

基础化工

证券研究报告
2024年11月21日

24Q3 盈利同环比下降、大幅资本开支步入尾声

投资评级

行业评级

上次评级

中性(维持评级)

中性

作者

唐婕

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519070001
tje@tfzq.com

张峰

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

郭建奇

分析师

SAC 执业证书编号: S1110522110002
guojianqi@tfzq.com

邢颜凝

分析师

SAC 执业证书编号: S1110523070006
xingyaning@tfzq.com

杨滨钰

分析师

SAC 执业证书编号: S1110524070008
yangbinyu@tfzq.com

2024 年前三季度营收同比微增，利润承压同比下滑

2024 年前三季度基础化工行业上市公司（根据申万 2021 一级分类基础化工行业上市公司合计 397 家）共实现营业收入 15939 亿元，同比增长 1.5%，实现营业利润 1149 亿元，同比减少 5.4%，实现归属上市公司股东的净利润 904 亿元，同比减少 6.6%。行业整体综合毛利率为 16.3%，同比下降 0.3pcts；期间费用率为 9.1%，同比增加 0.4pcts。行业整体净利率为 6.0%，同比下降 0.6pcts。

从价格指数上看，CCPI 2024 年初至今（截至 11 月 5 日）CCPI 跌幅为 5.4%。24 年前三季度 CCPI 均值为 4625 点，同比下降 0.9%；其中第三季度 CCPI 均值为 4539 点，同比下降 3.1%，环比下降 4.1%。

2024 年第三季度营收同比持平，净利润同环比减少

2024 年第三季度单季度基础化工行业全体上市公司共实现营业收入 5460 亿元，同比增长 1.1%、环比减少 2.4%；实现营业利润 333 亿元，同比减少 14.9%、环比减少 25.5%；实现归属母公司所有者净利润为 265 亿元，同比减少 12.6%、环比减少 23.7%；实现净利率 5.1%，同比下降 0.9pcts、环比下降 1.4pcts，期间费用率为 9.5%，同比增加 0.4pcts、环比增加 0.8pcts。

2024 年 Q318 个子行业营业收入同比增长，其中涨幅居前的子行业为氟化工、其他橡胶制品、其他化学原料，同比增速均在 15%以上；而钾肥、非金属材料、氯碱等子行业收入同比下滑较多。2024 年第三季度 14 个子行业归母净利润同比增长，其中涨幅居前的子行业为纺织化学制品、氯碱和复合肥，同比增速超过 100%，此外，氯碱行业 24Q2 同比扭亏为盈；而粘胶、农药（24Q3 同比转亏）、非金属材料、其他化学纤维、涤纶、其他塑料制品和锦纶等子行业同比增速下滑超过 60%。

24Q3 在建工程增速环比小幅回升，大幅资本开支逐步进入尾声

2022Q4 在建工程同比增速达到自 2012Q3 以来的最高点，化工行业处在新一轮资本开支密集期。增速在 23Q1 见顶开始回落，到 24Q2 增速已回落至 18 年 Q3 水平，24Q3 增速环比回升。具体地，该季度基础化工行业全体/样本上市公司在建工程同比增速为 9.3%/3.0%，同比-18.3/-13.6pcts，环比+7.1/+10.4pcts。基础化工行业固定资产增速在 23Q4 出现拐点，且增速在 24Q3 维持环比下降趋势。2024 年三季度期末，基础化工行业全体/样本上市公司固定资产总额分别为 11834/8986 亿元，同比分别增长 17.0%/15.3%，增速较 24Q2 分别下降 0.8/0.6pcts。同期，在建工程总额分别为 4091/2643 亿元，同比分别增长 9.3%/3.0%，增速环比较 24Q2 有所提升。

投资建议：国内化工在建增速 23 年 Q1 见顶、于 24Q2 已经回落至零值附近，阶段性在建已经达峰。预期新增产能投放的压力是抑制化工板块的盈利预期的主要因素，后续我们需要观察需求端修复与供给端产能释放节奏的匹配情况对盈利端的影响。另一方面，我们也观察到产能供给结构经过多年优化逐步有序，龙头及领先企业的产能竞争优势扩大，因此我们从硬资产和景气两条主线推荐：

- ① 聚焦高质量发展的“硬资产”：**重点推荐：万华化学、扬农化工，建议关注：云天化、龙佰集团**
- ② 景气角度：（1）景气修复中找结构性机会：需求韧性强且有望逐步迎来景气修复的农化、轮胎板块**重点推荐：扬农化工，建议关注磷肥相关标的：云天化、川恒股份。**轮胎板块**建议关注：赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎、通用股份。**（2）制冷剂：下游家电排产状况良好，产品价格维持上行趋势、供给配额制约约束性强；**建议关注：巨化股份。**（3）OLED 材料：迎应用范围扩大、国产化率提升、单屏材料用量提升等多重增长；**重点推荐：莱特光电、万润股份、瑞联新材，建议关注：奥来德。**（4）代糖行业仍然以 10%+的增速在增长，三氯供需稳定，双寡头竞争成长性行业，容易形成默契，有较大弹性。**重点推荐：金禾实业。**

风险提示：原油等原料价格大幅波动风险；产能大幅扩张风险；安全生产与环保风险；化工品需求不及预期

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《基础化工-行业研究周报:美国作出香兰素反补贴初裁，叶酸、硫磺价格上涨》 2024-11-18
- 2 《基础化工-行业专题研究:24Q3 持仓配置环比小幅回落，细分龙头重仓比例持续提升》 2024-11-18
- 3 《基础化工-行业研究周报:工信部发文明确新型储能制造业聚焦领域，三氯蔗糖、维生素价格上涨》 2024-11-11

内容目录

1. 2024 年前三季度营收同比微增，利润同比下滑.....	4
2. 2024 年第三季度营收同比持平，净利润同、环比减少.....	11
2.1. 营业收入同比持平，净利润同、环比减少.....	11
2.2. 24Q3 毛利率、净利率同环比下降.....	14
2.3. 资产负债率环比提升，半数子行业经营性现金流同比增加.....	17
2.4. 在建工程增速环比小幅回升，大幅资本开支逐步进入尾声.....	19
3. 投资观点及建议.....	23
4. 风险提示.....	23

图表目录

图 1：基础化工行业累计收入及同比增速.....	4
图 2：基础化工行业累计归母净利润及同比增速.....	4
图 3：基础化工行业毛利率及净利率.....	4
图 4：基础化工行业期间费用率情况.....	4
图 5：基础化工各子行业 2024 年前三季度研发费用及研发费用率.....	5
图 6：基础化工行业（样本）累计收入及同比增速.....	6
图 7：基础化工行业（样本）累计归母净利润及同比增速.....	6
图 8：基础化工行业（样本）毛利率及净利率.....	6
图 9：基础化工行业（样本）期间费用率情况.....	6
图 10：基础化工各子行业（样本）2024 年前三季度研发费用及研发费用率.....	6
图 11：基础化工各子行业 2024 年前三季度收入同比增速及毛利率全景图.....	9
图 12：我国化工产品价格指数（CCPI）走势.....	9
图 13：化工产品价格历史分位.....	10
图 14：化工产品价格及对应价差历史分位.....	10
图 15：基础化工各子行业 2024 年第三季度收入同比增速及毛利率全景图.....	11
图 16：基础化工行业单季度收入及同比增速.....	12
图 17：基础化工行业（样本）单季度收入及同比增速.....	12
图 18：基础化工行业单季度归母净利润及同比增速.....	12
图 19：基础化工行业（样本）单季度归母净利润及同比增速.....	12
图 20：基础化工各子行业 2024 年第三季度营业收入及同比.....	14
图 21：基础化工各子行业 2024 年第三季度归母净利润及同比.....	14
图 22：基础化工行业单季度毛利率、净利率.....	14
图 23：基础化工行业（样本）单季度毛利率、净利率.....	14
图 24：基础化工各子行业 2024 年第三季度毛利率同比变动情况.....	15
图 25：基础化工行业单季度费用率.....	15
图 26：基础化工行业（样本）单季度费用率.....	15
图 27：基础化工各子行业 2024 年第三季度期间费用率.....	16

图 28: 基础化工各子行业 2024 年第三季度研发费用及研发费用率	16
图 29: 基础化工行业资产负债率	17
图 30: 基础化工行业 (样本) 资产负债率	17
图 31: 基础化工各子行业 2024 年第三季度末资产负债率	17
图 32: 基础化工行业应收账款及票据占流动资产比重	18
图 33: 基础化工 (样本) 应收账款及票据占流动资产比重	18
图 34: 基础化工行业存货占流动资产比重	18
图 35: 基础化工行业 (样本) 存货占流动资产比重	18
图 36: 基础化工行业存货同比增速	18
图 37: 基础化工行业 (样本) 存货同比增速	18
图 38: 基础化工行业单季度经营性现金流净额	19
图 39: 基础化工行业 (样本) 单季度经营性现金流净额	19
图 40: 基础化工各子行业 (样本) 2024 年第三季度经营性现金流及同比	19
图 41: 基础化工行业在建工程及同比增速	20
图 42: 基础化工行业 (样本) 在建工程及同比增速	20
图 43: 基础化工行业固定资产及同比增速	20
图 44: 基础化工行业 (样本) 固定资产及同比增速	20
图 45: 基础化工行业固定资产投资完成额累计同比	20
图 46: 头部化工企业固定资产同比增速	20
图 47: 基础化工行业固定资产及在建工程总资产占比	20
图 48: 基础化工行业 (样本) 固定资产及在建工程总资产占比	20
图 49: 基础化工各子行业 2024 年第三季度在建工程同比增加额	21
图 50: 基础化工行业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (单季度) ..	21
图 51: 基础化工行业 (样本) 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (单季	21
度)	21
图 52: 2011Q4 与 2024Q3 基础化工行业上市公司在建工程数额对比	22
图 53: 2011Q4 与 2024Q3 基础化工行业上市公司在建工程/总资产的占比对比	22
图 54: 2011Q4 与 2024Q3 基础化工行业上市公司在建工程/固定资产比例对比	22
表 1: 基础化工行业 (样本) 财务数据	5
表 2: 基础化工各子行业 2024 年前三季度财务数据 (单位: 亿元)	7
表 3: 基础化工各子行业 2024 年前三季度财务指标	8
表 4: 基础化工行业 (样本) 财务数据	11
表 5: 基础化工各子行业 2024 年第三季度营业收入及归母净利润情况 (单位: 亿元) ..	13

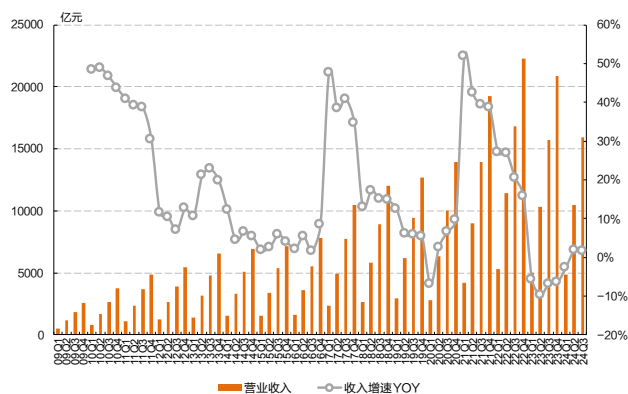
1. 2024 年前三季度营收同比微增，利润同比下滑

2024 年前三季度基础化工行业上市公司（根据申万 2021 一级分类基础化工行业上市公司合计 397 家）共实现营业收入 15939 亿元，同比增长 1.5%，实现营业利润 1149 亿元，同比减少 5.4%，实现归属上市公司股东的净利润 904 亿元，同比减少 6.6%。

行业整体综合毛利率为 16.3%，同比下降 0.3pcts；期间费用率为 9.1%，同比增加 0.4pcts。行业整体净利润率为 6.0%，同比下降 0.6pcts。

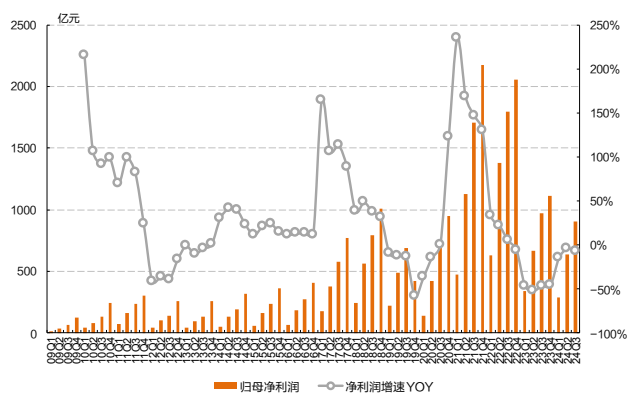
研发费用方面，2024 年前三季度平均每家上市公司的研发费用较高的子行业为聚氨酯、煤化工、氨纶、氟化工和氮肥，平均研发投入均在 2.0 亿元以上；研发费用率较高的子行业为其他化学纤维、膜材料、涂料和合成树脂，研发费用率均在 4.5% 以上。

图 1：基础化工行业累计收入及同比增速



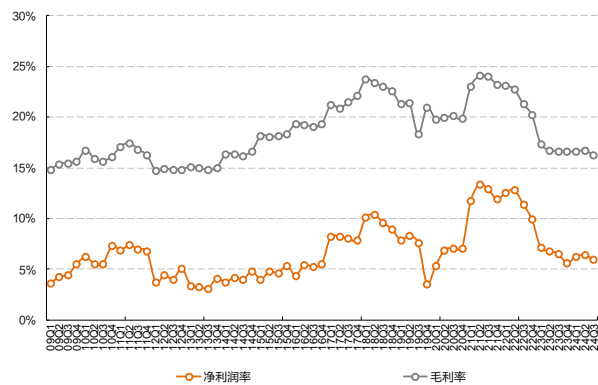
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：基础化工行业累计归母净利润及同比增速



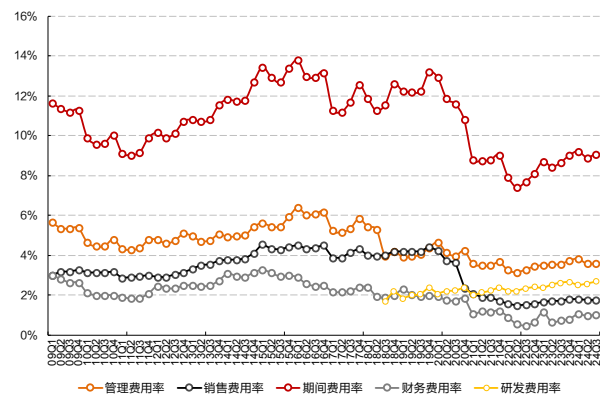
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：基础化工行业毛利率及净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

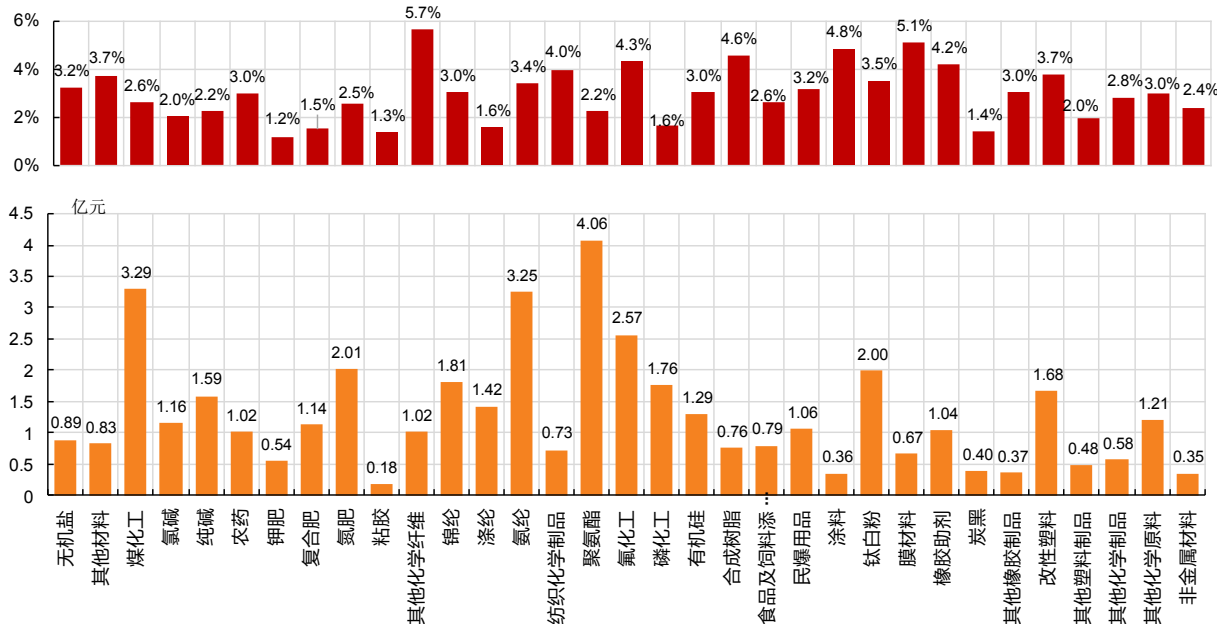
图 4：基础化工行业期间费用率情况



注：20Q4 销售费用下降较多，系会计准则调整所致

资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：基础化工各子行业 2024 年前三季度研发费用及研发费用率



注：上图为研发费用率，下图为平均每家上市公司的研发费用

资料来源：wind，天风证券研究所

考虑到行业运行情况可比性角度，且近两年来上市公司较多，我们选取 201 家 2017 年 1 月 1 日以前上市且具有连续可比口径财务数据的基础化工企业作为统计样本（即 2016 年后数据均可比），下文关于子行业数据分析皆基于此样本数据（标注“样本”）。

2024 年前三季度样本上市公司合计实现营业收入 11805 亿元，同比减少 0.2%，实现营业利润 860 亿元，同比减少 6.2%；实现归属母公司所有者净利润为 666 亿元，同比减少 7.0%。整体综合毛利率为 16.3%，同比下降 0.4pcts；期间费用率为 9.1%，同比增加 0.4pcts。行业整体净利率为 6.0%，同比下降 0.5pcts。

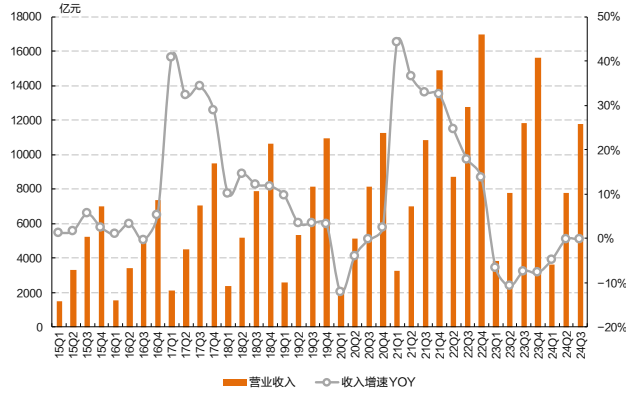
研发费用方面，2024 年前三季度平均每家上市公司的研发费用较高的子行业为聚氨酯、氟化工、改性塑料、其他化学纤维和氨纶，平均研发投入均在 3.0 亿元以上；研发费用率较高的子行业为非金属材料、其他材料和其他化学纤维，研发费用率均在 5.5% 以上。

表 1：基础化工行业（样本）财务数据

单位：亿元	前三季度					同比增速			
	2020	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
营业收入	8147	10840	12775	11834	11805	33.1%	17.8%	-7.4%	-0.2%
营业成本	6587	8205	10016	9858	9877	24.6%	22.1%	-1.6%	0.2%
毛利	1560	2636	2758	1976	1927	68.9%	4.7%	-28.4%	-2.5%
期间费用	960	968	999	1034	1078	0.8%	3.2%	3.5%	4.2%
归母净利润	463	1308	1360	717	666	182.3%	4.0%	-47.3%	-7.0%
毛利率	19.1%	24.3%	21.6%	16.7%	16.3%	5.2pcts	-2.7pcts	-4.9pcts	-0.4pcts
期间费用率	11.8%	8.9%	7.8%	8.7%	9.1%	-2.9pcts	-1.1pcts	0.9pcts	0.4pcts
净利率	5.9%	13.0%	11.6%	6.6%	6.0%	7.0pcts	-1.4pcts	-5.0pcts	-0.5pcts
经营性现金流	827	1248	1562	1122	1080	51.0%	25.1%	-28.2%	-3.8%
固定资产	5838	6294	6762	7792	8986	7.8%	7.4%	15.2%	15.3%
在建工程	1471	1634	2200	2566	2643	11.1%	34.6%	16.6%	3.0%
资产负债率	50.9%	48.8%	49.2%	49.1%	50.0%	-2.0pcts	0.4pcts	-0.2pcts	0.9pcts

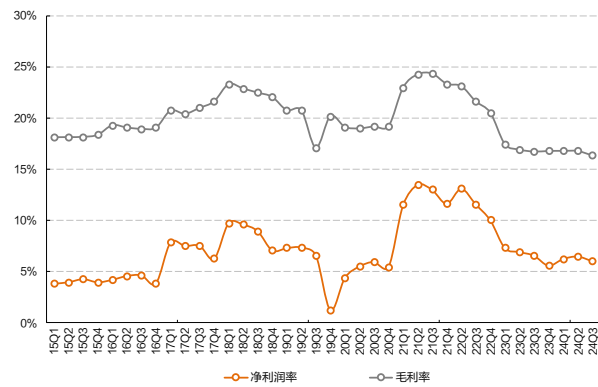
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：基础化工行业（样本）累计收入及同比增速



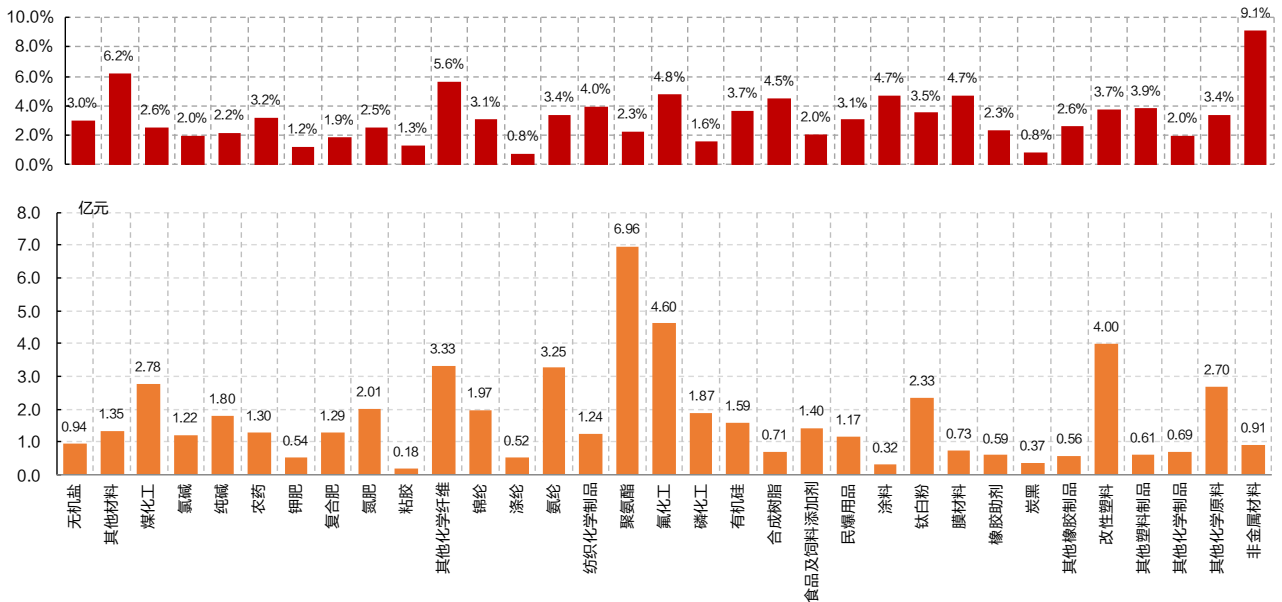
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：基础化工行业（样本）毛利率及净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

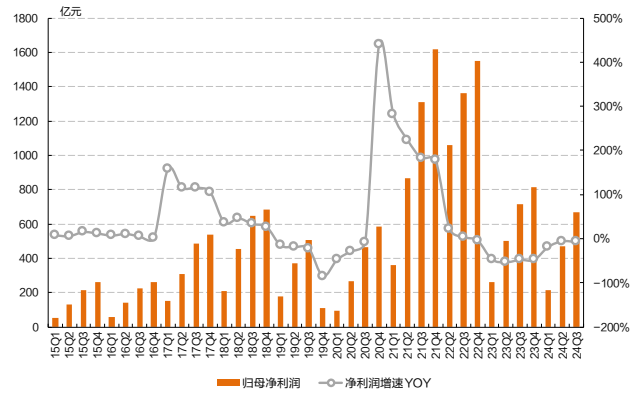
图 10：基础化工各子行业（样本）2024 年前三季度研发费用及研发费用率



注：上图为研发费用率，下图为平均每家上市公司的研发费用

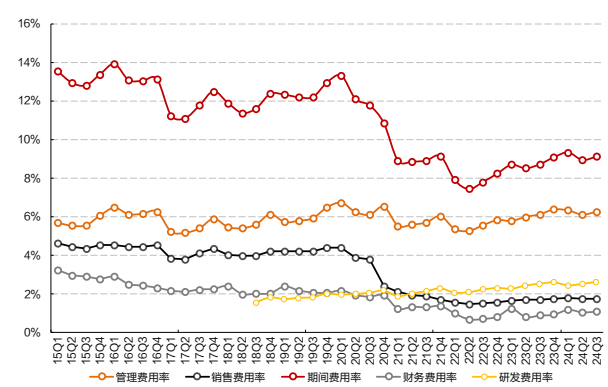
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：基础化工行业（样本）累计归母净利润及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：基础化工行业（样本）期间费用率情况



注：2024Q 以来销售费用下降较多，系会计准则调整所致

资料来源：wind，天风证券研究所

从我们筛选的 33 个子行业数据看，

- 21 个子行业收入同比增长，其中涨幅居前的为其他橡胶制品、锦纶、氟化工、煤化工、改性塑料、聚氨酯和其他塑料制品，营业收入同比增长在 10%以上；
- 17 个子行业毛利率同比提升，其中涨幅居前的为纺织化学制品、氯碱、涂料和炭黑，毛利率同比分别提升 4.8/2.8/2.3/2.3pcts；
- 19 个子行业归母净利润同比增长，其中涨幅居前的为氯碱、炭黑、纺织化学制品、涂料、锦纶和其他材料，归母净利润同比增速均超过 50%；其中，氯碱、炭黑和纺织化学制品行业中的上市公司在 24 年前三季度实现同比扭亏为盈或亏损规模缩小，故子行业归母净利润同比增速较高。

表 2：基础化工各子行业 2024 年前三季度财务数据（单位：亿元）

子行业		营业收入	YOY	营业利润	YOY	归母净利润	YOY
无机盐	无机盐	275.61	-6.8%	34.34	-13.4%	27.75	1.3%
其他材料	其他材料	111.17	5.3%	1.96	112.7%	2.16	59.5%
煤化工	煤化工	1003.74	11.1%	100.22	36.9%	75.11	40.0%
两碱	氯碱	937.40	-15.5%	31.56	459.8%	24.52	918.2%
	纯碱	354.95	-0.9%	47.83	-3.2%	30.57	-8.2%
农用化工	农药	1026.68	-3.9%	30.41	-55.5%	18.54	-66.0%
	钾肥	183.66	-28.2%	72.91	-42.8%	59.94	-40.5%
	复合肥	601.59	-0.7%	37.54	39.4%	31.78	41.0%
	氮肥	554.34	2.2%	48.95	17.0%	37.31	9.3%
化纤	粘胶	40.78	5.1%	-0.20	-	-0.58	-
	其他化学纤维	89.79	-17.1%	3.81	-71.3%	3.24	-72.2%
	锦纶	179.54	13.4%	4.07	41.4%	2.47	75.8%
	涤纶	800.96	8.0%	10.81	-32.6%	10.75	-26.8%
	氨纶	288.53	2.7%	26.80	4.9%	23.65	6.0%
纺织化学制品	纺织化学制品	237.27	-0.9%	26.83	98.9%	19.73	103.3%
聚氨酯	聚氨酯	1632.81	10.8%	151.14	-7.2%	115.99	-13.1%
氟化工	氟化工	476.05	13.1%	36.45	31.1%	29.59	23.0%
磷化工	磷化工	974.83	-4.5%	96.10	13.3%	71.59	16.0%
有机硅	有机硅	466.76	1.5%	35.51	-20.7%	26.70	-21.2%
合成树脂	合成树脂	167.51	9.0%	17.46	10.6%	15.42	11.0%
食品及饲料添加剂	食品及饲料添加剂	669.70	2.1%	71.17	12.1%	58.50	9.9%
民爆用品	民爆用品	402.54	-1.8%	45.43	-3.3%	31.13	-7.3%
涂料	涂料	103.33	3.9%	7.04	85.2%	5.68	77.0%
钛白粉	钛白粉	343.34	6.7%	40.17	26.7%	32.47	28.0%
膜材料	膜材料	222.45	-0.3%	2.10	-78.6%	2.62	-69.5%
橡胶	橡胶助剂	49.60	2.8%	6.10	-11.9%	6.24	2.3%
	炭黑	172.15	5.2%	8.84	111.2%	7.52	116.5%
其他橡胶制品	其他橡胶制品	122.39	18.0%	6.45	-21.2%	5.12	-26.4%
塑料	改性塑料	848.89	11.0%	21.15	-16.9%	19.97	1.3%
	其他塑料制品	504.79	10.1%	12.17	-48.4%	10.58	-46.7%
其他化学制品	其他化学制品	1423.75	0.7%	55.45	-0.5%	49.33	-2.2%
其他化学原料	其他化学原料	522.86	7.6%	41.10	1.6%	35.59	2.5%
非金属材料	非金属材料	149.00	-29.7%	15.84	-70.1%	12.26	-73.3%

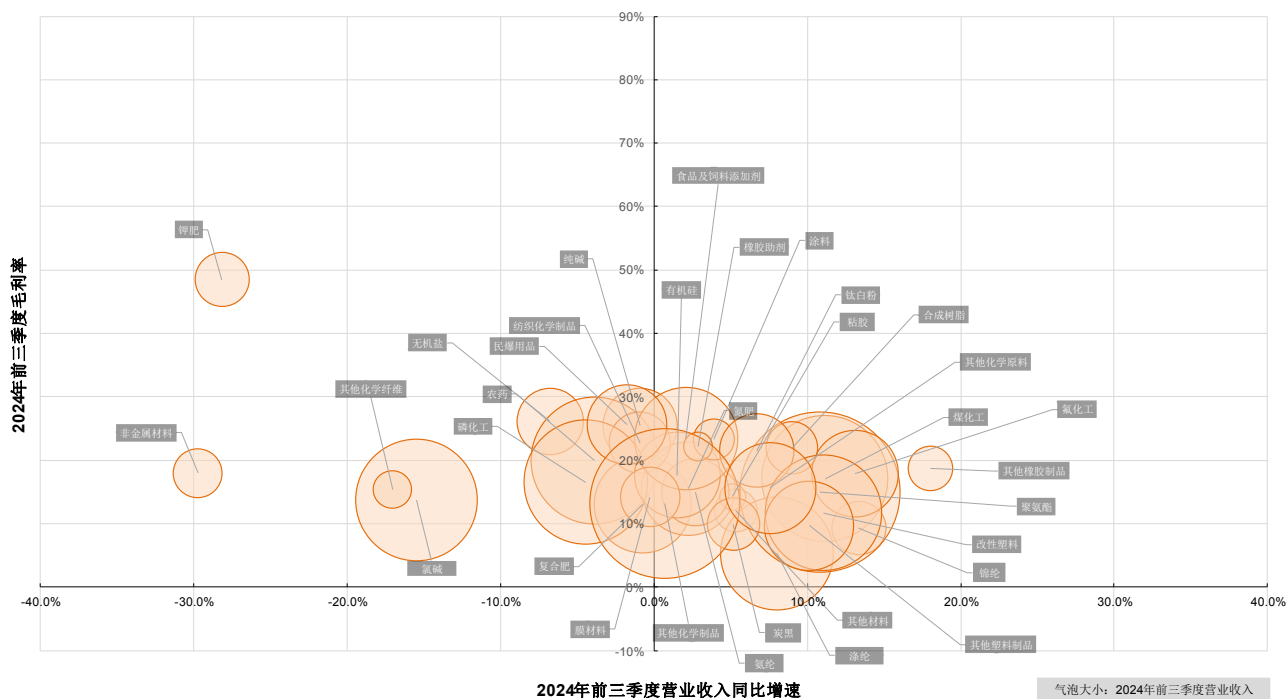
资料来源：Wind，天风证券研究所；注：“-”表示本期（24 年前三季度）或者去年同期（23 年前三季度）营业利润、归母净利润为负值

表 3：基础化工各子行业 2024 年前三季度财务指标

子行业		毛利率	YOY	期间费用率	YOY	净利率	YOY
无机盐	无机盐	26%	-0.9pcts	13%	0.8pcts	11%	0.1pcts
其他材料	其他材料	12%	0.9pcts	11%	1.2pcts	2%	0.3pcts
煤化工	煤化工	17%	2.5pcts	7%	0.6pcts	8%	1.4pcts
两碱	氯碱	14%	3.2pcts	10%	0.6pcts	3%	2.8pcts
	纯碱	25%	0.1pcts	11%	-0.1pcts	12%	0.5pcts
农用化工	农药	20%	-2.3pcts	16%	2.1pcts	2%	-3.4pcts
	钾肥	48%	-7.9pcts	9%	2.6pcts	34%	-11.1pcts
	复合肥	13%	1.1pcts	7%	0.5pcts	5%	1.6pcts
	氮肥	16%	0.9pcts	7%	0.2pcts	7%	1.0pcts
化纤	粘胶	14%	0.8pcts	12%	0.4pcts	-1%	-1.9pcts
	其他化学纤维	15%	-5.4pcts	12%	2.9pcts	3%	-7.3pcts
	锦纶	9%	-0.2pcts	7%	-0.6pcts	2%	0.4pcts
	涤纶	5%	-0.6pcts	4%	0.1pcts	1%	-0.6pcts
	氨纶	15%	-0.5pcts	6%	-0.2pcts	8%	-0.1pcts
纺织化学制品	纺织化学制品	23%	1.8pcts	13%	-0.6pcts	9%	4.8pcts
聚氨酯	聚氨酯	15%	-1.5pcts	6%	0.3pcts	8%	-2.0pcts
氟化工	氟化工	18%	0.9pcts	12%	0.6pcts	7%	0.5pcts
磷化工	磷化工	17%	2.3pcts	6%	0.5pcts	8%	1.2pcts
有机硅	有机硅	18%	-0.6pcts	9%	0.3pcts	6%	-1.7pcts
合成树脂	合成树脂	22%	0.3pcts	11%	0.4pcts	9%	0.2pcts
食品及饲料添加剂	食品及饲料添加剂	23%	2.5pcts	11%	0.9pcts	9%	0.6pcts
民爆用品	民爆用品	26%	0.3pcts	15%	1.0pcts	9%	-0.4pcts
涂料	涂料	23%	2.3pcts	17%	0.0pcts	6%	2.3pcts
钛白粉	钛白粉	22%	1.1pcts	9%	-0.8pcts	10%	1.2pcts
膜材料	膜材料	14%	-2.7pcts	13%	-0.3pcts	1%	-2.9pcts
橡胶	橡胶助剂	22%	-1.5pcts	14%	1.2pcts	13%	0.3pcts
	炭黑	10%	2.7pcts	5%	0.3pcts	4%	2.3pcts
其他橡胶制品	其他橡胶制品	19%	-3.7pcts	13%	-1.3pcts	4%	-2.4pcts
塑料	改性塑料	12%	-1.5pcts	9%	0.0pcts	2%	-0.7pcts
	其他塑料制品	10%	-2.0pcts	7%	0.1pcts	2%	-2.3pcts
其他化学制品	其他化学制品	13%	-0.1pcts	10%	0.3pcts	3%	-0.2pcts
其他化学原料	其他化学原料	16%	0.7pcts	7%	0.8pcts	7%	-0.5pcts
非金属材料	非金属材料	18%	-14.3pcts	8%	2.5pcts	9%	-12.1pcts

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：基础化工各子行业 2024 年前三季度收入同比增速及毛利率全景图



资料来源：wind，天风证券研究所

从价格指数上看，CCPI 2024 年初至今(截至 11 月 5 日)CCPI 跌幅为 5.4%。24 年一季度，CCPI 小幅震荡回升，CCPI 从 23/12/14 的 4579 点小幅回升，到 24/5/31 回升至 4836 点，反弹幅度约 5.6%；到 9 月 CCPI 回落至 4351 点(24/9/25)，10 月初小幅反弹 3%后再次回落至 4373 点(24/11/5)。24 年前三季度 CCPI 均值为 4625 点，同比下降 0.9%；其中第三季度 CCPI 均值为 4539 点，同比下降 3.1%，环比下降 4.1%。

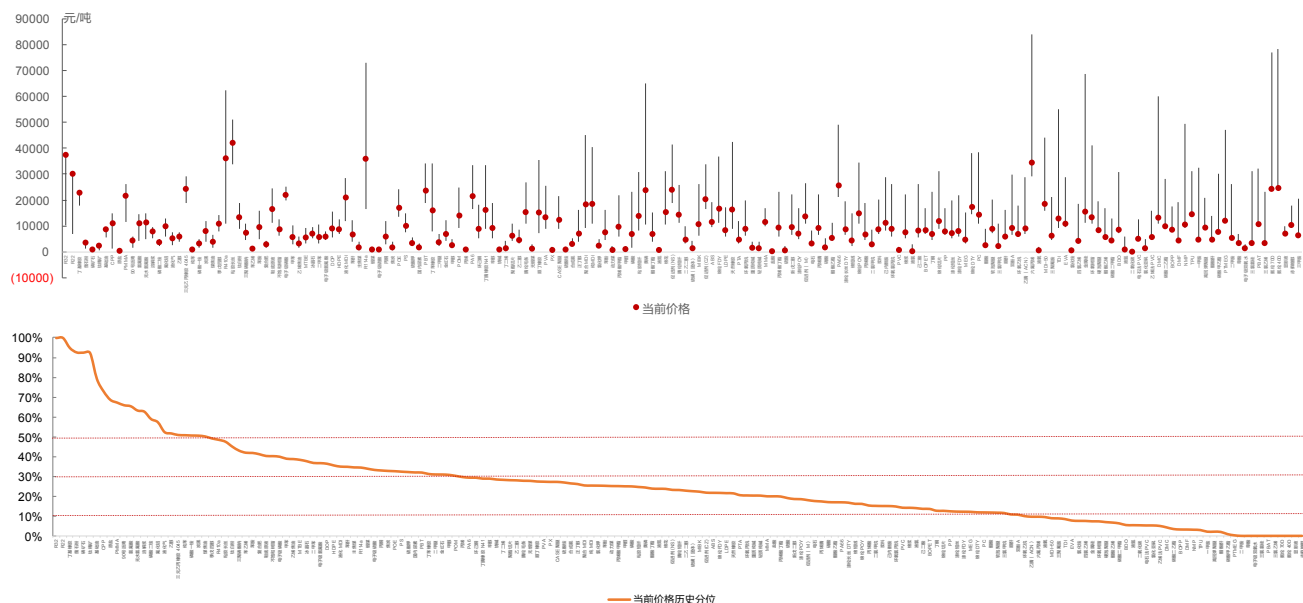
图 12：我国化工产品价格指数 (CCPI) 走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

我们统计了 187 种化工品的价格及历史分位，截至 2024/11/1，化工品价格位于历史分位在 30%以下的共有 126 种，占比 67.4%；位于历史分位 30-50%的共有 37 种，占比 19.8%，位于历史分位 50%以上的共有 24 种，占比 12.8%。

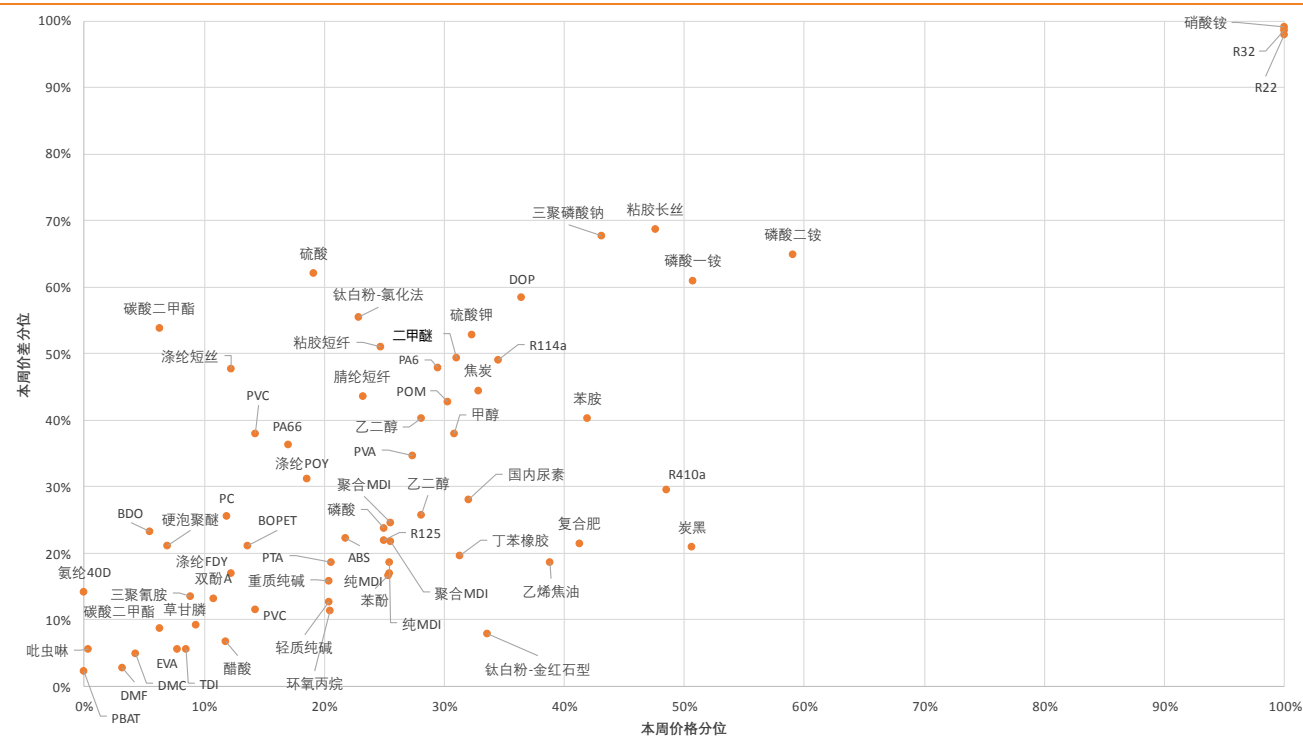
图 13：化工产品价格历史分位



资料来源：Wind、百川盈孚、隆众资讯、中农立华、中纤网，天风证券研究所 注：截至 2024/11/1

从散点图上看，截至 24/11/1，多数化工品价格价差的历史分位数仍集中在 50% 以下，而个别化工品价格价差分位历史高位，包括 R22、R32、硝酸铵、粘胶长丝、磷肥等。

图 14：化工产品价格及对应价差历史分位



资料来源：Wind，百川盈孚，隆众资讯，天风证券研究所 注：截至 2024/11/1

2. 2024 年第三季度营收同比持平，净利润同、环比减少

2.1. 营业收入同比持平，净利润同、环比减少

2024 年第三季度单季度基础化工行业全体上市公司共实现营业收入 5460 亿元，同比增长 1.1%、环比减少 2.4%；实现营业利润 333 亿元，同比减少 14.9%、环比减少 25.5%；实现归母净利润为 265 亿元，同比减少 12.6%、环比减少 23.7%；实现净利率 5.1%，同比下降 0.9pcts、环比下降 1.4pcts，期间费用率为 9.5%，同比增加 0.4pcts、环比增加 0.8pcts。

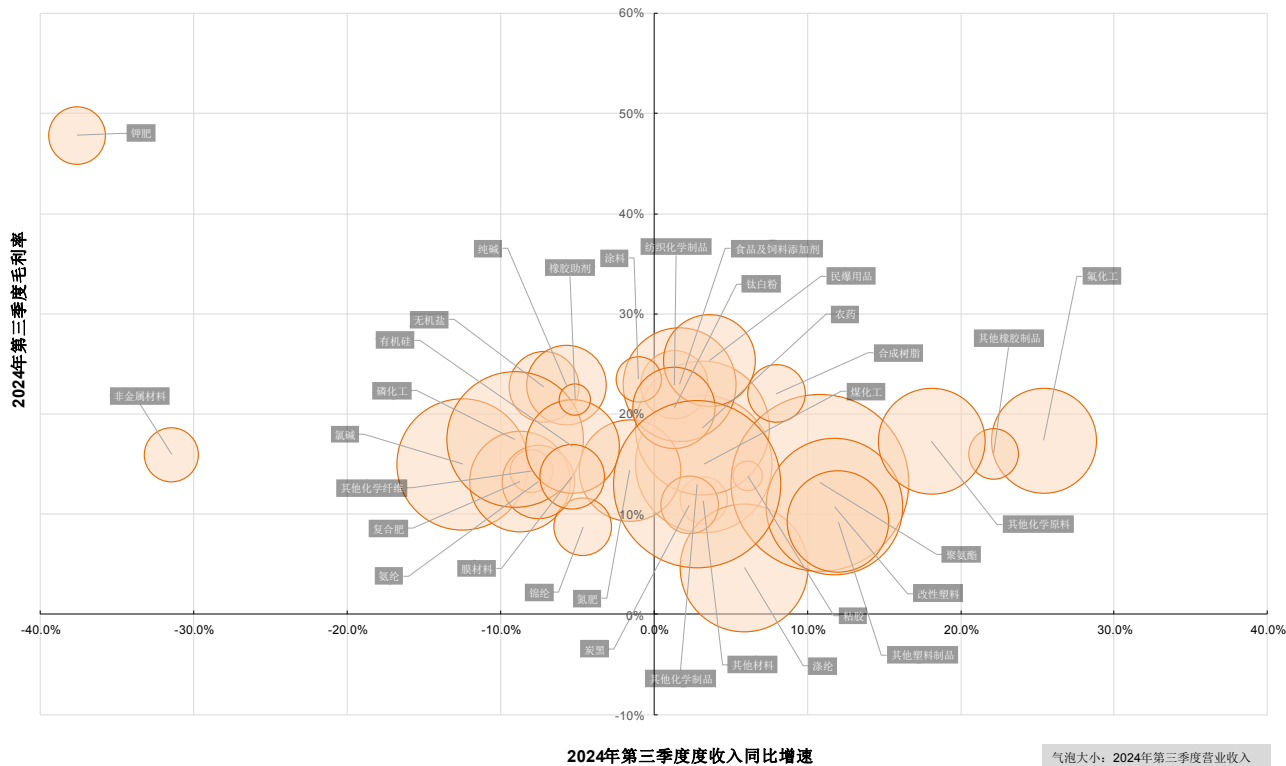
2024 年第三季度单季度基础化工行业样本上市公司共实现营业收入 4032 亿元，同比减少 0.3%、环比减少 2.5%；实现营业利润 248 亿元，同比减少 13.8%、环比减少 26.7%；实现归母净利润为 195 亿元，同比减少 10.6%、环比减少 24.7%；实现净利率 5.2%，同比下降 0.7pcts、环比下降 1.5pcts，期间费用率为 9.5%，同比增加 0.3pcts、环比增加 0.8pcts。

表 4：基础化工行业（样本）财务数据

单位：亿元	第三季度					第三季度同比增速			
	2020	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
营业收入	3023	3842	4043	4043	4032	27.1%	5.2%	0.0%	-0.3%
营业成本	2435	2903	3300	3383	3407	19.2%	13.7%	2.5%	0.7%
毛利	588	939	742	660	625	59.7%	-21.0%	-11.0%	-5.3%
期间费用	339	347	348	370	382	2.3%	0.5%	6.3%	3.0%
归母净利润	195	440	299	218	195	125.2%	-31.9%	-27.3%	-10.6%
毛利率	19.5%	24.5%	18.4%	16.3%	15.5%	5.0pcts	-6.1pcts	-2.0pcts	-0.8pcts
期间费用率	11.2%	9.0%	8.6%	9.2%	9.5%	-2.2pcts	-0.4pcts	0.5pcts	0.3pcts
净利率	6.7%	12.1%	8.3%	5.9%	5.2%	5.3pcts	-3.8pcts	-2.4pcts	-0.7pcts

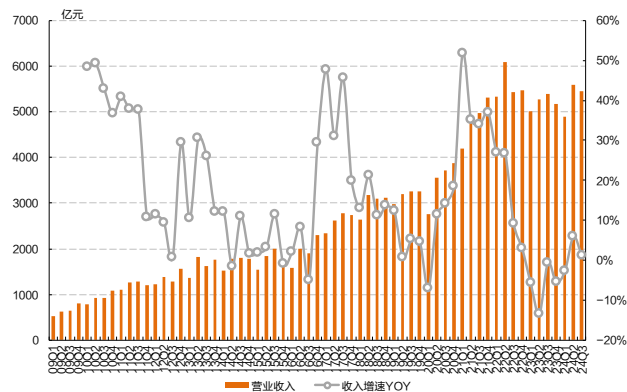
资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：基础化工各子行业 2024 年第三季度收入同比增速及毛利率全景图



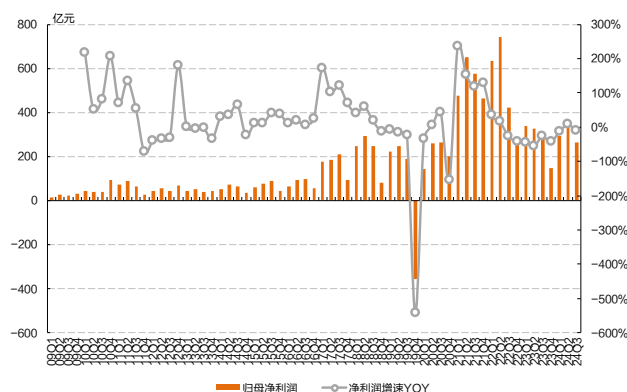
资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：基础化工行业单季度收入及同比增速



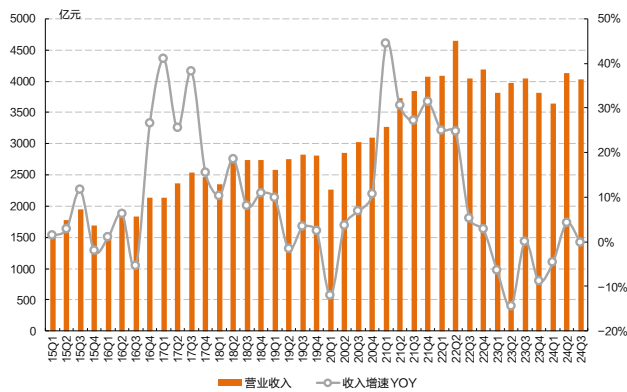
资料来源：wind，天风证券研究所

图 18：基础化工行业单季度归母净利润及同比增速



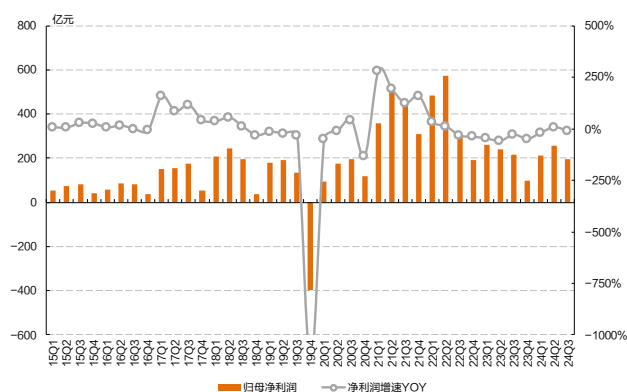
注：2019Q4 大幅亏损和 2020Q4 同比增速大幅波动，主要系盐湖股份 2019 年亏损所致；资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：基础化工行业（样本）单季度收入及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：基础化工行业（样本）单季度归母净利润及同比增速



注：2019Q4 大幅亏损和 2020Q4 同比增速大幅波动，主要系盐湖股份 2019 年亏损所致；资料来源：wind，天风证券研究所

从我们筛选的 33 个子行业数据看，

- 2024 年第三季度 18 个子行业营业收入同比增长，其中涨幅居前的子行业为氟化工、其他橡胶制品、其他化学原料，同比增速均在 15%以上；而钾肥、非金属材料、氯碱等子行业收入同比下滑较多。
- 2024 年第三季度 14 个子行业归母净利润同比增长，其中涨幅居前的子行业为纺织化学制品、氯碱和复合肥，同比增速超过 100%，此外，氯碱行业 24Q2 同比扭亏为盈；而粘胶、农药（24Q3 同比转亏）、非金属材料、其他化学纤维、涤纶、其他塑料制品和锦纶等子行业同比增速下滑超过 60%。

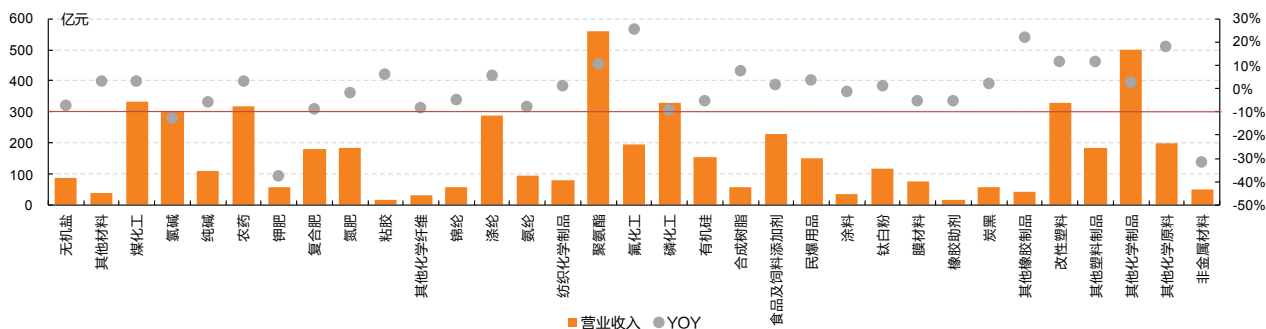
注：纺织化学制品、氯碱 24Q3 归母净利润增速同比显著增长，主要由于同比 23Q3，该季度子行业内部分上市公司扭亏为盈或亏损明显减少，使得子行业净利润数额同比增幅较大。

表 5：基础化工各子行业 2024 年第三季度营业收入及归母净利润情况（单位：亿元）

子行业		营业收入	YOY	营业利润	YOY	归母净利润	YOY
无机盐	无机盐	87.46	-7.2%	7.00	-17.4%	5.42	-5.3%
其他材料	其他材料	39.47	3.2%	0.49	-68.2%	0.58	-55.9%
煤化工	煤化工	333.00	3.2%	25.87	-30.2%	19.51	-30.9%
两碱	氯碱	304.27	-12.5%	11.56	130.6%	8.52	243.0%
	纯碱	111.24	-5.7%	10.67	-41.0%	7.18	-42.0%
农用化工	农药	319.55	3.2%	-0.62	-	-2.72	-
	钾肥	56.90	-37.6%	22.61	-15.7%	19.39	3.8%
	复合肥	179.58	-8.8%	10.62	78.9%	9.08	102.1%
	氮肥	182.34	-1.6%	13.10	-25.8%	9.74	-31.3%
化纤	胶粘	14.71	6.1%	-0.54	-	-0.54	-
	其他化学纤维	31.45	-8.0%	0.86	-66.2%	0.72	-67.8%
	锦纶	58.46	-4.7%	0.91	-51.0%	0.50	-60.2%
	涤纶	289.48	5.9%	1.59	-76.0%	2.03	-66.4%
	氨纶	93.62	-7.5%	6.47	-15.0%	5.78	-10.5%
纺织化学制品	纺织化学制品	81.11	1.3%	7.97	515.3%	5.93	2291.7%
聚氨酯	聚氨酯	558.21	10.8%	41.42	-26.0%	30.60	-30.4%
氟化工	氟化工	193.36	25.4%	12.33	37.8%	10.05	37.2%
磷化工	磷化工	329.27	-9.1%	32.85	23.1%	25.36	28.8%
有机硅	有机硅	155.00	-5.3%	10.32	-4.7%	7.89	5.9%
合成树脂	合成树脂	59.23	8.0%	6.41	16.7%	5.73	20.2%
食品及饲料添加剂	食品及饲料添加剂	227.77	1.7%	21.48	4.8%	17.69	0.8%
民爆用品	民爆用品	148.75	3.6%	16.52	3.5%	11.20	0.6%
涂料	涂料	35.79	-1.0%	2.36	21.1%	1.92	18.9%
钛白粉	钛白粉	116.74	1.3%	12.82	-4.3%	10.30	-1.9%
膜材料	膜材料	74.43	-5.3%	2.63	-28.5%	2.77	-24.0%
橡胶	橡胶助剂	16.97	-5.2%	1.95	-2.3%	1.72	-2.9%
	炭黑	57.72	2.3%	3.41	13.2%	2.88	10.1%
其他橡胶制品	其他橡胶制品	43.77	22.2%	1.24	-31.1%	1.00	-36.1%
塑料	改性塑料	328.44	11.8%	6.16	-23.7%	7.48	16.6%
	其他塑料制品	182.25	12.0%	2.83	-60.4%	2.37	-62.0%
其他化学制品	其他化学制品	498.65	2.8%	14.40	-24.6%	14.22	-10.7%
其他化学原料	其他化学原料	200.41	18.1%	19.26	15.7%	16.20	9.5%
非金属材料	非金属材料	50.94	-31.5%	5.61	-78.0%	4.53	-78.6%

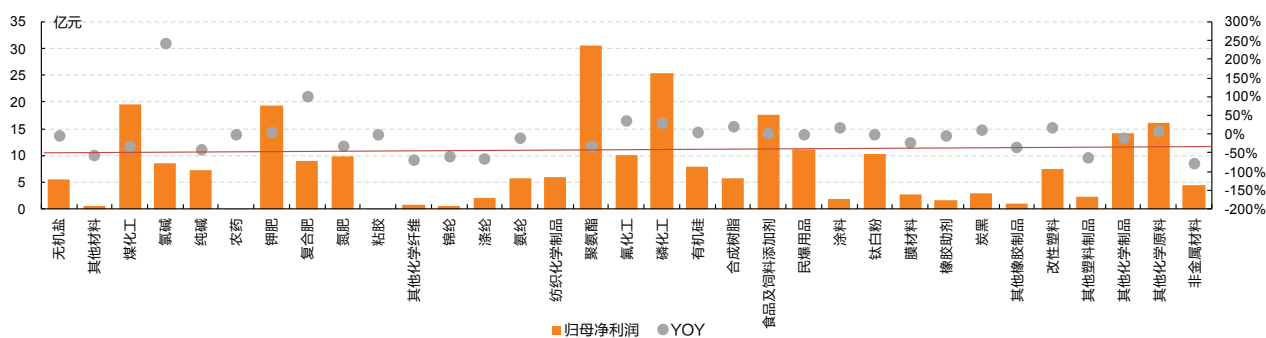
资料来源：Wind，天风证券研究所；注：“-”表示农药、粘胶子行业本期（24Q3）营业利润、归母净利润为负值

图 20：基础化工各子行业 2024 年第三季度营业收入及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 21：基础化工各子行业 2024 年第三季度归母净利润及同比



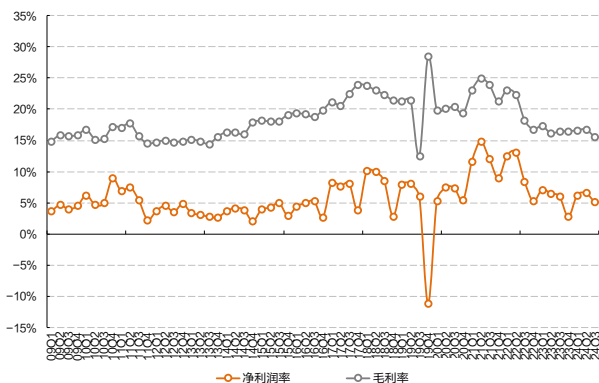
资料来源：wind，天风证券研究所；注：纺织化学制品 24Q3 归母净利润同比增速为 2291.7%，同比增速波动较大，图中坐标未展现

2.2. 24Q3 毛利率、净利率同环比下降

2024 年第三季度基础化工行业全部上市公司实现毛利率为 15.5%，同比下降 0.9cts，环比下降 1.2pcts；2024 年第三季度基础化工行业样本上市公司实现毛利率为 15.5%，同比下降 0.8pcts，环比下降 1.2pcts。

分子行业看，33 个子行业中有 14 个子行业毛利率同比提升，其中钾肥、磷化工、氯碱、纺织化学制品、有机硅、食品及饲料添加剂，同比提升超过 2.0pcts；19 个子行业毛利率同比下滑，其中毛利率同比下降幅度较大的行业主要为非金属材料、纯碱、其他橡胶制品，降幅均超过 5.0pcts。

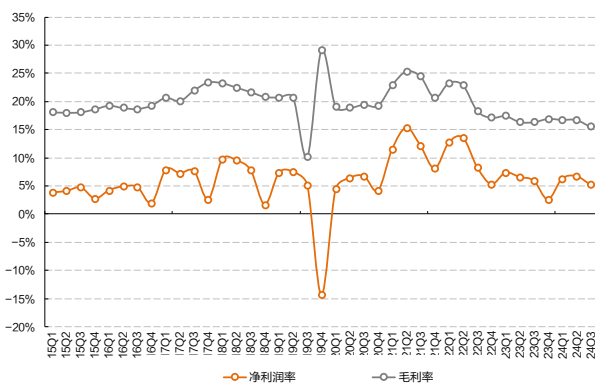
图 22：基础化工行业单季度毛利率、净利率



注：2019Q4 指标大幅波动主要系盐湖股份 2019 年亏损所致

资料来源：wind，天风证券研究所

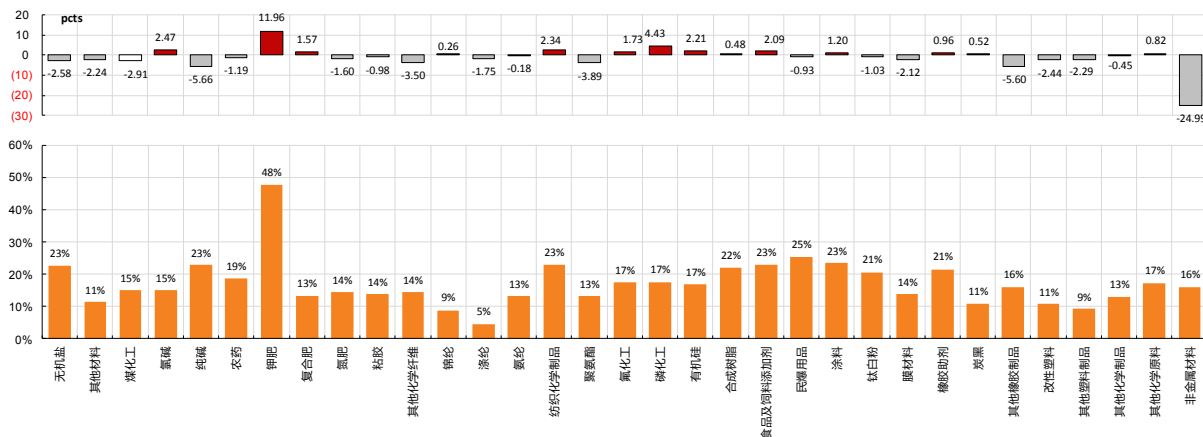
图 23：基础化工行业（样本）单季度毛利率、净利率



注：2019Q4 指标大幅波动主要系盐湖股份 2019 年亏损所致

资料来源：wind，天风证券研究所

图 24：基础化工各子行业 2024 年第三季度毛利率同比变动情况



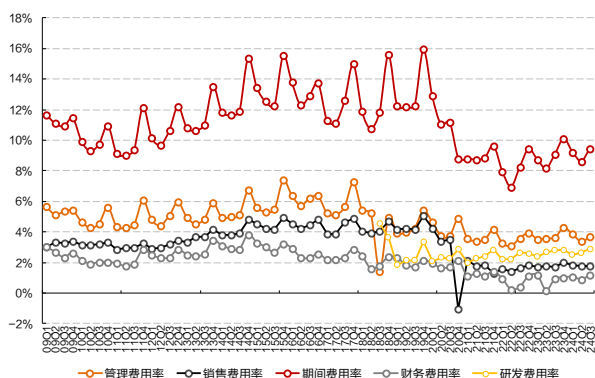
注：下图——单季度毛利率；上图——毛利率同比

资料来源：wind, 天风证券研究所

2024 年第三季度基础化工行业期间费用率为 9.5%，同比增加 0.4pcts，环比增加 0.8pcts；其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比持平/+0.1/+0.1/+0.2pcts，分别环比持平/+0.5/+0.2/+0.3pcts。

2024 年第三季度基础化工行业（样本）期间费用率为 9.5%，同比增加 0.3pcts，环比增加 0.8cts；其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比持平/+0.2/+0.1/+0.1pcts，分别环比持平/+0.6/+0.3/0.2pcts。

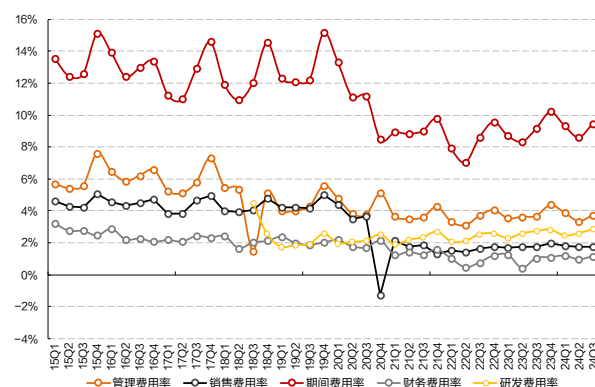
图 25：基础化工行业单季度费用率



注：20Q4 以来销售费用率下降较多，系会计准则调整所致

资料来源：wind, 天风证券研究所

图 26：基础化工行业（样本）单季度费用率

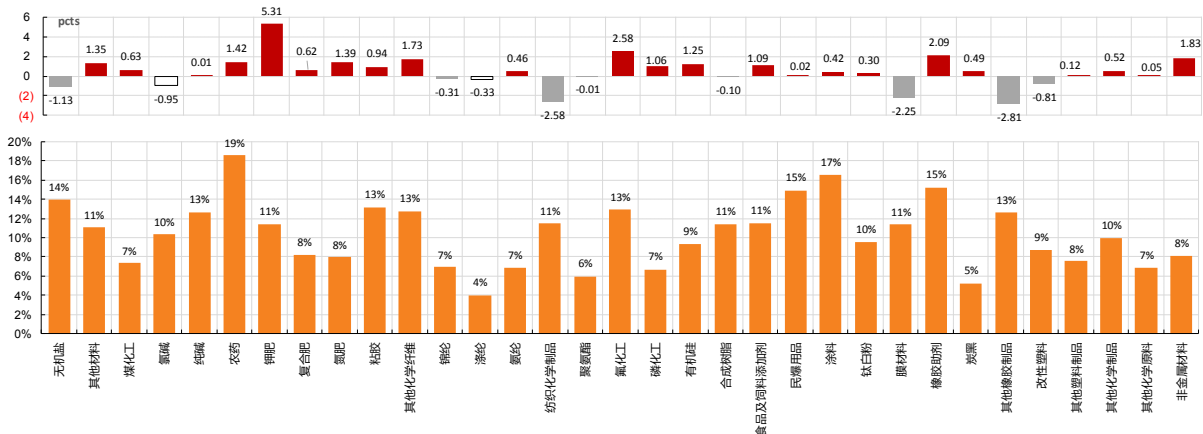


注：20Q4 以来销售费用率下降较多，系会计准则调整所致

资料来源：wind, 天风证券研究所

从子行业角度看，33 个子行业中 23 个行业 24 年三季度单季度费用率同比提升，10 个同比下降，其中下降幅度较大的有其他橡胶制品、纺织化学制品、膜材料 and 无机盐，同比下降幅度均超过 1.0pcts。

图 27：基础化工各子行业 2024 年第三季度期间费用率

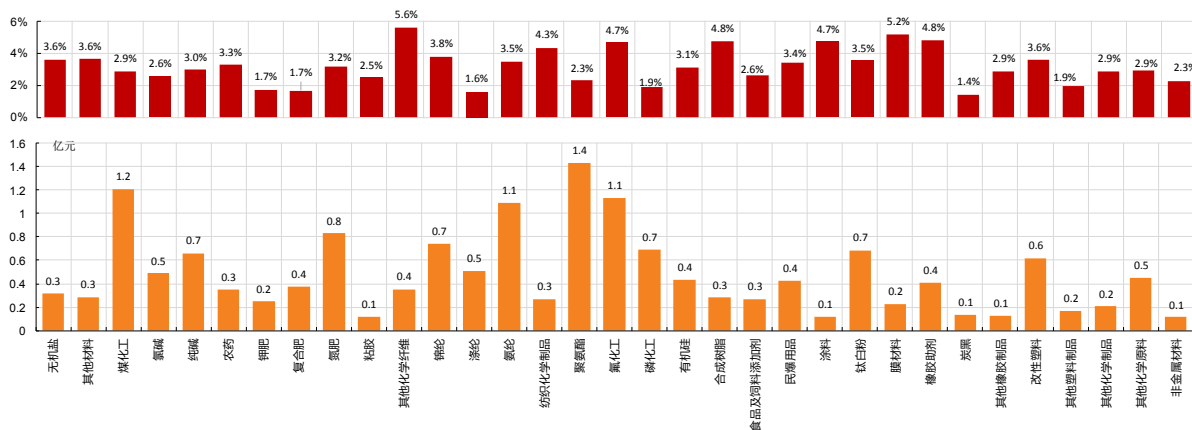


注：上图为期间费用率同比，下图为单季度期间费用率

资料来源：wind，天风证券研究所

研发费用方面，2024 年第三季度研发费用规模较大的子行业为其他化学制品、聚氨酯、改性塑料、农药，研发费用在 10 亿元以上；按照平均每家上市公司研发费用规模排序，排名靠前的子行业为聚氨酯、煤化工、氟化工和氨纶，平均每家公司 Q2 研发投入在 1.0 亿元以上。研发费用率较高的子行业为其他化学纤维、膜材料、橡胶助剂、合成树脂、涂料和氟化工，研发费用率均在 4.5%以上。

图 28：基础化工各子行业 2024 年第三季度研发费用及研发费用率



注：上图为研发费用率，下图为平均每家上市公司的研发费用

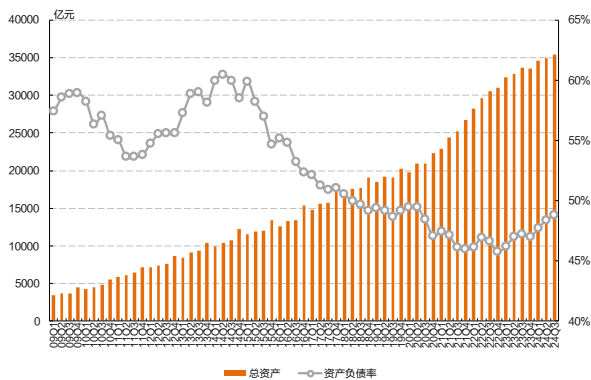
资料来源：wind，天风证券研究所

2.3. 资产负债率环比提升，半数子行业经营性现金流同比增加

● 资产负债率环比提升

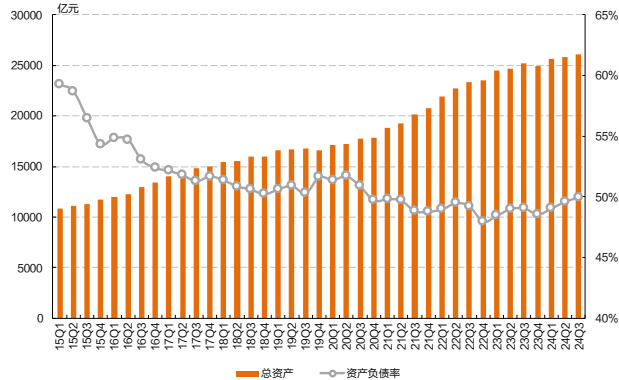
截至 2024 年三季度末基础化工上市公司及样本上市公司资产负债率分别为 48.8%、50.0%，同比分别+1.6、+0.9pcts，环比分别+0.4、+0.4pcts。分子行业看，其他塑料制品、氯碱、有机硅等行业同比增加较多，增幅均超过 3.5pcts；而锦纶、氨纶、钾肥等行业同比下降较多，降幅超过 3.0pcts。

图 29：基础化工行业资产负债率



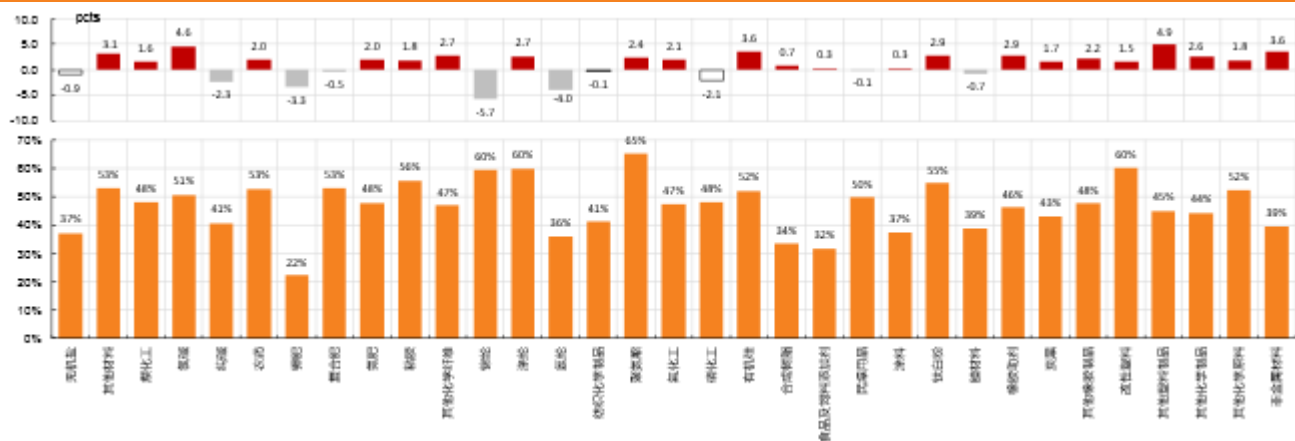
资料来源：wind，天风证券研究所

图 30：基础化工行业（样本）资产负债率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 31：基础化工各子行业 2024 年第三季度末资产负债率



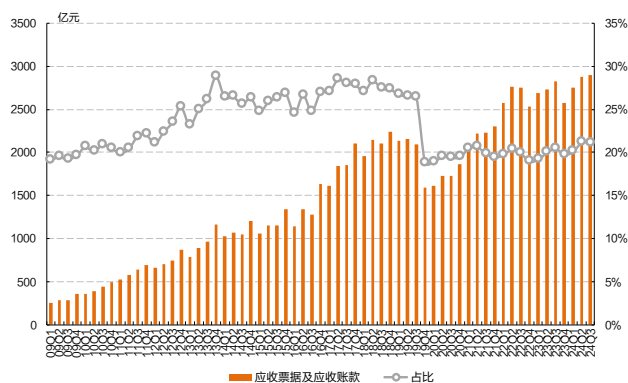
注：上图为资产负债率同比，下图为单季度资产负债率

资料来源：wind，天风证券研究所

● 应收及存货占比位于近三年较高水平，半数子行业经营性现金流同比增加

2024 年第三季度末基础化工行业全体/样本上市公司应收账款及应收票据占流动资产比重为 21.0%/20.5%，分别环比-0.2pcts/-0.2pcts。就历史三季度末应收账款及应收票据占流动资产比重来看，当前应收账款及应收票据占流动资产比重处于近三年较高水平。

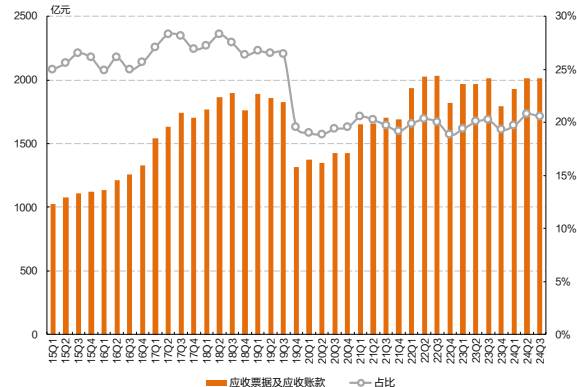
图 32：基础化工行业应收账款及票据占流动资产比重



注：2019Q4 占比波动较大系会计准则调整所致

资料来源：wind，天风证券研究所

图 33：基础化工（样本）应收账款及票据占流动资产比重

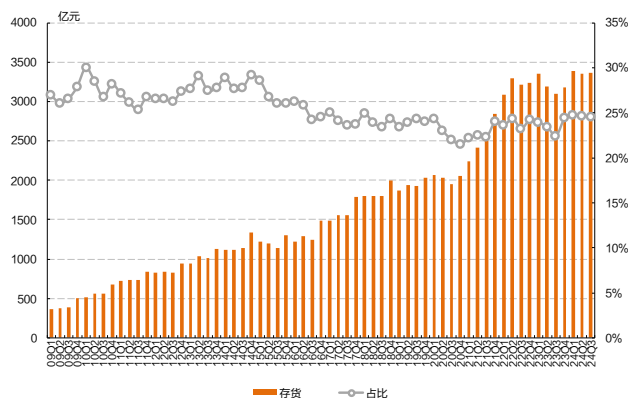


注：2019Q4 占比波动较大系会计准则调整所致

资料来源：wind，天风证券研究所

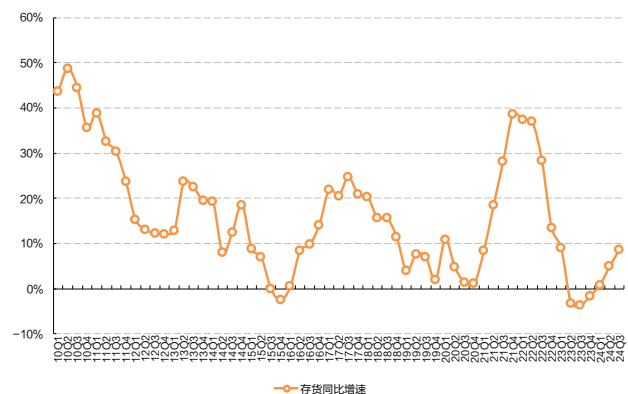
2024 年第三季度末基础化工行业全体/样本上市公司存货占流动资产比重为 24.5%/25.2%，分别环比-0.2pcts/+0.1pcts。就历史三季度末存货占流动资产比重来看，目前存货占流动资产比重处于近五年中枢水平。

图 34：基础化工行业存货占流动资产比重



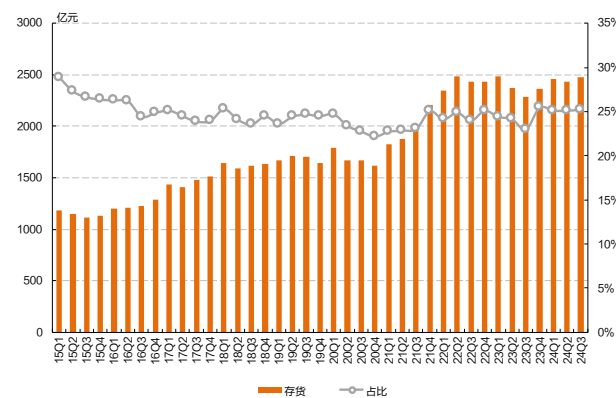
资料来源：wind，天风证券研究所

图 36：基础化工行业存货同比增速



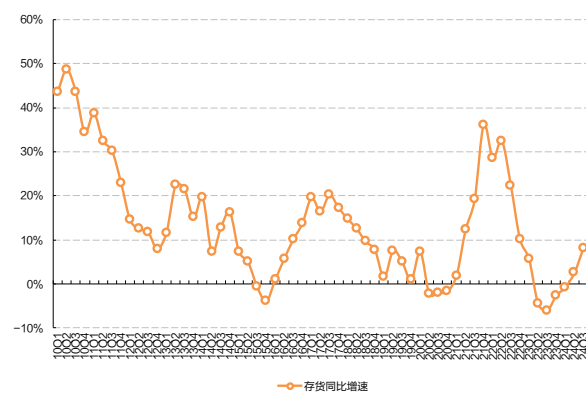
资料来源：wind，天风证券研究所

图 35：基础化工行业（样本）存货占流动资产比重



资料来源：wind，天风证券研究所

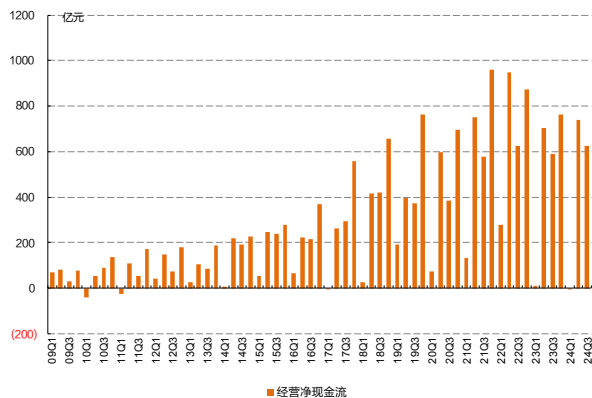
图 37：基础化工行业（样本）存货同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

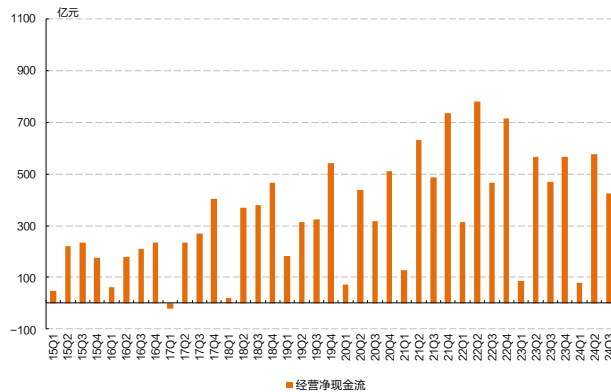
2024 年第三季度单季度基础化工行业全体/样本上市公司经营性现金流净额为 626/425 亿元，分别同比+6.1%/-9.4%。从子行业（样本）看，29 个行业单季度经营性现金流为正，4 个子行业为负；33 个子行业中 17 个行业经营性现金流净额同比增加，其中聚氨酯、纺织化学制品、涤纶、其他化学原料等子行业增加额居前。

图 38：基础化工行业单季度经营性现金流净额



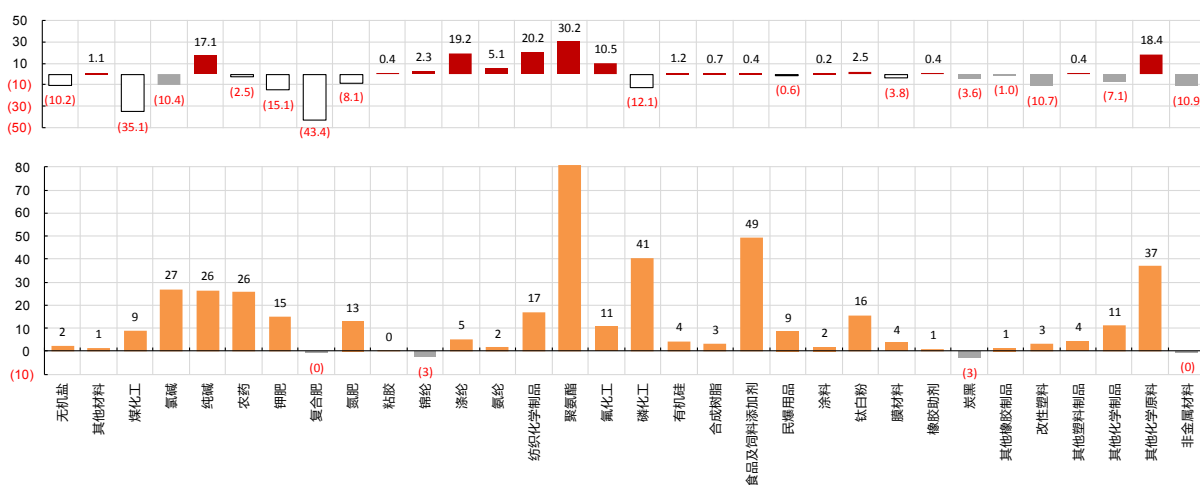
资料来源：wind，天风证券研究所

图 39：基础化工行业（样本）单季度经营性现金流净额



资料来源：wind，天风证券研究所

图 40：基础化工各子行业（样本）2024 年第三季度经营性现金流及同比



注 1：下图——经营净现金流；上图——经营净现金流同比增加额；注 2：单位为亿元；资料来源：wind，天风证券研究所

2.4. 在建工程增速环比小幅回升，大幅资本开支逐步进入尾声

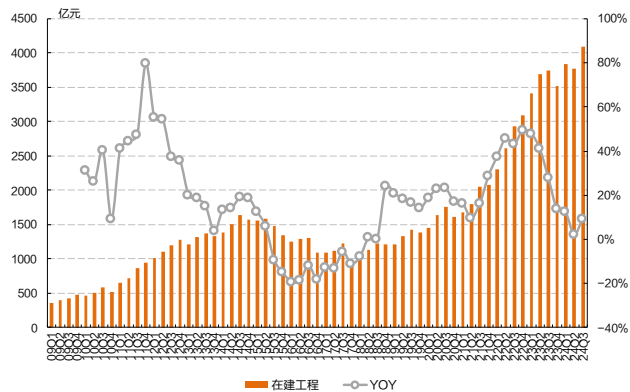
基础化工行业在建工程增速自 22Q4 见顶持续回落。行业在建工程同比增速自 2015 年第三季度进入负增长阶段，共连续 11 个季度，至 2018Q2 转正，后在 2018Q4 达到阶段高点的 24%，之后逐渐回落至 2021Q2 的 10%。从 2021Q3 开始，基础化工行业在建工程同比增速持续提升，2022Q4 在建工程同比增速达到自 2012Q3 以来的最高点，化工行业处在新一轮资本开支密集期，随后增速逐步回落。

到 24Q2 在建工程增速已回落至 18 年 Q3 水平，24Q3 增速环比回升。具体地，三季度基础化工行业全体/样本上市公司在建工程同比增速为 9.3%/3.0%，同比-18.3/-13.6pcts，环比+7.1/+10.4pcts。2024 年第三季度基础化工行业全体/样本上市公司在建工程投资占总资产比例分别为 11.6%/10.1%，同比+0.4pcts/持平，环比+0.8/+0.7pcts。

分行业看，截至 24Q3，在建工程增加较多的子行业仍集中在聚氨酯、煤化工、涤纶、有机硅，在建工程同比增加额分别为 233/116/91/57 亿元，其次为氟化工、食品及饲料添加剂、其他橡胶制品、农药、改性塑料、钾肥，同比增加额分别为 33/31/27/23/16/16 亿元。环比上看，24Q3 在建工程增加较多的子行业为聚氨酯、煤化工、氟化工、涤纶，环比增加额为 99/89/36/30 亿元，其次为氮肥、有机硅、其他化学制品、钾肥，环比增加额为 15/13/12/11 亿元。

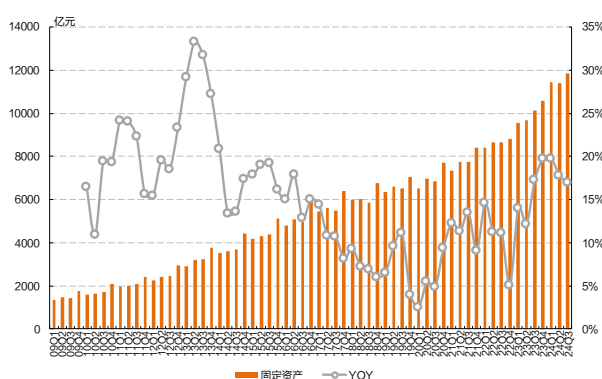
基础化工行业固定资产增速在 23Q4 出现拐点，且增速在 24Q3 维持环比下降趋势。2024 年三季度期末，基础化工行业全体/样本上市公司固定资产总额分别为 11834/8986 亿元，同比分别增长 17.0%/15.3%，增速较 24Q2 分别下降 0.8/0.6pcts。

图 41：基础化工行业在建工程及同比增速



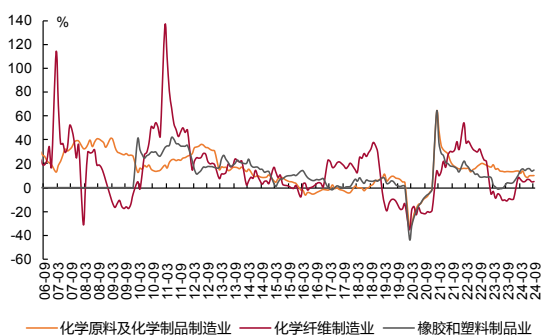
资料来源：wind，天风证券研究所

图 43：基础化工行业固定资产及同比增速



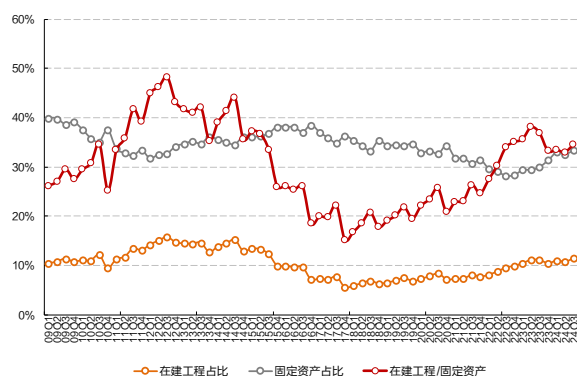
资料来源：wind，天风证券研究所

图 45：基础化工行业固定资产投资完成额累计同比



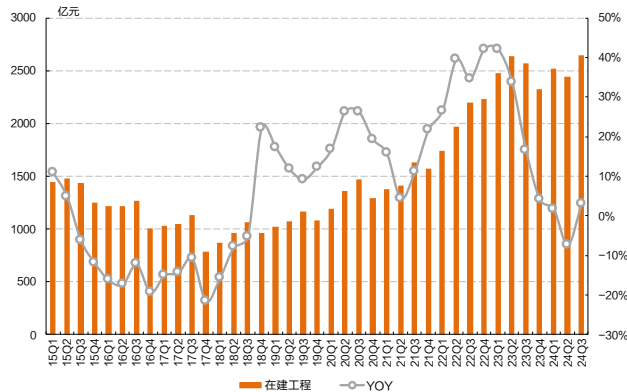
资料来源：wind，天风证券研究所

图 47：基础化工行业固定资产及在建工程总资产占比



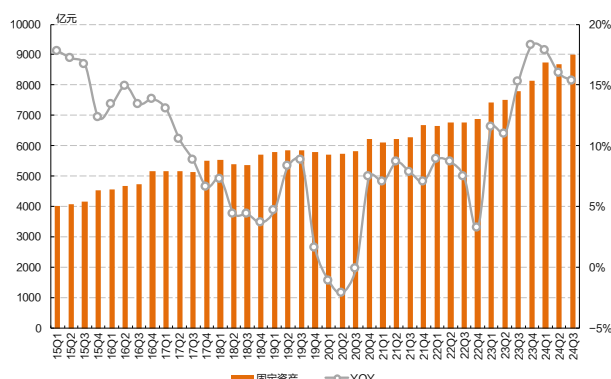
资料来源：wind，天风证券研究所

图 42：基础化工行业（样本）在建工程及同比增速



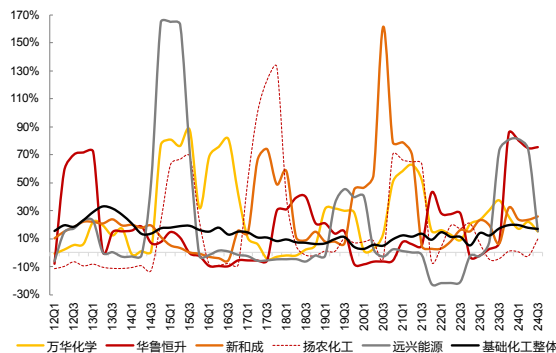
资料来源：wind，天风证券研究所

图 44：基础化工行业（样本）固定资产及同比增速



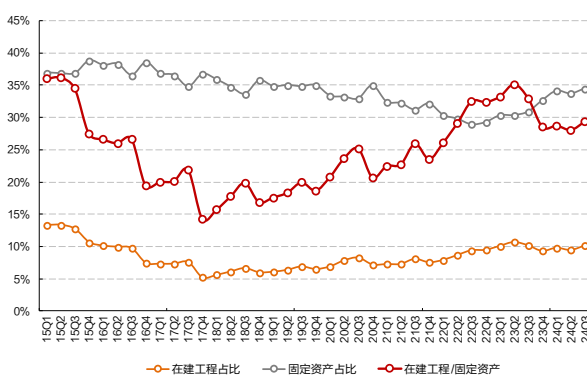
资料来源：wind，天风证券研究所

图 46：头部化工企业固定资产同比增速



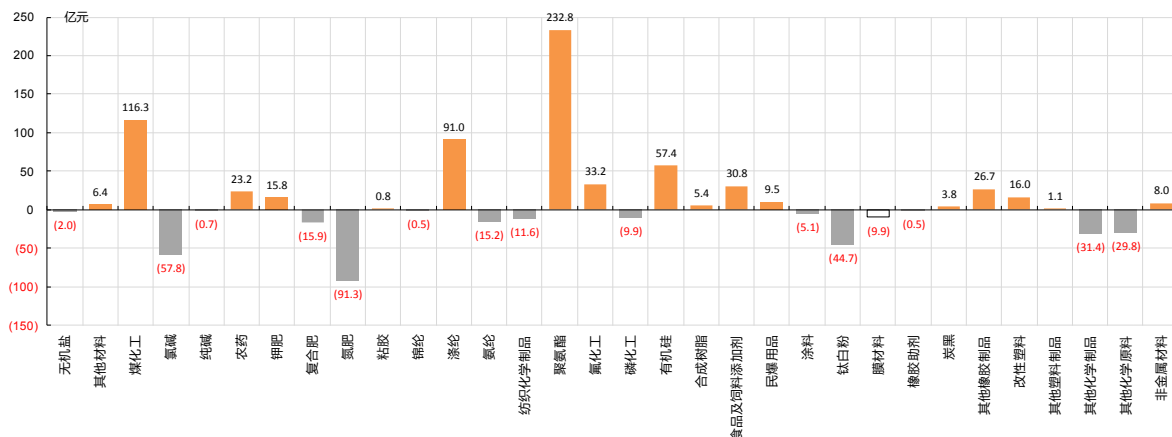
资料来源：wind，天风证券研究所

图 48：基础化工行业（样本）固定资产及在建工程总资产占比



资料来源：wind，天风证券研究所

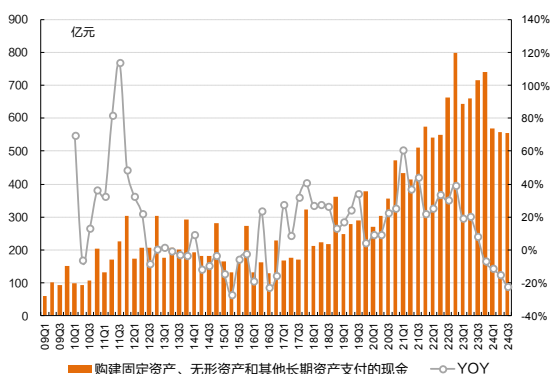
图 49：基础化工各子行业 2024 年第三季度在建工程同比增加额



资料来源：wind，天风证券研究所

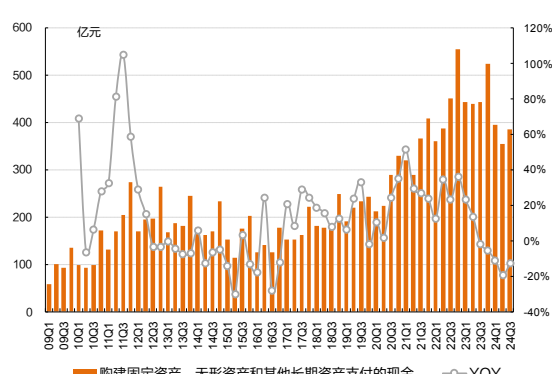
从资本开支现金流（Capex）的角度，基础化工行业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金在 22Q4 达到阶段性历史高点，随后的三个季度中小幅回落，后在 23Q4 达到历史次高水平。24Q3 基础化工行业全体/样本上市公司 Capex 总额分别为 555/386 亿元，同比减少 23%/13%，整体回落到 22Q2 的水平。

图 50：基础化工行业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（单季度）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 51：基础化工行业（样本）购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（单季度）



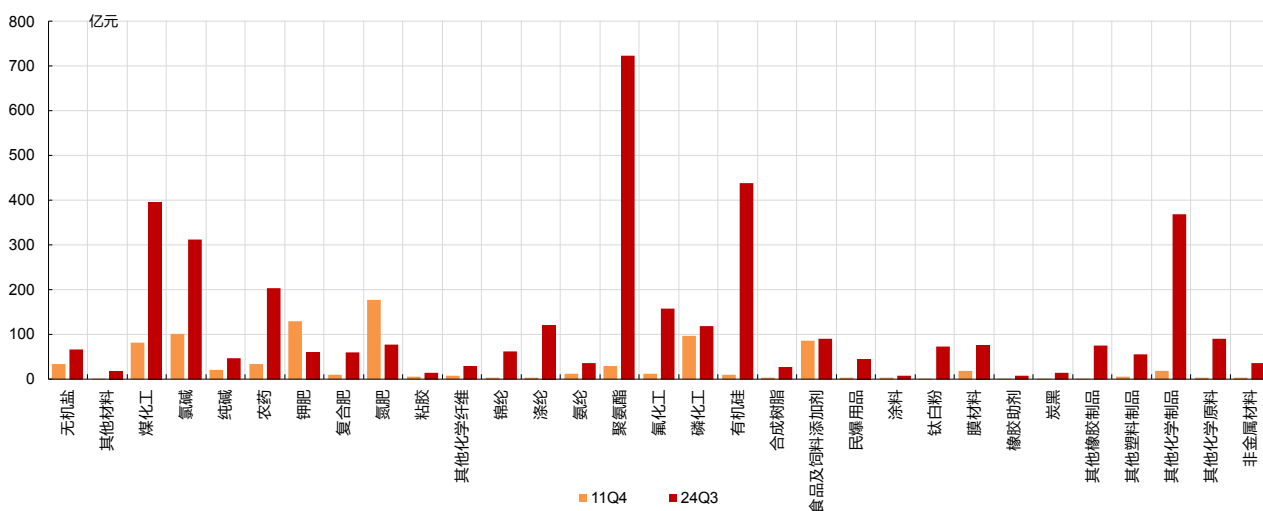
资料来源：wind，天风证券研究所

继 2011-2012 年、2018-2019 年两轮在建工程快速增长期后，2021 年下半年以来，基础化工行业开启新一轮在建工程规模高速增长期。从在建工程/固定资产的比例上看，该比例在 23Q3 出现拐点，23Q4 明显回落，到 24Q3 环比小幅提升，仍处于历史高位水平。对比 24Q3 和 11Q4（在建工程同比增速的阶段性历史高点），同比增加比例较高的细分子行业集中在有机硅（+22.0pcts）、其他橡胶制品（+20.4pcts）、锦纶（+13.3pcts）、聚氨酯（+9.8pcts）、涤纶（+9.4pcts）。

- 本轮基础化工行业上市公司在建工程数额更大，反映出基础化工板块上市公司数量和规模的提升；
- 上轮扩张集中在氮肥、钾肥、氯碱以及磷化工等子行业，而这轮扩张集中在聚氨酯、其他化学制品、煤化工、氯碱、有机硅、改性塑料、农药等子行业。我们认为值得注意的是，基础化工行业头部企业已经开始具备平台优势，当前投资方向不一定与公司原有业务一致，如万华化学向上游拓展至石化产业、向下游拓展至新材料产业，华鲁恒升依托煤气化平台布局多条产业链，向上下游一体化布局而非重复建设可能是目前化工行业头部企业的最优解；
- 本轮较上一轮涉及行业更加分散，或导致本轮后续去产能的时间周期和压力更大；从行业集中度看，本轮更偏中下游化学品及新应用材料；而上轮多为基础的大宗化学品；

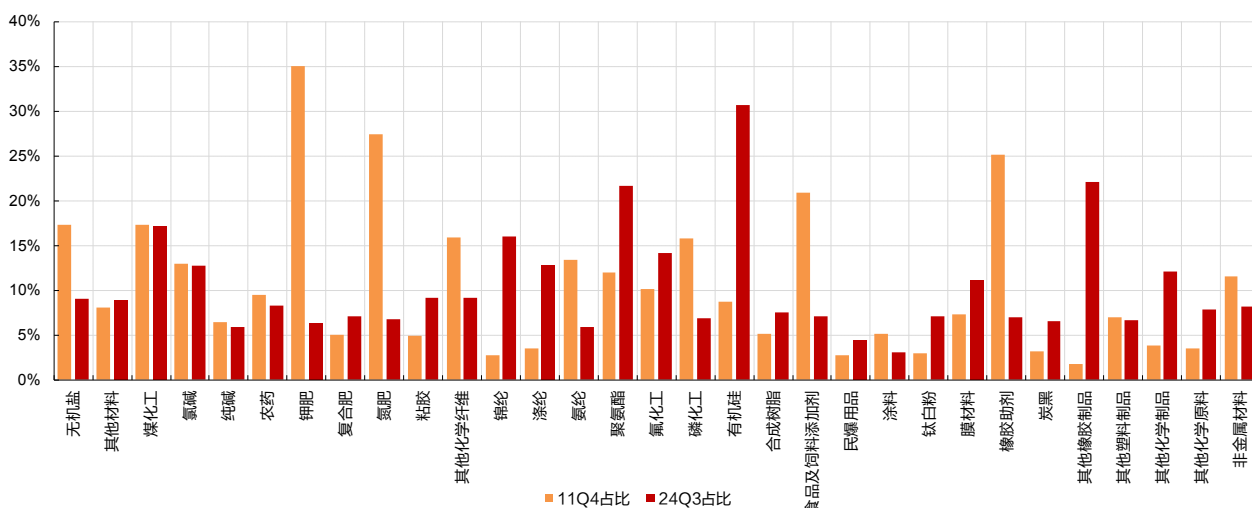
- 从在建工程占总资产的比重上看，十年来占比明显下降的子行业主要有钾肥、氮肥、食品及饲料添加剂以及橡胶助剂等，而明显上升的子行业主要有锦纶、其他化学原料、其他化学制品、改性塑料、有机硅等，反映出近年来基础化工企业投资方向的转变。

图 52：2011Q4 与 2024Q3 基础化工行业上市公司在建工程数额对比



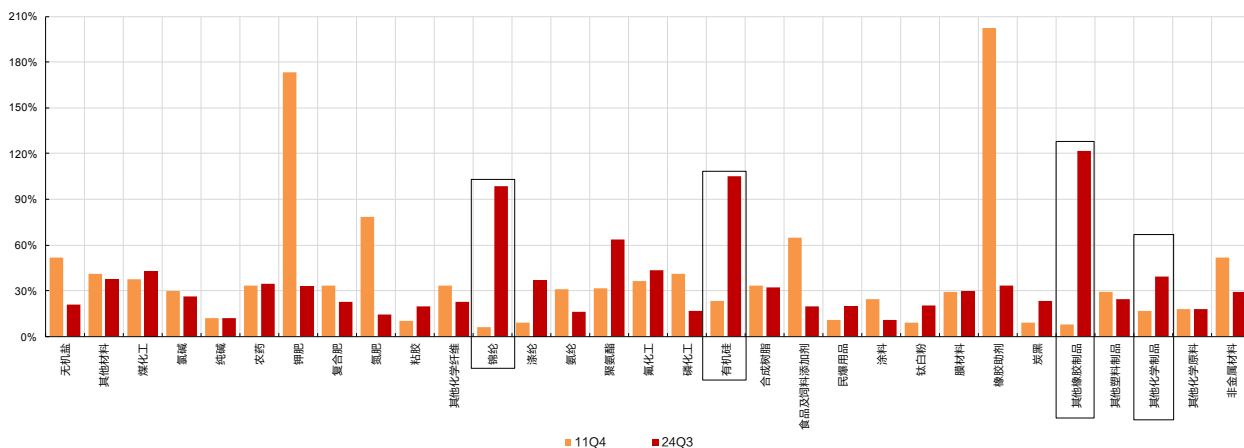
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 53：2011Q4 与 2024Q3 基础化工行业上市公司在建工程/总资产的占比对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 54：2011Q4 与 2024Q3 基础化工行业上市公司在建工程/固定资产比例对比



资料来源：Wind，天风证券研究所；11Q4 该比例较高的钾肥、橡胶助剂两个子行业中，分别由于盐湖股份、阳谷华泰的在建工程/固定资产比例较高所致

3. 投资观点及建议

国内化工在建增速 23 年 Q1 见顶，于 24Q2 已经回落至零值附近，阶段性在建已经达峰。预期新增产能投放的压力是抑制化工板块的盈利预期的主要因素，后续我们需要观察需求端修复与供给端产能释放节奏的匹配情况对盈利端的影响。另一方面，我们也观察到产能供给结构经过多年优化逐步有序，龙头及领先企业的产能竞争优势扩大，因此我们从硬资产和景气两条主线推荐：

① **聚焦高质量发展的“硬资产”**：重点推荐：万华化学、扬农化工，建议关注：云天化、龙佰集团

② **景气角度**：（1）景气修复中找结构性机会：需求韧性强且有望逐步迎来景气修复的农化、轮胎板块，农化板块**重点推荐**：扬农化工，**建议关注**磷肥相关标的：云天化、川恒股份。轮胎板块**建议关注**：赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎、通用股份。（2）制冷剂：下游家电排产状况良好，产品价格维持上行趋势、供给配额制约约束性强；**建议关注**：巨化股份。（3）OLED 材料：迎应用范围扩大、国产化率提升、单屏材料用量提升等多重增长；**重点推荐**：莱特光电、万润股份、瑞联新材，**建议关注**：奥来德。（4）代糖行业仍然以 10%+ 的增速在增长，三氯供需稳定，双寡头竞争成长性行业，容易形成默契，有较大弹性。**重点推荐**：金禾实业。

4. 风险提示

原油等原料价格大幅波动风险：原材料价格大幅波动将引起化工品价格波动，进而影响行业利润。

产能大幅扩张风险：若行业内产能大幅增长，或致产能过剩，进而影响产品价格、盈利水平。

安全生产与环保风险：若未来安全生产与环保政策趋严，或导致企业生产成本上升。

化工品需求不及预期：22 年以来在高油气价格、高通胀及美联储大幅加息等影响下，化工品终端需求承压，若未来全球化工品的需求改善较少，化工品价格和行业企业的盈利水平均将受到影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com