



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

【景气度筑底，供给侧反弹】

——化工行业2024年中报总结

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

分析师：刘天其 S0010524080003 邮箱：Liutq@hazq.com

2024年9月23日

华安证券研究所



投资建议

1. 周期承压修复有望，供给侧改革助力景气回升

- 2023年以来，在全球经济下行以及行业产能持续扩张等多重因素影响下，化工行业景气渐弱。
- 截至2024年9月10日，中国化工产品价格指数（CCPI）报收4382点，较2023年初的4815点下降8.99%，近五年历史百分位为37.17%。截止至2024年6月21日，基础化工板块市净率分位数为27.24%，处于较低分位。
- 化工行业经历两年下跌，最悲观的时候已经过去。从供给侧看，2024年化工品行业资本开支增速放缓；从需求侧看，地产政策持续松绑，限购和信贷政策逐步放开，加上新能源汽车出口进一步扩大，化工品出海需求进一步打开，供需格局得到逐步改善。随着经济逐步复苏，供给侧持续改革优化，化工是顺周期最强的矛，具有全球竞争优势，行业有望开启景气上行周期。

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

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



■ 投资建议

2024年上半年化工板块：整体承压，板块分化加大

- **聚氨酯板块**2024年H1营业收入为1041.42亿元，同比增长0.11%；归母净利润为84.66亿元，同比下降4.78%；扣非归母净利润为83.60亿元，同比下降3.00%。上半年，受市场竞争及产品价格波动等影响，业绩同比有所下滑。长期来看，海外供给侧收缩有助于拉动国内聚合MDI出口量上涨。随着以旧换新政策、下游传统行业的稳定发展以及新能源行业等新兴行业的蓬勃发展，需求有望实现大幅提升。
- **磷肥及磷化工板块**2024年H1营业收入为645.57亿元，同比下降1.92%；归母净利润为46.23亿元，同比增长9.95%；扣非归母净利润为44.44亿元，同比下降11.91%。上半年，磷矿石价格保持高位运行，磷肥及磷化工行业需求维持稳定，景气度持续回升，业绩呈现较好增势。磷化工供给端因环保政策等限制新增产能，同时磷矿石品位逐年下降，价值中枢磷矿石价格有望维持高位，同时国家对粮食安全问题的高度重视，磷肥需求仍稳中有进，高景气度有望维持。
- **氟化工板块**2024年H1营业收入为286.62亿元，同比增长5.53%；归母净利润为19.41亿元，同比增长14.40%；扣非归母净利润为18.08亿元，同比增长19.14%。上半年，行业业绩增速可观，景气度快速上升。随着全球需求复苏、1月第三代制冷剂配额政策落地等因素推动，制冷剂持续供不应求，市场集中度提高，景气度有望向好。
- **煤化工板块**2024年H1营业收入为674.67亿元，同比增长15.25%；归母净利润为55.47亿元，同比增长116.14%；扣非归母净利润为57.17亿元，同比增长121.86%。上半年，煤化工板块盈利能力得到修复，业绩预计逐步稳定实现回升。在以旧换新政策实施的推动以及供给侧降本增效的优化，行业结构将得到改善，景气度有望持续恢复。
- **农药板块**2024年H1营业收入为764.29亿元，同比下降6.12%；归母净利润为23.39亿元，同比下降55.07%；扣非归母净利润为19.24亿元，同比下降61.82%。上半年，基于农产品价格波动、原药价格下跌等因素，农药板块业绩承压。长期来看，随着去库存的趋势，预计农化原药价格将回归合理区间，企业业绩有望得到修复。



投资建议

- **钾肥板块**2024年H1营业收入为126.75亿元，同比下降22.95%；归母净利润为40.55亿元，同比下降50.57%；扣非归母净利润为39.74亿元，同比下降51.08%。上半年，市场竞争加剧导致氯化钾价格下跌，行业业绩承压。长期来看，全球钾肥供给增速预计将放缓，农业市场的景气上行有望拉动钾肥需求稳定增长，助力盈利能力修复和景气度回升。
- **有机硅板块**2024年H1营业收入为226.88亿元，同比增长7.38%；归母净利润为17.50亿元，同比下降30.86%；扣非归母净利润为15.70亿元，同比下降30.35%。上半年，有机硅市场产能扩张，市场需求疲软和供需失衡的双重挑战导致产品价格保持在较低水平，行业业绩承压。长期来看，随着产能出清、需求回暖，有机硅板块有望迎来修复。
- **食品及饲料添加剂板块**2024年H1营业收入为436.78亿元，同比下降2.26%；归母净利润为41.05亿元，同比增长15.57%；扣非归母净利润为39.09亿元，同比增长20.41%。上半年，供给端产能逐步出清助力维生素价格增长，盈利能力得到强化，景气度上行。长期来看，随着养殖周期景气度回升，猪价有望持续上涨，景气度有望持续向好。
- **民爆制品板块**2024年H1营业收入为253.79亿元，同比下降4.66%；归母净利润为19.93亿元，同比下降11.20%；扣非归母净利润为18.25亿元，同比下降14.34%。上半年，民爆企业产销量收缩以及市场需求较疲软导致行业业绩下降。长期来看，上半年上游成本端，原材料硝酸铵价格呈下行趋势，有望为民爆行业带来利润空间。
- **钛白粉板块**2024年H1营业收入为226.60亿元，同比增长9.71%；归母净利润为22.16亿元，同比增长49.08%；扣非归母净利润为21.13亿元，同比下降56.90%。市场产能出清，行业需求提升，推动业绩增长放量。

风险提示

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

CONTENTS

01

周期底部逐步复苏，新材料需求有望爆发

02

2024年中报化工板块：整体承压，板块分化加大

03

关注供需改善赛道的优质标的、国产替代的新材料企业以及高分红的红利资产

04

风险提示

周期底部逐步复苏，新材料需求有望爆发

01



■ OPEC减产叠加宏观地缘，油价将维持宽幅震荡

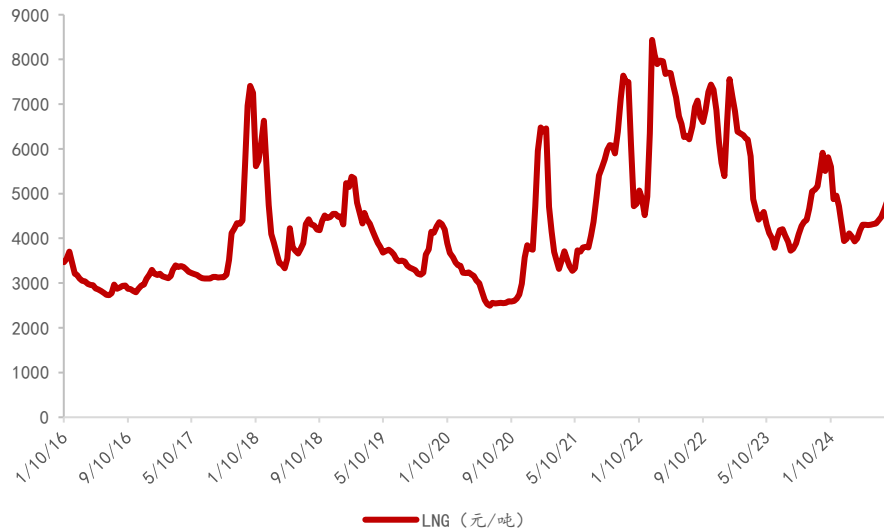
- 原油价格维持高位，宏观地缘加剧油价震荡。贯穿24年上半年的OPEC+减产，仍是国际油价高位运行的定海神针。截至24年9月10日布伦特期货结算价69.19美元/桶，较24年初下降8.83%。今年4月末加沙停火谈判的积极进展使得原油价格有所回落，宏观地缘加持下，油价波动进一步加大。
- 24年Q1受气温偏高影响，国际各大主要天然气消费地区库存高企，供需宽松导致国际天然气价格下调。2024Q2，天然气价格有所回升。截至24年8月31日，液化天然气（LNG）价格为4920.10元/吨。

图表 2018-2024年9月原油价格走势



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 天然气价格2024Q2回升

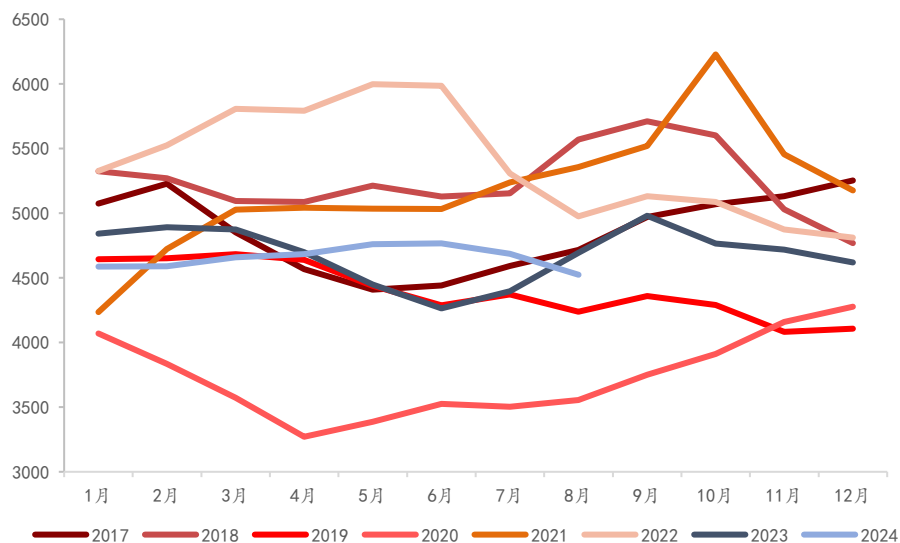


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

■ 化工品价格指数有望回升

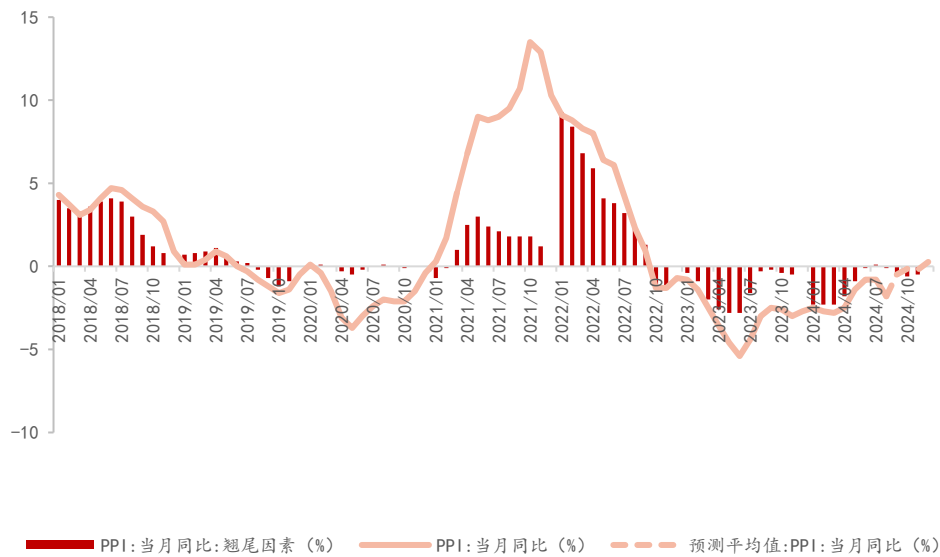
- **CCPI 指数有望回升，PPI 跌幅收窄。**24年Q2化工品需求仍偏弱，行业整体价差呈回落态势。截至24年9月10日，中国化工产品价格指数（CCPI）报收4382点，较2023年初的4815点下降8.99%，较今年年初的4622点下降5.19%，近五年历史百分位为37.19%。
- 受生产资料价格环比跌幅收窄、金属及能源价格上涨等因素影响，PPI 环比降幅缩小。24年8月PPI 同比下降1.8%，降幅比上月扩大1个百分点。

图表 2017-2024年8月化工品价格指数走势对比



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 PPI 走势及预测



资料来源：iFinD，华安证券研究所

■ 化工品价格有望逐渐修复

- 化工品行情分化明显，价格有望逐渐修复。2023年以来，原油和煤炭价格均波动下降，化工行业成本压力减轻，外加美联储持续加息、全球化工品需求下滑等因素影响，化工品价格中枢整体走低，24年Q2价格仍呈下行趋势。
- 其中：传统重资产化工景气仍处低位，但同比有所改善；在原油相对高价、成品油供需面较好等支撑下，油气产业链景气维持高位；农药/新能源材料/助剂等下游盈利步入修复拐点，将逐步迎来配置机遇。

图表 部分化工品2024年初至9月初价格涨跌幅

| 产品 | 市场名称 | 1.1价格 (元/吨) | 9.5价格 (元/吨) | 涨跌幅 |
|------|------|-------------|-------------|---------|
| 环氧丙烷 | 市场均价 | 9375 | 8640 | -7.84% |
| 草铵膦 | 市场均价 | 70000 | 52000 | -25.71% |
| 环氧乙烷 | 市场均价 | 6400 | 6885 | 7.58% |
| PX | 市场均价 | 8600 | 7175 | -16.57% |
| PVC | 市场均价 | - | 5141 | - |
| 丙烯 | 市场均价 | 6875 | 6900 | 0.36% |
| 己内酰胺 | 市场均价 | 13775 | 12600 | -8.53% |
| 己二酸 | 市场均价 | 9350 | 8533 | -8.74% |
| PTA | 市场均价 | 5885 | 4980 | -15.38% |
| DMF | 市场均价 | 4900 | 4283 | -12.59% |
| 甲醇 | 市场均价 | 2490 | 2158 | -13.33% |
| 纯MDI | 市场均价 | 20000 | 18700 | -6.50% |

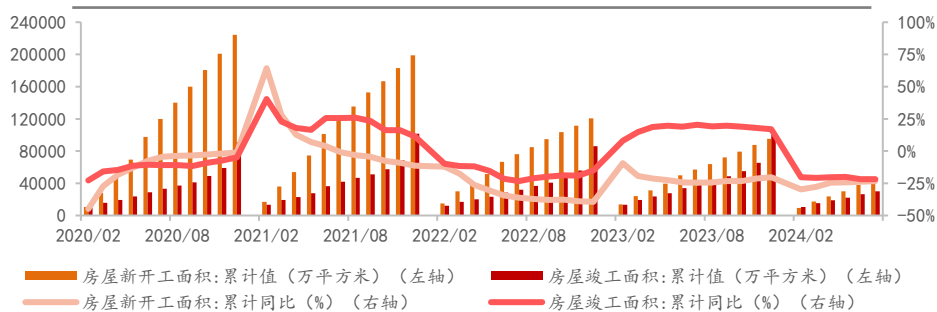
资料来源：百川盈孚，华安证券研究所



■ 下游需求有望回暖

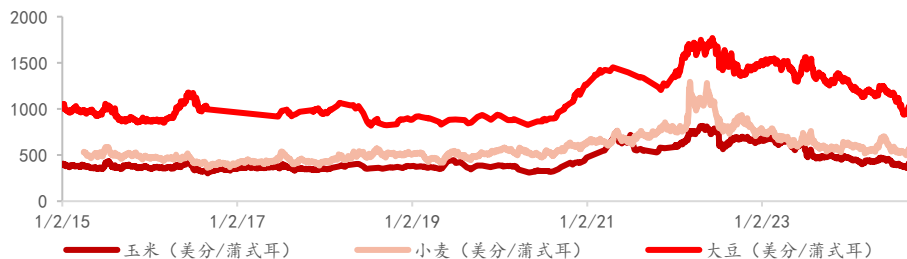
- 需求层面来看，制造业整体向好。房地产市场基本面筑底，在去库存等政策加持下有望触底反弹。24年7月，全国房屋新开工面积为43732.89万平方米，同比下降23.2%；全国房屋竣工面积为30016.52万平方米，同比下降21.8%。
- 国际农产品价格自2022年以来保持高位，现有所回调。国内汽车市场需求表现较为稳定，24年7月汽车产量为229.72万辆，较上年同期下降1.15%。24年7月，我国纺织业出口交货额为220.5亿元，同比增长7.93%。Q2国内制造业生产保持强势，在政策等因素带动下制造业有望进一步推动需求复苏，支撑化工行业发展。

图表 房屋开工竣工面积累计值及同比



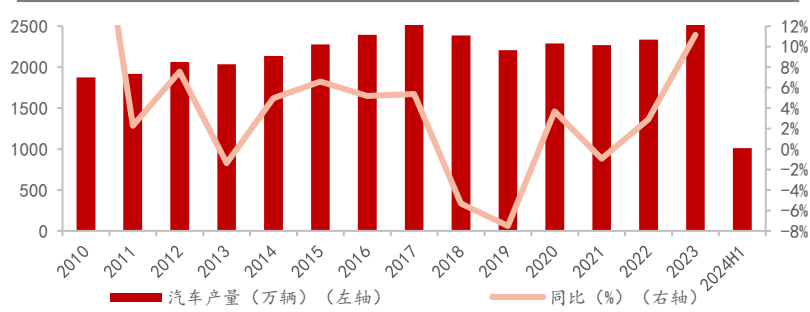
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 国际农产品实际市场价大幅拉升



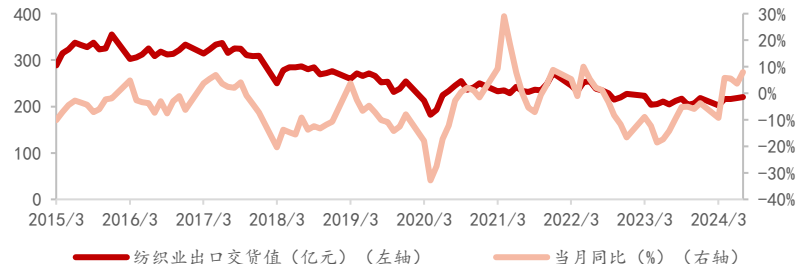
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 2011-2024H1国内汽车产量及增速



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 国内纺织出口交货值及增速



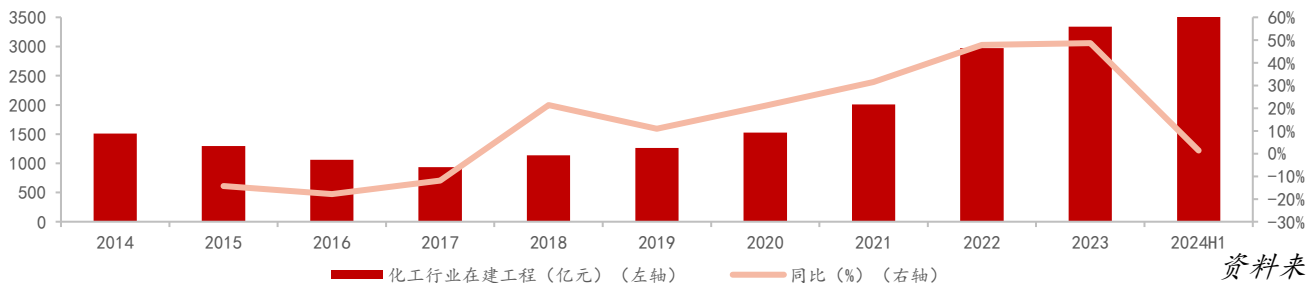
资料来源: iFinD, 华安证券研究所



■ 资本开支增速收窄，在建工程压力仍存

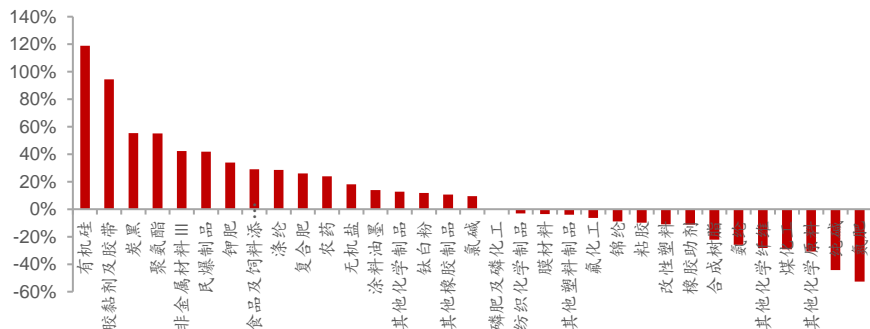
- 供给层面来看，化工品产能增速明显放缓。自2018年开始，化工行业进入扩产周期，24年Q1大部分化工品产能增速明显回调。2024Q1在建工程为3639.29亿元，同比增长12.50%，供给端新增产能持续释放，整体供需格局仍等待改善。
- 细分子行业来看，2024Q2，化工子行业资本开支的同比增速中位数为-2.9%。24年Q1资本开支增长趋势较快，有机硅、胶黏剂及胶带、炭黑、聚氨酯等子行业在建工程持续增长，其中有机硅同比增长超过100%。2024Q2趋势相对稳定，其中涤纶同比增长高达188.61%。

图表 基础化工板块在建工程增速放缓



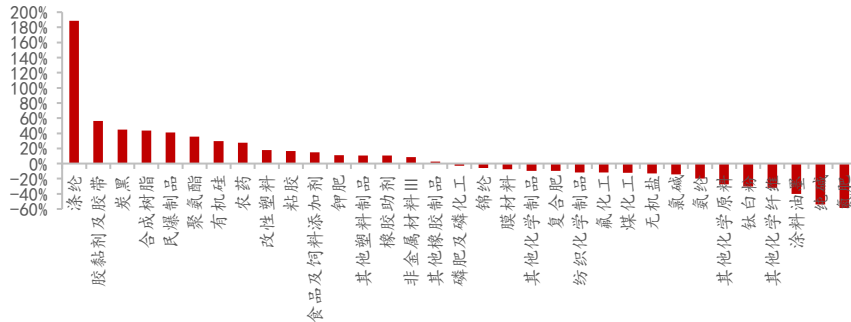
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 基础化工子行业2024Q1在建工程同比增速



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 基础化工子行业2024Q2在建工程同比增速



资料来源：iFinD，华安证券研究所

■ 部分主要化工品产能增速分化明显

图表 部分化工品产能增速明显放缓

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

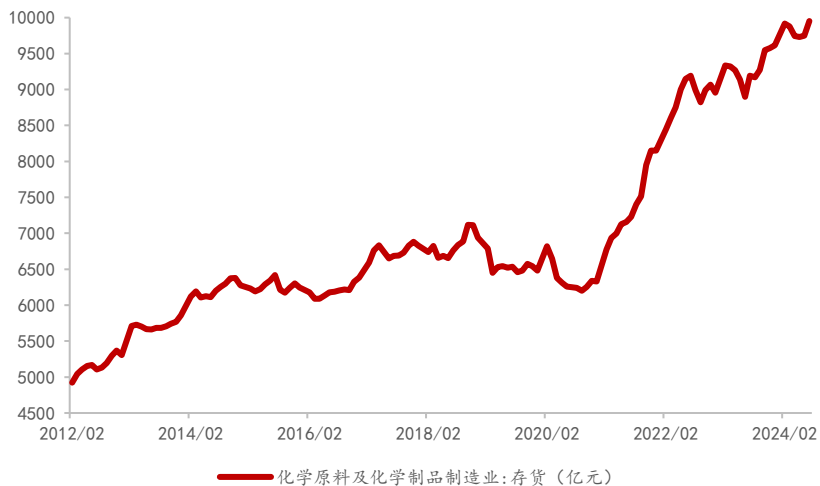
资料来源：百川盈孚，华安证券研究所



■ 库存维持中高位，静待去库拐点来临

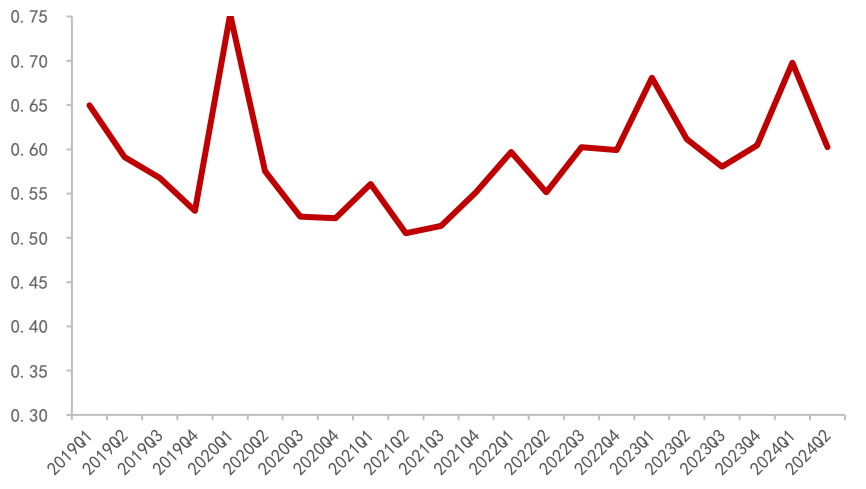
- 库存位于高点，消费需求的提振有望逐步缓解市场高库存的压力。2021年制造业需求复苏叠加上游原材料价格上涨，使得化工企业一直处于持续补库存的阶段，随着防疫政策放开，主要化学品总产量增长由负转正，目前化工品库存仍处于高点。未来随着消费复苏需求格局改善，有望迎来真正的库存拐点。
- 2024Q2，基础化工行业库存收入比为0.60，同比下降0.90%。

图表 化学原料和化学制品制造业存货累计值



资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 2019-2024二季度基础化工行业库存/营收情况



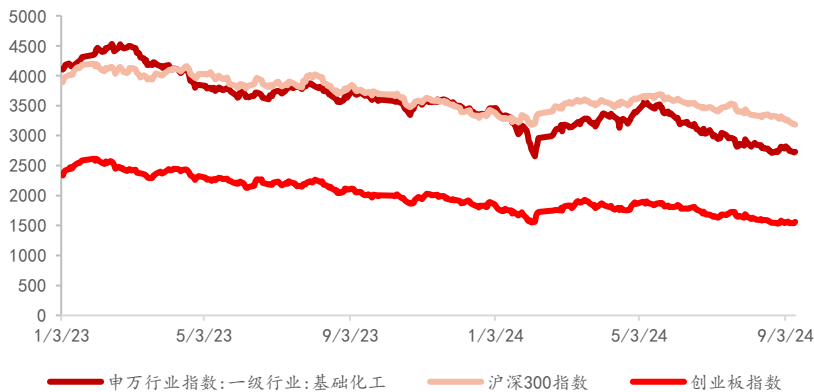
资料来源：iFind，华安证券研究所



■ 化工板块指数有所回升，业绩增速放缓

- 化工板块仍处低位，二季度以来有所回落，子行业有所分化。截至24年9月11日，化工（SW）、沪深300较年初涨跌幅分别为-21.02%、-5.91%，化工（SW）相对沪深300跌幅为-15.10%。涨幅较大的子行业是煤化工、氨纶、纺织化学制品、氟化工、其他塑料制品、涤纶、其他化学原料、钛白粉等。
- 24年Q2化工行业业绩呈负增长趋势。23年经济复苏不及预期，化工行业整体业绩出现负增长。其中，煤化工、氨纶仍保持正增长，截止至24年9月11日，涨幅分别为8.71%、3.97%。

图表 化工板块指数有所回落



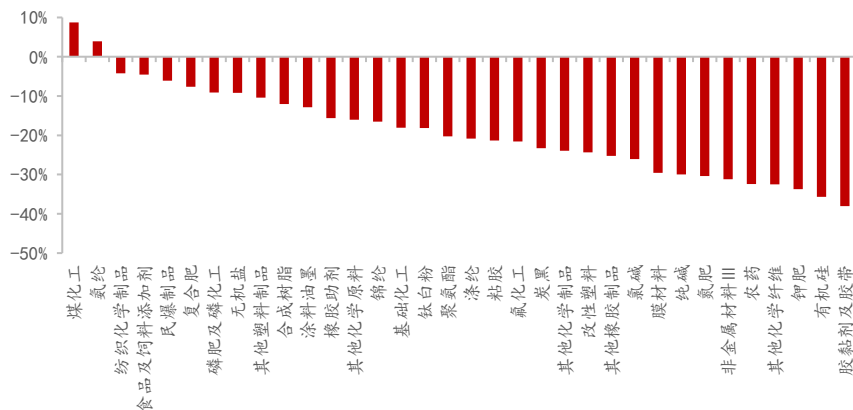
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 化工板块经营数据分析

| 类别 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024H1 |
|-------------|----------|----------|-----------|-----------|----------|
| 营业收入 (亿元) | 63878.90 | 85633.06 | 104884.49 | 101770.92 | 50979.49 |
| 营业收入增速 (%) | -18.55% | 34.06% | 22.48% | -2.97% | 2.62% |
| 归母净利润 (亿元) | 2099.66 | 5059.88 | 5823.89 | 4834.70 | 2804.92 |
| 归母净利润增速 (%) | -11.76% | 140.99% | 15.10% | -16.99% | 6.97% |

资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 2023年初至9月11日化工子加权平均流通市值有所分化

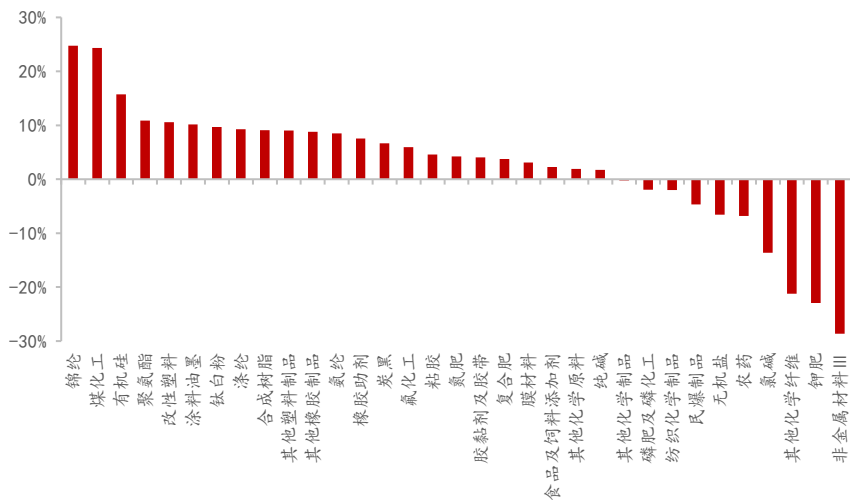


资料来源：iFinD，华安证券研究所

■ 化工行业业绩增速放缓，子行业分化

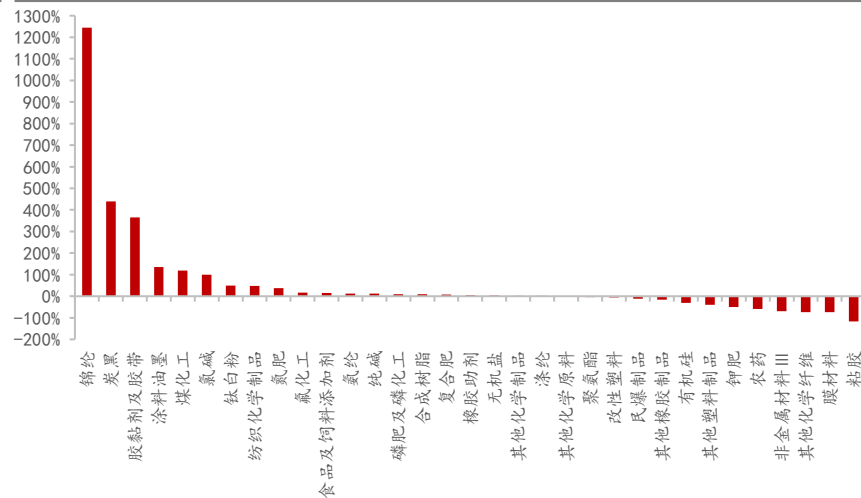
- **2024Q2锦纶、煤化工行业营收增速超20%。**2023年大部分子行业营收呈下降趋势，行业分化明显，其中民爆制品营收增速接近25%。24年Q2行业整体营收有所回升，子行业营收较24Q1变化明显，其中无机盐、钾肥、复合肥营收增幅超10%。
- **2024Q2子行业归母净利润较2024Q1年明显改善。**自2023年，受短期出口压力叠加地产/纺服/汽车等终端需求尚未显著修复，行业资本开支持续投放等因素影响，大多子行业盈利下降。24年二季度在原料价格上涨、下游消费回暖、供需格局改善等因素的加持下，子行业盈利明显回升，其中锦纶、氯碱、胶黏剂及胶带、煤化工等行业继续呈增长态势，锦纶同比增幅超1300%，环比增幅超600%。

图表 化工子行业2024年二季度营业收入分化明显



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 化工子行业2024年二季度归母净利润同比增长出现分化



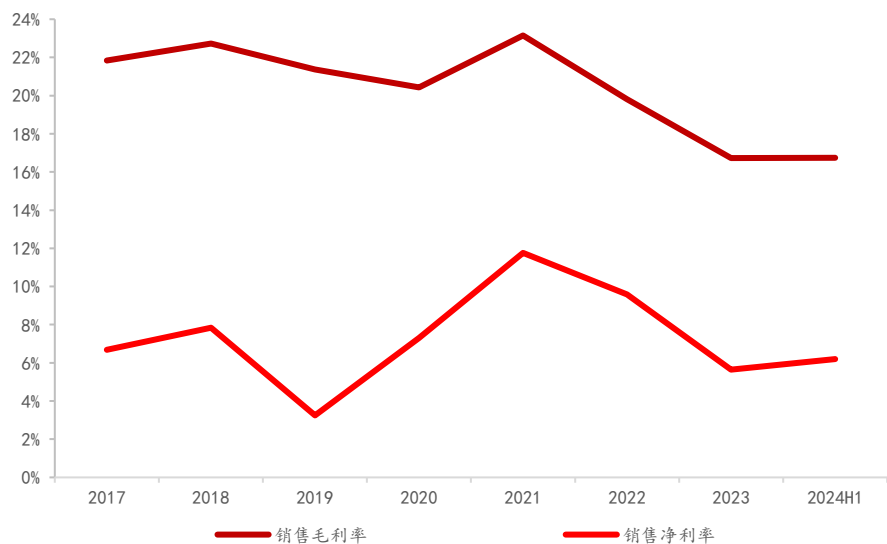
资料来源：iFinD，华安证券研究所



■ 化工行业毛利及ROE有所下滑

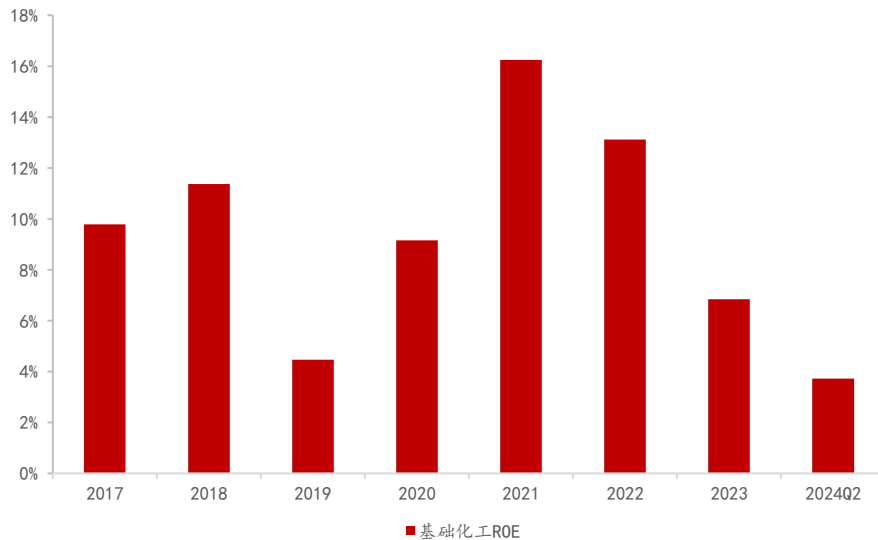
- 2024Q2行业盈利能力有所回调。
- 2023年，行业终端需求尚未显著修复，成本处于高位，部分子行业面临高成品库存的不利影响，化工板块盈利能力继续下滑。2023年毛利率、净利率分别为16.64%、5.46%，同比分别下降3.05个PCT、3.95个PCT，净资产收益率ROE为6.68%，同比下降6.36个百分点。
- 2024H1毛利率、净利率分别为16.74%、6.21%，同比分别上升0.40个PCT、下降0.54个PCT，行业盈利能力有所修复。

图表 上半年化工行业毛利率、净利率有所回升



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 2021年以来化工行业ROE有所下降



资料来源：iFinD，华安证券研究所



■ 基础化工行业毛利上升，周转率等指标有所下滑，子行业分化

- 2024年Q2，基础化工毛利率同比+0.40pct，ROE、存货周转率同比分别-0.36pct、0.01pct，其中更多的子行业均呈增长态势。化工子行业中，2024Q2销售毛利率同比上升的子行业有21个，增幅前5的行业分别为煤化工、有机硅、涂料油墨、炭黑和纯碱。

图表 2024Q2化工子行业销售毛利率、ROE、存货周转率变化

| 板块名称 | 板块名称 | 销售毛利率 (%) | 毛利率变动 (百分点) | ROE (%) | ROE变动 (百分点) | 存货周转次数 (次) | 存货周转率同比 (%) |
|----------|----------|-----------|-------------|---------|-------------|------------|-------------|
| 基础化工 | 基础化工 | 16.74 | 0.40 | 3.72 | -0.36 | 2.57 | -0.01 |
| 纯碱 | 纯碱 | 25.97 | 2.84 | 5.86 | 0.16 | 6.03 | -0.04 |
| 氯碱 | 氯碱 | 12.70 | 2.25 | 1.70 | 0.94 | 5.41 | -0.08 |
| 无机盐 | 无机盐 | 27.75 | -0.10 | 5.20 | -0.29 | 3.79 | 0.03 |
| 其他化学原料 | 其他化学原料 | 14.55 | 0.41 | 3.67 | -0.45 | 3.83 | -0.19 |
| 煤化工 | 煤化工 | 18.16 | 11.99 | 5.03 | 2.58 | 5.77 | 0.15 |
| 钛白粉 | 钛白粉 | 21.98 | 2.17 | 5.19 | 1.57 | 1.67 | -0.07 |
| 涂料油墨 | 涂料油墨 | 23.11 | 5.42 | 2.56 | 1.44 | 2.15 | 0.05 |
| 民爆制品 | 民爆制品 | 25.82 | 0.95 | 4.64 | -1.04 | 4.56 | -0.03 |
| 纺织化学制品 | 纺织化学制品 | 22.68 | 1.61 | 2.17 | 0.69 | 0.35 | -0.06 |
| 其他化学制品 | 其他化学制品 | 13.15 | 0.10 | 2.20 | 0.07 | 2.78 | 0.07 |
| 氟化工 | 氟化工 | 18.21 | 0.49 | 3.95 | 0.22 | 2.70 | -0.07 |
| 聚氨酯 | 聚氨酯 | 16.23 | -0.25 | 8.11 | -1.41 | 3.36 | -0.12 |
| 食品及饲料添加剂 | 食品及饲料添加剂 | 22.57 | 2.53 | 4.69 | 0.50 | 2.38 | 0.10 |
| 有机硅 | 有机硅 | 17.52 | 5.57 | 2.55 | -1.29 | 1.78 | 0.07 |
| 胶黏剂及胶带 | 胶黏剂及胶带 | 12.20 | 2.80 | 1.25 | 1.74 | 2.36 | 0.00 |
| 涤纶 | 涤纶 | 5.47 | 0.04 | 2.21 | -0.02 | 3.76 | -0.15 |
| 粘胶 | 粘胶 | 14.50 | 1.77 | -0.06 | -0.44 | 2.18 | -0.01 |
| 其他化学纤维 | 其他化学纤维 | 15.98 | -6.23 | 1.45 | -4.31 | 2.11 | -0.29 |
| 氨纶 | 氨纶 | 15.83 | -0.82 | 4.61 | 0.25 | 2.43 | -0.16 |
| 锦纶 | 锦纶 | 9.64 | -0.54 | 1.72 | 1.59 | 4.38 | 0.22 |
| 其他塑料制品 | 其他塑料制品 | 9.99 | -1.89 | 1.81 | -1.32 | 2.52 | -0.01 |
| 改性塑料 | 改性塑料 | 12.32 | -0.94 | 2.62 | -0.37 | 2.77 | 0.01 |
| 合成树脂 | 合成树脂 | 22.49 | 0.55 | 4.10 | -0.08 | 2.01 | 0.02 |
| 膜材料 | 膜材料 | 14.42 | -3.22 | 0.47 | -1.38 | 1.78 | 0.00 |
| 其他橡胶制品 | 其他橡胶制品 | 23.28 | -1.10 | 0.56 | -0.12 | 0.40 | 0.03 |
| 炭黑 | 炭黑 | 9.34 | 3.89 | 3.65 | 2.93 | 4.41 | 0.19 |
| 橡胶助剂 | 橡胶助剂 | 22.51 | -2.93 | 6.88 | -0.24 | 2.95 | 0.00 |
| 氮肥 | 氮肥 | 16.11 | 2.11 | 4.97 | 1.12 | 4.57 | -0.11 |
| 磷肥及磷化工 | 磷肥及磷化工 | 16.08 | 1.10 | 5.68 | 0.22 | 3.14 | 0.01 |
| 农药 | 农药 | 20.53 | -2.73 | 1.86 | -2.67 | 1.48 | 0.03 |
| 钾肥 | 钾肥 | 48.77 | -18.93 | 6.06 | -7.79 | 2.15 | 0.57 |
| 复合肥 | 复合肥 | 13.15 | 0.64 | 5.96 | -0.01 | 2.80 | -0.02 |
| 非金属材料III | 非金属材料III | 19.37 | -8.34 | 3.00 | -7.38 | 1.30 | -0.21 |

资料来源：iFinD，华安证券研究所

华安证券研究所



■ 稳增长政策密集出台，国内需求有望回升

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

图表 2023年以来政府“稳增长”等利好政策

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

资料来源：中国政府各部委官网，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



■ 能耗政策趋严，行业格局强者恒强

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

图表 2023年以来国家能耗与碳排放相关政策

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

资料来源：中国政府各部委官网、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



■ 新材料的渗透率提升与国产替代提速

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

图表 2023年以来国家支持新材料产业的相关政策

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

资料来源：中国政府各部委官网，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

2024年中报化工板块总结：
整体承压，板块分化加大

02



■ 聚氨酯板块-业绩分析与总结

- 聚氨酯板块2024年H1营业收入为1041.42亿元，同比增长0.11%；归母净利润为84.66亿元，同比降低4.78%；扣非归母净利润为83.60亿元，同比下降3.00%。基于市场竞争及产品价格波动，聚氨酯行业盈利受限，业绩同比有所下滑。
- 单季度来看，聚氨酯板块2023Q4/2024Q1/2024Q2的营业收入分别为462.61/496.16/545.26亿元，同比增长19.61%/10.28%/11.38%；归母净利润分别为36.97/43.18/41.48亿元，同比+28.95%/+3.01%/-11.73%。
- 从供给端来看，由于环保和节能政策的挑战，聚氨酯企业需对生产线进行技改以满足国家的节能减耗标准，因此未来五年生产增速预计有所放缓。海外聚合MDI产能受扰动，导致供给侧有所收缩，有利于推动国内出口量逐步上行。
- 从需求端来看，2024年以旧换新政策的推行有助于拉动聚氨酯终端需求，利好聚合MDI需求上行趋势。同时，随着下游传统行业的稳定发展、海外补库以及新能源行业等新兴行业的蓬勃发展，冰箱需求量有望上升，助力聚氨酯需求实现增长。

图表 聚氨酯板块2022-2024Q2单季度业绩速览

| (亿元) | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入 | 452.22 | 508.94 | 446.76 | 386.76 | 449.91 | 489.56 | 487.20 | 462.61 | 496.16 | 545.26 |
| 同比增速 | 32.76% | 29.14% | 4.11% | -6.97% | -0.51% | -3.81% | 9.05% | 19.61% | 10.28% | 11.38% |
| 归母净利润 | 55.49 | 52.00 | 33.63 | 28.67 | 41.92 | 46.99 | 43.65 | 36.97 | 43.18 | 41.48 |
| 同比增速 | -19.20% | -27.03% | -45.35% | -45.01% | -24.45% | -9.64% | 29.78% | 28.95% | 3.01% | -11.73% |



■ 聚氨酯板块-业绩分析与总结

- 从盈利能力来看，2024年H1聚氨酯板块毛利率为16.23%，-0.25pct；净利率为8.90%，-1.29pct；四费率为5.77%，+0.50pct。
- 2024年Q2聚氨酯板块毛利率为15.38%，同比-0.34pct；净利率为8.33%，同比-1.98pct。

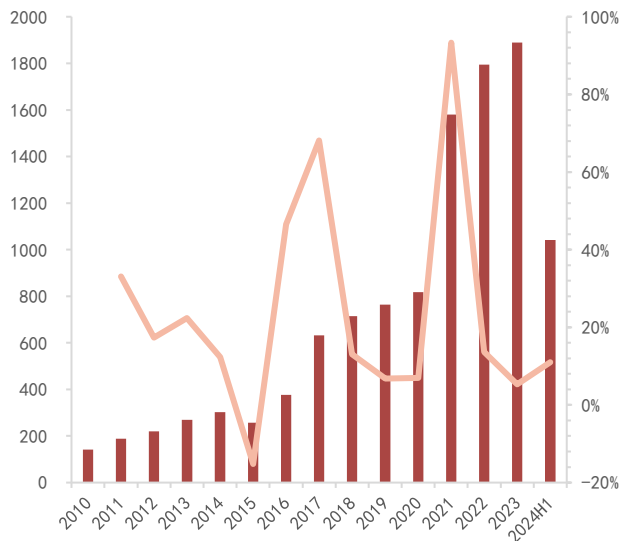
图表 聚氨酯板块2022-2024Q2单季度盈利指标速览

| % | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 毛利率 | 20.09% | 16.47% | 13.04% | 16.15% | 17.53% | 15.52% | 17.39% | 16.51% | 17.39% | 15.38% |
| 净利率 | 12.60% | 10.72% | 8.02% | 7.86% | 10.06% | 10.31% | 9.93% | 8.70% | 9.53% | 8.33% |
| 四费率 | 4.96% | 3.65% | 4.78% | 7.36% | 5.80% | 4.78% | 6.06% | 6.74% | 5.94% | 5.61% |
| 销售费用率 | 0.62% | 0.54% | 0.79% | 0.99% | 0.78% | 0.74% | 0.85% | 0.88% | 0.89% | 0.72% |
| 管理费用率 | 1.24% | 1.22% | 1.30% | 2.18% | 1.55% | 1.55% | 1.68% | 1.88% | 1.66% | 1.60% |
| 财务费用率 | 1.10% | 0.22% | 0.41% | 1.34% | 1.28% | 0.31% | 1.02% | 1.10% | 1.07% | 1.09% |
| 研发费用率 | 2.00% | 1.67% | 2.28% | 2.84% | 2.18% | 2.18% | 2.52% | 2.88% | 2.32% | 2.19% |

■ 聚氨酯板块-业绩分析与总结

- 业绩端来看，聚氨酯板块2024年H1营业收入为1041.42亿元，同比增长11.00%；归母净利润为84.66亿元，同比下降5.00%；扣非归母净利润为83.60亿元，同比下降3.00%。上半年行业营业收入有所增长，但市场竞争及价格波动导致业绩小幅下跌。

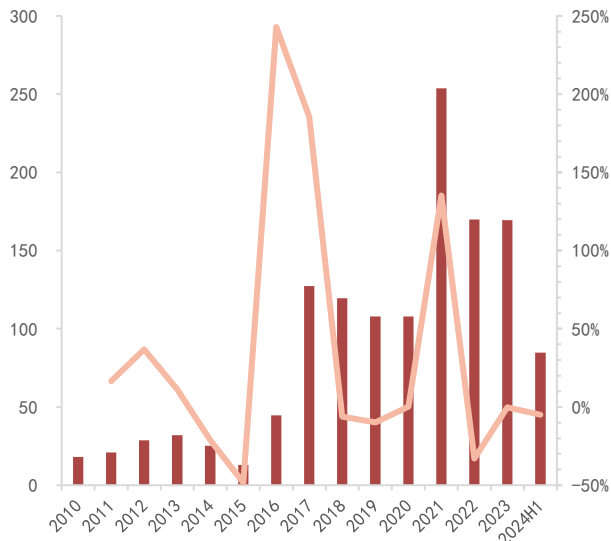
图表 2010-2024H1年营收及增速



■ 营业收入 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

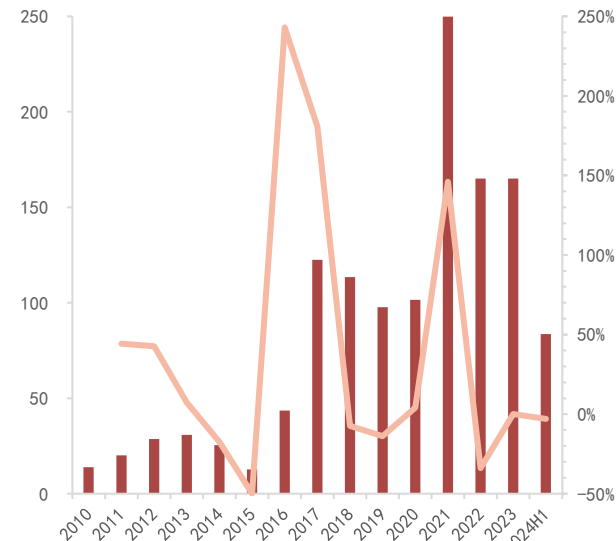
图表 2010-2024H1年归母净利润及增速



■ 归母净利润 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024H1年扣非归母净利润及增速



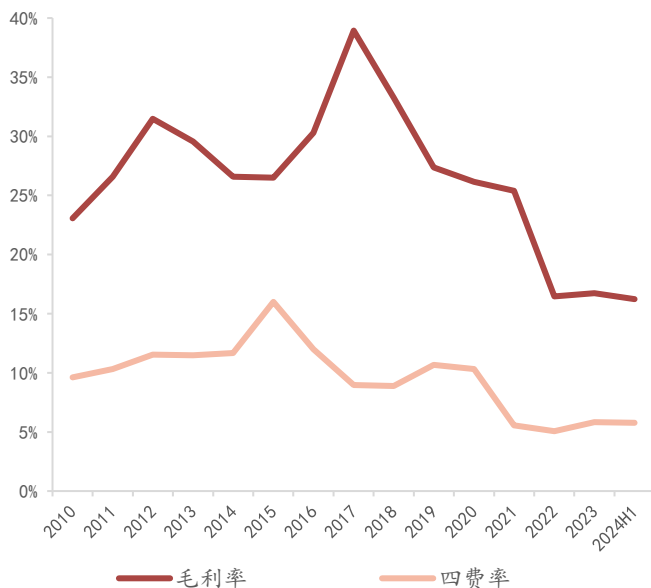
■ 扣非归母净利润 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

■ 聚氨酯板块-业绩分析与总结

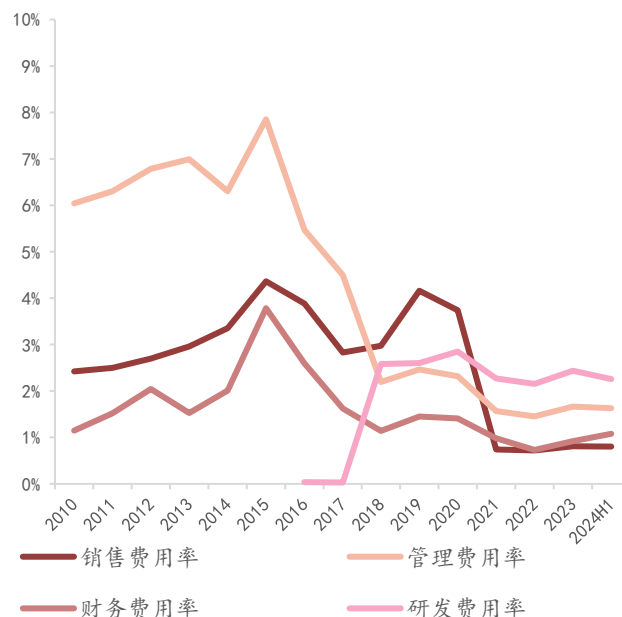
- 费用端来看，聚氨酯板块2024年H1四费率为5.77%，+0.50pct；销售费用率为0.80%，+0.04pct；管理费用率为1.63%，+0.08pct；财务费用率为1.08%，+0.31pct；研发费用率为2.25%，+0.07pct。
- 上半年，聚氨酯行业毛利率有所下跌，叠加期间费用率不同程度的增长，导致业绩有所下滑。

图表 2010-2024年H1毛利率与四费率变化趋势



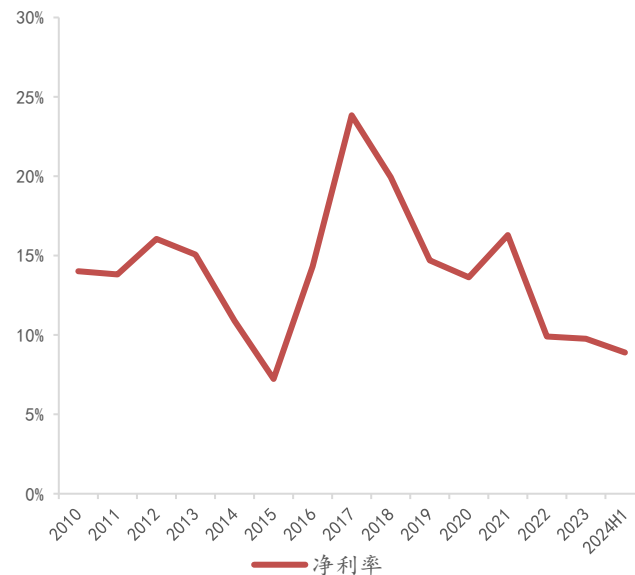
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1期间费用率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1净利率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

■ 磷肥及磷化工板块-业绩分析与总结

- 磷肥及磷化工板块2024年H1营业收入为645.57亿元，同比下降1.92%；归母净利润为46.23亿元，同比增长9.95%；扣非归母净利润为44.44亿元，同比下降11.91%。
- 单季度来看，磷肥及磷化工板块2023Q4/2024Q1/2024Q2的营业收入分别为317.53/286.58/358.99亿元，同比-7.29%/-9.10%/+4.67%；归母净利润分别为19.66/21.21/25.02亿元，同比-16.71%/-23.55%/+74.91%。
- 短期来看，磷肥企业存在供大于求情况，整体产能过剩。2024年Q2，磷矿石价格保持高位运行，磷肥及磷化工行业需求维持稳定，景气度持续回升，业绩情况呈现较好增势。
- 长期来看，磷肥上游资源支撑较强；2024年5月29日国务院发布《2024—2025年节能降碳行动方案》，供给端持续调整产业结构，下游系国家对粮食安全问题的的高度重视等因素，磷肥需求仍稳中有进。随着高品位磷矿的稀缺性提升，磷矿石价格中枢有望抬升，坐拥磷矿石资源的企业优势将被持续强化。

图表 磷肥及磷化工板块2022-2024Q2单季度业绩速览

| (亿元) | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
|-------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 营业收入 | 334.06 | 443.96 | 376.28 | 342.50 | 315.25 | 342.97 | 362.13 | 317.53 | 286.58 | 358.99 |
| 同比增速 | 39.34% | 43.13% | 15.53% | 6.37% | -5.63% | -22.75% | -3.76% | -7.29% | -9.10% | 4.67% |
| 归母净利润 | 50.12 | 69.98 | 42.53 | 23.61 | 27.74 | 14.31 | 19.68 | 19.66 | 21.21 | 25.02 |
| 同比增速 | 257.95% | 104.46% | -2.26% | -58.24% | -44.64% | -79.56% | -53.72% | -16.71% | -23.55% | 74.91% |

■ 磷肥及磷化工板块-业绩分析与总结

- 从盈利能力来看，2024年H1磷肥及磷化工板块毛利率为16.08%，同比+1.10pct；净利率为8.11%，同比+0.64pct；四费率为5.83%，同比+0.19pct。
- 2024年Q2磷肥及磷化工板块毛利率为15.68%，同比+3.31pct；净利率为7.98%，同比+2.84pct；盈利能力持续强化。

图表 磷肥及磷化工板块2022-2024Q2单季度盈利指标速览

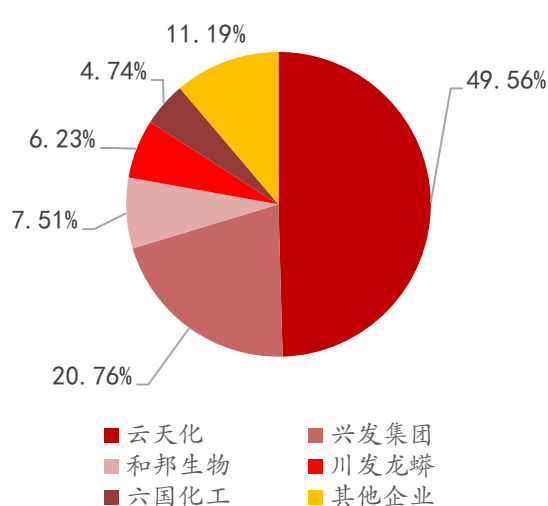
| % | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 毛利率 | 26.29% | 26.02% | 22.21% | 18.10% | 17.82% | 12.37% | 13.03% | 19.84% | 16.59% | 15.68% |
| 净利率 | 17.19% | 17.79% | 12.68% | 7.50% | 10.01% | 5.14% | 5.95% | 6.86% | 8.27% | 7.98% |
| 四费率 | 5.76% | 5.23% | 5.82% | 7.40% | 5.81% | 5.47% | 5.60% | 7.77% | 6.22% | 5.51% |
| 销售费用率 | 0.97% | 0.84% | 1.08% | 1.14% | 1.07% | 1.08% | 1.17% | 1.37% | 1.30% | 1.17% |
| 管理费用率 | 2.11% | 2.07% | 2.32% | 3.35% | 2.05% | 1.78% | 1.81% | 3.61% | 2.24% | 1.97% |
| 财务费用率 | 1.47% | 1.01% | 0.82% | 1.42% | 1.24% | 0.99% | 1.09% | 0.96% | 1.22% | 0.86% |
| 研发费用率 | 1.21% | 1.31% | 1.60% | 1.49% | 1.45% | 1.63% | 1.53% | 1.83% | 1.47% | 1.51% |



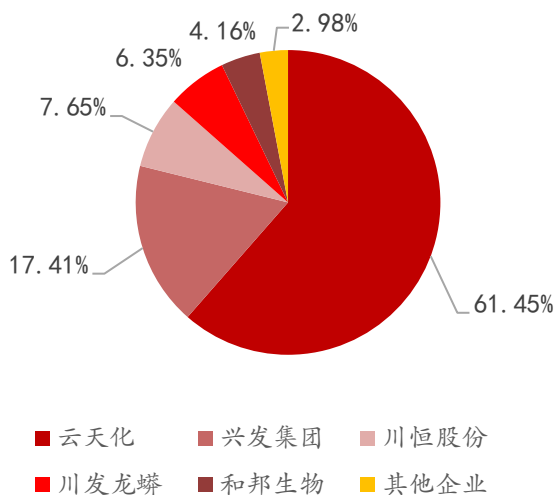
■ 磷肥及磷化工板块-业绩分析与总结

- 根据iFinD，9家磷肥及磷化工企业2024年H1营业收入总额增速为-1.92%；归母净利润增速为+9.95%。
- 从2024年H1收入贡献来看，云天化营业收入为319.93亿元，占比49.56%；其次贡献较大的企业是兴发集团/和邦生物/川发龙蟒/六国化工，分别占比20.76%/7.51%/6.23%/4.74%。从增速来看，川恒股份营收增速为32.14%，增速最快。
- 从2024年H1净利润贡献来看，云天化归母净利润为28.41亿元，占比61.45%；其次贡献较大的企业是兴发集团/川恒股份/川发龙蟒/和邦生物，分别占比17.41%/7.65%/6.35%/4.16%。从增速来看，川金诺归母净利润增速为287.05%，增速最快。

图表 2024年H1收入前5企业占比



图表 2024年H1归母净利润前5企业占比



图表 2024年H1收入和归母净利润增速速览

| 营收增速 | 全板块 | 增速>50% | 增速>30% | 增长 | 下跌 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 家数 | -1.92% | 0 | 1 | 6 | 3 |
| 占比 | | 0.00% | 11.11% | 66.67% | 33.33% |
| 归母净利润增速 | 全板块 | 增速>50% | 增速>30% | 增长 | 下跌 |
| 家数 | 9.95% | 4 | 5 | 8 | 1 |
| 占比 | | 44.44% | 55.56% | 88.89% | 11.11% |

资料来源：iFinD、华安证券研究所

资料来源：iFinD、华安证券研究所

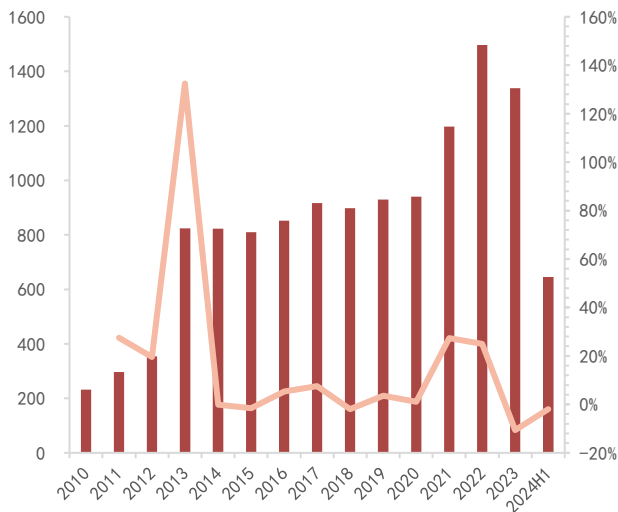
资料来源：iFinD、华安证券研究所



■ 磷肥及磷化工板块-业绩分析与总结

- 业绩端来看，磷肥及磷化工板块2024年H1营业收入为645.57亿元，同比-1.92%；归母净利润为46.23亿元，同比+9.95%；扣非归母净利润为44.44亿元，同比+11.91%；毛利率为16.08%，同比+1.10pct；净利率为8.11%，同比+0.64pct；盈利水平有所提升。

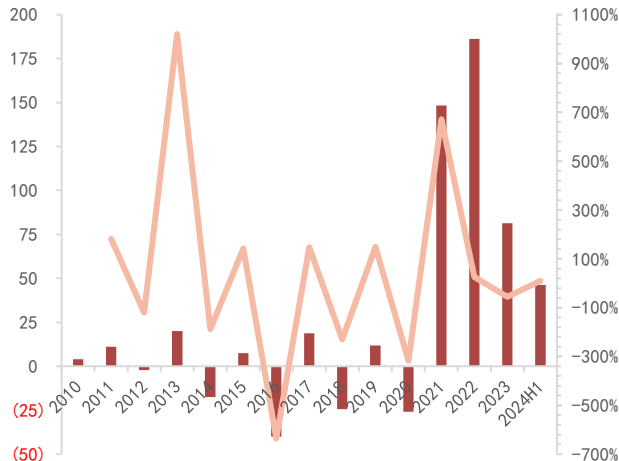
图表 2010-2024年H1营收及增速



■ 营业收入 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

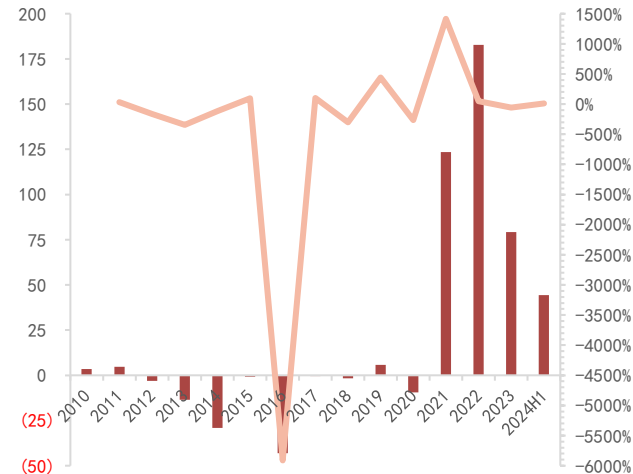
图表 2010-2024年H1归母净利润及增速



■ 归母净利润 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1扣非归母净利润及增速



■ 扣非归母净利润 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

■ 磷肥及磷化工板块-业绩分析与总结

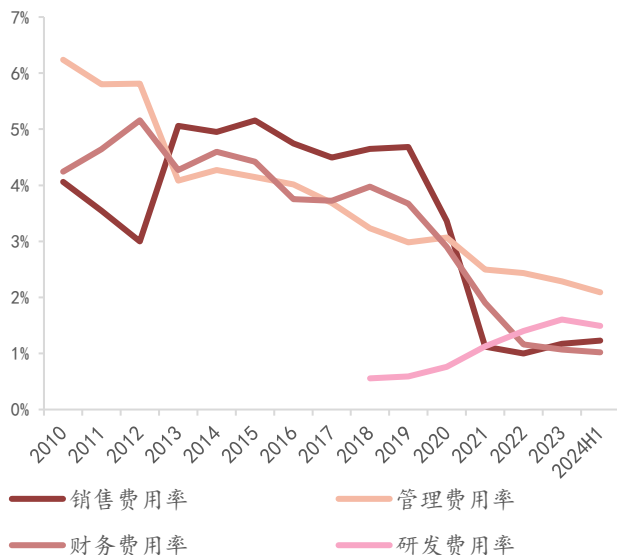
- 费用端来看，磷肥及磷化工板块2024年H1四费率为5.83%，同比+0.19pct；销售费用率为1.23%，+0.15pct；管理费用率为2.09%，+0.18pct；财务费用率为1.02%，-0.09pct；研发费用率为1.49%，+0.15pct。

图表 2010-2024年H1毛利率与四费率变化趋势



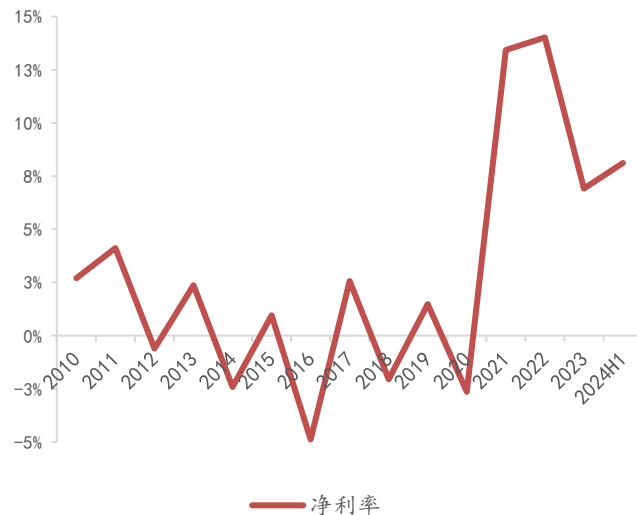
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1期间费用率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1净利率变化趋势

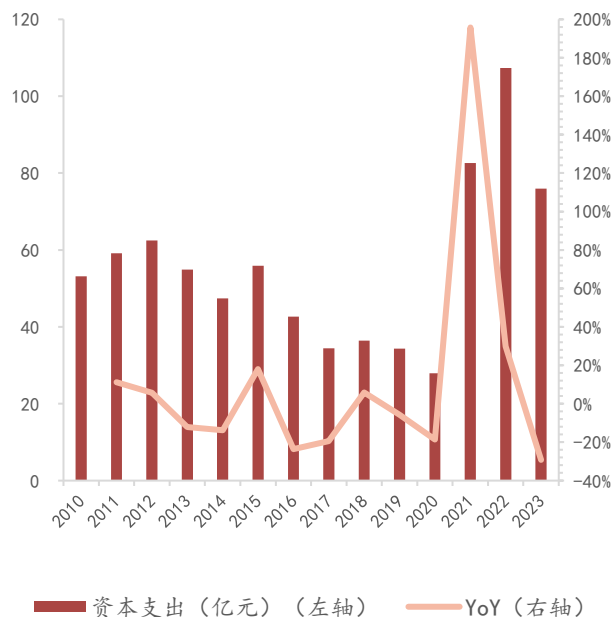


资料来源：iFinD、华安证券研究所

■ 磷肥及磷化工板块-业绩分析与总结

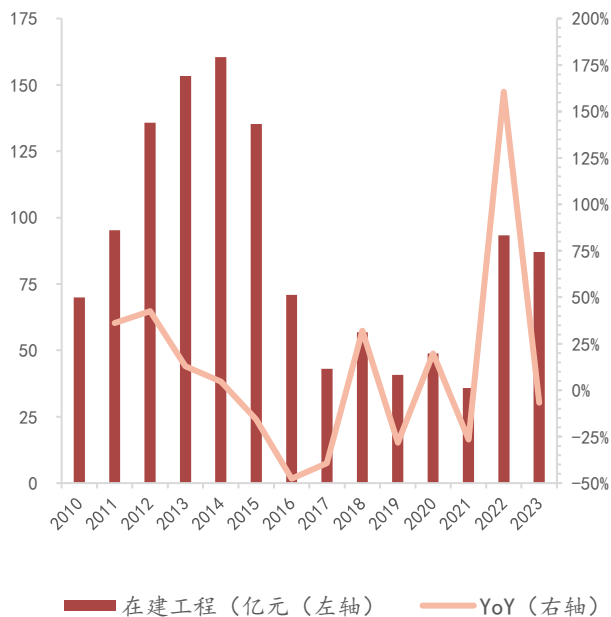
- 2023年，磷肥及磷化工板块的资本支出为76.00亿元，-29.21%；在建工程为87.04亿元，-6.72%；资产负债率为48.40%，-3.14%。

图表 2010-2023年资本支出及增速



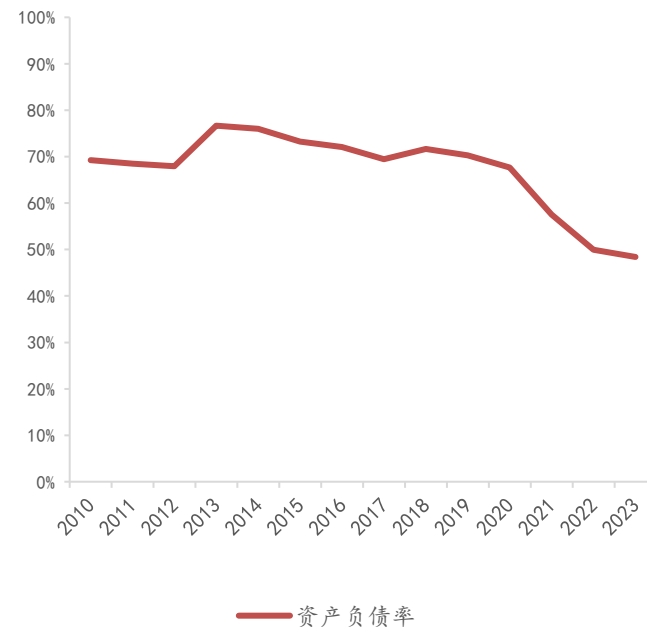
资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年在建工程及增速



资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年资产负债率变化



资料来源: iFinD、华安证券研究所



■ 氟化工板块-业绩分析与总结

- 氟化工板块2024年H1营业收入为286.62亿元，同比增长5.53%；归母净利润为19.41亿元，同比增长14.40%；扣非归母净利润为18.08亿元，同比增长19.14%；业绩实现可观增长，景气度快速上升。
- 单季度来看，氟化工板块2023Q4/2024Q1/2024Q2的营业收入分别为137.31/129.13/157.49亿元，同比-11.43%/+3.14%/+7.58%；归母净利润分别为-0.65/7.45/11.95亿元，同比-105.08%/+17.21%/+12.72%。
- 从需求侧来看，2024年Q2，制冷剂下游空调、冰箱、冷柜及汽车的产量均呈增长走势；2024年3月1日，国务院审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，在以旧换新政策推动下，制冷剂需求预期有望提升，新增及存量市场需求旺盛，整体供需格局向好，业绩维持增长势头；随着H1制冷剂产品触底回升，氟化工板块景气度有望持续向好。
- 从供给侧来看，2023年氟化工新增产能较多；2024年1月，第三代制冷剂配额政策开始实现，需求复苏叠加配额政策落地等因素影响，制冷剂持续供不应求，市场集中度提高，景气度有望持续向好。

图表 氟化工板块2022-2024Q2单季度业绩速览

| (亿元) | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
|-------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|----------|--------|--------|
| 营业收入 | 139.19 | 167.25 | 163.92 | 155.04 | 125.20 | 146.39 | 156.59 | 137.31 | 129.13 | 157.49 |
| 同比增速 | 46.89% | 42.06% | 26.64% | 4.51% | -10.05% | -12.47% | -4.47% | -11.43% | 3.14% | 7.58% |
| 归母净利润 | 22.27 | 24.57 | 19.20 | 12.85 | 6.36 | 10.60 | 7.39 | -0.65 | 7.45 | 11.95 |
| 同比增速 | 310.45% | 187.88% | 27.71% | -40.53% | -71.44% | -56.83% | -61.52% | -105.08% | 17.21% | 12.72% |



■ 氟化工板块-业绩分析与总结

- 从盈利能力来看，2024年H1氟化工板块毛利率为18.08%，同比+0.37pct；净利率为6.77%，同比+0.31pct；四费率为10.62%，同比-0.69pct。
- 2024年Q2氟化工板块毛利率为19.28%，同比+1.29pct；净利率为7.28%，同比-0.29pct。2024年Q2，制冷剂市场迎来转机。1月1日，制冷剂配额的实施助力产品价格回升，拉动业绩改善，行业正在逐步走出低谷，恢复增长势头。

图表 氟化工板块2022-2024Q2单季度盈利指标速览

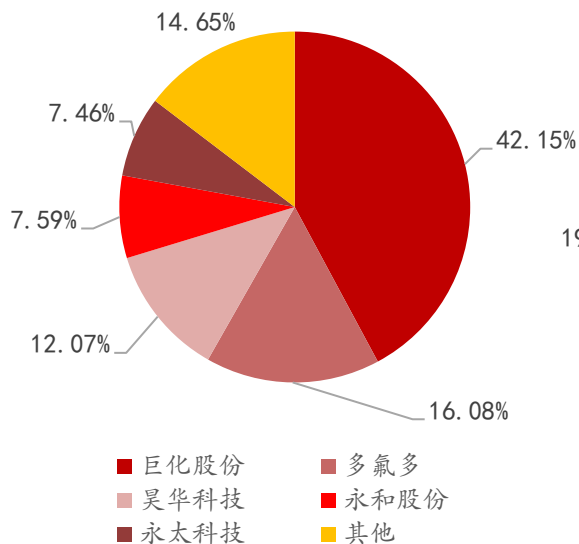
| % | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 31.06% | 24.61% | 21.98% | 22.17% | 17.38% | 17.99% | 15.67% | 14.05% | 16.61% | 19.28% |
| 净利率 | 16.67% | 15.25% | 12.15% | 8.43% | 5.15% | 7.57% | 5.22% | -0.77% | 6.15% | 7.28% |
| 四费率 | 11.39% | 8.10% | 8.46% | 12.49% | 12.46% | 10.33% | 10.38% | 13.90% | 10.80% | 10.47% |
| 销售费用率 | 1.02% | 0.91% | 1.08% | 1.10% | 1.18% | 1.32% | 1.20% | 1.23% | 1.24% | 1.05% |
| 管理费用率 | 5.23% | 5.15% | 4.86% | 6.18% | 5.82% | 5.23% | 5.08% | 6.57% | 5.58% | 4.69% |
| 财务费用率 | 0.44% | -0.73% | -0.83% | 0.50% | 0.83% | -0.72% | -0.07% | 0.88% | 0.07% | 0.51% |
| 研发费用率 | 4.70% | 2.76% | 3.34% | 4.71% | 4.62% | 4.51% | 4.17% | 5.23% | 3.92% | 4.22% |



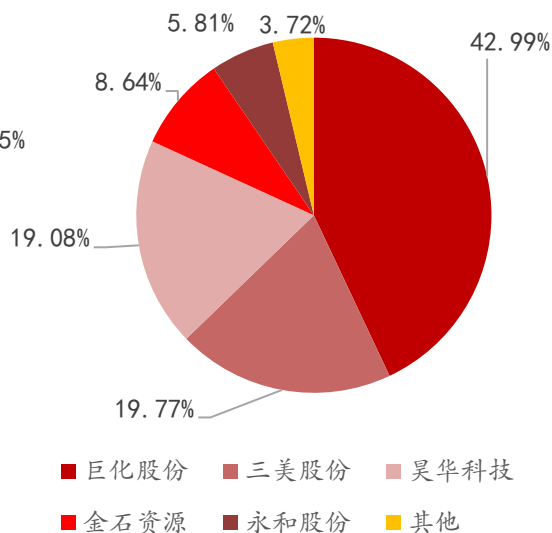
氟化工板块-业绩分析与总结

- 根据iFinD，9家氟化工企业2024年H1营业收入总额增速为+5.53%；归母净利润增速为+14.40%。
- 从2024年H1收入贡献来看，巨化股份营业收入为120.80亿元，占比42.15%；其次贡献较大的企业是多氟多/昊华科技/永和股份/永太科技，分别占比16.08%/12.07%/7.59%/7.46%。从增速来看，金石资源营收增速为100.20%，增速最快。
- 从2024年H1净利润贡献来看，巨化股份归母净利润为8.34亿元，占比42.99%；其次贡献较大的企业是三美股份/昊华科技/金石资源永和股份，分别占比19.77%/19.08%/8.64%/5.81%。从增速来看，金石资源归母净利润增速为56.86%，增速最快。

图表 2024年H1收入前5企业占比



图表 2024年H1归母净利润前5企业占比



资料来源：iFinD、华安证券研究所

资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2024年H1收入和归母净利润增速速览

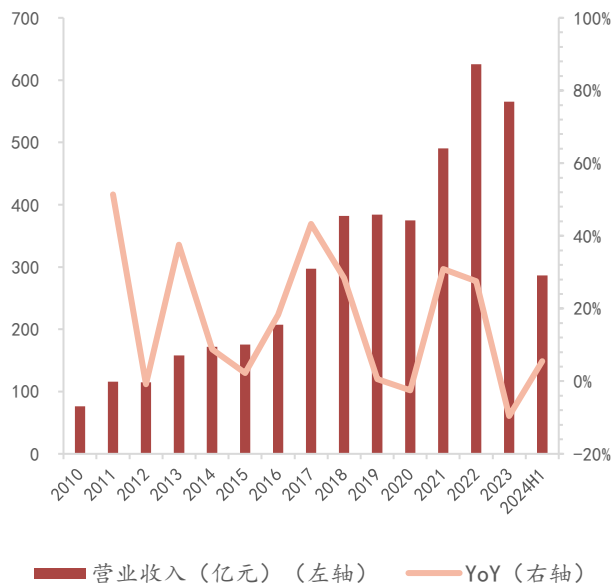
| 营收增速 | 全板块 | 增速>50% | 增速>30% | 增长 | 下跌 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 家数 | 5.53% | 1 | 1 | 6 | 3 |
| 占比 | | 11.11% | 11.11% | 66.67% | 33.33% |
| 归母净利润增速 | 全板块 | 增速>50% | 增速>30% | 增长 | 下跌 |
| 家数 | 14.40% | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 占比 | | 22.22% | 33.33% | 44.44% | 55.56% |

资料来源：iFinD、华安证券研究所

氟化工板块-业绩分析与总结

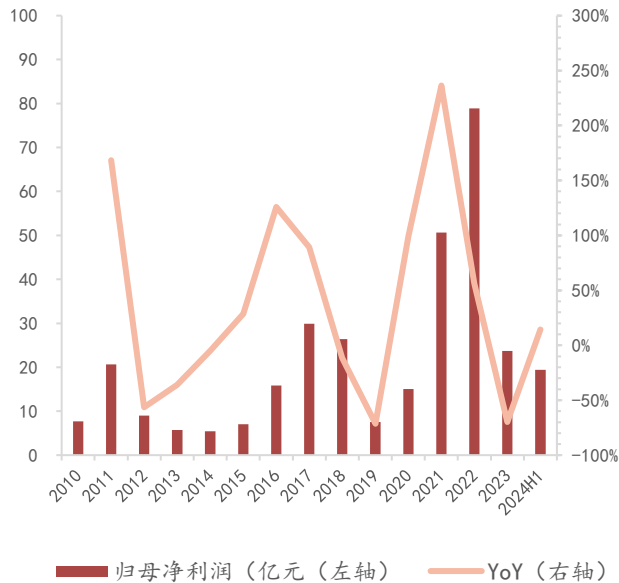
- 业绩端来看，氟化工板块2024年H1营业收入为286.62亿元，同比+5.53%；归母净利润为19.41亿元，同比+14.40%；扣非归母净利润为18.08亿元，同比+19.14%；毛利率为18.08%，同比+0.37pct；净利率为6.77%，同比+0.31pct。

图表 2010-2024年H1营收及增速



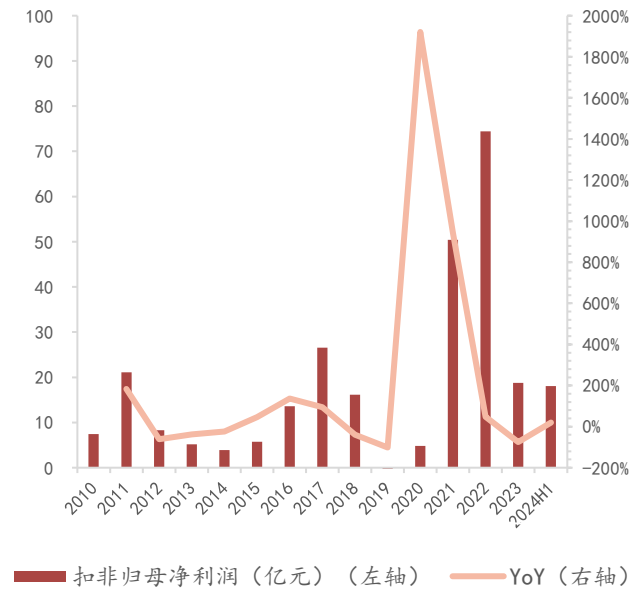
资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1归母净利润及增速



资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1扣非归母净利润及增速



资料来源: iFinD、华安证券研究所

■ 氟化工板块-业绩分析与总结

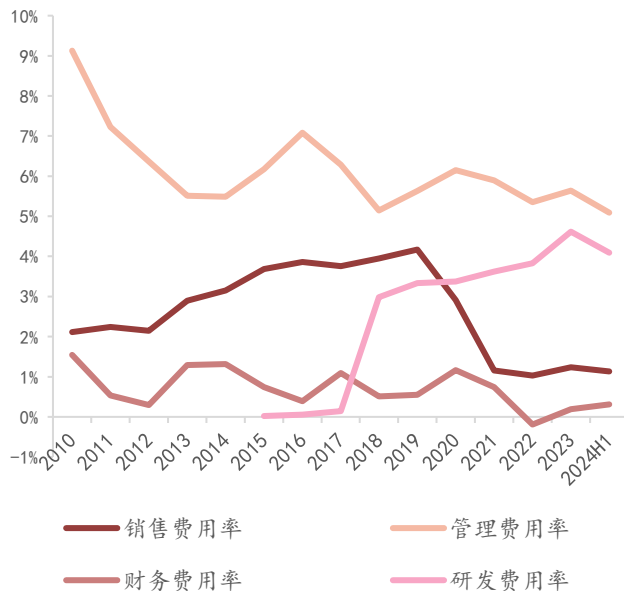
- 费用端来看，氟化工板块2024年H1四费率为10.62%，同比-0.69pct；销售费用率为1.13%，同比-0.13pct；管理费用率为5.09%，同比-0.41pct；财务费用率为0.31%，同比+0.32pct；研发费用率为4.09%，同比-0.47pct。

图表 2010-2024年H1毛利率与四费率变化趋势



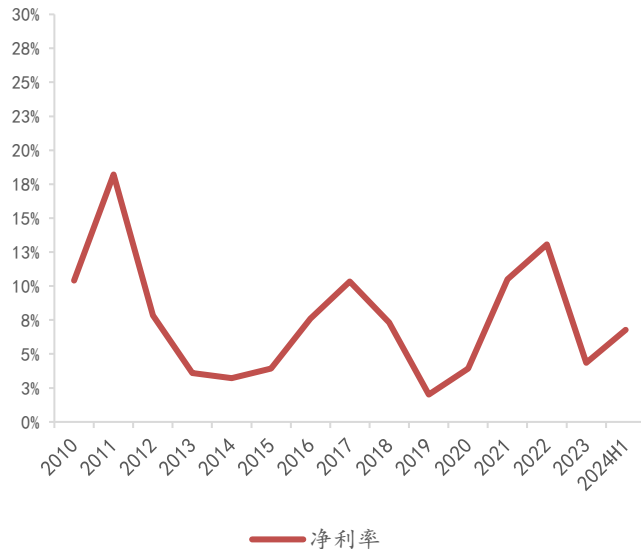
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1期间费用率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1净利率变化趋势

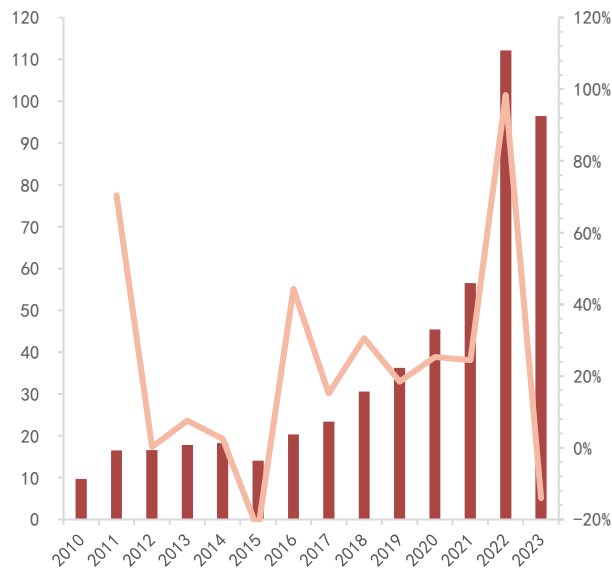


资料来源：iFinD、华安证券研究所

■ 氟化工板块-业绩分析与总结

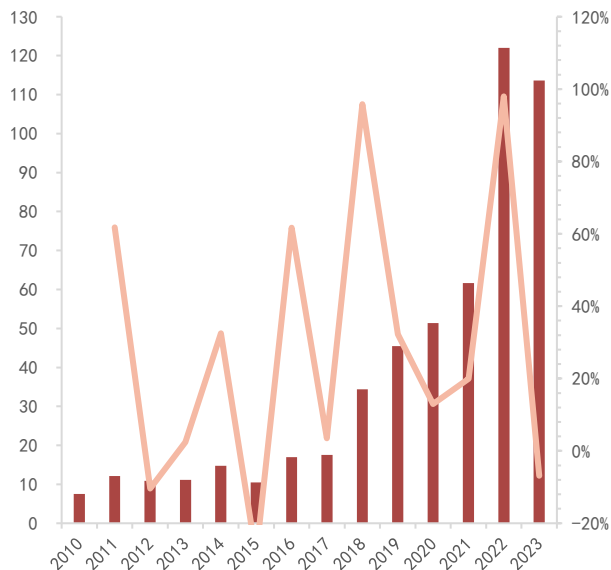
➤ 2023年，氟化工板块的资本支出为96.46亿元，-14.01%；在建工程为113.59亿元，-6.88%；资产负债率为44.31%，+0.79%。

图表 2010-2023年资本支出及增速



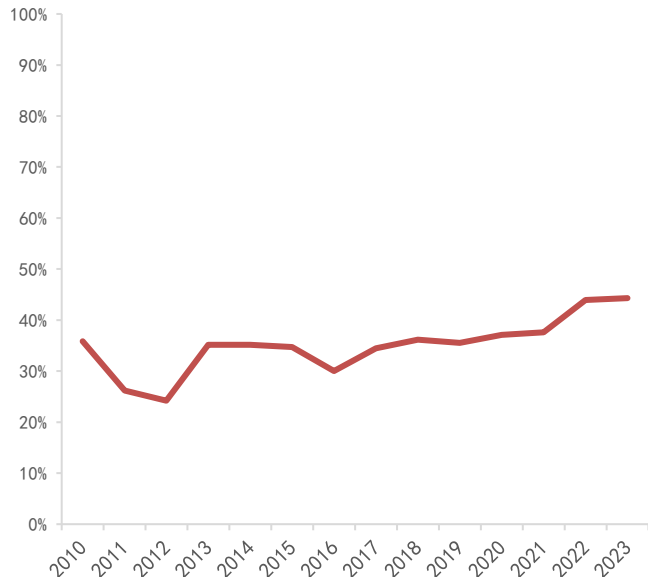
■ 资本支出 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

图表 2010-2023年在建工程及增速



■ 在建工程 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

图表 2010-2023年资产负债率变化



— 资产负债率

资料来源：iFinD、华安证券研究所

资料来源：iFinD、华安证券研究所

资料来源：iFinD、华安证券研究所



■ 煤化工板块-业绩分析与总结

- 煤化工板块2024年H1营业收入为674.67亿元，同比增长15.25%；归母净利润为55.47亿元，同比增长116.14%；扣非归母净利润为57.17亿元，同比增长121.86%；业绩实现大幅增长。
- 单季度来看，煤化工板块2023Q4/2024Q1/2024Q2的营业收入分别为327.67/322.45/352.22亿元，同比增长12.58%/6.50%/24.62%；归母净利润分别为25.58/25.10/30.37亿元，同比增长363.99%/63.47%/194.60%。
- 从供给端来看，2018-2022年原煤产量持续增长。随着节能降碳方案的出台，助力对过剩产能的约束，叠加设备更新和以旧换新政策的实施，推动供给侧降本增效，有利于给煤化工行业的未来成长空间打下基础。
- 从需求端来看，随着中国经济的稳步增长和能源结构的不断优化，原煤需求在电力、化工、钢铁等关键行业持续攀升。
- 2023年，煤化工行业遭遇了需求不足和供给过剩的双重挑战，导致行业整体景气度下降，企业的盈利能力承压。
- 2024年H1，煤化工板块盈利能力得到修复，业绩预计逐步稳定实现回升。

图表 煤化工板块2022-2024Q2单季度业绩速览

| (亿元) | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
|-------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|
| 营业收入 | 325.63 | 359.42 | 312.78 | 291.06 | 302.76 | 282.65 | 324.98 | 327.67 | 322.45 | 352.22 |
| 同比增速 | 19.29% | 4.62% | -10.42% | -7.04% | -7.02% | -21.36% | 3.90% | 12.58% | 6.50% | 24.62% |
| 归母净利润 | 48.54 | 52.11 | 19.58 | 5.51 | 15.35 | 10.31 | 28.29 | 25.58 | 25.10 | 30.37 |
| 同比增速 | 7.38% | -20.48% | -62.26% | -84.98% | -68.37% | -80.22% | 44.48% | 363.99% | 63.47% | 194.60% |

■ 煤化工板块-业绩分析与总结

- 从盈利能力来看，2024年H1煤化工板块毛利率为18.11%，同比+5.24pct；净利率为8.22%，同比+3.33pct；四费率为6.87%，同比+0.60pct。
- 单季度来看，2024Q2，煤化工板块毛利率为19.05%，同比+6.35pct；净利率为8.33%，同比+3.99pct，盈利能力持续回升。

图表 煤化工板块2022-2024Q2单季度盈利指标速览

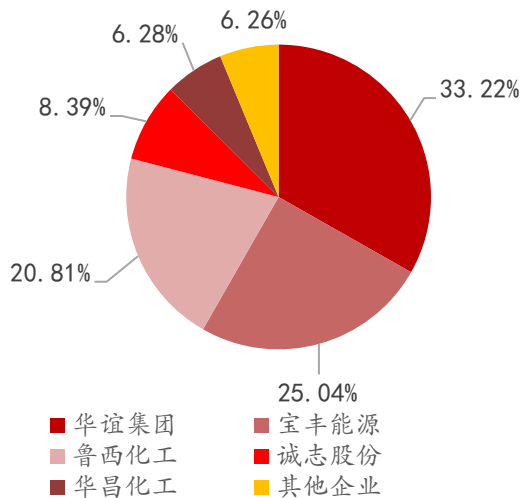
| % | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 25.16% | 24.04% | 14.04% | 10.46% | 13.01% | 12.70% | 17.93% | 17.96% | 17.07% | 19.05% |
| 净利率 | 15.27% | 14.73% | 7.10% | 2.17% | 5.41% | 4.34% | 9.27% | 7.71% | 8.10% | 8.33% |
| 四费率 | 5.74% | 5.67% | 6.68% | 6.50% | 6.03% | 6.52% | 6.74% | 7.84% | 6.63% | 7.10% |
| 销售费用率 | 0.72% | 0.57% | 0.81% | 0.71% | 0.71% | 0.90% | 0.79% | 0.89% | 0.72% | 0.80% |
| 管理费用率 | 2.63% | 2.67% | 3.07% | 2.95% | 2.82% | 3.02% | 2.48% | 3.38% | 2.74% | 2.32% |
| 财务费用率 | 0.74% | 0.38% | 0.65% | 0.69% | 0.72% | 0.57% | 0.61% | 1.15% | 1.04% | 1.11% |
| 研发费用率 | 1.65% | 2.05% | 2.15% | 2.16% | 1.78% | 2.04% | 2.87% | 2.43% | 2.12% | 2.85% |



■ 煤化工板块-业绩分析与总结

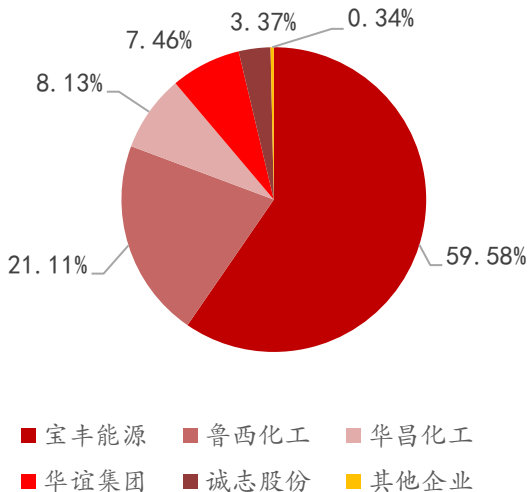
- 根据iFinD，9家煤化工企业2024年H1营业收入总额增速为+15.25%；归母净利润增速为+116.14%。
- 从2024年H1收入贡献来看，华谊集团营业收入为224.12亿元，占比33.22%；其次贡献较大的企业是宝丰能源/鲁西化工/诚志股份/华昌化工，分别占比25.04%/20.81%/8.39%/6.28%。从增速来看，江苏索普营收增速为31.37%，增速最快。
- 从2024年H1净利润贡献来看，宝丰能源归母净利润为33.05亿元，占比59.58%；其次贡献较大的企业是鲁西化工/华昌化工/华谊集团/诚志股份，分别占比21.11%/8.13%/7.46%/3.37%。从增速来看，诚志股份归母净利润增速为617.67%，增速最快。

图表 2024年H1收入前5企业占比



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2024年H1归母净利润前5企业占比



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2024年H1收入和归母净利润增速速览

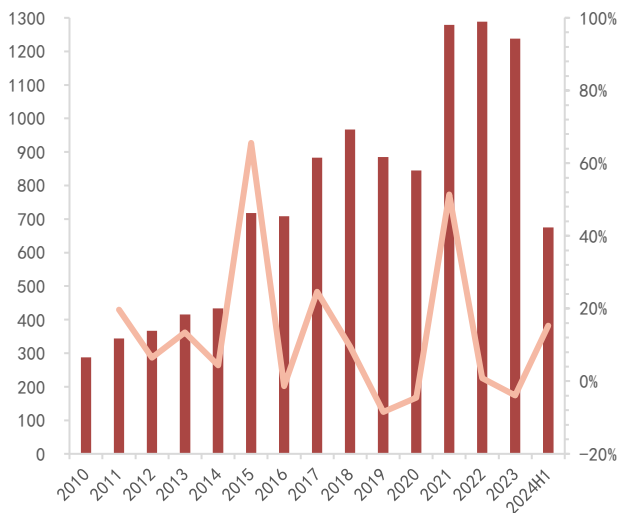
| 营收增速 | 全板块 | 增速>50% | 增速>30% | 增长 | 下跌 |
|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 家数 | 15.25% | 0 | 1 | 5 | 4 |
| 占比 | | 0.00% | 11.11% | 55.56% | 44.44% |
| 归母净利润增速 | 全板块 | 增速>50% | 增速>30% | 增长 | 下跌 |
| 家数 | 116.14% | 4 | 6 | 7 | 2 |
| 占比 | | 44.44% | 66.67% | 77.78% | 22.22% |

资料来源：iFinD、华安证券研究所

■ 煤化工板块-业绩分析与总结

- 业绩端来看，煤化工板块2024年H1营业收入为674.67亿元，同比增长15.25%；归母净利润为55.47亿元，同比增长116.14%；扣非归母净利润为57.17亿元，同比增长121.86%；毛利率为18.11%，同比+5.24pct；净利率为8.22%，同比+3.33pct；盈利能力得到修复，业绩实现大幅增长。

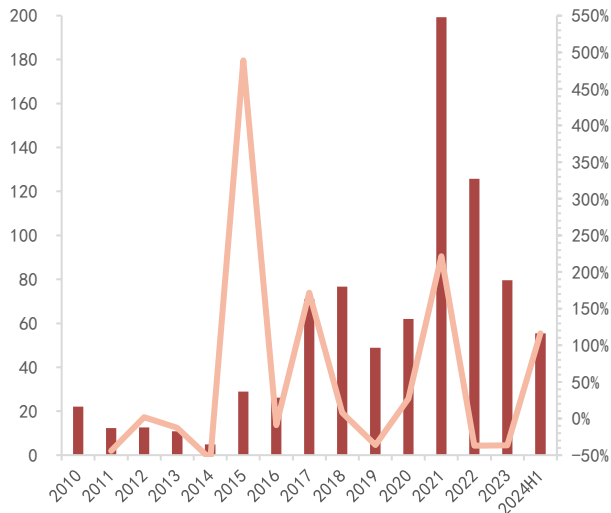
图表 2010-2024年H1营收及增速



■ 营业收入 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

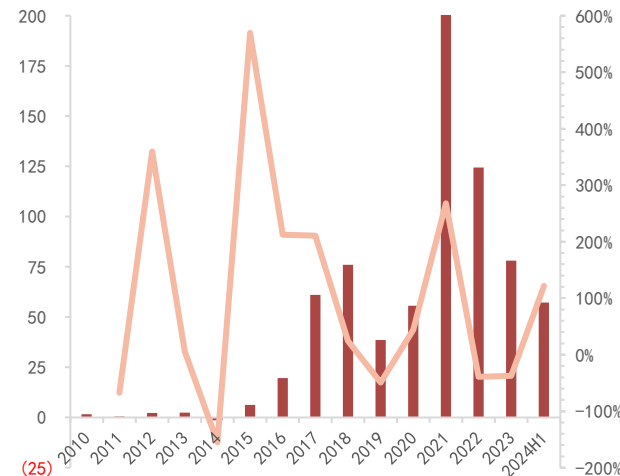
图表 2010-2024年H1归母净利润及增速



■ 归母净利润 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1扣非归母净利润及增速



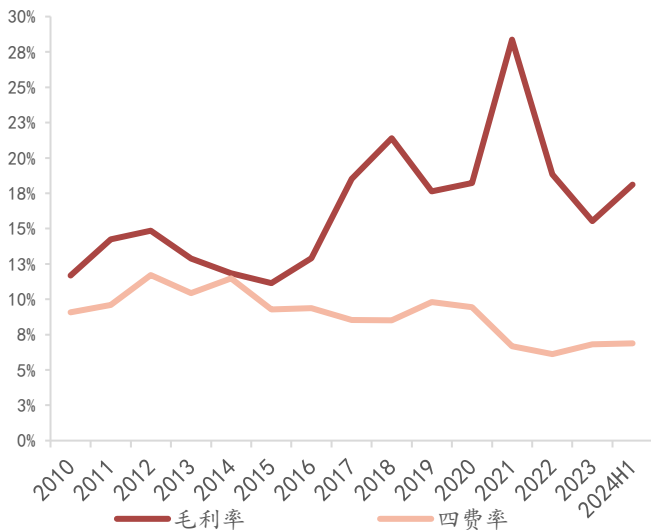
■ 扣非归母净利润 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

■ 煤化工板块-业绩分析与总结

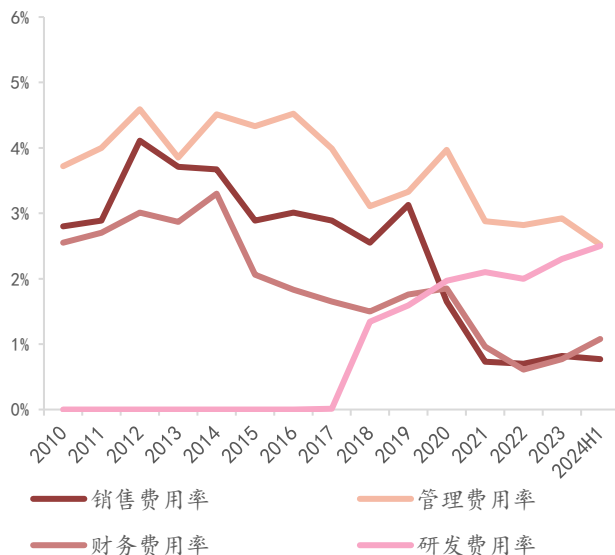
- 费用端来看，煤化工板块2024年H1四费率为6.87%，同比+0.60pct；销售费用率为0.77%，同比-0.03pct；管理费用率为2.52%，同比-0.39pct；财务费用率为1.08%，同比+0.43pct；研发费用率为2.50%，同比+0.60pct，研发投入有所增加。
- 其中，研发投入方面，2024年H1宝丰能源研发费用为3.98亿元，同比增长362.29%。

图表 2010-2024年H1毛利率与四费率变化趋势



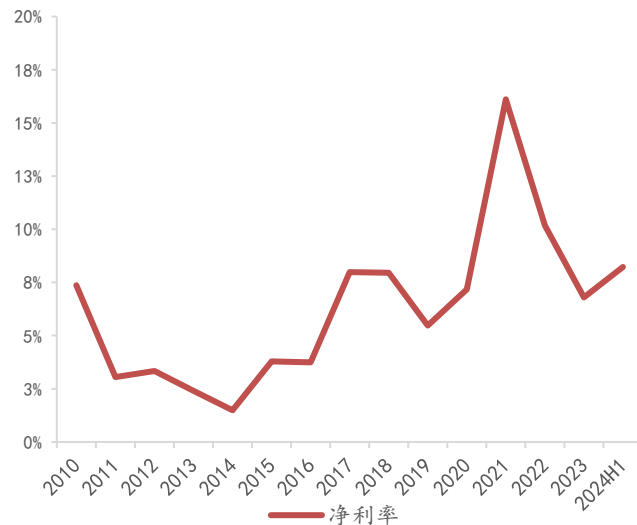
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1期间费用率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1净利率变化趋势

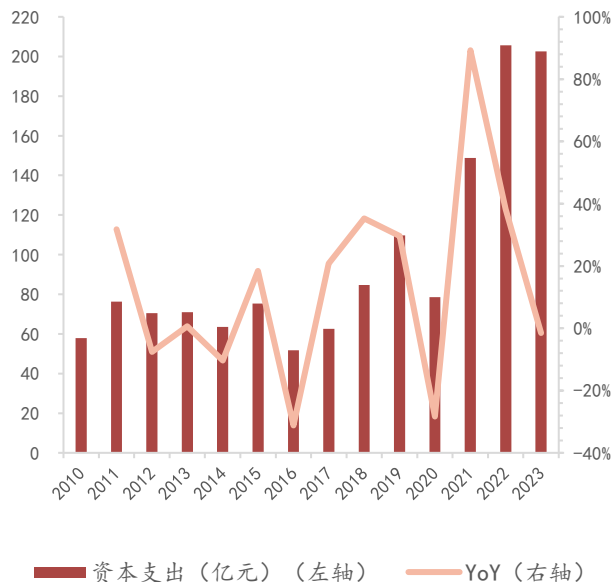


资料来源：iFinD、华安证券研究所

■ 煤化工板块-业绩分析与总结

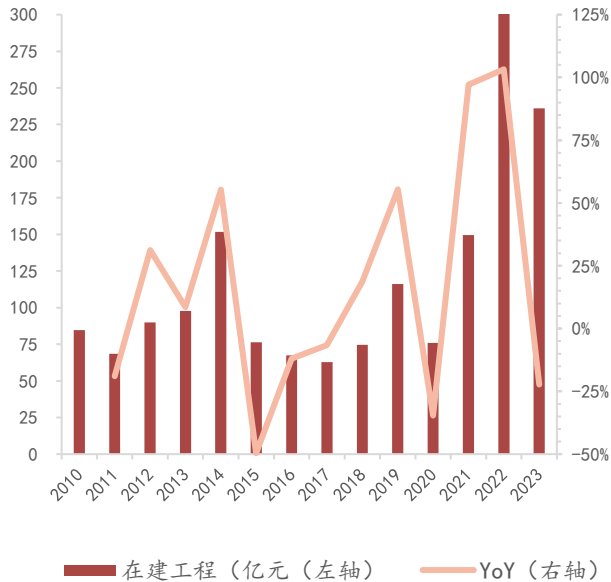
- 2023年，煤化工板块的资本支出为202.53亿元，-1.54%；在建工程为236.05亿元，-22.30%；资产负债率为46.36%，+6.67%。

图表 2010-2023年资本支出及增速



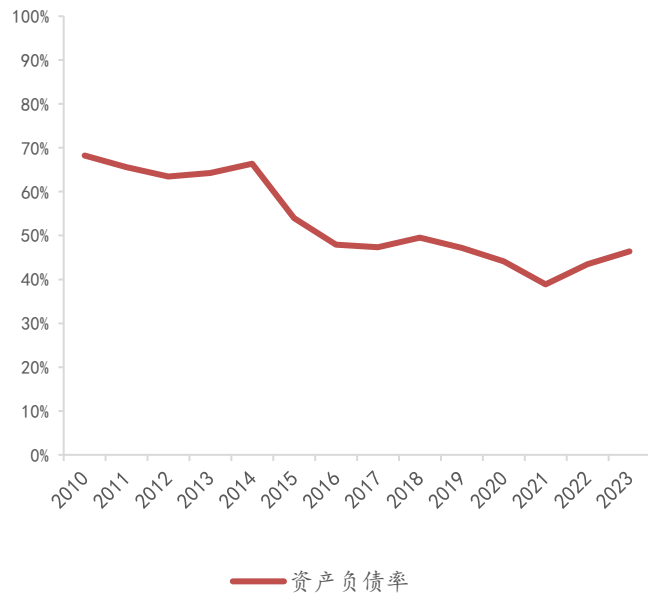
资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年在建工程及增速



资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年资产负债率变化



资料来源: iFinD、华安证券研究所

■ 农药板块-业绩分析与总结

- 农药板块2024年H1营业收入为764.29亿元，同比下降6.12%；归母净利润为23.39亿元，同比下降55.07%；扣非归母净利润为19.24亿元，同比下降61.82%。
- 单季度来看，农药板块2023Q4/2024Q1/2024Q2的营业收入分别为325.05/361.83/402.46亿元，同比下降17.54%/11.26%/0.96%；归母净利润分别为-19.27/16.60/6.79亿元，同比下降269.06%/49.57%/64.53%。
- 短期来看，2024上半年，农药产能过剩叠加市场竞争加剧拉动产品价格下跌，导致农药板块业绩承压。环保政策的加强和原材料成本的上涨给农化企业带来了压力。同时，行业竞争的加剧导致了营销投入增加，进一步压缩了利润空间。农药市场的波动和原药价格的下跌导致终端制剂价格下降，经销商变得更加谨慎，采取小批量多次采购的策略，给农药企业带来了压力。
- 长期来看，2023年农药市场整体呈现去库存下行趋势，2023年Q4去库存进入尾声。随着全球去库存的完成，农化原药价格预计将回归至合理区间，农药市场业绩有望得到修复回升。

图表 农药板块2022-2024Q2单季度业绩速览

| (亿元) | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
|-------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|
| 营业收入 | 475.78 | 544.29 | 464.92 | 394.21 | 407.76 | 406.36 | 333.30 | 325.05 | 361.83 | 402.46 |
| 同比增速 | 37.61% | 40.94% | 30.63% | -4.85% | -14.30% | -25.34% | -28.31% | -17.54% | -11.26% | -0.96% |
| 归母净利润 | 64.53 | 62.17 | 40.17 | 11.40 | 32.93 | 19.13 | 2.39 | -19.27 | 16.60 | 6.79 |
| 同比增速 | 134.26% | 57.75% | 86.16% | 311.47% | -48.97% | -69.23% | -94.04% | -269.06% | -49.57% | -64.53% |

■ 农药板块-业绩分析与总结

- 从盈利能力来看，2024年H1农药板块毛利率为19.66%，同比-2.60pct；净利率为3.06%，同比-3.67pct；四费率为14.65%，同比+2.02pct。农药市场的波动及行业竞争的加剧导致了营销投入增加，产品价格持续下跌，利润空间受挤压。
- 单季度来看，2024年Q2农药板块毛利率为18.16%，同比-2.45pct；净利率为1.59%，同比-3.50pct。

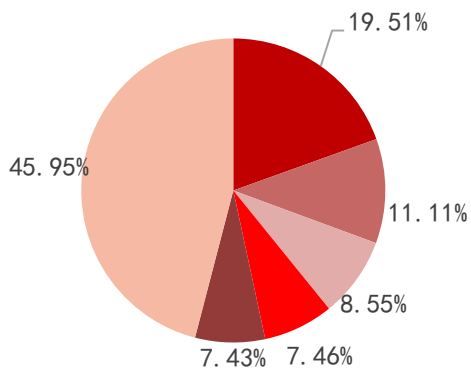
图表 农药板块2022-2024Q2单季度盈利指标速览

| % | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 毛利率 | 28.23% | 25.65% | 24.47% | 22.83% | 23.91% | 20.61% | 18.96% | 15.10% | 21.33% | 18.16% |
| 净利率 | 13.85% | 11.83% | 8.93% | 3.46% | 8.36% | 5.09% | 0.87% | -5.92% | 4.69% | 1.59% |
| 四费率 | 10.45% | 9.00% | 11.82% | 16.26% | 13.59% | 11.67% | 16.50% | 17.75% | 14.93% | 14.40% |
| 销售费用率 | 3.63% | 3.49% | 3.89% | 5.21% | 4.29% | 4.59% | 5.33% | 6.11% | 5.24% | 5.63% |
| 管理费用率 | 4.23% | 3.77% | 4.92% | 5.75% | 4.80% | 4.72% | 5.98% | 6.29% | 5.16% | 4.71% |
| 财务费用率 | 0.00% | -1.23% | -0.15% | 1.36% | 1.46% | -0.80% | 1.80% | 1.32% | 1.60% | 1.23% |
| 研发费用率 | 2.59% | 2.97% | 3.15% | 3.92% | 3.03% | 3.16% | 3.39% | 4.03% | 2.93% | 2.84% |

■ 农药板块-业绩分析与总结

- 根据iFinD，30家农药企业2024年H1营业收入总额增速为-6.12%；归母净利润增速为-55.07%。
- 从2024年H1收入贡献来看，安道麦A营业收入为149.10亿元，占比19.51%；其次贡献较大的企业是新安股份/中农立华/扬农化工/润丰股份，分别占比11.11%/8.55%/7.46%/7.43%。从增速来看，贝斯美营收增速为83.36%，增速最快。
- 从2024年H1净利润贡献来看，扬农化工归母净利润为7.63亿元，占比32.63%；其次贡献较大的企业是诺普信/广信股份/国光股份/润丰股份，分别占比23.61%/17.62%/9.29%/7.77%。从增速来看，辉丰股份归母净利润增速为171.56%，增速最快。

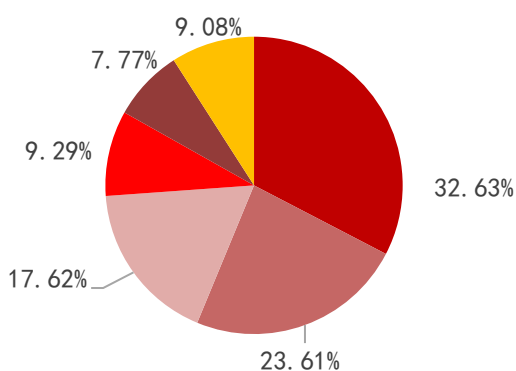
图表 2024年H1收入前5企业占比



■ 安道麦A ■ 新安股份 ■ 中农立华
 ■ 扬农化工 ■ 润丰股份 ■ 其他

资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2024年H1归母净利润前5企业占比



■ 扬农化工 ■ 诺普信 ■ 广信股份
 ■ 国光股份 ■ 润丰股份 ■ 其他

资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2024年H1收入和归母净利润增速速览

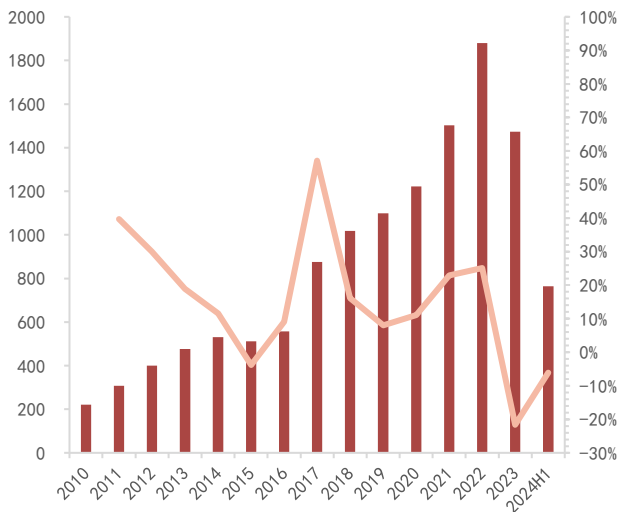
| 营收增速 | 全板块 | 增速>50% | 增速>30% | 增长 | 下跌 |
|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 家数 | -6.12% | 2 | 3 | 16 | 14 |
| 占比 | | 6.67% | 10.00% | 53.33% | 46.67% |
| 归母净利润增速 | 全板块 | 增速>50% | 增速>30% | 增长 | 下跌 |
| 家数 | -55.07% | 3 | 3 | 8 | 22 |
| 占比 | | 10.00% | 10.00% | 26.67% | 73.33% |

资料来源：iFinD、华安证券研究所

■ 农药板块-业绩分析与总结

- 业绩端来看，农药板块2024年H1营业收入为764.29亿元，同比下降6.12%；归母净利润为23.39亿元，同比下降55.07%；扣非归母净利润为19.24亿元，同比下降61.82%；毛利率为19.66%，同比-2.60pct；净利率为3.06%，同比-3.67pct。受农药市场的波动和原药价格的下跌等原因，2023年农业板块业绩承压。

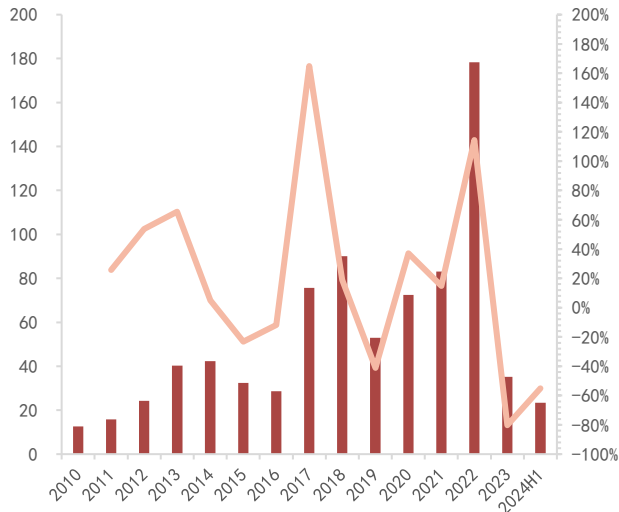
图表 2010-2024年H1营收及增速



■ 营业收入 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

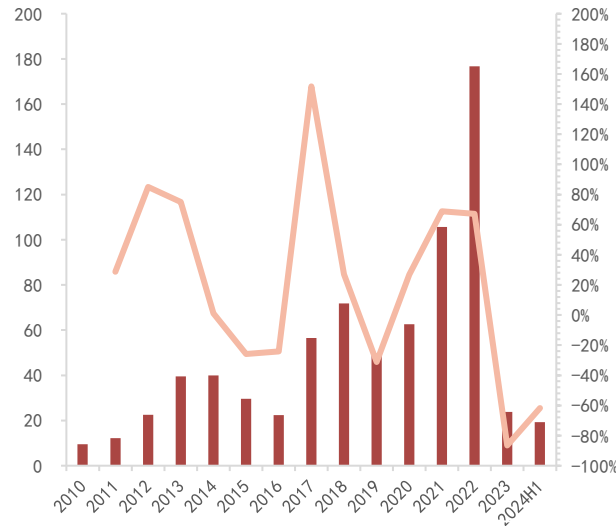
图表 2010-2024年H1归母净利润及增速



■ 归母净利润 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1扣非归母净利润及增速



■ 扣非归母净利润 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

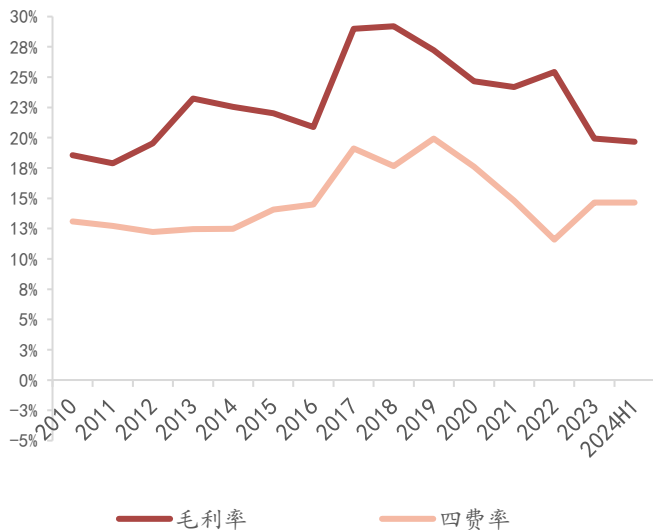
资料来源: iFinD、华安证券研究所



■ 农药板块-业绩分析与总结

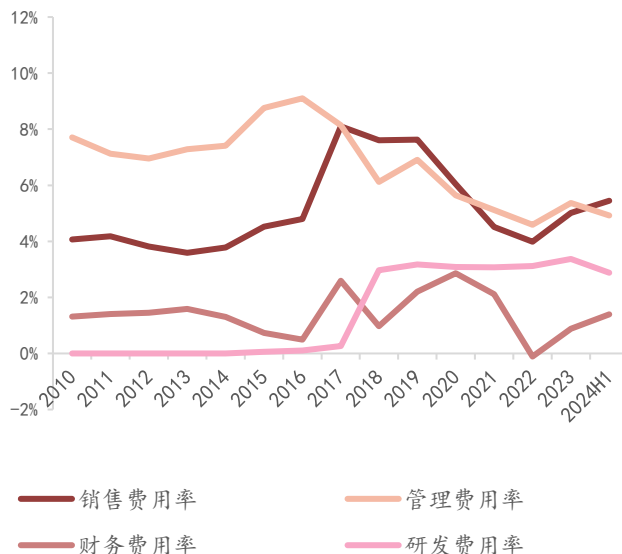
- 费用端来看，农药板块2024年H1四费率为14.65%，同比+2.02pct；销售费用率为5.45%，同比+1.01pct；管理费用率为4.92%，同比+0.16pct；财务费用率为1.40%，同比+1.07pct；研发费用率为2.88%，同比-0.22pct。

图表 2010-2024年H1毛利率与四费率变化趋势



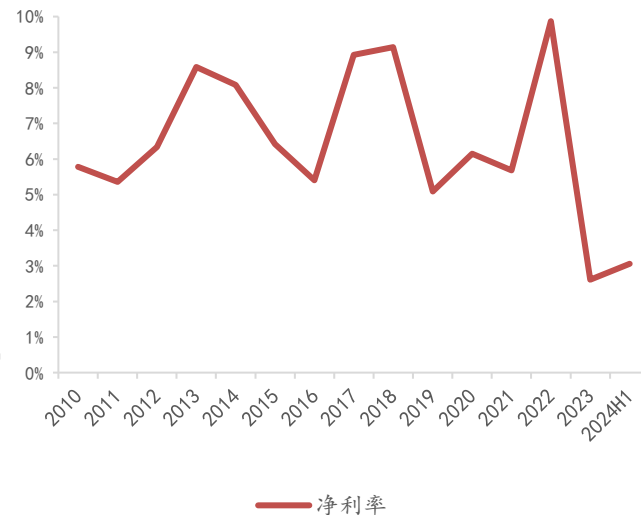
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1期间费用率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1净利率变化趋势

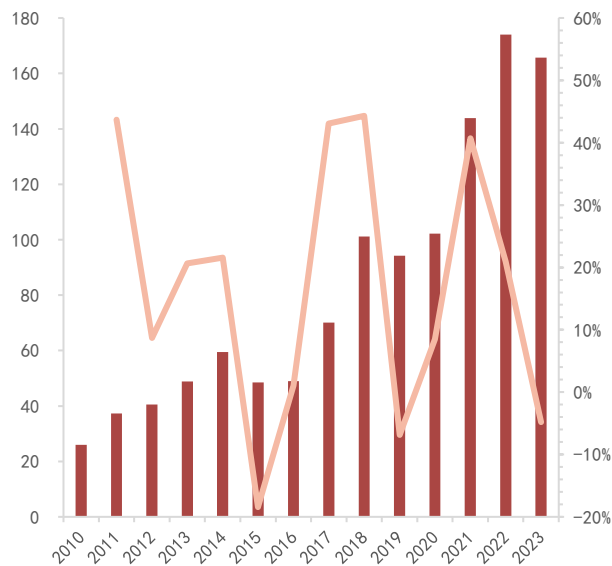


资料来源：iFinD、华安证券研究所

■ 农药板块-业绩分析与总结

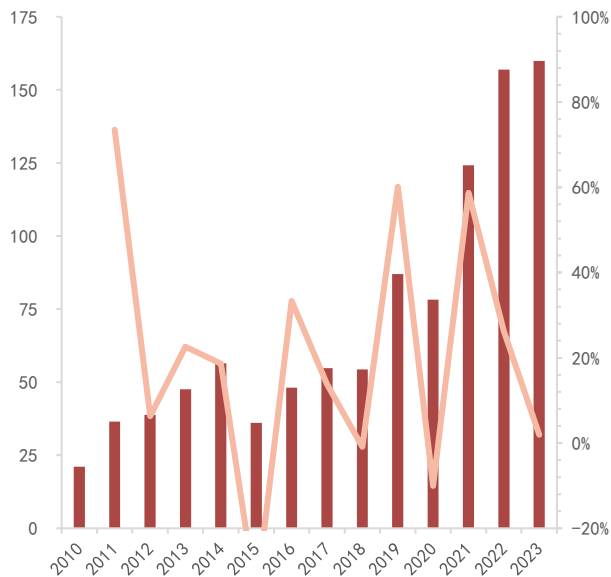
➤ 2023年，农药板块的资本支出为165.64亿元，-4.79%；在建工程为159.93亿元，+1.93%；资产负债率为50.41%，+2.19%。

图表 2010-2023年资本支出及增速



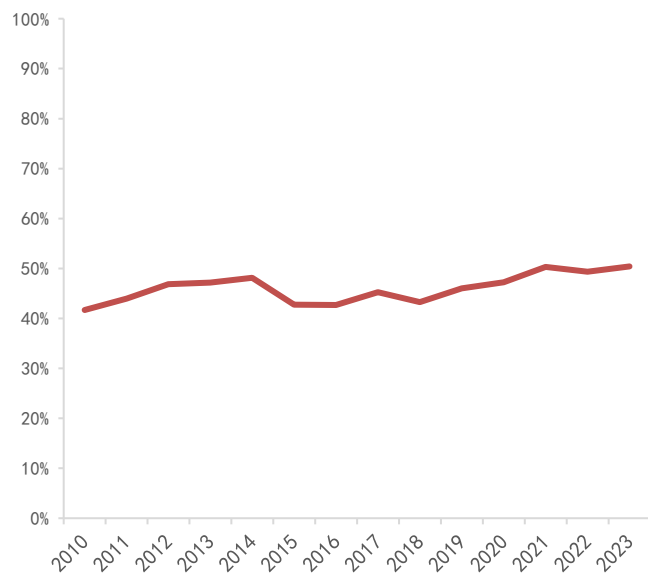
■ 资本支出 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

图表 2010-2023年在建工程及增速



■ 在建工程 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

图表 2010-2023年资产负债率变化



— 资产负债率

资料来源: iFinD、华安证券研究所

资料来源: iFinD、华安证券研究所

资料来源: iFinD、华安证券研究所

■ 钾肥板块-业绩分析与总结

- 钾肥板块2024年H1营业收入为126.75亿元，同比下降22.95%；归母净利润为40.55亿元，同比下降50.57%；扣非归母净利润为39.74亿元，同比下降51.08%。
- 单季度来看，钾肥板块2023Q4/2024Q1/2024Q2的营业收入分别为91.33/48.68/78.08亿元，同比下降21.31%/36.96%/10.56%；归母净利润分别为31.31/17.12/23.42亿元，同比下降44.00%/53.10%/48.54%。
- 自2023年以来，受钾肥价格持续下跌影响，钾肥板块业绩承压。2024年上半年，主要港口的氯化钾库存不断增长，市场竞争加剧，导致产品价格持续走低，钾肥行业业绩普遍下行。
- 长期来看，全球钾肥供给增速预计将放缓，而农业市场的景气上行有望拉动钾肥需求稳定增长，助力盈利能力修复和景气度回升。

图表 钾肥板块2022-2024Q2单季度业绩速览

| (亿元) | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|
| 营业收入 | 103.85 | 141.26 | 99.06 | 116.07 | 77.22 | 87.30 | 91.21 | 91.33 | 48.68 | 78.08 |
| 同比增速 | 155.19% | 198.40% | 51.11% | 74.37% | -25.64% | -38.20% | -7.92% | -21.31% | -36.96% | -10.56% |
| 归母净利润 | 47.93 | 83.43 | 53.45 | 55.92 | 36.51 | 45.51 | 18.68 | 31.31 | 17.12 | 23.42 |
| 同比增速 | 331.40% | 286.55% | 128.44% | 250.45% | -23.82% | -45.45% | -65.05% | -44.00% | -53.10% | -48.54% |

■ 钾肥板块-业绩分析与总结

- 从盈利能力来看，2024年H1钾肥板块毛利率为48.77%，同比-18.93pct；净利率为31.99%，同比-23.58pct；四费率为7.77%，同比+1.42pct。
- 2024年Q2钾肥板块毛利率为50.29%，同比-17.74pct；净利率为28.67%，同比-31.61pct。

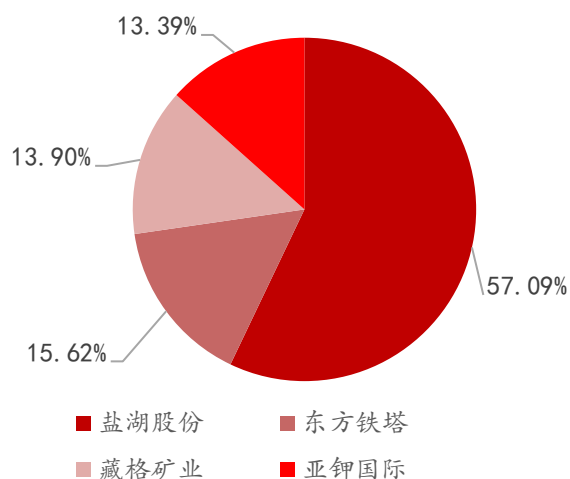
图表 钾肥板块2022-2024Q2单季度盈利指标速览

| % | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 71.78% | 77.66% | 82.61% | 71.11% | 67.33% | 68.03% | 35.85% | 48.98% | 46.33% | 50.29% |
| 净利率 | 54.21% | 68.10% | 66.62% | 54.56% | 50.23% | 60.28% | 25.89% | 34.15% | 37.31% | 28.67% |
| 四费率 | 4.37% | 4.22% | 4.80% | 7.27% | 6.15% | 6.52% | 6.10% | 4.71% | 9.29% | 6.82% |
| 销售费用率 | 0.60% | 0.71% | 0.58% | 1.01% | 0.51% | 0.61% | 0.69% | 1.18% | 1.01% | 0.61% |
| 管理费用率 | 2.95% | 2.85% | 3.41% | 4.93% | 4.69% | 5.16% | 4.84% | 4.98% | 8.62% | 5.96% |
| 财务费用率 | 0.53% | 0.06% | 0.05% | -0.02% | 0.22% | -0.39% | -0.33% | -1.46% | -1.01% | -0.86% |
| 研发费用率 | 0.29% | 0.60% | 0.77% | 1.35% | 0.73% | 1.14% | 0.90% | 0.01% | 0.66% | 1.11% |

■ 钾肥板块-业绩分析与总结

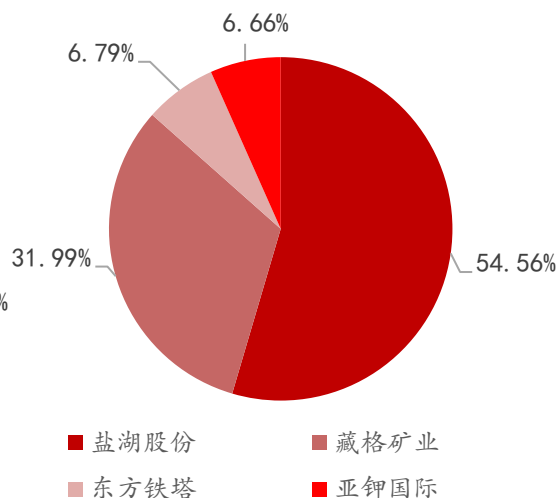
- 根据iFinD，4家钾肥企业2024年H1营业收入总额增速为-22.95%；归母净利润增速为-50.57%。
- 从2024年H1收入贡献来看，盐湖股份营业收入为72.37亿元，占比57.09%；其次贡献较大的企业是东方铁塔/藏格矿业/亚钾国际，分别占比15.62%/13.90%/13.39%。从增速来看，东方铁塔营收增速为17.98%，增速最快。
- 从2024年H1净利润贡献来看，盐湖股份归母净利润为22.12亿元，占比54.56%；其次贡献较大的企业是藏格矿业/东方铁塔/亚钾国际，分别占比31.99%/6.79%/6.66%；4家钾肥企业归母净利润同比均有所下跌。

图表 2024年H1收入占比



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2024年H1归母净利润占比



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2024年H1收入和归母净利润增速速览

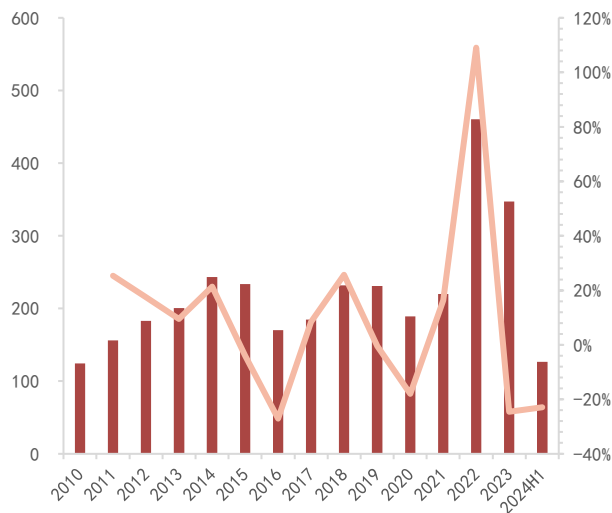
| 收入增速 | 全板块 | 增长 | 下跌 |
|---------|---------|--------|---------|
| 家数 | -22.95% | 1 | 3 |
| 占比 | | 25.00% | 75.00% |
| 归母净利润增速 | 全板块 | 增长 | 下跌 |
| 家数 | -50.57% | 0 | 4 |
| 占比 | | 0.00% | 100.00% |

资料来源：iFinD、华安证券研究所

■ 钾肥板块-业绩分析与总结

- 业绩端来看，钾肥板块2024年H1营业收入为126.75亿元，同比下降22.95%；归母净利润为40.55亿元，同比下降50.57%；扣非归母净利润为39.74亿元，同比下降51.08%；毛利率为48.77%，同比-18.93pct；净利率为31.99%，同比-23.58pct。

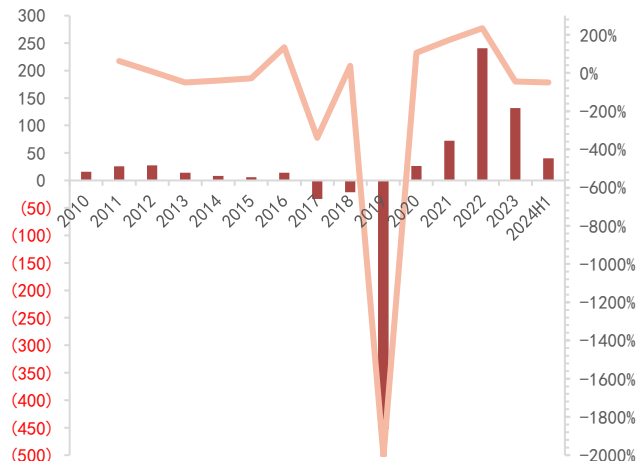
图表 2010-2024年H1营收及增速



■ 营业收入 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

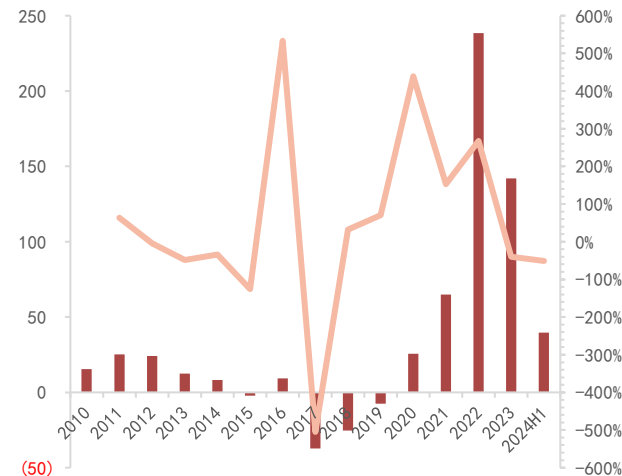
图表 2010-2024年H1归母净利润及增速



■ 归母净利润 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1扣非归母净利润及增速



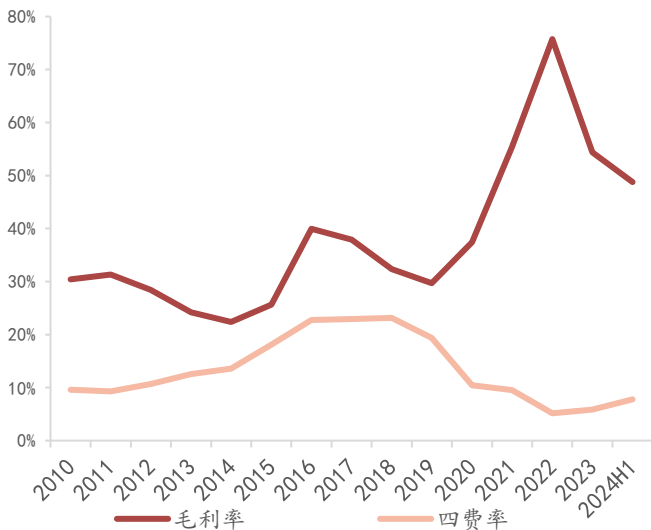
■ 扣非归母净利润 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

■ 钾肥板块-业绩分析与总结

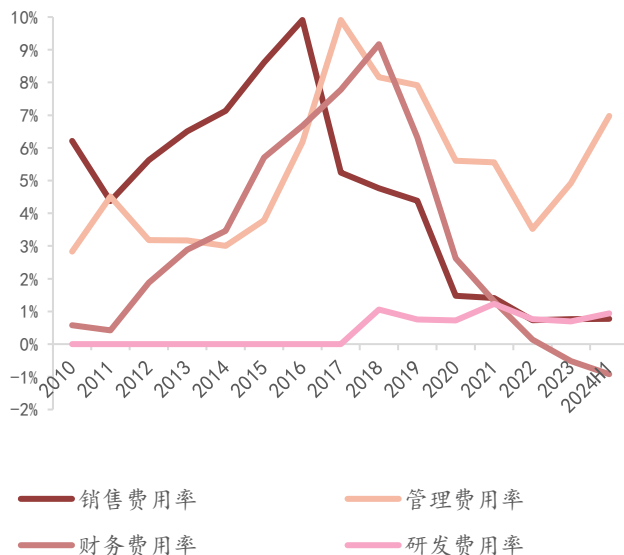
- 费用端来看，钾肥板块2024年H1四费率为7.77%，同比+1.42pct；销售费用率为0.77%，同比+0.20pct；管理费用率为6.98%，同比+2.04pct；财务费用率为-0.92%，同比-0.81pct；研发费用率为0.94%，同比基本未变动。

图表 2010-2024年H1毛利率与四费率变化趋势



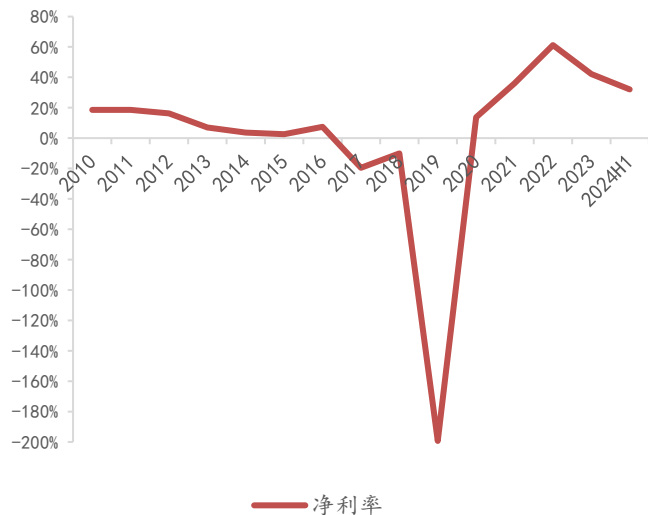
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1期间费用率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1净利率变化趋势

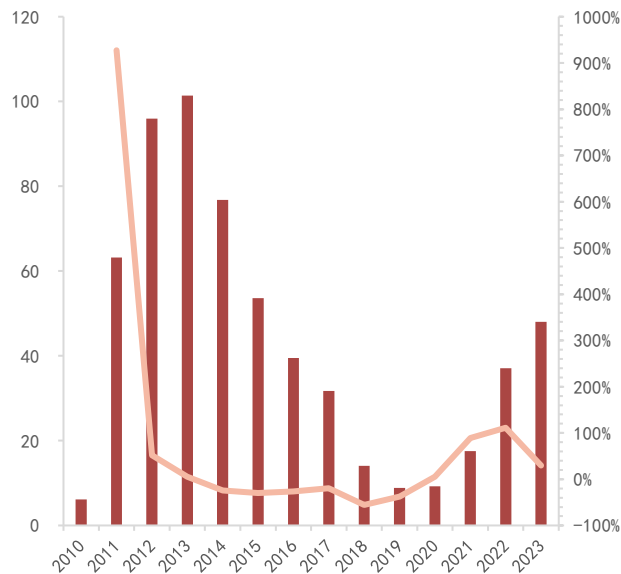


资料来源：iFinD、华安证券研究所

■ 钾肥板块-业绩分析与总结

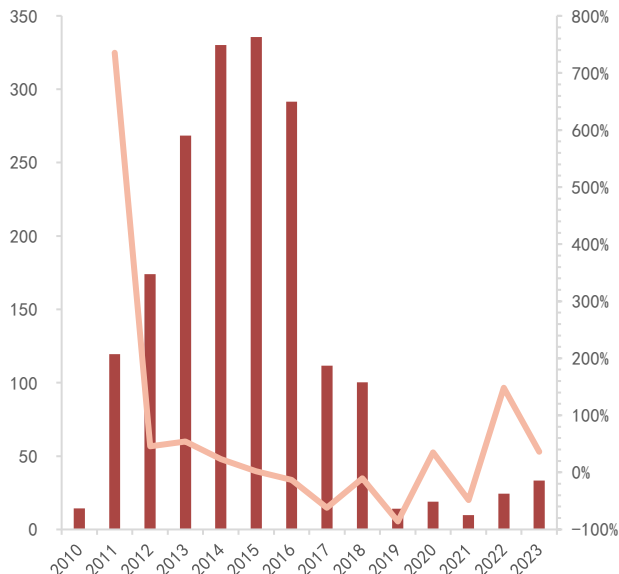
➤ 2023年，钾肥板块的资本支出为48.06亿元，+29.64%；在建工程为33.26亿元，+36.09%；资产负债率为22.68%，-10.87%。

图表 2010-2023年资本支出及增速



■ 资本支出 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

图表 2010-2023年在建工程及增速



■ 在建工程 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

图表 2010-2023年资产负债率变化



■ 资产负债率

资料来源：iFinD、华安证券研究所

资料来源：iFinD、华安证券研究所

资料来源：iFinD、华安证券研究所

■ 有机硅板块-业绩分析与总结

- 有机硅板块2024年H1营业收入为226.88亿元，同比增长7.38%；归母净利润为17.50亿元，同比下降30.86%；扣非归母净利润为15.70亿元，同比下降30.35%。
- 单季度来看，有机硅板块2023Q4/2024Q1/2024Q2的营业收入分别为110.26/99.07/127.81亿元，同比+6.70%/-4.85%/+19.26%；归母净利润分别为6.95/9.15/8.35亿元，同比下降34.02%/33.28%/27.99%。
- 2023年，全球经济增长放慢，大宗商品价格普遍下跌。随着2024年上半年，有机硅市场产能扩张，供给持续增加而需求增长缓慢，有机硅行业面临市场需求疲软、供需失衡的挑战，产品价格保持在较低水平，行业业绩承压。
- 供给侧，由于国际市场的低迷，部分海外企业将销售重点转移到中国市场，进一步增加了供应端的压力，市场竞争加剧。
- 需求侧，以旧换新政策有助于刺激有机硅板块需求增长，支撑有机硅终端需求复苏。

图表 有机硅板块2022-2024Q2单季度业绩速览

| (亿元) | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
|-------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 119.28 | 130.32 | 108.95 | 103.34 | 104.12 | 107.17 | 125.57 | 110.26 | 99.07 | 127.81 |
| 同比增速 | 78.96% | 67.87% | -11.01% | -20.27% | -12.72% | -17.76% | 15.26% | 6.70% | -4.85% | 19.26% |
| 归母净利润 | 30.29 | 25.35 | 17.05 | 10.53 | 13.71 | 11.60 | 6.82 | 6.95 | 9.15 | 8.35 |
| 同比增速 | 119.17% | 35.63% | -53.74% | -75.31% | -54.73% | -54.23% | -60.01% | -34.02% | -33.28% | -27.99% |

■ 有机硅板块-业绩分析与总结

- 从盈利能力来看，2024年H1有机硅板块毛利率为21.18%，同比-2.39pct；净利率为7.71%，同比-4.20pct；四费率为8.62%，同比-0.02pct。
- 2024年Q2有机硅板块毛利率为21.48%，同比+0.34pct；净利率为6.60%，同比-4.15pct。

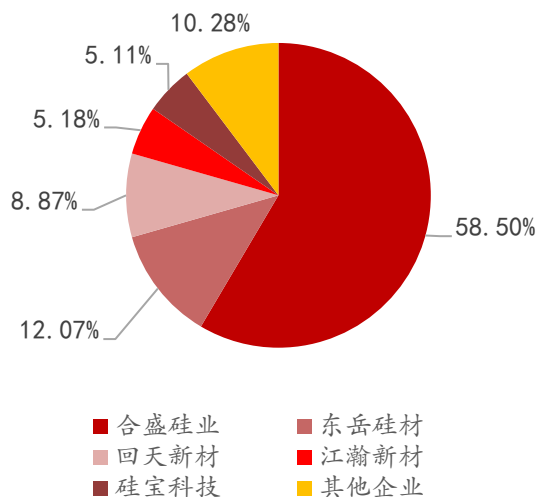
图表 有机硅板块2022-2024Q2单季度盈利指标速览

| % | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 毛利率 | 39.33% | 30.77% | 29.88% | 16.60% | 26.07% | 21.14% | 15.66% | 16.65% | 20.79% | 21.48% |
| 净利率 | 25.40% | 19.42% | 15.61% | 10.18% | 13.10% | 10.75% | 5.36% | 6.14% | 9.15% | 6.60% |
| 四费率 | 7.74% | 6.91% | 10.70% | 4.28% | 8.77% | 8.50% | 7.36% | 9.34% | 8.84% | 8.45% |
| 销售费用率 | 1.10% | 0.82% | 1.38% | 1.72% | 1.39% | 1.29% | 1.32% | 1.74% | 1.27% | 1.30% |
| 管理费用率 | 1.97% | 2.00% | 2.47% | 3.08% | 2.65% | 2.29% | 2.20% | 4.56% | 2.96% | 2.69% |
| 财务费用率 | 0.55% | -0.31% | 0.07% | 0.70% | 1.16% | 0.84% | 1.05% | 1.20% | 1.54% | 1.67% |
| 研发费用率 | 4.12% | 4.40% | 6.78% | -1.22% | 3.57% | 4.09% | 2.80% | 1.84% | 3.07% | 2.78% |

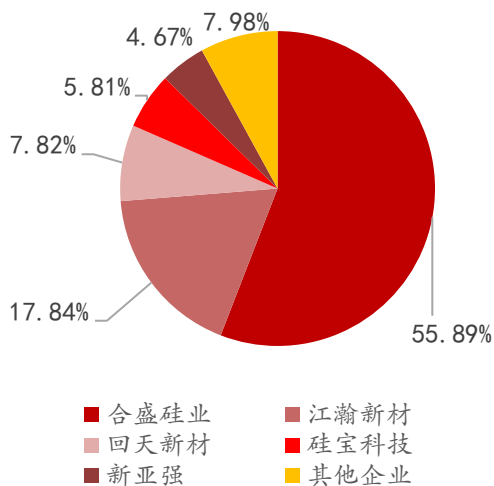
■ 有机硅板块-业绩分析与总结

- 根据iFinD，10家有机硅企业2024年H1营业收入总额增速为+7.38%；归母净利润增速为-30.86%。
- 从2024年H1收入贡献来看，合盛硅业营业收入为132.72亿元，占比58.50%；其次贡献较大的企业是东岳硅材/回天新材/江瀚新材/硅宝科技，分别占比12.07%/8.87%/5.18%/5.11%。从增速来看，润禾材料营收增速为19.57%，增速最快。
- 从2024年H1净利润贡献来看，合盛硅业归母净利润为9.78亿元，占比55.89%；其次贡献较大的企业是江瀚新材/回天新材/硅宝科技/新亚强，分别占比17.84%/7.82%/5.81%/4.67%。从增速来看，东岳硅材归母净利润增速为134.05%，增速最快。

图表 2024年H1收入前5企业占比



图表 2024年H1归母净利润前5企业占比



图表 2024年H1收入和归母净利润增速速览

| 营收增速 | 全板块 | 增速>50% | 增速>30% | 增长 | 下跌 |
|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 家数 | 7.38% | 0 | 0 | 5 | 5 |
| 占比 | | 0.00% | 0.00% | 50.00% | 50.00% |
| 归母净利润增速 | 全板块 | 增速>50% | 增速>30% | 增长 | 下跌 |
| 家数 | -30.86% | 1 | 1 | 2 | 8 |
| 占比 | | 10.00% | 10.00% | 20.00% | 80.00% |

资料来源：iFinD、华安证券研究所

资料来源：iFinD、华安证券研究所

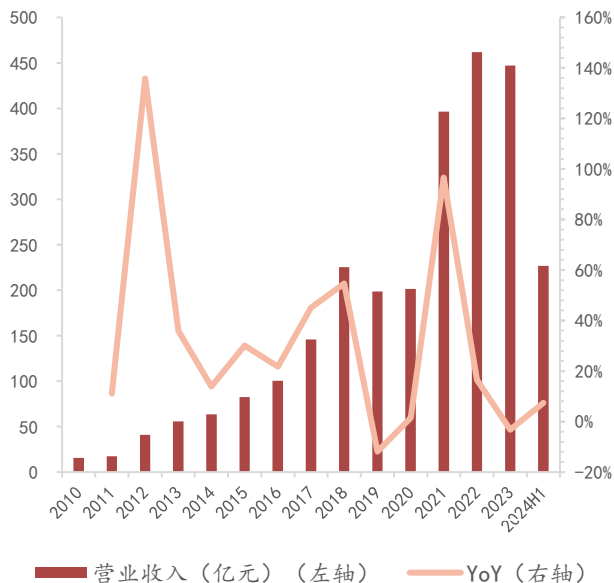
资料来源：iFinD、华安证券研究所



有机硅板块-业绩分析与总结

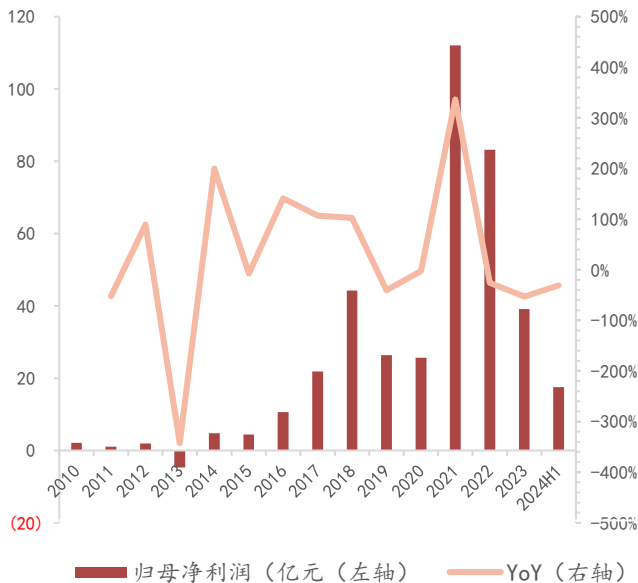
- 业绩端来看，有机硅板块2024年H1营业收入为226.88亿元，同比增长7.38%；归母净利润为17.50亿元，同比下降30.86%；扣非归母净利润为15.70亿元，同比下降30.35%；毛利率为21.18%，同比-2.39pct；净利率为7.71%，同比-4.20pct。由于有机硅价格持续下跌等因素，有机硅板块盈利能力有所下滑。

图表 2010-2024年H1营收及增速



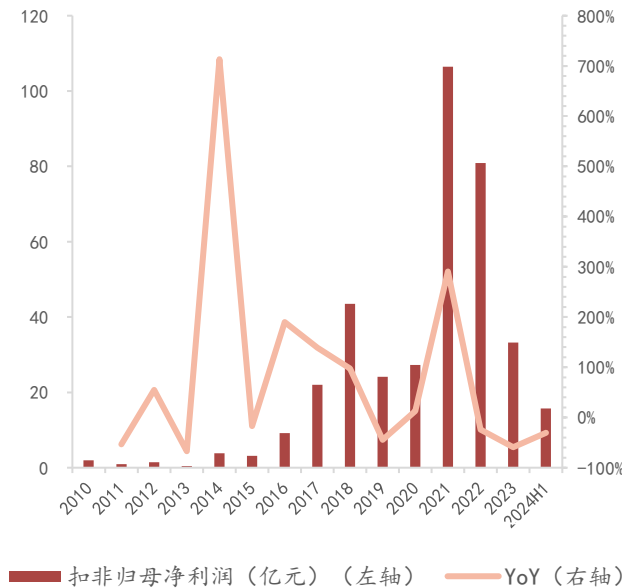
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1归母净利润及增速



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1扣非归母净利润及增速

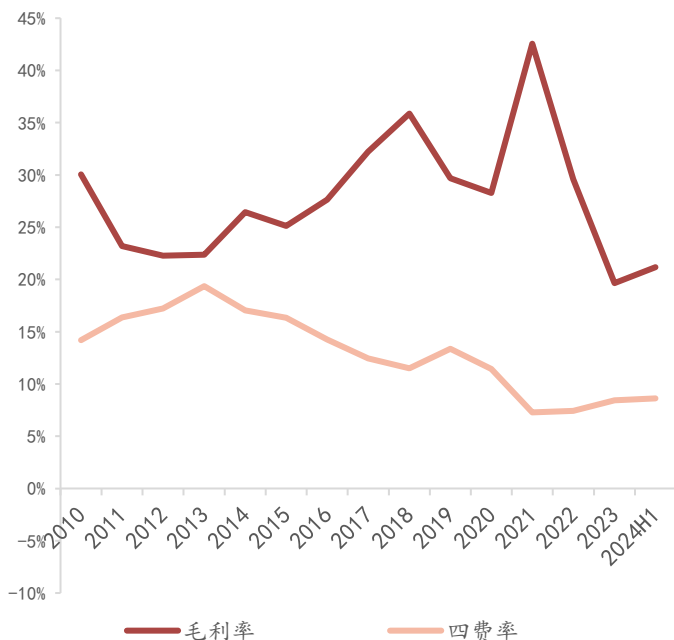


资料来源：iFinD、华安证券研究所

■ 有机硅板块-业绩分析与总结

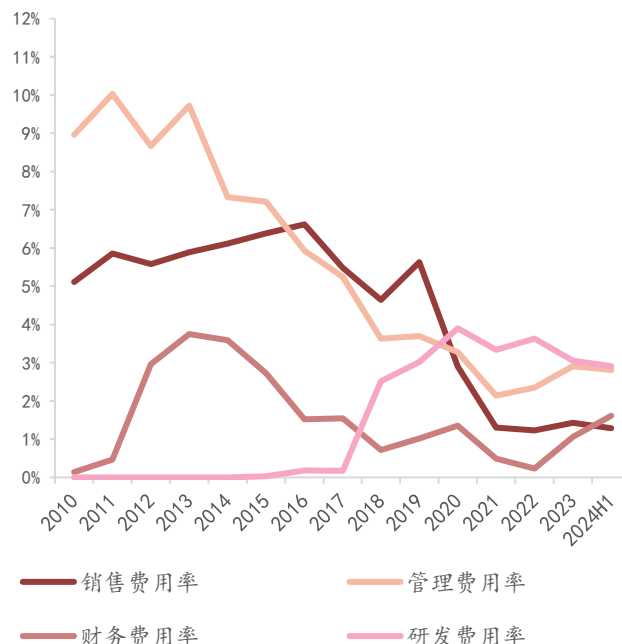
- 费用端来看，有机硅板块2024年H1四费率为8.62%，同比-0.02pct；销售费用率为1.29%，同比-0.05pct；管理费用率为2.81%，同比+0.34pct；财务费用率为1.61%，同比+0.62pct；研发费用率为2.91%，同比-0.92pct。

图表 2010-2024年H1毛利率与四费率变化趋势



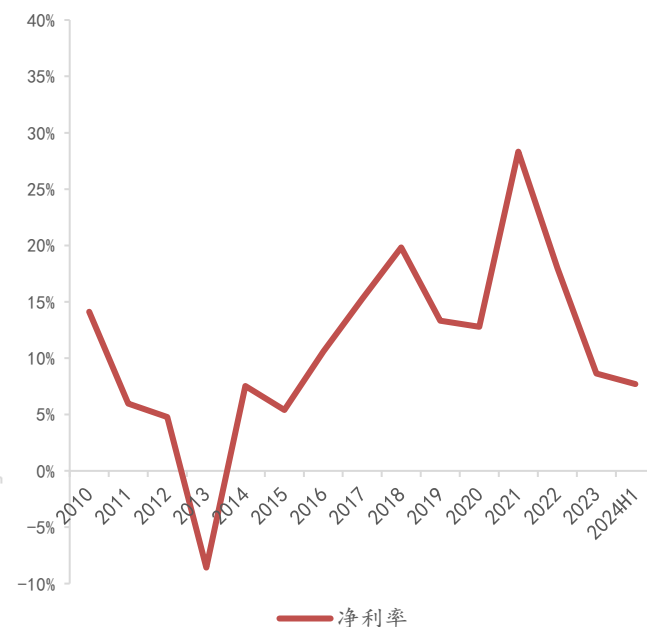
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1期间费用率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1净利率变化趋势

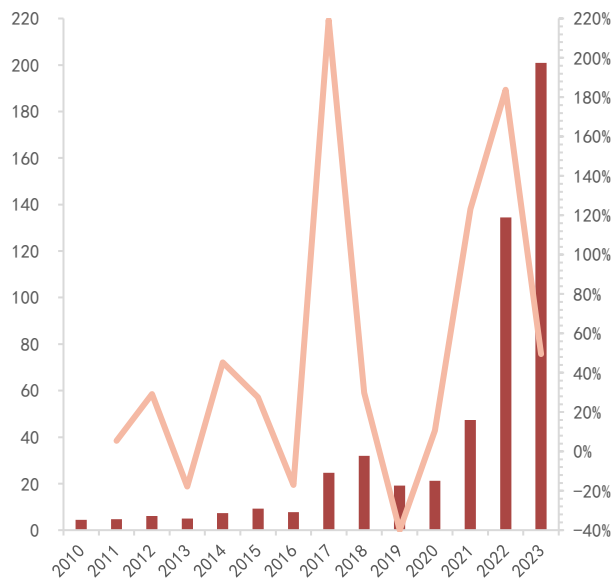


资料来源：iFinD、华安证券研究所

■ 有机硅板块-业绩分析与总结

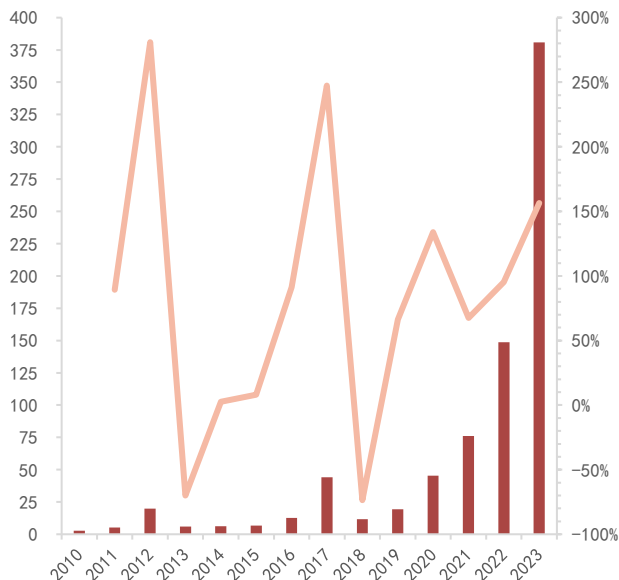
➤ 2023年，有机硅板块的资本支出为200.94亿元，+49.50%；在建工程为380.90亿元，+156.38%；资产负债率为52.84%，+5.33%。

图表 2010-2023年资本支出及增速



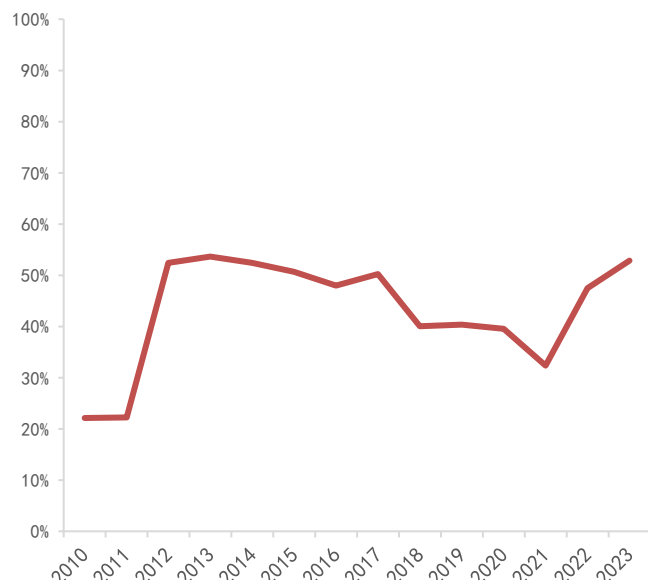
■ 资本支出 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

图表 2010-2023年在建工程及增速



■ 在建工程 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

图表 2010-2023年资产负债率变化



— 资产负债率

资料来源：iFinD、华安证券研究所

资料来源：iFinD、华安证券研究所

资料来源：iFinD、华安证券研究所



■ 食品及饲料添加剂板块-业绩分析与总结

- 食品及饲料添加剂板块2024年H1营业收入为436.78亿元，同比增加2.26%；归母净利润为41.05亿元，同比增长15.57%；扣非归母净利润为39.09亿元，同比增加20.41%。
- 单季度来看，食品及饲料添加剂板块2023Q4/2024Q1/2024Q2的营业收入分别为228.40/215.13/221.65亿元，同比-35.92%/+0.94%/+3.58%；归母净利润分别为17.75/19.87/21.18亿元，同比-31.76%/+9.62%/+21.76%。
- 短期来看，行业整体呈现较高集中度。维生素整体需求呈现平稳且低速增长的态势。2024上半年，维生素板块供给端产能逐步出清，维生素价格持续上行，盈利能力得到强化，景气度呈上升趋势。
- 长期来看，2024上半年，生猪出厂价格波动增长，随着产能去化和供应收缩，预计猪价有望持续逐步上涨，拉动维生素需求不断增长；随着猪价上涨和存栏低位养殖行业实现扭亏为盈，养殖周期景气度回升，助力食品及饲料添加剂板块业绩持续增长。

图表 食品及饲料添加剂板块2022-2024Q2单季度业绩速览

| (亿元) | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
|-------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入 | 184.75 | 198.90 | 187.03 | 356.43 | 213.11 | 214.00 | 221.35 | 228.40 | 215.13 | 221.65 |
| 同比增速 | 22.13% | 22.43% | 15.15% | 86.49% | 15.35% | 7.59% | 18.35% | -35.92% | 0.94% | 3.58% |
| 归母净利润 | 30.87 | 35.39 | 25.87 | 26.01 | 18.13 | 17.39 | 17.40 | 17.75 | 19.87 | 21.18 |
| 同比增速 | 57.72% | 48.46% | 30.17% | -5.76% | -41.28% | -50.85% | -32.73% | -31.76% | 9.62% | 21.76% |



■ 食品及饲料添加剂板块-业绩分析与总结

- 从盈利能力来看，2024年H1食品及饲料添加剂板块毛利率为22.57%，同比+2.53pct；净利率为9.40%，同比+1.00pct；四费率为10.98%，同比+0.85pct。
- 2024年Q2食品及饲料添加剂板块毛利率为22.74%，同比+3.18pct；净利率为9.45%，同比+1.25pct。
- 2024年Q2，随着去库存的逐步推进，维生素价格开始显著回升，盈利能力的改善拉动了业绩增长，行业逐步恢复增势。

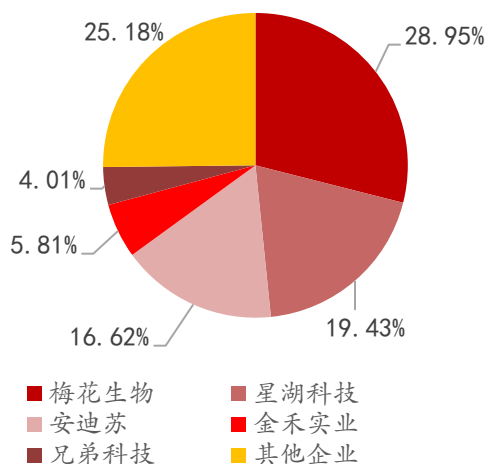
图表 食品及饲料添加剂板块2022-2024Q2单季度盈利指标速览

| % | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 29.63% | 30.08% | 25.84% | 22.10% | 20.53% | 19.56% | 19.58% | 23.40% | 22.39% | 22.74% |
| 净利率 | 16.81% | 17.90% | 13.87% | 8.88% | 8.60% | 8.20% | 7.94% | 7.70% | 9.35% | 9.45% |
| 四费率 | 9.71% | 8.89% | 9.33% | 11.12% | 10.53% | 9.72% | 10.75% | 12.32% | 11.34% | 10.62% |
| 销售费用率 | 3.07% | 3.19% | 3.11% | 2.69% | 3.24% | 3.38% | 2.99% | 3.49% | 3.20% | 3.45% |
| 管理费用率 | 3.96% | 3.94% | 4.62% | 4.74% | 4.22% | 4.48% | 4.83% | 5.17% | 5.56% | 4.78% |
| 财务费用率 | 0.34% | -0.78% | -1.17% | 1.75% | 0.78% | -0.87% | 0.22% | 0.78% | -0.10% | -0.29% |
| 研发费用率 | 2.33% | 2.54% | 2.78% | 1.95% | 2.29% | 2.73% | 2.71% | 2.88% | 2.67% | 2.68% |

■ 食品及饲料添加剂板块-业绩分析与总结

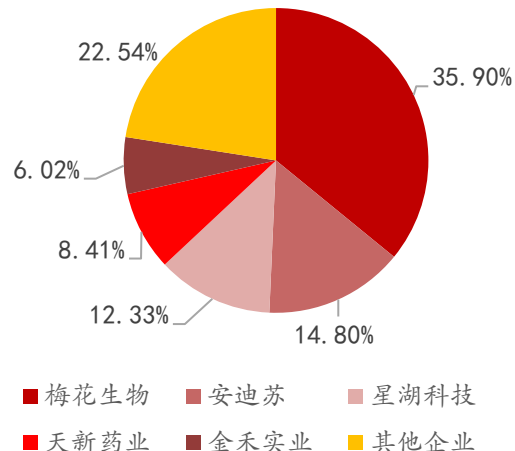
- 根据iFinD，20家食品及饲料添加剂企业2024年H1营业收入总额增速为2.26%；归母净利润增速为15.57%。
- 从2024年H1收入贡献来看，梅花生物营业收入为126.43亿元，占比28.95%；其次贡献较大的企业是星湖科技/安迪苏/金禾实业/兄弟科技，分别占比19.43%/16.62%/5.81%/4.01%。从增速来看，三元生物营收增速为60.15%，增速最快。
- 从2024年H1净利润贡献来看，梅花生物归母净利润为14.74亿元，占比35.90%；其次贡献较大的企业是安迪苏/星湖科技/天新药业/金禾实业，分别占比14.80%/12.33%/8.41%/6.02%。从增速来看，安迪苏归母净利润增速为1719.14%，增速最快。

图表 2024年H1收入前5企业占比



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2024年H1归母净利润前5企业占比



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2024年H1收入和归母净利润增速速览

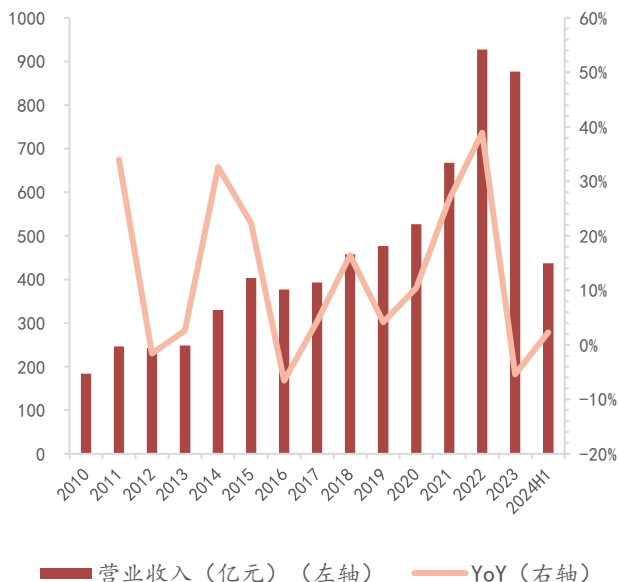
| 营收增速 | 全板块 | 增速 >50% | 增速 >30% | 增长 | 下跌 |
|---------|--------|------------|------------|--------|--------|
| 家数 | 2.26% | 1 | 3 | 11 | 9 |
| 占比 | | 5.00% | 15.00% | 55.00% | 45.00% |
| 归母净利润增速 | 全板块 | 增速 >50% | 增速 >30% | 增长 | 下跌 |
| 家数 | 15.57% | 5 | 6 | 10 | 10 |
| 占比 | | 25.00% | 30.00% | 50.00% | 50.00% |

资料来源：iFinD、华安证券研究所

■ 食品及饲料添加剂板块-业绩分析与总结

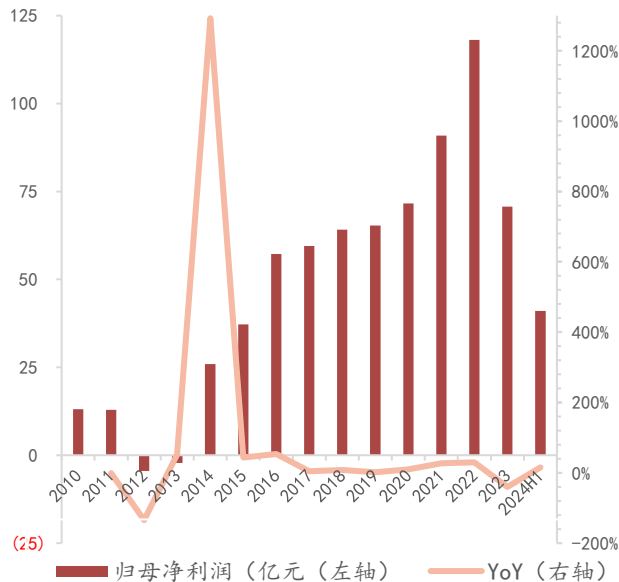
- 业绩端来看，食品及饲料添加剂板块2024年H1营业收入为436.78亿元，同比增加2.26%；归母净利润为41.05亿元，同比最近15.57%；扣非归母净利润为39.09亿元，同比增加20.41%；毛利率为22.57%%，同比+2.53pct；净利率为9.40%，同比+1.00pct。

图表 2010-2024年H1营收及增速



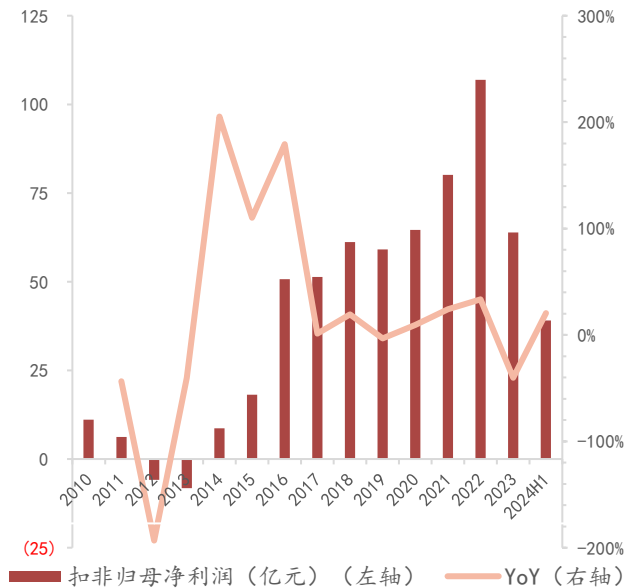
资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1归母净利润及增速



资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1扣非归母净利润及增速



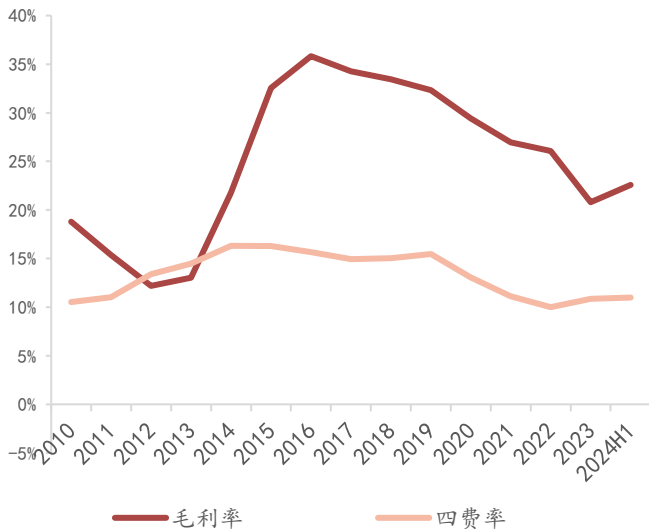
资料来源: iFinD、华安证券研究所



■ 食品及饲料添加剂板块-业绩分析与总结

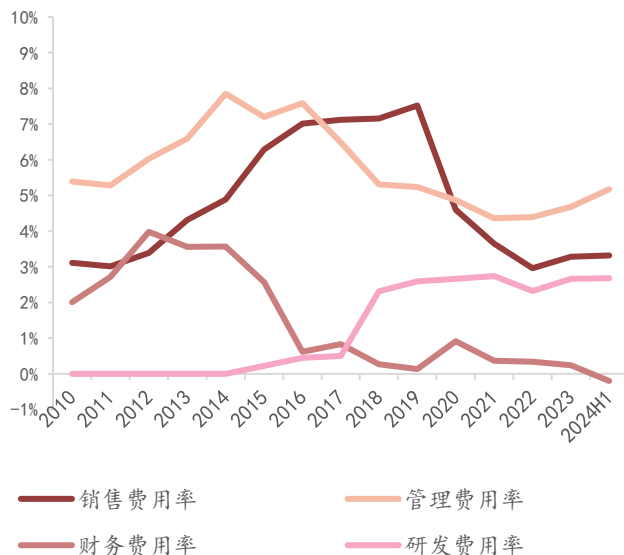
- 费用端来看，食品及饲料添加剂板块2024年H1四费率为10.98%，同比+0.85pct；销售费用率为3.32%，同比+0.01pct；管理费用率为5.17%，同比+0.82pct；财务费用率为-0.20%，同比-0.15pct；研发费用率为2.68%，同比+0.17pct，研发投入有所增加。

图表 2010-2024年H1毛利率与四费率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1期间费用率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1净利率变化趋势

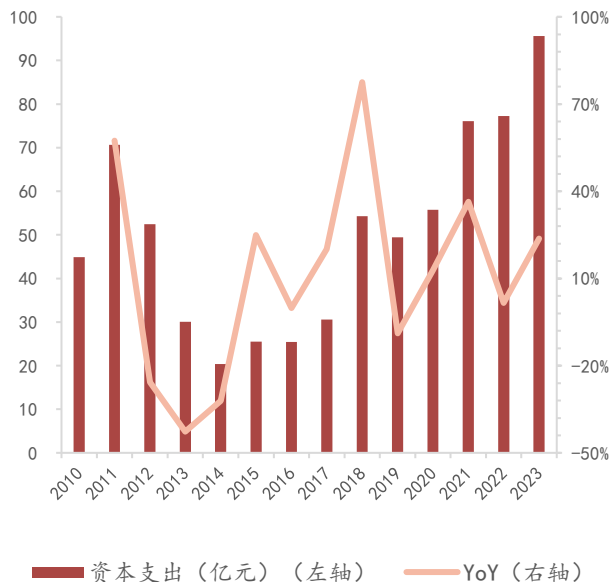


资料来源：iFinD、华安证券研究所

■ 食品及饲料添加剂板块-业绩分析与总结

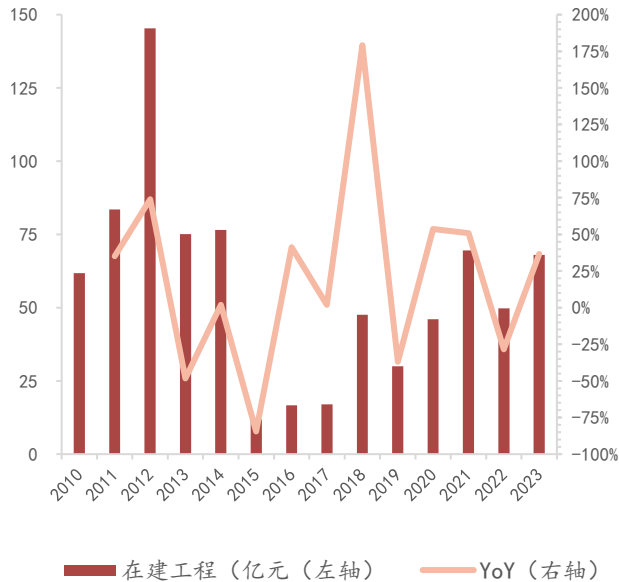
- 2023年，食品及饲料添加剂板块的资本支出为95.62亿元，+23.76%；在建工程为67.99亿元，+36.73%；资产负债率为32.32%，-1.45%。

图表 2010-2023年资本支出及增速



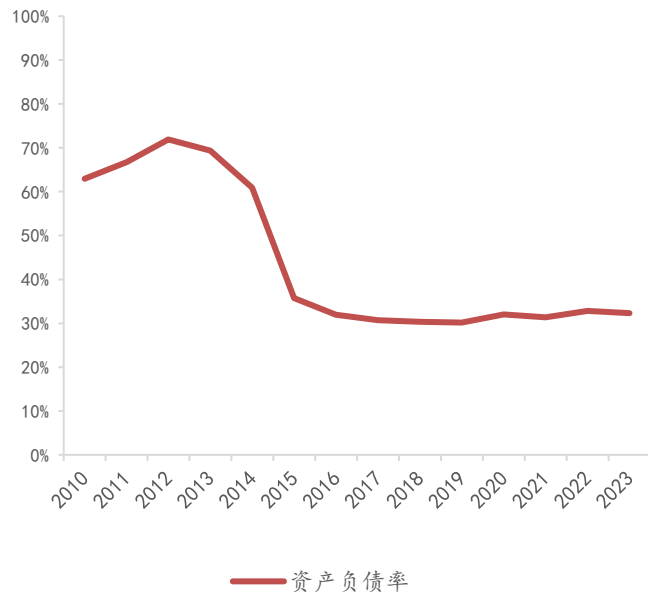
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年在建工程及增速



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年资产负债率变化



资料来源：iFinD、华安证券研究所



■ 民爆制品板块-业绩分析与总结

- 民爆制品板块2024年H1营业收入为253.79亿元，同比下降4.66%；归母净利润为19.93亿元，同比下降11.20%；扣非归母净利润为18.25亿元，同比下降14.34%。
- 单季度来看，民爆制品板块2023Q4/2024Q1/2024Q2的营业收入分别为155.08/104.87/148.92亿元，同比+3.13%/-2.37%/-6.20%；归母净利润分别为3.35/5.35/14.58亿元，同比+157.21%/-12.21%/-10.83%。
- 2024上半年，基于民爆企业产销量收缩，以及市场需求较疲软等原因，盈利能力有所下降，行业业绩下行。
- 成本方面，民爆行业上游原材料如硝酸铵、乳化剂和油性材料的价格波动直接影响企业利润。2024上半年，上游原材料硝酸铵价格呈下行趋势，有望为民爆行业带来利润空间。

图表 民爆制品板块2022-2024Q2单季度业绩速览

| (亿元) | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
|-------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 77.17 | 116.29 | 108.97 | 150.38 | 107.41 | 158.77 | 143.54 | 155.08 | 104.87 | 148.92 |
| 同比增速 | 21.25% | 29.40% | 24.78% | 23.37% | 39.19% | 36.53% | 31.72% | 3.13% | -2.37% | -6.20% |
| 归母净利润 | 3.43 | 12.00 | 7.37 | -5.85 | 6.09 | 16.35 | 11.13 | 3.35 | 5.35 | 14.58 |
| 同比增速 | 34.46% | 61.17% | 27.01% | -273.16% | 77.80% | 36.25% | 51.11% | 157.21% | -12.21% | -10.83% |



■ 民爆制品板块-业绩分析与总结

- 从盈利能力来看，2024年H1民爆制品板块毛利率为25.82%，同比+0.95pct；净利率为7.85%，同比-1.92pct；四费率为14.43%，同比+1.46pct。
- 2024年Q2民爆制品板块毛利率为27.77%，同比+1.15pct；净利率为9.24%，同比-2.80pct。

图表 民爆制品板块2022-2024Q2单季度盈利指标速览

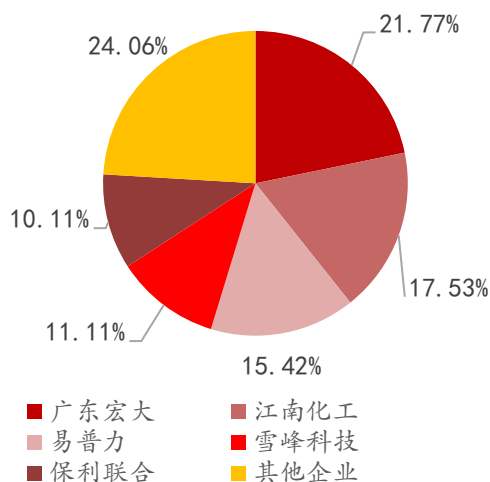
| % | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 24.44% | 26.75% | 26.02% | 21.99% | 22.28% | 26.62% | 26.30% | 25.63% | 23.05% | 27.77% |
| 净利率 | 5.20% | 12.94% | 8.66% | -1.35% | 6.41% | 12.04% | 9.34% | 2.20% | 5.89% | 9.24% |
| 四费率 | 17.81% | 12.37% | 15.19% | 14.77% | 14.20% | 12.14% | 14.90% | 17.17% | 16.05% | 13.28% |
| 销售费用率 | 2.32% | 1.39% | 2.05% | 1.60% | 1.85% | 1.47% | 1.78% | 1.83% | 2.01% | 1.51% |
| 管理费用率 | 10.32% | 7.03% | 8.68% | 8.99% | 8.32% | 7.16% | 8.40% | 10.26% | 9.66% | 7.52% |
| 财务费用率 | 2.42% | 1.24% | 1.74% | 1.64% | 1.69% | 1.04% | 1.37% | 1.45% | 1.61% | 1.10% |
| 研发费用率 | 2.74% | 2.72% | 2.72% | 2.53% | 2.34% | 2.47% | 3.35% | 3.62% | 2.77% | 3.15% |



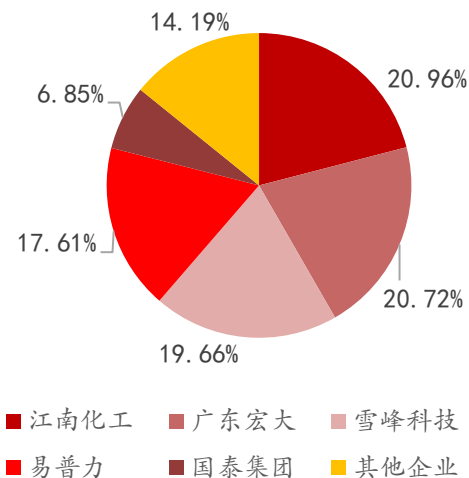
民爆制品板块-业绩分析与总结

- 根据iFinD，12家民爆制品企业2024年H1营业收入总额增速为-4.66%；归母净利润增速为-11.20%。
- 从2024年H1收入贡献来看，广东宏大营业收入为55.24亿元，占比21.77%；其次贡献较大的企业是江南化工/易普力/雪峰科技/保利联合，分别占比17.53%/15.42%/11.11%/10.11%。从增速来看，金奥博营收增速为14.33%，增速最快。
- 从2024年H1净利润贡献来看，江南化工归母净利润为4.18亿元，占比20.96%；其次贡献较大的企业是广东宏大/雪峰科技/易普力/国泰集团，分别占比20.72%/19.66%/17.61%/6.85%。从增速来看，高争民爆归母净利润增速为66.88%，增速最快。

图表 2024年H1收入前5企业占比



图表 2024年H1归母净利润前5企业占比



图表 2024年H1收入和归母净利润增速速览

| 营收增速 | 全板块 | 增速 >50% | 增速 >30% | 增长 | 下跌 |
|---------|---------|------------|------------|--------|--------|
| 家数 | -4.66% | 0 | 0 | 4 | 8 |
| 占比 | | 0.00% | 0.00% | 33.33% | 66.67% |
| 归母净利润增速 | 全板块 | 增速 >50% | 增速 >30% | 增长 | 下跌 |
| 家数 | -11.20% | 2 | 2 | 5 | 7 |
| 占比 | | 16.67% | 16.67% | 41.67% | 58.33% |

资料来源：iFinD、华安证券研究所

资料来源：iFinD、华安证券研究所

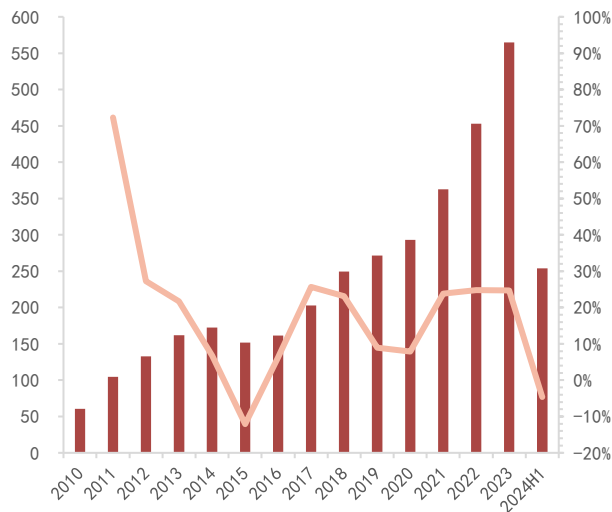
资料来源：iFinD、华安证券研究所



民爆制品板块-业绩分析与总结

- 业绩端来看，民爆制品板块2024年H1营业收入为253.79亿元，同比下降4.66%；归母净利润为19.93亿元，同比下降11.20%；扣非归母净利润为18.25亿元，同比下降14.34%；毛利率为25.82%，同比+0.95pct；净利率为7.85%，同比-1.92pct。

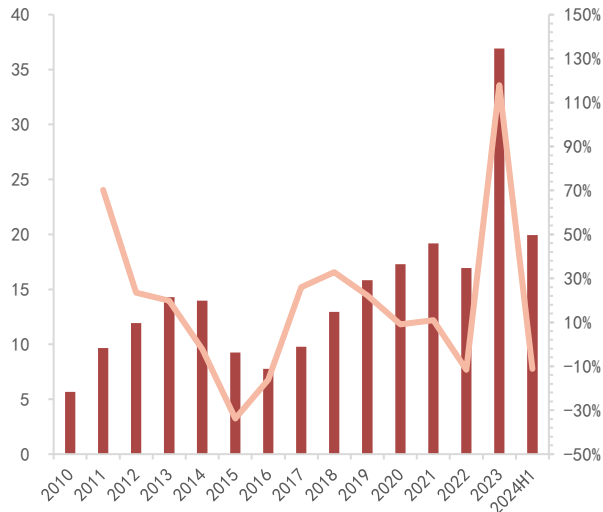
图表 2010-2024年H1营收及增速



■ 营业收入 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

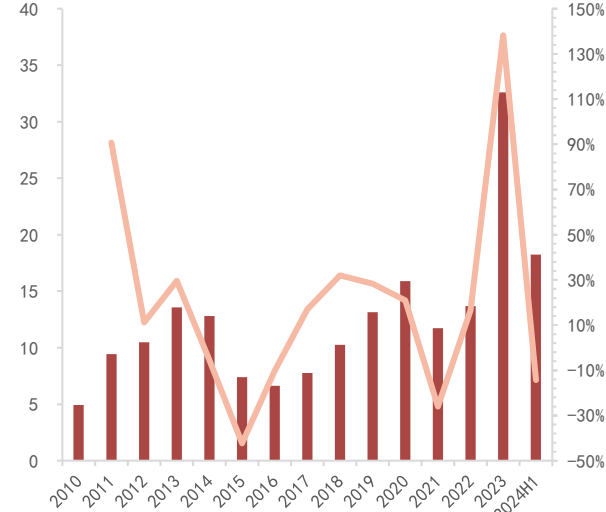
图表 2010-2024年H1归母净利润及增速



■ 归母净利润 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1扣非归母净利润及增速



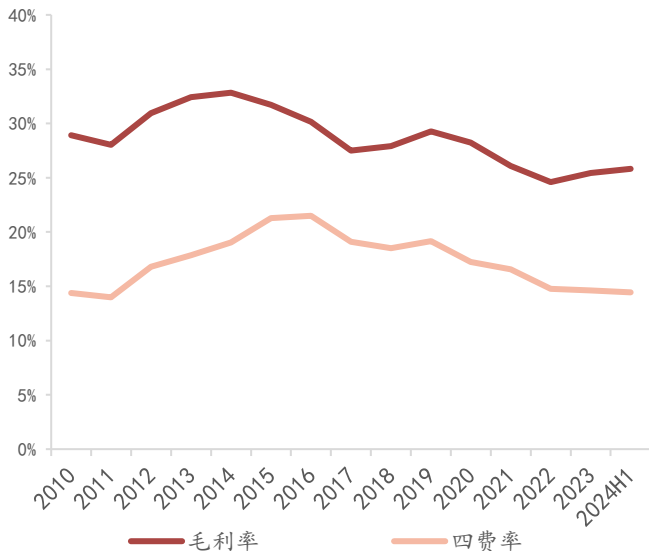
■ 扣非归母净利润 (亿元) (左轴) ■ YoY (右轴)

资料来源: iFinD、华安证券研究所

民爆制品板块-业绩分析与总结

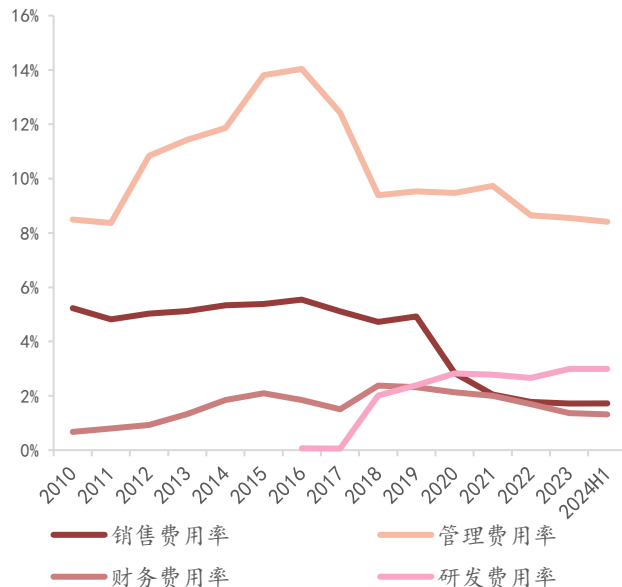
- 费用端来看，民爆制品板块2024年H1四费率为14.43%，同比+1.46pct；销售费用率为1.72%，同比+0.09pct；管理费用率为8.41%，同比+0.78pct；财务费用率为1.31%，同比+0.11pct；研发费用率为2.99%，同比+0.51pct。

图表 2010-2024年H1毛利率与四费率变化趋势



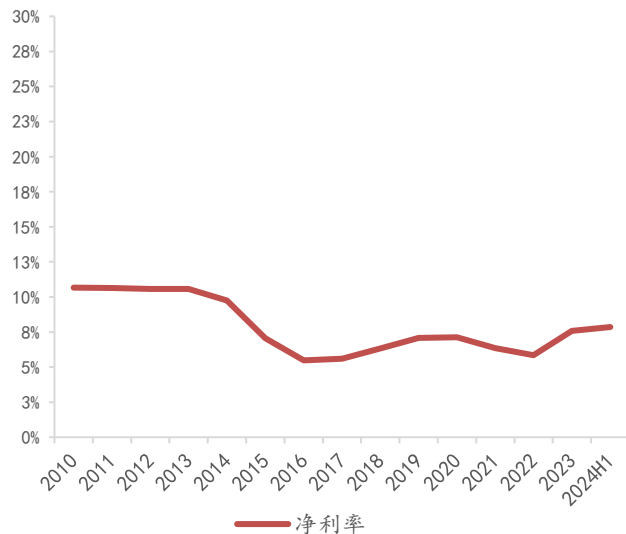
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1期间费用率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1净利率变化趋势

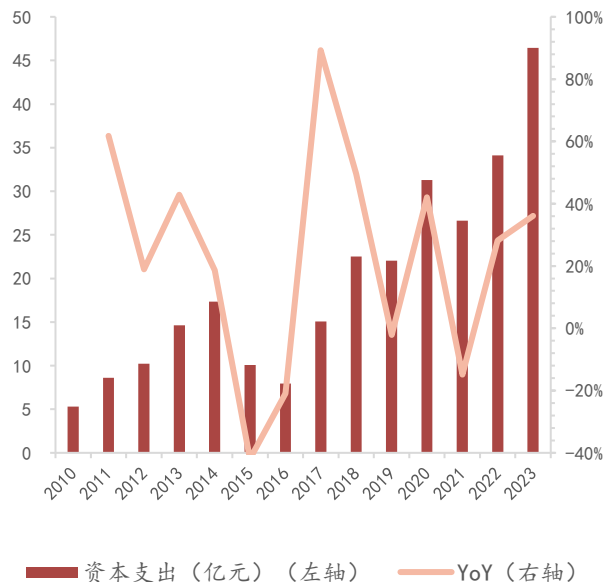


资料来源：iFinD、华安证券研究所

■ 民爆制品板块-业绩分析与总结

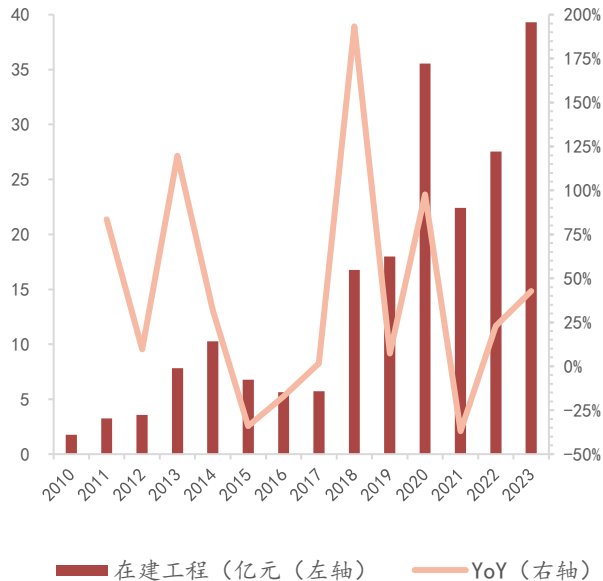
- 2023年，民爆制品板块的资本支出为46.43亿元，+36.10%；在建工程为39.31亿元，+42.77%；资产负债率为49.42%，-4.92%。

图表 2010-2023年资本支出及增速



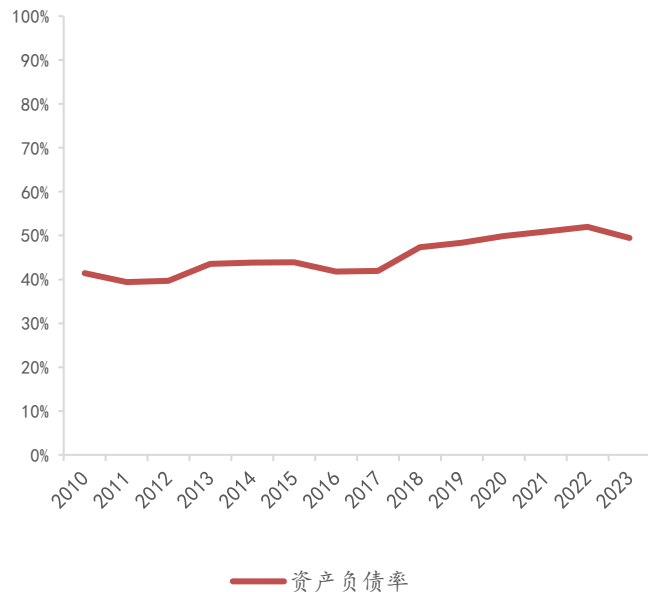
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年在建工程及增速



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年资产负债率变化



资料来源：iFinD、华安证券研究所



■ 钛白粉板块-业绩分析与总结

- 钛白粉板块2024年H1营业收入为226.60亿元，同比增长9.71%；归母净利润为22.16亿元，同比增长49.08%；扣非归母净利润为21.13亿元，同比下降56.90%。
- 单季度来看，钛白粉板块2023Q4/2024Q1/2024Q2的营业收入分别为105.54/117.02/109.58亿元，同比增长5.48%/7.26%/12.45%；归母净利润分别为11.55/11.49/10.67亿元，同比增长4375.39%/78.26%/26.74%。
- 供给端，2023年全球钛白粉总产能达到981.9万吨，其中中国产能的增长尤为显著，占全球总产能的55%。国际市场需求和钛白粉市场行业运行情况的变化导致科慕、泛能拓等公司部分产能退出，而中国钛白粉产能则持续扩大，进一步巩固了其在全球市场的份额。随着国内氯化法钛白粉产能的扩产，中国企业在技术、成本和环保等方面展现出竞争优势。
- 需求端，随着海外市场的产能出清，产品需求得以上涨，长期有望拉动涂料及钛白粉需求持续增长。国内钛白粉企业的全球市场竞争力正逐步提升，2024上半年，亚非拉地区钛白粉出口量实现同比增长，亚非拉市场仍处于基建增长中，需求有望不断增长，助力维持出口增长趋势。

图表 钛白粉板块2022-2024Q2单季度业绩速览

| (亿元) | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
|-------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|----------|--------|--------|
| 营业收入 | 107.13 | 109.25 | 95.85 | 100.06 | 109.09 | 97.45 | 115.24 | 105.54 | 117.02 | 109.58 |
| 同比增速 | 32.12% | 17.04% | 0.89% | 2.66% | 1.83% | -10.80% | 20.23% | 5.48% | 7.26% | 12.45% |
| 归母净利润 | 15.38 | 16.03 | 9.44 | 0.26 | 6.45 | 8.42 | 10.50 | 11.55 | 11.49 | 10.67 |
| 同比增速 | -1.90% | -23.76% | -53.36% | -97.81% | -58.09% | -47.47% | 11.22% | 4375.39% | 78.26% | 26.74% |

■ 钛白粉板块-业绩分析与总结

- 从盈利能力来看，2024年H1钛白粉板块毛利率为21.98%，同比+2.17pct；净利率为9.78%，同比+2.03pct；四费率为8.97%，同比-1.36pct。
- 2024年Q2钛白粉板块毛利率为21.96%，同比-0.32pct；净利率为9.76%，同比+0.68pct。2024年Q2，钛白粉需求的边际改善，叠加出口量持续增长，带动了盈利情况的同比提升。

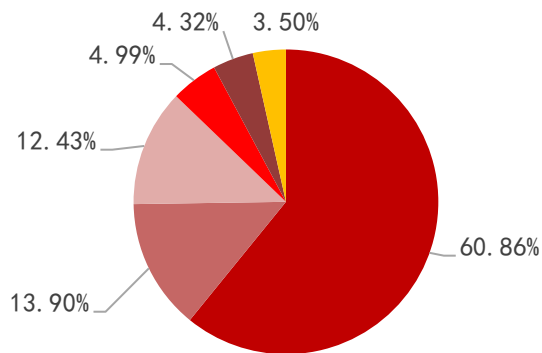
图表 钛白粉板块2022-2024Q2单季度盈利指标速览

| % | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 28.43% | 28.13% | 22.87% | 15.22% | 17.59% | 22.28% | 21.66% | 21.59% | 21.99% | 21.96% |
| 净利率 | 15.33% | 15.69% | 10.60% | 0.74% | 6.57% | 9.08% | 9.35% | 10.25% | 9.80% | 9.76% |
| 四费率 | 9.35% | 9.00% | 10.48% | 11.26% | 9.54% | 11.22% | 9.26% | 5.50% | 9.02% | 8.92% |
| 销售费用率 | 1.23% | 0.95% | 1.54% | 1.25% | 1.21% | 1.63% | 1.54% | 1.61% | 1.29% | 1.14% |
| 管理费用率 | 4.14% | 4.49% | 4.33% | 7.46% | 3.40% | 4.00% | 3.81% | 4.45% | 3.79% | 3.38% |
| 财务费用率 | 0.43% | -0.94% | -0.31% | 0.86% | 0.93% | -0.71% | 0.53% | 0.00% | 1.17% | 0.14% |
| 研发费用率 | 3.54% | 4.49% | 4.92% | 1.69% | 4.00% | 6.31% | 3.38% | -0.56% | 2.77% | 4.25% |

■ 钛白粉板块-业绩分析与总结

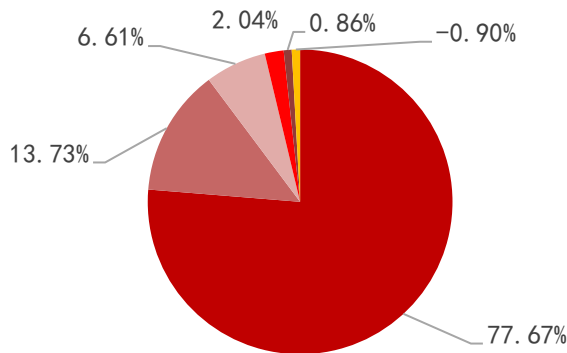
- 根据iFinD，6家钛白粉企业2024年H1营业收入总额增速为9.71%；归母净利润增速为49.08%。
- 从2024年H1收入贡献来看，龙佰集团营业收入为137.92亿元，营收占比最大，为60.86%；其次企业依次排序为中核钛白/鲁北化工/金浦钛业/安纳达/惠云钛业，分别占比13.90%/12.43%/4.99%/4.32%/3.50%。从增速来看，中核钛白营收增速为42.29%，增速最快。
- 从2024年H1净利润贡献来看，龙佰集团归母净利润为17.21亿元，占比77.67%；其次贡献较大的企业是中核钛白/鲁北化工/安纳达/惠云钛业，分别占比13.73%/6.61%/2.04%/0.86%。从增速来看，鲁北化工归母净利润增速为1063.27%，增速最快。

图表 2024年H1收入占比



■ 龙佰集团 ■ 中核钛白
 ■ 鲁北化工 ■ 金浦钛业
 ■ 安纳达 ■ 惠云钛业

图表 2024年H1归母净利润占比



■ 龙佰集团 ■ 中核钛白 ■ 鲁北化工
 ■ 安纳达 ■ 惠云钛业 ■ 金浦钛业

图表 2024年H1收入和归母净利润增速速览

| 营收增速 | 全板块 | 增速 >50% | 增速 >30% | 增长 | 下跌 |
|---------|--------|------------|------------|--------|--------|
| 家数 | 9.71% | 0 | 2 | 4 | 2 |
| 占比 | | 0.00% | 33.33% | 66.67% | 33.33% |
| 归母净利润增速 | 全板块 | 增速 >50% | 增速 >30% | 增长 | 下跌 |
| 家数 | 49.08% | 3 | 5 | 5 | 1 |
| 占比 | | 50.00% | 83.33% | 83.33% | 16.67% |

资料来源：iFinD、华安证券研究所

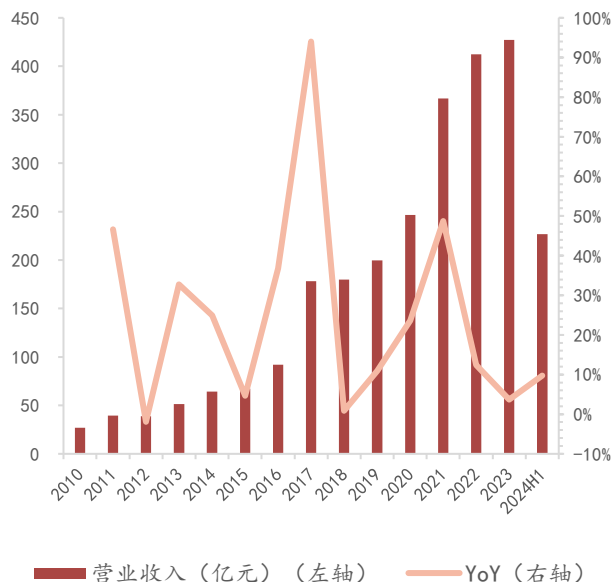
资料来源：iFinD、华安证券研究所

资料来源：iFinD、华安证券研究所

■ 钛白粉板块-业绩分析与总结

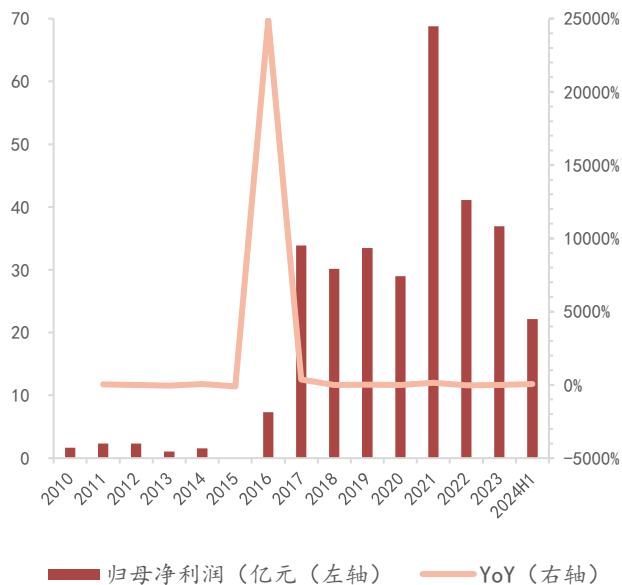
- 业绩端来看，钛白粉板块2024年H1营业收入为226.60亿元，同比增长9.71%；归母净利润为22.16亿元，同比增长49.08%；扣非归母净利润为21.13亿元，同比下降56.90%；毛利率为21.98%，同比+2.17pct；净利率为9.78%，同比+2.03pct。

图表 2010-2024年H1营收及增速



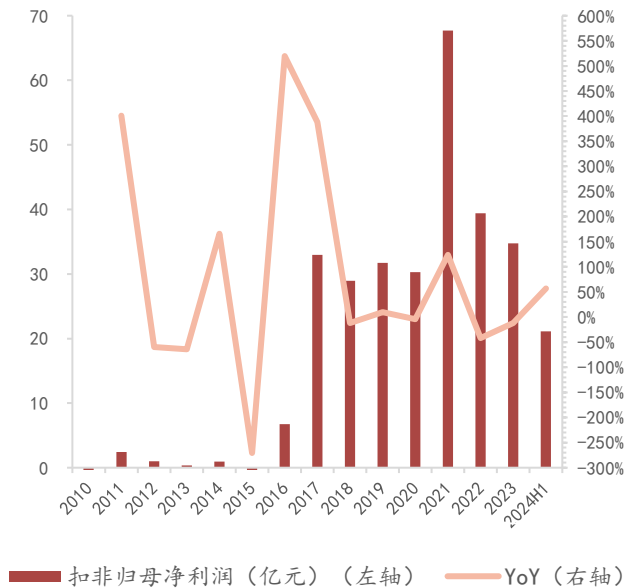
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1归母净利润及增速



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1扣非归母净利润及增速

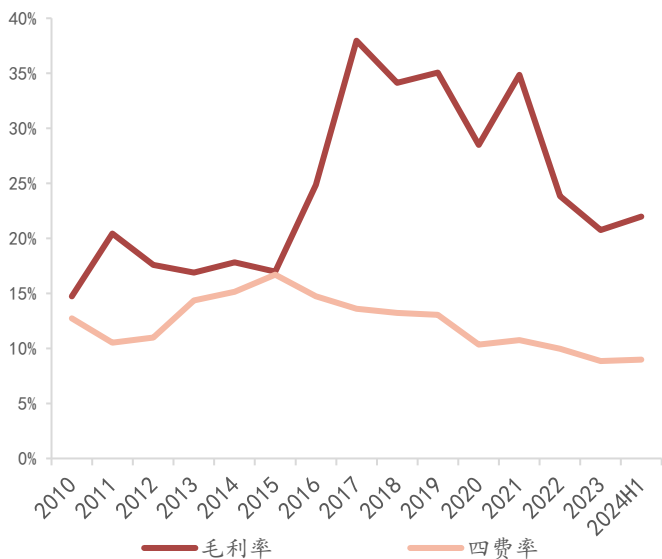


资料来源：iFinD、华安证券研究所

■ 钛白粉板块-业绩分析与总结

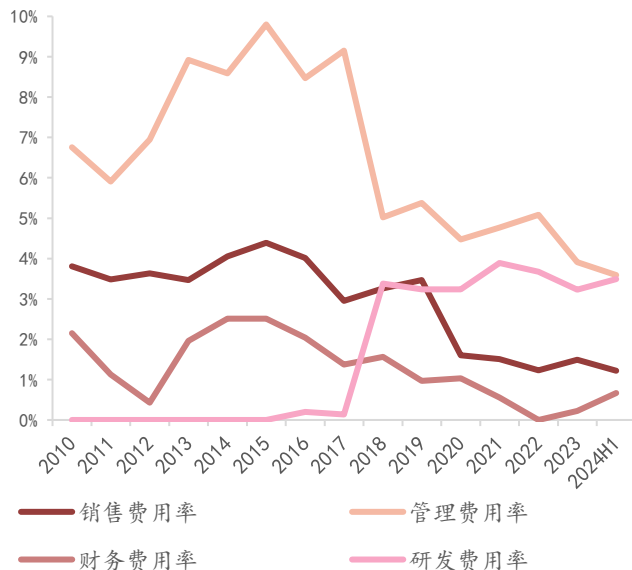
- 费用端来看，钛白粉板块2024年H1四费率为8.97%，同比-1.36pct；销售费用率为1.22%，同比-0.19pct；管理费用率为3.59%，同比-0.09pct；财务费用率为0.67%，同比+0.52pct；研发费用率为3.49%，同比-1.60pct。

图表 2010-2024年H1毛利率与四费率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1期间费用率变化趋势



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2024年H1净利率变化趋势

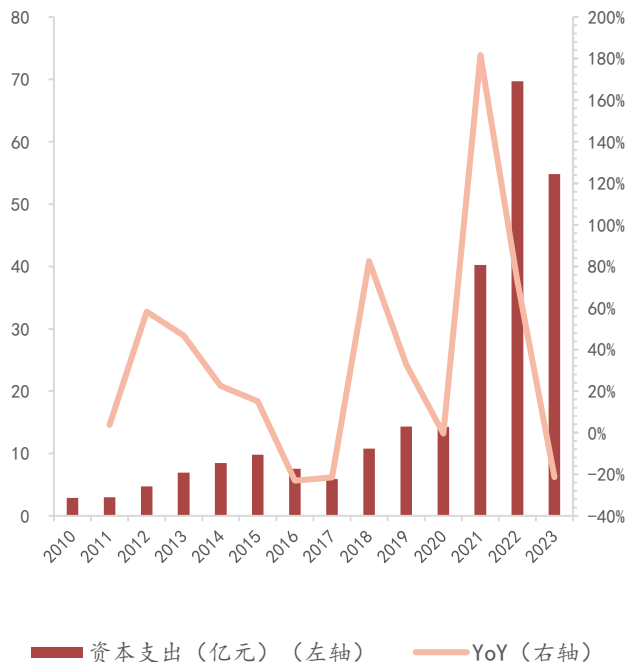


资料来源：iFinD、华安证券研究所

■ 钛白粉板块-业绩分析与总结

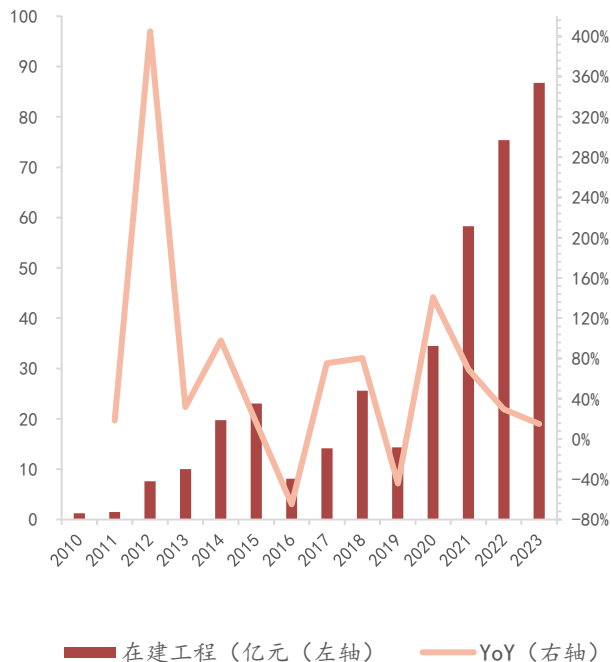
➤ 2023年，钛白粉板块的资本支出为54.84亿元，-21.34%；在建工程为86.75亿元，+15.05%；资产负债率为54.51%，-2.02%。

图表 2010-2023年资本支出及增速



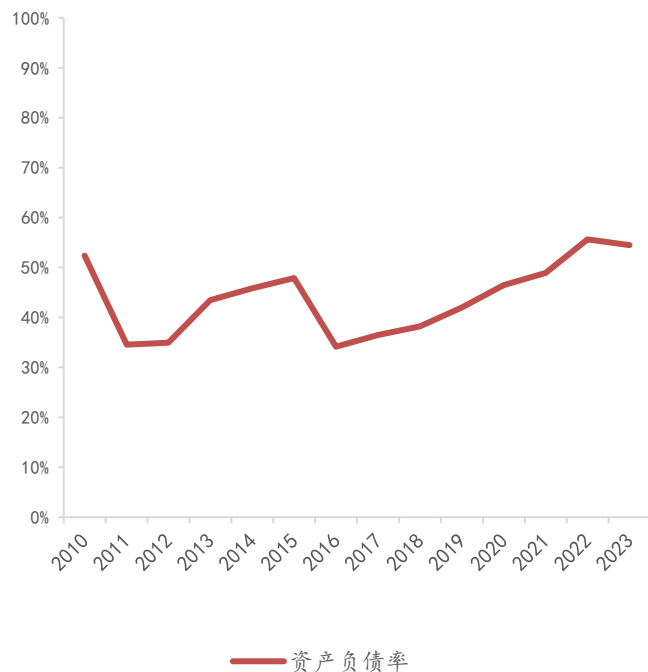
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年在建工程及增速



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 2010-2023年资产负债率变化



资料来源：iFinD、华安证券研究所

关注供需改善赛道的优质标的、国产替代的新材料企业以及高分红的红利资产

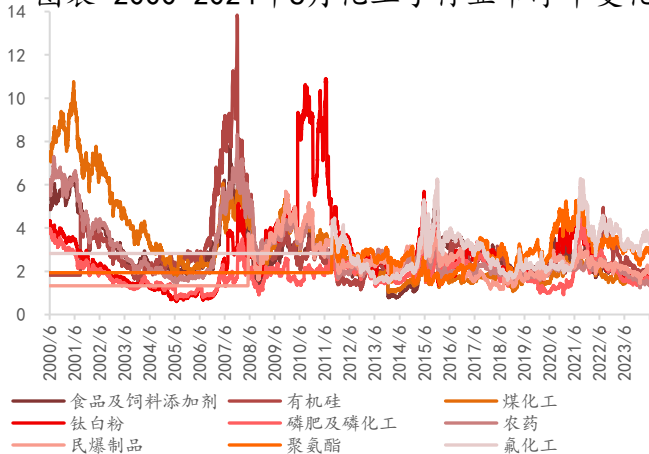
03



投资周期底部白马：供需格局改善，估值有望筑底回升

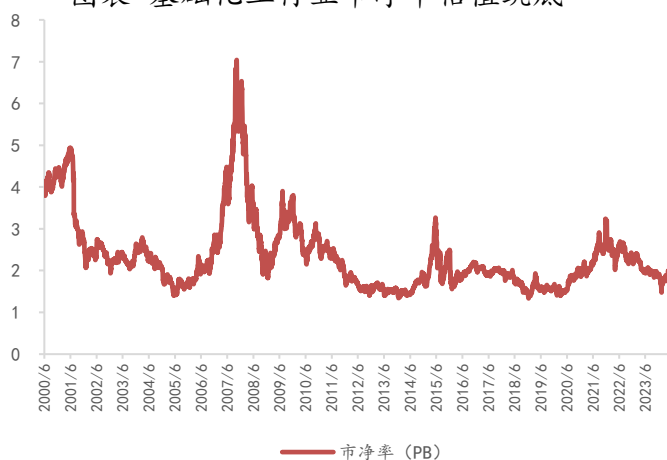
- 长期来看，化工板块被低估，估值正处于历史低位。自2023年以来，受全球经济下行以及行业产能持续扩张等多重因素影响，基础化工行业景气度有所下降，行业整体市净率水平处于低位。2024年6月21日，基础化工板块市净率估值为1.74，接近于2018年底部，市净率分位数为27.24%，处于较低分位。
- 2024年，随着供需格局改善，底部白马迎来新增长。供给端，随着化工行业资本开支增速放缓，扩产热潮已明显减弱，行业盈利能力有望开始触底反弹。需求端，随着国家政策逐步发力，地产政策持续松绑，限购和信贷政策逐步放开，叠加新能源汽车出口量增长因素，化工品出海需求将实现进一步扩张；随着供需格局持续改善，氟化工、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

图表 2000-2024年6月化工子行业市净率变化



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 基础化工行业市净率估值筑底



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 基础化工行业市净率处于历史较低分位



资料来源：iFinD、华安证券研究所



■ 投资新材料：国产化替代崛起，“量”变推动“质”变

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

图表 新材料企业产能情况

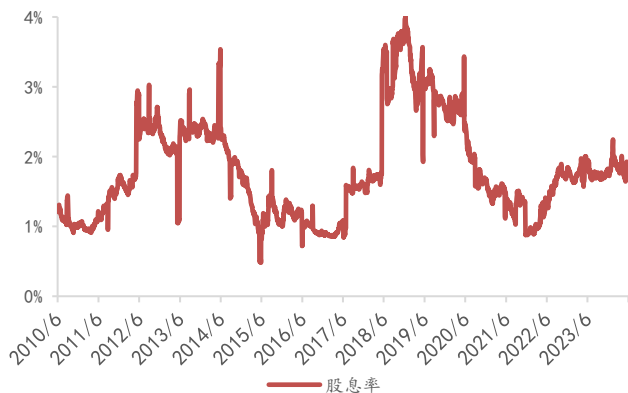
| 公司 | 现有产能 | 新增产能 |
|------|---|--|
| 凯赛生物 | 生物法长链二元酸11.5万吨，戊二胺5万吨/年，乌苏材料10万吨生物基聚酰胺，乌苏技术2万吨生物基长链聚酰胺 | 50万吨生物基戊二胺及90万吨生物基聚酰胺项目在建。 |
| 华恒生物 | L-丙氨酸2.8万吨，DL-丙氨酸2500吨，β-丙氨酸2000吨，生物基1,3-PDO产能5万吨 | 在建5万吨PDO产能、5万吨丁二酸、5万吨苹果酸。 |
| 美瑞新材 | TPU产能9万吨。 | 特种异氰酸酯在建产能12万吨，其中包含HDI产线10万吨及CHDI/PPDI产线2万吨。10万吨弹性体新增产能已处于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



投资高分红的红利资产：关注高股息及高ROE标的，业绩表现稳定且韧性强劲

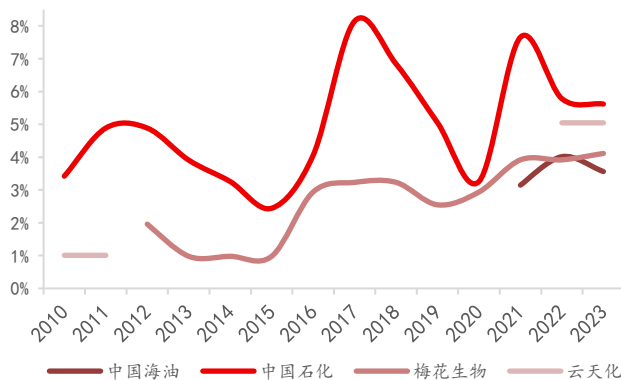
- 从整体趋势来看，目前化工板块行业景气度处于低位，具备高ROE和高股息率的标的将展现更显著的竞争优势。
- 根据iFinD，以当年12月31日收盘股价计算，2023年中国海油、中国石化、梅花生物、云天化的股息率分别为3.81%/5.45%/4.11%/5.01%，ROE分别为19.60%/7.60%/22.98%/25.76%，基础化工行业的平均ROE为6.74%。
- 高分红标的具有业绩稳定性及经营韧性优势。2024年Q2，受益于海上油气开发的高景气度，中国海油业绩保持稳健增长，实现营业收入1153.02亿元，同比增长22.20%；实现净利润400.19亿元，同比增长26.49%，盈利能力强劲；发展趋势保持上行，有望持续推动ROE上升；中国石化实现营业收入7861.64亿元，同比下降2.02%；实现净利润195.77亿元，同比增长11.16%，单季业绩同比提升；梅花生物实现营业收入61.56亿元，同比下降7.26%；实现净利润7.22亿元，同比增长26.68%；云天化实现营业收入181.36亿元，同比下降6.19%；实现净利润17.21亿元，同比增长20.37%。
- 整体来看，中国海油营收同比增长超20%，其余表现均较为稳定；四家标的净利润同比均实现较好增长，中国海油、梅花生物、云天化同比增速超20%，业绩表现稳定且韧性强劲。

图表 基础化工板块股息率



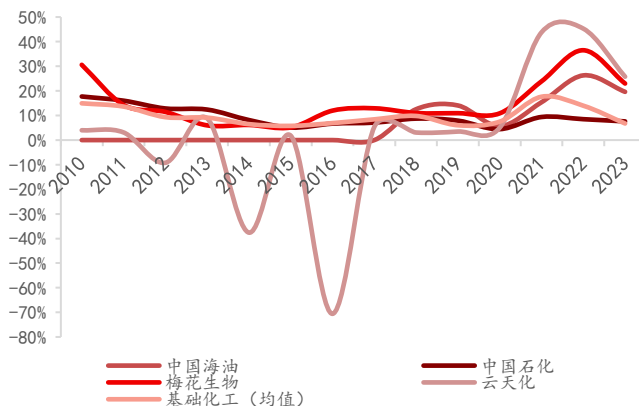
资料来源：iFinD、华安证券研究所
注：股息率截止时间是2024.06.22

图表 高分红标的股息率



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

图表 基础化工及高分红标的ROE



资料来源：iFinD、华安证券研究所



■ 风险提示

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



重要声明

分析师声明

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

免责声明

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

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

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

行业评级体系

增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。



谢谢！