

化工

证券研究报告/行业季度报告

2024 年 9 月 21 日

评级：增持（维持）

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师：聂磊

执业证书编号：S0740521120003

Email: nielei@zts.com.cn

分析师：王鹏

执业证书编号：S0740523020001

Email: wangpeng07@zts.com.cn

分析师：张昆

执业证书编号：S0740524050001

Email: zhangkun06@zts.com.cn

分析师：刘铭政

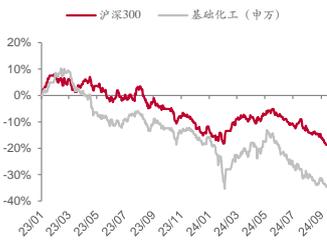
执业证书编号：S0740524070003

Email: liumz01@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	423
行业总市值(亿元)	27063
行业流通市值(亿元)	24123

行业-市场走势对比



相关报告

【行业深度】基础化工行业 2023 年年报及 24Q1 季报总结：高产能释放趋近尾声，细分子行业景气回暖（20240520）

重点公司基本状况

简称	股价(元)	EPS				PE				PB(MRQ)	评级
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
万华化学	75.61	5.36	5.40	6.59	7.79	14.11	14.00	11.47	9.71	2.59	买入
华鲁恒升	20.75	1.68	2.12	2.68	3.02	12.35	9.79	7.74	6.87	1.47	买入
宝丰能源	14.75	0.77	1.11	1.84	1.95	19.16	13.29	8.02	7.56	2.70	买入
云天化	18.70	2.47	2.73	2.74	2.77	7.57	6.85	6.82	6.75	1.73	买入
扬农化工	47.22	3.85	3.1	3.81	4.73	12.26	15.23	12.39	9.98	1.90	买入

备注：股价截至 2024 年 9 月 19 日，每股指标按照最新股本数全面摊薄。

投资要点

- **基础化工品价格价差底部震荡，行业整体磨底运行。**化工位置上，根据 Wind 我们测算，截至 9 月 13 日，国内基础化工产品价格、价差指数分别位于 2014 年以来的 49.7% 和 12.6% 分位，较 2024 年年初分别+5.0pct 和-7.2pct，较 2024 年 2 月 5 日申万基础化工行业指数低点相比分别+1.9pct 和-4.9pct。行业指数上看，2024H1 基础化工申万行业指数倒 N 型走势，截至 2024 年 6 月 28 日，申万基础化工行业指数较 2024 年年初相比下降 12.2%，跑输沪深 300 指数 14.4pct。价格指数上看，截至 2024 年 6 月 28 日，中国化工产品价格指数（CCPI）较 2024 年年初相比上涨 2.9%，单二季度上涨 2.3%。
- **子领域表现出现分化，煤化工等细分版块表现较好。**从 2024H1 基础化工行业二级申万分类表现上看，7 个子版块均出现不同程度的下跌。截至 2024H1 末，农化制品、化学原料、化学制品、化学纤维、橡胶、塑料和非金属材料行业指数较 2024 年年初-8.8%、-9.2%、-9.5%、-14.3%、-22.3%、-25.1%和-31.1%；单二季度跌幅分别为 6.0%、7.9%、7.5%、11.8%、9.2%、13.6%和 27.1%。若以申万三级行业分类为基准，2024H1 煤化工、聚氨酯和氟化工板块表现较好，半年度行业指数涨幅 7.5%、4.8%和 3.1%。受益于煤炭价格的下跌，成本释压下煤头产品价差增扩，2024Q2 单季度 SW 煤化工板块涨幅 1.7%。
- **2024Q2 收入、盈利均同比提升，单季度资本开支已连续 3 个季度负增。**2024H1，基础化工板块累计营收、归母净利和扣非归母净利分别为 1.1 万亿元、662.3 亿元和 611.9 亿元，同比+2.1%、-5.5%和-5.2%。上半年行业毛利率、净利率和 ROE 分别为 16.7%、6.2%和 3.6%，同比-0.02pct、-0.5pct 和-0.4pct。2024Q2 单季度行业营收、归母净利和扣非归母净利分别为 5968.1、359.1 和 328.6 亿元，同比+6.1%、+4.3%和+3.7%。单二季度基础化工行业毛利率、净利率和 ROE 约 16.8%、6.4%和 2.0%，同比+0.6pct、-0.2pct 和-0.02pct。从投产周期上看，现阶段行业投产进度及扩产意愿均已明显放缓。2021、2022 年，受益于行业的高盈利催化，企业新一轮扩产高峰，在建工程同比分别+25.7%和+52.4%。截至 2024Q2 末，行业在建工程单季度同比增速已连续 7 个季度下降且 2024Q2 末行业在建工程同比增速为本轮周期的首次负增。固定资产方面，到 2024H1 末，行业固定资产总额同比+18.9%，但从季度维度上看，自 2023Q4 起，行业固定资产同比增速已连续 3 个月下降，反映本轮扩产周期内项目已陆续达产转固，尽管现阶段国内基础化工行业仍面临较重的供给侧扩产压力，但边际上已存明显改善迹象。资本开支上，2024H1 行业资本开支总额同比-13.6%。季度上看，自 2023Q4 起行业单季度资本开支同比负增，到 2024Q2 已连续 3 个季度同比负增，且降幅持续扩大，反映各企业扩产意愿持续降低。
- **食品及饲料添加剂：**刚性/韧性需求+供给格局好+低库存+价格触底，涨价逐渐成为全年主旋律。1) 维生素：深亏后厂商提价提价，叠加不可抗力事件/厂家检修/停报停签，涨价情绪在不同品种间蔓延；2) 蛋氨酸：海外巨头被动停产或转产，阶段性供需平衡助力价格同比保持一定涨幅；3) 甜味剂：上半年出口展现较强需求韧性，但三氯蔗糖价格连续下跌击穿行业成本线，8 月底以来行业提价，三氯蔗糖已进入涨价通道。2024H1 食品及饲料添加剂行业上市企业合计营收、归母净利和扣非归母净利同比+6.7%、+25.3%、+31.5%。
- **轮胎：**2024H1 轮胎行业上市企业合计营收、归母净利和扣非归母净利同比+16.8%、+72.7%、+71.8%。行业业绩高增主要源于需求回归正常化，以及部分胎企海外产能释放。在全球轮胎需求稳步增长的背景下，短期来看，原料成本仍处较高位，海运费边际缓解，美国双反影响减弱，中国轮胎仍有海外产能待释放，性价比优势依旧凸显，业绩

望有持续向上的空间；长期而言，我们看好中国轮胎的未来发展将具备“品质+品牌+产能”优势，贡献业绩与估值的持续共振。

- **氟化工**：二代制冷剂配额削减进程加速、三代制冷剂配额政策落地。作为高市场集中度行业，现阶段龙头企业正加快整合获取更多配额，供给侧强约束下，行业景气度大幅提升，有望开启长景气周期。2024H1 氟化工行业上市企业合计营收、归母净利和扣非归母净利同比+4.5%、+4.5%、+30.7%。
- **聚氨酯**：MDI 作为聚氨酯主要产品，2024H1 纯 MDI 受终端消费表现欠佳以及 2023 年年底新装置投产带来产量量增影响，供需失衡导致产品价格整体震荡下行；聚合 MDI 价格在生产商挺价&海外不可抗力频发等供方消息提振下整体震荡上行。其他聚氨酯产品方面，TDI 受需求端持续低迷&产能过剩影响，产品价格震荡下跌；聚醚受成本及供需扰动，市场价格先扬后抑窄幅震荡。2024H1 聚氨酯行业上市企业合计营收、归母净利和扣非归母净利同比+10.8%、-4.6%、-2.8%。
- **煤化工**：一方面，得益于上半年高油价、低煤价市场环境，油煤价差增扩带来较好盈利能力；另一方面，基于国内多煤少油贫气的能源结构，在国际油价高位震荡阶段，发展煤化工符合国家能源安全的需求。2024H1 煤化工行业上市企业合计营收、归母净利和扣非归母净利同比+15.0%、+128.4%、+142.7%。
- **纯碱**：2024H1 和 2024Q2 纯碱行业上市企业合计营收、归母净利和扣非归母净利同比+1.4%、+11.9%、+9.7%及+5.9%、+32.0%、+28.9%，行业收入、利润增长主要得益于需求景气的延续以及龙头企业产能量增，随着后续下游建筑及光伏玻璃开工率回落，需关注成本优势企业份额的进一步提升。
- **钛白粉**：2024H1 和 2024Q2 钛白粉行业上市企业合计营收、归母净利和扣非归母净利同比+9.7%、+49.1%、+56.9%及+12.5%、+26.7%、+27.2%。2024Q2 盈利增速略有下行主要由于行业进入传统需求淡季，产品价格季度环比走弱。随着海外反倾销调查影响陆续落地，行业出口景气度有待持续跟踪，重视龙头企业上游钛矿布局阿尔法。
- **农药**：全球去库逐步进入尾声，但需求低迷加剧供给过剩压力，上半年大多数原药品价格跌至或跌破历史低位，而“买涨不买跌”情绪进一步加剧了供需博弈。同时，上半年部分原材料价格上涨也增大了农药企业经营压力。2024H1 农药行业上市企业合计营收、归母净利和扣非归母净利同比-7.2%、-73.1%、-81.6%。
- **板块整体承压的背景下，关注具备涨价弹性、供需格局改善方向。**1) **白马**：盈利估值双重筑底阶段，久经历史周期验证的强阿尔法白马投资性价比凸显，关注 万华化学、华鲁恒升、宝丰能源、卫星化学、远兴能源 等。2) **红利**：具备强资源优势和高分红预期的 云天化、龙佰集团 等。3) **弹性**：① **轮胎**：海运费持续下行&龙头胎企出海布局，关注 赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎、通用股份、贵州轮胎 等；② **制冷剂**：供给侧强约束&以旧换新、大设备更新等政策催化需求，关注 巨化股份、三美股份、永和股份、昊华科技 等；③ **食品及饲料添加剂**：海外强不可抗力&季节性补库&生产商集体挺价，关注 新和成、安迪苏、兄弟科技、浙江医药、花园生物、金禾实业、百龙创园 等；④ **农药**：库存去化&成本端压力传导下的涨价弹性，关注 扬农化工、润丰股份 等。
- **风险提示**：宏观环境波动、竞争格局恶化、政策不及预期、原材料或产品价格大幅波动、数据与实际情况偏差风险、需求不及预期、使用的第三方数据信息更新不及时等

内容目录

一、基础化工：行业景气反弹后回落，二季度盈利有所改善	- 9 -
二、行业整体磨底运行，部分细分子板块表现较佳	- 16 -
2.1 食品及饲料添加剂：涨价或成为 2024 年全年主旋律	- 16 -
2.2 轮胎：欧美替换市场景气高，需求旺盛带动业绩高增	- 23 -
2.3 氟化工：配额约束供给收缩，行业景气显著回暖	- 28 -
2.4 聚氨酯：高油价带来成本压力，行业整体增收难增利	- 31 -
2.5 煤化工：油煤差价走势扩大，行业景气提升明显	- 35 -
2.6 纯碱：Q2 价格逐步走弱，龙头产能增量带动业绩增长	- 39 -
2.7 钛白粉：淡季价格走弱，价差环比小幅收窄	- 42 -
2.8 农药：2024H1 库存去化持续，2024H2 有望企稳回升	- 45 -
三、投资建议	- 50 -
四、风险提示	- 50 -

图表目录

图表 1: 2014 年至今, 基础化工品价格、价差及申万行业指数分位数变化.....	- 9 -
图表 2: 2024H1 申万基础化工行业指数累计下降 12.2%.....	- 9 -
图表 3: 2019 年至今中国化工产品价格指数 (CCPI) 走势.....	- 10 -
图表 4: 2024H1 基础化工二级子行业行情表现.....	- 10 -
图表 5: 2024Q2 基础化工二级子行业行情表现.....	- 10 -
图表 6: 2024H1 基础化工行业各子版块行情表现.....	- 11 -
图表 7: 2024Q2 基础化工行业各子版块行情表现.....	- 11 -
图表 8: 2024H1 行业营业收入同比+2.1%.....	- 12 -
图表 9: 2024Q2 行业营业收入同比+6.1%.....	- 12 -
图表 10: 2024H1 行业归母净利同比-5.5%.....	- 12 -
图表 11: 2024Q2 行业归母净利同比+4.3%.....	- 12 -
图表 12: 2024H1 行业扣非归母净利同比-5.2%.....	- 12 -
图表 13: 2024Q2 行业扣非归母净利同比+3.7%.....	- 12 -
图表 14: 2024H1 行业毛利率、净利率、ROE 同比约-0.02pct、-0.5pct、-0.4pct.....	- 13 -
图表 15: 2024Q2 行业毛利率、净利率、ROE 同比约+0.6pct、-0.2pct、-0.02pct.....	- 13 -
图表 16: 2024H1 行业期间费用率同比+0.6pct.....	- 13 -
图表 17: 2024Q2 行业期间费用率同比+0.6pct.....	- 13 -
图表 18: 2024H1 行业研发费用同比+5.5%.....	- 14 -
图表 19: 2024Q2 行业研发费用同比+6.7%.....	- 14 -
图表 20: 2024H1 末, 行业资产负债率约 48.2%.....	- 14 -
图表 21: 2024H1 行业净现比同比+22.4pct.....	- 14 -
图表 22: 2024Q2 行业净现比同比+23.5pct.....	- 14 -
图表 23: 2024H1 末, 行业在建工程同比-0.1%.....	- 15 -
图表 24: 2024Q2 末, 行业在建工程同比-0.1%.....	- 15 -
图表 25: 2024H1 末, 行业固定资产同比+18.9%.....	- 15 -
图表 26: 2024Q2 末, 行业固定资产同比+18.9%.....	- 15 -
图表 27: 2024H1 行业资本开支同比-13.6%.....	- 16 -
图表 28: 2024Q2 行业资本开支同比-15.2%.....	- 16 -
图表 29: 2017 年至今维生素 A 价格走势.....	- 17 -
图表 30: 2017 年至今维生素 E 价格走势.....	- 17 -
图表 31: 2017 年至今维生素 D3 价格走势.....	- 17 -
图表 32: 2017 年至今维生素 K3 价格走势.....	- 17 -
图表 33: 维生素价格指数及饲料中使用成本指数.....	- 17 -

图表 34: 主要维生素品种所处历史位置及最新价格走势 (20200203-20240913)	- 18 -
图表 35: 生猪养殖盈利逐渐改善 (元)	- 18 -
图表 36: 2024H1, VA&VE 稳步上涨、7 月后加速	- 18 -
图表 37: 蛋氨酸价格自 2023H2 以来有所反弹	- 19 -
图表 38: 2023H2 起, 部分蛋氨酸产能陆续被动停产或转产 (万吨/年, 万吨)	- 19 -
图表 39: 未来全球蛋氨酸增长产能有限 (万吨)	- 20 -
图表 40: 国内蛋氨酸净出口逐渐扩大	- 20 -
图表 41: 2024H1 三氯蔗糖、安赛蜜、乙基麦芽酚价格同比下行	- 20 -
图表 42: 三氯蔗糖出口需求亮眼	- 21 -
图表 43: 2024H1 食品及饲料添加剂行业营业收入同比+6.7%	- 21 -
图表 44: 2024Q2 食品及饲料添加剂行业营业收入同比+9.1%, 环比+5.8%	- 21 -
图表 45: 2024H1 食品及饲料添加剂行业归母净利同比+25.3%	- 22 -
图表 46: 2024Q2 食品及饲料添加剂行业归母净利同比+34.1%, 环比+21.0%	- 22 -
图表 47: 2024H1 食品及饲料添加剂行业扣非净利同比+31.5%	- 22 -
图表 48: 2024Q2 食品及饲料添加剂行业扣非净利同比+36.3%, 环比+20.0%	- 22 -
图表 49: 2024H1 食品及饲料添加剂行业毛利率和净利率同比+3.3pct 和+1.7pct	- 23 -
图表 50: 2024Q2 食品及饲料添加剂行业毛利率和净利率环比+1.3pct 和+1.6pct	- 23 -
图表 51: 2024H1 全球轮胎分区域市场情况	- 23 -
图表 52: 2021 年至今天然橡胶现货价格变化	- 24 -
图表 53: 2021 年至今丁苯橡胶现货价格变化	- 24 -
图表 54: 2021 年至今 CCFI 综合指数变化	- 24 -
图表 55: 2021 年至今 CCFI 美西、欧洲、东南亚航线指数变化情况	- 24 -
图表 56: 2020 年至今国内半钢胎产量变化	- 25 -
图表 57: 2020 年至今国内全钢胎产量变化	- 25 -
图表 58: 2021 年至今国内半钢胎库存变化 (万条)	- 25 -
图表 59: 2021 年至今国内全钢胎库存变化 (万条)	- 25 -
图表 60: 2020 年至今国内半钢胎开工率情况	- 26 -
图表 61: 2020 年至今国内全钢胎开工率情况	- 26 -
图表 62: 2024H1 轮胎行业营业收入同比+16.8%	- 26 -
图表 63: 2024Q2 轮胎行业营业收入同比+13.3%, 环比+6.6%	- 26 -
图表 64: 2024H1 轮胎行业归母净利同比+72.7%	- 27 -
图表 65: 2024Q2 轮胎行业归母净利同比+37.3%, 环比+10.2%	- 27 -
图表 66: 2024H1 轮胎行业扣非净利同比+71.8%	- 27 -
图表 67: 2024Q2 轮胎行业扣非净利同比+31.9%, 环比+8.3%	- 27 -
图表 68: 2024H1 轮胎行业毛利率和净利率同比分别+3.9pct 和+3.7pct	- 28 -

图表 69: 2024Q2 轮胎行业毛利率和净利率环比分别+0.5pct 和+0.4pct.....	- 28 -
图表 70: 2024 年 R22 生产配额 CR3 达 77%.....	- 28 -
图表 71: 2024 年三代制冷剂生产配额 CR3 达 67.1%.....	- 28 -
图表 72: 2017 年至今 R22 价格价差走势.....	- 29 -
图表 73: 2017 年至今 R32 价格价差走势.....	- 29 -
图表 74: 2017 年至今 R134a 价格价差走势.....	- 29 -
图表 75: 2017 年至今 R125 价格价差走势.....	- 29 -
图表 76: 2024H1 氟化工行业营业收入同比+4.5%.....	- 30 -
图表 77: 2024Q2 氟化工行业营业收入同比+6.7%，环比+21.5%.....	- 30 -
图表 78: 2024H1 氟化工行业归母净利同比+4.5%.....	- 30 -
图表 79: 2024Q2 氟化工行业归母净利同比+5.4%，环比+53.2%.....	- 30 -
图表 80: 2024H1 氟化工行业扣非净利同比+30.7%.....	- 30 -
图表 81: 2024Q2 氟化工行业扣非净利同比+9.4%，环比+58.1%.....	- 30 -
图表 82: 2024H1 氟化工行业毛利率和净利率同比分别-0.2pct 和+0.2pct.....	- 31 -
图表 83: 2024Q2 氟化工行业毛利率和净利率环比分别+2.5pct 和+1.8pct.....	- 31 -
图表 84: 2009 年以来国内纯 MDI 价格价差走势.....	- 32 -
图表 85: 2009 年以来国内聚合 MDI 价格价差走势.....	- 32 -
图表 86: 2016 年以来国内 TDI 价格价差走势.....	- 32 -
图表 87: 2016 年以来国内硬泡聚醚格价差走势.....	- 32 -
图表 88: 2024H1 聚氨酯行业营业收入同比+10.8%.....	- 33 -
图表 89: 2024Q2 聚氨酯行业营业收入同比+11.2%，环比+9.8%.....	- 33 -
图表 90: 2024H1 聚氨酯行业归母净利同比-4.6%.....	- 33 -
图表 91: 2024Q2 聚氨酯行业归母净利同比-11.4%，环比-4.1%.....	- 33 -
图表 92: 2024H1 聚氨酯行业扣非净利同比-2.8%.....	- 33 -
图表 93: 2024Q2 聚氨酯行业扣非净利同比-8.7%，环比-4.7%.....	- 33 -
图表 94: 2024H1 聚氨酯行业毛利率和净利率同比分别-0.3pct 和-1.2pct.....	- 34 -
图表 95: 2024Q2 聚氨酯行业毛利率和净利率环比分别-2.1pct 和-1.2pct.....	- 34 -
图表 96: 2023 年至今国内原煤及动力煤价格走势.....	- 35 -
图表 97: 2023 年至今国际油价走势.....	- 35 -
图表 98: 2024H1 煤化工行业营业收入同比+15.0%.....	- 36 -
图表 99: 2024Q2 煤化工行业营业收入同比+22.9%，环比+9.5%.....	- 36 -
图表 100: 2024H1 煤化工行业归母净利同比+128.4%.....	- 36 -
图表 101: 2024Q2 煤化工行业归母净利同比+202.1%，环比+23.1%.....	- 36 -
图表 102: 2024H1 煤化工行业扣非净利同比+142.7%.....	- 37 -
图表 103: 2024Q2 煤化工行业扣非净利同比+234.9%，环比+31.1%.....	- 37 -

图表 104: 2024H1 煤化工行业毛利率和净利率同比分别+4.3pct 和+3.1pct.....	- 37 -
图表 105: 2024Q2 煤化工行业毛利率和净利率环比分别+1.7pct 和+0.9pct	- 37 -
图表 106: 2019 年至今轻质纯碱和重质纯碱价格走势.....	- 39 -
图表 107: 2019 年至今氨碱法纯碱价差走势.....	- 39 -
图表 108: 2019 年至今联碱法纯碱价差走势.....	- 39 -
图表 109: 2019 年至今天然碱法纯碱价差走势.....	- 39 -
图表 110: 2024H1 纯碱行业营业收入同比+1.4%	- 40 -
图表 111: 2024Q2 纯碱行业营业收入同比+5.9%，环比+5.4%.....	- 40 -
图表 112: 2024H1 纯碱行业归母净利同比+11.9%	- 40 -
图表 113: 2024Q2 纯碱行业归母净利同比+32.0%，环比+11.0%.....	- 40 -
图表 114: 2024H1 纯碱行业扣非净利同比+9.7%	- 41 -
图表 115: 2024Q2 纯碱行业扣非净利同比+28.9%，环比+10.9%.....	- 41 -
图表 116: 2024H1 纯碱行业毛利率和净利率同比分别+2.8pct 和+2.3pct	- 41 -
图表 117: 2024Q2 纯碱行业毛利率和净利率环比分别-0.4pct 和+0.9pct	- 41 -
图表 118: 2017 年至今硫酸法钛白粉均价（元/吨）	- 42 -
图表 119: 2021 年至今氯化法钛白粉均价（元/吨）	- 42 -
图表 120: 2017 年至今钛精矿市场均价（元/吨）	- 42 -
图表 121: 2017 年至今高钛渣市场均价（元/吨）	- 42 -
图表 122: 2017 年至今硫酸法钛白粉价差（元/吨）	- 43 -
图表 123: 2021 年至今氯化法钛白粉价差（元/吨）	- 43 -
图表 124: 2024H1 钛白粉行业营业收入同比+9.7%	- 43 -
图表 125: 2024Q2 钛白粉行业营业收入同比+12.5%，环比-6.4%.....	- 43 -
图表 126: 2024H1 钛白粉行业归母净利同比+49.1%	- 44 -
图表 127: 2024Q2 钛白粉行业归母净利同比+26.7%，环比-7.1%.....	- 44 -
图表 128: 2024H1 钛白粉行业扣非净利同比+56.9%	- 44 -
图表 129: 2024Q2 钛白粉行业扣非净利同比+27.2%，环比-5.5%.....	- 44 -
图表 130: 2024H1 钛白粉行业毛利率和净利率同比分别+2.2pct 和+2.1pct.....	- 45 -
图表 131: 2024Q2 钛白粉行业毛利率和净利率环比分别-0.03pct 和+0.1pct	- 45 -
图表 132: 主要农药品种所处历史位置及最新价格走势（20200203-20240913）	- 46 -
图表 133: 中农立华原药价格指数.....	- 46 -
图表 134: 近期草甘膦库存逐渐去化	- 47 -
图表 135: 国内草甘膦企业产能.....	- 47 -
图表 136: 近年来草甘膦行业市场集中度有所提升	- 47 -
图表 137: 2024H1 农药行业营业收入同比-7.2%.....	- 48 -
图表 138: 2024Q2 农药行业营业收入同比-2.8%，环比+9.2%	- 48 -

图表 139: 2024H1 农药行业归母净利同比-73.1%.....	- 48 -
图表 140: 2024Q2 农药行业归母净利-0.2 亿元.....	- 48 -
图表 141: 2024H1 农药行业扣非净利同比-81.6%.....	- 48 -
图表 142: 2024Q2 农药行业扣非净利-2.9 亿元.....	- 48 -
图表 143: 2024H1 农药行业毛利率和净利率同比分别-2.0pct 和-3.5pct.....	- 49 -
图表 144: 2024Q2 农药行业毛利率和净利率环比分别-3.0pct 和-3.1pct.....	- 49 -

一、基础化工：行业景气反弹后回落，二季度盈利有所改善

- 从化工位置上看，根据 Wind 我们测算，截至 9 月 13 日，国内基础化工产品价格、价差指数分别位于 2014 年以来的 49.7% 和 12.6% 分位，较 2024 年年初分别 +5.0pct、-7.2pct，较 2024 年 2 月 5 日申万基础化工行业指数低点时相比分别 +1.9pct、-4.9pct。

图表 1：2014 年至今，基础化工品价格、价差及申万行业指数分位数变化



来源：Wind，中泰证券研究所（注：数据截至 2024 年 9 月 13 日）

- 行业指数上看，2024H1 申万基础化工指数整体呈倒“N”型走势，春节后伴随国内终端需求的回暖叠加以旧换新、大设备更新等政策的刺激，市场触底反弹；随后受益于国际油价的持续性上涨以及海外部分装置不可抗力频发，部分化工品景气明显回暖。5 月后，一方面随着全球炼厂陆续进入检修期以及地缘冲突的降温，国际油价高位回落；另一方面，国内终端补库期渐止后带来化工品景气明显回落，市场行情再度走弱。截至 2024 年 6 月 28 日，基础化工申万行业指数录得 3035.18 点，较 2024 年年初 -12.2%，跑输沪深 300 指数 14.4pct。

图表 2：2024H1 申万基础化工行业指数累计下降 12.2%



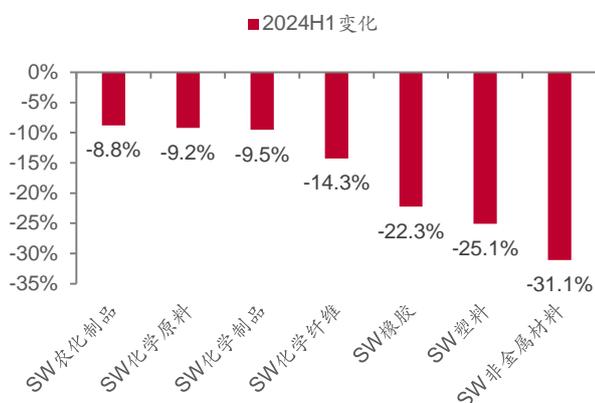
来源：Wind，中泰证券研究所

- 价格指数上看**,截至 2024 年 6 月 28 日,中国化工产品价格指数(C CPI)录得 4757 点,较 2024 年年初的 4621 点相比上涨 2.9%。2024 年二季度 CPI 涨幅 2.3% (2024 年 4 月 1 日至 2024 年 6 月 28 日)。走势上看,2024 年 1-5 月受益于内外需的转暖以及能源价格的上涨,化工产品价格指数震荡上行;后随市场需求软弱、库存累积等影响再次转入下行通道。

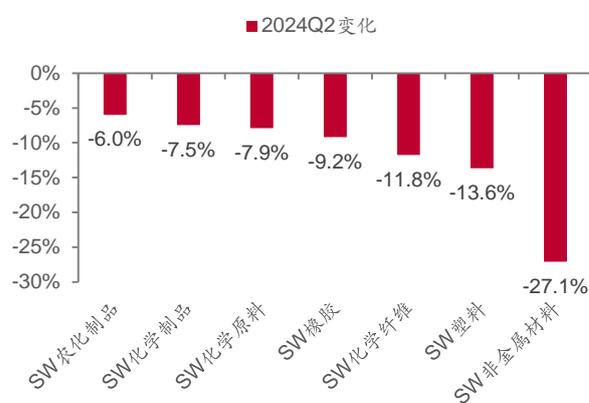
图表 3: 2019 年至今中国化工产品价格指数 (CPI) 走势


来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 9 月 13 日)

- 细分行业上看**,若我们以申万二级行业分类为基准,2024 年上半年 7 个基础化工二级子行业的申万行业指数均出现不同程度的下行。截至 2024H1 末,SW 农化制品、SW 化学原料、SW 化学制品、SW 化学纤维、SW 橡胶、SW 塑料、SW 非金属材料分别录得 3508.39、2489.89、5100.87、3262.23、3429.52、2249.42、3543.37 点,较 2024 年年初分别-8.8%、-9.2%、-9.5%、-14.3%、-22.3%、-25.1%、-31.1%。季度维度看,2024Q2 单季度,SW 农化制品、SW 化学制品、SW 化学原料、SW 橡胶、SW 化学纤维、SW 塑料、SW 非金属材料跌幅分别为 6.0%、7.5%、7.9%、9.2%、11.8%、13.6%、27.1%。

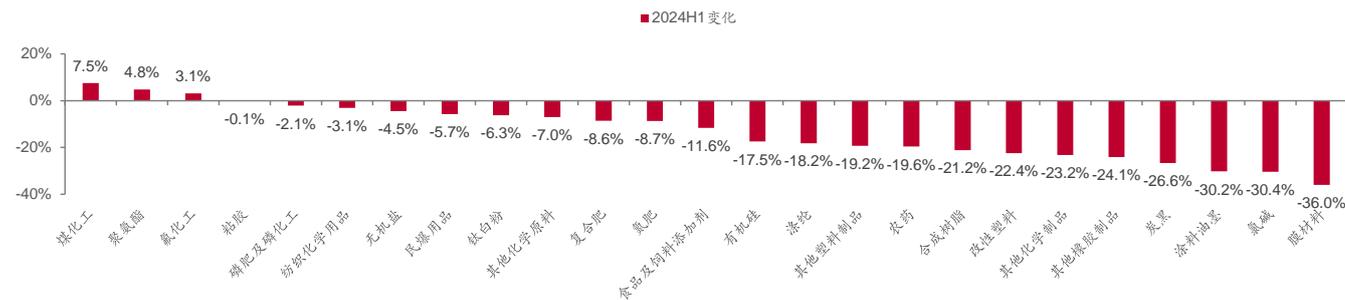
图表 4: 2024H1 基础化工二级子行业行情表现


来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 2024H1 数据为 2024 年 1 月 2 日至 2024 年 6 月 28 日)

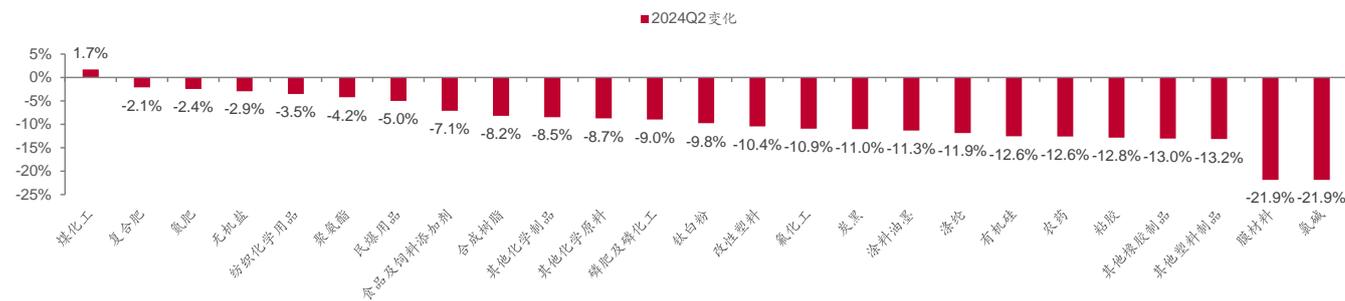
图表 5: 2024Q2 基础化工二级子行业行情表现


来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 2024Q2 数据为 2024 年 4 月 1 日至 2024 年 6 月 28 日)

- 进一步地,观察基础化工申万三级行业分类中的 25 个子行业 2024H1 和 2024Q2 行业指数表现情况可知,2024 年上半年,煤化工、聚氨酯和氟化工表现较好,累计涨幅分别约 7.5%、4.8%和 3.1%;膜材料、氯碱和涂料油墨行业表现欠佳,累计跌幅分别约 36.0%、30.4%、30.2%。2024 年二季度,除煤化工行业单季度累计涨幅 1.7%外,其他子行业均出现不同程度的下行,氯碱、膜材料、其他塑料制品、其他橡胶制品、粘胶行业跌幅较大,分别约 21.9%、21.9%、13.2%、13.0%、12.8%。

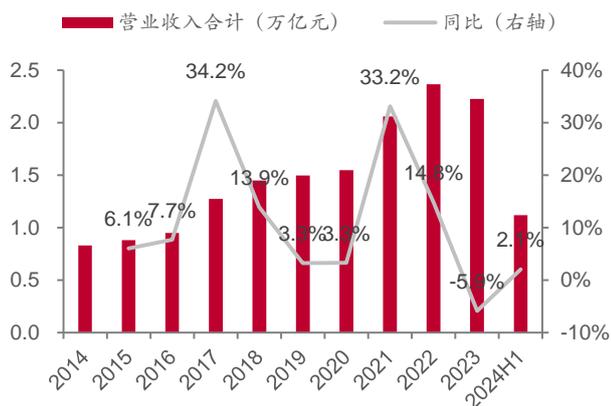
图表 6: 2024H1 基础化工行业各子版块行情表现


来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 2024H1 数据为 2024 年 1 月 2 日至 2024 年 6 月 28 日)

图表 7: 2024Q2 基础化工行业各子版块行情表现


来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 2024Q2 数据为 2024 年 4 月 1 日至 2024 年 6 月 28 日)

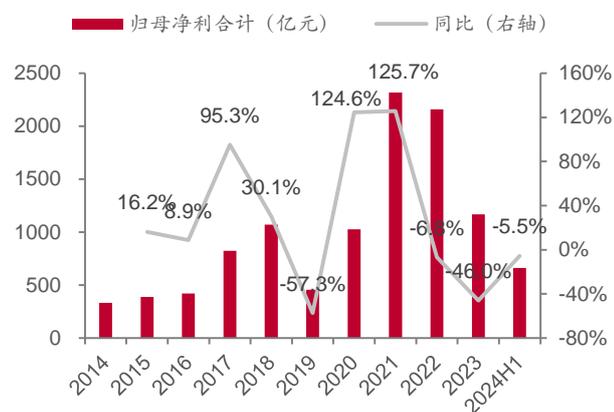
- 行业整体情况上看,截至 2024 年 9 月,SW 基础化工行业累计含 423 家上市企业,下文我们将基于收入利润表现、期间费用表现、营运能力和成长性等维度对行业 2024 年上半年整体表现及二季度单季度表现具体分析:
- 2024Q2 业绩表现有所改善。营业收入方面,2024H1,基础化工行业合计营收 1.1 万亿元,同比+2.1%。其中,2024Q2 单季度营收 5968.1 亿元,同比+6.1%。归母净利润方面,2024H1 基础化工行业合计归母净利润 662.3 亿元,同比-5.5%。其中,2024Q2 单季度归母净利润 359.1 亿元,同比+4.3%。扣非归母净利润方面,2024H1 基础化工行业合计扣非归母净利润 611.9 亿元,同比-5.2%。其中,2024Q2 单季度扣非归母净利润 328.6 亿元,同比+3.7%。

图表 8: 2024H1 行业营业收入同比+2.1%


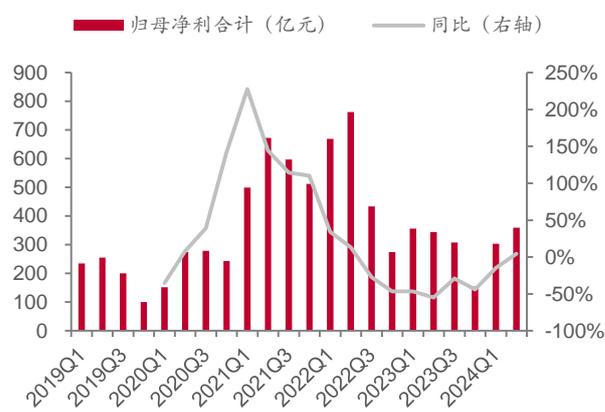
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 2024Q2 行业营业收入同比+6.1%

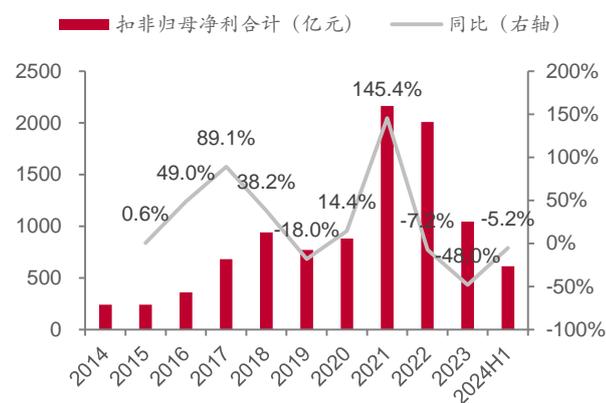

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 10: 2024H1 行业归母净利润同比-5.5%


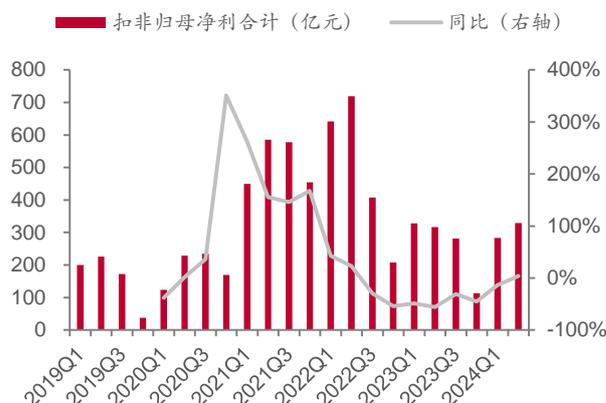
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 11: 2024Q2 行业归母净利润同比+4.3%


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: 2024H1 行业扣非归母净利润同比-5.2%


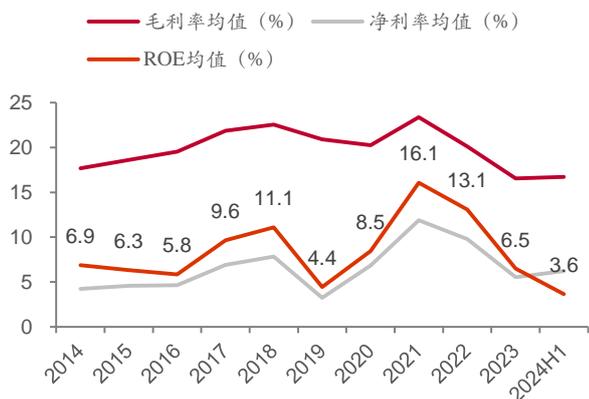
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 2024Q2 行业扣非归母净利润同比+3.7%


来源: Wind, 中泰证券研究所

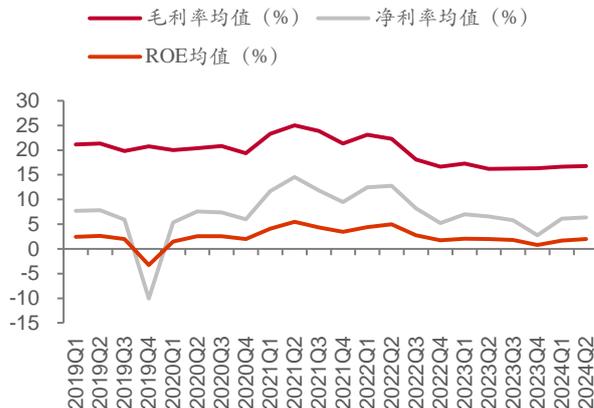
- **盈利能力仍处相对底部。**2024H1，基础化工行业毛利率、净利率和 ROE 分别约 16.7%、6.2%、3.6%，同比-0.02pct、-0.5pct、-0.4pct。分季度看，2024Q2 单季度毛利率、净利率和 ROE 分别约 16.8%、6.4%、2.0%，同比+0.6pct、-0.2pct、-0.02pct。

图表 14: 2024H1 行业毛利率、净利率、ROE 同比约-0.02pct、-0.5pct、-0.4pct



来源: Wind, 中泰证券研究所

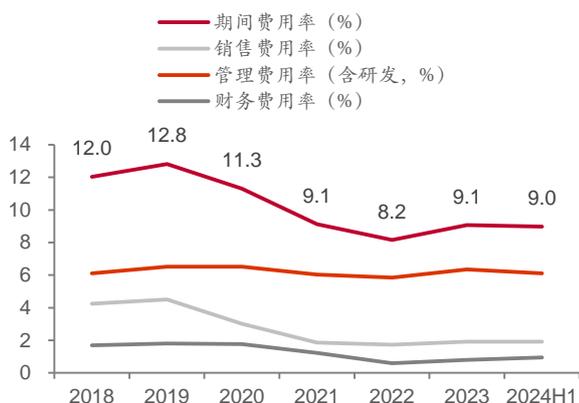
图表 15: 2024Q2 行业毛利率、净利率、ROE 同比约+0.6pct、-0.2pct、-0.02pct



来源: Wind, 中泰证券研究所

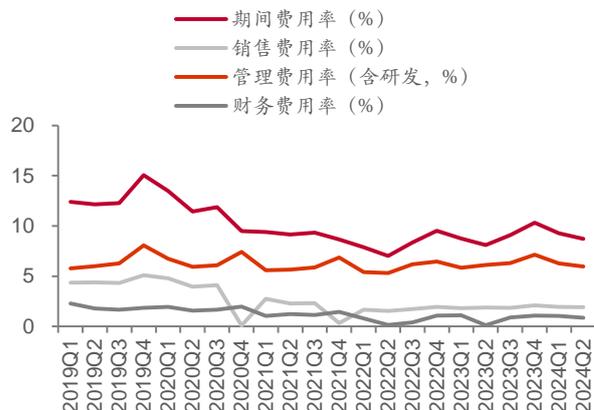
- **受财务费用率提升影响，行业期间费用率略有提升。**2024H1，基础化工行业期间费用率 9.0%，同比+0.6pct。具体看，2024H1 行业销售费用率、管理费用率（含研发）、财务费用率分别约 1.9%、6.1%、1.0%，同比+0.1pct、+0.1pct、+0.4pct。2024Q2 单季度基础化工行业期间费用率 8.7%，同比+0.6pct。具体看，2024Q2 单季度销售费用率、管理费用率（含研发）、财务费用率分别约 1.9%、6.0%、0.9%，同比+0.03pct、-0.1pct、+0.7pct。

图表 16: 2024H1 行业期间费用率同比+0.6pct



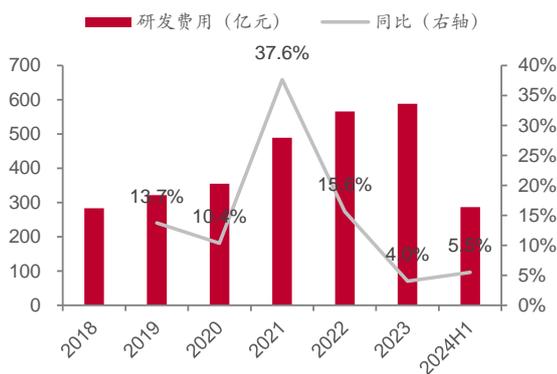
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 17: 2024Q2 行业期间费用率同比+0.6pct



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **研发费用同比略增。**2024H1，基础化工行业研发费用合计 287.1 亿元，同比+5.5%。分季度看，2024Q2 单季度基础化工行业研发费用 157.3 亿元，同比+6.7%。

图表 18: 2024H1 行业研发费用同比+5.5%


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 19: 2024Q2 行业研发费用同比+6.7%


来源: Wind, 中泰证券研究所

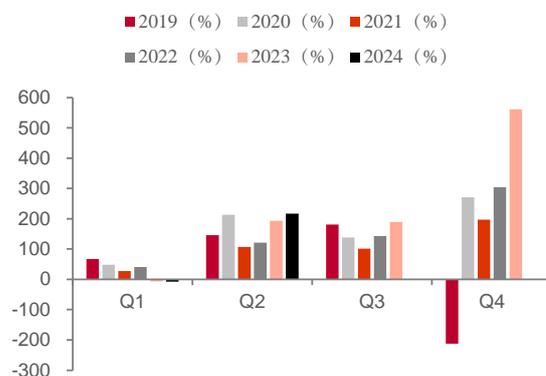
- 行业负债率略有提升, 营运能力持续向好。**偿债能力方面, 2014-2024H1, 基础化工行业资产负债率基本介于 45%-60%。截至 2024 年二季度末, 行业资产负债率约 48.2%。营运能力方面, 2024H1, 基础化工行业净现比约 114.5%, 同比+22.4pct。其中, 2024Q2 单季度行业净现比约 216.8%, 同比+23.5pct。

图表 20: 2024H1 末, 行业资产负债率约 48.2%


来源: Wind, 中泰证券研究所

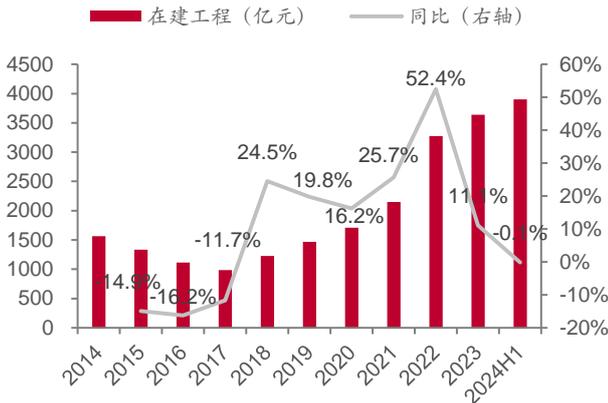
图表 21: 2024H1 行业净现比同比+22.4pct


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 22: 2024Q2 行业净现比同比+23.5pct


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **在建工程同比增速大幅降低。**2021-2022年，基础化工行业迎阶段性产能投放高峰，当年度行业在建工程同比增幅高达25.7%和52.4%。2023年以来，行业在建工程同比增速明显放缓。截至2024年二季度末，行业在建工程总计3901.2亿元，同比-0.1%。季度维度看，自2022Q4起，行业在建工程同比增速已连续7个季度下降；特别地，到2024年二季度末，行业在建工程同比增速首次出现负值。

图表 23：2024H1 末，行业在建工程同比-0.1%


来源：Wind，中泰证券研究所

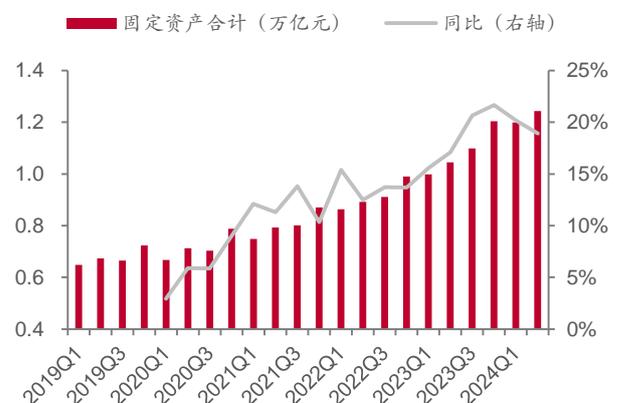
图表 24：2024Q2 末，行业在建工程同比-0.1%


来源：Wind，中泰证券研究所

- **固定资产增速进一步放缓。**随前期产能建设高峰项目陆续达产，基础化工行业固定资产规模持续放大，到2023年年底，行业固定资产合计1.2万亿元，同比+21.7%。到2024年上半年末，行业固定资产合计1.2万亿元，同比+18.9%。季度维度看，尽管目前基础化工行业固定资产同比增速仍呈双位数增长，但从同比增速的绝对值上看，自2023Q4起，行业固定资产同比增速已连续3个月下降，反映本轮投产周期内项目已逐步达产转固。现阶段，行业供给侧压力仍存，但边际上已存改善迹象。

图表 25：2024H1 末，行业固定资产同比+18.9%

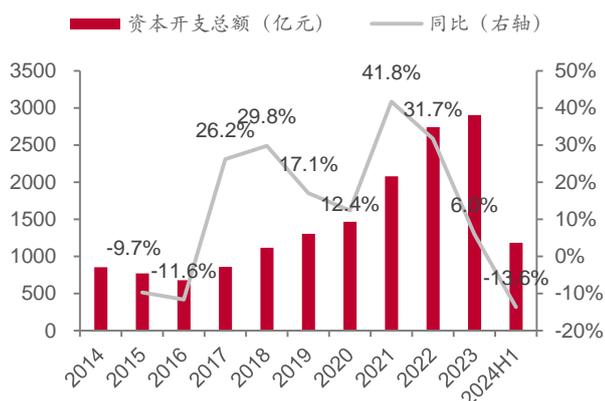

来源：Wind，中泰证券研究所

图表 26：2024Q2 末，行业固定资产同比+18.9%


来源：Wind，中泰证券研究所

- 资本开支已连续 3 个季度同比负增，且降幅持续扩大。2024H1，基础化工行业资本开支总计 1181.8 亿元，同比-13.6%。季度层面看，2024Q2 单季度行业资本开支总计 583.7 亿元，同比-15.2%。趋势上看，自 2023Q2 起，基础化工行业单季度资本开支同比增速逐步放缓，到 2024Q2 已连续 3 个季度同比增速出现负增，且降幅持续扩大，反映各生产企业的扩产意愿显著降低。

图表 27: 2024H1 行业资本开支同比-13.6%



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 28: 2024Q2 行业资本开支同比-15.2%



来源: Wind, 中泰证券研究所

二、行业整体磨底运行，部分细分子板块表现更佳

2.1 食品及饲料添加剂：涨价或成为 2024 年全年主旋律

- 若我们以申万三级行业分类为基准，SW 食品及饲料添加剂合计包括 24 家上市企业，分别为新和成、莱茵生物、兄弟科技、金禾实业、华宝股份、金丹科技、科拓生物、美农生物、三元生物、亚香股份、安迪苏、星湖科技、梅花生物、爱普股份、圣达生物、天新药业、蔚蓝生物、醋化股份、百龙创园、华康股份、嘉必优、华恒生物、润普食品和一致魔芋。
- 1) 维生素
- 2024H1，深度亏损促使厂家提价挺价，维生素涨价此起彼伏。2023 年维生素产品价格震荡下跌，全年多数产品年度均价同比跌幅 15%-62%，国内外厂商深度亏损，2024H1 厂商开始集体提价挺价。根据 Wind，2024H1 国内维生素 A、维生素 E、维生素 D3 和维生素 K3 均价分别约 81、66、56、82 元/公斤，同比-12.1%、-14.2%、+0.8%、-32.0%。2024Q2 单季度维生素 A、维生素 E、维生素 D3 和维生素 K3 均价分别约 82、69、59、84 元/公斤，同比-7.8%、-6.7%、+2.3%、-5.2%，环比+3.4%、+8.3%、+10.0%、+6.6%。另据博亚和讯，2024H1 吨饲料中维生素平均使用成本较 2023 年 12 月底上涨 12%。

图表 29: 2017 年至今维生素 A 价格走势



来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 9 月 14 日)

图表 30: 2017 年至今维生素 E 价格走势



来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 9 月 14 日)

图表 31: 2017 年至今维生素 D3 价格走势



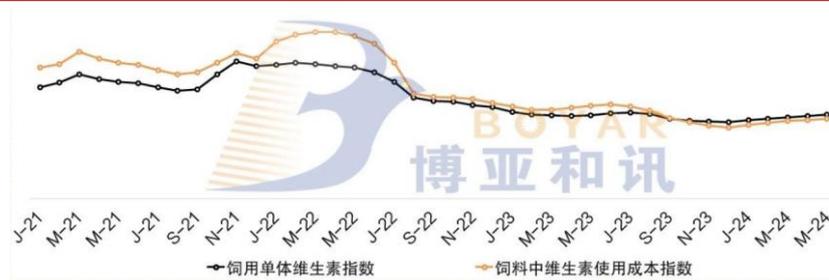
来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 9 月 14 日)

图表 32: 2017 年至今维生素 K3 价格走势



来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 9 月 14 日)

图表 33: 维生素价格指数及饲料中使用成本指数



来源: 博亚和讯, 中泰证券研究所

- **需求端看**, 2024 年 1-5 月维生素累计出口增加 12%, 随着前期超买库存消化, 叠加国际运价上涨, 维生素 E、维生素 A 等出口均有明显增量, 2024 年 3 月出口数量创 2021 年以来新高; 下游生猪养殖自 2 月以来盈利改善, 对维生素涨价的容忍度升高。
- **供给端看**, 多数维生素企业业绩已承压近两年, 提价挺价诉求强烈, 叠加上半年厂商事故、帝斯曼剥离维生素业务等事件催化, 引发市场对维生素的供应担忧。因此, 2024H1 维生素 D3、维生素 E、维生素 A 等品

种引领涨价，维生素（饲用）价格指数由 2024 年年初的 79.5 增长至 6 月 28 日的 90.4，半年度涨幅 13.7%。

图表 34：主要维生素品种所处历史位置及最新价格走势（20200203-20240913）

产品	单位	本周均价	24Q3均价	24Q2均价	24Q1均价	周环比	月环比	年同比	所处历史位置
维生素K3	元/千克	122.5	113.5	97.9	82.1	▲ 4.3%	▲ 3.6%	▲ 15.1%	49.1%
泛酸钙	元/千克	57.2	54.9	57.0	57.0	▼ -0.5%	▲ 2.7%	▼ -44.7%	0.8%
维生素B1	元/千克	200	194.5	171.4	150.1	▲ 0.0%	▲ 1.9%	▲ 47.6%	42.5%
烟酰胺	元/千克	50	44.3	39.3	38.1	▲ 0.0%	▲ 3.7%	▼ -6.4%	74.2%
维生素A	元/千克	259	185.9	86.4	81.7	▼ -8.2%	▲ 8.7%	▲ 39.8%	37.4%
维生素B12	元/千克	113	111.4	107.5	102.1	▲ 0.0%	▲ 0.7%	▲ 7.2%	18.8%
维生素B2	元/千克	104	104.0	103.6	100.6	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 4.3%	45.3%
维生素B6	元/千克	160	156.3	150.6	145.6	▲ 0.0%	▲ 0.1%	▲ 12.1%	70.0%
维生素D3	元/千克	265	218.8	59.8	56.5	▲ 0.0%	▲ 5.0%	▲ 95.8%	57.4%
维生素E	元/千克	140	121.8	70.2	65.3	▲ 0.0%	▼ -6.2%	▲ 21.7%	80.3%
2%生物素	元/千克	36.8	34.4	32.9	33.8	▼ -0.5%	▲ 3.3%	▼ -15.5%	1.4%
叶酸	元/千克	182.5	182.5	182.5	182.4	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▼ -8.2%	1.2%
维生素C	元/千克	26.5	26.5	26.5	24.7	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 23.9%	22.4%

来源：百川盈孚，中泰证券研究所

- **展望后市，季节性补库需求或成涨价新动能。**7月29日，巴斯夫路德维希港发生爆炸，对维生素A和维生素E等供应产生影响，相关产品价格加速上行。尽管后期巴斯夫公告有部分备货库存释放，但市场看涨情绪较强，厂商仍较为默契保持停报停签，价格仍在高位震荡。Q4是维生素传统需求旺季，我们认为厂商有意愿在旺季来临前保持较高价格，同时帝斯曼推进剥离业务也有意愿推动价格上行，因此在供给一致发力下，维生素下半年或迎来新一轮提涨。

图表 35：生猪养殖盈利逐渐改善（元）



来源：Wind，中泰证券研究所

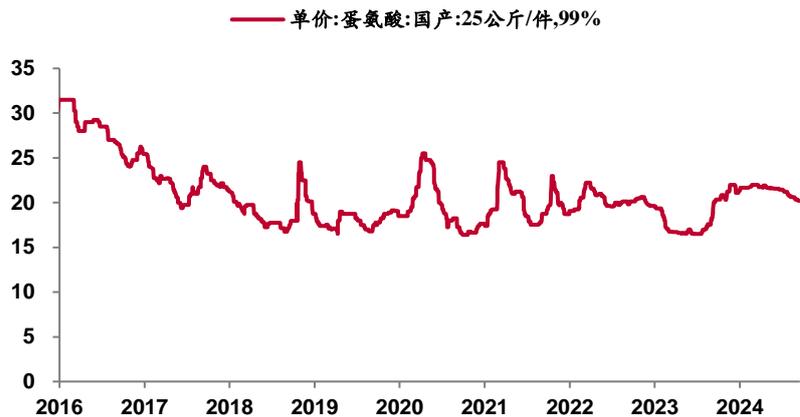
图表 36：2024H1，VA&VE 稳步上涨，7 月后加速



来源：Wind，中泰证券研究所（注：数据截至 2024 年 9 月 14 日）

- **2) 蛋氨酸**
- **2024H1，出口发力、供应紧平衡，价格同比上涨。**从进出口看，2023 年 11 月至 2024 年 6 月，国内蛋氨酸实现连续 8 个月净出口；2024H1 累计出口蛋氨酸 14.8 万吨，同比大幅增加 132%，累计进口蛋氨酸 7 万吨，同比减少 17%。尽管 2024H1 需求养殖仍属淡季，但在海外厂家转产、检修、停产的供给收缩及厂商提价挺价下，蛋氨酸价格同比实现 26.3% 涨幅。

图表 37: 蛋氨酸价格自 2023H2 以来有所反弹



来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 单位为元/千克, 数据截至 2024 年 9 月 14 日)

图表 38: 2023H2 起, 部分蛋氨酸产能陆续被动停产或转产 (万吨/年, 万吨)

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

来源: 各公司公告, 秣宝网, 中泰证券研究所

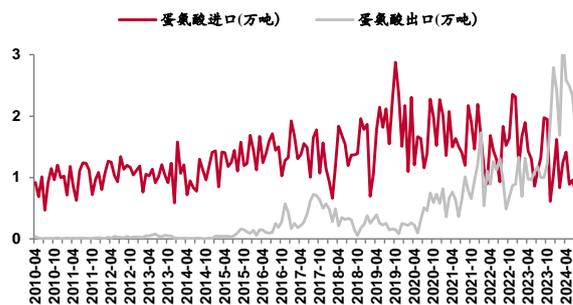
- **展望后市, 蛋氨酸的价格更多需关注供给端的变化。**近年国内蛋氨酸产能扩产对全球格局影响深远, 我国已从蛋氨酸净进口国转为进出口国, 而未来数年蛋氨酸新增产能也将集中于中国。短期看, 随着赢创和新和成复产、投产, 行业供给略有增加, 但禽类消费逐渐改善、补库开启也将增加一定需求。中长期看, 随着国内企业话语权增强, 对价格较强的把握力也将蛋氨酸价格维持在合理水平。

图表 39: 未来全球蛋氨酸增长产能有限 (万吨)

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

来源: 各公司公告, 中泰证券研究所

图表 40: 国内蛋氨酸净出口逐渐扩大

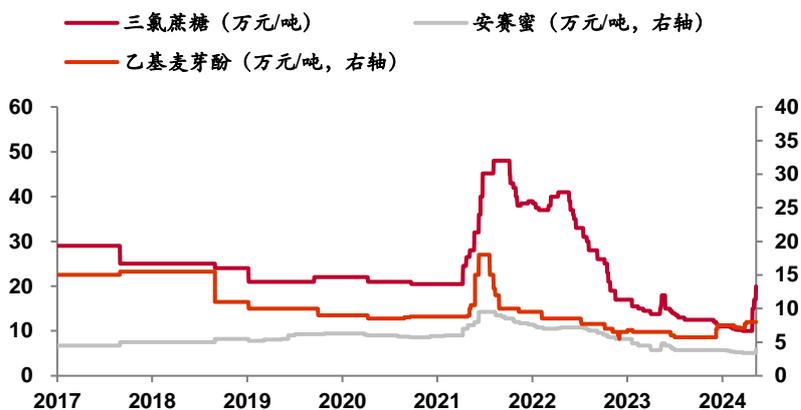


来源: Wind, 中泰证券研究所

■ **3) 甜味剂**

- **2024H1 海外需求良好, 价格战渐入尾声。**国内甜味剂多出口海外, 2024H1 三氯蔗糖出口 8615 吨, 同比增长 18%; 但近年供给扩容较快, 导致 2024H1 价格战延续, 三氯蔗糖一再突破历史底价, 企业盈利普遍承压甚至受损。4 月份麦芽酚产品在原材料上涨、企业盈利受损的背景下, 率先涨价, 三氯蔗糖和安赛蜜价格下降空间也已被压缩极限, 价格战趋于缓和。

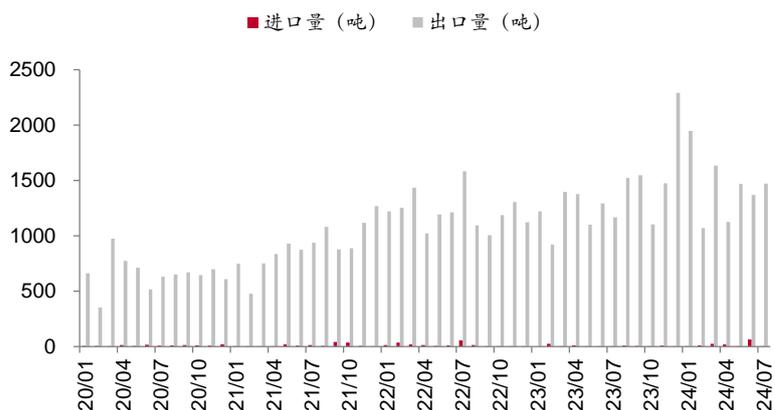
图表 41: 2024H1 三氯蔗糖、安赛蜜、乙基麦芽酚价格同比下行



来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 9 月 14 日)

- **展望后市, 以三氯酮糖为代表的甜味剂或迎来持续涨价。**8 月 28 日, 金禾实业发出调价函, 三氯蔗糖价格从 10 万/吨提涨至 20 万/吨, 涨价原因为持续高温天气、原料价格暴涨、生产/经营/管理成本承压。三氯蔗糖作为第五代甜味剂, 生产壁垒高, 具备规模生产能力企业全球仅 8 家, 海外仅有一家公司 (3500 吨/年) 且产品定位与国内不同, 国内企业优势明显。此前, 麦芽酚已率先涨价。在临近中秋/元旦/圣诞等旺季前提价, 体现出行业内对于盈利改善较为一致的诉求, 不排除相关产品进一步涨价可能。此外, 以阿洛酮糖为代表的天然甜味剂正在逐渐受到关注, 甜味剂市场空间将再次扩大。

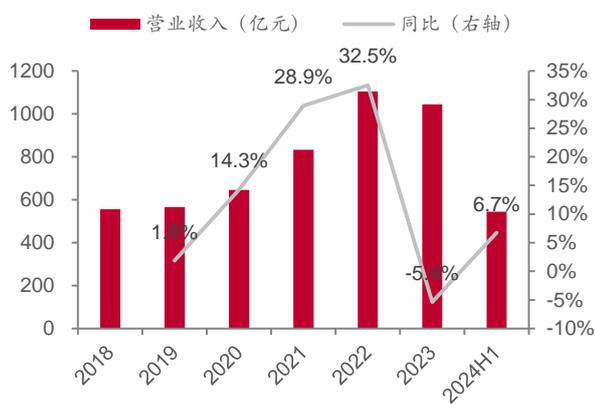
图表 42: 三氯蔗糖出口需求亮眼



来源: Wind, 中泰证券研究所

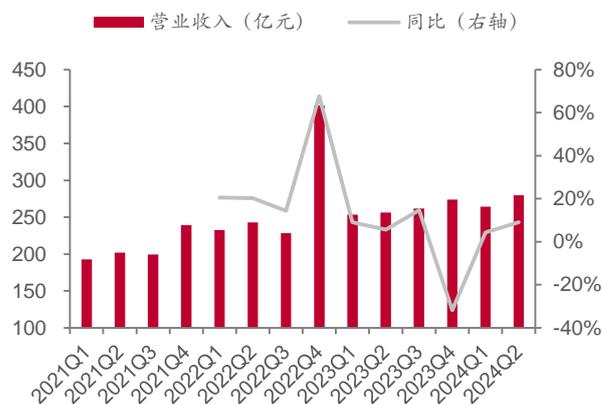
- **2024Q2 食品及饲料添加剂行业业绩同环比提升。** 营业收入方面, 2024H1 行业累计营业收入 544.2 亿元, 同比+6.7%; 2024Q2 单季度营业收入 279.8 亿元, 同比+9.1%, 环比+5.8%。归母净利润方面, 2024H1 行业累计归母净利润 63.7 亿元, 同比+25.3%; 2024Q2 单季度归母净利润 34.9 亿元, 同比+34.1%, 环比+21.0%。扣非归母净利润方面, 2024H1 行业累计扣非归母净利润 61.1 亿元, 同比+31.5%; 2024Q2 单季度扣非归母净利润 33.3 亿元, 同比+36.3%, 环比+20.0%。

图表 43: 2024H1 食品及饲料添加剂行业营业收入同比+6.7%

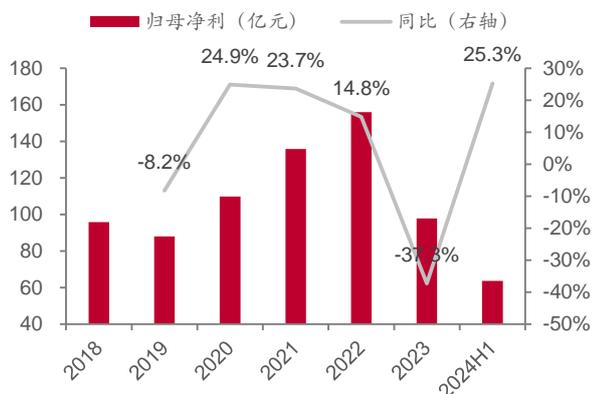


来源: Wind, 中泰证券研究所

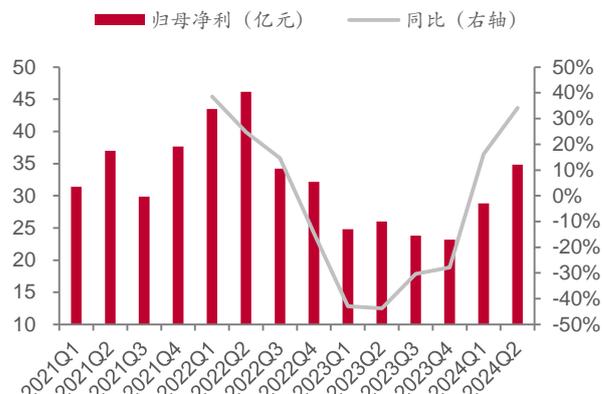
图表 44: 2024Q2 食品及饲料添加剂行业营业收入同比+9.1%, 环比+5.8%



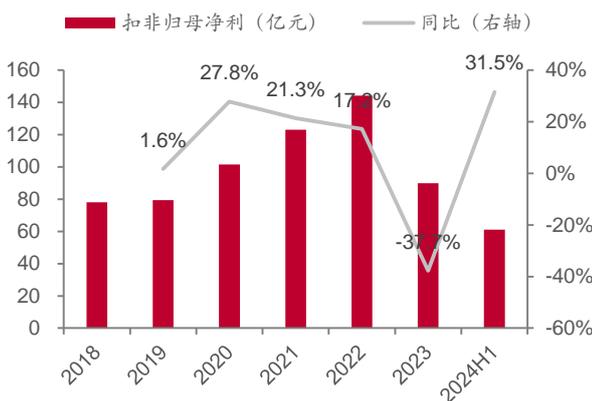
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 45: 2024H1 食品及饲料添加剂行业归母净利润同比+25.3%


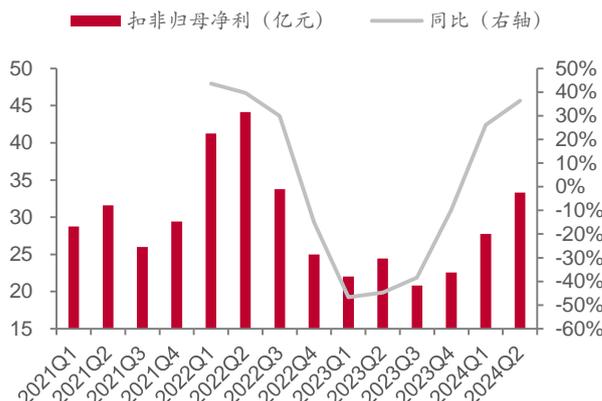
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 46: 2024Q2 食品及饲料添加剂行业归母净利润同比+34.1%，环比+21.0%


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 47: 2024H1 食品及饲料添加剂行业扣非净利润同比+31.5%


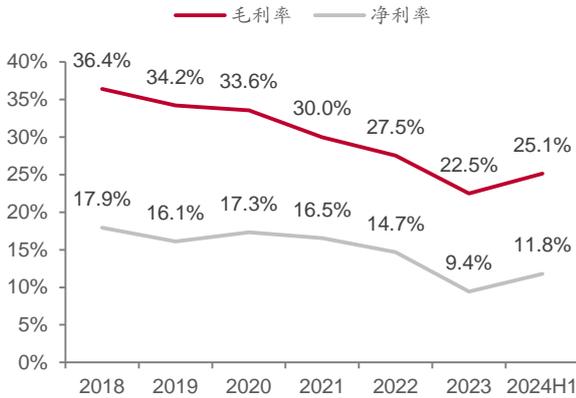
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 48: 2024Q2 食品及饲料添加剂行业扣非净利润同比+36.3%，环比+20.0%


来源: Wind, 中泰证券研究所

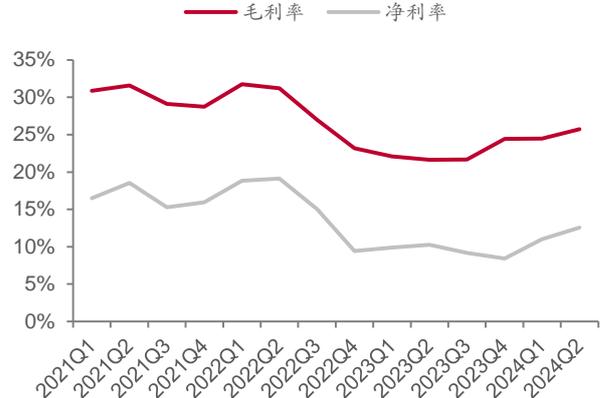
- 2024Q2 食品及饲料添加剂行业盈利能力同环比提升。** 毛利率方面，2024H1 食品及饲料添加剂行业平均毛利率约 25.1%，同比+3.3pct；2024Q2 单季度行业平均毛利率约 25.7%，同比+4.1pct，环比+1.3pct。净利率方面，2024H1 行业平均净利率约 11.8%，同比+1.7pct；2024Q2 单季度行业平均净利率约 12.6%，同比+2.3pct，环比+1.6pct。

图表 49: 2024H1 食品及饲料添加剂行业毛利率和净利率同比+3.3pct 和+1.7pct



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 50: 2024Q2 食品及饲料添加剂行业毛利率和净利率环比+1.3pct 和+1.6pct



来源: Wind, 中泰证券研究所

2.2 轮胎: 欧美替换市场景气高, 需求旺盛带动业绩高增

- 若我们以申万三级行业分类为基准, SW 轮胎轮毂中合计包括 9 家主营业务为轮胎的上市企业, 分别为贵州轮胎、青岛双星、森麒麟、S 佳通、风神股份、赛轮轮胎、三角轮胎、通用股份和玲珑轮胎。
- **2024H1 全球替换市场同比继续扩增。**根据米其林官网, 2024H1 全球乘用车轮胎替换市场及商用车和卡车替换市场同比均+4%。具体看, 国内方面, 乘用车配套市场同比+5%、替换市场同比+1%; 欧洲地区, 乘用车轮胎配套市场同比-5%、替换市场同比+6%; 商用车及卡车配套市场同比-17%、替换市场同比-2%; 北美市场乘用车轮胎配套市场同比+1%、替换市场需求同比+4%; 商用车和卡车配套市场同比-9%、替换市场同比+17%。

图表 51: 2024H1 全球轮胎分区域市场情况

2024H1 同比变化				
乘用车	欧洲	北美	中国	全球
配套市场	-5%	+1%	+5%	-1%
替换市场	+6%	+4%	+1%	+4%
2024H1 同比变化				
商用车和卡车	欧洲	北美	南美	全球 (不包含中国)
配套市场	-17%	-9%	+27%	-5%
替换市场	-2%	+17%	+4%	+4%

来源: 米其林公司公告, 中泰证券研究所

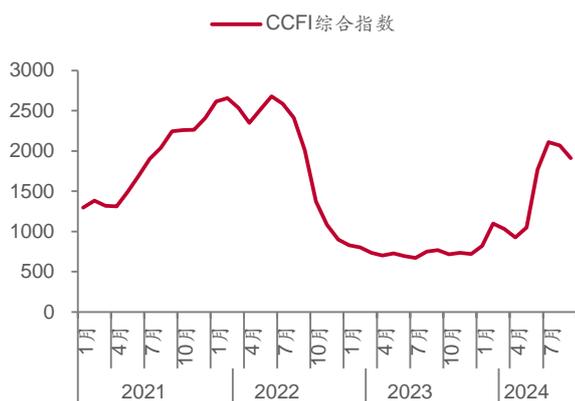
- 原料成本仍处高位。**盈利端影响最大的两种原材料分别为天然橡胶和丁苯橡胶。分产品看，天然橡胶2024年8月月度均价约1.4万元/吨，位于2021年以来的93.0%分位。丁苯橡胶价格于2024年1月跌至1.2万元/吨后震荡上行，最新2024年8月月度均价约1.5万元/吨，位于2021年以来的97.6%分位。运费综合指数方面，截至2024年8月，CCFI综合月均指数为2068，位于2021年以来的70.4%分位；CCFI美西航线月均指数为1480，位于2021年以来的72.7%分位；CCFI欧洲航线月均指数为3617，位于2021年以来的63.6%分位；CCFI东南亚航线月均指数为1271，位于2021年以来的36.3%分位。

图表 52: 2021 年至今天然橡胶现货价格变化

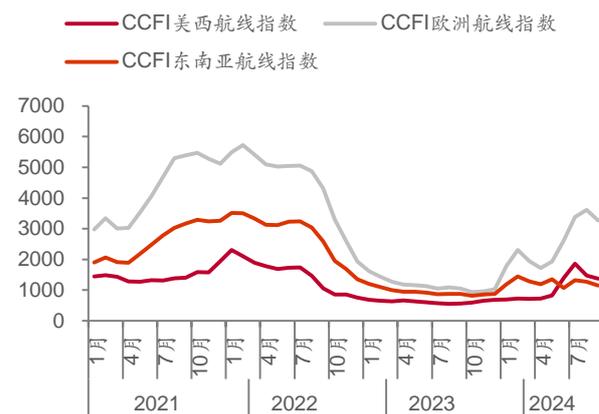

来源: iFinD, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 8 月)

图表 53: 2021 年至今丁苯橡胶现货价格变化


来源: iFinD, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 8 月)

图表 54: 2021 年至今 CCFI 综合指数变化


来源: iFinD, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 9 月)

图表 55: 2021 年至今 CCFI 美西、欧洲、东南亚航线指数变化情况


来源: iFinD, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 9 月)

- 国内半钢胎开工率提升、库存减少。**国内产量方面，2024Q2 单季度我国半钢胎和全钢胎产量分别为 5703 万条和 1300 万条，同比分别+5.1%和-2.0%。库存方面，2024Q2 单季度国内半钢胎山东厂内库存量均值约 730 万条，同比-12.2%；全钢胎社会库存量均值约 5.2 万条，同比+1.8%。开工率方面，2024Q2 单季度国内半钢胎开工率约 79.4%，同比+12.8pct；全钢胎开工率均值约 60.9%，同比-2.1pct。

图表 56：2020 年至今国内半钢胎产量变化


来源：iFinD，中泰证券研究所（注：数据截至 2024 年 8 月）

图表 57：2020 年至今国内全钢胎产量变化


来源：iFinD，中泰证券研究所（注：数据截至 2024 年 8 月）

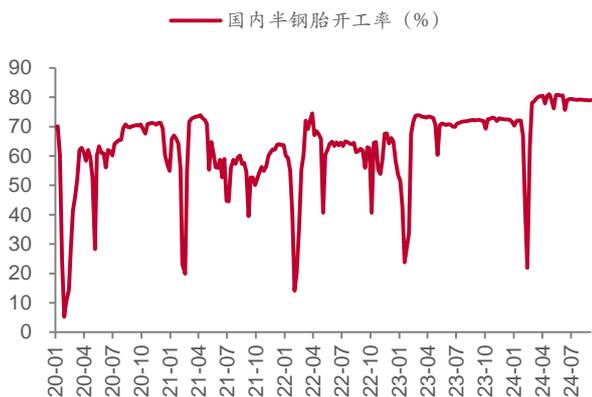
图表 58：2021 年至今国内半钢胎库存变化（万条）


来源：iFinD，中泰证券研究所（注：数据截至 2024 年 8 月）

图表 59：2021 年至今国内全钢胎库存变化（万条）

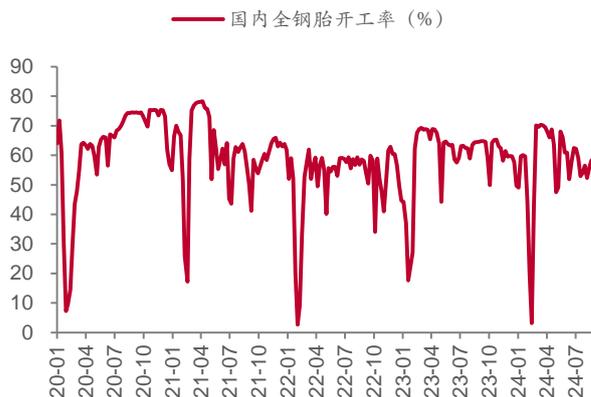

来源：iFinD，中泰证券研究所（注：数据截至 2024 年 8 月）

图表 60: 2020 年至今国内半钢胎开工率情况



来源: iFinD, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 9 月 5 日)

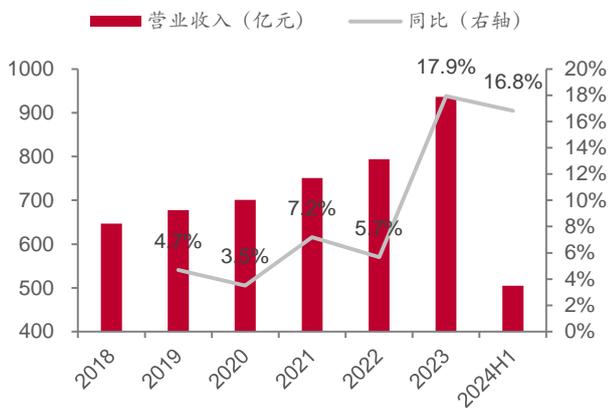
图表 61: 2020 年至今国内全钢胎开工率情况



来源: iFinD, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 9 月 5 日)

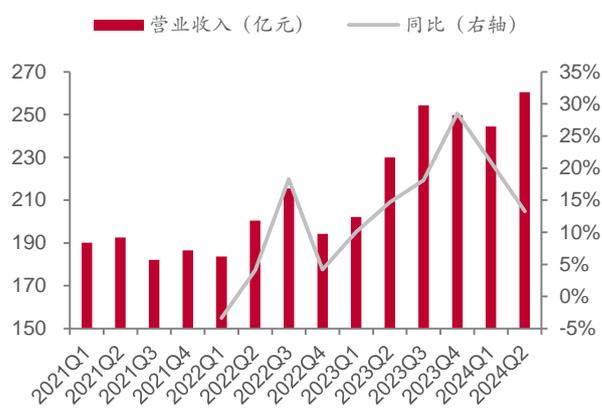
- 2024Q2 轮胎行业业绩同环比提升。**营业收入方面, 2024H1 行业累计营业收入 505.0 亿元, 同比+16.8%; 2024Q2 单季度营业收入 260.5 亿元, 同比+13.3%, 环比+6.6%。归母净利润方面, 2024H1 行业累计归母净利润 57.4 亿元, 同比+72.7%; 2024Q2 单季度归母净利润 30.1 亿元, 同比+37.3%, 环比+10.2%。扣非归母净利润方面, 2024H1 行业累计扣非归母净利润 54.5 亿元, 同比+71.8%; 2024Q2 单季度扣非归母净利润 28.4 亿元, 同比+31.9%, 环比+8.3%。

图表 62: 2024H1 轮胎行业营业收入同比+16.8%



来源: Wind, 中泰证券研究所

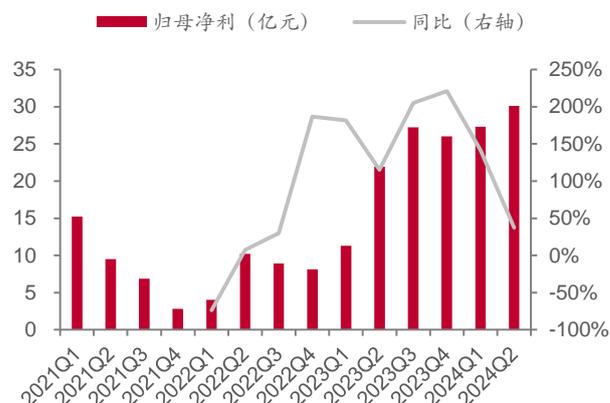
图表 63: 2024Q2 轮胎行业营业收入同比+13.3%, 环比+6.6%



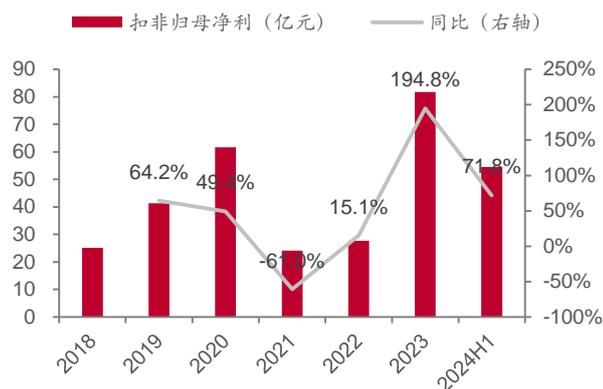
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 64: 2024H1 轮胎行业归母净利润同比+72.7%

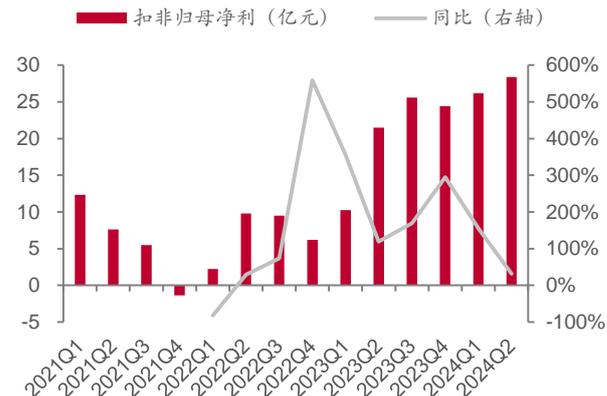

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 65: 2024Q2 轮胎行业归母净利润同比+37.3%, 环比+10.2%


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 66: 2024H1 轮胎行业扣非净利润同比+71.8%


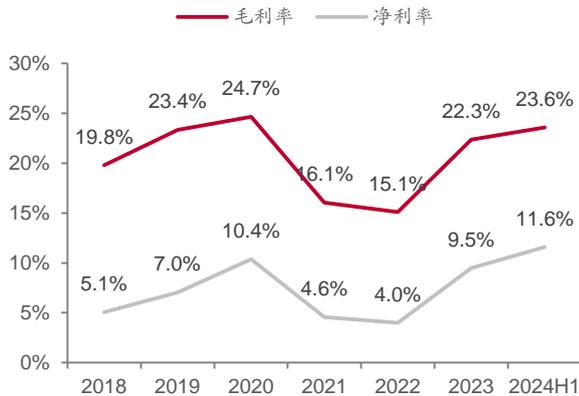
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 67: 2024Q2 轮胎行业扣非净利润同比+31.9%, 环比+8.3%


来源: Wind, 中泰证券研究所

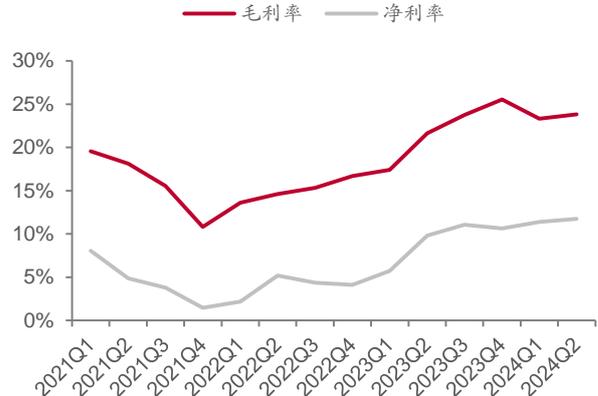
- 2024Q2 轮胎行业盈利能力同环比提升。**毛利率方面, 2024H1 轮胎行业平均毛利率约 23.6%, 同比+3.9pct; 2024Q2 单季度行业平均毛利率约 23.8%, 同比+2.2pct, 环比+0.5pct。净利率方面, 2024H1 行业平均净利率约 11.6%, 同比+3.7pct; 2024Q2 单季度行业平均净利率约 11.8%, 同比+2.0pct, 环比+0.4pct。

图表 68: 2024H1 轮胎行业毛利率和净利率同比分别 +3.9pct 和+3.7pct



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 69: 2024Q2 轮胎行业毛利率和净利率环比分别 +0.5pct 和+0.4pct

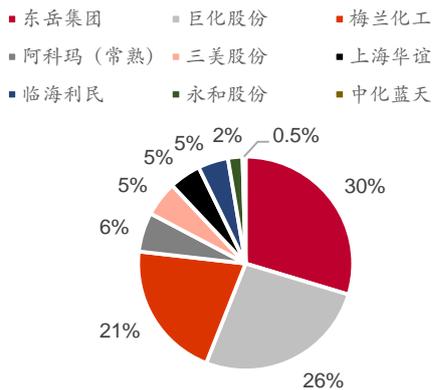


来源: Wind, 中泰证券研究所

2.3 氟化工: 配额约束供给收缩, 行业景气显著回暖

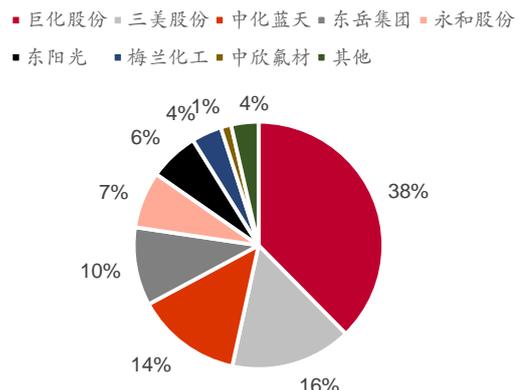
- 若我们以申万三级行业分类为基准, SW 氟化工合计包括 10 家上市企业, 分别为永太科技、多氟多、中欣氟材、联创股份、巨化股份、昊华科技、巍华新材、三美股份、金石资源和永和股份。
- 分产品看, 二代制冷剂供给进入加速淘汰期, 供需有望持续偏紧(贡献较好盈利), 相关产能可向下游延伸实现产能消化。三代制冷剂格局集中, 龙头企业加快整合获取更多配额。从三代制冷剂企业格局上看, 生产配额主要集中在几家头部企业, 行业 CR5 高达 85%。巨化股份收购淄博飞源化工, 加快行业整合。

图表 70: 2024 年 R22 生产配额 CR3 达 77%



来源: 生态环境部, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 1 月)

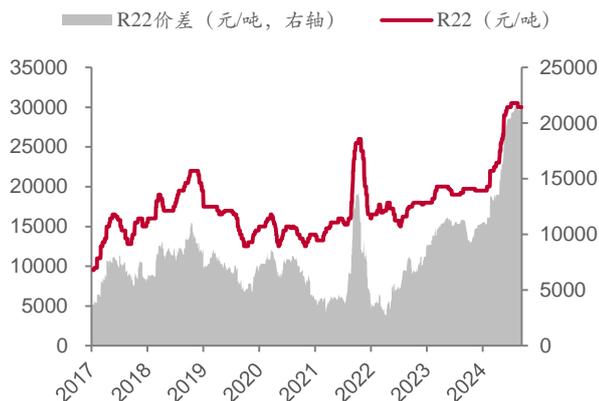
图表 71: 2024 年三代制冷剂生产配额 CR3 达 67.1%



来源: 生态环境部, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 1 月)

- 配额政策落地, 强供给侧约束下, 制冷剂价格价差连续上涨。2023 年 11 月, 生态环境部办公厅正式印发《2024 年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》, 对 2024 年度氢氟碳化物 (HFCs) 生产配额、内用生产配额和进口配额等进行明确规定, 供给侧强约束背景下, 行业景气度大幅改善。根据 Wind, 2024H1 国内 R22、R32、R134a、R125 均价分别

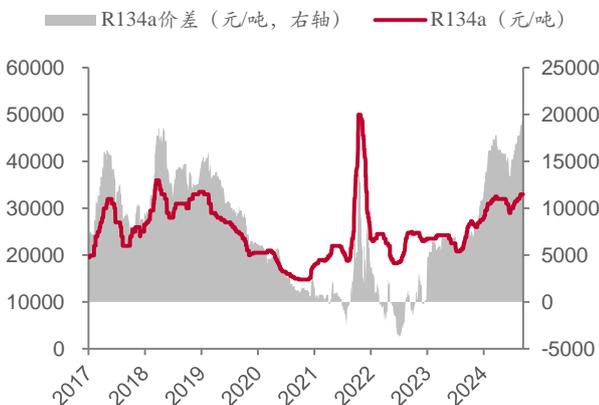
约 23906、27898、31090、39650 元/吨, 同比+23.8%、+94.7%、+31.3%、+53.9%; 价差均值 14760、15190、15606、23331 元/吨, 同比+40.5%、+715.9%、+145.7%、+157.2%。2024Q2 单季度 R22、R32、R134a、R125 均价 26823、33290、31290、41782 元/吨, 同比+36.1%、+128.3%、+32.6%、+68.3%, 环比+28.4%、+49.1%、+1.3%、+11.6%; 价差均值 17217、20123、15432、24692 元/吨, 同比+54.6%、+819.7%、+123.4%、+168.6%, 环比+40.9%、+99.4%、-2.2%、+12.6%。

图表 72: 2017 年至今 R22 价格价差走势


来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 9 月 14 日)

图表 73: 2017 年至今 R32 价格价差走势


来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 9 月 14 日)

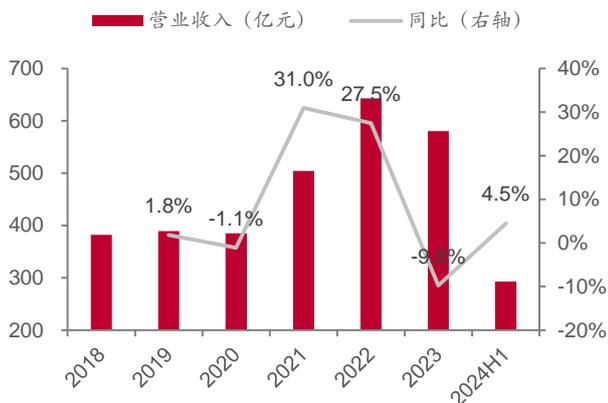
图表 74: 2017 年至今 R134a 价格价差走势


来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 9 月 14 日)

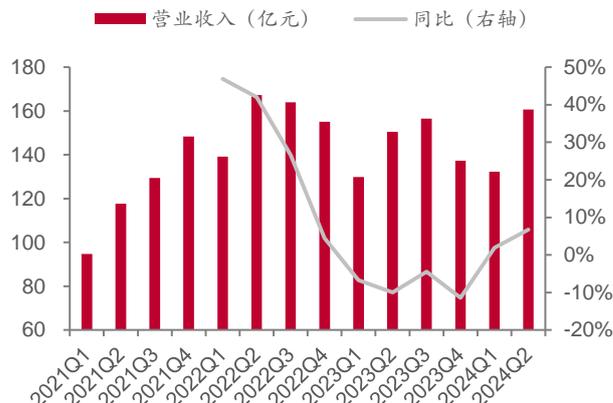
图表 75: 2017 年至今 R125 价格价差走势


来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 9 月 14 日)

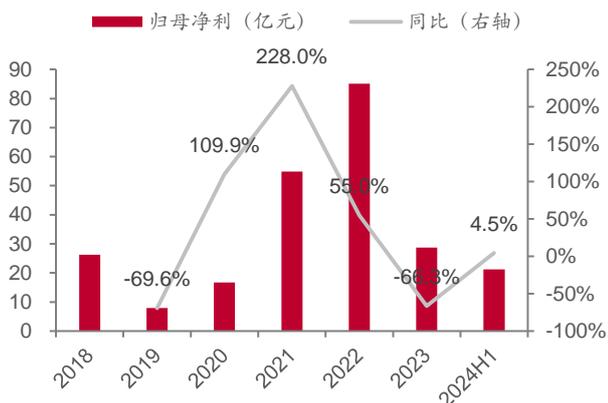
- 2024Q2 氟化工行业业绩表现良好。**营业收入方面, 2024H1 行业累计营业收入 292.9 亿元, 同比+4.5%; 2024Q2 单季度营业收入 160.7 亿元, 同比+6.7%, 环比+21.5%。归母净利润方面, 2024H1 行业累计归母净利润 21.2 亿元, 同比+4.5%; 2024Q2 单季度归母净利润 12.8 亿元, 同比+5.4%, 环比+53.2%。扣非归母净利润方面, 2024H1 行业累计扣非归母净利润 19.8 亿元, 同比+30.7%; 2024Q2 单季度扣非归母净利润 12.1 亿元, 同比+9.4%, 环比+58.1%。

图表 76: 2024H1 氟化工行业营业收入同比+4.5%


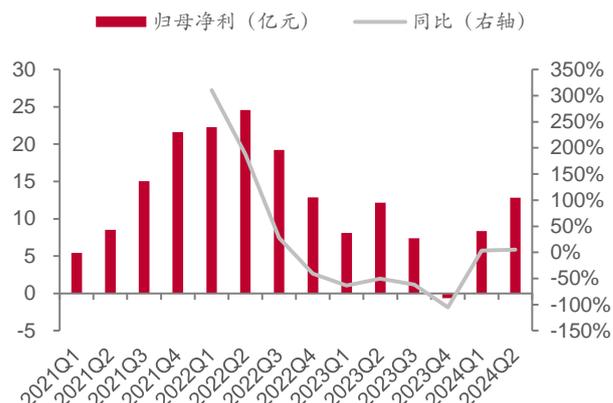
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 77: 2024Q2 氟化工行业营业收入同比+6.7%, 环比+21.5%


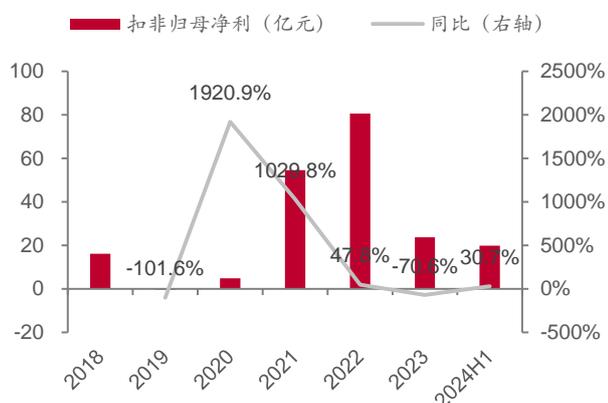
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 78: 2024H1 氟化工行业归母净利润同比+4.5%


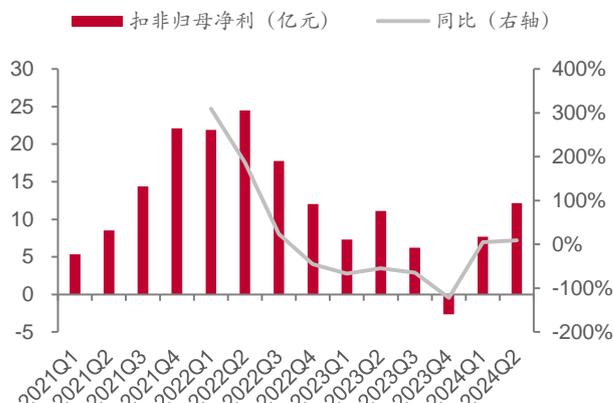
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 79: 2024Q2 氟化工行业归母净利润同比+5.4%, 环比+53.2%


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 80: 2024H1 氟化工行业扣非净利同比+30.7%


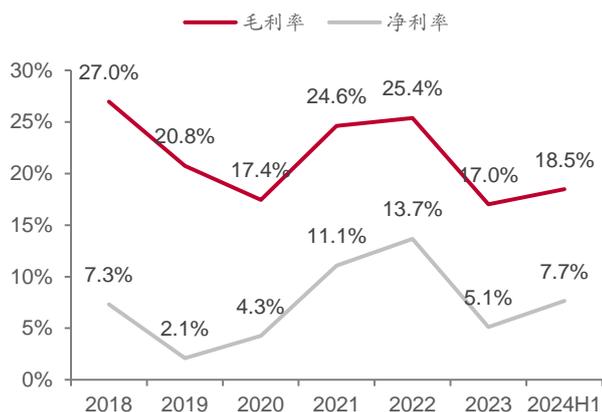
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 81: 2024Q2 氟化工行业扣非净利同比+9.4%, 环比+58.1%


来源: Wind, 中泰证券研究所

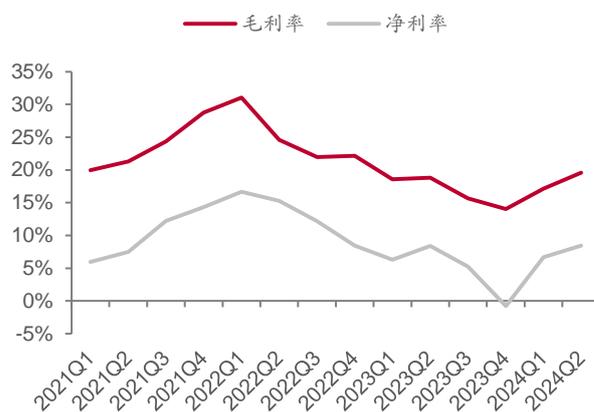
- **2024Q2 氟化工行业盈利能力同环比提升。**毛利率方面，2024H1 氟化工行业平均毛利率约 18.5%，同比-0.2pct；2024Q2 单季度行业平均毛利率约 19.6%，同比+0.8pct，环比+2.5pct。净利率方面，2024H1 行业平均净利率约 7.7%，同比+0.2pct；2024Q2 单季度行业平均净利率约 8.5%，同比+0.1pct，环比+1.8pct。

图表 82: 2024H1 氟化工行业毛利率和净利率同比分别-0.2pct 和+0.2pct



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 83: 2024Q2 氟化工行业毛利率和净利率环比分别+2.5pct 和+1.8pct



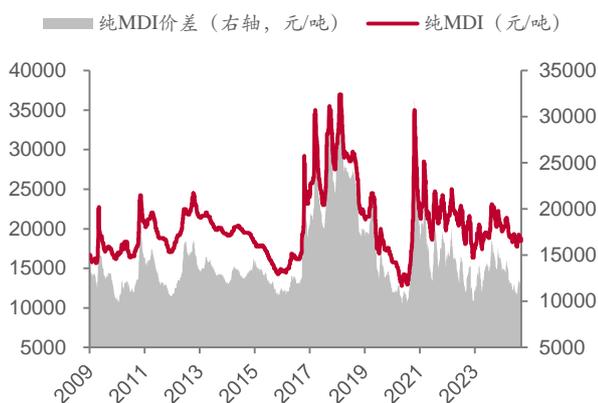
来源: Wind, 中泰证券研究所

- **氟化工行业代表性公司业绩情况:**
- **巨化股份:** 根据公告, 2024H1 公司实现营收 120.8 亿元, 同比+19.7%; 实现归母净利润 8.3 亿元, 同比+70.3%; 实现扣非归母净利润 7.9 亿元, 同比+74.0%。2024Q2 单季实现营收 66.1 亿元, 同比+19.8%, 环比+20.9%; 实现归母净利润 5.2 亿元, 同比+55.4%, 环比+68.8%; 实现扣非归母净利润 5.1 亿元, 同比+55.9%, 环比+75.9%。
- **三美股份:** 根据公告, 2024H1 公司实现营收 20.4 亿元, 同比+17.5%; 实现归母净利润 3.8 亿元, 同比+195.8%; 实现扣非归母净利润 3.7 亿元, 同比+197.8%。2024Q2 单季实现营收 10.8 亿元, 同比+12.8%, 环比+12.8%; 实现归母净利润 2.3 亿元, 同比+109.1%, 环比+48.7%; 实现扣非归母净利润 2.2 亿元, 同比+111.5%, 环比+42.4%。
- **永和股份:** 根据公告, 2024H1 公司实现营收 21.8 亿元, 同比+4.6%; 实现归母净利润 1.1 亿元, 同比+2.4%; 实现扣非归母净利润 1.1 亿元, 同比+4.9%。2024Q2 单季实现营收 11.6 亿元, 同比+2.0%, 环比+14.9%; 实现归母净利润 0.8 亿元, 同比-6.6%, 环比+102.7%; 实现扣非归母净利润 0.7 亿元, 同比-10.8%, 环比+89.4%。

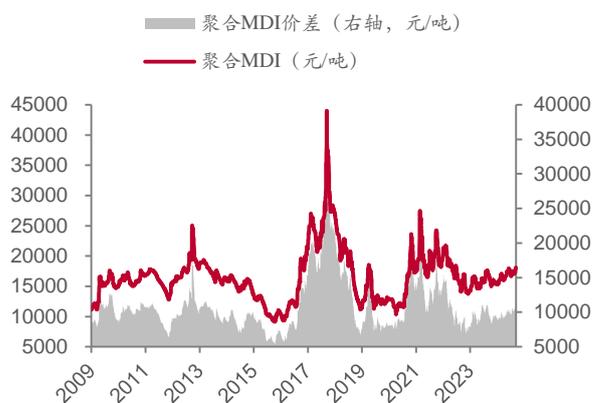
2.4 聚氨酯: 高油价带来成本压力, 行业整体增收难增利

- 若我们以申万三级行业分类为基准, SW 聚氨酯合计包括 9 家上市企业, 分别为红宝丽、高盟新材、同大股份、美瑞新材、沧州大化、万华化学、美思德、汇得科技和一诺威。
- **2024Q2, 纯 MDI 价格价差环比走弱、聚合 MDI 价格价差环比向上。**根据 Wind, 2024H1, 国内纯 MDI 和聚合 MDI 均价 19634 和 16591 元/

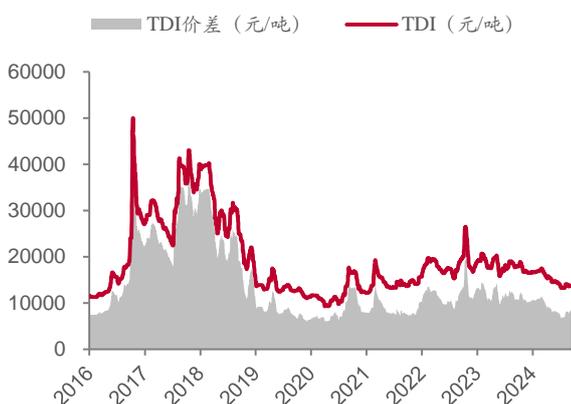
吨,同比+3.7%和+7.0%;价差 12587 和 9544 元/吨,同比-1.4%和+2.2%。2024 年二季度,纯 MDI 和聚合 MDI 均价 18920 和 17086 元/吨,同比+0.1%和+11.1%,环比-7.0%和+6.1%;纯 MDI 和聚合 MDI 价差 11647 和 9812 元/吨,同比-10.2%和+3.8%,环比-13.9%和+5.8%。其他聚氨酯产品上看,2024H1 国内 TDI 和硬泡聚醚均价 15823 和 9523 元/吨,同比-14.9%和-4.2%;TDI 和硬泡聚醚价差均值 9587 和 609 元/吨,同比-21.4%和+1.5%。2024 年二季度,TDI 和硬泡聚醚均价 14880 和 9482 元/吨,同比-17.7%和-6.1%,环比-11.2%和-0.9%;价差均值 8445 和 468 元/吨,同比-28.3%和-44.1%,环比-21.3%和-37.5%。

图表 84: 2009 年以来国内纯 MDI 价格价差走势


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 85: 2009 年以来国内聚合 MDI 价格价差走势


来源: Wind, 中泰证券研究所

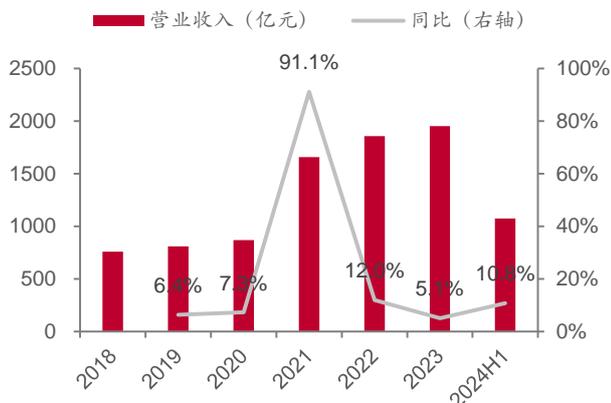
图表 86: 2016 年以来国内 TDI 价格价差走势


来源: Wind, 中泰证券研究所

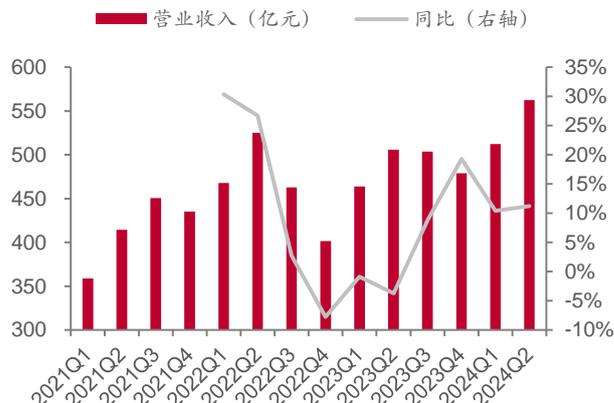
图表 87: 2016 年以来国内硬泡聚醚格价差走势


来源: Wind, 中泰证券研究所

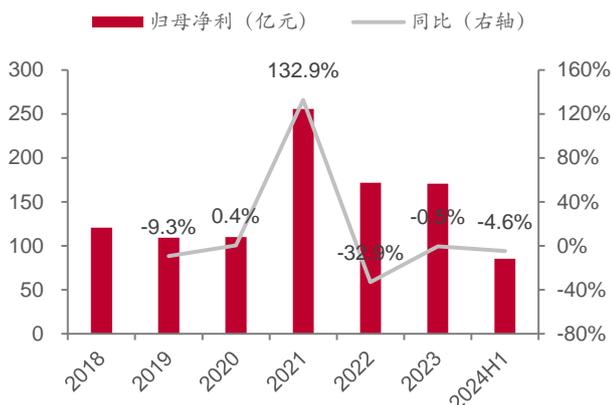
- 2024Q2 聚氨酯行业利润小幅回落。**营业收入方面,2024H1 行业累计营业收入 1074.6 亿元,同比+10.8%;2024Q2 单季度营业收入 562.4 亿元,同比+11.2%,环比+9.8%。归母净利方面,2024H1 行业累计归母净利 85.4 亿元,同比-4.6%;2024Q2 单季度归母净利 41.8 亿元,同比-11.4%,环比-4.1%。扣非归母净利方面,2024H1 行业累计扣非归母净利 84.3 亿元,同比-2.8%;2024Q2 单季度扣非归母净利 41.1 亿元,同比-8.7%,环比-4.7%。

图表 88: 2024H1 聚氨酯行业营业收入同比+10.8%


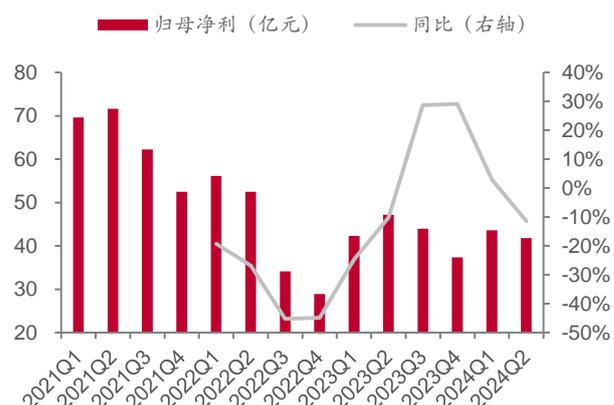
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 89: 2024Q2 聚氨酯行业营业收入同比+11.2%，环比+9.8%


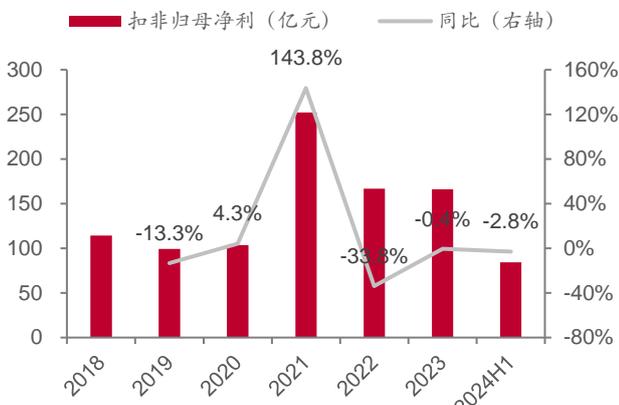
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 90: 2024H1 聚氨酯行业归母净利润同比-4.6%


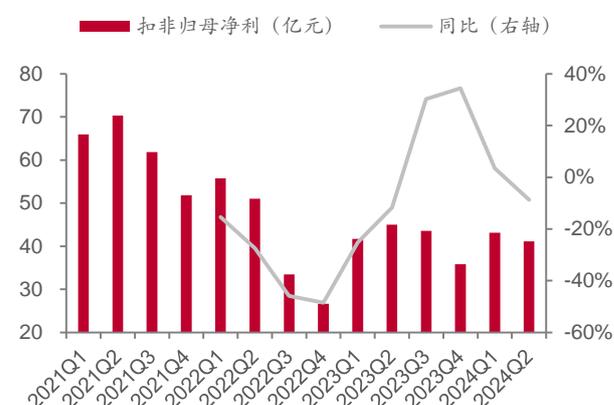
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 91: 2024Q2 聚氨酯行业归母净利润同比-11.4%，环比-4.1%


来源: Wind, 中泰证券研究所

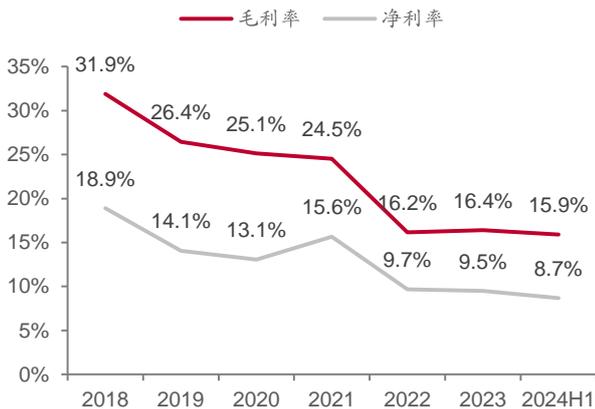
图表 92: 2024H1 聚氨酯行业扣非净利同比-2.8%


来源: Wind, 中泰证券研究所

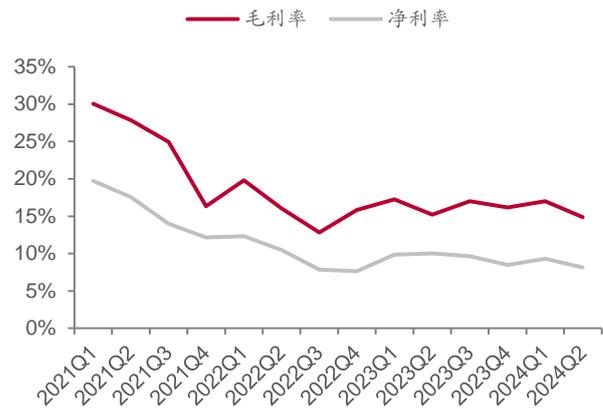
图表 93: 2024Q2 聚氨酯行业扣非净利同比-8.7%，环比-4.7%


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **2024Q2 聚氨酯行业盈利能力同环比下降。**毛利率方面，2024H1 聚氨酯行业平均毛利率约 15.9%，同比-0.3pct；2024Q2 单季度行业平均毛利率约 14.9%，同比-0.3pct，环比-2.1pct。净利率方面，2024H1 行业平均净利率约 8.7%，同比-1.2pct；2024Q2 单季度行业平均净利率约 8.1%，同比-1.9pct，环比-1.2pct。

图表 94: 2024H1 聚氨酯行业毛利率和净利率同比分别-0.3pct 和-1.2pct


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 95: 2024Q2 聚氨酯行业毛利率和净利率环比分别-2.1pct 和-1.2pct


来源: Wind, 中泰证券研究所

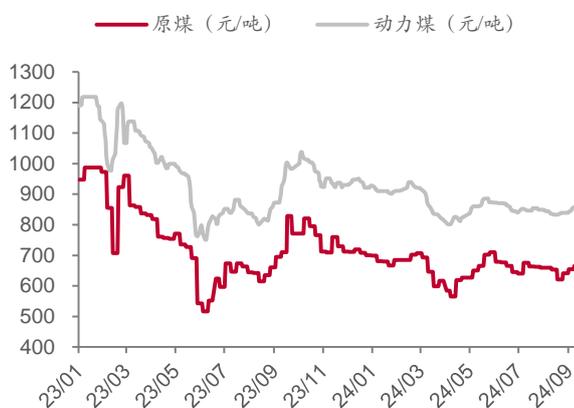
- **聚氨酯行业代表性公司业绩情况:**
- **万华化学: 二季度业绩符合预期, 重点项目持续推进。**根据公告, 2024H1 公司实现营收 970.7 亿元, 同比+10.8%; 实现归母净利润 81.7 亿元, 同比-4.6%; 实现扣非归母净利润 81.0 亿元, 同比-2.5%。2024Q2 单季实现营收 509.1 亿元, 同比+11.4%, 环比+10.3%; 实现归母净利润 40.2 亿元, 同比-11.0%, 环比-3.4%; 实现扣非归母净利润 39.7 亿元, 同比-8.1%, 环比-3.8%。聚氨酯产能陆续释放, 提供发展可靠安全垫: 2024H1 公司聚氨酯板块实现销售收入 354.6 亿元, 同比+8.2%; 2024Q2 单季销售收入 179.5 亿元, 同比+5.1%, 环比+2.6%。二季度公司销售收入实现同环比提升主要得益于公司 MDI 产能的持续扩张。根据公告, 2024 年 4 月底, 公司福建基地 40 万吨 MDI 技改扩能顺利投产, MDI 总产能提升至 350 万吨/年, 全球市占率升至 33.1%。对应用到产销量上看, 2024H1 公司聚氨酯板板板块 (包含 MDI、TDI、聚醚多元醇等) 产销量分别为 283 和 269 万吨, 同比+15.0%和+14.5%; 2024Q2 产销量分别为 147 和 138 万吨, 同比+13.1%和+11.3%, 环比+8.1%和+5.3%。价上看, 公司 Q2 聚氨酯系列产品均价 13010 元/吨, 同比-5.5%, 环比-2.6%。叠加原料纯苯价格上行, 价差表现有所承压。根据 Wind, 2024Q2 国内纯 MDI 和聚合 MDI 均价分别约 18920 和 17086 元/吨, 环比一季度分别-7.0%和+6.1%, 位于 2009 年以来的 26.8%和 22.7%分位; 价差分别约 11647 和 9812 元/吨, 环比一季度分别-13.9%和+5.8%, 位于 2009 年以来的 11.4%和 14.0%分位。近期受装置不可抗力/调货/检修预期影响, 欧洲 MDI 供应趋紧带动纯 MDI 价格价差有所增扩, 聚合 MDI 维持震荡。中长期看, 全球 MDI 格局高度寡占, 后续扩产计划以公司为主导, 有望进一步巩固全球第一大 MDI 生产商地位。在 MDI 新兴领域应用渗透率提

升+“以旧换新”等消费政策催化的背景下，产品景气度或有所回升，量增价稳构筑公司业绩盈利基本盘。石化业务方面，2024年6月，公司将现有100万吨/年乙烯装置原料由丙烷变为乙烷，在降低原料成本的同时提高乙烯收率。7月，公司和万融新材料与ADNOC、北欧化工、博禄化学共同启动福建160万吨/年特种聚烯烃一体化项目。依托各方专长，在凸显乙烷原料经济性的同时，进一步完善自身乙烷原料采购运力保障，提高公司国际市场竞争力。在建工程上看，2024H1，公司蓬莱工业园PDH、POCHP、EO、聚醚、EOD、储运等一期装置均已进入管道试压和电缆敷设攻坚阶段，按计划将于2024Q4陆续投产；烟台120万吨/年乙烯项目预计2024年年底至2025年年初陆续投产。项目投产后，公司将进一步强化自身石化产业链协同效应，巩固自身成本&一体化优势。新材料方面，2024年6月底，公司备受瞩目的20万吨/年POE项目一期成功投产，标志着国内首套大规模自主研发的POE工业化装置一次性投产成功；7月10日，公司POE实现首批发车，打通从研发生产到销售的全流程，正式开启POE国产化新纪元。此外，2024年8月底，公司4.8万吨/年的柠檬醛装置各工序成功投料试车并顺利产出合格产品，标志着全球单套产能最大的柠檬醛装置一次性开车成功。

2.5 煤化工：油煤差价走势扩大，行业景气提升明显

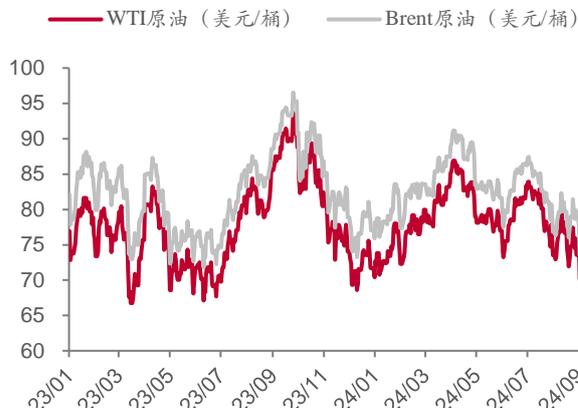
- 若我们以申万三级行业分类为基准，SW煤化工合计包括10家上市公司，分别为鲁西化工、诚志股份、华昌化工、华谊集团、金牛化工、江苏索普、丹化科技、宝丰能源、华谊B股和丹科B股。
- **2024Q2国内煤价同环比下降，国际油价同环比上涨，带来油煤价差增扩明显。**煤价方面，根据Wind，2024H1国内原煤和动力煤均价约662和875元/吨，同比-16.9%和-14.1%。2024年二季度原煤及动力煤均价约646和848元/吨，同比-6.9%和-7.2%，环比-4.6%和-5.9%。油价方面，根据Wind，2024H1，WTI原油和Brent原油均价约78.78和83.46美元/桶，同比+5.2%和+4.3%。2024年二季度WTI原油和Brent原油均价80.57和85.04美元/桶，同比+9.3%和+9.1%，环比+4.7%和+3.9%。

图表 96：2023 年至今国内原煤及动力煤价格走势



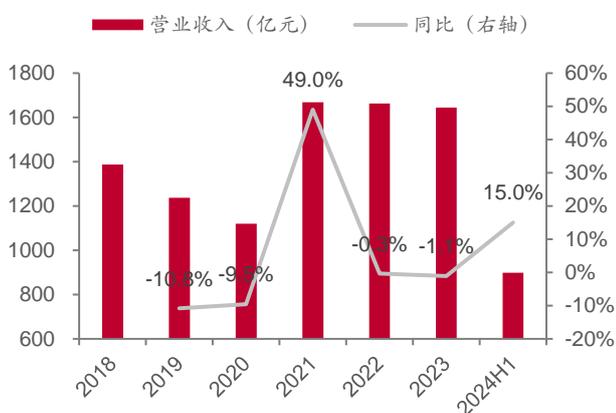
来源：Wind，中泰证券研究所（注：数据截至2024年9月13日）

图表 97：2023 年至今国际油价走势

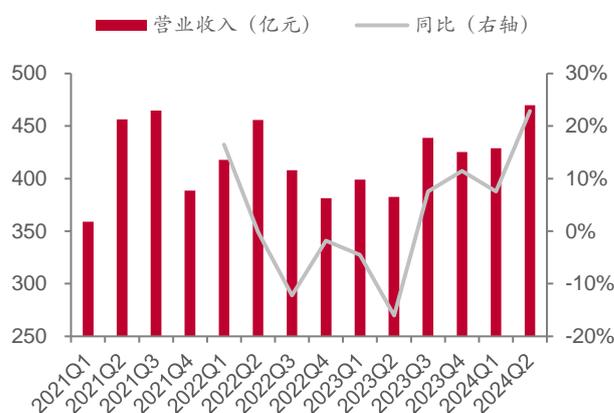


来源：Wind，中泰证券研究所（注：数据截至2024年9月13日）

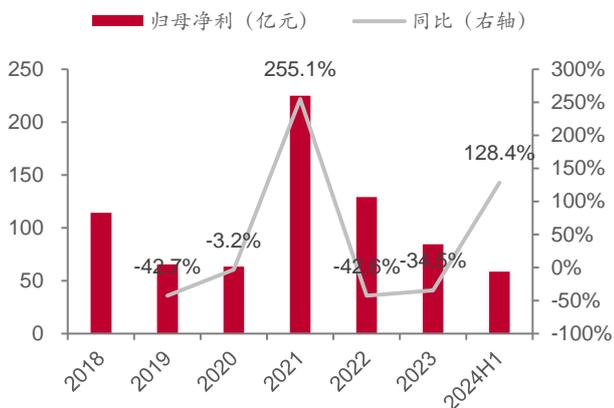
■ **2024Q2 煤化工行业业绩表现亮眼。**营业收入方面，2024H1 行业累计营业收入 898.9 亿元，同比+15.0%；2024Q2 单季度营业收入 469.9 亿元，同比+22.9%，环比+9.5%。归母净利润方面，2024H1 行业累计归母净利润 58.6 亿元，同比+128.4%；2024Q2 单季度归母净利润 32.3 亿元，同比+202.1%，环比+23.1%。扣非归母净利润方面，2024H1 行业累计扣非归母净利润 60.2 亿元，同比+142.7%；2024Q2 单季度扣非归母净利润 34.1 亿元，同比+234.9%，环比+31.1%。煤化工板块整体表现较好一方面得益于油煤价差增扩带来的能源套利空间；另一方面，基于国内多煤少油贫气的能源结构，发展煤化工符合国家能源安全的需求，在国际油价高位震荡的背景下，作为替代路线的煤化工或凭借成本优势实现较好的盈利水平。

图表 98：2024H1 煤化工行业营业收入同比+15.0%


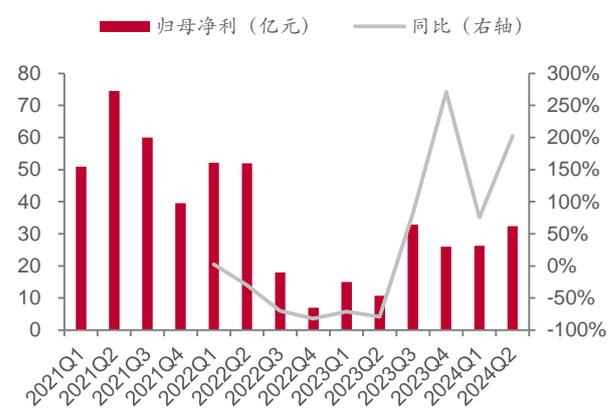
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 99：2024Q2 煤化工行业营业收入同比+22.9%，环比+9.5%


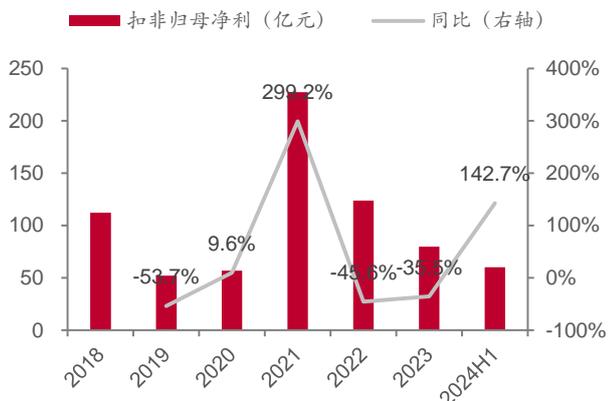
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 100：2024H1 煤化工行业归母净利润同比+128.4%


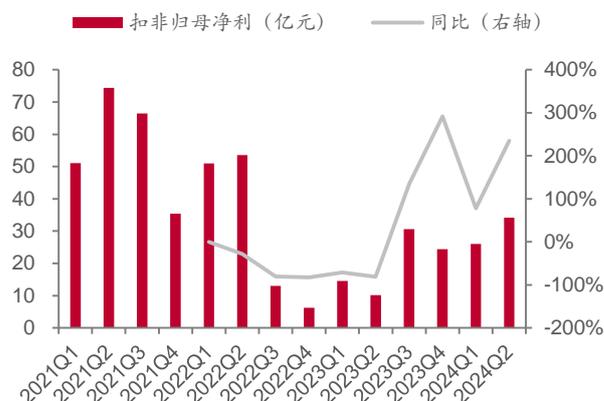
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 101：2024Q2 煤化工行业归母净利润同比+202.1%，环比+23.1%


来源：Wind，中泰证券研究所

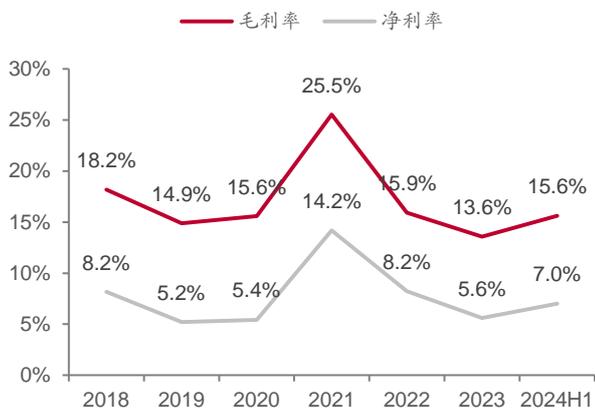
图表 102：2024H1 煤化工行业扣非净利同比+142.7%


来源：Wind，中泰证券研究所

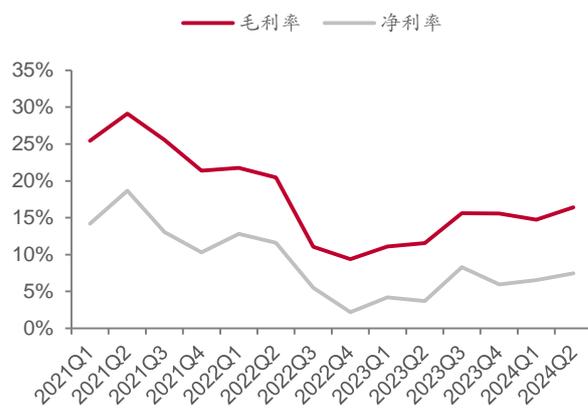
图表 103：2024Q2 煤化工行业扣非净利同比+234.9%，环比+31.1%


来源：Wind，中泰证券研究所

- 2024Q2 煤化工行业盈利能力同环比提升。**毛利率方面，2024H1 煤化工行业平均毛利率约 15.6%，同比+4.3pct；2024Q2 单季度行业平均毛利率约 16.4%，同比+4.9pct，环比+1.7pct。净利率方面，2024H1 行业平均净利率约 7.0%，同比+3.1pct；2024Q2 单季度行业平均净利率约 7.5%，同比+3.8pct，环比+0.9pct。煤化工整体盈利能力的提升主要得益于上半年油煤价差的持续增扩带来的套利空间。

图表 104：2024H1 煤化工行业毛利率和净利率同比分别+4.3pct 和+3.1pct


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 105：2024Q2 煤化工行业毛利率和净利率环比分别+1.7pct 和+0.9pct


来源：Wind，中泰证券研究所

- 煤化工行业代表性公司业绩情况：**
- 华鲁恒升：二季度业绩符合预期，降本增效行稳致远。**根据公告，2024H1 公司实现营业收入 169.8 亿元，同比+37.4%；归母净利润 22.2 亿元，同比+30.1%；扣非归母净利 22.4 亿元，同比+32.1%。2024Q2 单季度实现营收 90.0 亿元，同比+42.7%，环比+12.8%；归母净利润 11.6 亿元，同比+24.9%，环比+8.8%；扣非归母净利 11.7 亿元，同比+27.4%，环比+9.4%。此外，公司发布 2024 年半年度利润分配预案公告，拟以 2024 年半年度权益分派实施时股权登记日的股本为基数，向全体股东每 10 股

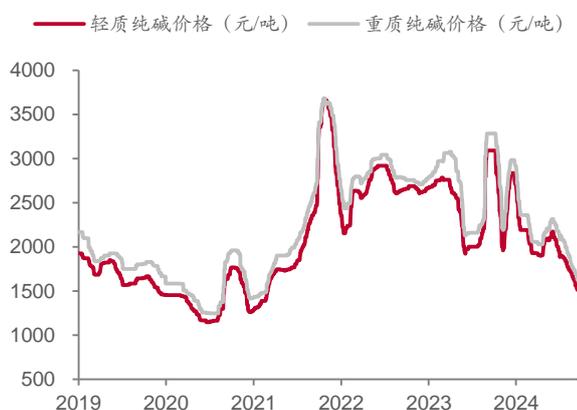
派发现金红利 3.00 元（含税），不送红股，不进行公积金转增股本；本次分配后的未分配利润余额结转至以后年度。产品端看，2024Q2 煤头主要产品尿素、醋酸、DMF、DMC、辛醇均价环比+2.0%、+4.6%、-2.9%、+7.5%、-20.9%；价差环比+4.7%、+8.9%、-2.3%、+14.2%、-34.5%，辛醇价差快速收窄主要受供给侧大量新增产能投放所致。得益于荆州第二基地的投产放量，2024Q2 公司新能源新材料相关产品、化学肥料、有机胺系列产品和醋酸及衍生品销量环比+28.3%、+3.7%、+7.2%和+5.9%。根据荆州发布，2024H1 华鲁恒升（荆州）完成产值 37.2 亿元，日产值约 2000 万元，相当于江陵当地每日新增一家规上工业企业。在建工程方面，德州本部基地酰胺原料优化升级、20 万吨二元酸项目正加紧建设；荆州基地项目进展顺利。

- **宝丰能源：烯烃量利齐升，新疆项目望打开成长空间。**根据公告，2024H1 公司实现营业收入 169.0 亿元，同比+29.1%；归母净利 33.0 亿元，同比+46.4%；扣非归母净利 35.2 亿元，同比+44.4%。2024Q2 单季度实现营收 86.7 亿元，同比+36.4%，环比+5.4%；归母净利 18.8 亿元，同比+75.8%，环比+32.6%，扣非归母净利 20.3 亿元，同比+76.0%，环比+37.3%。受益于宁东三期烯烃项目 2023 年 9 月的顺利投产，公司烯烃产销量大幅增长。2024H1 公司聚乙烯和聚丙烯产量 56.9 和 57.5 万吨，同比+69.2%和+81.8%；销量 57.5 和 57.2 万吨，同比+68.4%和+82.3%；2024Q2 单季聚乙烯和聚丙烯产量 28.1 和 30.1 万吨，环比-2.0%和+9.5%；销量 28.0 和 30.5 万吨，环比-5.3%和+13.8%。价格方面，一方面得益于国际油价的偏强支撑，另一方面考虑到 Q2 为聚烯烃装置的传统检修期，供给偏紧下带动产品价格提涨。根据 Wind，2024H1 国内聚乙烯和聚丙烯均价 8340 和 7482 元/吨，同比+3.5%和-0.9%；2024Q2 单季均价 8486 和 7592 元/吨，环比+3.6%和+3.0%。价差方面，在产品价格走高的背景下，煤价下行带来成本释压，聚烯烃价差有所增扩。2024H1，国内聚乙烯和聚丙烯价差 4276 和 3417 元/吨，同比+33.8 和+27.2%；2024Q2 单季价差 4524 和 3631 元/吨，环比+12.5%和+13.5%。在建工程方面，公司内蒙一期 260 万吨/年煤制烯烃及配套 40 万吨/年绿氢耦合制烯烃预期 2024 年 10 月投产，目前已完成投资付现 70%。此外，7 月 30 日，新疆宝丰煤基新材料有限公司煤炭清洁高效转化耦合植入绿氢制低碳化学品和新材料示范项目环境影响评价公众参与第一次公示，项目拟投地点为新疆准东经济技术开发区将军庙矿区 5 号化工产业园区，项目组成包括 4*280 万吨/年甲醇、4*100 万吨/年甲醇制烯烃、4*110 万吨/年烯烃分离、3*65 万吨/年聚丙烯、3*65 万吨/年聚乙烯，1 套 25 万吨/年 C4 制 1-丁烯装置，1 套 29 万吨/年蒸汽裂解装置，1 套 3 万吨/年超高分子量聚乙烯装置，1 套 25 万吨/年 EVA 装置，1 套 5 万吨/年 MMA/PMMA 装置及配套的公用工程、辅助工程和储运设施等，有望打开公司成长空间。

2.6 纯碱：Q2 价格逐步走弱，龙头产能增量带动业绩增长

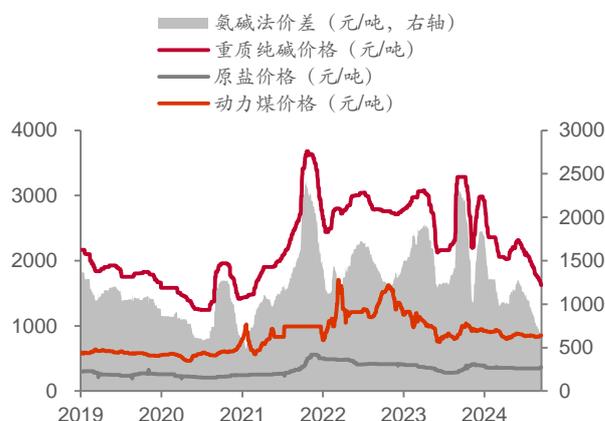
- 若我们以申万三级行业分类为基准，SW 纯碱合计包括 5 家上市企业，分别为远兴能源、双环科技、山东海化、三友化工和江盐集团。
- **2024Q2，纯碱价格涨后回落。**根据 Wind，2024H1 国内轻质纯碱和重质纯碱均价 2086 和 2238 元/吨，同比-17.0%和-18.9%；2024Q2 单季轻质纯碱和重质纯碱均价 2035 和 2174 元/吨，同比-11.2%和-15.6%，环比-4.8%和-5.5%。价差上看，2024H1 国内氨碱法、联碱法和天然碱法纯碱价差均值分别为 1184、1032 和 1625 元/吨，同比-26.6%、-39.9%和-20.4%；2024Q2 单季氨碱法、联碱法和天然碱法纯碱价差均值约 1141、955 和 1581 元/吨，同比-25.5%、-41.0%和-18.2%，环比-7.1%、-14.0%和-5.4%。

图表 106：2019 年至今轻质纯碱和重质纯碱价格走势



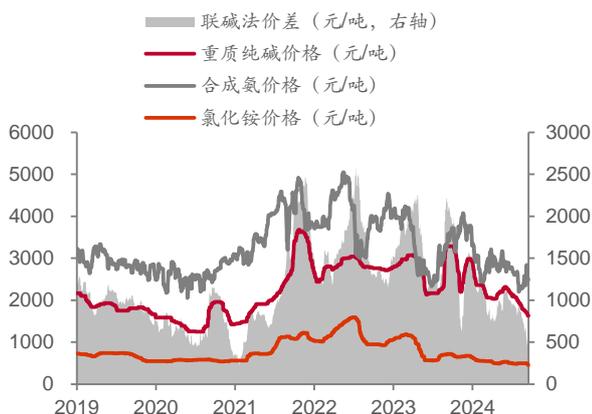
来源：Wind，中泰证券研究所（注：数据截至 2024 年 9 月 13 日）

图表 107：2019 年至今氨碱法纯碱价差走势



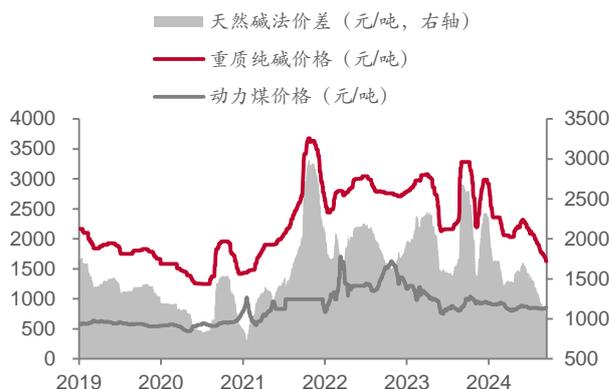
来源：Wind，中泰证券研究所（注：数据截至 2024 年 9 月 13 日）

图表 108：2019 年至今联碱法纯碱价差走势



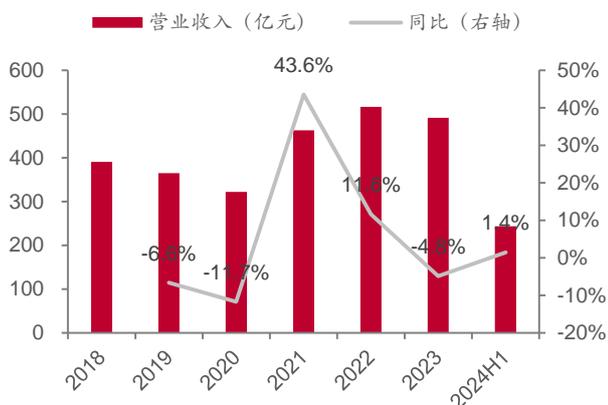
来源：Wind，中泰证券研究所（注：数据截至 2024 年 9 月 13 日）

图表 109：2019 年至今天然碱法纯碱价差走势

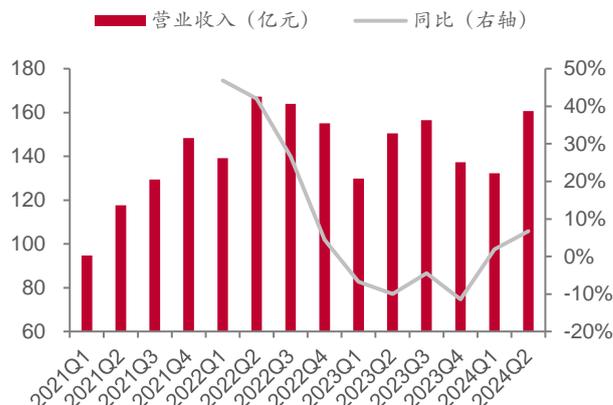


来源：Wind，中泰证券研究所（注：数据截至 2024 年 9 月 13 日）

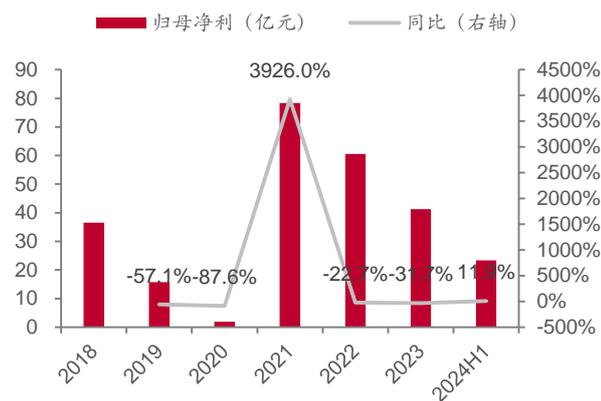
- 2024Q2 纯碱行业收入、利润同环比提升。** 营业收入方面，2024H1 行业累计营业收入 243.7 亿元，同比+1.4%；2024Q2 单季度营业收入 125.1 亿元，同比+5.9%，环比+5.4%。归母净利润方面，2024H1 行业累计归母净利 23.4 亿元，同比+11.9%；2024Q2 单季度归母净利 12.3 亿元，同比+32.0%，环比+11.0%。扣非归母净利方面，2024H1 行业累计扣非归母净利 23.0 亿元，同比+9.7%；2024Q2 单季度扣非归母净利 12.1 亿元，同比+28.9%，环比+10.9%。行业收入、利润的增长主要得益于龙头企业远兴能源的量增。

图表 110: 2024H1 纯碱行业营业收入同比+1.4%


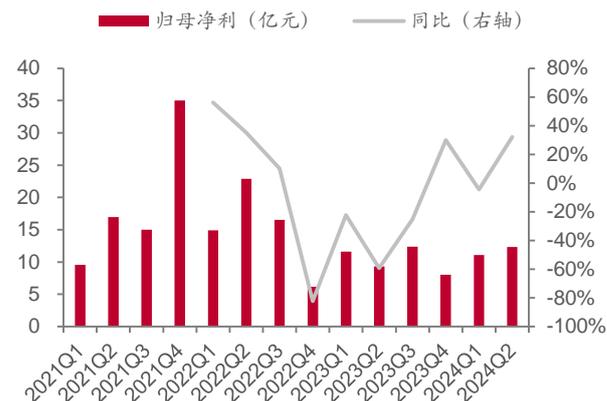
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 111: 2024Q2 纯碱行业营业收入同比+5.9%，环比+5.4%


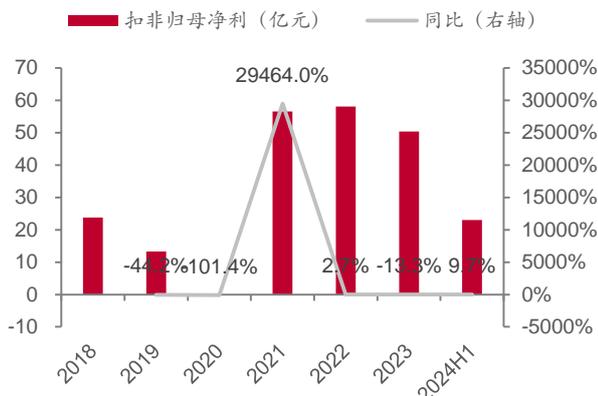
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 112: 2024H1 纯碱行业归母净利润同比+11.9%


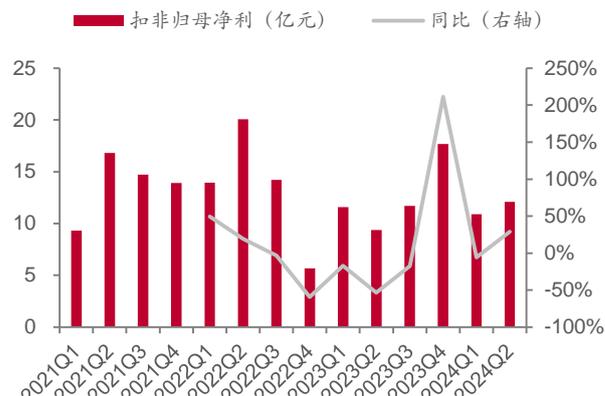
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 113: 2024Q2 纯碱行业归母净利润同比+32.0%，环比+11.0%


来源: Wind, 中泰证券研究所

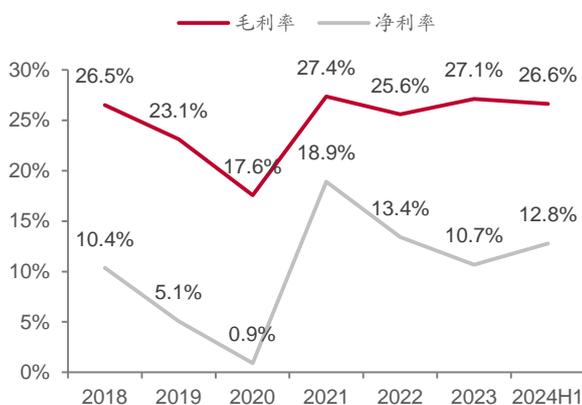
图表 114: 2024H1 纯碱行业扣非净利同比+9.7%


来源: Wind, 中泰证券研究所

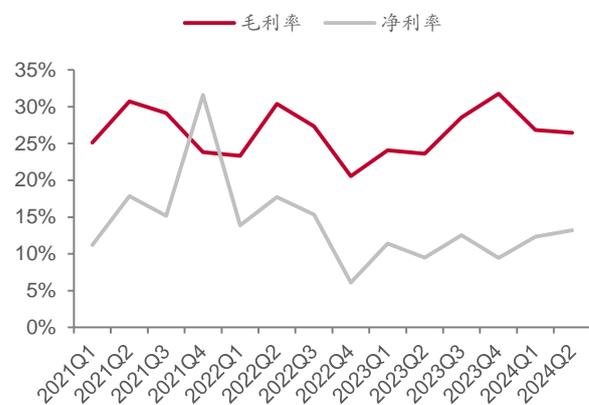
图表 115: 2024Q2 纯碱行业扣非净利同比+28.9%, 环比+10.9%


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 2024H1 纯碱行业盈利能力同比提升。**毛利率方面, 2024H1 纯碱行业平均毛利率约 26.6%, 同比+2.8pct; 2024Q2 单季度行业平均毛利率约 26.5%, 同比+2.8pct, 环比-0.4pct。净利率方面, 2024H1 行业平均净利率约 12.8%, 同比+2.3pct; 2024Q2 单季度行业平均净利率约 13.2%, 同比+3.7pct, 环比+0.9pct。

图表 116: 2024H1 纯碱行业毛利率和净利率同比分别+2.8pct 和+2.3pct


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 117: 2024Q2 纯碱行业毛利率和净利率环比分别-0.4pct 和+0.9pct


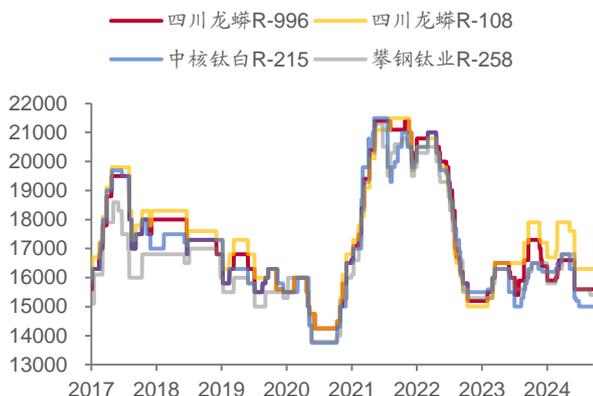
来源: Wind, 中泰证券研究所

- 纯碱行业代表性公司业绩情况:**
- 远兴能源:** 根据公告, 2024H1 公司实现营收 70.7 亿元, 同比+32.0%; 实现归母净利润 12.1 亿元, 同比+14.9%; 实现扣非归母净利润 12.1 亿元, 同比+11.3%。2024Q2 单季实现营收 37.9 亿元, 同比+32.9%, 环比+15.5%; 实现归母净利润 6.4 亿元, 同比+59.9%, 环比+12.5%; 实现扣非归母净利润 6.4 亿元, 同比+48.1%, 环比+12.7%。公司业绩季度同环比增长, 主要受益天然碱项目一期前三线投料试车后逐步达产贡献增量。预计随着一期项目逐步完全达产, 以及二期项目的稳步推进, 公司产销规模有望进一步实现增长, 中长期成长空间广阔。

2.7 钛白粉：淡季价格走弱，价差环比小幅收窄

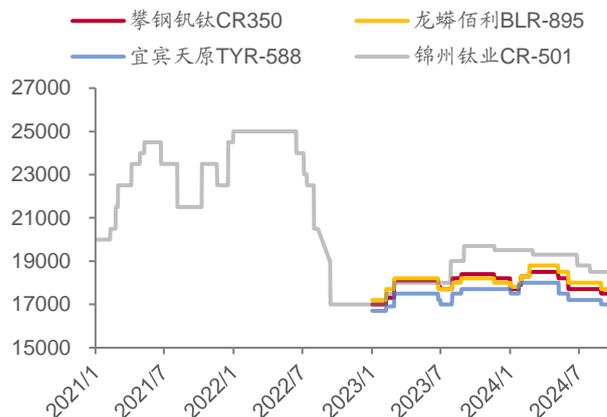
- 若我们以申万三级行业分类为基准,SW 钛白粉合计包括6家上市企业,分别为金浦钛业、安纳达、中核钛白、龙佰集团、惠云钛业和鲁北化工。
- **2024Q2, 硫酸法钛白粉价差同环比收窄、氯化法钛白粉价差同环比增扩。**根据 Wind, 2024H1 国内硫酸法钛白粉、氯化法钛白粉、钛精矿和高钛渣均价 16490、18425、2254 和 7922 元/吨, 同比+3.4%、+4.3%、-1.1% 和-13.4%; 2024Q2 单季硫酸法钛白粉、氯化法钛白粉、钛精矿和高钛渣均价 16553、18378、2258 和 7839 元/吨, 同比+1.7%、+2.5%、-2.2% 和-14.0%, 环比+0.8%、-0.5%、+0.3%和-2.0%。价差上看, 2024H1 国内硫酸法钛白粉和氯化法钛白粉价差均值分别为 9987 和 8564 元/吨, 同比-0.6%和+41.7%; 2024Q2 单季硫酸法钛白粉和氯化法钛白粉价差均值约 9840 和 8640 元/吨, 同比-4.9%和+32.7%, 环比-2.9%和+1.6%。

图表 118: 2017 年至今硫酸法钛白粉均价 (元/吨)



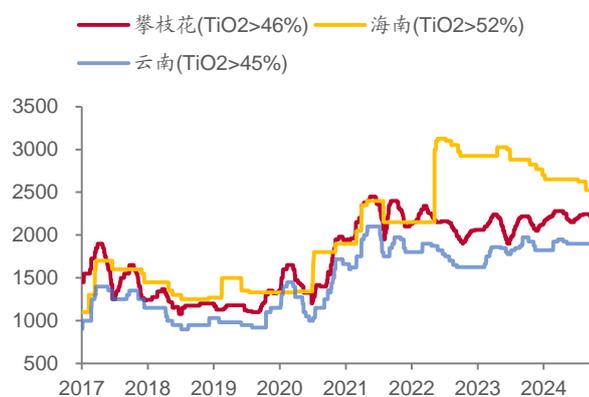
来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 9 月 13 日)

图表 119: 2021 年至今氯化法钛白粉均价 (元/吨)



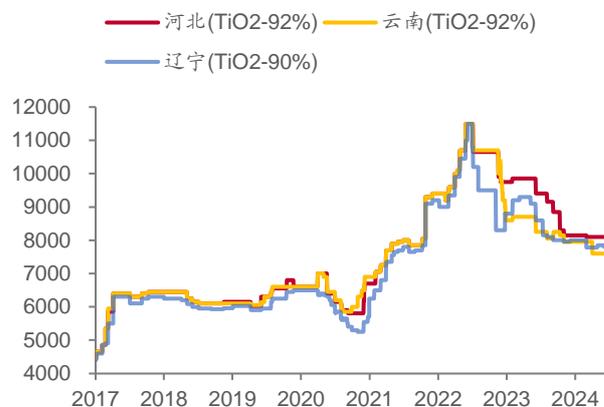
来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 9 月 13 日)

图表 120: 2017 年至今钛精矿市场均价 (元/吨)

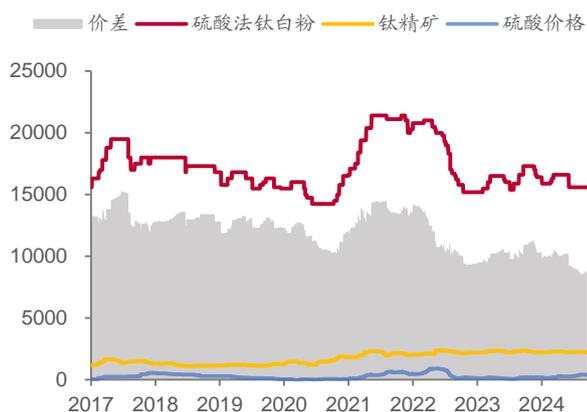


来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 9 月 13 日)

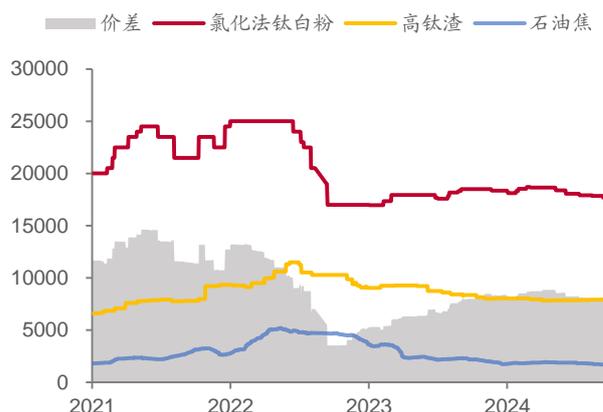
图表 121: 2017 年至今高钛渣市场均价 (元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 9 月 13 日)

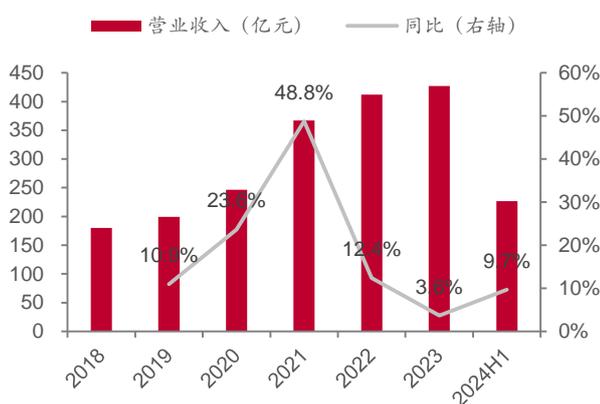
图表 122: 2017 年至今硫酸法钛白粉价差 (元/吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 9 月 13 日)

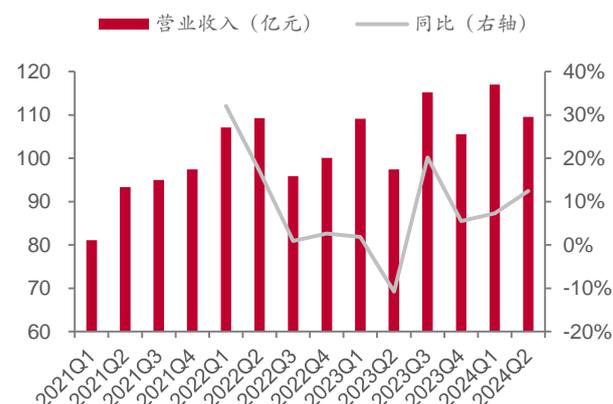
图表 123: 2021 年至今氯化法钛白粉价差 (元/吨)


来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 9 月 13 日)

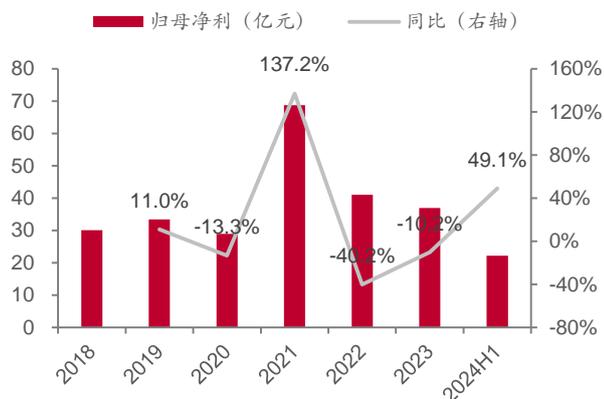
- 2024Q2 钛白粉行业业绩同环比向下。**营业收入方面, 2024H1 行业累计营业收入 226.6 亿元, 同比+9.7%; 2024Q2 单季度营业收入 109.6 亿元, 同比+12.5%, 环比-6.4%。归母净利润方面, 2024H1 行业累计归母净利 22.2 亿元, 同比+49.1%; 2024Q2 单季度归母净利 10.7 亿元, 同比+26.7%, 环比-7.1%。扣非归母净利方面, 2024H1 行业累计扣非归母净利 21.1 亿元, 同比+56.9%; 2024Q2 单季度扣非归母净利 10.3 亿元, 同比+27.2%, 环比-5.5%。2024Q2 盈利下行主要由于行业进入传统淡季, 叠加欧盟关税等影响, 产品价格环比走弱。

图表 124: 2024H1 钛白粉行业营业收入同比+9.7%


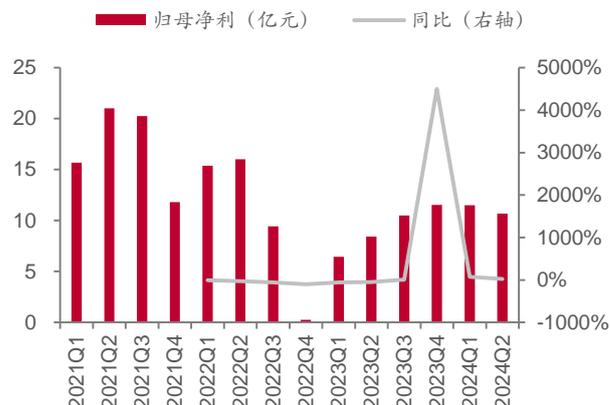
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 125: 2024Q2 钛白粉行业营业收入同比+12.5%, 环比-6.4%


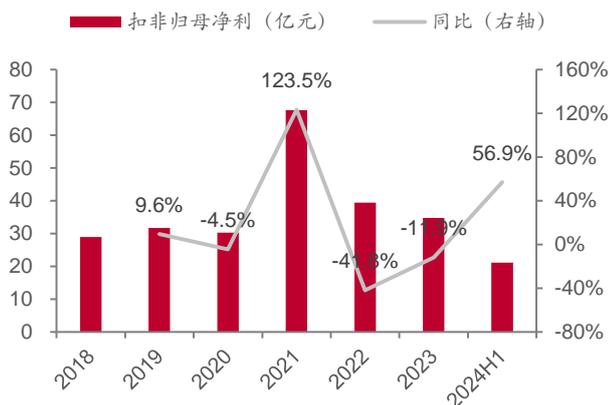
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 126: 2024H1 钛白粉行业归母净利润同比+49.1%


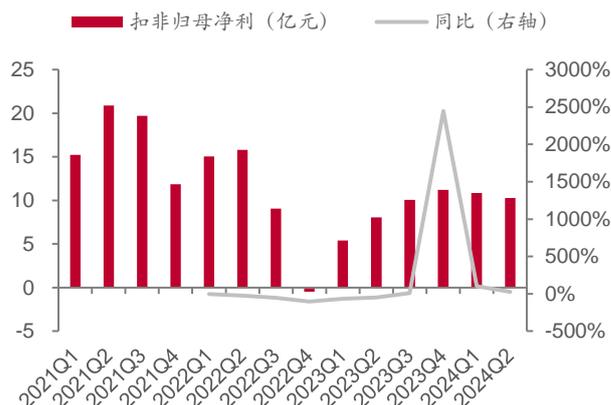
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 127: 2024Q2 钛白粉行业归母净利润同比+26.7%, 环比-7.1%


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 128: 2024H1 钛白粉行业扣非净利同比+56.9%


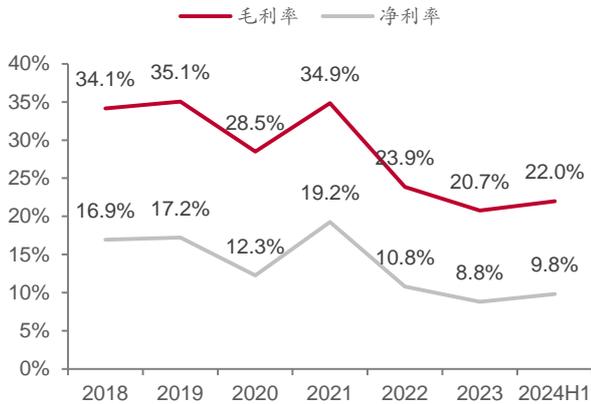
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 129: 2024Q2 钛白粉行业扣非净利同比+27.2%, 环比-5.5%


来源: Wind, 中泰证券研究所

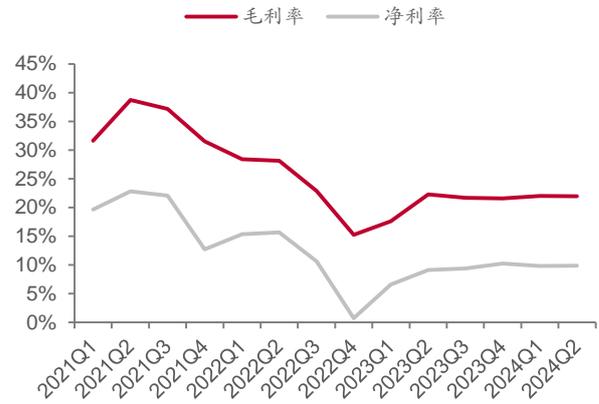
- 2024H1 钛白粉行业盈利能力同比提升。**毛利率方面, 2024H1 钛白粉行业平均毛利率约 22.0%, 同比+2.2pct; 2024Q2 单季度行业平均毛利率约 22.0%, 同比-0.3pct, 环比-0.03pct。净利率方面, 2024H1 行业平均净利率约 9.8%, 同比+2.1pct; 2024Q2 单季度行业平均净利率约 9.9%, 同比+0.8pct, 环比+0.1pct。

图表 130: 2024H1 钛白粉行业毛利率和净利率同比分别+2.2pct 和+2.1pct



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 131: 2024Q2 钛白粉行业毛利率和净利率环比分别-0.03pct 和+0.1pct



来源: Wind, 中泰证券研究所

■ **钛白粉行业代表性公司业绩情况:**

- **龙佰集团:** 根据公告, 2024H1 公司实现营收 137.9 亿元, 同比+4.1%; 实现归母净利润 17.2 亿元, 同比+36.4%; 实现扣非归母净利润 16.8 亿元, 同比+40.1%。2024Q2 单季实现营收 65.0 亿元, 同比+3.6%, 环比-10.8%; 实现归母净利润 7.7 亿元, 同比+12.8%, 环比-19.0%; 实现扣非归母净利润 7.5 亿元, 同比+16.7%, 环比-18.9%。

2.8 农药: 2024H1 库存去化持续, 2024H2 有望企稳回升

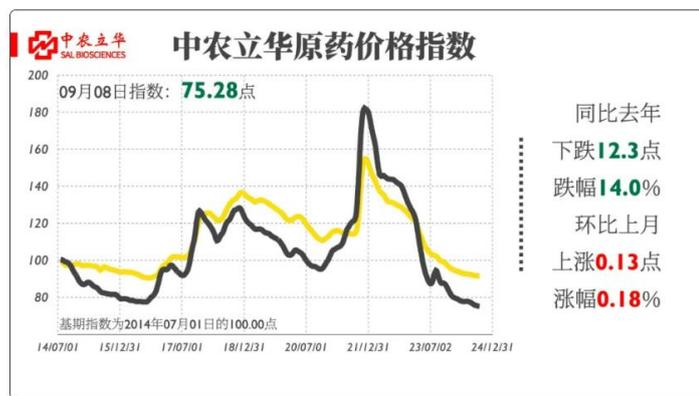
- 若我们以申万三级行业分类为基准, SW 农药合计包括 33 家上市企业, 分别为 ST 红太阳、安道麦 A、农心科技、诺普信、联化科技、利尔化学、长青股份、辉丰股份、蓝丰生化、利民股份、国光股份、新农股份、中农联合、雅本化学、中旗股份、贝斯美、广康生化、润丰股份、江山股份、扬农化工、新安股份、湖南海利、先达股份、百傲化学、苏利股份、广信股份、海利尔、丰山集团、中农立华、美邦股份、颖泰生物、绿亨科技和安道麦 B。
- **2024H1 需求低迷持续去库, 价格走低。** 上半年国内终端市场持续消化产品库存, 下游制剂工厂按需补货, 市场依旧在低位震荡盘整。2024 年 6 月 30 日, 中农立华原药价格指数报 76.14 点, 同比去年下跌 12.6%, 较 1 月 7 日下跌 4.8%。分类别看, 中农立华除草剂原药价格指数较年初下跌 3.0%, 中农立华杀虫剂原药价格指数较年初下跌 9.0%, 中农立华杀菌剂原药价格指数较年初下跌 4.3%, 原药价格维持低位运行。

图表 132: 主要农药品种所处历史位置及最新价格走势 (2020Q203-2024Q913)

产品	单位	本周均价	24Q3均价	24Q2均价	24Q1均价	周环比	月环比	年同比	所处历史位置
草甘膦	万元/吨	2.5	2.5	2.6	2.5	▲ 0.4%	▲ 0.4%	▼ -21.8%	7.8%
草铵膦	万元/吨	5.2	5.3	5.5	6.0	■ 0.0%	▼ -1.0%	▼ -31.3%	0.0%
麦草畏	万元/吨	5.8	5.8	6.1	6.2	■ 0.0%	■ 0.0%	▼ -12.0%	0.0%
百草枯	万元/吨	1.2	1.3	1.3	1.3	■ 0.0%	▼ -2.9%	▼ -20.7%	5.7%
吡虫啉	万元/吨	7.3	7.4	7.8	8.6	■ 0.0%	▼ -1.4%	▼ -20.1%	0.0%
高效氯氟氰菊酯	万元/吨	10.5	10.5	10.7	11.4	■ 0.0%	■ 0.0%	▼ -22.7%	0.0%
多菌灵	万元/吨	3.3	3.3	3.4	3.5	■ 0.0%	■ 0.0%	▼ -13.7%	0.0%
代森锰锌	万元/吨	2.3	2.3	2.3	2.3	■ 0.0%	■ 0.0%	▼ -3.0%	41.2%
啉菌酯	万元/吨	14.2	14.4	14.6	15.1	■ 0.0%	▼ -0.8%	▼ -22.5%	0.0%
吡唑醚菌酯	万元/吨	16.0	16.4	16.7	16.0	■ 0.0%	▼ -1.4%	▼ -20.5%	3.4%
噻虫嗪	万元/吨	5.6	5.6	5.8	6.5	■ 0.0%	■ 0.0%	▼ -19.9%	0.0%

来源: 百川盈孚, 中泰证券研究所

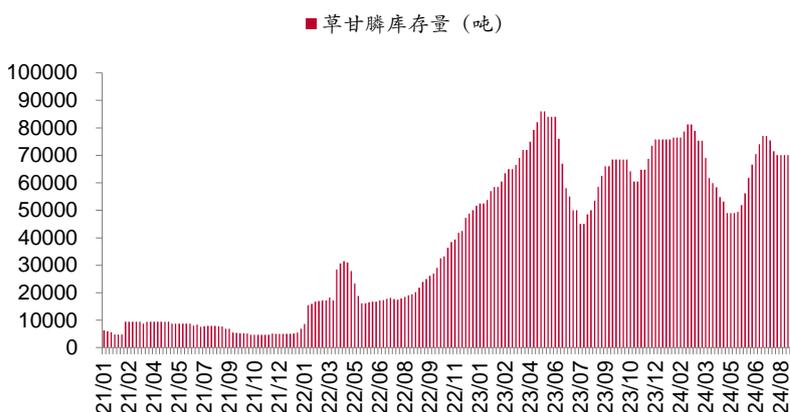
图表 133: 中农立华原药价格指数



来源: 中农立华, 中泰证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 9 月 8 日)

- **展望后市, 随着库存去化完成以及成本端压力传导, 农药市场或回暖。**以草甘膦为例, 上半年草甘膦上游原料黄磷、甲醇、甘氨酸等价格波动上涨, 而草甘膦产品价格下滑, 企业普遍存在压力。根据中国农资传媒, 9月1日, 兴发集团发函决定自2024年9月10日起, 草甘膦原药及系列制剂产品价格上调5%-15%。此外, 福华通达、新安股份、好收成韦恩农化股份、利民股份等也宣布上调部分农药产品价格。我们认为, 三季度是农药使用淡季, 企业提涨或间接说明前期超买导致高库存已低至正常水位, 更反映出产业端涨价诉求强烈, 后市信心有望恢复。

图表 134: 近期草甘膦库存逐渐去化



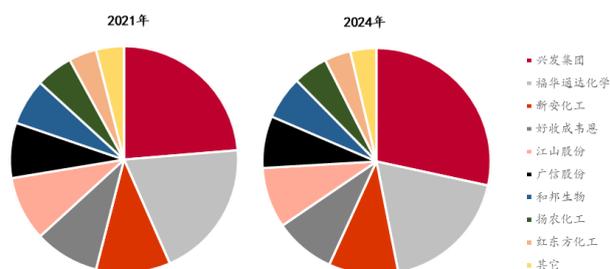
来源：百川盈孚，中泰证券研究所

图表 135: 国内草甘膦企业产能

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

来源：百川盈孚，中泰证券研究所 (注：数据截至 2024 年 9 月)

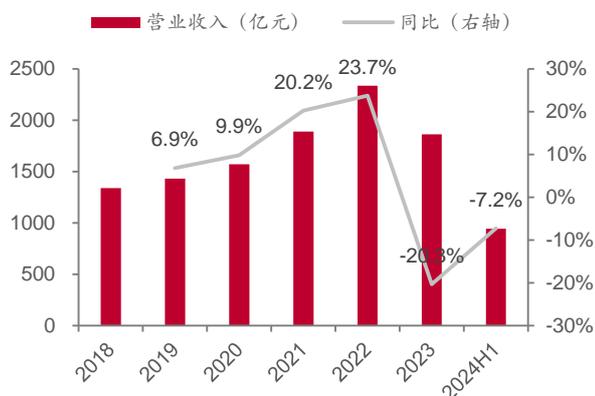
图表 136: 近年来草甘膦行业市场集中度有所提升



来源：百川盈孚，中泰证券研究所 (注：截至 2024 年 9 月)

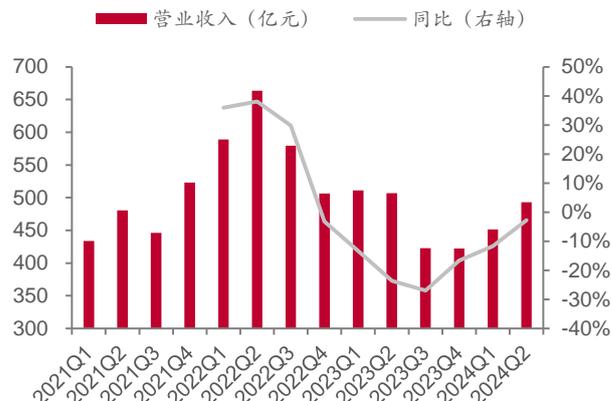
- **2024H1 农药行业业绩同比下降幅度较大，单二季度行业整体亏损。** 营业收入方面，2024H1 行业累计营业收入 944.3 亿元，同比-7.2%；2024Q2 单季度营业收入 492.8 亿元，同比-2.8%，环比+9.2%。归母净利润方面，2024H1 行业累计归母净利润 13.8 亿元，同比-73.1%；2024Q2 单季度归母净利润-0.2 亿元，2023 年同期约 16.9 亿元。扣非归母净利润方面，2024H1 行业累计扣非归母净利润 9.1 亿元，同比-81.6%；2024Q2 单季度扣非归母净利润-2.9 亿元，2023 年同期约 17.5 亿元。

图表 137: 2024H1 农药行业营业收入同比-7.2%



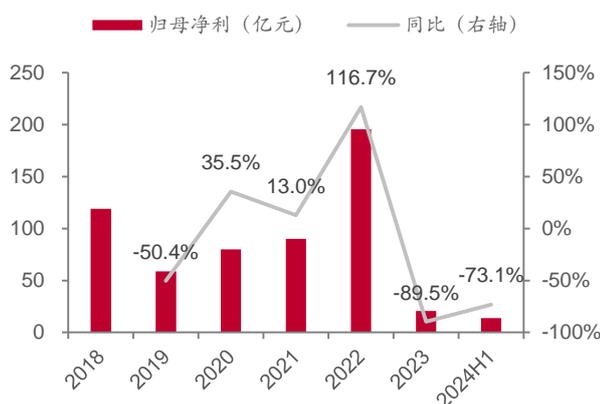
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 138: 2024Q2 农药行业营业收入同比-2.8%，环比+9.2%



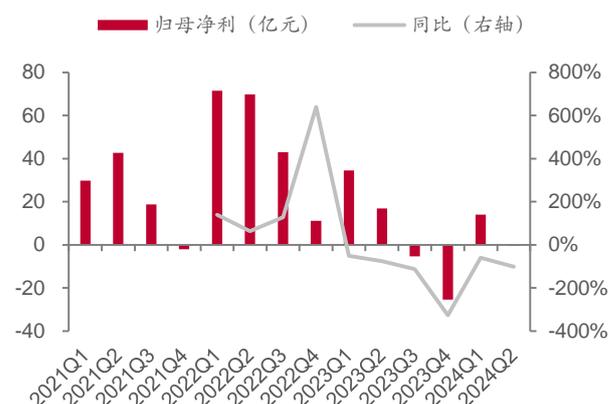
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 139: 2024H1 农药行业归母净利润同比-73.1%



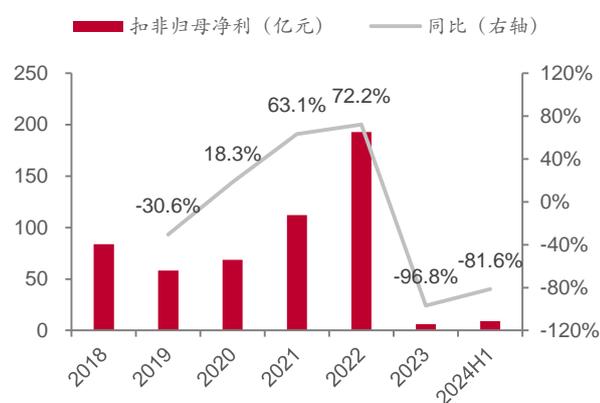
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 140: 2024Q2 农药行业归母净利润-0.2 亿元



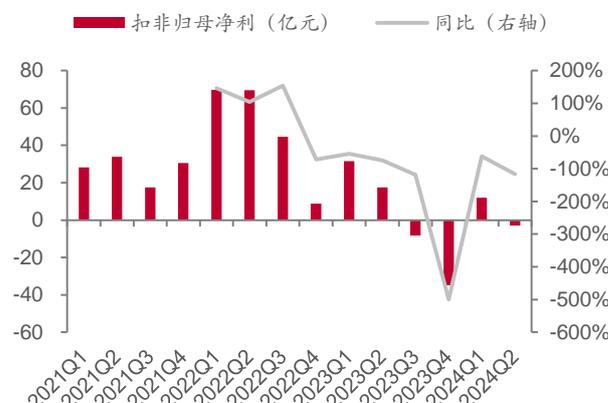
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 141: 2024H1 农药行业扣非净利同比-81.6%



来源: Wind, 中泰证券研究所

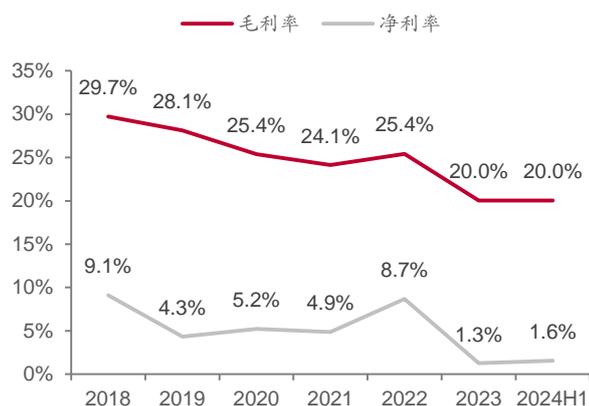
图表 142: 2024Q2 农药行业扣非净利-2.9 亿元



来源: Wind, 中泰证券研究所

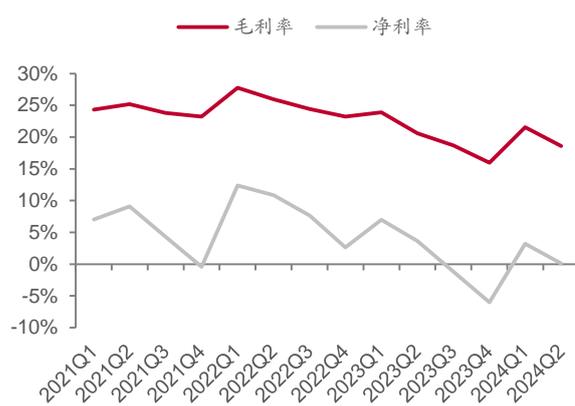
- **2024Q2 农药行业盈利能力同比环比下降。**毛利率方面，2024H1 农药行业平均毛利率约 20.0%，同比-2.3pct；2024Q2 单季度行业平均毛利率约 18.6%，同比-2.0pct，环比-3.0pct。净利率方面，2024H1 行业平均净利率约 1.6%，同比-3.7pct；2024Q2 单季度行业平均净利率约 0.1%，同比-3.5pct，环比-3.1pct。

图表 143: 2024H1 农药行业毛利率和净利率同比分别-2.0pct 和-3.5pct



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 144: 2024Q2 农药行业毛利率和净利率环比分别-3.0pct 和-3.1pct



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **农药行业代表性公司业绩情况:**
- **扬农化工:** 根据公告，2024H1 公司实现营收 57.0 亿元，同比-19.4%；实现归母净利润 7.6 亿元，同比-32.1%；实现扣非归母净利润 7.4 亿元，同比-31.8%。2024Q2 单季实现营收 25.2 亿元，同比-1.7%，环比-20.6%；实现归母净利润 3.3 亿元，同比-9.6%，环比-22.2%；实现扣非归母净利润 3.1 亿元，同比-15.4%，环比-27.1%。从产品端看，2024Q2 原药销量环比+0.2%，同比+5.5%；价格环比-7.3%、同比-7.5%；制剂销量环比-12.6%，同比+37.4%；价格环比-54.5%、同比-27.4%。项目建设进度上看，辽宁优创项目于 2023 年 6 月全面开工，计划分两个阶段建设，项目建成后将成为北方地区具有国际先进水平的大型农化产品生产基地，目前一阶段已进入试生产，二阶段项目已进入机电安装阶段。同时，优士化学年产 200 吨四氟对甲基苄醇、3 万吨草甘膦升级改造项目，江苏优嘉扩建年产 3000 吨吡啶醚菌酯项目均正常推进。
- **润丰股份:** 根据公告，2024H1 公司实现营收 56.8 亿元，同比+12.7%；实现归母净利润 1.8 亿元，同比-57.2%；实现扣非归母净利润 1.8 亿元，同比-58.0%。2024Q2 单季实现营收 29.9 亿元，同比+6.3%，环比+11.0%；实现归母净利润 0.3 亿元，同比-88.0%，环比-81.1%；实现扣非归母净利润 0.3 亿元，同比-89.6%，环比-83.8%。2024H1 公司全力推进 TO C 业务，TO C 业务营收占比、毛利率持续上升，TO C 收入占比达到 37.52%、毛利率 29.21% (同比+0.60pct)；杀虫杀菌剂营收占比持续增长；欧盟、北美、非洲业务增长快速；拉美、亚太、中东区域业务成熟且持续增长。但业绩主要受巴西子公司汇兑损失约 2 亿元拖累。展望下半年，营收受益拉美市场旺季到来会有提升，利润侧由于北美、欧盟市场以及多数 Model C 市场仍处于投入期难以与营收同速增长。

三、投资建议

- 板块整体承压的背景下，关注具备涨价弹性、供需格局改善方向。
- 1) 白马：盈利估值双重筑底阶段，久经历史周期验证的强阿尔法白马投资性价比凸显，关注万华化学、华鲁恒升、宝丰能源、卫星化学、远兴能源等。
- 2) 红利：具备强资源优势和高分红预期的云天化、龙佰集团等。
- 3) 弹性：①轮胎：海运费持续下行&龙头胎企出海布局，关注赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎、通用股份、贵州轮胎等；②制冷剂：供给侧强约束&以旧换新、大设备更新等政策催化需求，关注巨化股份、三美股份、永和股份、昊华科技等；③食品及饲料添加剂：海外强不可抗力&季节性补库&生产商集体挺价，关注新和成、安迪苏、兄弟科技、浙江医药、花园生物、金禾实业、百龙创园等；④农药：库存去化&成本端压力传导下的涨价弹性，关注扬农化工、润丰股份等。

四、风险提示

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

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

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

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

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

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