	1.07%	1.08%	1.17%	1.37%	1.30%
管理费用率	2.11%	2.07%	2.32%	3.35%	2.05%	1.78%	1.81%	3.61%	2.24%
财务费用率	1.47%	1.01%	0.82%	1.42%	1.24%	0.99%	1.09%	0.96%	1.22%
研发费用率	1.21%	1.31%	1.60%	1.49%	1.45%	1.63%	1.53%	1.83%	1.47%

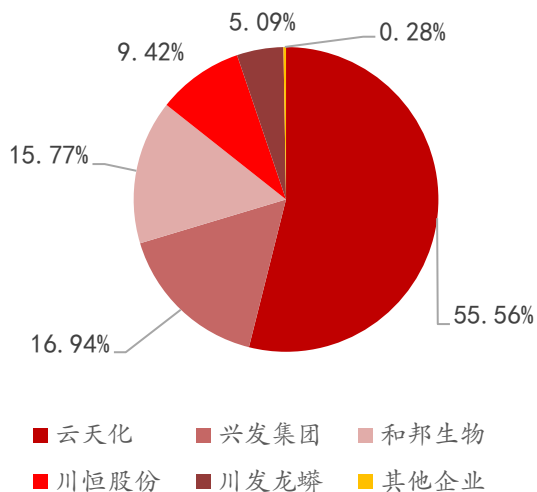
## ■ 磷肥及磷化工板块-业绩分析与总结

- 根据iFinD，9家磷肥及磷化工企业2023年营业收入总额增速为-10.62%；归母净利润增速为-56.29%。
- 从2023年收入贡献来看，云天化营业收入为690.60亿元，占比51.62%；其次贡献较大的企业是兴发集团/和邦生物/川发龙蟒/六国化工，分别占比21.01%/6.60%/5.76%/5.18%。从增速来看，川恒股份营收增速为25.30%，增速最快。
- 从2023年净利润贡献来看，云天化归母净利润为45.22亿元，占比55.56%；其次贡献较大的企业是兴发集团/和邦生物/川恒股份/川发龙蟒，分别占比16.94%/15.77%/9.42%/5.09%。从增速来看，川恒股份归母净利润增速为1.14%，增速最快。

图表 2023年收入前5企业占比



图表 2023年归母净利润前5企业占比



图表 2023年收入和归母净利润增速速览

收入增速	全板块	增长	下跌
家数	-10.62%	3	6
占比		33.33%	66.67%
归母净利润增速	全板块	增长	下跌
家数	-56.29%	1	8
占比		11.11%	88.89%

资料来源：iFinD、华安证券研究所

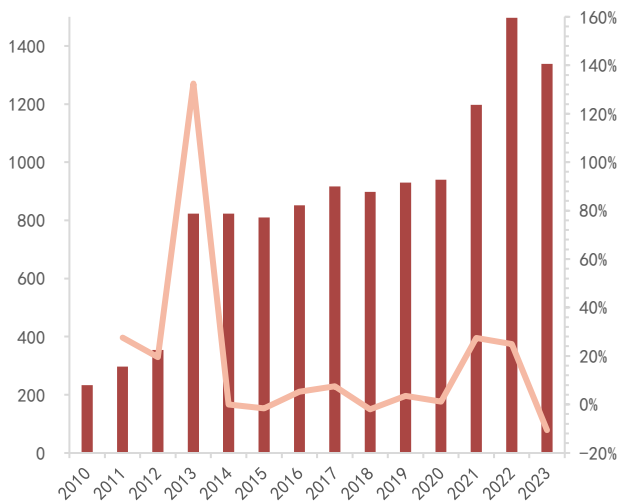
资料来源：iFinD、华安证券研究所

资料来源：iFinD、华安证券研究所

## ■ 磷肥及磷化工板块-业绩分析与总结

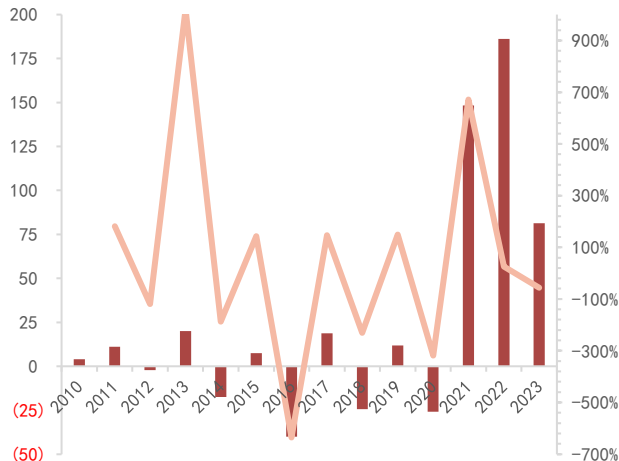
- 业绩端来看，磷肥及磷化工板块2023年营业收入为1337.88亿元，-10.62%；归母净利润为81.40亿元，-56.29%；扣非归母净利润为79.24亿元，-56.62%；毛利率为15.61%，-7.70pct；净利率为6.92%，-7.10pct；
- 受市场供需格局变化、原料价格上涨及主要产品价格下跌等原因，行业整体业绩有所下滑。

图表 2010-2023年营收及增速



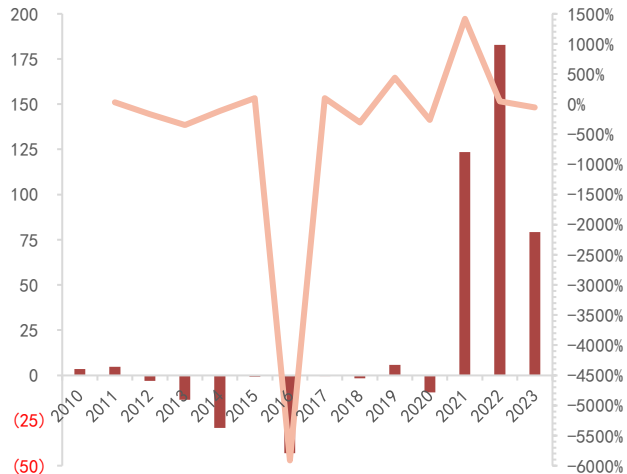
■ 营业收入 (亿元) (左轴)    ■ YoY (右轴)

图表 2010-2023年归母净利润及增速



■ 归母净利润 (亿元) (左轴)    ■ YoY (右轴)

图表 2010-2023年扣非归母净利润及增速



■ 扣非归母净利润 (亿元) (左轴)    ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

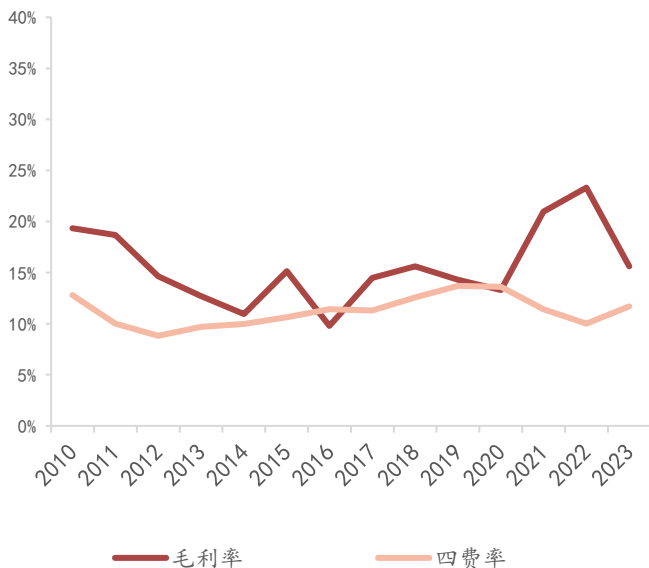
资料来源: iFinD、华安证券研究所

资料来源: iFinD、华安证券研究所

## ■ 磷肥及磷化工板块-业绩分析与总结

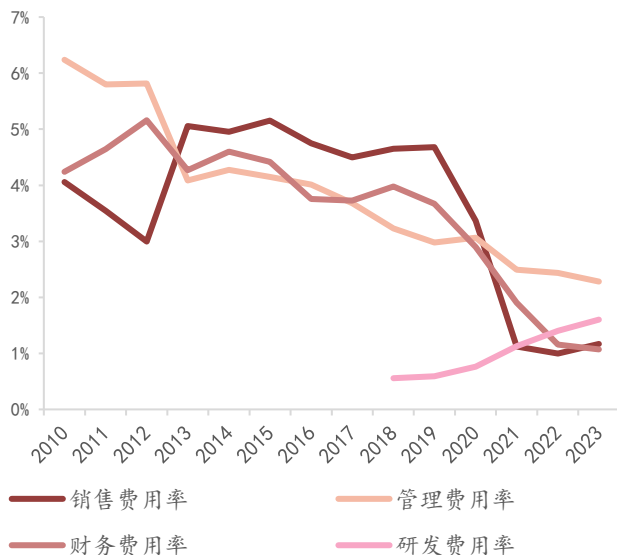
- 费用端来看，磷肥及磷化工板块2023年四费率为6.13%，+0.14pct；销售费用率为1.17%，+0.17pct；管理费用率为2.28%，-0.15pct；财务费用率为1.07%，-0.09pct；研发费用率为1.60%，+0.20pct，研发投入有所增加。
- 其中，研发投入方面，2023年云天化研发费用为5.50亿元，同比增长49.41%；川金诺研发费用为0.43亿元，同比增长337.62%，研发投入持续增长。

图表 2010-2023年毛利率与四费率变化趋势



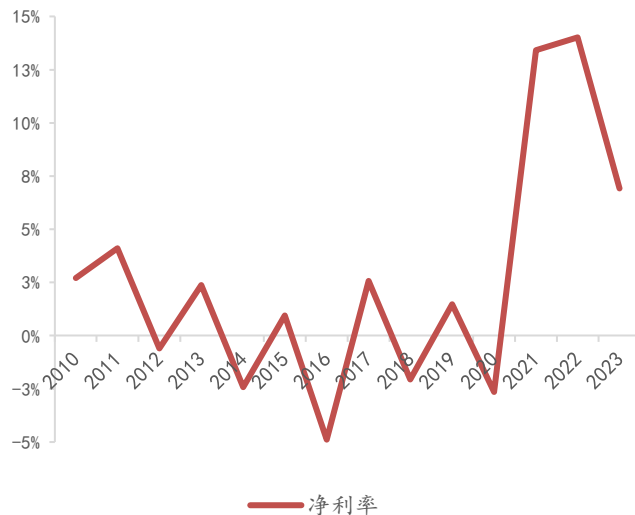
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年期间费用率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年净利率变化趋势

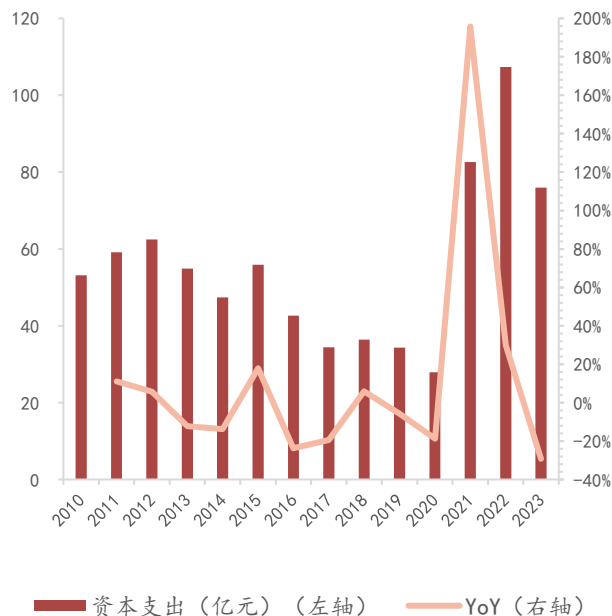


资料来源：iFinD、华安证券研究所

## ■ 磷肥及磷化工板块-业绩分析与总结

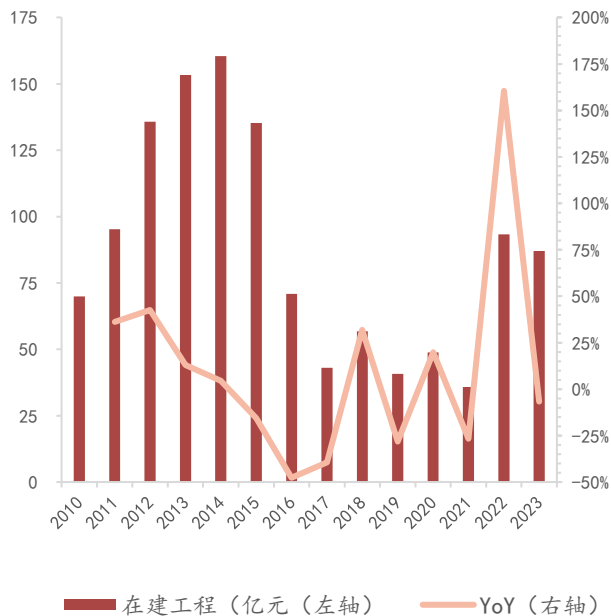
- 2023年，磷肥及磷化工板块的资本支出为76.00亿元，-29.21%；在建工程为87.04亿元，-6.72%；资产负债率为48.40%，-3.14%。

图表 2010-2023年资本支出及增速



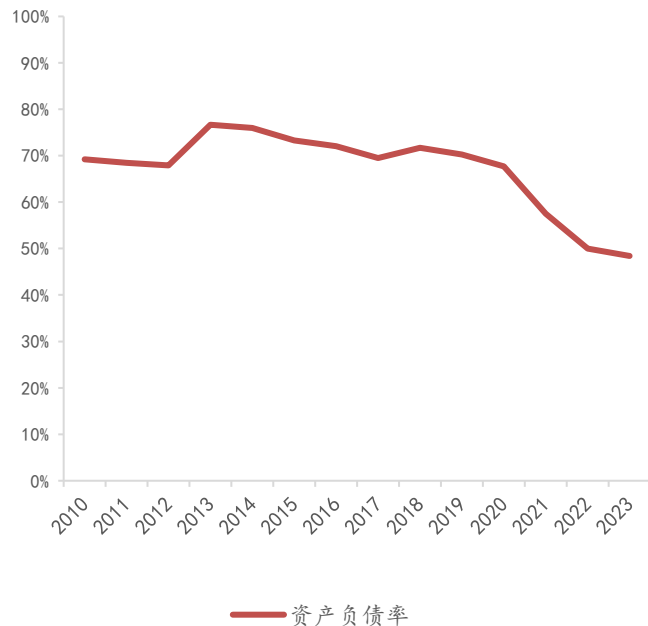
资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年在建工程及增速



资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年资产负债率变化



资料来源: iFinD、华安证券研究所



### ■ 氟化工板块-业绩分析与总结

- 氟化工板块2023年营业收入为565.50亿元，同比下降9.58%；归母净利润为23.70亿元，同比下降69.96%；扣非归母净利润为18.78亿元，同比下降74.76%。2023年，由于产能过剩和需求不足等原因，业绩有所下滑。
- 单季度来看，氟化工板块2023Q3/2023Q4/2024Q1的营业收入分别为156.59/137.31/129.13亿元，同比-4.47%/-11.43%/+3.14%；归母净利润分别为7.39/-0.65/7.45亿元，同比-61.52%/-105.08%/+17.21%。
- 从需求端来看，2024年Q1制冷剂下游空调、冰箱、冷柜及汽车的产量均呈增长走势；2024年3月1日，国务院审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，在以旧换新政策推动下，制冷剂需求预期有望提升，新增及存量市场需求旺盛，整体供需格局向好。
- 从供给端来看，2023年氟化工新增产能较多；2024年，基于上游萤石价格上行、全球需求复苏、配额政策落地等因素影响，制冷剂持续供不应求，市场集中度提高，景气度有望持续向好。

图表 氟化工板块2022-2024Q1单季度业绩速览

(亿元)	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
营业收入	139.19	167.25	163.92	155.04	125.20	146.39	156.59	137.31	129.13
同比增速	46.89%	42.06%	26.64%	4.51%	-10.05%	-12.47%	-4.47%	-11.43%	3.14%
归母净利润	22.27	24.57	19.20	12.85	6.36	10.60	7.39	-0.65	7.45
同比增速	310.45%	187.88%	27.71%	-40.53%	-71.44%	-56.83%	-61.52%	-105.08%	17.21%





## 氟化工板块-业绩分析与总结

- 从盈利能力来看，2023年氟化工板块毛利率为16.26%，-8.49pct；净利率为4.36%，-8.71pct；四费率为11.68%，同比+1.67pct。2023年，氟化工行业面临了产能过剩和需求疲软的双重挑战，导致营业收入同比下降。
- 2024年Q1氟化工板块毛利率为16.61%，同比-0.77pct；净利率为6.15%，同比+1.00pct。2024年Q1，制冷剂市场迎来转机，制冷剂配额的实施及价格上涨拉动了业绩改善，行业正在逐步走出低谷，恢复增长势头。

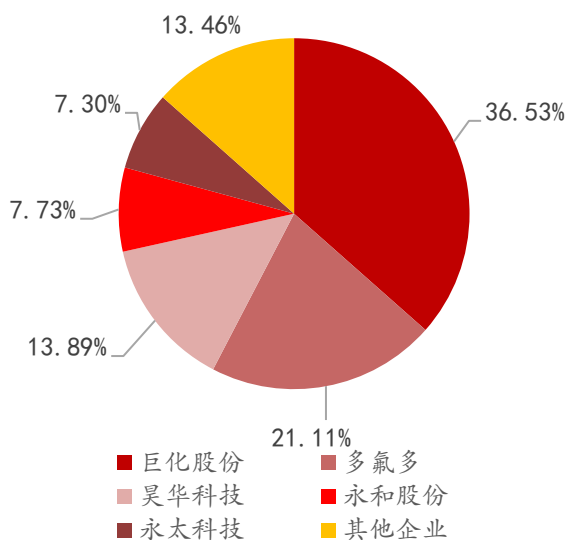
图表 氟化工板块2022-2024Q1单季度盈利指标速览

%	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
毛利率	31.06%	24.61%	21.98%	22.17%	17.38%	17.99%	15.67%	14.05%	16.61%
净利率	16.67%	15.25%	12.15%	8.43%	5.15%	7.57%	5.22%	-0.77%	6.15%
四费率	11.39%	8.10%	8.46%	12.49%	12.46%	10.33%	10.38%	13.90%	10.80%
销售费用率	1.02%	0.91%	1.08%	1.10%	1.18%	1.32%	1.20%	1.23%	1.24%
管理费用率	5.23%	5.15%	4.86%	6.18%	5.82%	5.23%	5.08%	6.57%	5.58%
财务费用率	0.44%	-0.73%	-0.83%	0.50%	0.83%	-0.72%	-0.07%	0.88%	0.07%
研发费用率	4.70%	2.76%	3.34%	4.71%	4.62%	4.51%	4.17%	5.23%	3.92%

## ■ 氟化工板块-业绩分析与总结

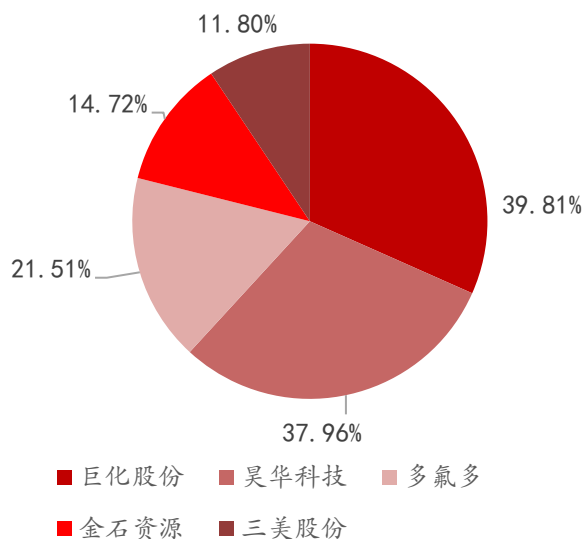
- 根据iFinD，9家氟化工企业2023年营业收入总额增速为-9.58%；归母净利润增速为-69.96%。
- 从2023年收入贡献来看，巨化股份营业收入为206.55亿元，占比36.53%；其次贡献较大的企业是多氟多/昊华科技/永和股份/永太科技，分别占比21.11%/13.89%/7.73%/7.30%。从增速来看，金石资源营收增速为80.54%，增速最快。
- 从2023年净利润贡献来看，巨化股份归母净利润为9.44亿元，占比39.81%；其次贡献较大的企业是昊华科技/多氟多/金石资源/三美股份，分别占比37.96%/21.51%/14.72%/11.80%。从增速来看，金石资源归母净利润增速为56.86%，增速最快。

图表 2023年收入前5企业占比



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2023年归母净利润前5企业占比



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2023年收入和归母净利润增速速览

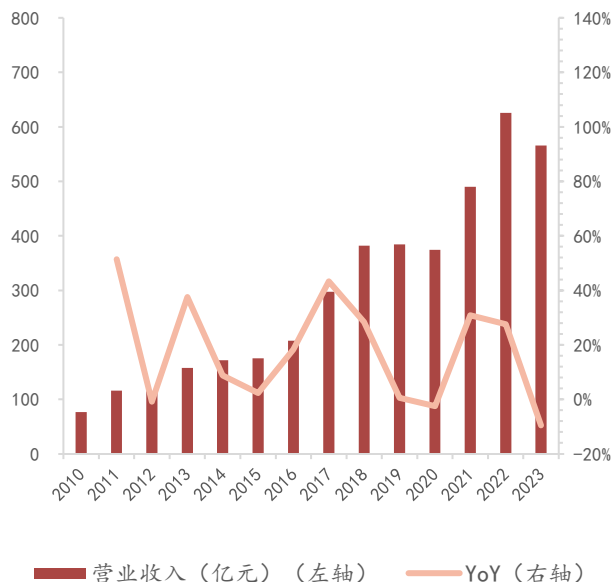
收入增速	全板块	增速 >50%	增速 >30%	增长	下跌
家数	-9.58%	1	1	2	7
占比		11.11%	11.11%	22.22%	77.78%
归母净利润增速	全板块	增速 >50%	增速 >30%	增长	下跌
家数	-69.96%	1	1	1	8
占比		11.11%	11.11%	11.11%	88.89%

资料来源：iFinD、华安证券研究所

## ■ 氟化工板块-业绩分析与总结

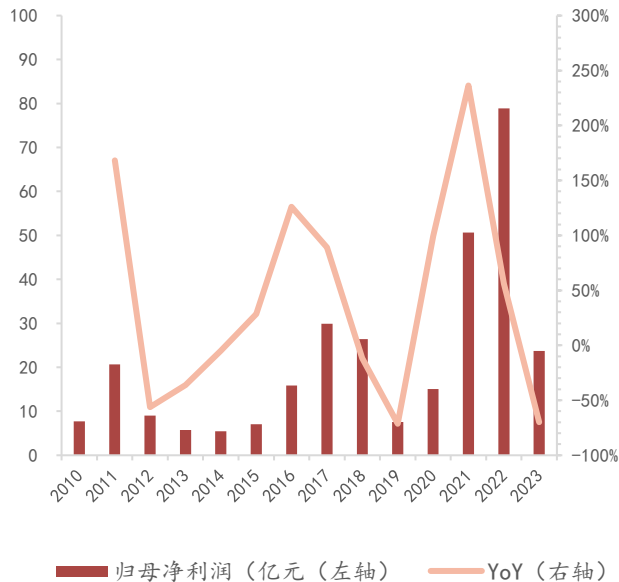
- 业绩端来看，氟化工板块2023年营业收入为565.50亿元，-9.58%；归母净利润为23.70亿元，-69.96%；扣非归母净利润为18.78亿元，-74.76%；毛利率为16.26%，-8.49pct；净利率为4.36%，-8.71pct；
- 受市场供需格局变化、原料价格上涨及主要产品价格下跌等原因，行业整体业绩有所下滑。

图表 2010-2023年营收及增速



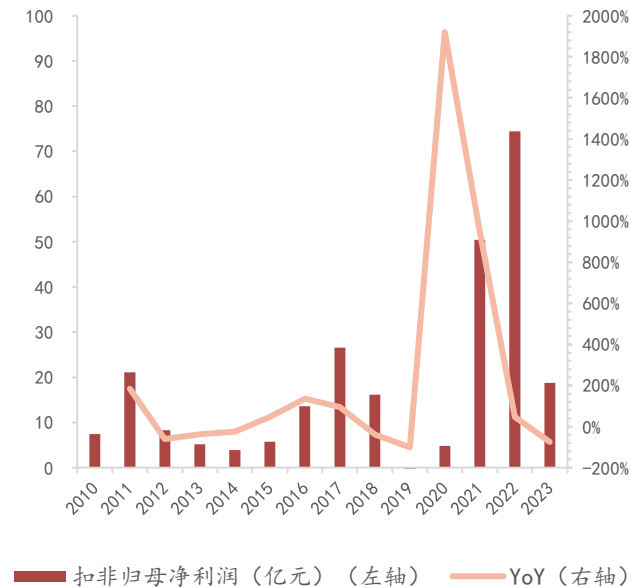
资料来源：iFind、华安证券研究所

图表 2010-2023年归母净利润及增速



资料来源：iFind、华安证券研究所

图表 2010-2023年扣非归母净利润及增速



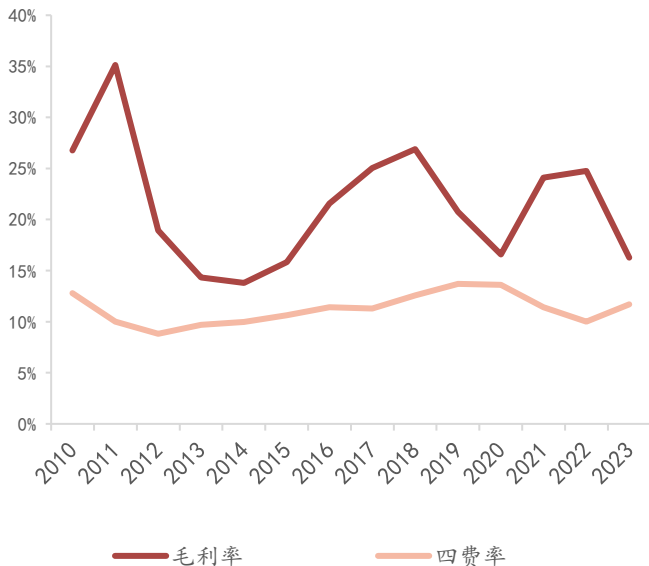
资料来源：iFind、华安证券研究所



## 氟化工板块-业绩分析与总结

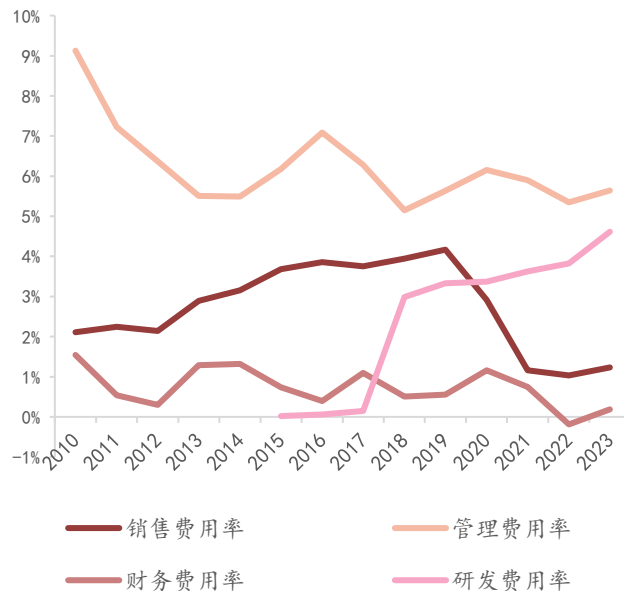
- 费用端来看，氟化工板块2023年四费率为11.68%，+1.67pct；销售费用率为1.24%，+0.21pct；管理费用率为5.64%，+0.29pct；财务费用率为0.19%，+0.38pct；研发费用率为4.62%，+0.79pct，研发投入有所增加。
- 其中，研发投入方面，2023年巨化股份研发费用为10.01亿元，同比增长35.49%；昊华科技研发费用为6.37亿元，同比增长41.77%，研发投入持续增长。

图表 2010-2023年毛利率与四费率变化趋势



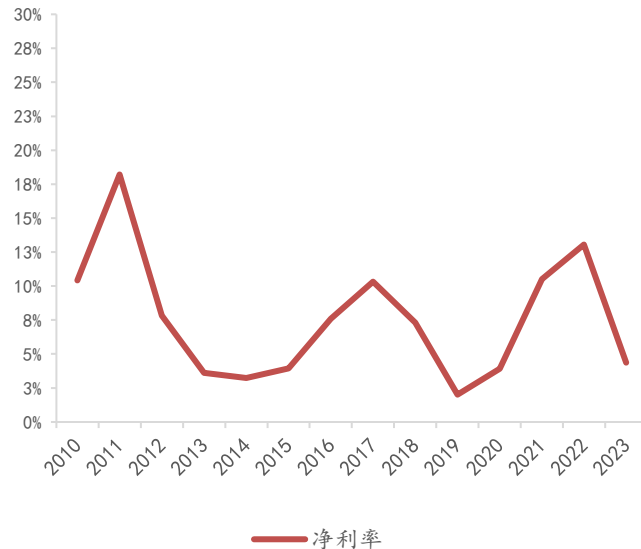
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年期间费用率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年净利率变化趋势

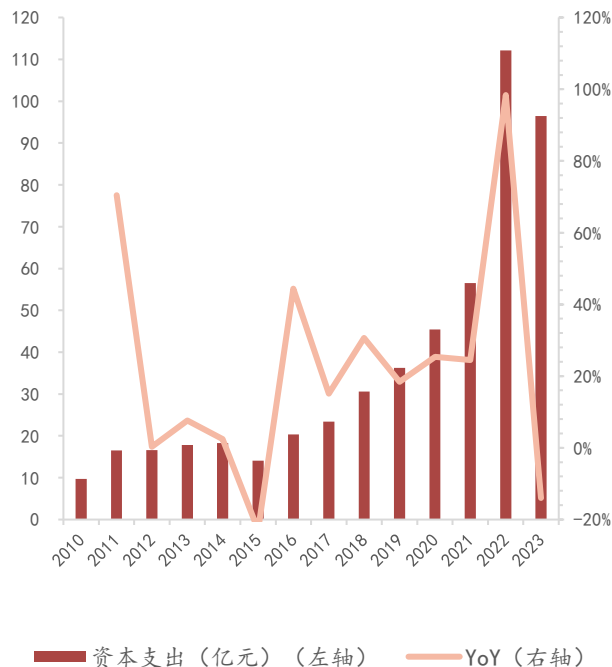


资料来源：iFinD、华安证券研究所

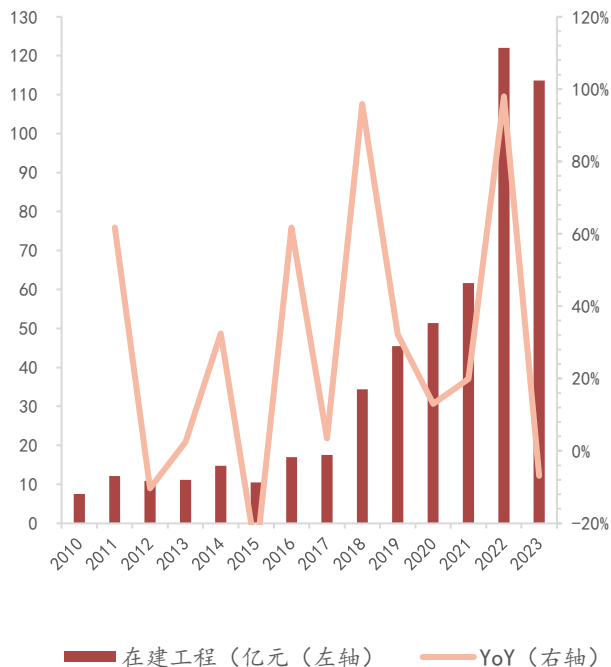
## ■ 氟化工板块-业绩分析与总结

➤ 2023年，氟化工板块的资本支出为96.46亿元，-14.01%；在建工程为113.59亿元，-6.88%；资产负债率为44.31%，+0.79%。

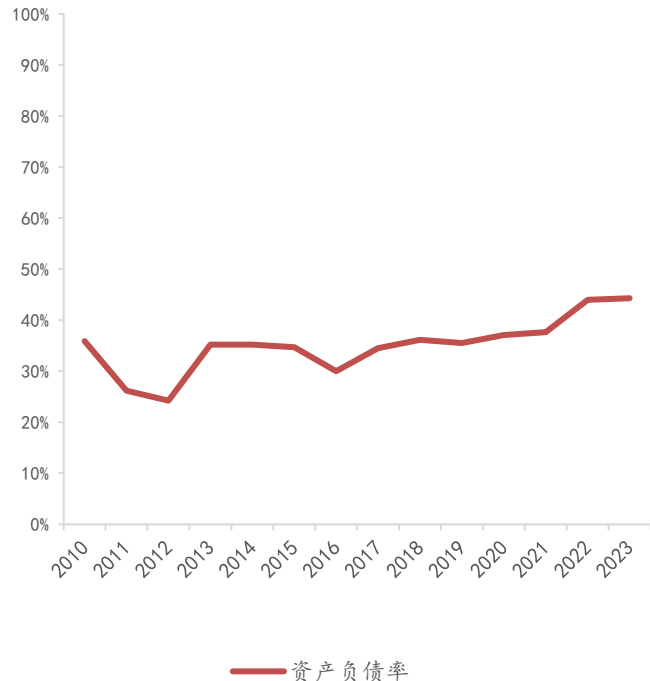
图表 2010-2023年资本支出及增速



图表 2010-2023年在建工程及增速



图表 2010-2023年资产负债率变化



资料来源：iFinD、华安证券研究所

资料来源：iFinD、华安证券研究所

资料来源：iFinD、华安证券研究所



### ■ 煤化工板块-业绩分析与总结

- 煤化工板块2023年营业收入为1238.05亿元，同比下降3.94%；归母净利润为79.53亿元，同比下降36.75%；扣非归母净利润为78.14亿元，同比下降37.21%。
- 单季度来看，煤化工板块2023Q3/2023Q4/2024Q1的营业收入分别为324.98/327.67/322.45亿元，同比增长3.90%/12.58%/6.50%；归母净利润分别为28.29/25.58/25.10亿元，同比增长44.48%/363.99%/63.47%。
- 从供给端来看，2018-2022年原煤产量持续增长。随着节能降碳方案的出台，助力对过剩产能的约束，叠加设备更新和以旧换新政策的实施，有利于给煤化工行业的未来发展打下政策基础。
- 从需求端来看，随着中国经济的稳步增长和能源结构的不断优化，原煤需求在电力、化工、钢铁等关键行业持续攀升。
- 2023年，煤化工行业遭遇了需求不足和供给过剩的双重挑战，导致行业整体景气度下降，企业的盈利能力受到了压力。尽管如此，预计在政策支持下，煤化工板块的行业结构可能会得到改善，业绩预计将逐步稳定并实现回升。

图表 煤化工板块2022-2024Q1单季度业绩速览

(亿元)	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
营业收入	325.63	359.42	312.78	291.06	302.76	282.65	324.98	327.67	<b>322.45</b>
同比增速	19.29%	4.62%	-10.42%	-7.04%	-7.02%	-21.36%	3.90%	12.58%	<b>6.50%</b>
归母净利润	48.54	52.11	19.58	5.51	15.35	10.31	28.29	25.58	<b>25.10</b>
同比增速	7.38%	-20.48%	-62.26%	-84.98%	-68.37%	-80.22%	44.48%	363.99%	<b>63.47%</b>



### ■ 煤化工板块-业绩分析与总结

- 从盈利能力来看，2023年煤化工板块毛利率为15.54%，-3.29pct；净利率为6.79%，-3.39pct；四费率为6.81%，同比+0.69pct。2023年，由于产能过剩及需求不足，行业竞争激烈，盈利能力有所下滑。
- 2024年Q1煤化工板块毛利率为17.07%，同比+4.06pct；净利率为8.10%，同比+2.69pct。

图表 煤化工板块2022-2024Q1单季度盈利指标速览

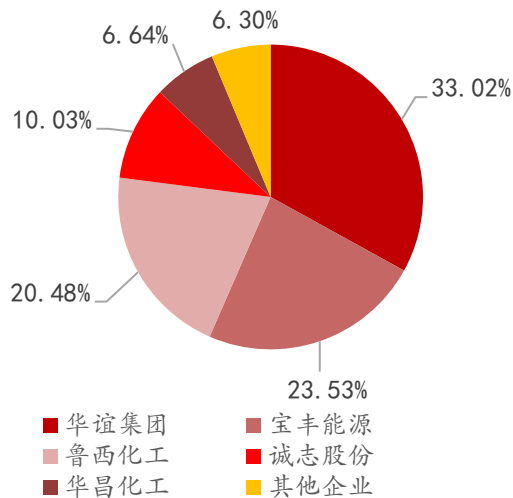
%	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
毛利率	25.16%	24.04%	14.04%	10.46%	13.01%	12.70%	17.93%	17.96%	17.07%
净利率	15.27%	14.73%	7.10%	2.17%	5.41%	4.34%	9.27%	7.71%	8.10%
四费率	5.74%	5.67%	6.68%	6.50%	6.03%	6.52%	6.74%	7.84%	6.63%
销售费用率	0.72%	0.57%	0.81%	0.71%	0.71%	0.90%	0.79%	0.89%	0.72%
管理费用率	2.63%	2.67%	3.07%	2.95%	2.82%	3.02%	2.48%	3.38%	2.74%
财务费用率	0.74%	0.38%	0.65%	0.69%	0.72%	0.57%	0.61%	1.15%	1.04%
研发费用率	1.65%	2.05%	2.15%	2.16%	1.78%	2.04%	2.87%	2.43%	2.12%



## ■ 煤化工板块-业绩分析与总结

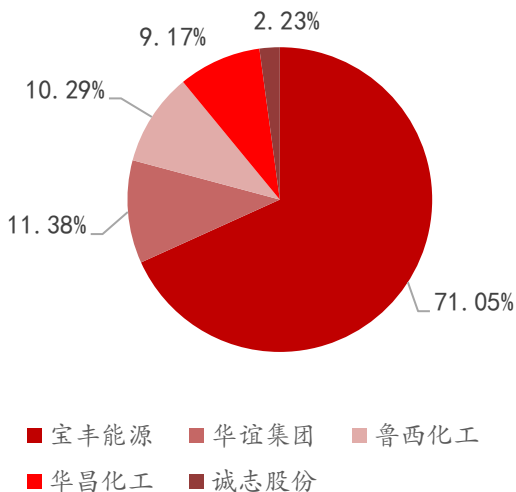
- 根据iFinD，9家煤化工企业2023年营业收入总额增速为-3.94%；归母净利润增速为-36.75%。
- 从2023年收入贡献来看，华谊集团营业收入为408.81亿元，占比33.02%；其次贡献较大的企业是宝丰能源/鲁西化工/诚志股份/华昌化工，分别占比23.53%/20.48%/10.03%/6.64%。从增速来看，华谊集团营收增速为6.15%，增速最快。
- 从2023年净利润贡献来看，宝丰能源归母净利润为56.51亿元，占比71.05%；其次贡献较大的企业是华谊集团/鲁西化工/华昌化工/诚志股份，分别占比11.38%/10.29%/9.17%/2.23%。从增速来看，诚志股份归母净利润增速为235.48%，增速最快。

图表 2023年收入前5企业占比



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2023年归母净利润前5企业占比



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2023年收入和归母净利润增速速览

收入增速	全板块	增速 >50%	增速 >30%	增长	下跌
家数	-3.94%	0	0	3	6
占比		0.00%	0.00%	33.33%	66.67%
归母净利润增速	全板块	增速 >50%	增速 >30%	增长	下跌
家数	-36.75%	1	1	1	8
占比		11.11%	11.11%	11.11%	88.89%

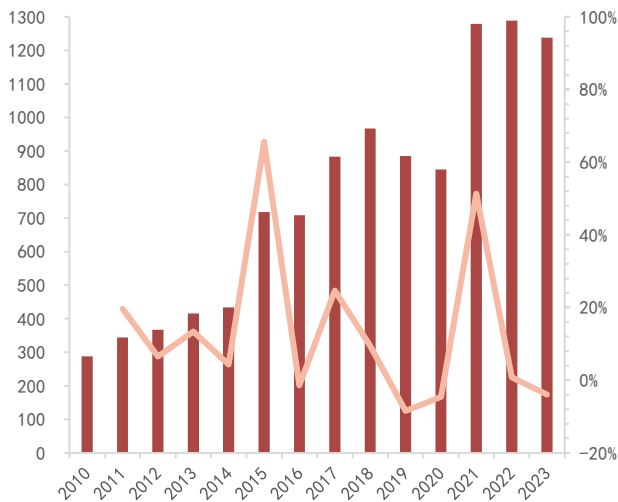
资料来源：iFinD、华安证券研究所



## ■ 煤化工板块-业绩分析与总结

- 业绩端来看，煤化工板块2023年营业收入为1238.05亿元，-3.94%；归母净利润为79.53亿元，-36.75%；扣非归母净利润为78.14亿元，-37.21%；毛利率为15.54%，-3.29pct；净利率为6.79%，-3.39pct；
- 2023年，由于产能过剩及需求不足等原因，行业业绩承压，盈利较弱。

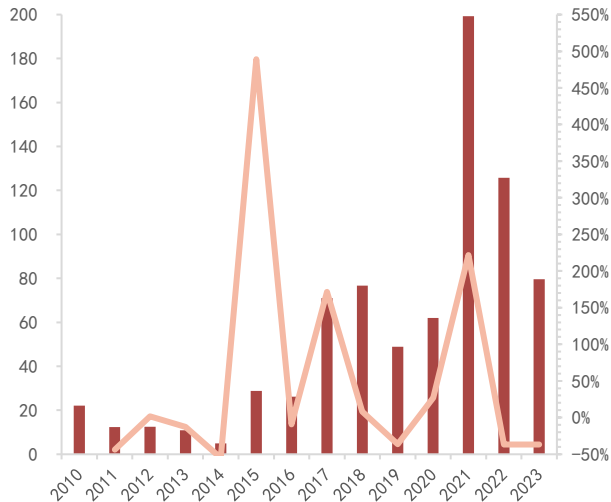
图表 2010-2023年营收及增速



■ 营业收入 (亿元) (左轴)    ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

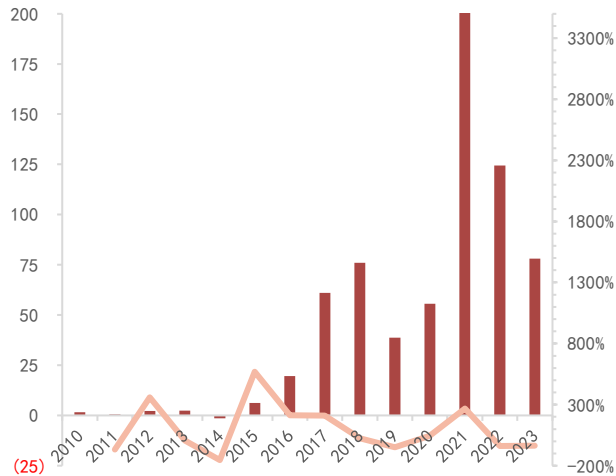
图表 2010-2023年归母净利润及增速



■ 归母净利润 (亿元) (左轴)    ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年扣非归母净利润及增速



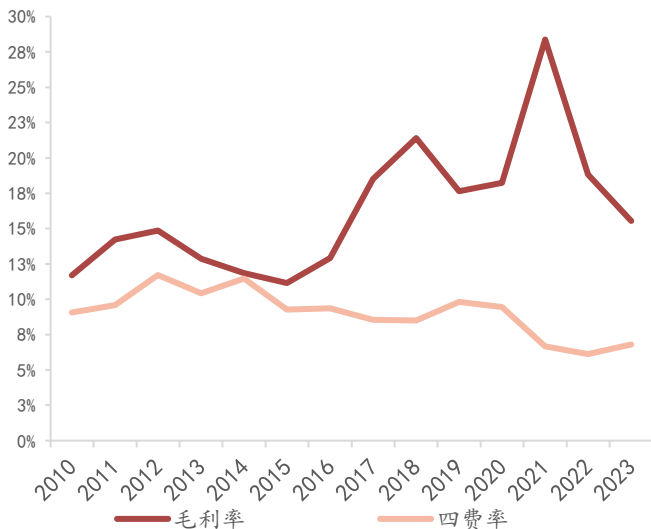
■ 扣非归母净利润 (亿元) (左轴)    ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

## ■ 煤化工板块-业绩分析与总结

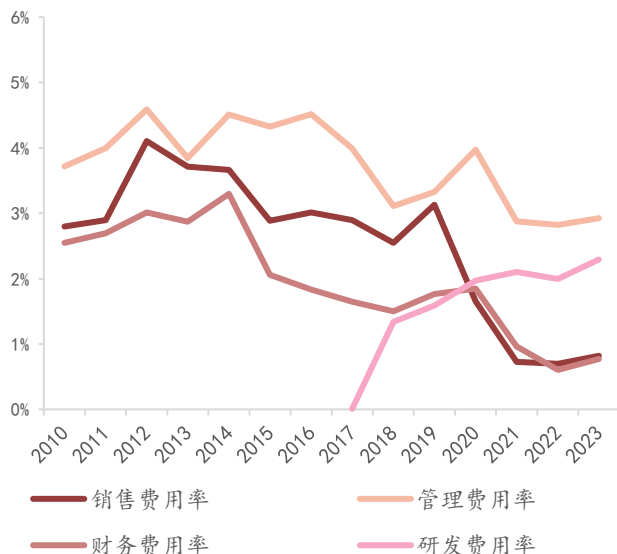
- 费用端来看，煤化工板块2023年四费率为6.81%，+0.69pct；销售费用率为0.82%，+0.12pct；管理费用率为2.92%，+0.10pct；财务费用率为0.77%，+0.16pct；研发费用率为2.30%，+0.30pct，研发投入有所增加。
- 其中，研发投入方面，2023年华谊集团研发费用为8.14亿元，同比增长16.72%。

图表 2010-2023年毛利率与四费率变化趋势



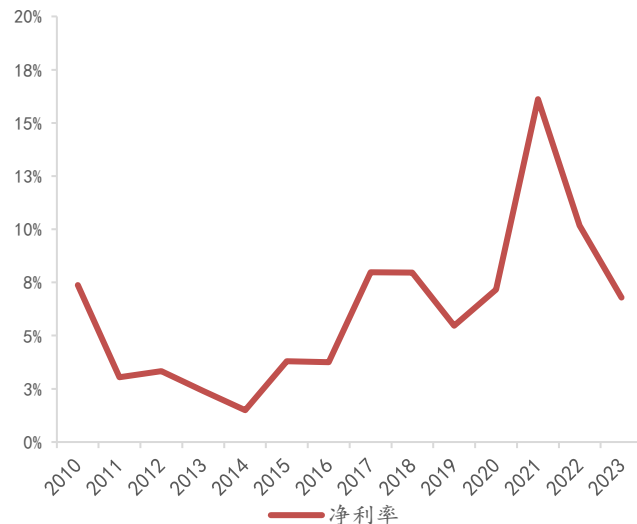
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年期间费用率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年净利率变化趋势

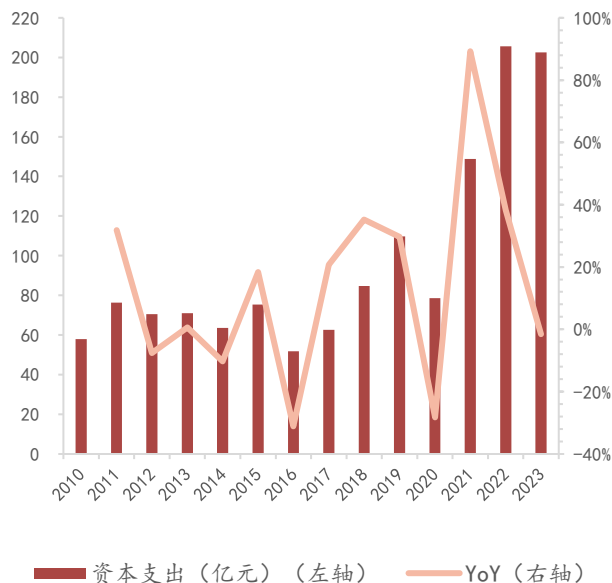


资料来源：iFinD、华安证券研究所

## ■ 煤化工板块-业绩分析与总结

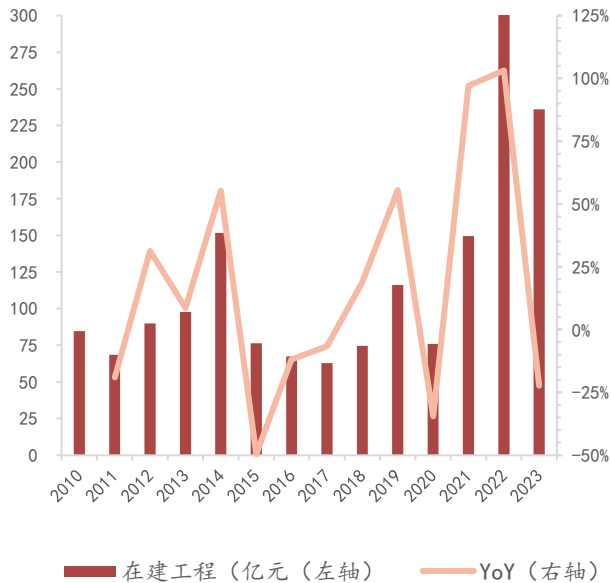
- 2023年，煤化工板块的资本支出为202.53亿元，-1.54%；在建工程为236.05亿元，-22.30%；资产负债率为46.36%，+6.67%。

图表 2010-2023年资本支出及增速



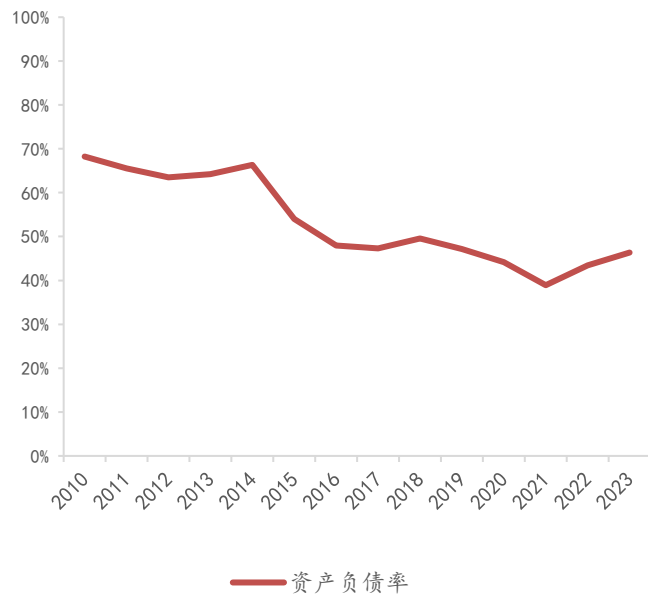
资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年在建工程及增速



资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年资产负债率变化



资料来源: iFinD、华安证券研究所

## ■ 农药板块-业绩分析与总结

- 农药板块2023年营业收入为1472.47亿元，同比下降21.64%；归母净利润为35.18亿元，同比下降80.27%；扣非归母净利润为23.74亿元，同比下降86.57%。
- 单季度来看，农药板块2023Q3/2023Q4/2024Q1的营业收入分别为333.30/325.05/361.83亿元，同比下降28.31%/17.54%/11.26%；归母净利润分别为2.39/-19.27/16.60亿元，同比下降94.40%/269.06%/49.57%。
- 2023年，农药板块业绩承压。全球经济的不稳定性和农产品价格的波动影响了农化产品需求。环保政策的加强和原材料成本的上涨给农化企业带来了压力。同时，行业竞争的加剧导致了营销投入增加，进一步压缩了利润空间。农药市场的波动和原药价格的下跌导致终端制剂价格下降，经销商变得更加谨慎，采取小批量多次采购的策略，给农药企业带来了压力。
- 长期来看，2023年农药市场整体呈现去库存下行趋势，2023年Q4去库存进入尾声。预计2024年农药市场业绩有望修复回升，景气度向上。随着全球去库存的完成，农化原药价格预计将回归至合理区间，企业业绩有望得到恢复。

图表 农药板块2022-2024Q1单季度业绩速览

(亿元)	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
营业收入	475.78	544.29	464.92	394.21	407.76	406.36	333.30	325.05	361.83
同比增速	37.61%	40.94%	30.63%	-4.85%	-14.30%	-25.34%	-28.31%	-17.54%	-11.26%
归母净利润	64.53	62.17	40.17	11.40	32.93	19.13	2.39	-19.27	16.60
同比增速	134.26%	57.75%	86.16%	311.47%	-48.97%	-69.23%	-94.04%	-269.06%	-49.57%

## ■ 农药板块-业绩分析与总结

- 从盈利能力来看，2023年农药板块毛利率为19.93%，-5.49pct；净利率为2.61%，-7.26pct；四费率为14.64%，同比+3.05pct。农药市场的波动及行业竞争的加剧导致了营销投入增加，叠加原药价格下跌等因素，利润空间受挤压。
- 2024年Q1农药板块毛利率为21.33%，同比-2.58pct；净利率为4.69%，同比-3.67pct。

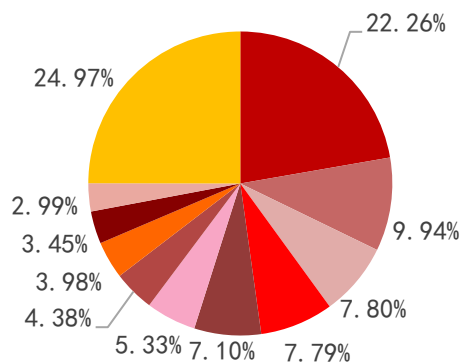
图表 农药板块2022-2024Q1单季度盈利指标速览

%	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
毛利率	28.23%	25.65%	24.47%	22.83%	23.91%	20.61%	18.96%	15.10%	21.33%
净利率	13.85%	11.83%	8.93%	3.46%	8.36%	5.09%	0.87%	-5.92%	4.69%
四费率	10.45%	9.00%	11.82%	16.26%	13.59%	11.67%	16.50%	17.75%	14.93%
销售费用率	3.63%	3.49%	3.89%	5.21%	4.29%	4.59%	5.33%	6.11%	5.24%
管理费用率	4.23%	3.77%	4.92%	5.75%	4.80%	4.72%	5.98%	6.29%	5.16%
财务费用率	0.00%	-1.23%	-0.15%	1.36%	1.46%	-0.80%	1.80%	1.32%	1.60%
研发费用率	2.59%	2.97%	3.15%	3.92%	3.03%	3.16%	3.39%	4.03%	2.93%

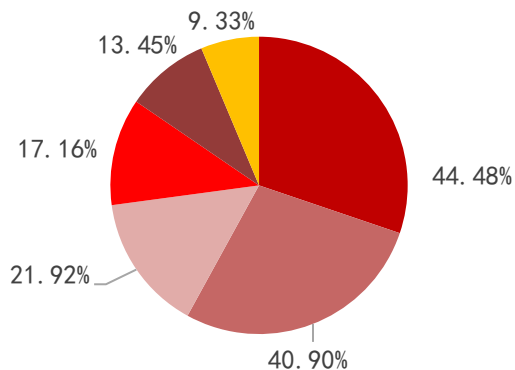
## ■ 农药板块-业绩分析与总结

- 根据iFinD，30家农药企业2023年营业收入总额增速为-21.64%；归母净利润增速为-80.27%。
- 从2023年收入贡献来看，安道麦A营业收入为327.79亿元，占比22.26%；其次贡献较大的企业是新安股份/润丰股份/扬农化工/中农立华，分别占比9.94%/7.80%/7.79%/7.10%。从增速来看，蓝丰生化营收增速为20.51%，增速最快。
- 从2023年净利润贡献来看，扬农化工归母净利润为15.65亿元，占比44.48%；其次贡献较大的企业是广信股份/润丰股份/利尔化学/海利尔/百傲化学，分别占比40.90%/21.92%/17.16%/13.45%/9.33%。从增速来看，国光股份归母净利润增速为165.89%，增速最快。

图表 2023年收入前10企业占比



图表 2023年归母净利润前6企业占比



■ 安道麦A ■ 新安股份 ■ 润丰股份 ■ 扬农化工  
 ■ 中农立华 ■ 利尔化学 ■ 联化科技 ■ 广信股份  
 ■ 江山股份 ■ 海利尔 ■ 其他企业

资料来源：iFinD、华安证券研究所

■ 扬农化工 ■ 广信股份 ■ 润丰股份  
 ■ 利尔化学 ■ 海利尔 ■ 百傲化学

资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2023年收入和归母净利润增速速览

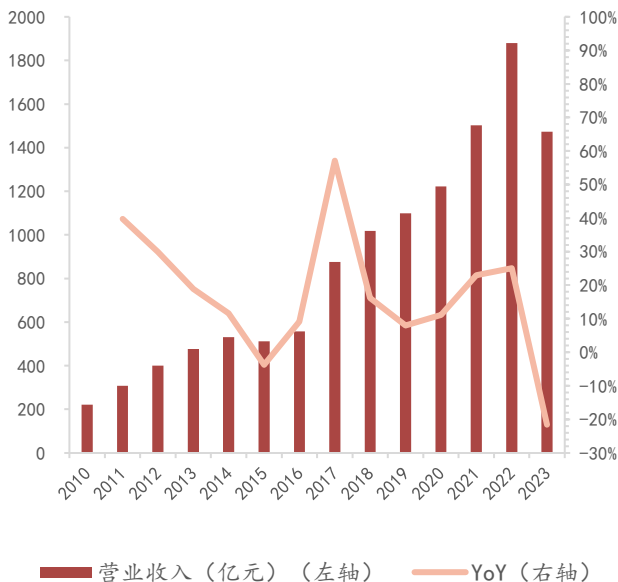
收入增速	全板块	增速 >50%	增速 >30%	增长	下跌
家数	-21.64%	0	0	2	28
占比		0.00%	0.00%	6.67%	93.33%
归母净利润增速	全板块	增速 >50%	增速 >30%	增长	下跌
家数	-80.27%	1	1	3	27
占比		3.33%	3.33%	10.00%	90.00%

资料来源：iFinD、华安证券研究所

## ■ 农药板块-业绩分析与总结

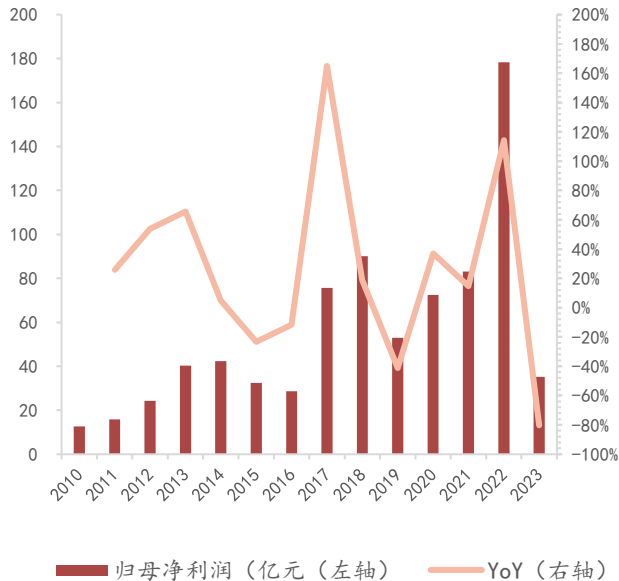
- 业绩端来看，农药板块2023年营业收入为1472.47亿元，-21.64%；归母净利润为35.18亿元，-80.27%；扣非归母净利润为23.74亿元，-86.57%；毛利率为19.93%，-5.49pct；净利率为2.61%，-7.26pct。受农药市场的波动和原药价格的下跌等原因，2023年农业板块业绩承压。

图表 2010-2023年营收及增速



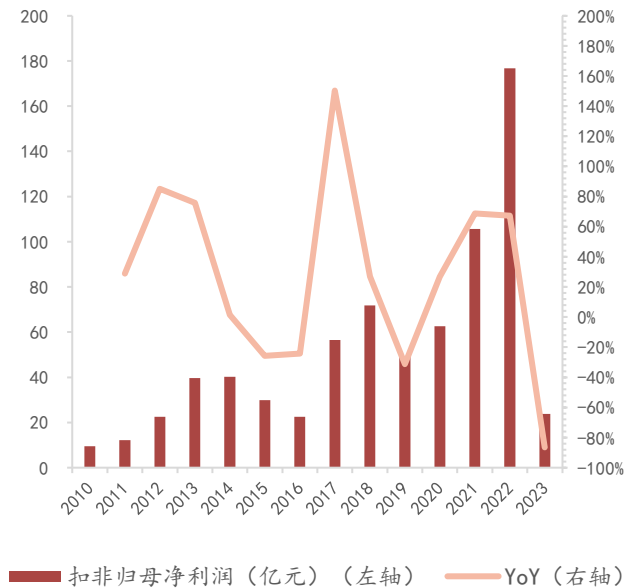
资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年归母净利润及增速



资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年扣非归母净利润及增速

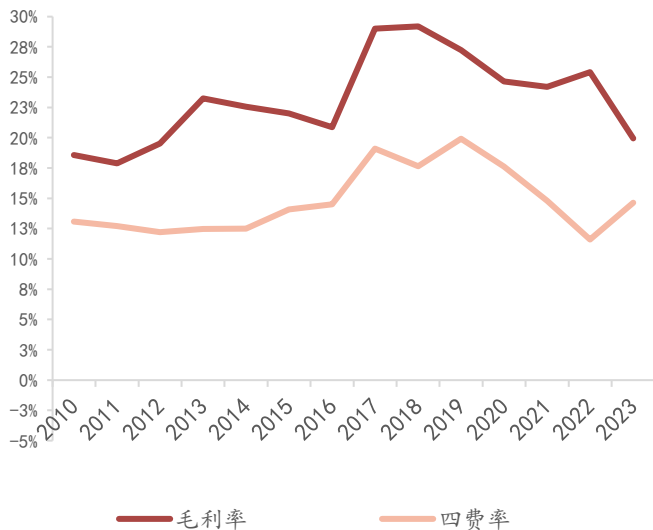


资料来源: iFinD、华安证券研究所

## ■ 农药板块-业绩分析与总结

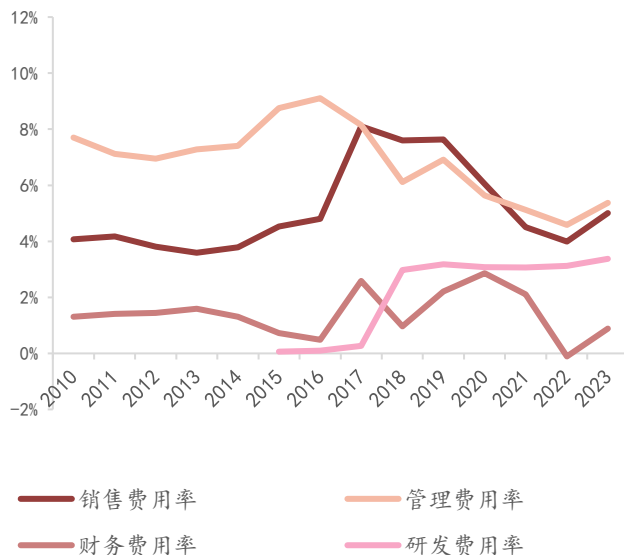
➤ 费用端来看，农药板块2023年四费率为14.64%，+3.05pct；销售费用率为5.01%，+1.02pct；管理费用率为5.37%，+0.79pct；财务费用率为0.88%，+0.99pct；研发费用率为3.37%，+0.25pct；费用均有增幅。2023年，行业内竞争压力加剧，多数企业营销费用投入有所增加。

图表 2010-2023年毛利率与四费率变化趋势



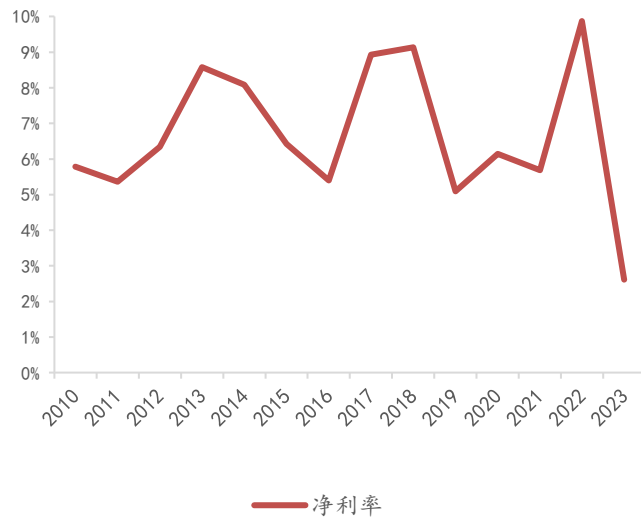
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年期间费用率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年净利率变化趋势



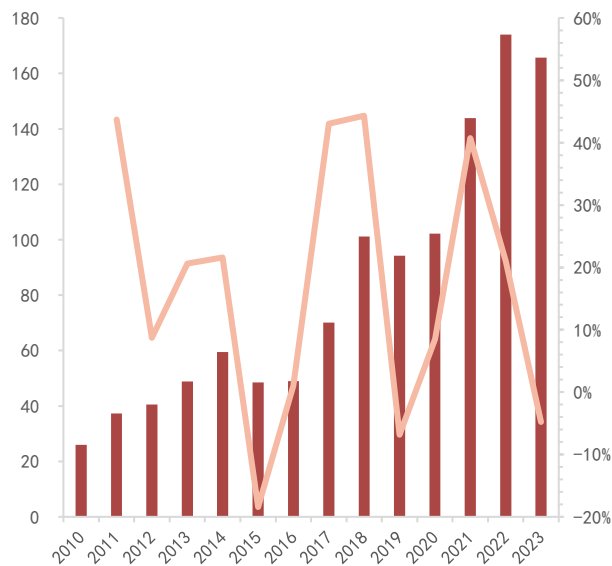
资料来源：iFinD、华安证券研究所



## ■ 农药板块-业绩分析与总结

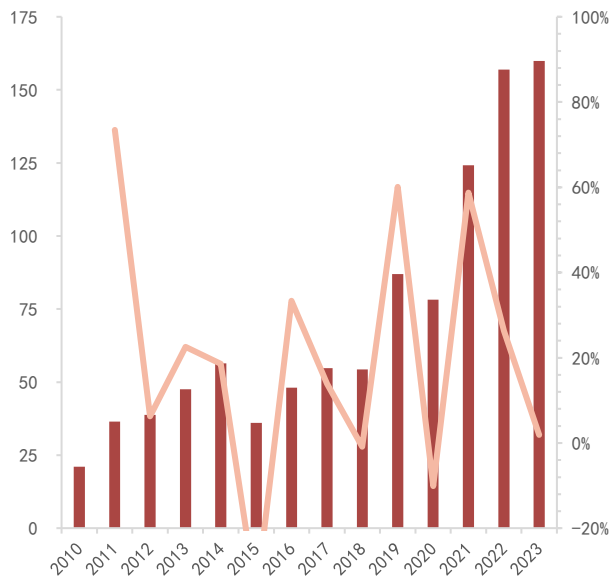
➤ 2023年，农药板块的资本支出为165.64亿元，-4.79%；在建工程为159.93亿元，+1.93%；资产负债率为50.41%，+2.19%。

图表 2010-2023年资本支出及增速



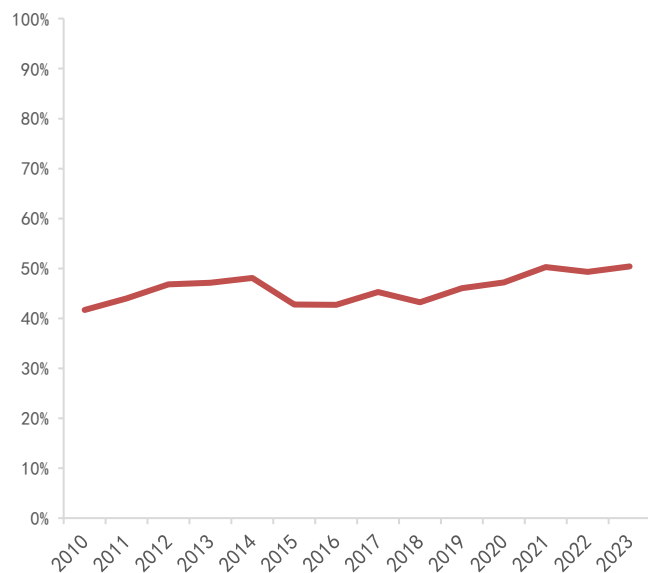
■ 资本支出 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

图表 2010-2023年在建工程及增速



■ 在建工程 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

图表 2010-2023年资产负债率变化



■ 资产负债率

资料来源: iFinD、华安证券研究所

资料来源: iFinD、华安证券研究所

资料来源: iFinD、华安证券研究所

## ■ 钾肥板块-业绩分析与总结

- 钾肥板块2023年营业收入为347.06亿元，同比下降24.59%；归母净利润为132.02亿元，同比下降45.16%；扣非归母净利润为142.03亿元，同比下降40.45%。
- 单季度来看，钾肥板块2023Q3/2023Q4/2024Q1的营业收入分别为91.21/91.33/48.68亿元，同比下降7.92%/21.31%/36.96%；归母净利润分别为18.68/31.31/17.12亿元，同比下降65.05%/44.00%/53.10%。
- 2023年，国内钾肥生产较为稳定，新增产能空间有限。2023年进口量大幅增长，主要原因是白俄罗斯和俄罗斯钾肥供给端恢复，以及老挝产量和回运量的增加。2023年，受钾肥价格持续下跌影响，钾肥板块业绩承压。
- 国际市场上，白俄罗斯受制裁导致全球供需错配，形成了供应缺口。随着春耕开始，钾肥需求有望进一步增长，预计未来供应将变得更加紧张。长期来看，全球钾肥供给增速预计将放缓，而农业市场的景气上行有望助力钾肥需求稳定增长。

图表 钾肥板块2022-2024Q1单季度业绩速览

(亿元)	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
营业收入	103.85	141.26	99.06	116.07	77.22	87.30	91.21	91.33	48.68
同比增速	155.19%	198.40%	51.11%	74.37%	-25.64%	-38.20%	-7.92%	-21.31%	-36.96%
归母净利润	47.93	83.43	53.45	55.92	36.51	45.51	18.68	31.31	17.12
同比增速	331.40%	286.55%	128.44%	250.45%	-23.82%	-45.45%	-65.05%	-44.00%	-53.10%

## ■ 钾肥板块-业绩分析与总结

- 从盈利能力来看，2023年钾肥板块毛利率为54.40%，-21.34pct；净利率为42.13%，-19.10pct；四费率为5.85%，同比+0.70pct。
- 2024年Q1钾肥板块毛利率为46.33%，同比-21.00pct；净利率为37.31%，同比-12.92pct。

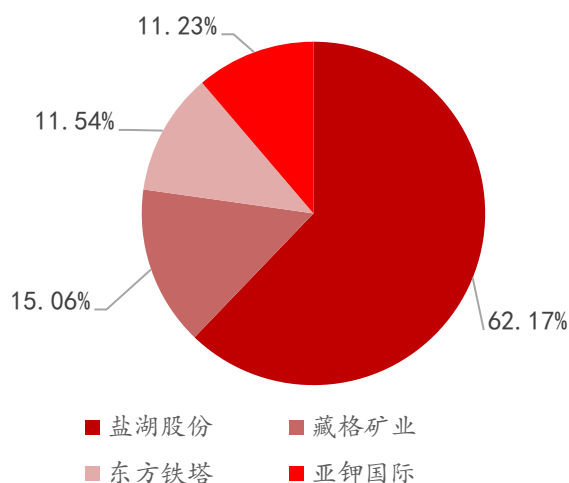
图表 钾肥板块2022-2024Q1单季度盈利指标速览

%	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
毛利率	71.78%	77.66%	82.61%	71.11%	67.33%	68.03%	35.85%	48.98%	<b>46.33%</b>
净利率	54.21%	68.10%	66.62%	54.56%	50.23%	60.28%	25.89%	34.15%	<b>37.31%</b>
四费率	4.37%	4.22%	4.80%	7.27%	6.15%	6.52%	6.10%	4.71%	<b>9.29%</b>
销售费用率	0.60%	0.71%	0.58%	1.01%	0.51%	0.61%	0.69%	1.18%	<b>1.01%</b>
管理费用率	2.95%	2.85%	3.41%	4.93%	4.69%	5.16%	4.84%	4.98%	<b>8.62%</b>
财务费用率	0.53%	0.06%	0.05%	-0.02%	0.22%	-0.39%	-0.33%	-1.46%	<b>-1.01%</b>
研发费用率	0.29%	0.60%	0.77%	1.35%	0.73%	1.14%	0.90%	0.01%	<b>0.66%</b>

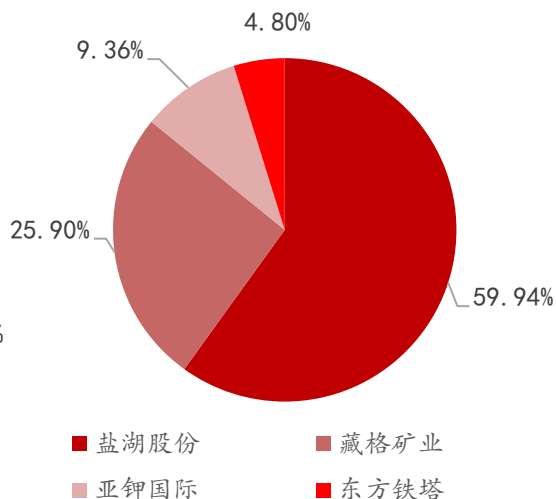
## ■ 钾肥板块-业绩分析与总结

- 根据iFinD，4家钾肥企业2023年营业收入总额增速为-24.59%；归母净利润增速为-45.16%。
- 从2023年收入贡献来看，盐湖股份营业收入为215.79亿元，占比62.17%；其次贡献较大的企业是藏格矿业/东方铁塔/亚钾国际，分别占比15.06%/11.54%/11.23%。从增速来看，亚钾国际营收增速为12.45%，增速最快。
- 从2023年净利润贡献来看，盐湖股份归母净利润为79.14亿元，占比59.94%；其次贡献较大的企业是藏格矿业/亚钾国际/东方铁塔，分别占比25.90%/9.36%/4.80%；4家钾肥企业归母净利润同比均有所下跌。

图表 2023年收入占比



图表 2023年归母净利润占比



图表 2023年收入和归母净利润增速速览

收入增速	全板块	增长	下跌
家数	-24.59%	2	2
占比		50.00%	50.00%
归母净利润增速	全板块	增长	下跌
家数	-45.16%	0	4
占比		0.00%	100.00%

资料来源：iFinD、华安证券研究所

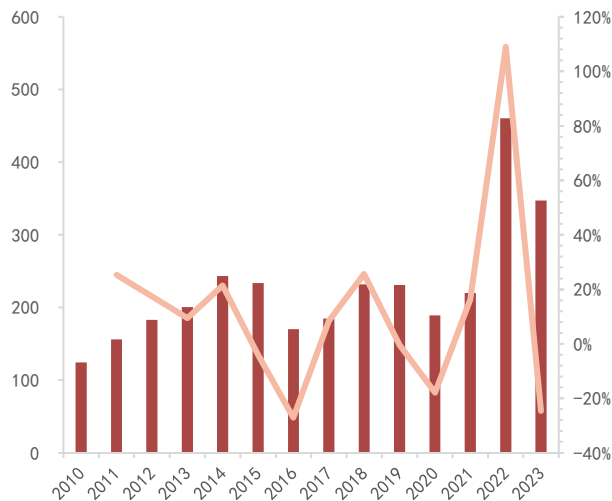
资料来源：iFinD、华安证券研究所

资料来源：iFinD、华安证券研究所

## ■ 钾肥板块-业绩分析与总结

- 业绩端来看，钾肥板块2023年营业收入为347.06亿元，-24.59%；归母净利润为132.02亿元，-45.16%；扣非归母净利润为142.03亿元，-40.45%；毛利率为54.40%，-21.34pct；净利率为42.13%，-19.10pct；

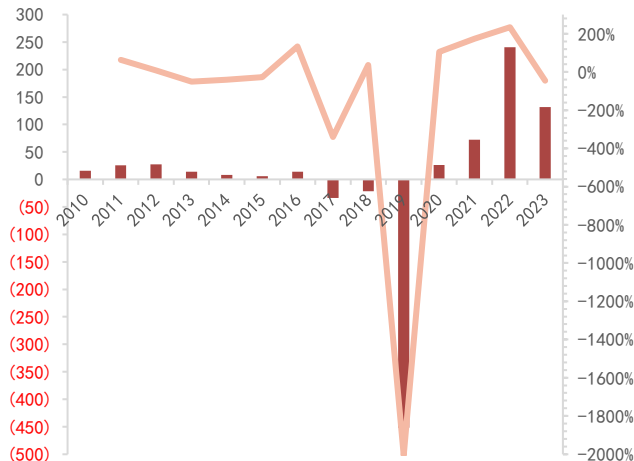
图表 2010-2023年营收及增速



■ 营业收入 (亿元) (左轴)    ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

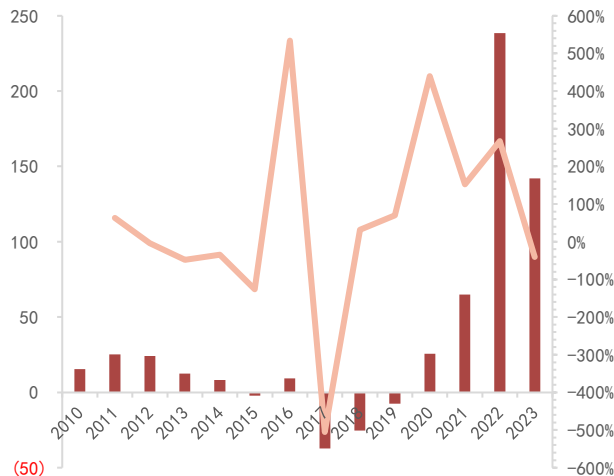
图表 2010-2023年归母净利润及增速



■ 归母净利润 (亿元) (左轴)    ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年扣非归母净利润及增速



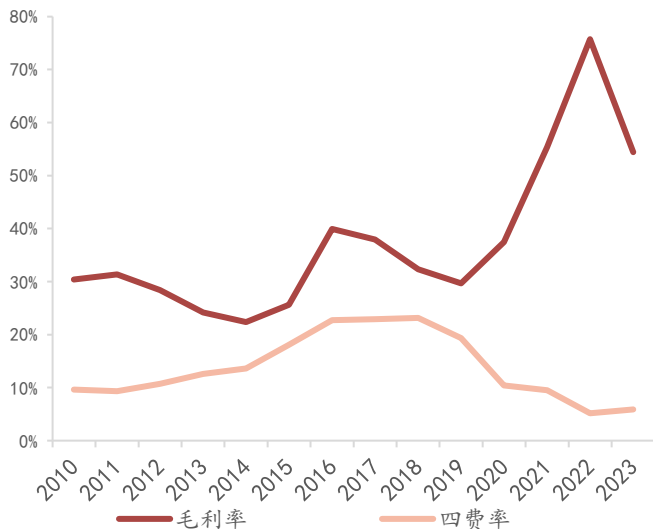
■ 扣非归母净利润 (亿元) (左轴)    ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

## ■ 钾肥板块-业绩分析与总结

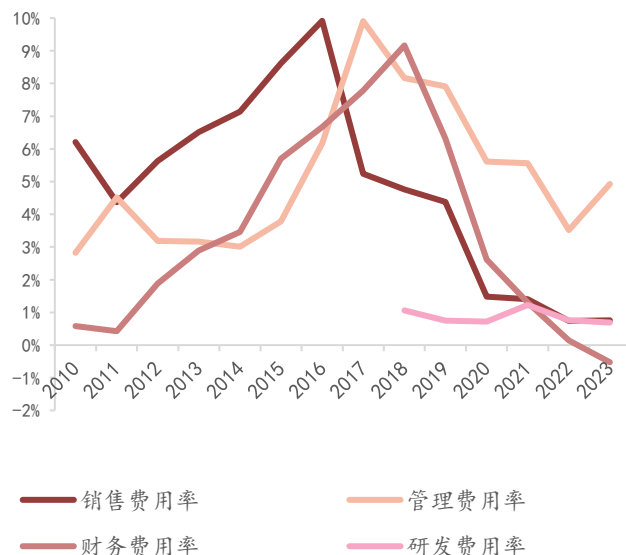
- 费用端来看，钾肥板块2023年四费率为5.85%，+0.70pct；销售费用率为0.76%，+0.02pct；管理费用率为4.92%，+1.41pct；财务费用率为-0.52%，-0.66pct；研发费用率为0.69%，-0.07pct。

图表 2010-2023年毛利率与四费率变化趋势



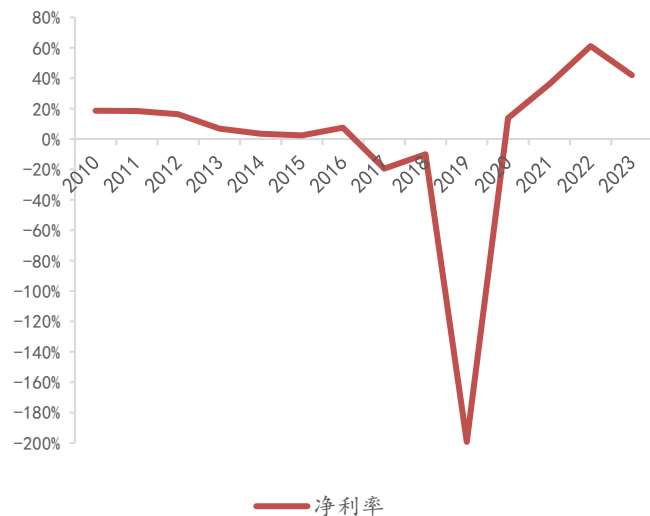
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年期间费用率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年净利率变化趋势

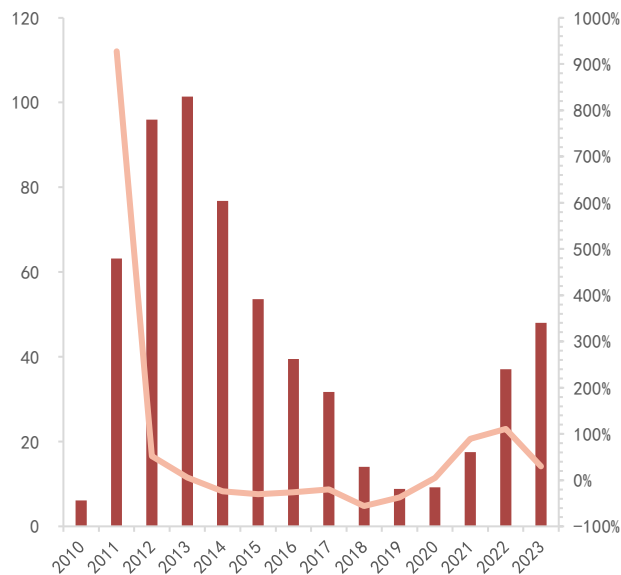


资料来源：iFinD、华安证券研究所

## ■ 钾肥板块-业绩分析与总结

➤ 2023年，钾肥板块的资本支出为48.06亿元，+29.64%；在建工程为33.26亿元，+36.09%；资产负债率为22.68%，-10.87%。

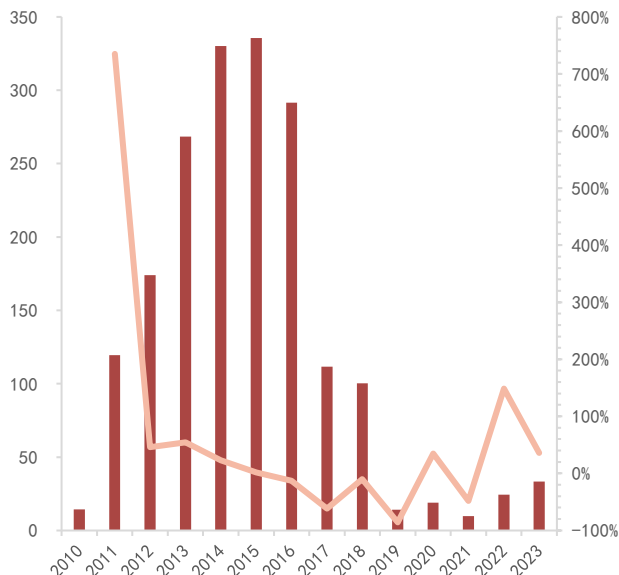
图表 2010-2023年资本支出及增速



■ 资本支出 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

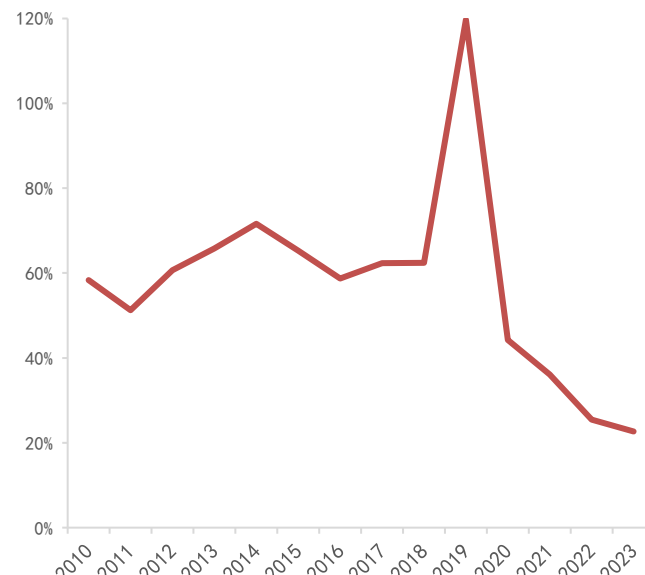
图表 2010-2023年在建工程及增速



■ 在建工程 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年资产负债率变化



■ 资产负债率

资料来源: iFinD、华安证券研究所

## ■ 有机硅板块-业绩分析与总结

- 有机硅板块2023年营业收入为447.12亿元，同比下降3.20%；归母净利润为39.08亿元，同比下降53.04%；扣非归母净利润为33.22亿元，同比下降58.94%。
- 单季度来看，有机硅板块2023Q3/2023Q4/2024Q1的营业收入分别为125.57/110.26/99.07亿元，同比+15.26%/+6.70%/-4.85%；归母净利润分别为6.82/6.95/9.15亿元，同比下降60.01%/34.02%/33.28%。
- 2023年，全球经济增长放慢，大宗商品价格普遍下跌。受宏观经济及产品市场变化等影响，有机硅行业面临市场需求疲软、供需失衡的挑战，产品价格保持在较低水平，影响了行业业绩。
- 供给侧，由于国际市场的低迷，部分海外企业将销售重点转移到中国市场，进一步增加了供应端的压力，市场竞争加剧。
- 需求侧，以旧换新政策有助于刺激有机硅板块需求增长，支撑有机硅终端需求复苏。

图表 有机硅板块2022-2024Q1单季度业绩速览

(亿元)	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
营业收入	119.28	130.32	108.95	103.34	104.12	107.17	125.57	110.26	99.07
同比增速	78.96%	67.87%	-11.01%	-20.27%	-12.72%	-17.76%	15.26%	6.70%	-4.85%
归母净利润	30.29	25.35	17.05	10.53	13.71	11.60	6.82	6.95	9.15
同比增速	119.17%	35.63%	-53.74%	-75.31%	-54.73%	-54.23%	-60.01%	-34.02%	-33.28%



## ■ 有机硅板块-业绩分析与总结

- 从盈利能力来看，2023年有机硅板块毛利率为19.65%，-9.96pct；净利率为8.65%，-9.35pct；四费率为8.45%，同比+1.02pct。
- 2024年Q1有机硅板块毛利率为20.79%，同比-5.28pct；净利率为9.15%，同比-3.95pct。

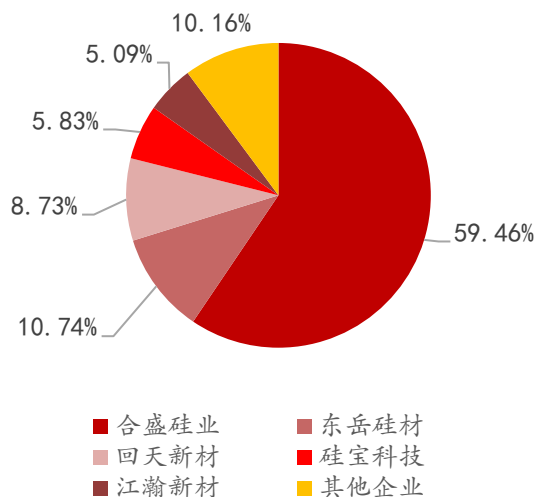
图表 有机硅板块2022-2024Q1单季度盈利指标速览

%	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
毛利率	39.33%	30.77%	29.88%	16.60%	26.07%	21.14%	15.66%	16.65%	20.79%
净利率	25.40%	19.42%	15.61%	10.18%	13.10%	10.75%	5.36%	6.14%	9.15%
四费率	7.74%	6.91%	10.70%	4.28%	8.77%	8.50%	7.36%	9.34%	8.84%
销售费用率	1.10%	0.82%	1.38%	1.72%	1.39%	1.29%	1.32%	1.74%	1.27%
管理费用率	1.97%	2.00%	2.47%	3.08%	2.65%	2.29%	2.20%	4.56%	2.96%
财务费用率	0.55%	-0.31%	0.07%	0.70%	1.16%	0.84%	1.05%	1.20%	1.54%
研发费用率	4.12%	4.40%	6.78%	-1.22%	3.57%	4.09%	2.80%	1.84%	3.07%

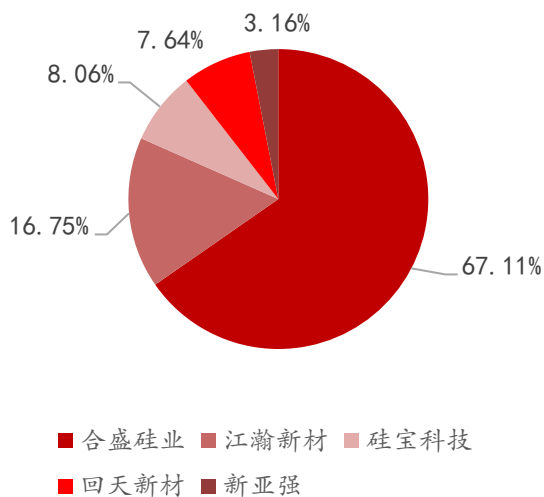
## ■ 有机硅板块-业绩分析与总结

- 根据iFinD，10家有机硅企业2023年营业收入总额增速为-3.20%；归母净利润增速为-53.04%。
- 从2023年收入贡献来看，合盛硅业营业收入为265.84亿元，占比59.46%；其次贡献较大的企业是东岳硅材/回天新材/硅宝科技/江瀚新材，分别占比10.74%/8.73%/5.83%/5.09%。从增速来看，合盛硅业营收增速为12.37%，增速最快。
- 从2023年净利润贡献来看，合盛硅业归母净利润为26.23亿元，占比67.11%；其次贡献较大的企业是江瀚新材/硅宝科技/回天新材/新亚强，分别占比16.75%/8.06%/7.64%/3.16%。从增速来看，硅宝科技归母净利润增速为25.90%，增速最快。

图表 2023年收入前5企业占比



图表 2023年归母净利润前5企业占比



图表 2023年收入和归母净利润增速速览

收入增速	全板块	增长	下跌
家数	-3.20%	2	8
占比		20.00%	80.00%
归母净利润增速	全板块	增长	下跌
家数	-53.04%	3	7
占比		30.00%	70.00%

资料来源：iFinD、华安证券研究所

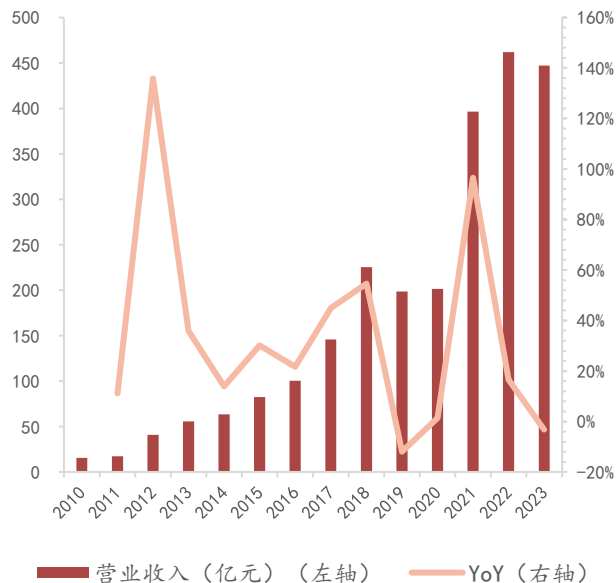
资料来源：iFinD、华安证券研究所

资料来源：iFinD、华安证券研究所

## ■ 有机硅板块-业绩分析与总结

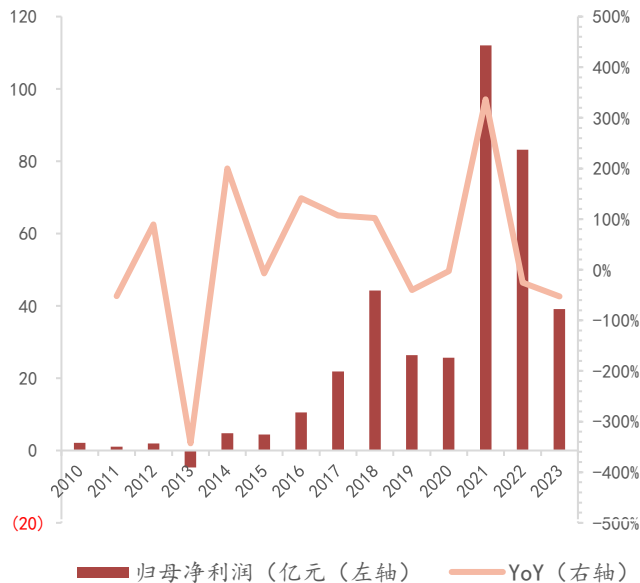
- 业绩端来看，有机硅板块2023年营业收入为447.12亿元，-3.20%；归母净利润为39.08亿元，-53.04%；扣非归母净利润为33.22亿元，-58.94%；毛利率为19.65%，-9.96pct；净利率为8.65%，-9.35pct。由于机硅价格持续下跌等因素，有机硅板块盈利能力有所下滑。

图表 2010-2023年营收及增速



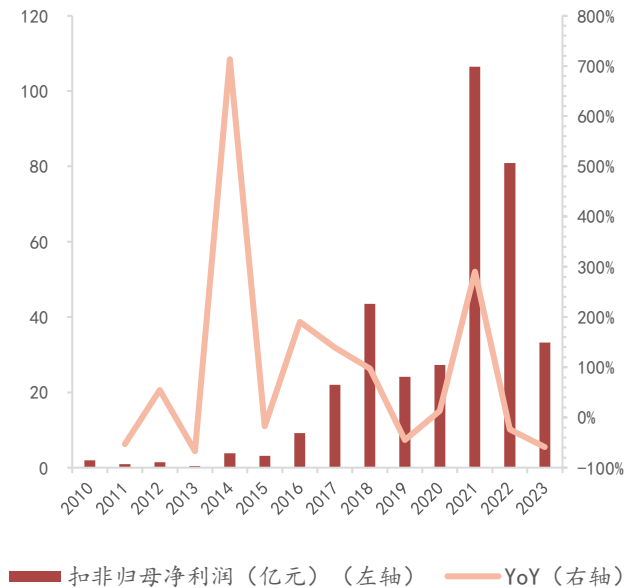
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年归母净利润及增速



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年扣非归母净利润及增速

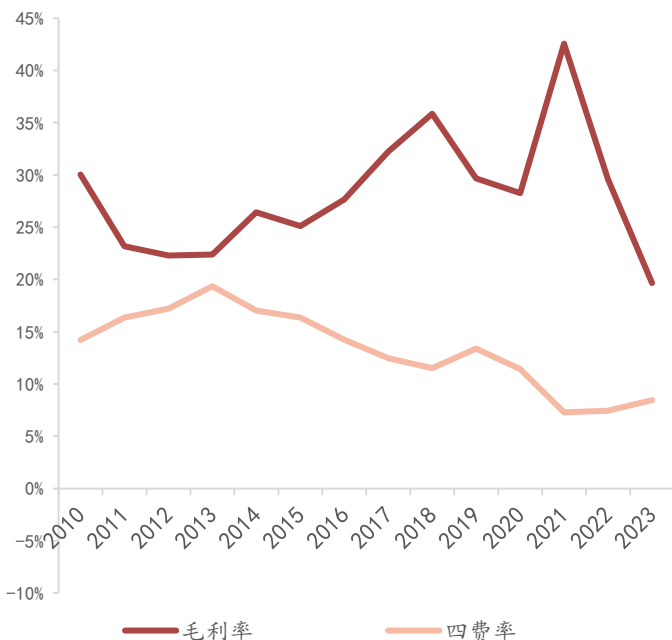


资料来源：iFinD、华安证券研究所

## ■ 有机硅板块-业绩分析与总结

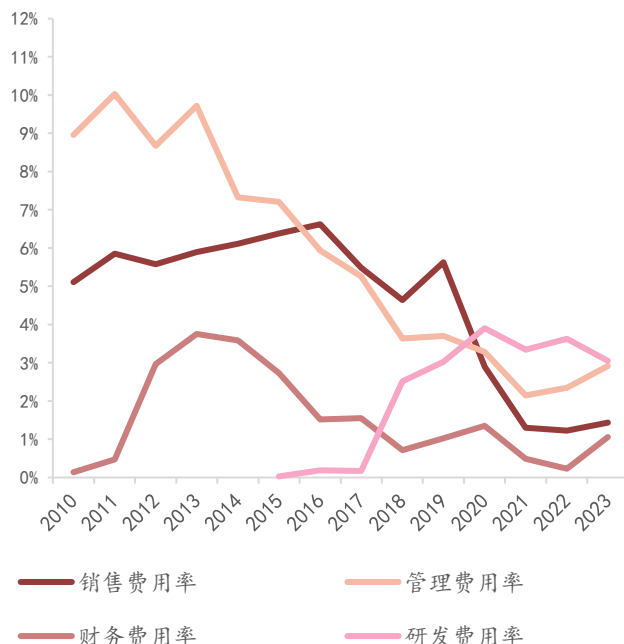
- 费用端来看，有机硅板块2023年四费率为8.45%，+1.02pct；销售费用率为1.43%，+0.20pct；管理费用率为2.91%，+0.56pct；财务费用率为1.06%，+0.83pct；研发费用率为3.05%，-0.58pct。

图表 2010-2023年毛利率与四费率变化趋势



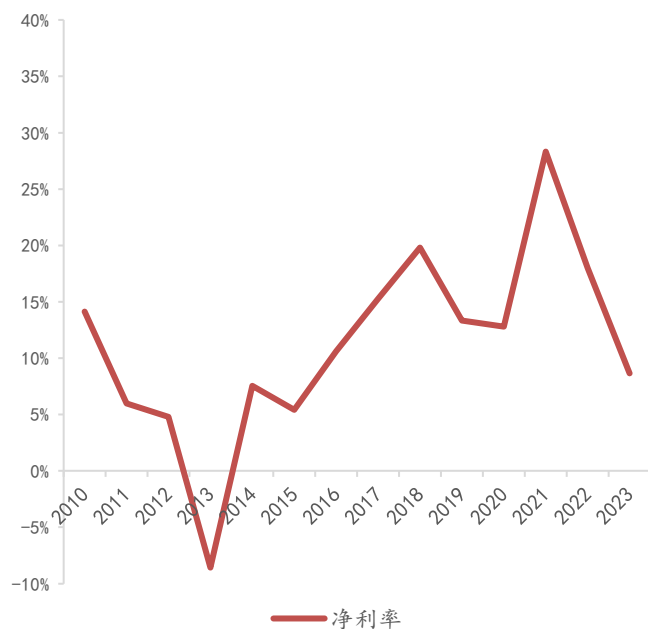
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年期间费用率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年净利率变化趋势

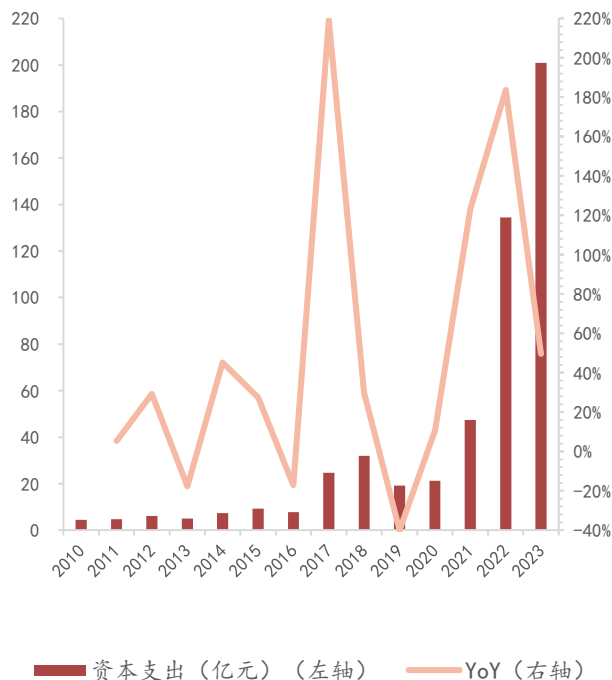


资料来源：iFinD、华安证券研究所

## ■ 有机硅板块-业绩分析与总结

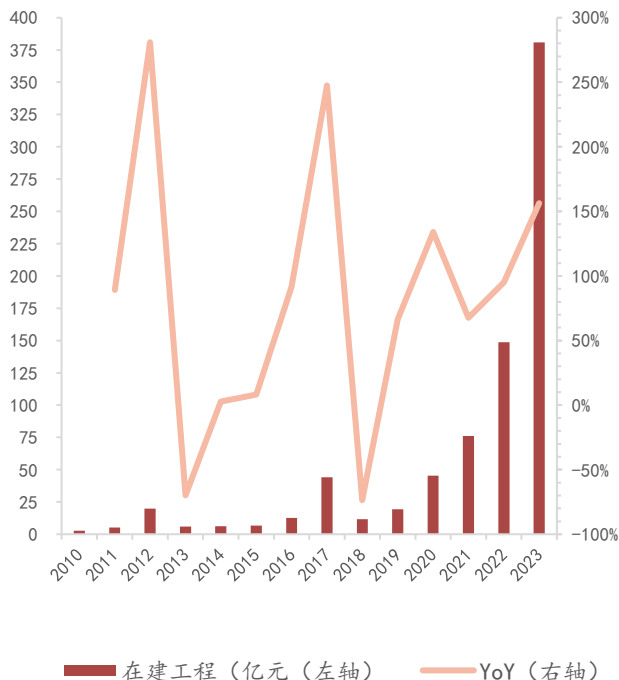
➤ 2023年，有机硅板块的资本支出为200.94亿元，+49.50%；在建工程为380.90亿元，+156.38%；资产负债率为52.84%，+5.33%。

图表 2010-2023年资本支出及增速



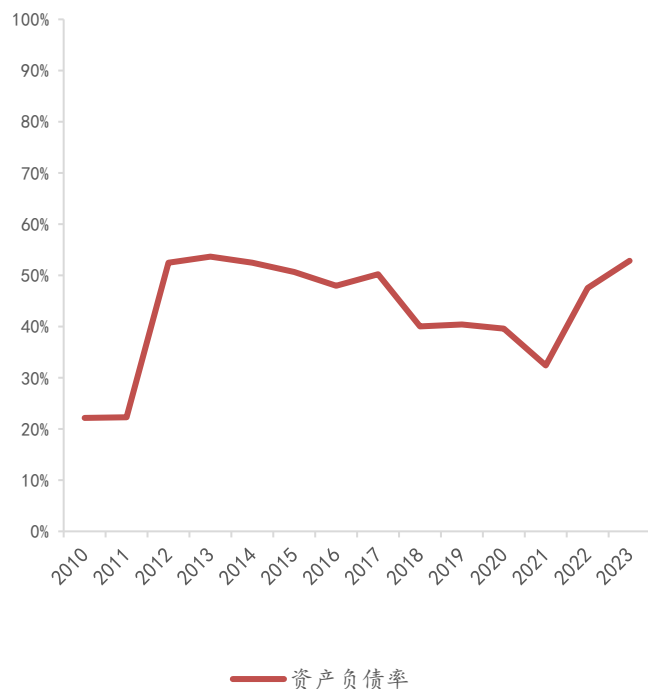
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年在建工程及增速



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年资产负债率变化



资料来源：iFinD、华安证券研究所



## ■ 食品及饲料添加剂板块-业绩分析与总结

- 食品及饲料添加剂板块2023年营业收入为876.86亿元，同比下降5.42%；归母净利润为70.67亿元，同比下降40.18%；扣非归母净利润为63.89亿元，同比下降40.22%。2023年，由于生猪养殖行业面临亏损，饲料需求下降，行业竞争加剧，维生素价格因此受到压制，导致行业业绩有所下滑。
- 单季度来看，食品及饲料添加剂板块2023Q3/2023Q4/2024Q1的营业收入分别为221.35/228.40/215.13亿元，同比+18.35%/-35.92%/+0.94%；归母净利润分别为17.40/17.75/19.87亿元，同比-32.73%/-31.76%/+9.62%。
- 从供给侧来看，行业整体呈现较高集中度。维生素整体需求呈现平稳且低速增长的态势。中国是全球最大的维生素生产国，2023年产量达到43.40万吨，占全球总产量的84.40%；2023年产能释放导致了供过于求的局面，市场竞争日益激烈。2023年，国内蛋氨酸年产量为58.10万吨，同比上涨31.20%，占全球产量的34.60%，全球需求增长主要由国内产量提升所满足；同时，海外蛋氨酸的减产及产能退出，拉动蛋氨酸价格震荡上行。
- 从需求端来看，2023年中国生猪出栏量和猪肉产量均有所增长，拉动了维生素需求增长。2023年生猪价格低位运行，但随着产能去化和供应收缩，预计猪价将逐步上涨，有望持续拉动维生素需求增长。

图表 食品及饲料添加剂板块2022-2024Q1单季度业绩速览

(亿元)	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
营业收入	184.75	198.90	187.03	356.43	213.11	214.00	221.35	228.40	215.13
同比增速	22.13%	22.43%	15.15%	86.49%	15.35%	7.59%	18.35%	-35.92%	0.94%
归母净利润	30.87	35.39	25.87	26.01	18.13	17.39	17.40	17.75	19.87
同比增速	57.72%	48.46%	30.17%	-5.76%	-41.28%	-50.85%	-32.73%	-31.76%	9.62%



## ■ 食品及饲料添加剂板块-业绩分析与总结

- 从盈利能力来看，2023年食品及饲料添加剂板块毛利率为20.80%，-5.27pct；净利率为8.10%，-5.30pct；四费率为10.85%，同比+0.85pct。
- 2024年Q1食品及饲料添加剂板块毛利率为22.39%，同比+1.86pct；净利率为9.35%，同比+0.75pct。2024年Q1，随着去库存的逐步推进，维生素价格开始显著回升，拉动了业绩改善，行业逐步恢复增长势头。

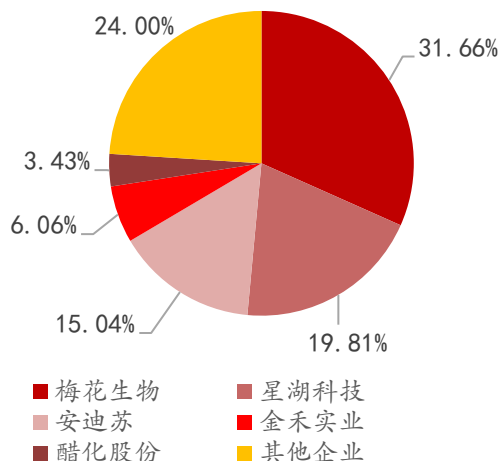
图表 食品及饲料添加剂板块2022-2024Q1单季度盈利指标速览

%	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
毛利率	29.63%	30.08%	25.84%	22.10%	20.53%	19.56%	19.58%	23.40%	22.39%
净利率	16.81%	17.90%	13.87%	8.88%	8.60%	8.20%	7.94%	7.70%	9.35%
四费率	9.71%	8.89%	9.33%	11.12%	10.53%	9.72%	10.75%	12.32%	11.34%
销售费用率	3.07%	3.19%	3.11%	2.69%	3.24%	3.38%	2.99%	3.49%	3.20%
管理费用率	3.96%	3.94%	4.62%	4.74%	4.22%	4.48%	4.83%	5.17%	5.56%
财务费用率	0.34%	-0.78%	-1.17%	1.75%	0.78%	-0.87%	0.22%	0.78%	-0.10%
研发费用率	2.33%	2.54%	2.78%	1.95%	2.29%	2.73%	2.71%	2.88%	2.67%

## ■ 食品及饲料添加剂板块-业绩分析与总结

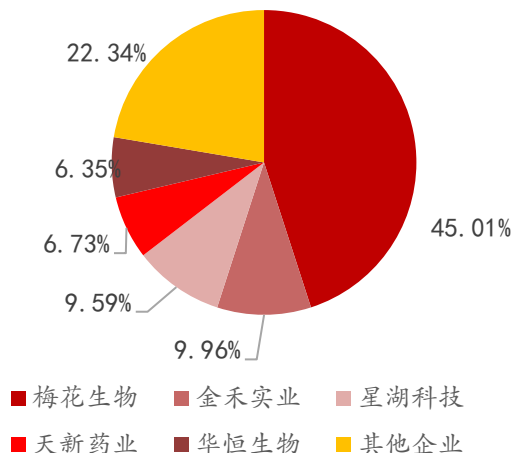
- 根据iFinD，20家食品及饲料添加剂企业2023年营业收入总额增速为-5.42%；归母净利润增速为-40.18%。
- 从2023年收入贡献来看，梅花生物营业收入为277.61亿元，占比31.66%；其次贡献较大的企业是星湖科技/安迪苏/金禾实业/醋化股份，分别占比19.81%/15.04%/6.06%/3.43%。从增速来看，华恒生物营收增速为36.63%，增速最快。
- 从2023年净利润贡献来看，梅花生物归母净利润为31.81亿元，占比45.01%；其次贡献较大的企业是金禾实业/星湖科技/天新药业/华恒生物，分别占比9.96%/9.59%/6.73%/6.35%。从增速来看，嘉必优归母净利润增速为41.95%，增速最快。

图表 2023年收入前5企业占比



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2023年归母净利润前5企业占比



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2023年收入和归母净利润增速速览

收入增速	全板块	增速 >30%	增长	下跌
家数	-5.42%	1	7	13
占比		5.00%	35.00%	65.00%
归母净利润 增速	全板块	增速 >30%	增长	下跌
家数	-40.18%	2	7	13
占比		10.00%	35.00%	65.00%

资料来源：iFinD、华安证券研究所

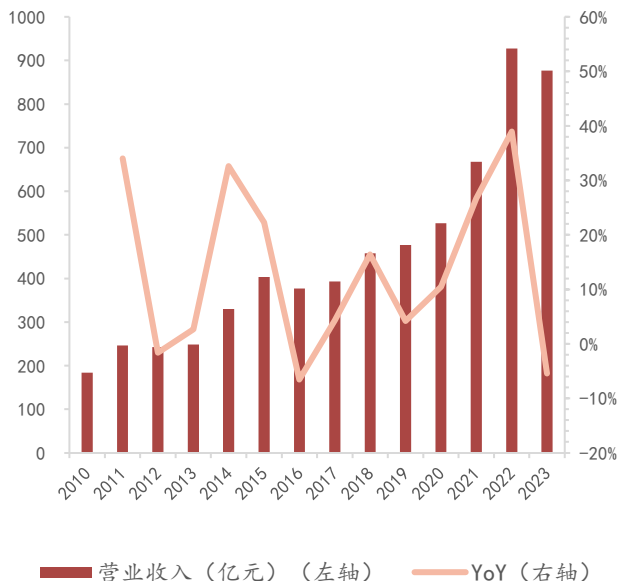




## ■ 食品及饲料添加剂板块-业绩分析与总结

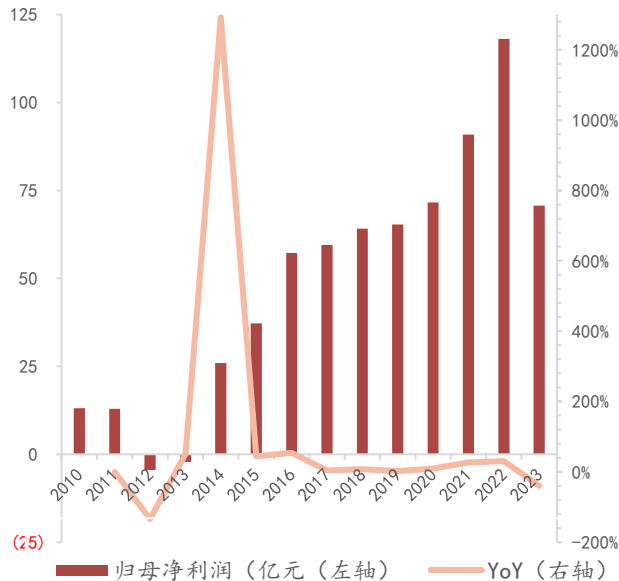
- 业绩端来看，食品及饲料添加剂板块2023年营业收入为876.86亿元，-5.42%；归母净利润为70.67亿元，-40.18%；扣非归母净利润为63.89亿元，-40.22%；毛利率为20.80%，-5.27pct；净利率为8.10%，-5.30pct；

图表 2010-2023年营收及增速



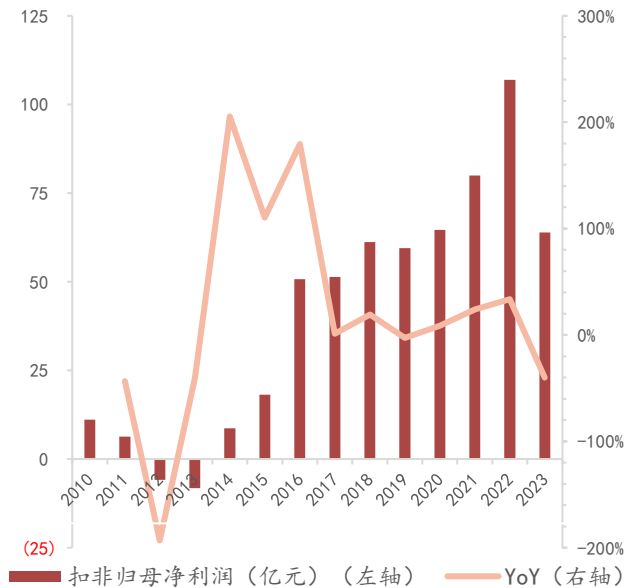
资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年归母净利润及增速



资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年扣非归母净利润及增速

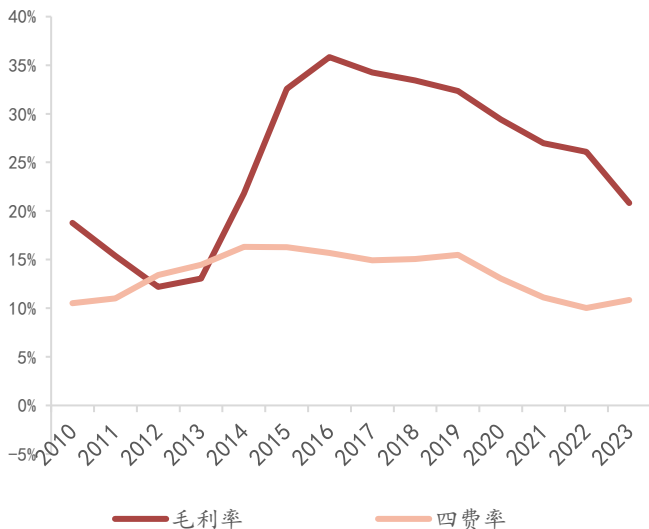


资料来源: iFinD、华安证券研究所

## ■ 食品及饲料添加剂板块-业绩分析与总结

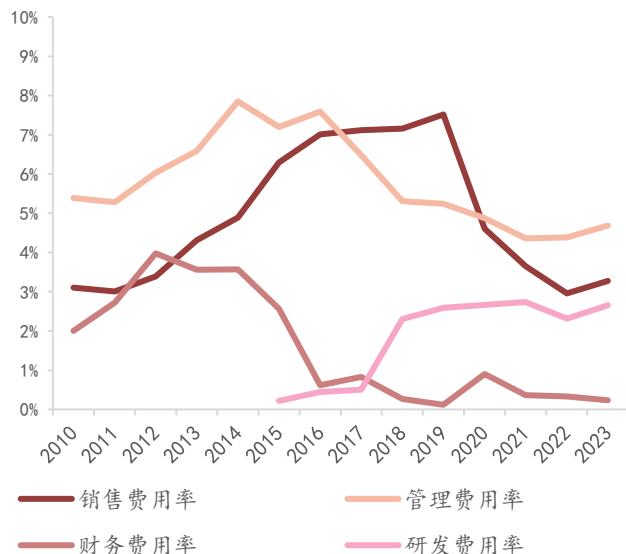
- 费用端来看，食品及饲料添加剂板块2023年四费率为10.85%，+0.85pct；销售费用率为3.28%，+0.32pct；管理费用率为4.68%，+0.30pct；财务费用率为0.24%，-0.10pct；研发费用率为2.66%，+0.34pct，研发投入有所增加。
- 其中，研发投入方面，2023年安迪苏研发费用为4.19亿元，同比增长18.17%；梅花生物研发费用为3.14亿元，同比增长12.35%，研发投入持续增长。

图表 2010-2023年毛利率与四费率变化趋势



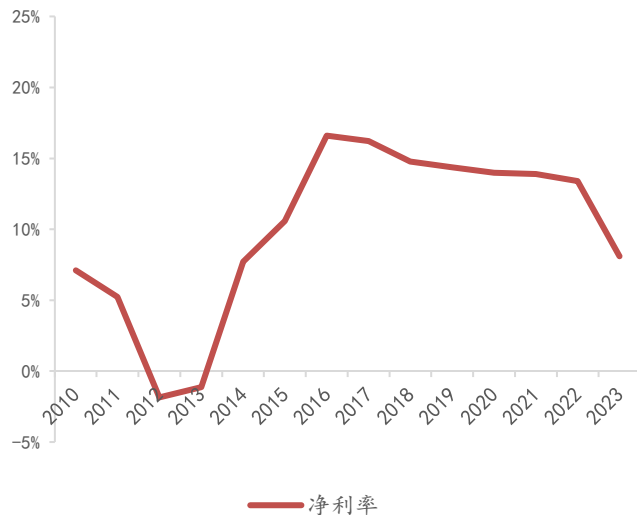
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年期间费用率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年净利率变化趋势

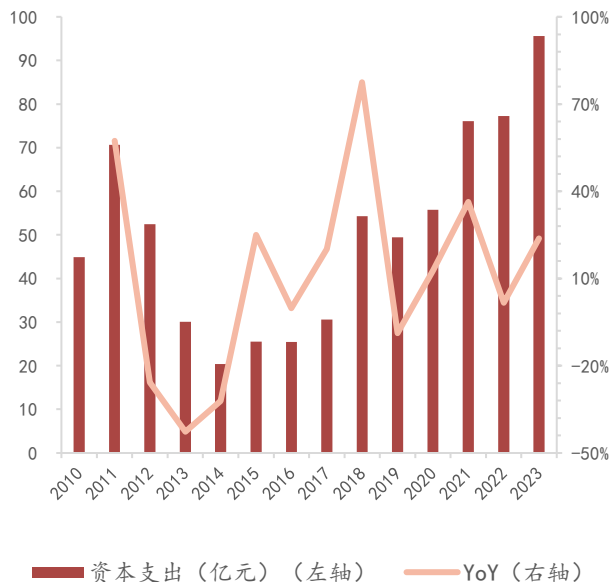


资料来源：iFinD、华安证券研究所

## ■ 食品及饲料添加剂板块-业绩分析与总结

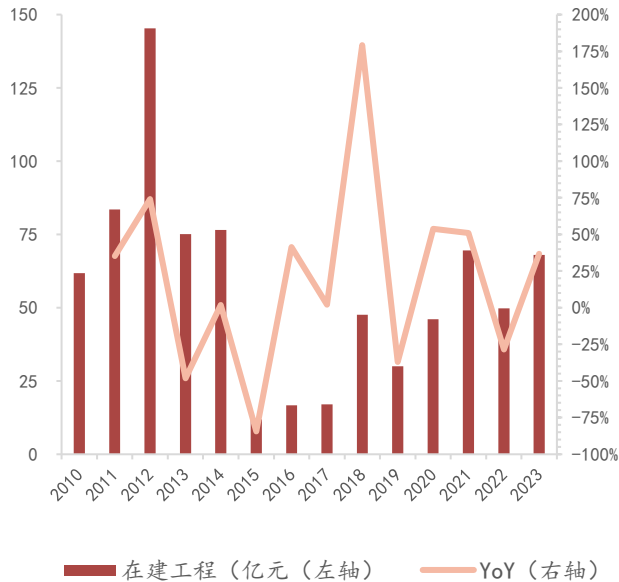
- 2023年，食品及饲料添加剂板块的资本支出为95.62亿元，+23.76%；在建工程为67.99亿元，+36.73%；资产负债率为32.32%，-1.45%。

图表 2010-2023年资本支出及增速



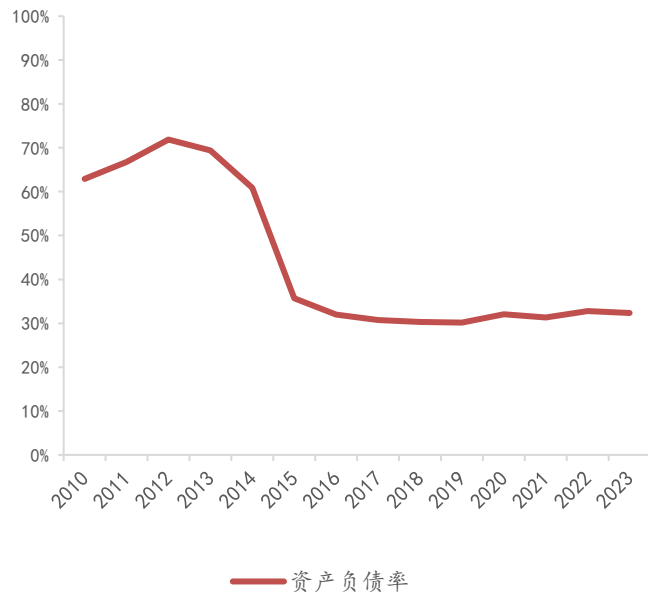
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年在建工程及增速



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年资产负债率变化



资料来源：iFinD、华安证券研究所



## ■ 民爆制品板块-业绩分析与总结

- 民爆制品板块2023年营业收入为564.80亿元，同比增长24.73%；归母净利润为36.92亿元，同比增长117.88%；扣非归母净利润为32.59亿元，同比增长138.25%。
- 单季度来看，民爆制品板块2023Q3/2023Q4/2024Q1的营业收入分别为143.54/155.08/104.87亿元，同比+31.72%/+3.13%/-2.37%；归母净利润分别为11.13/3.35/5.35亿元，同比+51.11%/+157.21%/-12.21%。
- 2023年，得益于煤炭保供政策和基建项目推动，市场需求增长，电子雷管全面替代传统产品，行业整体运行稳中向好，业绩实现大幅增长，维持高景气度。
- 成本方面，民爆行业上游原材料如硝酸铵、乳化剂和油性材料的价格波动直接影响企业利润。2023年，基于市场供大于求的局面，上游原材料硝酸铵价格有所下降，平均价格为2913.25元/吨，同比下降6.43%，为民爆行业带来利润空间。

图表 民爆制品板块2022-2024Q1单季度业绩速览

(亿元)	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
营业收入	77.17	116.29	108.97	150.38	107.41	158.77	143.54	155.08	104.87
同比增速	21.25%	29.40%	24.78%	23.37%	39.19%	36.53%	31.72%	3.13%	-2.37%
归母净利润	3.43	12.00	7.37	-5.85	6.09	16.35	11.13	3.35	5.35
同比增速	34.46%	61.17%	27.01%	-273.16%	77.80%	36.25%	51.11%	157.21%	-12.21%



## ■ 民爆制品板块-业绩分析与总结

- 从盈利能力来看，2023年民爆制品板块毛利率为25.44%，+0.84pct；净利率为7.58%，+1.74pct；四费率为14.61%，同比-0.16pct。2023年，民爆行业整体表现情况稳中有进，业绩实现大幅增长。
- 2024年Q1民爆制品板块毛利率为23.05%，同比+0.77pct；净利率为5.89%，同比-0.52pct。2024年Q1，民爆行业景气度呈上行趋势，稳中向好。

图表 民爆制品板块2022-2024Q1单季度盈利指标速览

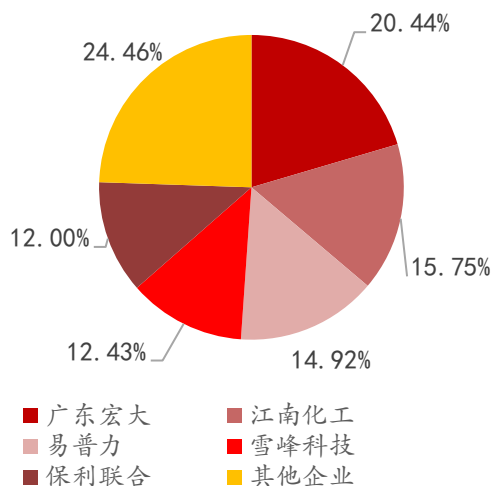
%	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
毛利率	24.44%	26.75%	26.02%	21.99%	22.28%	26.62%	26.30%	25.63%	23.05%
净利率	5.20%	12.94%	8.66%	-1.35%	6.41%	12.04%	9.34%	2.20%	5.89%
四费率	17.81%	12.37%	15.19%	14.77%	14.20%	12.14%	14.90%	17.17%	16.05%
销售费用率	2.32%	1.39%	2.05%	1.60%	1.85%	1.47%	1.78%	1.83%	2.01%
管理费用率	10.32%	7.03%	8.68%	8.99%	8.32%	7.16%	8.40%	10.26%	9.66%
财务费用率	2.42%	1.24%	1.74%	1.64%	1.69%	1.04%	1.37%	1.45%	1.61%
研发费用率	2.74%	2.72%	2.72%	2.53%	2.34%	2.47%	3.35%	3.62%	2.77%



## 民爆制品板块-业绩分析与总结

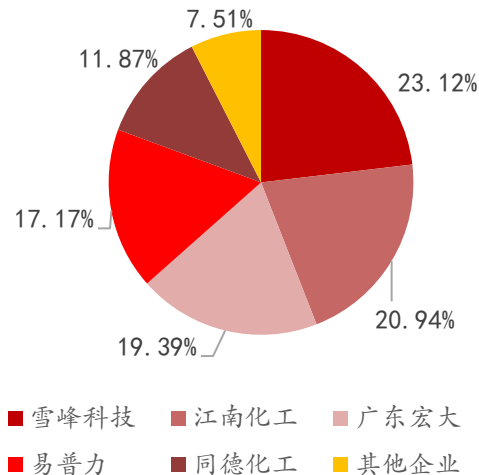
- 根据iFinD，12家民爆制品企业2023年营业收入总额增速为24.73%；归母净利润增速为117.88%。
- 从2023年收入贡献来看，广东宏大营业收入为115.43亿元，占比20.44%；其次贡献较大的企业是江南化工/易普力/雪峰科技/保利联合，分别占比15.75%/14.92%/12.43%/12.00%。从增速来看，易普力营收增速为265.75%，增速最快。
- 从2023年净利润贡献来看，雪峰科技归母净利润为8.54亿元，占比23.12%；其次贡献较大的企业是江南化工/广东宏大/易普力/同德化工，分别占比20.94%/19.39%/17.17%/11.87%。从增速来看，易普力归母净利润增速为1228.80%，增速最快。

图表 2023年收入前5企业占比



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2023年归母净利润前5企业占比



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2023年收入和归母净利润增速速览

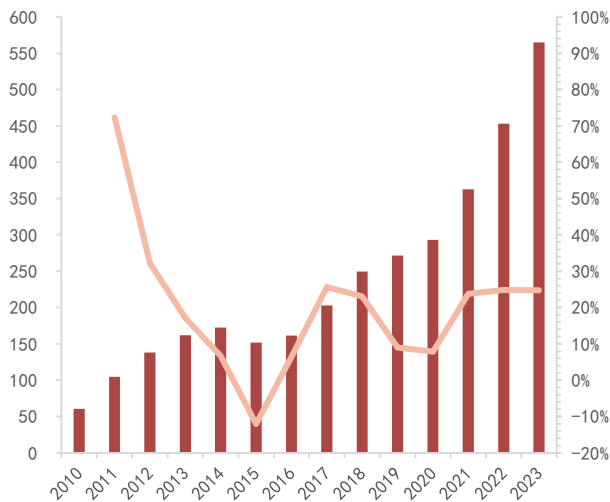
收入增速	全板块	增速 >50%	增速 >30%	增长	下跌
家数	24.73%	1	3	10	2
占比		8.33%	25.00%	83.33%	16.67%
归母净利润增速	全板块	增速 >50%	增速 >30%	增长	下跌
家数	117.88%	7	8	11	1
占比		58.33%	66.67%	91.67%	8.33%

资料来源：iFinD、华安证券研究所

## 民爆制品板块-业绩分析与总结

- 业绩端来看，民爆制品板块2023年营业收入为564.80亿元，+24.73%；归母净利润为36.92亿元，+117.88%；扣非归母净利润为32.59亿元，+138.25%；毛利率为25.44%，+0.84pct；净利率为7.58%，+1.74pct；

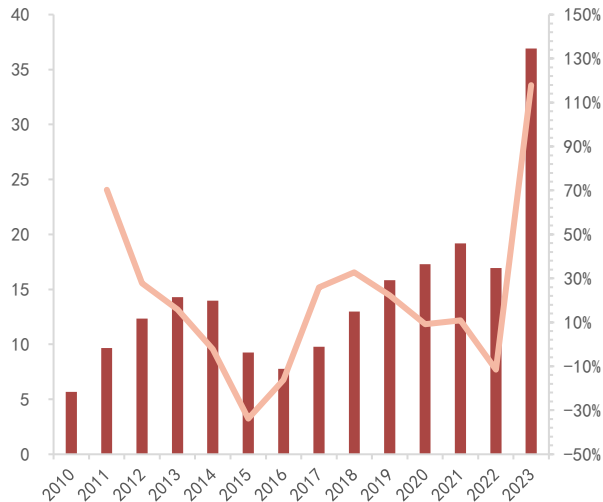
图表 2010-2023年营收及增速



■ 营业收入 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

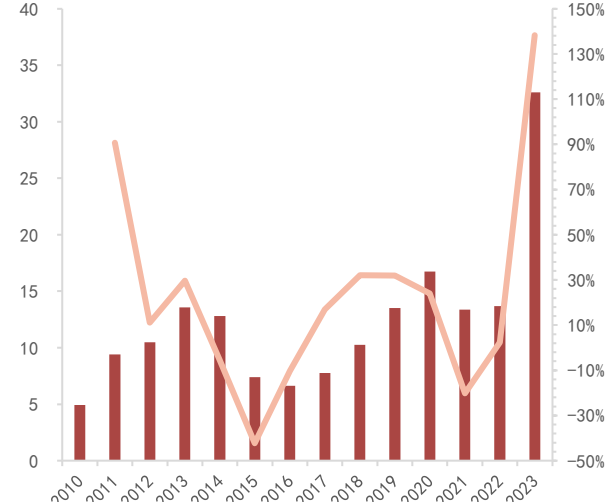
图表 2010-2023年归母净利润及增速



■ 归母净利润 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年扣非归母净利润及增速



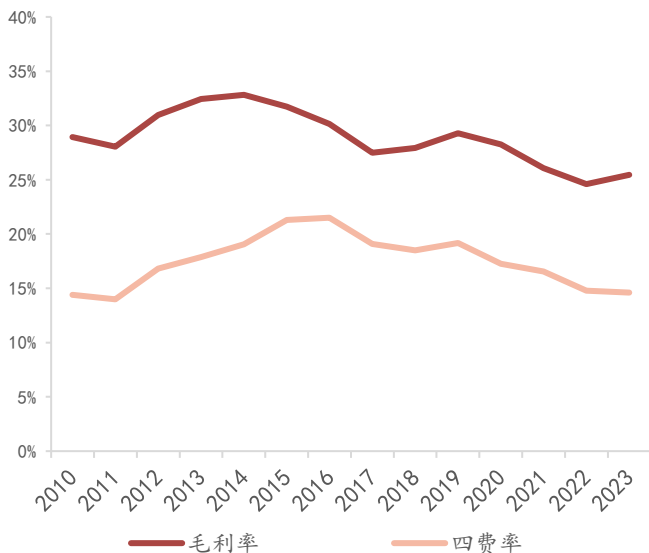
■ 扣非归母净利润 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

## ■ 民爆制品板块-业绩分析与总结

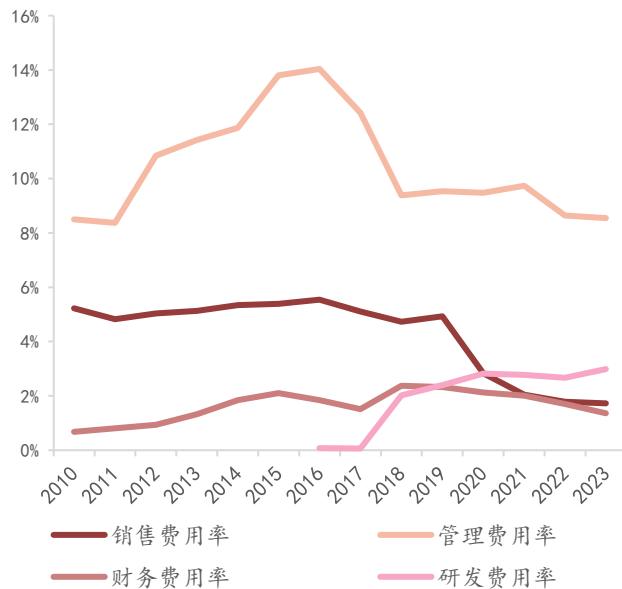
- 费用端来看，民爆制品板块2023年四费率为14.61%，-0.16pct；销售费用率为1.72%，-0.06pct；管理费用率为8.55%，-0.09pct；财务费用率为1.36%，-0.33pct；研发费用率为2.98%，+0.32pct，研发投入有所增加。
- 其中，研发投入方面，2023年易普力研发费用为3.47亿元，同比增长357.69%；广东宏大研发费用为3.75亿元，同比增长27.47%，研发投入持续增长。

图表 2010-2023年毛利率与四费率变化趋势



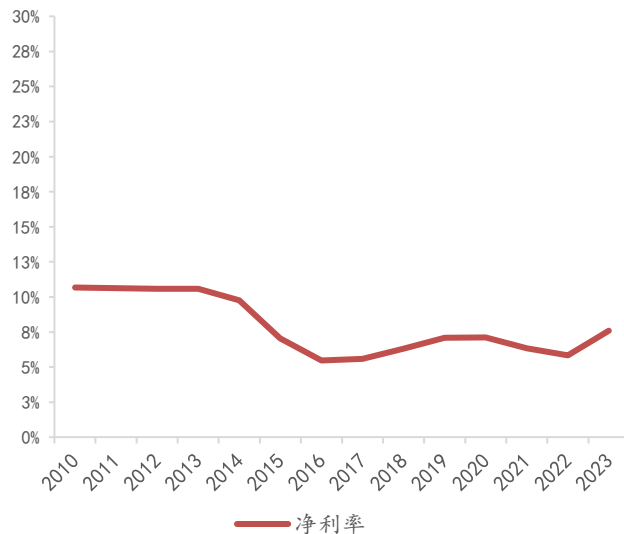
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年期间费用率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年净利率变化趋势



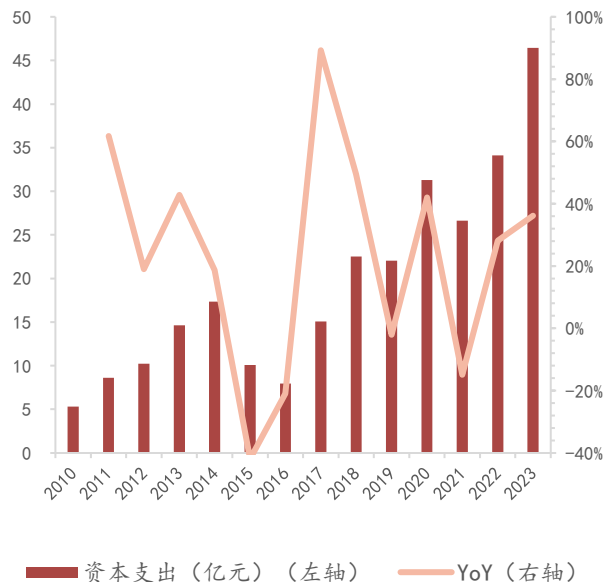
资料来源：iFinD、华安证券研究所



## ■ 民爆制品板块-业绩分析与总结

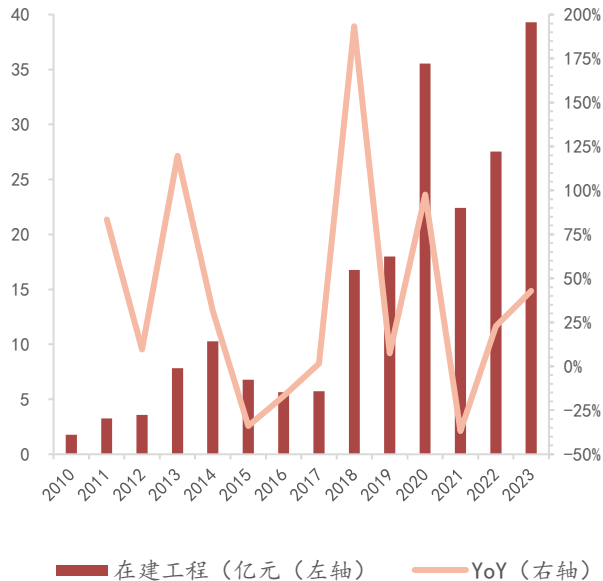
- 2023年，民爆制品板块的资本支出为46.43亿元，+36.10%；在建工程为39.31亿元，+42.77%；资产负债率为49.42%，-4.92%。

图表 2010-2023年资本支出及增速



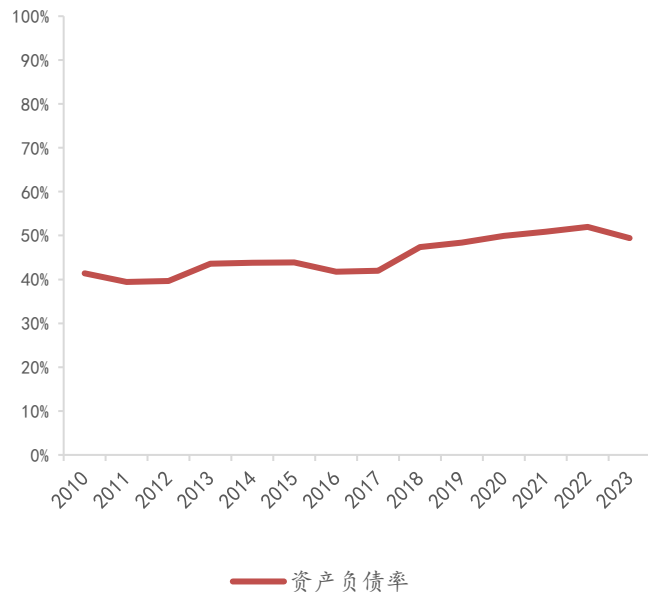
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年在建工程及增速



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年资产负债率变化



资料来源：iFinD、华安证券研究所

## ■ 钛白粉板块-业绩分析与总结

- 钛白粉板块2023年营业收入为427.33亿元，同比增长3.65%；归母净利润为36.92亿元，同比下降10.20%；扣非归母净利润为34.73亿元，同比下降11.89%。
- 单季度来看，钛白粉板块2023Q3/2023Q4/2024Q1的营业收入分别为115.24/105.54/117.02亿元，同比增长20.23%/5.48%/7.26%；归母净利润分别为10.50/11.55/11.49亿元，同比增长11.22%/4375.39%/78.26%。
- 从供给端来看，2023年全球钛白粉总产能达到981.9万吨，其中中国产能的增长尤为显著，占全球总产能的55%。国际市场需求和钛白粉市场行业运行情况的变化导致科慕、泛能拓等公司部分产能退出，而中国钛白粉产能则持续扩大，进一步巩固了其在全球市场的份额。随着国内氯化法钛白粉产能的扩产，中国企业在技术、成本和环保等方面展现出竞争优势。
- 从需求端来看，随着发展中国家经济的持续增长和人口持续增长，建筑和基础设施行业将快速发展，长期有望拉动涂料及钛白粉需求持续增长。基于价格优势和氯化法扩产，国内钛白粉企业的全球市场竞争力正逐步提升，有望维持出口增长趋势。

图表 钛白粉板块2022-2024Q1单季度业绩速览

(亿元)	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
营业收入	107.13	109.25	95.85	100.06	109.09	97.45	115.24	105.54	117.02
同比增速	32.12%	17.04%	0.89%	2.66%	1.83%	-10.80%	20.23%	5.48%	7.26%
归母净利润	15.38	16.03	9.44	0.26	6.45	8.42	10.50	11.55	11.49
同比增速	-1.90%	-23.76%	-53.36%	-97.81%	-58.09%	-47.47%	11.22%	4375.39%	78.26%

## ■ 钛白粉板块-业绩分析与总结

- 从盈利能力来看，2023年钛白粉板块毛利率为20.75%，-3.11pct；净利率为8.80%，-1.99pct；四费率为8.85%，同比-1.13pct。2023年，钛白粉行业经历了供给增速的放缓，价格在盈利触底后开始缓慢上升，整体市场保持上行趋势。出口份额稳步增长助力吸收了新增产能。
- 2024年Q1钛白粉板块毛利率为21.99%，同比+4.40pct；净利率为9.80%，同比+3.23pct。2024年Q1，钛白粉需求的边际改善，加上出口的持续增长，带动了盈利情况的同比提升。

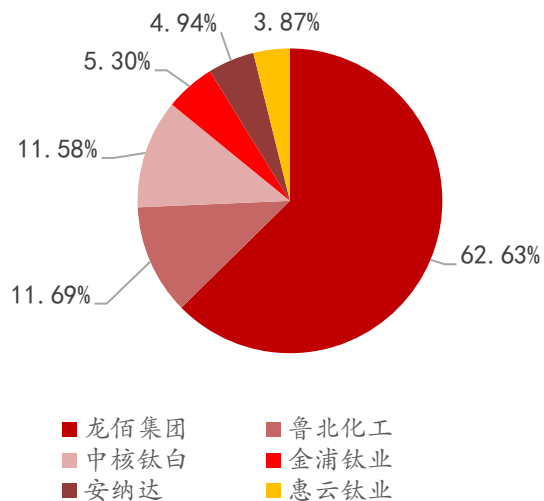
图表 钛白粉板块2022-2024Q1单季度盈利指标速览

%	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
毛利率	28.43%	28.13%	22.87%	15.22%	17.59%	22.28%	21.66%	21.59%	21.99%
净利率	15.33%	15.69%	10.60%	0.74%	6.57%	9.08%	9.35%	10.25%	9.80%
四费率	9.35%	9.00%	10.48%	11.26%	9.54%	11.22%	9.26%	5.50%	9.02%
销售费用率	1.23%	0.95%	1.54%	1.25%	1.21%	1.63%	1.54%	1.61%	1.29%
管理费用率	4.14%	4.49%	4.33%	7.46%	3.40%	4.00%	3.81%	4.45%	3.79%
财务费用率	0.43%	-0.94%	-0.31%	0.86%	0.93%	-0.71%	0.53%	0.00%	1.17%
研发费用率	3.54%	4.49%	4.92%	1.69%	4.00%	6.31%	3.38%	-0.56%	2.77%

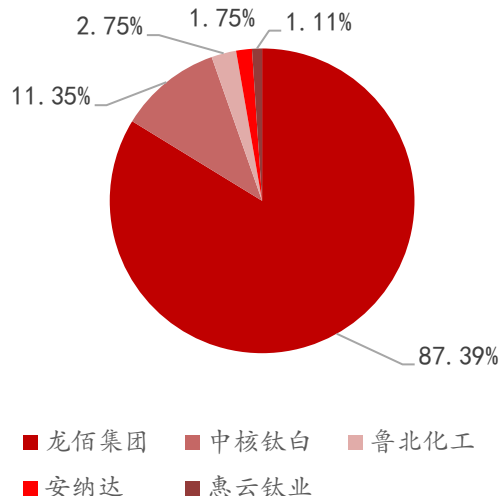
## ■ 钛白粉板块-业绩分析与总结

- 根据iFinD，6家钛白粉企业2023年营业收入总额增速为3.65%；归母净利润增速为-10.20%。
- 从2023年收入贡献来看，龙佰集团营业收入为267.65亿元，营收占比最大，为62.63%；其次企业依次排序为鲁北化工/中核钛白/金浦钛业/安纳达/惠云钛业，分别占比11.69%/11.58%/5.30%/4.94%/3.87%。从增速来看，龙佰集团营收增速为11.00%，增速最快。
- 从2023年净利润贡献来看，龙佰集团归母净利润为32.26亿元，占比87.39%；其次贡献较大的企业是中核钛白/鲁北化工/安纳达/惠云钛业，分别占比11.35%/2.75%/1.75%/1.11%。从增速来看，鲁北化工归母净利润增速为214.87%，增速最快。

图表 2023年收入占比



图表 2023年归母净利润占比



图表 2023年收入和归母净利润增速速览

收入增速	全板块	增速 >50%	增速 >30%	增长	下跌
家数	3.65%	0	0	3	3
占比		0.00%	0.00%	50.00%	50.00%
归母净利润增速	全板块	增速 >50%	增速 >30%	增长	下跌
家数	-10.20%	2	2	2	4
占比		33.33%	33.33%	33.33%	66.67%

资料来源：iFinD、华安证券研究所

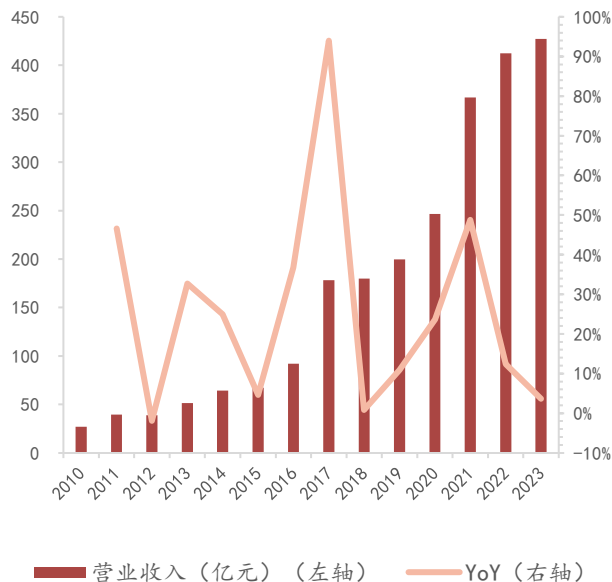
资料来源：iFinD、华安证券研究所

资料来源：iFinD、华安证券研究所

## ■ 钛白粉板块-业绩分析与总结

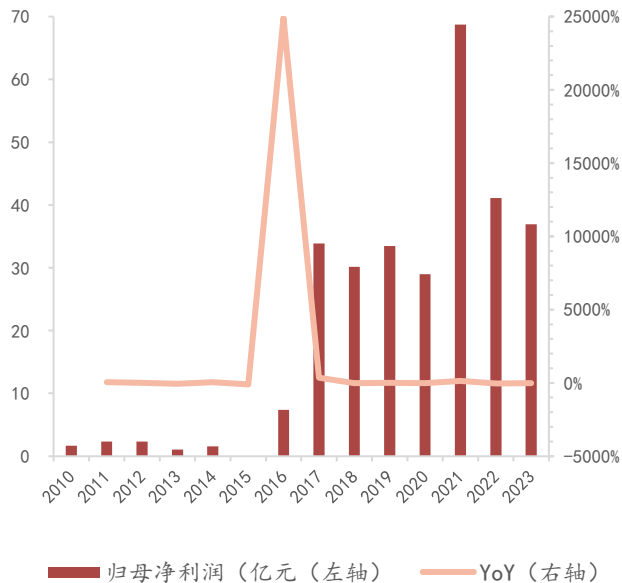
- 业绩端来看，钛白粉板块2023年营业收入为427.33亿元，+3.65%；归母净利润为36.92亿元，-10.20%；扣非归母净利润为34.73亿元，-11.89%；毛利率为20.75%，-3.11pct；净利率为8.80%，-1.99pct；

图表 2010-2023年营收及增速



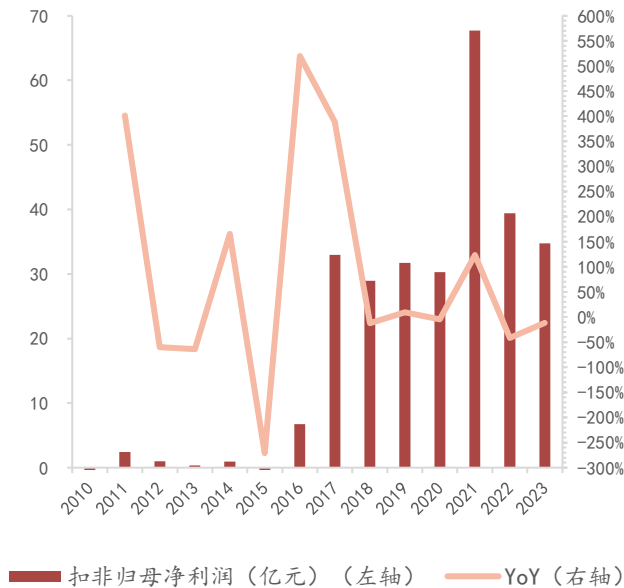
资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年归母净利润及增速



资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年扣非归母净利润及增速

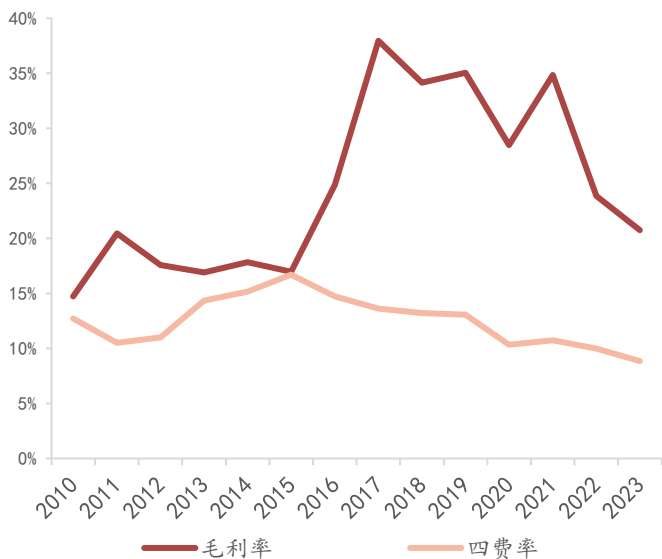


资料来源: iFinD、华安证券研究所

## ■ 钛白粉板块-业绩分析与总结

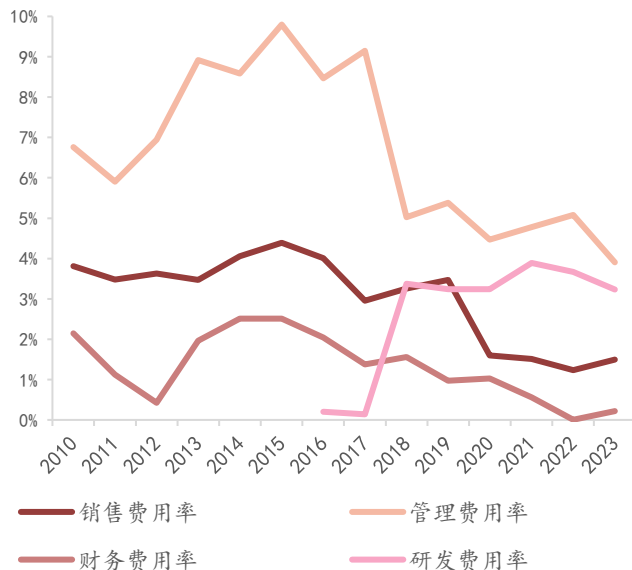
- 费用端来看，钛白粉板块2023年四费率为8.85%，-1.13pct；销售费用率为1.49%，+0.26pct；管理费用率为3.91%，-1.18pct；财务费用率为0.22%，+0.22pct；研发费用率为3.23%，-0.43%。

图表 2010-2023年毛利率与四费率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年期间费用率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年净利率变化趋势

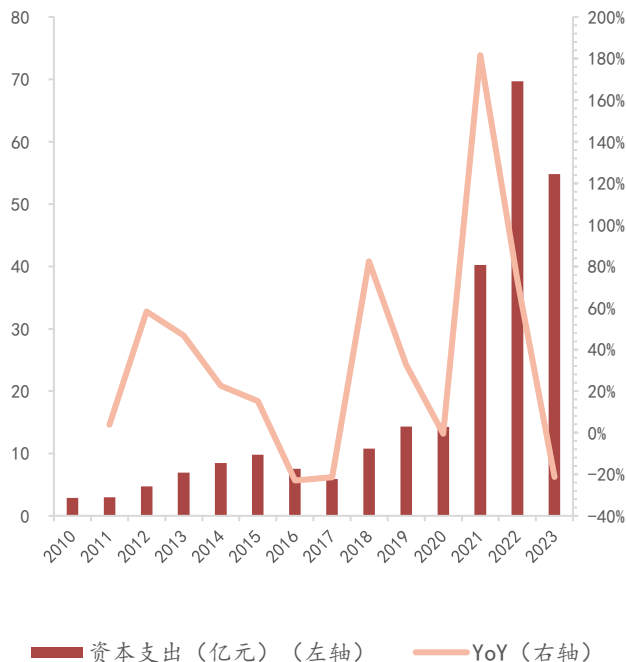


资料来源：iFinD、华安证券研究所

## ■ 钛白粉板块-业绩分析与总结

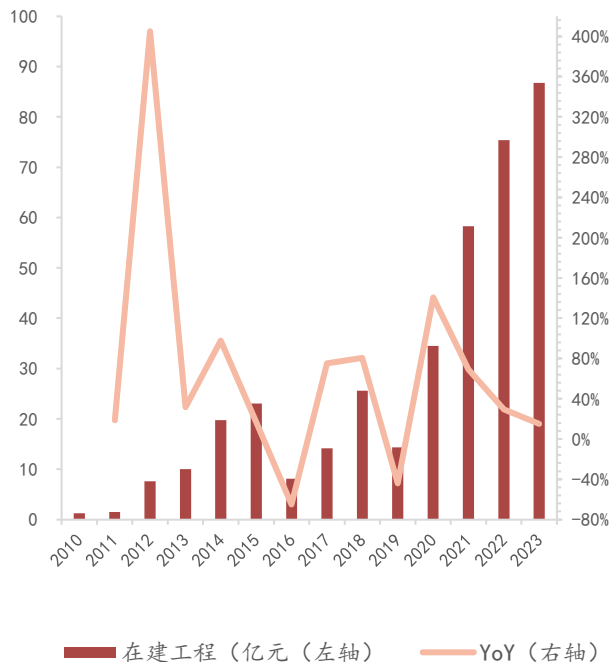
➤ 2023年，钛白粉板块的资本支出为54.84亿元，-21.34%；在建工程为86.75亿元，+15.05%；资产负债率为54.51%，-2.02%。

图表 2010-2023年资本支出及增速



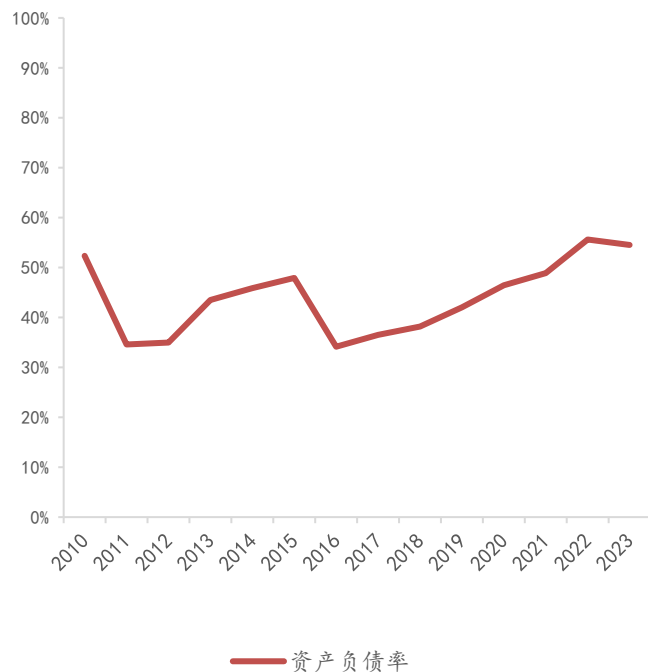
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年在建工程及增速



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年资产负债率变化



资料来源：iFinD、华安证券研究所



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

关注供需改善赛道的优质龙头、国产替代的新材料企业以及高分红的红利资产

03

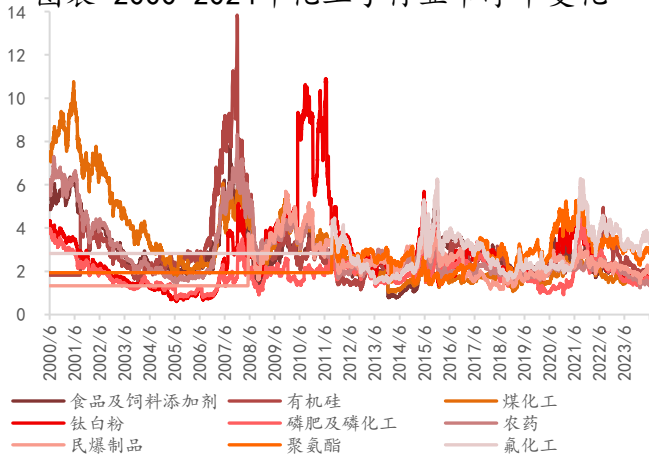




### 投资周期底部白马：供需格局改善，估值有望筑底回升

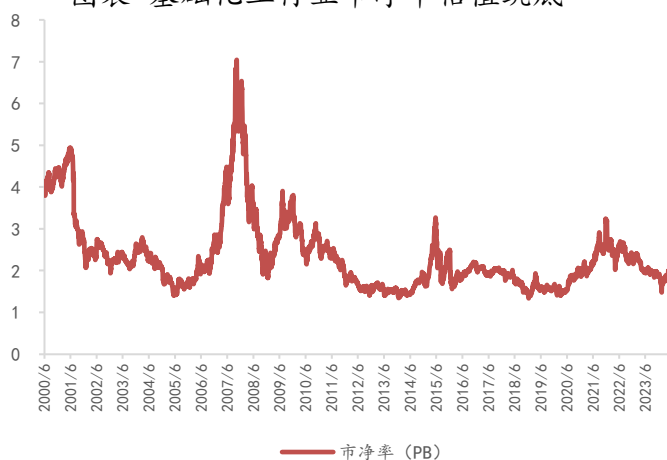
- 长期来看，化工板块被低估，估值正处于历史低位。自2023年以来，受全球经济下行以及行业产能持续扩张等多重因素影响，基础化工行业景气度有所下降，行业整体市净率水平处于低位。2024年6月21日，基础化工板块市净率估值为1.74，接近于2018年底部，市盈率分位数为27.24%，处于较低分位。
- 2024年，随着供需格局改善，底部白马迎来新增长。供给端，随着化工行业资本开支增速放缓，扩产热潮已明显减弱，行业盈利能力有望开始触底反弹。需求端，随着国家政策逐步发力，地产政策持续松绑，限购和信贷政策逐步放开，叠加新能源汽车出口量增长因素，化工品出海需求将实现进一步扩张；随着供需格局持续改善，氟化工、钛白粉、磷肥及磷化工等化工子行业景气度回暖，底部白马整体估值有望筑底回升。
- 随着供给侧改革的逐步深入，落后产能逐步退出市场，行业集中度得到提升，底部白马成长空间广阔。长期来看，在化工板块供给过剩的背景下，白马企业仍具备高成长性，通过持续的产能扩张来实现跨周期的成长；同时，产业链高度一体化带来显著成本优势，底部白马优势有望持续增强，迎来“量”与“价”的共同提升。

图表 2000-2024年化工子行业市净率变化



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 基础化工行业市净率估值筑底



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 基础化工行业市净率处于历史较低分位



资料来源：iFinD、华安证券研究所



### ■ 投资新材料：国产化替代崛起，“量”变推动“质”变

- 自2023年以来，我国持续出台了一系列支持新材料发展的相关政策，助力新材料行业高质量发展。双碳政策为新材料技术的研发、创新提供支持，鼓励了新材料市场需求的扩张，有助于促进产业链的完善与发展；同时，2024年“十四五”政府工作报告首次强调生物制造行业的发展，有望推动新材料发展潜力充分释放。
- 新材料企业研发投入持续提升，产能扩张持续推进，增长潜力不断积累。其中，凯赛生物50万吨生物基戊二胺及90万吨生物基聚酰胺项目在建中，建成后将形成百万吨生物基新材料产能；华恒生物5万吨PDO、5万吨丁二酸、5万吨苹果酸产能正在建中，助力打造“氨基酸+微生物+新材料”多元产品矩阵；国瓷材料规划逐步扩张氧化铝产能至3万吨、勃姆石产能至10万吨，持续深化业务矩阵切入新能源赛道；2024年5月28日，百龙创园3万吨可溶性膳食纤维、1.5万吨结晶糖新增产能已公告全面投产，未来盈利能力和竞争力均有望增强。

图表 新材料企业产能情况

公司	现有产能	新增产能
凯赛生物	生物法长链二元酸11.5万吨，戊二胺5万吨/年，乌苏材料10万吨生物基聚酰胺，乌苏技术2万吨生物基长链聚酰胺	50万吨生物基戊二胺及90万吨生物基聚酰胺项目在建。
华恒生物	L-丙氨酸2.8万吨，DL-丙氨酸2500吨，β-丙氨酸2000吨，生物基1,3-PDO产能5万吨	在建5万吨PDO产能、5万吨丁二酸、5万吨苹果酸。
美瑞新材	TPU产能9万吨。	特种异氰酸酯在建产能12万吨，其中包含HDI产线10万吨及CHDI/PPDI产线2万吨。10万吨弹性体新增产能已处于试生产阶段。
国瓷材料	MLCC产能1万吨，纳米级复合氧化锆粉体3500吨，勃姆石2.5万吨，氧化铝1.5万吨	氧化铝产能规划扩充至3万吨，勃姆石产能规划扩充至10万吨。
百龙创园	甜味剂（阿洛酮糖）4167吨，20000吨功能糖干燥项目（8000吨低聚果糖、5000吨抗性糊精、7000吨聚葡萄糖）	3万吨可溶性膳食纤维、1.5万吨结晶糖新增产能于5月公告投产。
凯盛新材	PEKK产能1000吨，氯化亚砷15万吨，对苯二甲酰氯3.2万吨，对硝基苯甲酰氯4000吨，氯醚6000吨	2万吨对苯二甲酰氯项目在建。
中研股份	PEEK产能1000吨。	在建PEEK项目二期，产能5000吨。

资料来源：公司年报、公司公告、华安证券研究所

## ■ 投资高分红的红利资产：关注高股息及高ROE标的，业绩表现稳定且韧性强劲

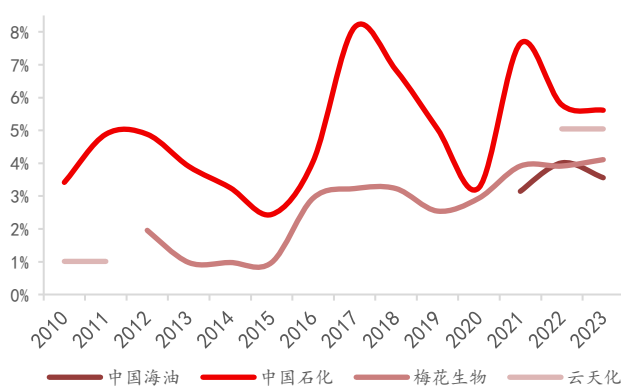
- 从整体趋势来看，目前化工板块行业景气度处于低位，具备高ROE和高股息率的标的将展现更显著的竞争优势。
- 根据iFinD，以当年12月31日收盘股价计算，2023年中国海油、中国石化、梅花生物、云天化的股息率分别为3.81%/5.45%/4.11%/5.01%，ROE分别为19.60%/7.60%/22.98%/25.76%，基础化工行业的平均ROE为6.74%。
- 高分红标的具有业绩稳定性及经营韧性优势。2024年Q1，受益于海上油气开发的高景气度，中国海油业绩保持稳健增长，实现营业收入1114.68亿元，同比增长14.08%；实现净利润397.26亿元，同比增长23.72%，盈利能力强劲；发展趋势保持上行，有望持续推动ROE上升；中国石化实现营业收入7899.67亿元，同比下降0.17%；实现净利润213.60亿元，同比下降6.58%，整体业绩较稳定；梅花生物实现营业收入64.87亿元，同比下降6.67%；实现净利润7.52亿元，同比下降6.13%；云天化实现营业收入138.57亿元，同比下降12.77%；实现净利润17.04%，同比下降10.47%。在整体市场产品下跌的环境下，梅花生物和云天化Q1业绩出现小幅下滑，但整体盈利表现仍为稳定，业绩保持较好稳定性及强韧性。

图表 基础化工板块股息率



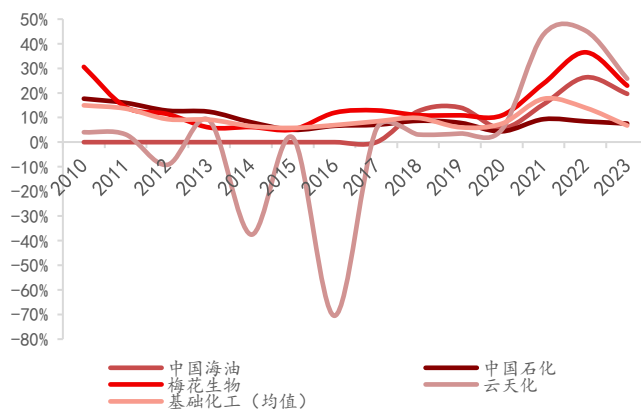
资料来源：iFinD、华安证券研究所  
 注：股息率截止时间是2024.06.22

图表 高分红标的股息率



资料来源：iFinD、华安证券研究所  
 注：年度股息率均以当年12月31日收盘股价计算，股息率均为A股数据

图表 基础化工及高分红标的ROE



资料来源：iFinD、华安证券研究所



## ■ 风险提示

- 1、化工品价格大幅波动风险；
- 2、行业及监管政策变化风险；
- 3、不可抗力及安全生产风险；
- 4、全球局部地区冲突加剧的风险；
- 5、国家与地区贸易争端的风险；
- 6、宏观经济大幅下滑的风险。



## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

- 增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上
- 无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。



谢谢！