

能源化工行业 2023 年三季报综述

价格价差迎来季节性修复，静待周期共振复苏

- 2023 年三季度，化工品价格在原油上行带动、金九银十预期、汇率影响、期现联动、小幅补库等因素的影响下，出现了一定的修复。从我们跟踪的“化工行业指数-价格”的分位数看，截至三季度末化工行业价格历史分位数为 39.86%，较三季度初的 25.46%增加 14.40PCT，但明显低于 2022 年同期的 52.21%，同时高于疫情前 2019 年同期的 23.54%。同时，受益于煤炭价格及如磷矿等上游资源品价格的边际下行，三季度化工行业价差出现一定修复。截至三季度末，我们跟踪的“化工行业指数-价差”历史分位数为 26.37%，较三季度初的 10.81%增加 15.56PCT，同时高于 2022 年同期的 19.60%，但小幅低于疫情前 2019 年同期的 30.41%。从开工率方面看，截至三季度末，我们跟踪的“化工行业指数-开工率”的平均值为 68.50%，较三季度初的 65.27%增加 3.23PCT，同时高于 2022 年同期的 65.55%及 2019 年同期的 65.77%，体现了在库存降低、需求恢复预期下企业的小幅补库选择。
- 分版块看，2023 年第三季度：
 - 1) 营收：环比增长幅度前五名的行业依次是煤化工、轮胎、原油、钛白粉、化纤，环比变化幅度分别为+14.7%、+11.9%、+9.1%、+9.0%、+8.2%；后五名的行业依次是农药、氯碱、维生素、天然气、动力煤，环比变化幅度分别为-17.0%、-11.4%、-3.6%、-1.9%、-1.3%、-1.0%。其中，煤化工和原油板块受益于产品价格的上涨明显，轮胎板块则受益于出口订单的高景气及企业新投产产能的逐步释放；降幅较大的行业则跟产品价格的下跌相关。
 - 2) 毛利率：环比增长幅度前五名的行业依次是煤化工、纯碱、磷化工、石化、轮胎，环比变化幅度分别为+4.0 PCT、+3.7 PCT、+2.4 PCT、+2.0 PCT、+1.8 PCT；后五名的行业依次是氟化工、硅化工、农药、焦煤、化肥，环比变化幅度分别为-3.5 PCT、-2.3 PCT、-2.2 PCT、-2.0 PCT、-1.9 PCT。
 - 3) 归母净利润：环比增长幅度前五名的行业依次是氯碱、煤化工、石化、轮胎、磷化工，环比变化幅度分别为+250.1%、+133.9%、+94.9%、+42.9%、+28.2%；后五名的行业依次是农药、化肥、维生素、硅化工、氟化工，环比变化幅度分别为-89.9%、-41.7%、-39.3%、-36.1%、-30.0%。其中，氯碱行业主要由于 2023Q2 的基数效应，煤化工、石化、磷化工板块则受益于产品价格的上涨叠加成本端的下降，轮胎板块主要由于原材料成本下降及出口旺盛带来结构性的改善。
- 需求淡季，静待周期共振复苏。随着 2023Q4 进入化工品需求淡季，我们看到化工品价格回调压力较大，而同时地缘政治带来了资源品上行风险，预计 2023Q4 化工中游利润压力较大。截至 11 月 4 日，我们跟踪的化工行业指数-价格和化工行业指数-价差百分位分别为 33.90%和 16.38%，较三季度末分别减少 5.96PCT 和 9.99PCT；行业平均开工率从三季度末的 68.50%小幅下滑至 68.02%，库存百分位则从三季度末的 64.14%提高到 84.71%，库存的提升反映了需求侧的相对平淡。站在当下，我们认为化工品的趋势性行情尚未启动，确认库存周期需要两个条件：国内政策持续+美国补库同时进行，目前建议重点观察 2024Q2 的窗口期。周期启动前，建议布局下游制品端受益于成本弱化的行业，包括轮胎、化纤、复合肥、农药制剂、改性塑料、板材制品等板块；周期启动时，龙头有望率先迎来盈利和估值的双击，建议关注华鲁恒升、卫星化学、宝丰能源等有较大增量的一线标的；周期运行后，看好上游再通胀，关注中海油、广汇能源、亚钾国际、云天化。
- 风险提示：安全事故影响开工；技术路线快速迭代；逆全球化背景下的产业脱钩。

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：杨晖

邮箱：yanghui@hcyjs.com
执业编号：S0360522050001

证券分析师：郑轶

邮箱：zhengyi@hcyjs.com
执业编号：S0360522100004

证券分析师：王鲜俐

邮箱：wangxianli@hcyjs.com
执业编号：S0360522080004

联系人：侯星宇

邮箱：houxingyu@hcyjs.com

联系人：王家怡

邮箱：wangjiayi@hcyjs.com

联系人：吴宇

邮箱：wuyu1@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	475	0.06
总市值(亿元)	43,541.22	4.87
流通市值(亿元)	35,179.64	5.08

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-0.0%	-7.1%	-19.3%
相对表现	2.1%	4.0%	-15.6%



相关研究报告

《基础化工行业周报(20231030-20231105)：化工品盈利下行，淡季累库》

2023-11-06

《能源周报(20231030-20231105)：冬季供暖季节在即，美国天然气价格大幅上涨》

2023-11-06

《化工新材料行业周报(20231030-20231105)：本周苏氨酸价格上行，缬氨酸价格下行》

2023-11-06

目 录

一、能源化工行业三季度报总结	6
二、各版块 2023 年三季度业绩分析	9
（一）轮胎：海外需求旺盛，原材料边际下行，企业盈利修复明显	9
（二）磷化工：三季度磷肥需求恢复，行业价格价差指数触底回升	11
（三）化肥：三季度秋肥需求拉动，行业开工维持高位	14
（四）农药：库存去化持续推进，部分产品价格开始修复	16
（五）煤化工：三季度原料煤成本下行，产品价格价差同迎修复	20
（六）氯碱：终端需求低迷，盈利持续磨底	22
（七）纯碱：供需阶段性错位，三季度纯碱价格快速上行	24
（八）聚氨酯：检修旺季影响产量，三季度 MDI 价格回升	26
（九）石化：库存收益增厚利润，三季度石化板块景气回升	29
（十）化纤：三季度成本驱动化纤价格上行，价差基本持平	32
（十一）氟化工：Q3 产业利润集中在萤石环节，制冷剂利润环比下滑	36
（十二）硅化工：Q3 产业链总体利润同环比下滑，硅基新材料业绩平稳	39
（十三）钛白粉：Q3 钛白粉景气上行，板块业绩同环比均增长	41
（十四）食品及饲料添加剂：周期磨底盈利承压，静待复苏	42
1、维生素：生猪养殖持续亏损，需求悲观打压价格	42
2、甜味剂：产能扩张需求降速，被动累库价格下行	44
（十五）原油：沙特减产推动油价上行，巴以冲突带来风险溢价	47
（十六）天然气：高库存不改气源紧张形势，三季度海外气价企稳上行	49
（十七）动力煤：全年煤价中枢下移，9 月煤价触底反弹	51
（十八）焦煤：下游刚需兑现，焦煤价格持续修复	53
三、风险提示	56

图表目录

图表 1	华创化工行业指数变化情况	6
图表 2	华创化工行业价格价差百分位变化情况	6
图表 3	华创化工行业库存百分位及平均开工率变化情况	7
图表 4	能源化工各版块 2023 年三季度业绩汇总	8
图表 5	轮胎板块 2023Q3 营收及归母净利润表现	9
图表 6	轮胎板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现	9
图表 7	国内机动小客车用轮胎出口量变化	10
图表 8	国内客车及货运车辆用轮胎出口量变化	10
图表 9	国内主要非公路轮胎出口量变化	10
图表 10	轮胎原材料指数变化	10
图表 11	磷化工板块 2023Q3 营收及归母净利润表现	11
图表 12	磷化工板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现	12
图表 13	磷化工价格价差分位数变化	13
图表 14	磷化工库存分位数及平均开工率变化	13
图表 15	化肥板块 2023Q3 营收及归母净利润表现	14
图表 16	化肥板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现	15
图表 17	化肥价格价差分位数变化	16
图表 18	化肥库存分位数及平均开工率变化	16
图表 19	农药板块 2023Q3 营收及归母净利润表现	17
图表 20	农药板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现	18
图表 21	农药价格分位数走势	19
图表 22	农药库存分位数走势	19
图表 23	煤化工板块 2023Q3 营收及归母净利润表现	20
图表 24	煤化工板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现	20
图表 25	煤化工价格价差分位数变化	21
图表 26	煤化工库存分位数及平均开工率变化	21
图表 27	氯碱板块 2023Q3 营收及归母净利润表现	22
图表 28	氯碱板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现	22
图表 29	氯碱价格价差分位数变化	23
图表 30	氯碱库存分位数及平均开工率变化	23
图表 31	纯碱板块 2023Q3 营收及归母净利润表现	24
图表 32	纯碱板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现	24
图表 33	联碱法价差（元/吨）	25

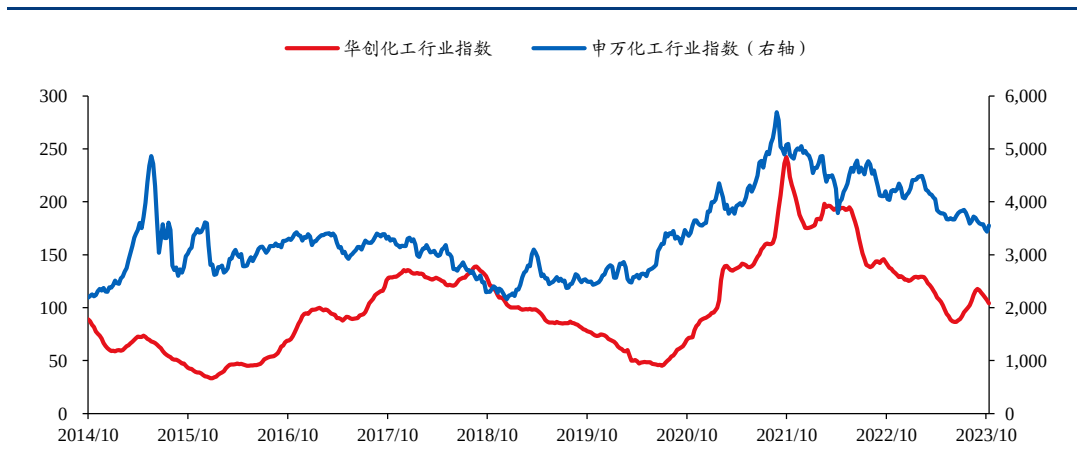
图表 34	下游玻璃产能（万吨/天）	25
图表 35	纯碱行业库存（万吨）	25
图表 36	纯碱行业开工率	25
图表 37	聚氨酯板块 2023Q3 营收及归母净利润表现	26
图表 38	聚氨酯板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现	26
图表 39	MDI 价差（元/吨）	27
图表 40	MDI 价格及价差分位	27
图表 41	MDI 行业库存（万吨）	27
图表 42	MDI 行业开工率	27
图表 43	TDI 价差（元/吨）	28
图表 44	TDI 价格及价差分位	28
图表 45	TDI 行业库存（万吨）	28
图表 46	TDI 行业开工率	28
图表 47	石化板块 2023Q3 营收及归母净利润表现	29
图表 48	石化板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现	29
图表 49	石化价差分位	31
图表 50	PX 价差（美元/吨）	31
图表 51	乙烯价差（美元/吨）	31
图表 52	汽油价差（元/吨）	31
图表 53	化纤板块 2023Q3 营收及归母净利润表现	32
图表 54	化纤板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现	33
图表 55	化纤价格价差分位数变化	35
图表 56	化纤库存分位数及平均开工率变化	35
图表 57	23 年 1-9 月国内纺服零售额累计同比增长 7.1%	35
图表 58	欧、美、日纺服进口额同比负增长	35
图表 59	氟化工板块 2023Q3 营收及归母净利润表现	36
图表 60	氟化工板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现	37
图表 61	当前氟化工板块价格分位数 35%，价差分位数 26%	38
图表 62	当前氟化工板块库存天数分位数 47%，开工率指数 58%	38
图表 63	硅化工板块 2023Q3 营收及归母净利润表现	39
图表 64	硅化工板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现	40
图表 65	当前硅化工板块价格/价差分位数 19%/15%	40
图表 66	当前硅化工库存分位 30%，开工率指数 69%	40
图表 67	钛白粉板块 2023Q3 营收及归母净利润表现	41
图表 68	钛白粉板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现	41

图表 69	当前钛白粉板块价格分位数 52.7%，价差分位数 64.2%.....	42
图表 70	当前钛白粉行业库存分位数 54.2%，开工率 84%.....	42
图表 71	维生素板块 2023Q3 营收及归母净利润表现	43
图表 72	维生素板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现.....	43
图表 73	维生素价格指数走势	44
图表 74	维生素 A/E 价格走势	44
图表 75	生猪盈利走势	44
图表 76	母猪存栏量走势	44
图表 77	甜味剂板块 2023Q3 营收及归母净利润表现	45
图表 78	甜味剂板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现.....	45
图表 79	三氯蔗糖、安赛蜜价格走势	46
图表 80	三氯蔗糖、安赛蜜库存走势	46
图表 81	原油板块 2023Q3 营收及归母净利润表现	47
图表 82	原油板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现	47
图表 83	2023 年原油价格走势	48
图表 84	天然气板块 2023Q3 营收及归母净利润表现	49
图表 85	天然气板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现.....	49
图表 86	美国天然气库存（Bcf）	50
图表 87	欧洲天然气库存（Bcf）	50
图表 88	海外天然气价格（美元/百万英热）	50
图表 89	美国天然气价格预测（美元/百万英热）	50
图表 90	动力煤板块 2023Q3 营收及归母净利润表现	51
图表 91	动力煤板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现.....	51
图表 92	秦皇岛 Q5500 价格（元/吨）	52
图表 93	进口海外动力煤价格（元/吨）	52
图表 94	焦煤板块 2023Q3 营收及归母净利润表现	53
图表 95	动力煤板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现.....	54
图表 96	炼焦煤市场价（山西主焦煤，元/吨）	55
图表 97	Q3 炼焦煤重点数据回溯	55

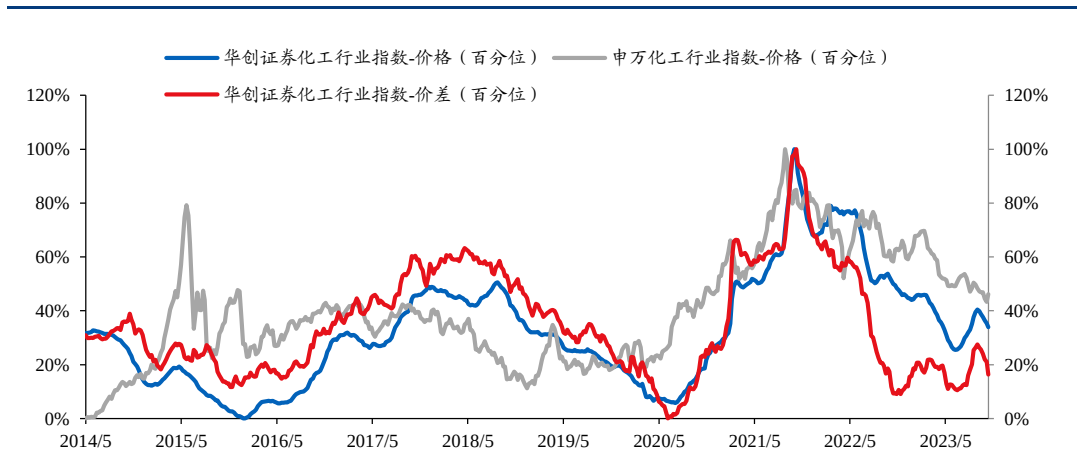
一、能源化工行业三季度报总结

2023 年三季度，化工品价格在原油上行带动、金九银十预期、汇率影响、期现联动、小幅补库等因素的影响下，出现了一定上行。从我们跟踪的“化工行业指数-价格”的分位数看，截至三季度末化工行业价格历史分位数为 39.86%，较三季度初的 25.46%增加 14.40PCT，但明显低于 2022 年同期的 52.21%，同时高于疫情前 2019 年同期的 23.54%。同时，受益于煤炭价格及如磷矿等上游资源品价格的边际下行，三季度化工行业价差出现一定修复。截至三季度末，我们跟踪的“化工行业指数-价差”历史分位数为 26.37%，较三季度初的 10.81%增加 15.56PCT，同时高于 2022 年同期的 19.60%，但小幅低于疫情前 2019 年同期的 30.41%。从开工率看，截至三季度末，我们跟踪的“化工行业指数-开工率”的平均值为 68.50%，较三季度初的 65.27%增加 3.23PCT，同时高于 2022 年同期的 65.55%及 2019 年同期的 65.77%，体现了在库存降低、需求恢复预期下企业的小幅补库选择。

图表 1 华创化工行业指数变化情况



图表 2 华创化工行业价格价差百分位变化情况



图表 3 华创化工行业库存百分位及平均开工率变化情况


资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

分版块看，2023 年第三季度：

1) 营收：环比增长幅度前五名的行业依次是煤化工、轮胎、原油、钛白粉、化纤，环比变化幅度分别为+14.7%、+11.9%、+9.1%、+9.0%、+8.2%；后五名的行业依次是农药、氯碱、维生素、天然气、动力煤，环比变化幅度分别为-17.0%、-11.4%、-3.6%、-1.9%、-1.3%。其中，煤化工和原油板块受益于产品价格的上涨明显，轮胎板块则受益于出口订单的高景气及企业新投建产能的逐步释放；降幅较大的行业则跟产品价格的下跌相关。

2) 归母净利润：环比增长幅度前五名的行业依次是氯碱、煤化工、石化、轮胎、磷化工，环比变化幅度分别为+250.1%、+133.9%、+94.9%、+42.9%、+28.2%；后五名的行业依次是农药、化肥、维生素、硅化工、氟化工，环比变化幅度分别为-89.9%、-41.7%、-39.3%、-36.1%、-30.0%。其中，氯碱行业主要由于 2023Q2 的基数效应，煤化工、石化、磷化工板块则受益于产品价格的上涨叠加成本端的下降，轮胎板块主要由于原材料成本下降及出口旺盛带来结构性的改善。

3) 毛利率：环比增长幅度前五名的行业依次是煤化工、纯碱、磷化工、石化、轮胎，环比变化幅度分别为+4.0 PCT、+3.7 PCT、+2.4 PCT、+2.0 PCT、+1.8 PCT；后五名的行业依次是氟化工、硅化工、农药、焦煤、化肥，环比变化幅度分别为-3.5 PCT、-2.3 PCT、-2.2 PCT、-2.0 PCT、-1.9 PCT。

4) 销售净利率：环比增长幅度前五名的行业依次是煤化工、纯碱、磷化工、氯碱、轮胎，环比变化幅度分别为+4.3 PCT、+2.5 PCT、+2.3 PCT、+2.1 PCT、+1.3 PCT；后五名的行业依次是天然气、农药、甜味剂、氟化工、硅化工、维生素（后三者并列），环比变化幅度分别为-10.1 PCT、-7.8 PCT、-4.2 PCT、-3.6 PCT、-3.6 PCT、-3.6 PCT。

图表 4 能源化工各版块 2023 年三季度业绩汇总

板块	营业收入 (亿元)	同比	环比	归母净利润 (亿元)	同比	环比	毛利率	同比(PCT)	环比(PCT)	销售净利率	同比(PCT)	环比(PCT)
轮胎	369.0	17.5%	11.9%	32.8	227.7%	42.9%	20.5%	7.4	1.8	9.4%	6.5	1.3
磷化工	490.8	2.5%	5.0%	26.1	-51.8%	28.2%	13.6%	-9.1	2.4	5.4%	-7	2.3
化肥	459.4	12.9%	5.2%	27.9	-44.1%	-41.7%	17.7%	-6.2	-1.9	7.0%	-2	-1.4
农药	307.9	-29.3%	-17.0%	2.0	-94.7%	-89.9%	21.3%	-5.5	-2.2	-3.1%	-10.3	-7.8
煤化工	428.5	4.8%	14.7%	41.1	49.3%	133.9%	17.5%	3.6	4.0	9.0%	2.7	4.3
氯碱	344.9	-11.9%	-11.4%	5.8	-69.5%	250.1%	10.3%	-3	1.4	-1.0%	-5.6	2.1
纯碱	209.0	-8.1%	0.5%	19.9	-35.6%	15.3%	27.7%	-1.7	3.7	13.0%	-3.7	2.5
聚氨酯	501.8	10.7%	0.3%	44.5	33.3%	-5.3%	15.7%	4.2	1.4	6.4%	2.7	1.1
石化	3000.9	15.6%	4.4%	69.5	326.6%	94.9%	13.6%	7.2	2.0	3.3%	3	0.8
化纤	1171.8	5.5%	8.2%	28.4	4475.9%	3.9%	13.9%	0.1	0.0	3.9%	0.5	-2.2
氟化工	154.2	-2.5%	7.1%	7.3	-56.7%	-30.0%	16.8%	-6.6	-3.5	4.3%	-7.3	-3.6
硅化工	153.7	4.6%	7.8%	7.0	-69.1%	-36.1%	1810.0%	-11.4	-2.3	7.5%	-10.8	-3.6
钛白粉	125.0	17.7%	9.0%	12.9	6.4%	17.5%	17.2%	-2.8	-1.6	8.6%	-2.2	-0.6
维生素	146.3	-1.7%	-3.6%	10.0	-26.4%	-39.3%	34.4%	-1.1	-1.5	7.1%	-1.4	-3.6
甜味剂	43.2	-9.6%	5.4%	3.0	-63.8%	-23.9%	17.8%	-4.4	-0.1	7.7%	-10.2	-4.2
原油	17932.8	0.1%	9.1%	981.1	11.6%	11.1%	28.5%	-0.2	-1.3	12.8%	-0.7	-1.2
天然气	524.3	-8.8%	-1.9%	22.4	-58.8%	-9.0%	20.2%	-7.3	-1.4	11.3%	-12.2	-10.1
动力煤	2695.2	-11.6%	-1.3%	348.6	-21.7%	1.6%	31.3%	-3.4	0.8	17.1%	-2.6	0.6
焦煤	837.0	-14.4%	-1.0%	86.4	-42.6%	-18.6%	30.2%	-3.8	-2.0	11.5%	-4.9	-2.2

资料来源：Wind，华创证券

注：选取标的公司范围，请见后文分版块部分

需求淡季，静待周期共振复苏。随着 2023Q4 进入化工品需求淡季，我们看到化工品价格回调压力较大，而同时地缘政治带来了资源品上行风险，预计 2023Q4 化工中游利润压力较大。截至 11 月 4 日，我们跟踪的化工行业指数-价格和化工行业指数-价差百分位分别为 33.90%和 16.38%，较三季度末分别减少 5.96PCT 和 9.99PCT；行业平均开工率从三季度末的 68.50%小幅下滑至 68.02%，库存百分位则从三季度末的 64.14%提高到 84.71%，库存的提升反映了需求侧的相对平淡。站在当下，我们认为化工品的趋势性行情尚未启动，确认库存周期需要两个条件：国内政策持续+美国补库同时进行，目前建议重点观察 2024Q2 的窗口期。周期启动前，建议布局下游制品端受益于成本弱化的行业，包括轮胎、化纤、复合肥、农药制剂、改性塑料、板材制品等板块；周期启动时，龙头有望率先迎来盈利和估值的双击，建议关注华鲁恒升、卫星化学、宝丰能源等有较大增量的一线标的；周期运行后，看好上游再通胀，关注中海油、广汇能源、亚钾国际、云天化。

二、各版块 2023 年三季度业绩分析

（一）轮胎：海外需求旺盛，原材料边际下行，企业盈利修复明显

2023 年第三季度轮胎板块上市公司合计实现营收 368.98 亿元，同比+17.5%，环比+11.9%；实现归母净利润 32.77 亿元，同比+227.7%，环比+42.9%。平均毛利率为 20.5%，同比+7.4PCT，环比+1.8PCT；平均销售净利率为 9.4%，同比+6.5PCT，环比+1.3PCT。

图表 5 轮胎板块 2023Q3 营收及归母净利润表现

代码	公司	营业收入 (亿元)	同比	环比	归母净利润 (亿元)	同比	环比
601966.SH	玲珑轮胎	52.93	21.0%	9.1%	3.99	278.0%	14.8%
601058.SH	赛轮轮胎	73.81	18.6%	17.9%	9.80	179.8%	41.8%
002984.SZ	森麒麟	22.05	38.6%	17.4%	3.87	110.1%	8.7%
000589.SZ	贵州轮胎	25.96	12.8%	6.2%	2.89	202.8%	16.9%
601163.SH	三角轮胎	26.75	5.8%	-2.3%	4.50	77.6%	19.5%
601500.SH	通用股份	14.39	25.0%	20.7%	1.01	2064.3%	114.2%
600469.SH	风神股份	14.79	9.5%	-1.5%	1.12	112.5%	-6.3%
000599.SZ	青岛双星	12.32	12.0%	5.8%	-0.53	66.6%	-75.2%
600623.SH	华谊集团	114.61	16.3%	15.0%	5.52	413.4%	449.8%
600182.SH	S 佳通	11.38	23.6%	17.2%	0.63	800.6%	55.1%
合计	轮胎	368.98	17.5%	11.9%	32.77	227.7%	42.9%

资料来源：Wind，华创证券

注：板块营收及净利润取合计值；标的选择：SW 轮胎（剔除 ST）

图表 6 轮胎板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现

代码	公司	毛利率	同比(PCT)	环比(PCT)	销售净利率	同比(PCT)	环比(PCT)
601966.SH	玲珑轮胎	22.9%	8.7	4.3	7.5%	5.1	0.4
601058.SH	赛轮轮胎	27.8%	10.2	0.7	13.8%	7.6	2.3
002984.SZ	森麒麟	27.5%	7.9	5.1	17.6%	6.0	-1.4
000589.SZ	贵州轮胎	23.8%	7.0	0.4	11.3%	7.1	1.1
601163.SH	三角轮胎	24.3%	8.6	2.5	16.8%	6.8	3.1
601500.SH	通用股份	15.9%	5.2	1.4	7.0%	6.6	3.1
600469.SH	风神股份	21.9%	4.3	2.7	7.5%	3.7	-0.4
000599.SZ	青岛双星	7.9%	4.8	-3.6	-5.2%	9.1	-1.9
600623.SH	华谊集团	10.0%	5.3	1.4	6.5%	3.2	3.9
600182.SH	S 佳通	22.8%	12.1	3.5	11.0%	9.3	2.6
平均	轮胎	20.5%	7.4	1.8	9.4%	6.5	1.3

资料来源：Wind，华创证券

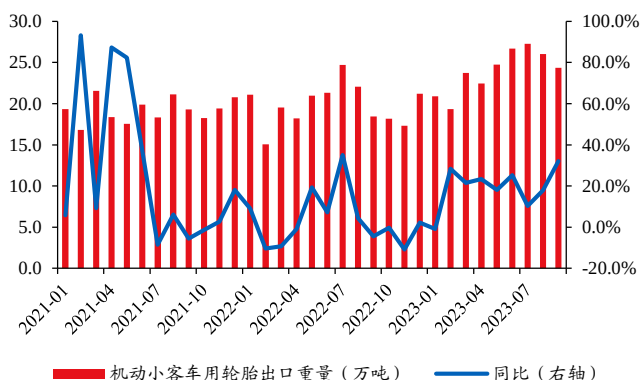
注：板块毛利率及净利率取平均值；标的选择：SW 轮胎（剔除 ST）

从各公司业绩表现看，10 家上市公司均实现收入端的同比上涨，其中有 8 家实现了营收的环比提升；除青岛双星外，各企业均实现毛利率的同、环比增长，盈利能力稳步提升；

从归母净利润层面，除青岛双星三季度亏损外，其余 9 家上市公司均实现盈利，但利润率水平的分化较为明显。如赛轮轮胎、森麒麟 Q3 毛利率均超过 27%，而尾部企业毛利率则不足 10%。我们认为业绩的分化主要来自于各企业市场结构及产品结构的不同。三季度除原材料成本实现正向贡献外，出口景气旺盛叠加汇兑正收益，相对利好出口端占比及零售端占比较高的企业。此外，非公路轮胎在 Q3 依旧延续了高景气和高盈利能力，相关企业也因此受益。

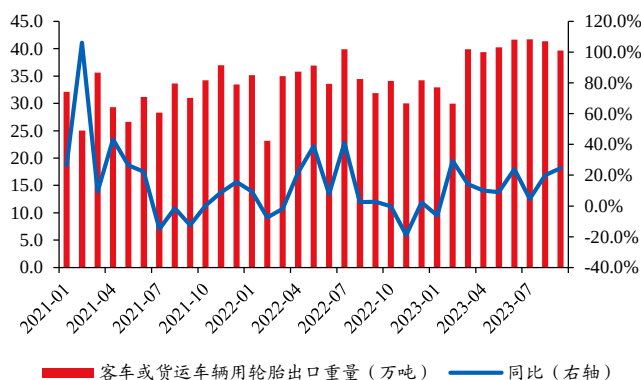
复盘轮胎行业三季度表现: 1) 需求端，国内乘用车轮胎及商用车轮胎的三季度出口旺盛，单月出口量创 2021 年以来新高，同时非公路轮胎的出口延续了同比的高增长。出口端的高景气主要来自于海运费下降及海外去库存结束后，国产轮胎的高性价比回归，在海外因高油价致使的通胀背景下，替代外资效应明显。2) 成本端，2023 年初以来轮胎原材料综合成本下行明显，其中天然橡胶价格受供需影响降幅较大，合成橡胶和炭黑震荡下行。尽管 9 月以来受到上游成本支撑+橡胶期货影响+需求端高景气致使上游原材料出现较大幅度的上涨，但其在三季度业绩中体现较小，同时企业已通过以国内市场为主的提价进行了部分传导。

图表 7 国内机动小客车用轮胎出口量变化



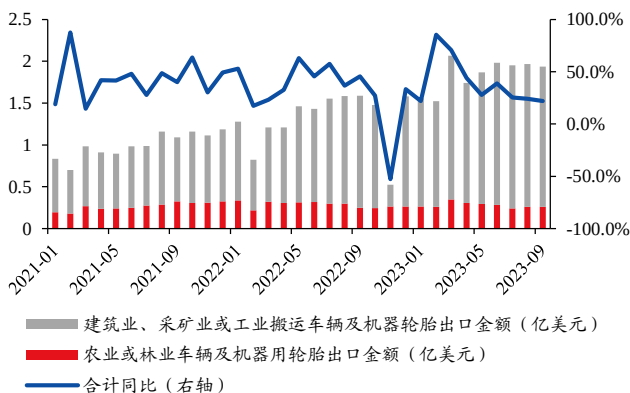
资料来源: Wind, 华创证券

图表 8 国内客车及货运车辆用轮胎出口量变化



资料来源: Wind, 华创证券

图表 9 国内主要非公路轮胎出口量变化



资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 轮胎原材料指数变化



资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

重点公司方面:

1) 玲珑轮胎: 公司 2023Q3 实现营收 52.93 亿元，同比/环比+21.0%/+9.1%；实现归母净

利润 3.99 亿元，同比/环比+278.0%/+14.8%。公司业绩自去年四季度起持续修复。受益于国内经济活动恢复+海外市场去库存后国产轮胎需求旺盛，公司轮胎产销量逐季度稳步提升，2023Q3 公司实现轮胎生产/销售 2060.73/1936.15 万条，同比+21.1%/+16.5%，环比+6.0%/+0.5%。此外，三季度公司持续进行配套市场的结构调整，同时海外市场需求提升，塞尔维亚全钢胎产品实现放量，拉动了公司单胎均价的上行。同时三季度市场结构及产品结构的调整，叠加开工率提升带来的固定成本摊销降低，推动公司盈利能力修复。

2) 赛轮轮胎：公司 2023Q3 实现营收 73.81 亿元，同比/环比+18.6%/+17.9%；实现归母净利润 9.80 亿元，同比/环比+179.8%/+41.8%。三季度公司归母净利率达到 13.3%，创历史单季度新高。公司产销量逐季度稳步提升，2023Q3 公司实现轮胎生产/销售 1633.88/1574.27 万条，同比+59.7%/+29.2%，环比+15.4%/+16.0%。7 月，公司披露员工持股计划，确立了三年（至 2025 年）业绩近翻倍（较 2022 年）的目标，进一步将员工利益与公司利益相绑定。同时，伴随三季报公司披露了柬埔寨工厂的进一步扩产计划（600 万条半钢胎），有助于进一步增强公司应对国际贸易壁垒的能力，扩大市场占有率。

3) 森麒麟：公司 2023Q3 实现营收 22.05 亿元，同比/环比+38.6%/+17.4%；实现归母净利润 3.87 亿元，同比/环比+110.1%/+8.7%。三季度公司收入端的环比增长主要来自于旺盛需求背景下产能利用率的提升。在海运费触底、海外经销商去库达尾声的背景下，公司出口订单旺盛，叠加泰国二期产能爬坡放量，公司营业收入创季度新高。同时，泰国二期产能利用率的提高和原材料成本下行，同步拉动了公司毛利率的上涨，23Q3 公司实现毛利率 27.53%，环比增加 5.08PCT。

4) 贵州轮胎：公司 2023Q3 实现营收 25.96 亿元，同比/环比+12.8%/+6.2%；实现归母净利润 2.89 亿元，同比/环比+202.8%/+16.9%。23Q3 公司毛利率及净利润的环比提升主要来自于：1) 越南工厂自 Q2 以来产能利用率一直处于较好水平；2) 公司的工程子午胎、巨胎等高附加值产品比重上升，利润贡献突出；3) 人民币贬值在一定程度上对公司出口业务产生积极影响。23Q3 公司 ROE/ROA 分别为 4.29%/1.71%，环比+0.47pct/+0.19pct，均为 2021 年以来单季度新高，公司资产回报率伴随海外工厂的放量稳步提升。

（二）磷化工：三季度磷肥需求恢复，行业价格价差指数触底回升

2023 年第三季度磷化工板块上市公司合计实现营收 490.81 亿元，同比+2.5%，环比+5.0%；实现归母净利润 26.08 亿元，同比-51.8%，环比+28.2%。平均毛利率为 13.6%，同比-9.1PCT，环比+2.4PCT；平均销售净利率为 5.4%，同比-7.0PCT，环比+2.3PCT。

图表 11 磷化工板块 2023Q3 营收及归母净利润表现

代码	公司	营业收入（亿元）	同比	环比	归母净利润（亿元）	同比	环比
600096.SH	云天化	180.84	-8.8%	-6.5%	10.27	-38.3%	-7.1%
600141.SH	兴发集团	83.18	10.1%	18.2%	3.25	-74.2%	104.2%
000422.SZ	湖北宜化	46.07	-8.9%	5.3%	1.38	-71.7%	326.3%
002312.SZ	川发龙蟒	17.93	-18.8%	8.0%	0.93	-71.4%	14.3%
002895.SZ	川恒股份	11.92	37.1%	35.2%	2.18	-0.2%	89.8%
300505.SZ	川金诺	7.82	9.5%	27.8%	-0.72	-184.1%	-83.1%
000902.SZ	新洋丰	38.36	44.0%	5.6%	3.00	7.1%	6.8%
002539.SZ	云图控股	53.94	40.7%	6.3%	2.03	-35.3%	29.2%

600331.SH	宏达股份	7.87	89.1%	27.5%	-0.02	87.0%	96.8%
600470.SH	六国化工	19.44	13.9%	7.5%	-0.24	-479.9%	-1045.6%
603077.SH	和邦生物	23.44	-22.2%	38.2%	4.03	-49.2%	83.0%
合计	磷化工	490.81	2.5%	5.0%	26.08	-51.8%	28.2%

资料来源：Wind，华创证券

注：板块营收及净利润取合计值；标的选择：SW 磷肥及磷化工（剔除 ST）

图表 12 磷化工板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现

代码	公司	毛利率	同比(PCT)	环比(PCT)	销售净利率	同比(PCT)	环比(PCT)
600096.SH	云天化	12.2%	-3.6	-0.9	6.2%	-3.4	-1.2
600141.SH	兴发集团	12.6%	-19.8	1.5	4.2%	-15.0	1.9
000422.SZ	湖北宜化	12.6%	-2.1	2.5	5.7%	-6.2	3.7
002312.SZ	川发龙蟒	13.8%	-12.6	-1.6	5.2%	-9.5	0.2
002895.SZ	川恒股份	39.9%	-11.8	7.8	19.4%	-7.0	6.2
300505.SZ	川金诺	-4.1%	-23.4	1.3	-9.6%	-22.3	-2.6
000902.SZ	新洋丰	14.3%	-4.2	0.4	7.9%	-2.9	0.1
002539.SZ	云图控股	11.0%	-8.3	1.2	3.5%	-4.6	0.5
600331.SH	宏达股份	6.6%	5.4	8.4	-0.3%	4.2	11.9
600470.SH	六国化工	5.8%	-5.1	0.8	-0.4%	-1.5	-0.3
603077.SH	和邦生物	24.8%	-14.2	4.8	17.5%	-8.8	4.5
平均	磷化工	13.6%	-9.1	2.4	5.4%	-7.0	2.3

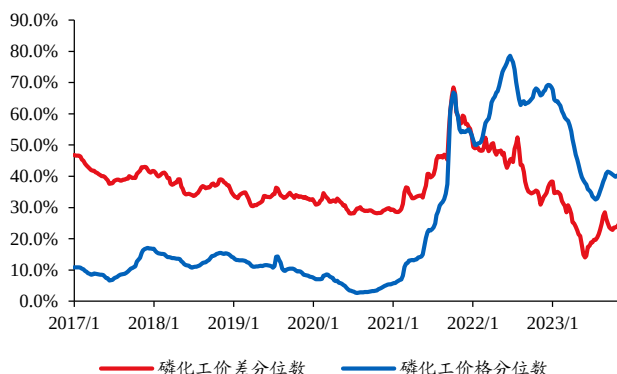
资料来源：Wind，华创证券

注：板块毛利率及净利率取平均值；标的选择：SW 磷肥及磷化工（剔除 ST）

从各公司业绩表现看，统计范围内的上市公司营收端大都实现环比的增长，主要得益于磷肥、黄磷、磷酸盐等产品价格在第三季度的环比上行；盈利方面，由于三季度磷矿石价格的上涨幅度弱于终端产品，故磷化工板块价差企稳回升，进而绝大多数企业实现了毛利率和净利率的环比提升。从绝对数字看，云天化的营收及利润体量显著领先于同行，盈利能力小幅下滑或主要来自于收入及利润确认的滞后性；川恒股份单三季度则实现 39.9%的毛利率和 19.4%的销售净利率，盈利能力为板块领先，且环比修复显著。

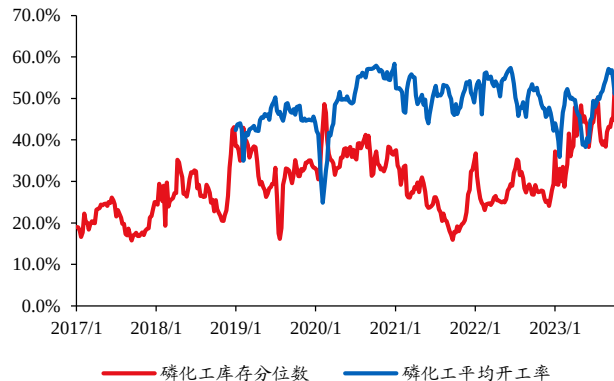
复盘磷化工行业基本面表现：当前（截止 2023.11.4，下同）磷化工行业价格/价差分位数分别为 40.6%/24.6%；库存分位数为 53.7%；平均开工率为 50.8%。今年以来，磷化工板块主要受到需求端的较大拖累，传统产品如磷酸一铵、磷酸二铵、热法磷酸、黄磷等需求不振，新兴产品如磷酸铁因新能源补贴退坡需求快速下滑、叠加行业扩产较多故而价格大幅下滑。而上游原材料如合成氨、硫磺同样随大宗价格回落，磷矿相对坚挺但在二季度末至三季度初也随需求不振有所回落，故而成本支撑的减弱与需求的疲软相互影响，行业库存累积，价格价差快速下行。单看三季度，自 8 月中旬以来，伴随化肥端需求恢复，磷肥价格企稳上行，同时拉动磷矿需求回暖、价格上行并给予成本端支撑，行业价格分位数触底回暖。从产品价格看，磷酸一铵、磷酸二铵、热法磷酸、黄磷、饲料级磷酸氢钙等主要磷化工产品近一个季度均实现价格价差的显著修复。

图表 13 磷化工价格价差分位数变化



资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 14 磷化工库存分位数及平均开工率变化



资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

重点公司方面:

1) 兴发集团: 公司 2023Q3 实现营收 83.18 亿元, 同比/环比+10.1%/+18.2%; 实现归母净利润 3.25 亿元, 同比/环比-74.2%/+104.2%。分产品看, 1) 草甘膦需求仍较为平淡, 拜耳事故短期造成价格拉涨后目前回落至 2.9-3 万元/吨, 处于当前供需格局下相对合理价格。2) 化肥、黄磷、磷矿石 Q3 销量及收入贡献均环比增长, 在 6-7 月需求较弱背景下行业库存快速去化, 但随着秋肥季到来磷化工产品需求逐步回暖, 经销商采购情绪缓解, 公司产品销售顺畅、盈利同步修复。3) 湿电子化学品 Q3 销量虽环比下滑、但收入增长; 特种化学品销量相对稳定, 收入贡献小幅下滑。此外, 今年 9 月公司公告其 20 万吨磷酸铁项目一期 10 万吨已全面投产。10 月公司收购印尼埃莫克公司 70% 的股权, 后者深耕印尼百草枯以及草甘膦水剂业务。当前, 公司正处于传统化工向新材料、新能源转型升级的重要阶段, 在国内推动磷化剂、有机硅微胶囊、光伏胶等一批高值产品陆续投产; 在海外, 公司则收购了第一家生产型企业, 有望逐步扩大公司在海外市场的影响力。

2) 湖北宜化: 公司 2023Q3 实现营收 46.07 亿元, 同比/环比-8.9%/+5.3%; 实现归母净利润 1.38 亿元, 同比/环比-71.7%/+326.3%。三季度公司主营产品表现呈现出阶段性分化, 6-7 月受到需求拖累, PVC、磷铵行业累库明显, 叠加上游资源品煤、油价格高位回落进而成本支撑减弱, 产品价格下滑、单吨盈利触底。自 8 月中上旬以来, 在秋肥季需求释放+出口价格提振下, 磷肥价格企稳上行, 尿素也受到国际市场价格拉动进而上行。在此影响下公司盈利能力呈现持续修复趋势。Q3 公司实现毛利率/销售净利率 12.6%/5.7%, 环比分别+2.5PCT/+3.7PCT。当前, 公司在建工程稳步推进, 田家河园区 55 万吨氨醇项目投产在即, 邦普宜化 30 万吨磷酸铁+20 万吨硫酸镍项目预计年底前建成试运行, 间接参股的江家墩磷矿 150 万吨采矿许可证正在办理中。此外, 今年 8 月公司公告拟投资建设 20 万吨精制磷酸+65 万吨磷铵搬迁升级改造, 在完成技术及产品升级改造的同时, 可与氨醇项目形成有效协同。

3) 云天化: 公司 2023Q3 实现营收 180.84 亿元, 同比/环比-8.8%/-6.5%; 实现归母净利润 10.27 亿元, 同比/环比-38.3%/-7.1%。三季度公司受益于国内化肥市场的触底回升以及国际化肥市场价格的企稳反弹, 主营磷铵、尿素等产品价格均呈现出一定的修复态势, 同时公司化肥产品库存均保持低位, 订单充裕、产销顺畅。同时, 三四季度东南亚市场仍有化肥的采购及补库需求, 对出口市场形成支持, 同时出口政策保持稳定, 公司的出口销量及出口量得到提升, 有望因此受益。磷酸铁方面, 公司一期 10 万吨产能装置已建

成投产，同时持续优化产品品质及成本，二期 20 万吨产能也正在按计划推进。公司以“稳肥增化”为发展基调，持续优化资产负债率，实现稳健、向好发展。

4) 川恒股份：公司 2023Q3 实现营收 11.92 亿元，同比/环比+37.1%/+35.2%；实现归母净利润 2.18 亿元，同比/环比-0.2%/+89.8%。三季度公司实现毛利率/销售净利率 39.9%/19.4%，环比分别+7.8PCT/+6.2PCT，环比修复明显，我们认为主要得益于主营产品磷酸、磷酸一铵和磷酸二氢钙的盈利修复，以及高毛利率的磷矿石的销量增加。公司持续完善从磷矿石到磷酸盐产品的磷化工产业链。从中长期看磷矿石价格有望维持坚挺表现，在拉动产业链维持较高景气的时候，公司也有望同时受益于磷矿石产能的提升。公司目前磷矿保有储量合计 5.3 亿吨，现有产能 300 万吨，另有鸡公岭磷矿 250 万吨以及老虎洞磷矿（49%权益）500 万吨磷矿在建。

（三）化肥：三季度秋肥需求拉动，行业开工维持高位

2023 年第三季度化肥板块上市公司合计实现营收 459.39 亿元，同比+12.9%，环比+5.2%；实现归母净利润 27.93 亿元，同比-44.1%，环比-41.7%。平均毛利率为 17.7%，同比-6.2PCT，环比-1.9PCT；平均销售净利率为 7.0%，同比-2.0PCT，环比-1.4PCT。

图表 15 化肥板块 2023Q3 营收及归母净利润表现

代码	公司	营业收入（亿元）	同比	环比	归母净利润（亿元）	同比	环比
600426.SH	华鲁恒升	69.87	7.9%	10.8%	12.18	18.8%	31.2%
000422.SZ	湖北宜化	46.07	-8.9%	5.3%	1.38	-71.7%	326.3%
000731.SZ	四川美丰	9.85	2.2%	-2.9%	0.74	-8.9%	-13.4%
000912.SZ	泸天化	15.66	24.3%	6.7%	0.82	1768.8%	524.0%
600227.SH	赤天化	5.83	6.1%	-1.2%	-0.87	31.3%	29.6%
600423.SH	柳化股份	0.37	-6.7%	36.9%	0.09	401.3%	4103.9%
600691.SH	阳煤化工	37.62	-4.5%	13.3%	-0.15	59.1%	93.6%
000792.SZ	盐湖股份	58.34	-6.5%	11.2%	5.02	-82.8%	-82.5%
000893.SZ	亚钾国际	8.69	33.8%	-25.5%	2.78	-34.2%	-27.0%
002545.SZ	东方铁塔	10.25	25.6%	15.1%	1.46	-36.4%	-24.5%
000902.SZ	新洋丰	38.36	44.0%	5.6%	3.00	7.1%	6.8%
002170.SZ	芭田股份	9.97	67.8%	37.8%	0.70	755.4%	43.5%
002470.SZ	金正大	20.95	14.6%	7.8%	-3.14	54.8%	-182.3%
002538.SZ	司尔特	13.17	110.6%	57.8%	-0.23	-286.1%	-142.2%
002539.SZ	云图控股	53.94	40.7%	6.3%	2.03	-35.3%	29.2%
002588.SZ	史丹利	23.99	84.4%	11.5%	1.81	221.6%	-2.0%
002999.SZ	天禾股份	33.65	-7.5%	-27.7%	0.05	-29.5%	-87.6%
300387.SZ	富邦股份	2.79	33.4%	24.6%	0.26	65.7%	54.5%
合计	化肥	459.39	12.9%	5.2%	27.93	-44.1%	-41.7%

资料来源：Wind，华创证券

注：板块营收及净利润取合计值；标的选择：SW 氮肥+钾肥+复合肥（剔除 ST）

图表 16 化肥板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现

代码	公司	毛利率	同比(PCT)	环比(PCT)	销售净利率	同比(PCT)	环比(PCT)
600426.SH	华鲁恒升	24.3%	1.0	2.8	17.4%	1.6	2.7
000422.SZ	湖北宜化	12.6%	-2.1	2.5	5.7%	-6.2	3.7
000731.SZ	四川美丰	17.1%	-3.6	-0.1	7.3%	-3.6	-0.7
000912.SZ	泸天化	11.4%	0.7	-2.5	5.3%	5.6	6.6
600227.SH	赤天化	5.0%	3.5	2.0	-15.1%	8.1	6.2
600423.SH	柳化股份	20.3%	-2.5	20.5	24.3%	31.8	23.5
600691.SH	阳煤化工	7.8%	0.8	6.7	-1.2%	-0.1	7.7
000792.SZ	盐湖股份	28.9%	-57.3	-46.2	17.2%	-49.9	-51.2
000893.SZ	亚钾国际	54.7%	-22.3	-4.6	31.6%	-33.2	-0.7
002545.SZ	东方铁塔	25.0%	-17.4	-4.8	14.3%	-13.7	-7.5
000902.SZ	新洋丰	14.3%	-4.2	0.4	7.9%	-2.9	0.1
002170.SZ	芭田股份	20.7%	6.2	-2.2	7.1%	5.7	0.3
002470.SZ	金正大	6.3%	-1.8	-2.8	-15.0%	22.9	-9.3
002538.SZ	司尔特	7.3%	-14.3	-12.8	-1.8%	-3.7	-8.3
002539.SZ	云图控股	11.0%	-8.3	1.2	3.5%	-4.6	0.5
002588.SZ	史丹利	19.5%	8.6	0.2	8.0%	3.8	-0.3
002999.SZ	天禾股份	5.5%	0.2	0.9	0.0%	-0.2	-0.9
300387.SZ	富邦股份	27.3%	1.8	4.6	9.2%	1.7	2.9
平均	化肥	17.7%	-6.2	-1.9	7.0%	-2.0	-1.4

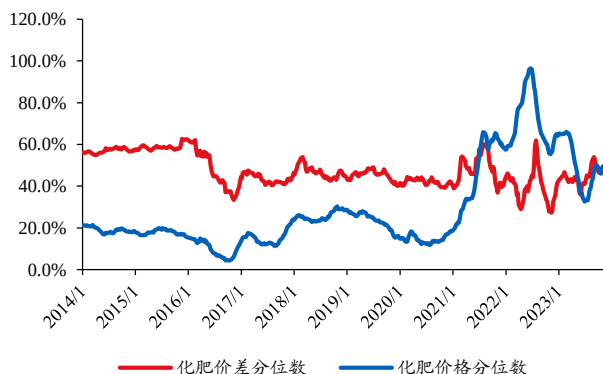
资料来源：Wind，华创证券

注：板块毛利率及净利率取平均值；标的选择：SW 氮肥+钾肥+复合肥（剔除ST）

从各公司业绩表现看，统计范围内的上市公司的收入及利润表现分化较为明显，如以新洋丰、云图控股为代表的复合肥企业收入端实现环比提升，同时净利润及利润率水平同样环比修复，主要得益于三季度复合肥价格企稳上行及销量端的良好表现。钾肥方面，如亚钾国际其三季度营收、净利润及利润率均环比下滑，主要受到钾肥价格低迷等因素影响较大。氮肥方面，如华鲁恒升、湖北宜化均实现收入及利润率水平的环比提升，主因尿素需求回暖+三季度原料煤成本回落推动尿素产品价格价差上行。

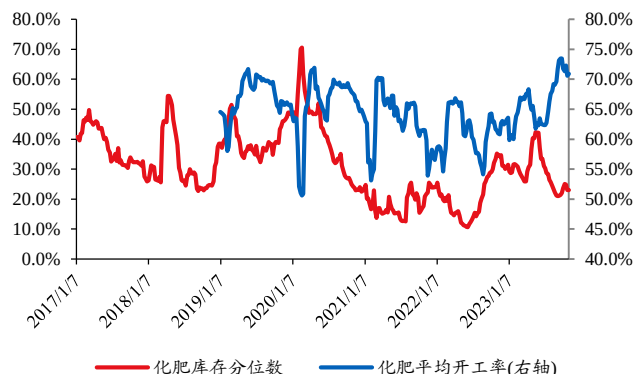
复盘化肥行业基本面表现：当前化肥行业价格/价差分位数分别为 49.3%/49.4%；库存分位数为 23.1%；平均开工率为 70.9%。今年以来，粮价回落对需求端造成较大压制，同时海外化肥价格也受此影响回落，对国内化肥价格形成压制。磷酸一铵、磷酸二铵、尿素、氯化钾等单质肥，及复合肥价格上半年均处于下滑通道。单看三季度，自 8 月中旬以来，秋肥需求释放，磷肥及复合肥价格企稳上行，尿素价格则还跟随原材料煤价及受到出口价格拉动故而上行。需求的提升使得行业开工率提高，同时去库迅速去化，行业供需格局明显向好。国庆节后进入化肥传统淡季，目前冬季淡储将至，行业需求波动、下游观望情绪较浓，行业价格价差又出现小幅回调。

图表 17 化肥价格价差分位数变化



资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 18 化肥库存分位数及平均开工率变化



资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

重点公司方面：

1) 新洋丰：公司 2023Q3 实现营收 38.36 亿元，同比/环比分别+44.0%/+5.6%；实现归母净利润 3.00 亿元，同比/环比分别+7.1%/+6.8%。Q3 公司复合肥及磷肥产品需求的复苏，公司产销平稳、现金流表现优异。截止三季度末，公司资产负债表上应收账款/存货分别为 2.90/19.26 亿元，对比二季度末分别减少 0.53/5.44 亿元。同时经营性现金流量净额为 20.41 亿元，对比二季度为 2.68 亿元。今年 6-7 月，受需求拖累，磷酸一铵及复合肥价格呈下跌趋势，虽合成氨、硫磺等原材料成本同样下行，但整体价差收窄。8 月中旬以来，秋肥需求恢复、价格企稳上行。当前磷酸一铵、复合肥行业库存均处 2017 年以来较低分位，随着淡储将至、经销商备货情绪逐步好转，我们看好四季度公司主要产品价格进一步回暖，盈利水平有望稳健修复。

2) 云图控股：公司 2023Q3 实现营收 53.94 亿元，同比/环比分别+40.7%/+6.3%；实现归母净利润 2.03 亿元，同比/环比分别-35.3%/+29.2%。三季度磷复肥销售需求回暖叠加黄磷市场价格回暖，推动公司 23Q3 盈利环比修复。单三季度公司分别实现毛利率/销售净利率 11.0%/3.5%，环比+1.2PCT/+0.5PCT。展望后市，单质肥价格回落后趋于稳定，叠加当前下游较低的库存水平，我们看好冬储叠加春耕将至行情下，复合肥行业产销及盈利的进一步修复。同时，公司在建项目如荆州基地的磷酸铁及配套湿法磷酸和复合肥，应城基地的复合肥、合成氨及轻质碱改重质碱，以及雷波基地的 400 万吨磷矿项目均在稳步推进，我们看好公司持续秉承“资源+产业链”的战略布局，填补补齐复合肥氮、磷产业链，并沿着产业链向下游布局，持续强化成本控制和产业协同优势。

3) 亚钾国际：公司 2023Q3 实现营收 8.69 亿元，同比/环比+33.8%/-25.5%；实现归母净利润 2.78 亿元，同比/环比-34.2%/-27.0%。三季度钾肥均价的同环比回落使公司利润承压，但从销量看，公司钾肥产销两旺，前三季度公司生产/销售氯化钾 117.67/119.01 万吨，已超过 2022 年全年产销量。其中，单三季度公司实现氯化钾产量/销量 41.49/42.36 万吨，规模效应逐步显现。当前，公司年化产能已达 300 万吨/年。据亚钾国际官方公众号信息，今年 10 月 27 日，公司老挝东泰矿区单日钾肥产量已实现 9116 吨，超越 300 万吨/年产能的日产标准。

（四）农药：库存去化持续推进，部分产品价格开始修复

2023 年第三季度农药板块上市公司合计实现营收 307.89 亿元，同比-29.3%，环比-17.0%；实现归母净利润 1.96 亿元，同比-94.7%，环比-89.9%。平均毛利率为 21.3%，同比-5.5

PCT, 环比-2.2 PCT; 平均销售净利率为-3.1%, 同比-10.3 PCT, 环比-7.8 PCT。

图表 19 农药板块 2023Q3 营收及归母净利润表现

代码	公司	营业收入（亿元）	同比	环比	归母净利润（亿元）	同比	环比
600486.SH	扬农化工	22.07	-37.6%	-14.0%	2.37	91.4%	-35.9%
301035.SZ	润丰股份	34.75	-16.0%	23.7%	2.97	-28.9%	23.0%
000553.SZ	安道麦 A	74.07	-20.2%	-14.3%	-8.00	-2320.3%	-145.9%
603599.SH	广信股份	13.19	-37.6%	-28.5%	3.01	-50.5%	-40.1%
002258.SZ	利尔化学	15.37	-42.3%	-24.2%	0.80	-81.9%	-60.8%
600389.SH	江山股份	9.30	-50.2%	-29.5%	0.63	-86.8%	-10.4%
002215.SZ	诺普信	5.12	-11.8%	-57.3%	-0.58	-199.8%	-148.3%
300261.SZ	雅本化学	2.48	-50.7%	-33.6%	-0.20	-139.6%	-146.1%
002250.SZ	联化科技	13.53	-38.5%	-20.8%	-1.00	-172.4%	-399.8%
603639.SH	海利尔	10.44	5.3%	-27.1%	1.11	10.0%	-37.6%
300796.SZ	贝斯美	1.03	-40.7%	-28.8%	0.00	-99.3%	-99.0%
000525.SZ	ST 红太阳	10.50	-44.6%	22.8%	0.05	-98.3%	-19.0%
002749.SZ	国光股份	3.95	8.0%	-36.2%	0.54	132.8%	-52.6%
833819.BJ	颖泰生物	14.40	-30.2%	9.8%	0.03	-98.5%	-95.8%
603970.SH	中农立华	20.80	-42.1%	-47.2%	0.30	-3.1%	-70.0%
002391.SZ	长青股份	7.86	-32.3%	-20.0%	0.43	-57.2%	-48.1%
300575.SZ	中旗股份	5.55	-32.5%	-18.7%	0.31	-74.4%	-61.2%
603360.SH	百傲化学	2.78	-19.1%	-11.8%	0.93	-14.2%	-20.6%
600731.SH	湖南海利	4.78	-42.5%	-25.7%	0.81	-27.2%	4.5%
002734.SZ	利民股份	10.92	-11.5%	-2.9%	-0.36	-228.4%	-1666.2%
002496.SZ	辉丰股份	0.38	-41.9%	-69.4%	-0.53	-91.8%	9.9%
002513.SZ	蓝丰生化	2.36	-11.6%	63.3%	-0.44	-319.9%	42.4%
002942.SZ	新农股份	1.77	-44.2%	-15.7%	-0.04	-117.0%	-123.8%
603585.SH	苏利股份	4.57	-42.2%	-3.4%	-0.04	-106.0%	-121.9%
605033.SH	美邦股份	0.77	16.7%	-41.0%	-0.03	34.2%	-178.9%
003042.SZ	中农联合	4.57	-7.7%	16.5%	-0.74	-639.7%	-155.6%
603086.SH	先达股份	7.60	-5.8%	0.4%	-0.41	-132.4%	-676.0%
603810.SH	丰山集团	2.95	-19.4%	-6.3%	0.04	-79.5%	-47.7%
合计	农药	307.89	-29.3%	-17.0%	1.96	-94.7%	-89.9%

资料来源：Wind，华创证券

注：板块营收及净利润取合计值

图表 20 农药板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现

代码	公司	毛利率	同比(PCT)	环比(PCT)	销售净利率	同比(PCT)	环比(PCT)
600486.SH	扬农化工	23.9%	1.9	-1.8	10.7%	7.2	-3.7
301035.SZ	润丰股份	25.3%	4.8	2.8	9.3%	-1.3	0.1
000553.SZ	安道麦 A	18.0%	-6.5	-2.6	-10.8%	-11.2	-7.0
603599.SH	广信股份	38.0%	-7.6	1.4	22.7%	-6.8	-4.7
002258.SZ	利尔化学	20.0%	-10.4	-5.8	6.5%	-12.6	-6.6
600389.SH	江山股份	14.3%	-19.4	1.7	6.8%	-18.0	1.5
002215.SZ	诺普信	19.8%	-1.2	-7.1	-13.0%	-8.9	-23.0
300261.SZ	雅本化学	32.9%	2.2	-3.1	-8.1%	-19.0	-22.0
002250.SZ	联化科技	21.6%	-5.5	-0.1	-7.4%	-14.5	-6.9
603639.SH	海利尔	30.0%	2.7	0.0	10.7%	0.5	-1.8
300796.SZ	贝斯美	31.8%	-6.6	-5.8	0.4%	-23.3	-20.4
000525.SZ	ST 红太阳	15.9%	-24.2	-9.0	0.3%	-17.2	-0.3
002749.SZ	国光股份	40.7%	5.6	-1.8	14.7%	8.5	-5.1
833819.BJ	颖泰生物	14.2%	-7.6	-5.3	0.0%	-10.8	-5.9
603970.SH	中农立华	6.9%	1.2	0.6	1.6%	0.1	-1.2
002391.SZ	长青股份	19.2%	0.9	-0.6	5.3%	-3.2	-3.1
300575.SZ	中旗股份	19.2%	-5.1	-4.8	5.7%	-9.0	-6.0
603360.SH	百傲化学	53.8%	0.5	-1.0	33.5%	1.9	-3.7
600731.SH	湖南海利	14.3%	-9.4	-10.1	16.5%	2.8	4.0
002734.SZ	利民股份	14.4%	-2.6	-2.7	-3.3%	-5.4	-3.1
002496.SZ	辉丰股份	31.2%	-4.9	16.1	-143.0%	-72.6	-94.7
002513.SZ	蓝丰生化	4.3%	0.3	7.4	-18.7%	-14.8	34.3
002942.SZ	新农股份	22.2%	-0.3	-9.3	-2.0%	-8.6	-9.1
603585.SH	苏利股份	9.8%	-8.1	-4.4	-1.3%	-11.0	-5.8
605033.SH	美邦股份	24.7%	-18.4	-9.4	-4.4%	3.4	-7.7
003042.SZ	中农联合	9.7%	-10.1	0.7	-16.1%	-18.9	-8.8
603086.SH	先达股份	6.4%	-24.5	-9.2	-5.6%	-21.3	-6.8
603810.SH	丰山集团	15.3%	-1.8	1.8	1.1%	-3.7	-1.0
平均	农药	21.3%	-5.5	-2.2	-3.1%	-10.3	-7.8

资料来源：Wind，华创证券

注：板块毛利率及净利率取平均值

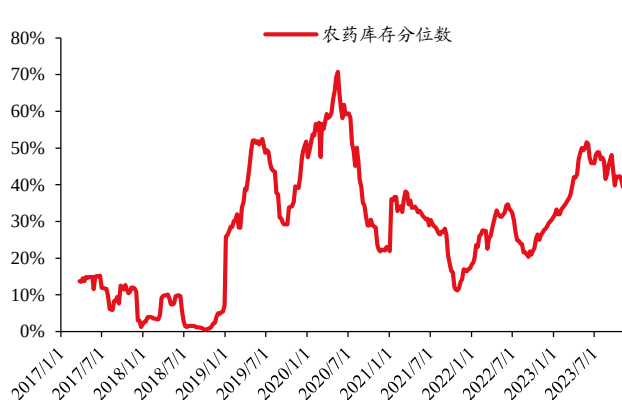
从各公司业绩表现看，营收方面，除了海利尔、国光股份、美邦股份外，Q3 农药板块营收都出现了不同程度的下滑，大部分公司同比下滑幅度在 30% 以上，主要原因系 23Q3 海外去库带来的农药量价齐跌。因此，农药板块的利润率较 2022 年有明显下滑，分公司来看，对单一品种依赖度大的公司的利润率波动相对较大，基本有 15 PCT 的同比变化幅度。库存跌价损失也是影响利润率的重要原因。

复盘农药行业三季度表现：2023 年，美洲地区库存高位，整体处于去库阶段，国内农药

出口量有所下滑,造成国内农药累库,从价格指数上看,已低于上一轮周期的低点。23Q3,南美地区跨国企业库存有一定去化,地方企业及贸易商库存回归正常,正值南美地区采购季节,国内农药库存迎来了阶段性的消化,百草枯、2,4-D 等部分农药价格有所上调,但由于高库存影响,南美今年的采购持续性较弱,导致农药板块 Q3 业绩同环比都有明显下滑。随 2023 年南美干旱天气的好转,农药的终端需求将边际改善,待库存逐步正常,农药价格或有所修复。

图表 21 农药价格分位数走势


资料来源:百川盈孚,华创证券

图表 22 农药库存分位数走势


资料来源:百川盈孚,华创证券

重点公司方面:

1) 扬农化工: 公司 Q3 实现营收 22.07 亿元,同比-37.60%,环比-14.00%,实现归母净利润 2.37 亿元,同比+91.37%,环比-35.87%。23Q3,公司原药和制剂业务销量均是同比上升,环比下滑,但由于海外持续去库,原药价格下跌明显,公司在营收端有所承压。利润上,由于 2022 年公司计提了 1.6 亿土壤修复费,23Q3 公司归母净利润同比有了大幅增长。2023H1,扬农化工共完成项目投资 4.6 亿元,辽宁葫芦岛项目在中国中化和地方政府的大力支持下,项目审批快速推进,已实现全面开工,有望接续优嘉项目,成为公司未来增长的主要动力,拓展公司发展空间。

2) 润丰股份: 公司 Q3 实现营收 34.75 亿元,同比-15.99%,环比+23.67%;实现归母净利润 2.97 亿元,同比-28.93%,环比+23.04%。23Q3,公司毛利率环比提升 2.82 PCT,主要原因是公司毛利率更高的 Model C 业务占比有所提升。此外,公司在南美的营收占比超过 50%,8 月后,南美地区逐步进入农药使用的旺季,公司销售情况或有改善。长期来看,公司不断推进全球营销网络的建设,目前在全球范围内的登记证数量已超过 5700 张,渠道已遍及 90+ 国家,在 ToC 业务的持续推进下,公司渠道建设将不断完善。此外,公司推进原药产能布局,以保证自身供应的稳定性。

3) 广信股份: 公司 Q3 实现营收 13.19 亿元,同比-37.57%、环比-28.55%;实现归母净利润 3.01 亿元,同比-50.49%、环比-40.10%。23Q3,公司业绩环比下滑主要来自于两方面:1) 周期下行,农药原药量价齐跌,中间体价格下滑,营收体量环比下滑 28.55%;2) Q2 具有高额汇兑收益,Q3 财务费用环比减少 0.9 亿元。值得注意的是,Q3 公司毛利率 37.99%,环比+1.44 PCT,在下行周期毛利提升,公司一体化优势带来的强 α 属性尽显。23Q3,公司在手现金 97 亿,扣除短期借款后的净现金约 75 亿,海量资金在手,资本开支即将启动,长期成长有保障。

（五）煤化工：三季度原料煤成本下行，产品价格价差同迎修复

2023 年第三季度煤化工板块上市公司合计实现营收 428.53 亿元，同比+4.8%，环比+14.7%；实现归母净利润 41.14 亿元，同比+49.3%，环比+133.9%。平均毛利率为 17.5%，同比+3.6PCT，环比+4.0PCT；平均销售净利率为 9.0%，同比+2.7PCT，环比+4.3PCT。

图表 23 煤化工板块 2023Q3 营收及归母净利润表现

代码	公司	营业收入（亿元）	同比	环比	归母净利润（亿元）	同比	环比
600426.SH	华鲁恒升	69.87	7.9%	10.8%	12.18	18.8%	31.2%
600989.SH	宝丰能源	73.11	3.1%	15.0%	16.34	20.3%	52.5%
000830.SZ	鲁西化工	63.99	-6.9%	28.9%	3.13	-17.8%	343.9%
000990.SZ	诚志股份	34.65	22.2%	8.7%	1.67	240.9%	701.0%
002274.SZ	华昌化工	18.78	-6.4%	-9.5%	1.31	131.2%	-1.6%
600623.SH	华谊集团	114.61	16.3%	15.0%	5.52	413.4%	449.8%
600722.SH	金牛化工	1.15	-26.6%	21.8%	0.08	-45.5%	-34.8%
600746.SH	江苏索普	14.75	-10.9%	33.4%	1.07	443.6%	173.1%
600691.SH	阳煤化工	37.62	-4.5%	13.3%	-0.15	59.1%	93.6%
合计	煤化工	428.53	4.8%	14.7%	41.14	49.3%	133.9%

资料来源：Wind，华创证券

注：板块营收及净利润取合计值；标的选择：SW 煤化工（剔除 ST）

图表 24 煤化工板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现

代码	公司	毛利率	同比(PCT)	环比(PCT)	销售净利率	同比(PCT)	环比(PCT)
600426.SH	华鲁恒升	24.3%	1.0	2.8	17.4%	1.6	2.7
600989.SH	宝丰能源	34.4%	4.6	6.6	22.4%	3.2	5.5
000830.SZ	鲁西化工	17.8%	4.7	11.3	4.9%	-0.7	7.5
000990.SZ	诚志股份	15.7%	7.3	4.7	5.3%	8.5	3.2
002274.SZ	华昌化工	15.9%	4.8	2.5	6.8%	4.2	0.5
600623.SH	华谊集团	10.0%	5.3	1.4	6.5%	3.2	3.9
600722.SH	金牛化工	18.4%	-5.2	-16.3	12.0%	-4.9	-12.5
600746.SH	江苏索普	12.8%	9.2	16.7	7.3%	9.1	20.5
600691.SH	阳煤化工	7.8%	0.8	6.7	-1.2%	-0.1	7.7
平均	煤化工	17.5%	3.6	4.0	9.0%	2.7	4.3

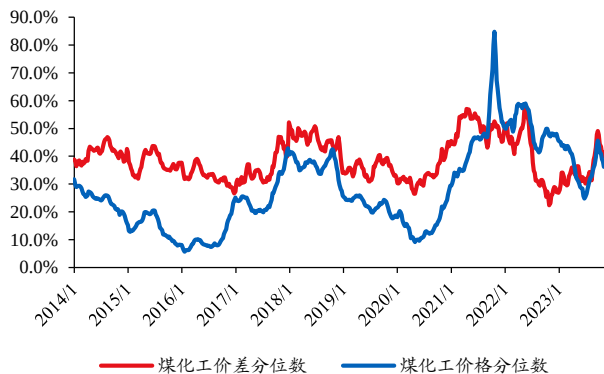
资料来源：Wind，华创证券

注：板块毛利率及净利率取平均值；标的选择：SW 煤化工（剔除 ST）

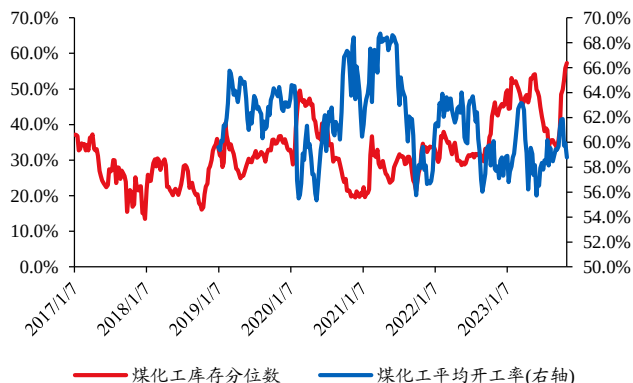
从各公司业绩表现看，统计范围内的上市公司营收端大都实现环比的增长，主要得益于尿素、醋酸、炭黑等产品价格在第三季度的环比上行；盈利方面，由于三季度原料煤价格环比下滑，故煤化工板块价差企稳回升，进而绝大多数企业实现了毛利率和净利率的环比提升。如行业龙头华鲁恒升，三季度营收环比增长 10.8%、归母净利润环比增长 31.2%，同时毛利率及净利率均实现环比修复。

复盘煤化工行业基本面表现：当前煤化工行业价格/价差分位数分别为 36.2%/40.0%；库存分位数为 57.3%；平均开工率为 58.8%。今年以来，受需求下行+成本回落拖拽，煤化工产品价格快速下行，而在煤炭价格下行背景下价差则以波动为主。单看三季度，煤化工行业价格价差底部反弹，拆解具体原因，供给侧利好及需求端利好均存在，例如醋酸、双氧水，分别来自于装置的检修及安全检查的趋严，属于供给端利好；炭黑的价格价差提升主要来自于下游轮胎需求的旺盛叠加焦煤油价格上行对成本端给予了支撑；尿素的价格价差提升主要受到秋季化肥需求的提升叠加成本端原料煤价格的下行。

图表 25 煤化工价格价差分位数变化



图表 26 煤化工库存分位数及平均开工率变化



资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

重点公司方面：

1) **华鲁恒升**：公司 2023Q3 实现营收 69.87 亿元，同比/环比+7.9%/+10.8%；实现归母净利润 12.18 亿元，同比/环比+18.8%/+31.2%。Q3 煤价环比下行，同时公司主要产品尿素/DMF/醋酸/异辛醇/尼龙 6 等价格均环比提升，均价较 Q2 提升幅度分别为 6.6%/3.1%/22.4%/20.4%/3.1%，推动公司盈利修复。Q3 公司分别实现毛利率/销售净利率 24.3%/17.4%，分别环比+2.8PCT/+2.7PCT。分板块看，Q3 公司化学肥料/新能源新材料相关产品/有机胺/醋酸及衍生品四个板块收入分别为 12.72/43.44/6.59/4.70 亿元，环比 Q2 分别+8.53/+14.29%/+3.62%/+11.90%，销售量分别环比-0.13%/+21.32%/+6.53%/-3.44%。新能源新材料板块环比提升最为显著、营收占比稳步提升。展望后市，公司荆州基地已实现投产，一期包含 100 万吨尿素、100 万吨醋酸、15 万吨混甲胺、15 万吨 DMF。同时，荆州二期拟投资约 50.5 亿元建设四个项目，包含 20 万吨 BDO、16 万吨 NMP、3 万吨 PBAT、10 万吨醋酐、16 万吨蜜胺、80 万吨碳酸氢铵、52 万吨熔融尿素等产品。此外，公司 DMC、EMC、酰胺及尼龙新材料项目均如期推进，诸多新建项目有望助力公司实现中长期的高质量发展。

2) **宝丰能源**：公司 2023Q3 实现营收 73.1 亿元，同比/环比分别+3.1%/+15.0%；归母净利润 16.3 亿元，同比/环比分别+20.3%/+52.4%；扣非归母净利润 17.1 亿元，同比/环比分别+16.4%/+47.9%。业绩的环比增加主要受益于煤价下行，关注四季度煤价走势。烯烃业务产销盈利双增带动业绩上行，产销端，23Q3 公司实现聚乙烯/聚丙烯销量分别为 19.6/16.5 万吨，环比分别+25.0%/+16.1%，环比增长主要系二季度检修的低基数和三期开始兑现业绩双重影响，其中聚乙烯/聚丙烯综合售价分别为 7209/6684 元/吨，环比分别+2.40%/+0.43%。主要原材料气化原料煤外购价格中枢再下移，2023Q3 气化原料煤平均采购单价为 515 元/吨（估算值，基于每季度采购量均衡分布的假设），环比-12.4%。

（六）氯碱：终端需求低迷，盈利持续磨底

2023 年第三季度氯碱板块上市公司合计实现营收 344.91 亿元，同比-11.9%，环比-11.4%；实现归母净利润 5.81 亿元，同比-69.5%，环比+250.1%。平均毛利率为 10.3%，同比-3.0PCT，环比+1.4PCT；平均销售净利率为-1.0%，同比-5.6PCT，环比+2.1PCT。

图表 27 氯碱板块 2023Q3 营收及归母净利润表现

代码	公司	营业收入（亿元）	同比	环比	归母净利润（亿元）	同比	环比
600075.SH	新疆天业	27.05	-12.1%	-20.8%	-1.93	-251.4%	64.8%
002092.SZ	中泰化学	98.46	-16.4%	1.1%	-2.21	-2446.5%	64.8%
600618.SH	氯碱化工	18.18	38.9%	0.7%	1.49	-41.3%	36.7%
002386.SZ	天原股份	38.07	-17.7%	-52.7%	0.15	-82.1%	130.0%
601568.SH	北元集团	30.76	-3.4%	12.0%	1.73	-5.3%	44.5%
601678.SH	滨化股份	20.09	-10.4%	20.3%	1.30	-60.2%	66.0%
000510.SZ	新金路	6.47	23.3%	-11.6%	-0.29	34.1%	14.6%
000635.SZ	英力特	4.71	-0.2%	25.8%	-1.79	-74.2%	-23.4%
000818.SZ	航锦科技	8.87	-6.4%	0.9%	0.31	187.7%	-35.0%
600277.SH	亿利洁能	21.94	-16.5%	-7.8%	0.06	-97.4%	-85.7%
600319.SH	亚星化学	2.05	-4.3%	-4.3%	-0.32	-199.0%	-17.1%
002748.SZ	世龙实业	5.34	-13.0%	9.8%	0.11	-38.4%	156.2%
600935.SH	华塑股份	14.05	-9.1%	11.1%	0.02	-85.1%	103.6%
601216.SH	君正集团	43.45	-18.8%	-7.6%	6.51	-6.7%	-6.2%
603213.SH	镇洋发展	5.41	-12.9%	7.8%	0.67	-5.9%	128.0%
合计	氯碱	344.91	-11.9%	-11.4%	5.81	-69.5%	250.1%

资料来源：Wind，华创证券

注：板块营收及净利润取合计值；标的选择：SW 氯碱（剔除 ST）

图表 28 氯碱板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现

代码	公司	毛利率	同比(PCT)	环比(PCT)	销售净利率	同比(PCT)	环比(PCT)
600075.SH	新疆天业	10.1%	-7.1	6.9	-7.1%	-10.9	8.9
002092.SZ	中泰化学	10.8%	-2.1	3.7	-2.8%	-3.0	6.0
600618.SH	氯碱化工	17.4%	-3.7	5.7	10.0%	-9.0	2.9
002386.SZ	天原股份	3.0%	-4.3	2.0	0.2%	-1.5	0.9
601568.SH	北元集团	14.0%	-1.0	0.2	5.6%	-0.1	1.3
601678.SH	滨化股份	19.4%	-9.6	2.3	6.8%	-8.1	1.7
000510.SZ	新金路	6.9%	-2.3	-1.3	-4.6%	3.9	0.1
000635.SZ	英力特	-21.6%	-10.2	-16.2	-37.9%	-16.2	0.7
000818.SZ	航锦科技	16.6%	5.4	-0.7	3.0%	2.4	-2.0
600277.SH	亿利洁能	7.3%	-4.2	-3.0	-2.0%	-11.6	-3.5
600319.SH	亚星化学	-0.3%	-9.3	-1.0	-15.9%	-31.1	-3.0

002748.SZ	世龙实业	12.0%	-0.9	6.6	2.1%	-1.0	6.4
600935.SH	华塑股份	15.3%	2.6	8.6	0.1%	-0.7	4.3
601216.SH	君正集团	26.1%	2.4	2.3	15.8%	2.1	0.4
603213.SH	镇洋发展	17.3%	-0.8	5.3	12.3%	0.9	6.5
平均	氯碱	10.3%	-3.0	1.4	-1.0%	-5.6	2.1

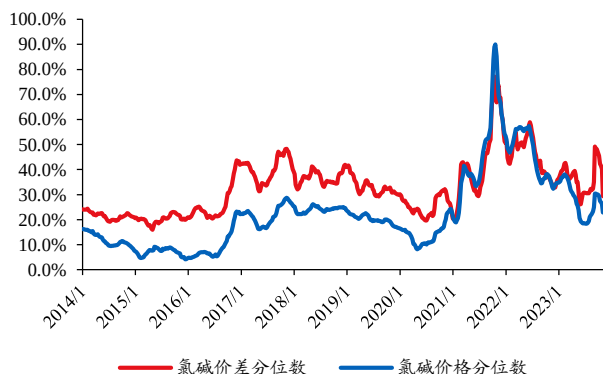
资料来源：Wind，华创证券

注：板块毛利率及净利率取平均值；标的选择：SW 氯碱（剔除 ST）

从各公司业绩表现看，统计范围内的上市公司 Q3 业绩表现分化，15 家公司中的 9 家实现营收的环比提升、10 家实现归母净利润的环比提升、10 家实现毛利率的环比提升、12 家实现净利率的环比提升。但其中，依然有 5 家公司在三季度录得亏损，其中如中泰化学、新疆天业等体量相对较大的企业，分别亏损 2.21 亿元、亏损 1.93 亿元，体现了行业普遍盈利情况不佳、位于成本线附近挣扎。

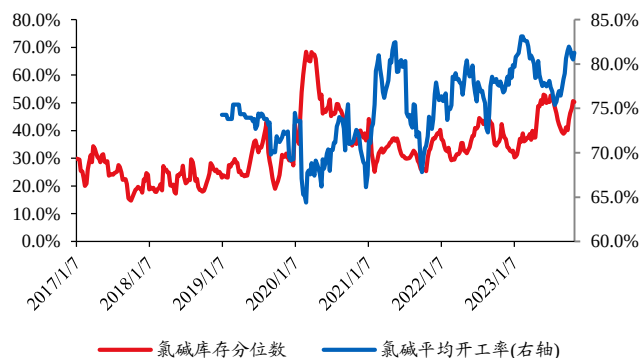
复盘氯碱行业基本面表现：当前氯碱行业价格/价差分位数分别为 22.8%/29.4%；库存分位数为 50.3%；平均开工率为 81.3%。今年以来，氯碱板块终端需求低迷，其主要下游地产端竣工数据较差，从 PVC 产品快速累库及价格持续走低可得到充分体现。当前 PVC 产品盈利较差，指数主要受纯碱和烧碱的支撑。烧碱需求虽相对较好，下游氧化铝开工始终维持 8 成以上，但氧化铝单一产品占比不高，同时大部分化工品需求疲软，使得烧碱产品价格从年初高位回落，但依然能保持相对较高盈利。单看三季度，自 8 月以来，氯碱行业价格价差上涨，主要受到纯碱和烧碱的支撑。如纯碱期货价格市场变动带动纯碱现货价格大幅上行，同时煤价平稳进而价格的上涨顺利传导至价差端。

图表 29 氯碱价格价差分位数变化



资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 30 氯碱库存分位数及平均开工率变化



资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

重点公司方面：

1) 中泰化学：公司 2023Q3 实现营收 98.46 亿元，同比/环比-16.4%/+1.1%；实现归母净利润-2.21 亿元，同比/环比-2446.5%/+64.8%。三季度公司的亏损幅度环比收窄，主要产品 PVC、烧碱价格价差环比修复，Q3 公司毛利率/销售净利率分别为 10.8%/-2.8%，分别环比+3.7PCT/+6.0PCT。公司依托新疆优质的煤炭资源，围绕“氯碱+粘胶”双主业，打造一体化循环经济产业链。未来，公司拟投资 59.9 亿元，建设 100 万吨/年甲醇及相关配套装置，预计 2024 年底前建成投产。该项目依托公司现有产业（如兰炭装置、BDO 装置等），有望充分发挥公司产业集群效应，提升公司现代煤化工产业的发展水平。

2) 新疆天业：公司 2023Q3 实现营收 27.05 亿元，同比/环比-12.1%/-20.8%；实现归母净

利润-1.93 亿元，同比/环比-251.4%/+64.8%。三季度公司的亏损幅度环比收窄，主要受益于主营产品 PVC 及烧碱的价格价差修复。Q3 公司毛利率/销售净利率分别为 10.1%/-7.1%，分别环比+6.9PCT/+8.9PCT。今年公司完成对天辰化工的收购，当前具备 134 万吨 PVC、97 万吨烧碱、213 万吨电石、535 万吨水泥产能以及 2 个自备电厂。依托于新疆丰富的煤炭、电石、原盐等资源，公司充分发挥一体化循环经济产业链的优势，同时拟新增 25 万吨无水乙醇及 22.5 万吨乙烯法 VCM 产能，预期将于 2024 年投产。

（七）纯碱：供需阶段性错位，三季度纯碱价格快速上行

2023 年第三季度纯碱板块上市公司合计实现营收 208.99 亿元，同比-8.1%，环比+0.5%；实现归母净利润 19.85 亿元，同比-35.6%，环比+15.3%。平均毛利率为 27.7%，同比-1.7PCT，环比+3.7PCT；平均销售净利率为 13.0%，同比-3.7PCT，环比+2.5PCT。

图表 31 纯碱板块 2023Q3 营收及归母净利润表现

代码	公司	营业收入 (亿元)	同比	环比	归母净利润 (亿元)	同比	环比
000683.SZ	远兴能源	26.82	7.3%	-5.9%	4.54	-37.9%	13.3%
000707.SZ	双环科技	8.72	-12.5%	1.9%	1.57	-33.4%	115.7%
000822.SZ	山东海化	20.94	-1.7%	13.3%	3.18	-17.7%	192.9%
600409.SH	三友化工	54.01	-7.8%	-2.8%	1.93	-12.6%	-23.7%
600328.SH	中盐化工	35.96	-14.4%	-6.9%	0.74	-79.9%	-68.8%
601065.SH	江盐集团	7.48	27.8%	7.0%	1.18	45.9%	20.2%
603299.SH	苏盐井神	12.84	-10.9%	-5.4%	1.39	-34.0%	-30.3%
603077.SH	和邦生物	23.44	-22.2%	38.2%	4.03	-49.2%	83.0%
002274.SZ	华昌化工	18.78	-6.4%	-9.5%	1.31	131.2%	-1.6%
合计	纯碱	208.99	-8.1%	0.5%	19.85	-35.6%	15.3%

资料来源：Wind，华创证券

注：板块营收及净利润取合计值；标的选择：SW 纯碱（剔除 ST）

图表 32 纯碱板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现

代码	公司	毛利率	同比(PCT)	环比(PCT)	销售净利率	同比(PCT)	环比(PCT)
000683.SZ	远兴能源	39.0%	-4.3	6.7	22.4%	-11.2	5.0
000707.SZ	双环科技	25.0%	-6.5	4.0	18.0%	-5.6	9.5
000822.SZ	山东海化	29.1%	5.4	13.7	15.2%	-2.9	9.3
600409.SH	三友化工	22.5%	2.0	1.3	5.2%	0.0	-0.9
600328.SH	中盐化工	22.0%	-7.4	-1.2	4.3%	-7.1	-3.7
601065.SH	江盐集团	37.3%	3.7	4.7	16.2%	1.9	1.7
603299.SH	苏盐井神	33.2%	1.1	-2.8	11.1%	-3.8	-3.4
603077.SH	和邦生物	24.8%	-14.2	4.8	17.5%	-8.8	4.5
002274.SZ	华昌化工	15.9%	4.8	2.5	6.8%	4.2	0.5
平均	纯碱	27.7%	-1.7	3.7	13.0%	-3.7	2.5

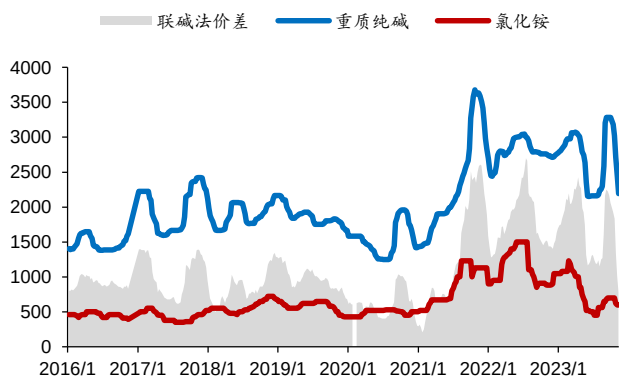
资料来源：Wind，华创证券

注：板块毛利率及净利率取平均值；标的选择：SW 纯碱（剔除 ST）

从各公司业绩表现看，统计范围内的上市公司营收端大都实现环比的增长，主要得益于纯碱价格在三季度，尤其是 9 月份以来的环比上行；盈利方面，由于三季度原料煤炭价格下跌，纯碱价差得以修复回升，可以看到大部分公司均实现了毛利率的环比改善。从环比业绩来看，双环科技、山东海化均实现环比 100% 以上的利润增长，净利率均有 9pct 以上的环比提升。得益于天然碱的成本优势，第三季度远兴能源实现毛利率 39.0%，行业平均为 27.7%；实现净利率 22.4%，行业平均为 13.0%，均为行业领先，盈利优势明显。

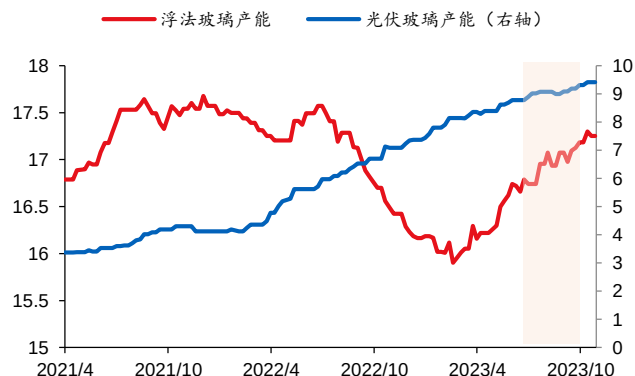
复盘纯碱行业基本面表现：Q3 以来纯碱在上游逐步进入检修旺季+下游玻璃产能持续扩张的背景下，行业库存快速下行，市场缺货现象明显，价格开始快速上行。从下游玻璃行业需求来看，浮法/光伏玻璃产能从 7 月初的 16.74/8.89 万吨/天提升至 9 月末的 17.19/9.31 万吨/天，带来纯碱需求端的持续扩容。本轮行业库存下行自 7 月初延续至 9 月末，同样行业开工率自 7 月起快速降低，于 9 月末达到最紧张状态，纯碱价格于 9 月起快速拉升，重碱价格由 2100 元涨至 3200 元/吨以上。随着检修季的逐步结束，纯碱行业供给陆续回到宽松状态，行业库存于 9 月起逐步增加，且开工率于 9 月起持续增加，阶段性供需失衡状态得以缓解，纯碱价格基本维持相对稳定并略有回落。截至 9 月末，重碱价格维持约 3000 元/吨左右。

图表 33 联碱法价差（元/吨）



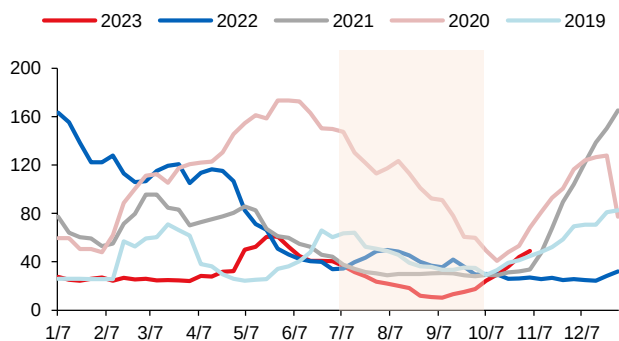
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 34 下游玻璃产能（万吨/天）



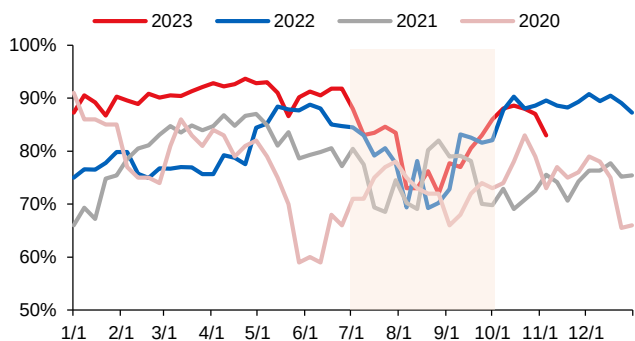
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 35 纯碱行业库存（万吨）



资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 36 纯碱行业开工率



资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

重点公司方面：

远兴能源：公司 2023Q3 实现营收 26.82 亿元，同比/环比分别+7.3%/-5.9%；实现归母净利润 4.54 亿元，同比/环比分别-37.9%/+13.3%。从三季度来看，供给端因检修、环保督察

等因素影响出现较大波动，而需求端在浮法玻璃、光伏玻璃日熔量持续提升的基础上维持相对刚性，供需阶段性错配背景下，纯碱价格自 9 月起快速上涨，9 月重碱均价 3180 元/吨，位于年内新高。不过此轮纯碱价格上涨主要发生于 9 月份，7、8 月价格仍相对较低，因而季度上来看仍处于相对较低价格水平。Q3 重碱均价 2522 元/吨，同比/环比分别 -14%/-5%；小苏打均价 1921 元/吨，同比/环比分别 -16%/+19%；尿素均价 2495 元/吨，同比/环比分别 +0%/+8%。原料端来看，Q3 蒙煤均价 681 元/吨，同比/环比分别 -20%/+0%。三季度小苏打、尿素均价已环比改善，而原料价格基本稳定，对应利润或有相应提升；而纯碱均价环比仍有跌幅，因而利润修复进度稍缓。

（八）聚氨酯：检修旺季影响产量，三季度 MDI 价格回升

2023 年第三季度聚氨酯板块上市公司合计实现营收 501.81 亿元，同比+10.7%，环比+0.3%；实现归母净利润 44.48 亿元，同比+33.3%，环比-5.3%。平均毛利率为 15.7%，同比+4.2PCT，环比+1.4PCT；平均销售净利率为 6.4%，同比+2.7PCT，环比+1.1PCT。

图表 37 聚氨酯板块 2023Q3 营收及归母净利润表现

代码	公司	营业收入 (亿元)	同比	环比	归母净利润 (亿元)	同比	环比
600309.SH	万华化学	449.28	8.8%	-1.7%	41.35	28.2%	-8.4%
600230.SH	沧州大化	14.21	15.1%	23.5%	0.87	169.2%	76.0%
300848.SZ	美瑞新材	3.98	6.7%	-0.9%	0.18	-28.1%	-33.8%
301149.SZ	隆华新材	15.17	95.9%	36.3%	0.95	272.6%	142.4%
301518.SZ	长华化学	6.71	18.3%	9.0%	0.35	67.0%	42.4%
300218.SZ	安利股份	5.57	7.5%	26.3%	0.41	558.6%	172.0%
002165.SZ	红宝丽	6.91	23.2%	14.5%	0.36	3807.5%	31.2%
合计	聚氨酯	501.81	10.7%	0.3%	44.48	33.3%	-5.3%

资料来源：Wind，华创证券

注：板块营收及净利润取合计值；标的选择：MDI、TDI 及下游应用端代表公司

图表 38 聚氨酯板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现

代码	公司	毛利率	同比(PCT)	环比(PCT)	销售净利率	同比(PCT)	环比(PCT)
600309.SH	万华化学	17.4%	4.4	2.0	10.2%	1.9	-0.4
600230.SH	沧州大化	13.8%	5.2	-1.1	6.3%	3.6	1.9
300848.SZ	美瑞新材	14.2%	1.8	-0.6	4.5%	-2.4	-2.4
301149.SZ	隆华新材	8.9%	3.8	2.8	6.3%	3.0	2.8
301518.SZ	长华化学	9.9%	4.3	2.6	5.2%	1.5	1.2
300218.SZ	安利股份	22.3%	5.6	2.5	7.3%	6.0	4.0
002165.SZ	红宝丽	23.4%	4.4	1.3	5.3%	5.1	0.7
平均	聚氨酯	15.7%	4.2	1.4	6.4%	2.7	1.1

资料来源：Wind，华创证券

注：板块毛利率及净利率取平均值；标的选择：MDI、TDI 及下游应用端代表公司

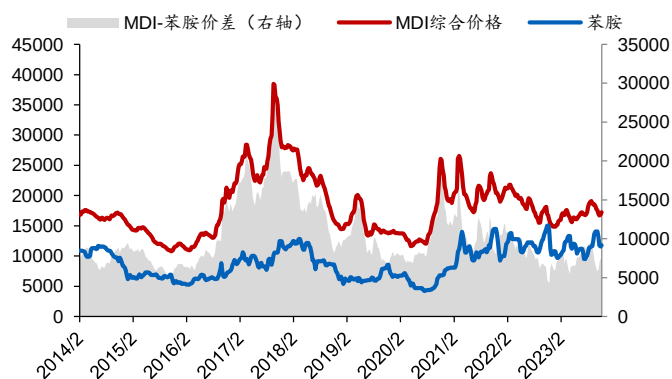
从各公司业绩表现看，所统计公司营收端同比均有明显增长，主要系聚氨酯产业链产品价格有所上涨，除万华、美瑞外的其余公司营收环比亦有较大提升。盈利方面，聚氨酯

板块毛利率同比均有修复，除沧州大化、美瑞新材毛利率环比微降之外，其余公司毛利率环比均有所增长，板块盈利持续向好。从具体公司看，下游应用方向的安利股份（聚氨酯合成革）、红宝丽（聚氨酯硬泡聚醚）盈利改善明显，三季度毛利率均回升至 20% 以上；隆华新材与长华化学（均为聚氨酯软泡聚醚）毛利率回升至 8-9%，下游需求较为旺盛；而上游原料端的万华化学、沧州大化整体毛利率水平依然较高，三季度分别达到 17.4%、13.8%。

复盘聚氨酯行业基本面表现：

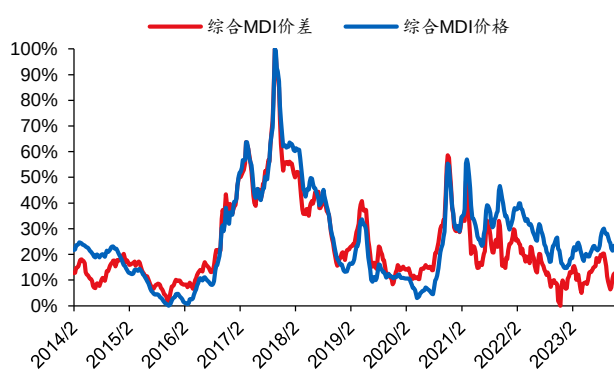
1) MDI: 今年以来 MDI 综合价格基本维持稳定，上半年维持在 16000-16500 元/吨左右区间。8 月开始价格有明显上涨，主要来自于检修季带来的供给减少。MDI 库存于 Q2 有累库迹象，价格因而相对较弱；进入 Q3，尤其是 8 月以来国内各厂的检修及联恒产品质量不达标等问题，导致行业开工率快速下行，库存亦持续去化，MDI 价格于 7 月下旬起提升，并于 8 月末涨至 19000 元附近，MDI 价差亦有扩张，Q3 均价价差约 8475 元/吨，Q2 价差约 7033 元/吨。随着 9 月以来检修产能的陆续恢复，供给端压力减弱，虽然库存端仍然保持轻微去库趋势，但价格端基本企稳，且有小幅回落。截至 9 月末，MDI 价格降至 18000 元/吨左右。从分位数来看，截至 10 月末，MDI 价格/价差分别位于 2014 年以来的 22%/12% 分位水平。

图表 39 MDI 价差（元/吨）



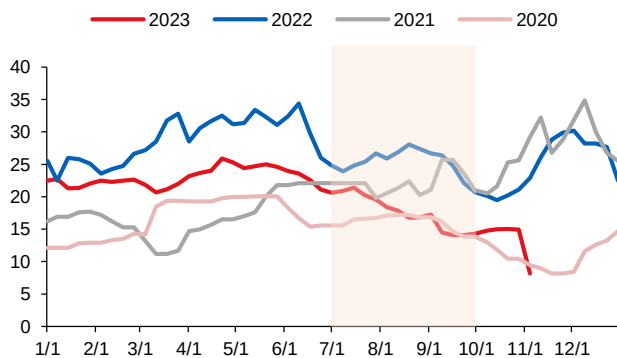
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 40 MDI 价格及价差分位



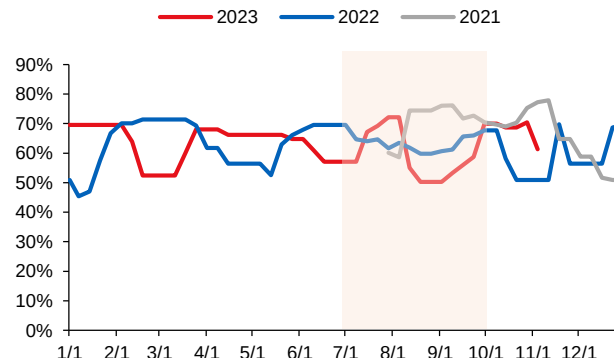
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 41 MDI 行业库存（万吨）



资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 42 MDI 行业开工率

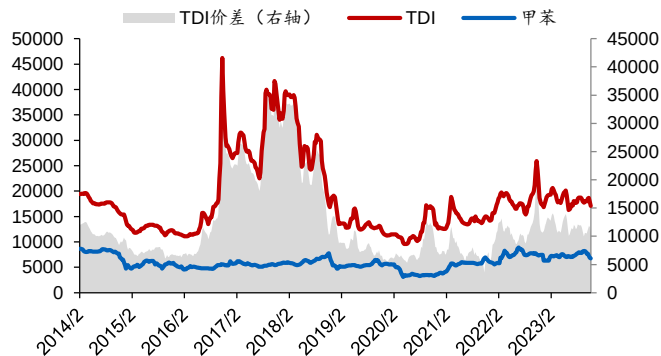


资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

2) TDI: 相较于 MDI 的 Q3 季节性波动较大，TDI 基本面则更为稳定。三季度 TDI 的库存及开工率基本维持稳定，各厂商的检修皆为生产计划中的检修安排，下游需求（软泡

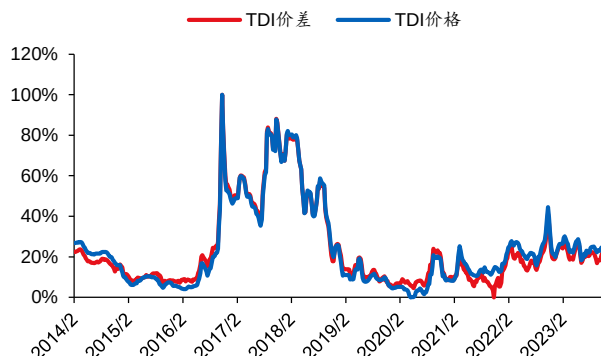
聚醚等）亦维持相对稳定，价格表现较为稳定。Q3 均价 18055 元/吨，较 Q2 基本持平；Q3 价差 11394 元/吨，较 Q2 略有提升，总体保持平稳。从分位数来看，截至 10 月末，TDI 价格/价差分别位于 2014 年以来的 23%/21%分位水平。

图表 43 TDI 价差（元/吨）



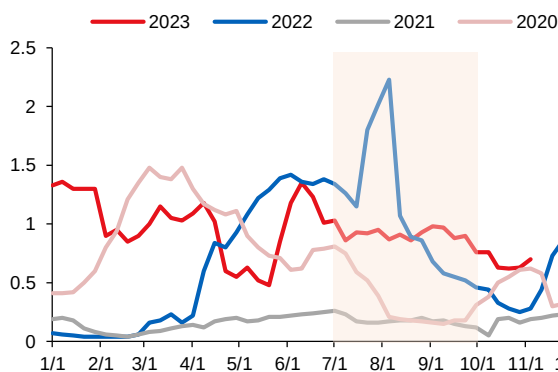
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 44 TDI 价格及价差分位



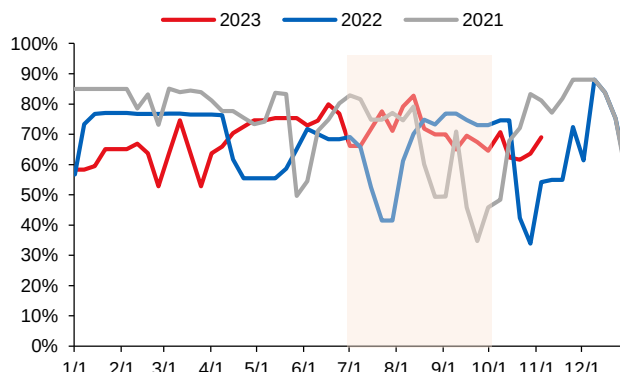
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 45 TDI 行业库存（万吨）



资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 46 TDI 行业开工率



资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

重点公司方面：

万华化学：公司 2023Q3 实现营收 449.28 亿元，同比/环比分别+8.8%/-1.7%；实现归母净利润 41.35 亿元，同比/环比分别+28.2%/-8.4%。从三季度来看，受益于福建基地的稳定投产运行，公司在烟台基地 MDI、石化一体化装置进行约 42 天例行检修的情况下，各板块产品销量依然实现同比增长。原料端，23 年三季度纯苯、煤炭、丙烷、丁烷均价分别下跌 11%、32%、31%、31%，成本压力趋于缓解。产品端，虽聚氨酯产品价格随原料成本下跌有所回落，但海外及国内需求已处于稳步复苏阶段，主要产品价差实现基本持平或较快提升，23Q3 聚合 MDI、纯 MDI、TDI 价差同比分别+14%、-6%、+12%，环比分别+14%、-5%、-4%；石化产品方面，下游产品成本传导及需求复苏节奏仍相对较弱，价差阶段性承压，23Q3 乙烯、PDH 价差同比分别-10%、-10%，环比分别-30%、-35%。当前国内 MDI 与 TDI 仍保持相对较高的海外需求增速，国内需求亦稳步回升。MDI 方面，23 年前 8 个月我国聚合 MDI 出口量达 78 万吨，同比增长 12%，其中山东+浙江+福建三地合计出口近 64 万吨，同比增长 12%；下游需求方面，23 年前 8 个月国内冰箱/冷柜产量分别达 5190/1320 万台，同比分别+19%/+19%，有力支撑 MDI 需求扩容。TDI 方面，23 年前 8 个月我国 TDI 出口量达 24 万吨，同比增长 7%，其中山东+福建两地合计出口

6.4 万吨，同比增长 25%；下游需求方面，23 年前三季度国内软泡聚醚产量达 327 万吨，同比增长 8%。往后看，四季度海外多套 MDI 装置存在检修预期，近期海外能源价格的大幅波动或将继续推升海外产品成本，预计四季度聚氨酯板块景气有望持续改善。

（九）石化：库存收益增厚利润，三季度石化板块景气回升

2023 年第三季度石化板块上市公司合计实现营收 3000.87 亿元，同比+15.6%，环比+4.4%；实现归母净利润 69.50 亿元，同比+326.6%，环比+94.9%。平均毛利率为 13.6%，同比+7.2PCT，环比+2.0PCT；平均销售净利率为 3.3%，同比+3.0PCT，环比+0.8PCT。

图表 47 石化板块 2023Q3 营收及归母净利润表现

代码	公司	营业收入 (亿元)	同比	环比	归母净利润 (亿元)	同比	环比
600346.SH	恒力石化	636.83	24.4%	19.5%	26.52	236.7%	30.7%
002493.SZ	荣盛石化	845.22	9.1%	-0.3%	12.34	1369.3%	261.8%
000301.SZ	东方盛虹	377.43	129.2%	3.8%	7.98	1457.6%	-17.1%
000059.SZ	华锦股份	112.13	-1.5%	-4.8%	2.83	2281.5%	259.6%
000703.SZ	恒逸石化	372.13	-14.5%	3.6%	1.30	126.2%	215.8%
600688.SH	上海石化	249.22	109.8%	8.6%	2.69	117.2%	132.6%
002648.SZ	卫星化学	108.68	21.3%	2.5%	15.51	560.0%	36.6%
002221.SZ	东华能源	61.36	-10.0%	-13.0%	0.30	140.3%	-11.7%
300839.SZ	博汇股份	7.93	-20.0%	12.7%	0.22	-46.5%	-60.4%
600500.SH	中化国际	139.93	-35.0%	-1.8%	-3.76	-219.1%	-35.7%
000819.SZ	岳阳兴长	8.43	5.0%	28.3%	0.22	11.9%	-36.3%
002986.SZ	宇新股份	17.10	-2.9%	15.8%	1.65	31.4%	49.5%
002408.SZ	齐翔腾达	64.49	-6.2%	-15.6%	1.69	14.1%	69.8%
合计	石化炼化	3000.87	15.6%	4.4%	69.50	326.6%	94.9%

资料来源：Wind，华创证券

注：板块营收及净利润取合计值；标的选择：民营大炼化、C2、C3、C4 产业链代表公司

图表 48 石化板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现

代码	公司	毛利率	同比(PCT)	环比(PCT)	销售净利率	同比(PCT)	环比(PCT)
600346.SH	恒力石化	13.6%	12.4	0.6	4.2%	7.9	0.3
002493.SZ	荣盛石化	15.9%	6.9	2.0	2.6%	2.1	1.7
000301.SZ	东方盛虹	11.9%	9.0	-1.0	2.1%	2.5	-0.5
000059.SZ	华锦股份	16.9%	5.8	1.9	2.6%	2.3	4.2
000703.SZ	恒逸石化	4.9%	4.6	2.4	0.5%	1.5	0.8
600688.SH	上海石化	18.1%	20.4	5.0	1.1%	14.3	4.7
002648.SZ	卫星化学	21.0%	13.5	2.4	14.3%	11.6	3.6
002221.SZ	东华能源	6.1%	1.2	3.2	0.5%	0.3	0.0
300839.SZ	博汇股份	8.6%	-1.6	-10.1	2.9%	-1.4	-5.2
600500.SH	中化国际	3.8%	-5.0	-0.3	-2.5%	-4.9	-0.2

000819.SZ	岳阳兴长	23.4%	14.8	8.7	2.2%	-0.6	-2.8
002986.SZ	宇新股份	21.9%	7.9	8.5	10.0%	3.7	2.8
002408.SZ	齐翔腾达	11.1%	3.0	2.2	2.4%	0.3	1.3
平均	石化炼化	13.6%	7.2	2.0	3.3%	3.0	0.8

资料来源：Wind，华创证券

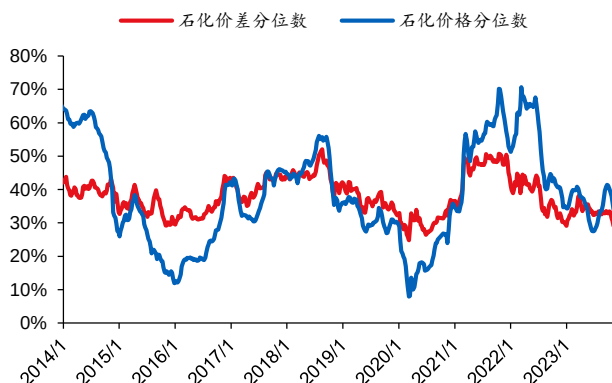
注：板块毛利率及净利率取平均值；标的选择：民营大炼化、C2、C3、C4 产业链代表公司

从各公司业绩表现看，石化板块公司利润端表现不一，主要系产业链加工环节不同导致的产品盈利差异。从大炼化公司来看，恒力石化、荣盛石化、华锦股份、恒逸石化、上海石化净利润同比/环比均实现较快增长，东方盛虹因三季度转固加大导致环比利润有所下滑；C2 公司主要以卫星化学为代表，受益于乙烷价格下行，公司盈利实现逐季度改善；C3 公司中，东华能源、中化国际均受丙烷高价拖累，C3 下游整体需求较弱，成本传导难度加大，三季度营收、净利润均较 Q2 有所下滑；C4 公司中，受益于 MTBE 等产品价差的走阔，宇新股份、齐翔腾达三季度净利润实现同比/环比较快修复，岳阳兴长利润环比有所下滑，主要系三季度相关费用增加较多。燃料油深加工环节，博汇股份受三季度实施的成品油消费税新规影响较大，重芳烃、白油盈利均有所下滑，致使净利润同环比下滑较快。从利润率情况来看，炼化公司受益于原油库存收益+部分化工品价差改善，毛利率同环比均有提升（除东方盛虹环比略减）；博汇及中化国际毛利率同环比仍有下滑，其余 C2、C3、C4 产业链相关公司毛利率均有不同程度改善。

复盘石化行业基本面表现：Q3 以来，全球油价在 OPEC+减产态度强烈及需求稳定的背景下开始单边上行，布油 Q2 均价 77.7 美元/桶，Q3 快速上行至 85.9 美元。受益于油价上行，Q3 炼化下游产品均有不同程度价格上涨。从分位数来看，截至 10 月末，石化行业价格/价差分别位于 2014 年以来的 36%/31%分位水平。

- 1) 从下游芳烃来看**：因调油需求及短流程产能的负荷下降，PX 自年初以来即保持价格强势，价差亦位于近年高位。Q3 PX 均价 1040 美元/吨（Q2 为 1014），价差 402 美元/吨（Q2 为 403），芳烃高景气延续。
- 2) 从下游化工品来看**：受制于下游需求孱弱，乙烯及下游主要化工品价差仍然较弱。Q2 乙烯均价 805 美元/吨（Q2 为 858），价差 167 美元/吨（Q2 为 247）。
- 3) 从下游炼油来看**：Q3 以来国内炼厂开工率总体有所上升，其中主营炼厂开工率已维持在 80%左右，山东地炼开工率亦回升至约 6 成以上，行业成品油供给保持相对宽松。Q3 汽油价差 4585 元/吨（Q2 为 4782），Q3 柴油价差 3469 元/吨（Q2 为 3663），环比略有下滑，总体仍保持基本稳定。

图表 49 石化价差分位



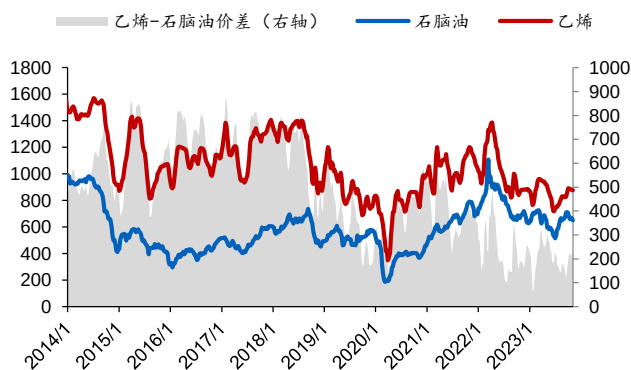
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 50 PX 价差 (美元/吨)



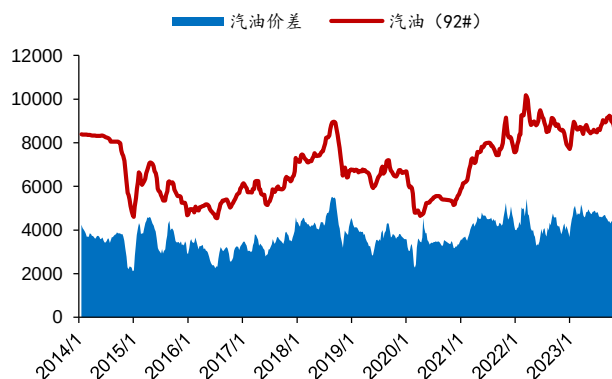
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 51 乙烯价差 (美元/吨)



资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 52 汽油价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

重点公司方面:

1) 恒力石化: 公司 2023Q3 实现营收 636.83 亿元, 同比/环比分别+24.4%/+19.5%; 实现归母净利润 26.52 亿元, 同比/环比分别+236.7%/+30.7%。从三季度来看, 原油价格重回上涨趋势, Q3 布伦特原油均价 86.92 美元/桶, 环比+11%, 原油价格边际上涨或增厚公司库存收益。前三季度煤炭采购 810 元/吨, 较上半年采购均价环比减少 77 元/吨, 成本压力缓解。23Q3 公司炼化产品/PTA/新材料产品分别实现销量 533/387/108 万吨, 环比分别-1%/+36%/+14%; 实现销售均价分别 5733/5088/8436 元/吨, 环比分别+7%/-2%/+0%; 实现营收分别 306/197/91 亿元, 环比分别+6%/+33%/+14%。当前公司正值资本开支投入大年, 截至 2023 年三季度末, 公司在建工程余额达 541 亿元, 较年初增加近 268 亿元, 部分产能已逐步建成投产。2023 年 10 月, 子公司康辉新材重组上市申请获得上交所受理, 本次交易资产交易作价为 101 亿元左右, 由大连热电通过发行股份方式购买康辉新材 100%股权, 从而实现康辉新材的分拆上市。

2) 荣盛石化: 公司 2023Q3 实现营收 845.22 亿元, 同比/环比分别+9.1%/-0.3%; 实现归母净利润 12.34 亿元, 同比/环比分别+1369.3%/+261.8%。从三季度来看, 公司存货规模达 499 亿元, 环比增加近 47 亿元, 油价上行背景下预计将带来较可观的库存收益。同时伴随油价上涨, 海外成品油价差快速走扩, 23Q3 东南亚汽油/柴油/航煤价差分别达 18.72/28.51/25.64 美元/桶, 环比分别+17%/+91%/+92%; 进入四季度, 海外柴油价差仍维持近 27 美元, 套利空间较大。2023 年公司已获取三批合计 358 万吨的成品油出口配额,

预计 Q4 可实现较好的出口利润增长。截至三季度末，公司在建工程余额约 365 亿元，较年初增加超 104 亿元，高性能树脂、高端新材料及金塘新材料项目稳步推进，23Q3 研发费用率环比提升 1.0pct 至 3.4%，新材料平台化布局推进加速。

3) 恒逸石化: 公司 2023Q3 实现营收 372.13 亿元，同比/环比分别-14.5%/+3.6%；实现归母净利润 1.30 亿元，同比/环比分别+126.3%/+215.7%。从三季度来看，成本端强支撑叠加海外成品油需求景气下，东南亚成品油裂解价差快速扩张，23Q3 东南亚汽油/柴油价差分别 18.72/28.51 美元/桶，环比分别+17%/+91%。化工品方面，PX 价差 401 美元/吨，环比下滑约 1%，总体仍维持相对高位。从 PTA 及瓶片板块来看，23Q3 原料 PX 价格维持高位，而 PTA 因下游需求较弱致价格传导不畅，且瓶片本身进入投产旺季，PTA 及瓶片利润承压。23Q3 国内 PTA/瓶片价差分别为 925/499 元/吨，环比分别-20%/-36%。从聚酯板块来看，涤纶长丝景气仍处于弱修复过程中，自 7 月起行业平均开工负荷已提升至 8 成以上，亚运会期间行业整体有所降负，部分装置产量方面受到一定影响。往后看，东南亚柴油高景气有望延续，截至 10 月 30 日，柴油裂解价差仍维持在 26 美元/桶以上，后续随着海外加息周期的拐点临近，海外柴油需求仍有望维持在高景气区间。

4) 卫星化学: 公司 2023Q3 实现营收 108.68 亿元，同比/环比分别+21.3%/+2.5%；实现归母净利润 15.51 亿元，同比/环比分别+560.0%/+36.6%。从三季度来看，受气温升高及分馏设施产能不足影响，乙烷价格有所上涨，Q3 均价 29 美分/加仑，较 Q1/Q2 均价 25/21 美分有所上升。截至 10 月末，乙烷价格已降至 26 美分左右，随着欧美本轮天然气补库节奏放缓，后续乙烷价格仍有下降动力，并带来原料端的成本改善。截至 10 月末，欧洲天然气库存储备已达 99%以上，美国在天然气出口量创历史新高的前提下国内库存亦位于高位。考虑到 23 年美国天然气无新增出口设施，澳洲 LNG 罢工事件影响将逐步消化，我们预计美国天然气价格仍将维持相对稳定，并带动乙烷价格回归正常溢价区间。报告期内，公司以 15.23 亿元收购嘉宏新材 100%股权，交割完成后公司合计拥有双氧水产能达 182 万吨（卫星 47+嘉宏 45*3）位列国内首位，年化外销量可达 92 万吨，公司亦可动态调整 PO 产能以更多释放双氧水外销量。三季度以来在供给阶段收窄+需求稳步放量的背景下，双氧水价格大幅走阔，国内 27.5%双氧水 Q3 均价达 1431 元/吨，同比/环比分别+67%/+81%，带动双氧水盈利快速提升，据百川预计，当前双氧水毛利近 1000 元/吨。随着 Q4 嘉宏新材产量稳步释放，公司有望显著受益于双氧水高景气延续。

（十）化纤：三季度成本驱动化纤价格上行，价差基本持平

2023 年第三季度化纤板块上市公司合计实现营收 1171.77 亿元，同比+5.5%，环比+8.2%；实现归母净利润 28.41 亿元，同比+4475.9%，环比+3.9%。平均毛利率为 13.9%，同比+0.1PCT，环比-0.04PCT；平均销售净利率为 3.9%，同比+0.5PCT，环比-2.2PCT。

图表 53 化纤板块 2023Q3 营收及归母净利润表现

代码	公司	营业收入（亿元）	同比	环比	归母净利润（亿元）	同比	环比
601233.SH	桐昆股份	248.45	43.3%	18.4%	7.98	318.0%	34.1%
603225.SH	新凤鸣	160.17	12.6%	2.2%	4.07	472.0%	40.6%
000703.SZ	恒逸石化	372.13	-14.5%	3.6%	1.30	126.2%	215.8%
600370.SH	三房巷	68.44	12.3%	18.3%	-0.34	-116.6%	16.3%
002206.SZ	海利得	14.92	4.4%	5.2%	1.00	46.2%	-4.0%
002064.SZ	华峰化学	70.60	15.7%	9.8%	5.70	2583.9%	-21.6%

002254.SZ	泰和新材	9.69	13.9%	4.3%	0.63	372.7%	-20.2%
600810.SH	神马股份	37.63	23.0%	29.9%	1.05	979.2%	826.8%
603055.SH	台华新材	13.19	37.3%	7.6%	1.44	148.6%	32.4%
600409.SH	三友化工	54.01	-7.8%	-2.8%	1.93	-12.6%	-23.7%
000949.SZ	新乡化纤	20.96	19.3%	33.8%	0.12	104.1%	304.9%
000420.SZ	吉林化纤	10.33	-11.6%	5.2%	0.06	-6.6%	-84.2%
000677.SZ	恒天海龙	2.66	10.5%	-0.1%	0.15	21.6%	-7.3%
000782.SZ	美达股份	7.63	4.2%	14.6%	-0.29	43.6%	14.9%
000936.SZ	华西股份	7.32	-1.0%	10.8%	0.47	-3.5%	112.6%
002427.SZ	尤夫股份	6.44	9.0%	-5.2%	-0.09	95.6%	21.6%
002998.SZ	优彩资源	7.48	13.0%	22.0%	0.43	174.8%	15.1%
300876.SZ	蒙泰高新	1.31	30.8%	13.4%	0.15	25.5%	870.8%
301057.SZ	汇隆新材	1.97	28.8%	-8.3%	0.12	81.3%	-37.9%
600063.SH	皖维高新	21.36	-5.7%	-9.0%	0.59	-82.2%	-72.6%
600889.SH	南京化纤	0.87	-15.1%	-45.4%	-0.45	-33.5%	-482.3%
603073.SH	彩蝶实业	1.69	-5.0%	-8.5%	0.29	4.2%	-18.1%
603332.SH	苏州龙杰	4.98	45.8%	25.0%	0.09	151.6%	187.4%
605166.SH	聚合顺	16.05	11.4%	7.3%	0.50	-29.7%	-0.4%
688295.SH	中复神鹰	5.53	-6.2%	13.4%	0.72	-64.6%	-19.8%
688722.SH	同益中	1.29	-26.6%	-14.3%	0.37	-37.1%	-10.8%
836077.BJ	吉林碳谷	4.69	8.6%	-5.7%	0.40	-73.1%	-57.9%
合计	化纤	1171.77	5.5%	8.2%	28.41	4475.9%	3.9%

资料来源：Wind，华创证券

注：板块营收及净利润取合计值；标的选择：SW 化纤（剔除 ST）

图表 54 化纤板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现

代码	公司	毛利率	同比(PCT)	环比(PCT)	销售净利率	同比(PCT)	环比(PCT)
601233.SH	桐昆股份	6.4%	4.4	-0.5	3.2%	5.3	0.4
603225.SH	新凤鸣	7.6%	5.4	1.9	2.5%	3.3	0.7
000703.SZ	恒逸石化	4.9%	4.6	2.4	0.5%	1.5	0.8
600370.SH	三房巷	0.2%	-6.0	-1.9	-0.5%	-3.9	0.2
002206.SZ	海利得	16.9%	1.2	-0.2	6.8%	1.9	-0.6
002064.SZ	华峰化学	14.3%	8.0	-2.7	8.1%	7.7	-3.3
002254.SZ	泰和新材	20.8%	5.6	-4.4	7.7%	6.2	-2.1
600810.SH	神马股份	10.6%	-2.8	-2.9	3.9%	4.9	4.1
603055.SH	台华新材	22.8%	2.8	1.1	10.9%	4.9	2.1
600409.SH	三友化工	22.5%	2.0	1.3	5.2%	0.0	-0.9
000949.SZ	新乡化纤	7.1%	16.1	1.6	0.6%	17.8	1.0
000420.SZ	吉林化纤	14.7%	6.9	1.6	0.6%	-0.3	-3.2

000677.SZ	恒天海龙	22.1%	-2.0	0.8	11.2%	0.9	-0.7
000782.SZ	美达股份	2.0%	4.2	0.7	-3.9%	3.3	1.3
000936.SZ	华西股份	4.3%	-3.1	-0.3	6.4%	-0.5	3.1
002427.SZ	尤夫股份	6.9%	11.1	3.0	-1.4%	33.7	0.3
002998.SZ	优彩资源	10.2%	4.3	2.2	5.8%	3.4	-0.3
300876.SZ	蒙泰高新	20.7%	-1.7	5.5	11.1%	-0.8	10.3
301057.SZ	汇隆新材	15.8%	1.2	-3.5	6.0%	1.7	-2.8
600063.SH	皖维高新	11.2%	-16.1	-3.2	2.8%	-12.0	-6.5
600889.SH	南京化纤	-6.9%	-13.7	-1.3	-55.9%	-21.8	-49.5
603073.SH	彩蝶实业	27.4%	1.6	4.5	17.3%	1.5	-2.0
603332.SH	苏州龙杰	5.2%	4.0	4.0	1.9%	7.2	4.6
605166.SH	聚合顺	6.6%	0.7	-0.1	3.5%	-1.3	-0.3
688295.SH	中复神鹰	32.1%	-19.6	-4.2	13.1%	-21.5	-5.4
688722.SH	同益中	45.5%	5.6	2.9	29.5%	-4.1	1.3
836077.BJ	吉林碳谷	22.9%	-21.2	-9.6	8.5%	-25.9	-10.6
平均	化纤	13.9%	0.1	-0.04	3.9%	0.5	-2.2

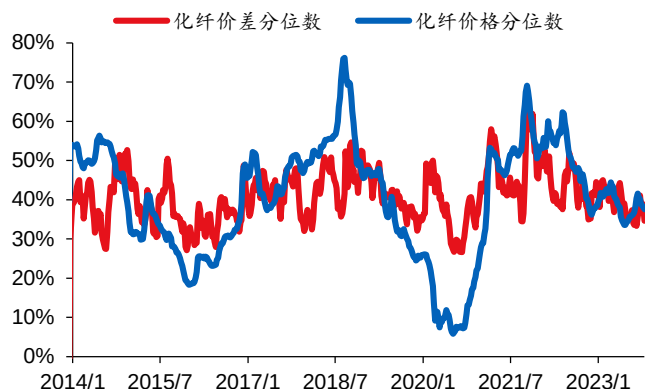
资料来源：Wind，华创证券

注：板块毛利率及净利率取平均值；标的选择：SW 化纤（剔除 ST）

从各公司业绩表现看，统计范围内的上市公司营收端大多实现环比增长，主要得益于成本端原油价格上行与传统旺季对产品价格的支持，以及近年来行业规划新产能的逐步投放带来的公司体量放大。盈利方面，尽管油价上涨增加了化纤企业的成本压力，但金九银十恰逢化纤行业旺季，叠加杭州亚运会 9 月举办促使下游需求前置提前补库，原料端的上涨基本顺畅传递至下游，故 Q3 化纤企业毛利率基本维持平稳。

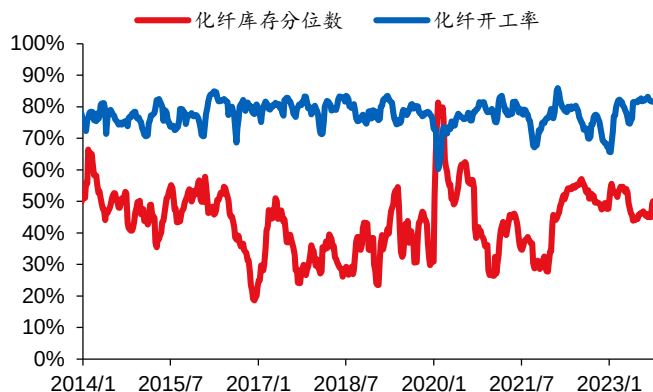
复盘化纤行业基本面表现：截止 11 月 4 日，化纤行业价格/价差分位数分别为 37.6%/34.6%；库存分位数为 49.8%；平均开工率为 81.3%。23 年化纤行业主打修复主题：经历 22H1 华东封控+ 22H2 油价大幅波动的冲击后，行业景气坠入谷底。今年伴随产业链重启，行业开工显著上行，平均开工率由年初 67.4%回归至 81.3%。但受限于高油价与终端海外去库，化纤行业利润水平仍处于较低位置。需求端：纺服终端内销恢复明显，1-9 月纺服零售额累计 0.99 万亿元，同比+7.1%；终端 23 年出口相对较弱，当前海外仍处于去库阶段，预计 24 年重启补库。单看三季度，7 月以来，油价攀升推动成本上升，化纤价格上行；旺季金九银十的驱动下，下游对原料上涨基本消化，化纤价差相对稳定。近一季度化纤价格分位由 33.6%上涨至 40.5%；价差分位由 39.0%下降至 37.0%。

图表 55 化纤价格价差分位数变化



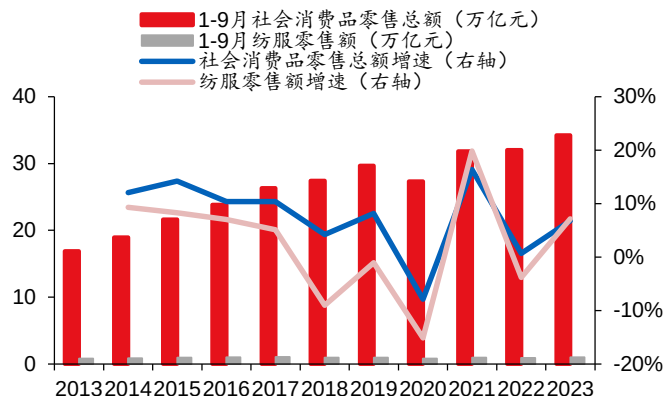
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 56 化纤库存分位数及平均开工率变化



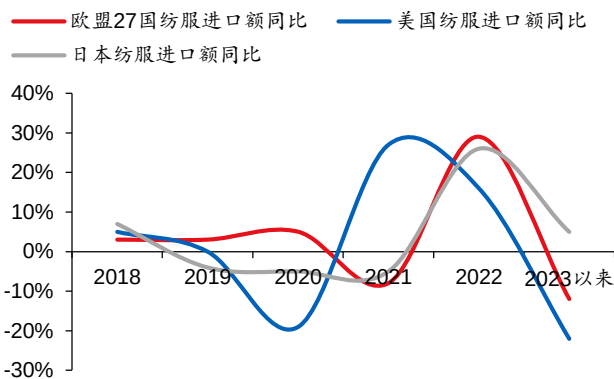
资料来源: Wind, 中纤网, 华创证券

图表 57 23 年 1-9 月国内纺服零售额累计同比增长 7.1%



资料来源: Wind, 华创证券

图表 58 欧、美、日纺服进口额同比负增长



资料来源: CCF, 华创证券

重点公司方面:

1) 桐昆股份: 公司 2023Q3 实现营收 248.45 亿元, 同比+43.3%, 环比+18.4%; 归母净利润 7.98 亿元, 同比扭亏为盈, 环比+34.1% (对联营企业和合营企业投资收益 4.24 亿元, 同比+481.5%, 环比+162.4%)。经营数据来看, Q3 公司主业利润同比回升显著, 环比基本持平: 23Q3 公司涤纶 POY/FDY/DTY 销量分别为 221.07/38.15/25.67 万吨, 同比+43.5%/+27.4%/+23.9%, 环比+12.8%/+17.3%/+4.8%; 营收分别为 153.88/29.73/21.71 亿元, 同比+40.3%/+27.4%/+23.3%, 环比+15.8%/+20.0%/+6.6%。公司作为全球最大的涤纶长丝企业, 预计到 23 年底将拥有 1260 万吨涤纶长丝、1020 万吨 PTA 产能, 占全国长丝产能 20%+。伴随长丝行业整体新增产能放缓, 公司业务重点将聚焦上游布局炼化: 6 月公司公告泰昆石化印尼北加炼化一体化项目, 以泰昆石化为投资主体, 公司持股 45.9%, 项目原油加工量 1600 万吨/年, 包含成品油 430 万吨/年+芳烃 520 万吨/年产能。

2) 新凤鸣: 公司 2023Q3 实现营收 160.17 亿元, 同比+12.57%, 环比+2.18%; 实现归母净利润 4.07 亿元, 同比扭亏为盈, 环比+40.60%。经营数据来看, Q3 公司主业利润持续修复: 23Q3 公司涤纶 POY/FDY/DTY/短纤销量分别为 116.31/36.19/18.99/33.06 万吨, 同比+8.9%/+2.1%/+17.6%/+141.3%, 环比-7.7%/-1.0%/-4.1%/+12.6%; 营收分别为 81.37/28.38/16.53/21.86 亿元, 同比+7.2%/+2.8%/+17.5%/+132.7%, 环比-4.9%/+1.6%/-

0.6%/+15.0%；总销售毛利率 7.64%，同比+5.42pct，环比+1.86pct；总销售净利率 2.54%，同比+3.31pct，环比+0.69pct。整体来看，23Q3 公司延续今年以来的修复状态，销售毛利率、净利率保持同/环比增长。公司拥有涤纶长丝产能 740 万吨，涤纶短纤产能 120 万吨，PTA 产能 500 万吨，形成“PTA—聚酯—纺丝—加弹”产业链一体化和规模化的经营格局。公司后续布局以纵向拓展为主，包括 540 万吨 P8++ PTA 设备和泰昆石化印尼北加炼化一体化项目（一期项目原油加工量 1600 万吨/年，公司持股 44.1%）。

3) 华峰化学：公司 2023Q3 实现营收 70.60 亿元，同比+15.67%，环比+9.79%；实现归母净利润 5.70 亿元，同比+2583.92%，环比-21.63%。经营数据来看，公司 Q3 单季度毛利率 14.27%，同比+8.03pct，环比-2.65pct，较 22 年显著修复，但也是 23 年较低的一个季度；Q3 单季度净利率 8.08%，同比+7.75pct，环比-3.26pct。公司作为氨纶、己二酸、聚氨酯原液全球行业龙头，三大类产品产销量均居全国第一、全球前列，规模优势显著。23 年公司共规划 30 万吨差别化氨纶、40 万吨己二酸和 5 万吨聚氨酯原液产能；30 万吨差别化氨纶项目中的 10 万吨产能已于 4 月开展试运行，115 万吨/年己二酸扩建项目（六期）也于 9 月投产试运行。23 年是中国氨纶行业近年来新产能投放增速最高的一年，参考百川盈孚，截至 9 月全国净新增氨纶产能 27.3 万吨，较 22 年 109 万吨有效产能增加 +25.0%；新产能集中快速投放造成的供给过剩是限制行业利润修复的重要因素，Q3 氨纶价差缩窄，行业负荷、库存环比基本持平。

4) 海利得：公司 2023Q3 实现营收 14.92 亿元，同比+4.4%，环比+5.2%；归母净利润 1.00 亿元，同比+46.16%，环比-4.0%。经营数据来看，公司 Q3 单季度销售毛利率 16.9%，同比+1.2pct，环比-0.2pct；销售净利率 6.8%，同比+1.9pct，环比-0.6pct。23Q3 主营产品价格价差环比压缩，利润率小幅下行：涤纶工业丝均价 8788.9 元/吨，同比-9.2%，环比-1.2%；涤纶帘子布出口均价 2.51 美元/kg，同比-17.6%，环比-2.4%；利润端，涤纶工业丝平均价差 2295.6 元/吨，同比-24.4%，环比-25.0%。与涤纶工业丝行业平均价差环比 25% 的降幅相比，公司整体毛利率仅下降 0.2pct；主要系车用产品由于产品技术及认证壁垒等，可维持较稳定的毛利率水平。未来发展来看，公司作为出口型企业，注重推进国际化进程与提升国际竞争力。主业方面，预计公司将重点推进越南工厂的车用丝产能占比爬坡与帘子布新产能建设；据公司公告，后续资本开支则聚焦研究院及创新类产品项目。

（十一）氟化工：Q3 产业利润集中在萤石环节，制冷剂利润环比下滑

2023 年第三季度氟化工板块上市公司合计实现营收 154.16 亿元，同比-2.5%，环比+7.1%；实现归母净利润 7.32 亿元，同比-56.7%，环比-30.0%。平均毛利率为 16.8%，同比-6.6PCT，环比-3.5PCT；平均销售净利率为 4.3%，同比-7.3PCT，环比-3.6PCT。

图表 59 氟化工板块 2023Q3 营收及归母净利润表现

代码	公司	营业收入(亿元)	同比	环比	归母净利润(亿元)	同比	环比
603505.SH	金石资源	5.96	154.8%	52.5%	1.20	103.3%	30.4%
600160.SH	巨化股份	59.17	0.7%	7.2%	2.57	-65.5%	-23.8%
603379.SH	三美股份	8.73	-27.2%	-9.0%	1.08	-8.0%	-1.3%
605020.SH	永和股份	11.49	20.4%	0.7%	0.52	-42.6%	-35.6%
002915.SZ	中欣氟材	3.33	-9.8%	13.8%	-0.45	-249.1%	120.6%
002326.SZ	永太科技	10.59	-32.3%	1.1%	-1.38	-337.4%	-1133.9%

002407.SZ	多氟多	35.21	7.7%	26.0%	1.94	-40.5%	22.6%
600378.SH	昊华科技	19.70	-16.2%	-12.3%	1.84	-30.0%	-33.1%
合计	氟化工	154.16	-2.5%	7.1%	7.32	-56.7%	-30%

资料来源：Wind，华创证券

注：板块营收及净利润取合计值；标的选择：萤石、制冷剂、含氟高分子、含氟中间体、六氟磷酸锂公司

图表 60 氟化工板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现

代码	公司	毛利率	同比(PCT)	环比(PCT)	销售净利率	同比(PCT)	环比(PCT)
603505.SH	金石资源	37.1%	-15.5	-12.3	23.3%	-1.9	-1.9
600160.SH	巨化股份	10.6%	-8.5	-4.1	4.5%	-8.2	-1.8
603379.SH	三美股份	12.9%	3.1	-1.0	12.4%	2.6	1.0
605020.SH	永和股份	14.1%	-2.3	-2.5	4.5%	-5.0	-2.6
002915.SZ	中欣氟材	7.4%	-11.6	-0.8	-12.7%	-21.3	-6.3
002326.SZ	永太科技	6.9%	-16.6	-7.8	-14.7%	-19.8	-14.4
002407.SZ	多氟多	19.1%	-3.0	0.4	7.4%	-3.2	0.1
600378.SH	昊华科技	26.1%	1.9	0.3	9.3%	-1.9	-2.9
平均	氟化工	16.8%	-6.6	-3.5	4.3%	-7.3	-3.6

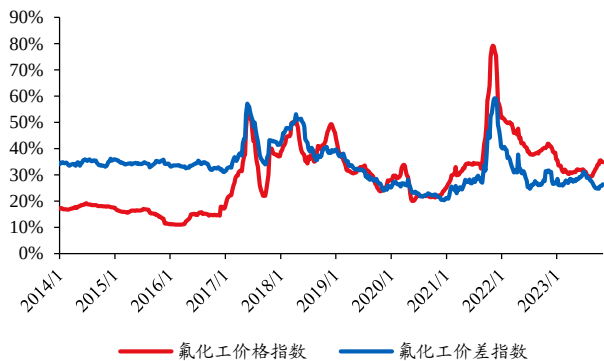
资料来源：Wind，华创证券

注：板块毛利率及净利率取平均值；标的选择：萤石、制冷剂、含氟高分子、含氟中间体、六氟磷酸锂公司

Q3 产业利润集中在萤石环节，制冷剂利润环比下滑。从板块总体表现来看，Q3 氟化工板块营收端实现环比增长，但归母净利润同环比均下滑。具体到公司和产业链环节来看，上游萤石端无论是营收还是利润同环比均实现增长。而下游制冷剂企业营收端涨跌互现，利润端均表现为同环比下滑，原因在于 Q2 通常是制冷剂旺季，Q3 制冷剂总体需求疲弱。此外，由于制冷剂出口占比高，因此 Q2 部分企业享受一定的汇兑收益，因此基数相对较高。6F 板块，永太科技和多氟多业绩出现分化，与 6F 开工率关系较大。含氟高分子板块，永和股份和昊华科技的业绩表现也略有不同，Q3 含氟高分子价格持续下行，因此昊华科技的营收和利润端同环比均下滑，永和股份则由于有新产能投放，因此收入端略微上行，但利润端同样下滑。

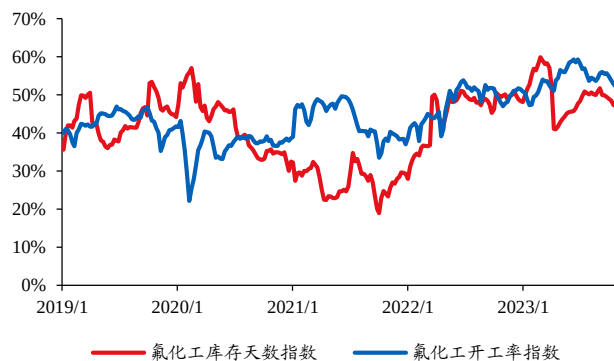
复盘氟化工行业基本面表现：当前氟化工行业价格/价差分位数分别为 35%/26%；库存分位数为 47%；平均开工率为 58%。2023 年氟化工板块核心在于三代制冷剂，价格呈现阶段式上涨，三季度利润逐渐修复。氟化工板块包括上游萤石、中游氢氟酸、下游制冷剂、含氟高分子、无机氟盐等组成。而三代制冷剂最能反应该板块景气走势。以常用的 R32 为例复盘 2023 年三代制冷剂的价格价差变化：R32 在经历配额锁定期企业为抢占配额超产的 3 年后，于 2023 年年初价格及价差开始反弹，R32 的价格自年初的 1.4 万元/吨阶梯式上涨至当前（2023/10/21）的 1.6 万元/吨，盈利扭亏为盈。但由于制冷剂旺季通常在二三季度，四季度初制冷剂的涨价基本与供需无关，主要是原材料萤石的涨价推动。由于萤石行业环保及安全监察加严，叠加冬季北方矿企停车，且再无制冷剂企业亏损无法涨价的压制，萤石价格自国庆节后开始强势反弹，行业利润基本被资源端萤石企业占据。

图表 61 当前氟化工板块价格分位数 35%，价差分位数 26%



资料来源: Wind, 华创证券

图表 62 当前氟化工板块库存天数分位数 47%，开工率指数 58%



资料来源: Wind, 华创证券

重点公司方面:

1) 巨化股份: 公司 2023 年前三季度实现营收 160.13 亿元, 同比-2.22%, 实现归母净利润 7.47 亿元, 同比-56.04%。单三季度来看, 2023Q3 实现营收 59.17 亿元, 同比+0.75%/环比+7.19%, 实现归母净利润 2.57 亿元, 同比-65.54%/环比-23.74%。1) 石化材料及含氟精细化工品板块表现较好, 制冷剂板块短期承压。分板块来看, Q3 氟化工原料、制冷剂、含氟聚合物材料、含氟精细化学品、食品包装材料、石化材料、基础化工产品等各板块营收分别为 2.5/14.96/4.88/0.36/2.72/7.42/6.90 亿元, 环比分别-16.2%/-5.6%/-19.6%/-11.9%/+8.1%/+9.5%/-3.0%。石化材料及含氟精细化工品板块营收同环比上行, 而氟化工原料、制冷剂、含氟聚合物材料、食品包装材料、基础化工品板块出现下滑。其中制冷剂板块由于三季度新装空调市场需求环比下滑导致量价均有不同程度下滑, 含氟聚合物板块则由于 PTFE、PVDF 等下游需求布局预期叠加供给端新产能陆续投放导致市场疲软。2) 制冷剂板块 Q3 短期承压。Q3 制冷剂板块实现营收 14.96 亿元, 同比-23.8%/环比-5.6%, 其中三代制冷剂实现营收 10.78 亿元, 同比-28.1%/环比-6.8%; 销量 7.7 万吨, 同比-18.8%/环比-3.9%, 其中三代制冷剂销量 5.87 万吨, 同比-17.8%/环比-5.2%; 均价 1.94 万元/吨, 同比-6.1%/环比-1.8%, 其中三代制冷剂均价 1.84 万元/吨, 同比-12.6%/环比-1.7%。细分品种价格价差方面, R22/R32/R125/R134a Q3 市场均价分别为 1.93/1.41/2.23/2.24 万元/吨, 环比-2.07%/-3.31%/-10.21%/-5.22%, 价差分别为 1.12/0.11/0.88/0.69 万元/吨, 环比-2.3%/-45.8%/-10.2%/-7.7%。

2) 永和股份: 公司 2023 年前三季度实现营收 32.29 亿元, 同比+18.69%, 实现归母净利润 1.62 亿元, 同比-28.86%。其中单三季度实现营收 11.49 亿元, 同比+20.37%/环比+0.7%; 实现归母净利润 0.52 亿元, 同比-42.58%/环比-35.80%; 实现扣非归母净利润 0.49 亿元, 同比-28.64%/环比-37.18%。(1) Q3 总体销量上行, 制冷剂及高分子板块营收同环比均实现增长。分板块来看, 1) 氟碳化学品板块实现营收 6.22 亿元, 同比+2.65%/环比+3.07%, 其中销量达到 3.17 万吨, 同比+28.02%/环比+7.44%, 销售均价为 1.96 万元/吨, 同比-19.82%/环比-4.06%。Q3 是制冷剂售后市场旺季, 公司销量同环比均实现增长。2) 含氟高分子板块实现营收 3.65 亿元, 同比+81.33%/环比+4.35%, 其中销量为 0.86 万吨, 同比+234.56%/环比+34.87%, 销售均价为 4.24 万元/吨, 同比-45.80%/环比-22.62%。随着邵武基地新产能持续投放, 销量同比实现大幅增长。3) 化工原料板块实现 1.32 亿元, 同比+11.23%/环比-17.81%, 其中销量为 5.54 万吨, 同比+84.96%/环比+4.31%, 销售均价为 0.24 万元/吨, 同比-39.86%/环比-21.20%。由于江西石磊的化工原料产品二氯甲烷、三氯

甲烷、四氯乙烯并入的缘故，销售均价下降。(2)三代制冷剂配额方案已于近期落地，其中下发总额较海外基加利修正案少，且对各个企业配额调整最多增加 10% (以配额为基准)，供给端较之基加利修正案更加有序化，三代制冷剂价格有望自 2024 年开始开启涨价趋势。从 Q3 各个细分品种价格价差来看，R22/R32/R125/R134a Q3 市场均价分别为 1.93/1.41/2.23/2.24 万元/吨，环比 -2.07%/-3.31%/-10.21%/-5.22%，价差分别为 1.12/0.11/0.88/0.69 万元/吨，环比 -2.3%/-45.8%/-10.2%/-7.7%。

3) 金石资源：公司 2023 年前三季度实现营收 11.55 亿元，同比+76.80%，实现归母净利润 2.46 亿元，同比+61.14%。其中单三季度实现营收 5.96 亿元，同比+154.78%/环比+52.43%，实现归母净利润 1.2 亿元，同比+103.27%/环比+30.43%。量：根据公司公告，前三季度公司一共产萤石产品约 36 万吨，销量达到 33.06 万吨。单三季度实现萤石产品产量约 15.48 万吨，销量约 13.2 万吨；Q3 包钢项目 2 条线投产贡献主要增量。单一矿山方面，子公司紫晶矿业由于安全事故 10 月份停车。根据金石资源公告，紫晶矿业原计划在 23Q4 生产萤石精粉及高品位块矿约 5000-6000 吨/月。价：根据百川盈孚，Q3 萤石 97 湿粉均价为 3229 元/吨，同比+13.63%/环比+1.36%，价格同环比均实现增长。展望 Q4，价格有望持续上涨。根据百川盈孚，10 月 25 日萤石 97 湿粉报价 3728 元/吨，97 干粉报价 3928 元/吨。一方面，受金石资源子公司紫晶矿业停产及冬季北方矿企潜在停产预期影响，下游企业在国庆节后开始备货，部分矿企目前订单已排至 12 月份。此外，由于近期矿企事故频出，国内对矿业的安全检查和环保监察持续加严，萤石供给端约束条件较强。另一方面，2023 年以来三代制冷剂逐渐恢复盈利，作为萤石最大下游，其对萤石涨价敏感度大大降低，并且具备传导萤石涨价能力，因此前期压制萤石涨价因素得以解除，我们预计萤石价格仍有较大上涨动力。

(十二) 硅化工：Q3 产业链总体利润同环比下滑，硅基新材料业绩平稳

2023 年第三季度硅化工板块上市公司合计实现营收 153.71 亿元，同比+4.6%，环比+7.8%；实现归母净利润 6.97 亿元，同比-69.1%，环比-36.1%。平均毛利率为 18.1%，同比-11.4PCT，环比-2.3PCT；平均销售净利率为 7.5%，同比-10.8PCT，环比-3.6PCT。

图表 63 硅化工板块 2023Q3 营收及归母净利润表现

代码	公司	营业收入(亿元)	同比	环比	归母净利润(亿元)	同比	环比
603260.SH	合盛硅业	79.49	50.7%	28.0%	4.02	-60.1%	-48.4%
600596.SH	新安股份	38.15	-20.3%	-17.0%	0.62	-88.3%	740.6%
300821.SZ	东岳硅材	11.25	-32.9%	4.1%	-0.94	-253.7%	-23.3%
605399.SH	晨光新材	3.07	-35.2%	8.7%	0.05	-96.6%	-83.6%
603281.SH	江瀚新材	5.74	-29.4%	-3.8%	1.60	-35.4%	-27.4%
605366.SH	宏柏新材	3.66	-7.5%	7.2%	0.22	-72.3%	-11.5%
301059.SZ	金三江	0.65	-7.4%	34.7%	0.05	-68.8%	70.6%
300019.SZ	硅宝科技	7.19	12.7%	8.4%	0.91	44.7%	18.0%
300727.SZ	润禾材料	3.09	5.9%	11.7%	0.23	-0.9%	3.7%
603155.SH	新亚强	1.44	-47.8%	-13.1%	0.19	-74.0%	-59.4%
合计	硅化工	153.71	4.6%	7.8%	6.97	-69.1%	-36.1%

资料来源：Wind，华创证券

注：板块营收及净利润取合计值；标的选择：工业硅、有机硅、硅烷、硅基新材料公司

图表 64 硅化工板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现

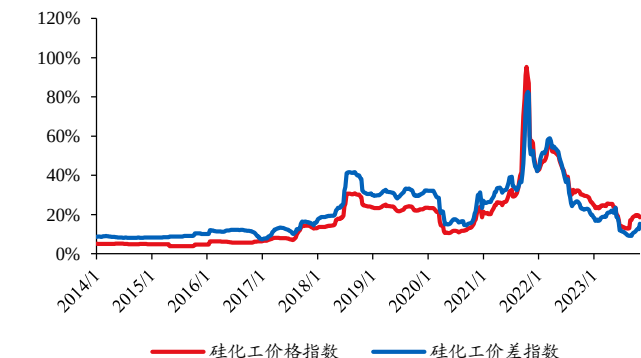
代码	公司	毛利率	同比(PCT)	环比(PCT)	销售净利率	同比(PCT)	环比(PCT)
603260.SH	合盛硅业	14.6%	-22.0	-8.0	5.0%	-14.1	-7.5
600596.SH	新安股份	11.1%	-10.2	-0.9	2.1%	-9.3	1.4
300821.SZ	东岳硅材	-1.5%	-11.7	0.7	-8.3%	-12.0	3.0
605399.SH	晨光新材	10.1%	-29.5	-1.0	1.6%	-30.0	-9.2
603281.SH	江瀚新材	33.5%	-9.4	-3.1	27.9%	-2.6	-9.1
605366.SH	宏柏新材	12.1%	-20.9	-4.8	6.1%	-14.3	-1.3
301059.SZ	金三江	32.7%	-5.7	1.9	7.3%	-14.2	1.5
300019.SZ	硅宝科技	26.6%	5.2	0.9	12.7%	2.8	1.0
300727.SZ	润禾材料	27.2%	3.2	0.1	7.5%	-0.5	-0.6
603155.SH	新亚强	15.0%	-12.6	-8.4	13.2%	-13.5	-15.2
平均	硅化工	18.1%	-11.4	-2.3	7.5%	-10.8	-3.6

资料来源: Wind, 华创证券

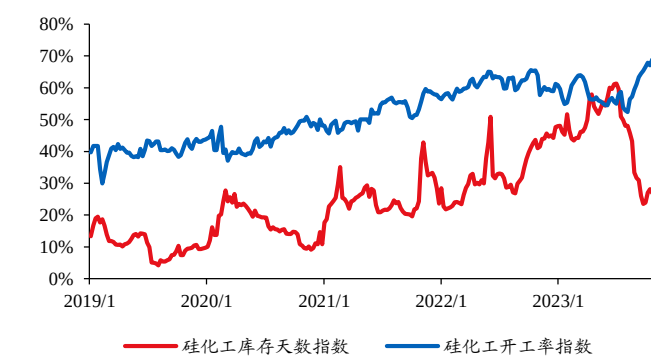
注: 板块毛利率及净利率取平均值; 标的选择: 工业硅、有机硅、硅烷、硅基新材料公司

Q3 营收端表现较好, 利润持续下滑。从板块总体表现来看, Q3 硅化工板块营收端实现环比增长, 但归母净利润同环比均大幅下滑。具体到公司和产业链环节来看, 工业硅龙头企业合盛硅业 Q3 利润下滑较多, 主要原因在于 Q3 工业硅价格环比下降。而有机硅企业则是延续景气较差趋势, 利润端同比下滑, 环比小幅增长。硅烷行业也在 2023 年开始景气下行, 营收及利润端均表现为同比大幅下滑, 且 Q3 环比仍没有向好改善。而硅基新材料的相关公司金三江、硅宝科技总体业绩环比小幅上行。

复盘硅化工行业基本面表现: 当前硅化工行业价格/价差分位数分别为 19%/15%; 库存分位数为 30%; 平均开工率为 69%。工业硅价格是硅化工产业链晴雨表, 复盘 2023 年以来的工业硅价格, 总体呈现深“V”字走势。2023 年开始工业硅价格持续下降, 一方面是原材料端石油焦、硅煤等产品价格下跌, 另一方面出口端及下游有机硅需求同比大幅下滑, 工业硅价格由年初的 1.9 万元/吨一路下跌至 7 月底的 1.33 万元/吨, 触及行业大部分企业的成本线以下。而后随着金 9 银 10 提前备货、期货建仓以及出口提升, 伴随着行业库存快速下降, 工业硅产品价格开始回暖, 至 10 月 12 日回归到 1.59 万元/吨, 而后价格小幅回落, 截至 10 月 21 日, 市场报价为 1.56 万元/吨。

图表 65 当前硅化工板块价格/价差分位数 19%/15%


资料来源: Wind, 华创证券

图表 66 当前硅化工库存分位 30%, 开工率指数 69%


资料来源: Wind, 华创证券

重点公司方面:

合盛硅业: 公司 2023 年前三季度实现营收 198.86 亿元, 同比+8.81%, 实现归母净利润 21.85 亿元, 同比-52.03%。其中单三季度实现营收 79.49 亿元, 同比+50.67%/环比+28.02%, 实现归母净利润 4.02 亿元, 同比-60.17%/环比-48.46%。(1)Q3 工业硅价格成“V”字走势, 8 月已经触底反弹。工业硅板块 2023Q3 实现营收 42.70 亿元, 同比+123.26%/环比+31.52%, 实现销量 36.18 万吨/吨, 同比+213.52%/环比+50.26%, 实现销售均价 1.18 万元/吨, 同比-28.79%/环比-12.48%。Q3 由于下游有机硅需求持续走弱、多晶硅新产能爬坡较慢以及出口同比下滑, 工业硅价格一路下跌, 7 月底 441# 跌至最低价 1.33 万元/吨, 行业多数产能亏损, 公司自备电厂产能具备一定成本优势。8 月初开始, 随着金 9 银 10 小旺季提前补库, 价格持续上行, 当前 441# 价格为 1.55 万元/吨。而 11 月开始, 枯水期即将来临, 工业硅价格有望进一步上涨。目前公司一共有 122 万吨工业硅产能, 有望充分享受涨价弹性。(2) 有机硅底部待反弹, 多晶硅已经顺利投产即将贡献利润。有机硅方面, 公司主要有有机硅品种 (110 生胶+107 胶+混炼胶+环体硅氧烷) Q3 合计实现营收 32.10 亿元, 同比+12.54%/环比+31.41%, 实现销量 27.22 万吨, 同比+72.10%/环比+48.85%, 实现均价 1.18 万元/吨, 同比-34.61%/环比-11.72%。Q3 有机硅均价同环比仍在下行趋势, 但公司销量显著提升。

(十三) 钛白粉: Q3 钛白粉景气上行, 板块业绩同环比均增长

2023 年第三季度钛白粉板块上市公司合计实现营收 125.04 亿元, 同比+17.7%, 环比+9.0%; 实现归母净利润 12.92 亿元, 同比+6.4%, 环比+17.5%。平均毛利率为 17.2%, 同比-2.8PCT, 环比-1.6PCT; 平均销售净利率为 8.6%, 同比-2.2PCT, 环比-0.6PCT。

图表 67 钛白粉板块 2023Q3 营收及归母净利润表现

代码	公司	营业收入(亿元)	同比	环比	归母净利润(亿元)	同比	环比
002601.SZ	龙佰集团	70.22	24.5%	11.7%	8.80	-3.0%	28.9%
002145.SZ	中核钛白	13.80	13.9%	40.6%	1.20	50.3%	9.3%
002136.SZ	安纳达	5.73	-9.6%	8.4%	0.26	-64.4%	-21.9%
000629.SZ	钒钛股份	35.29	12.4%	-4.0%	2.66	72.6%	-2.8%
合计	钛白粉	125.04	17.7%	9%	12.92	6.4%	17.5%

资料来源: Wind, 华创证券

注: 板块营收及净利润取合计值; 标的选择: 钛矿、钛白粉公司

图表 68 钛白粉板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现

代码	公司	毛利率	同比(PCT)	环比(PCT)	销售净利率	同比(PCT)	环比(PCT)
002601.SZ	龙佰集团	29.0%	-2.4	1.6	12.6%	-3.8	1.3
002145.SZ	中核钛白	16.5%	3.0	-4.8	8.7%	2.1	-2.5
002136.SZ	安纳达	9.6%	-11.9	-2.2	5.4%	-10.5	-1.3
000629.SZ	钒钛股份	13.6%	0.3	-1.1	7.7%	3.2	0.2
平均	钛白粉	17.2%	-2.8	-1.6	8.6%	-2.2	-0.6

资料来源: Wind, 华创证券

注: 板块毛利率及净利率取平均值; 标的选择: 钛矿、钛白粉公司

Q3 钛白粉行业营收和利润端同环比均上行，景气度持续向上。由于 Q3 钛白粉均价上行，产业链营收及利润均向上。分公司和产业链环节来看，上游矿端代表企业钒钛股份营收及利润同比上行，环比小幅下降，其中利润端同比改善明显。中游三家钛白粉企业来看，龙佰集团和中核钛白总体同环比上行，而安纳达利润端同环比均下滑，各企业业绩分化。

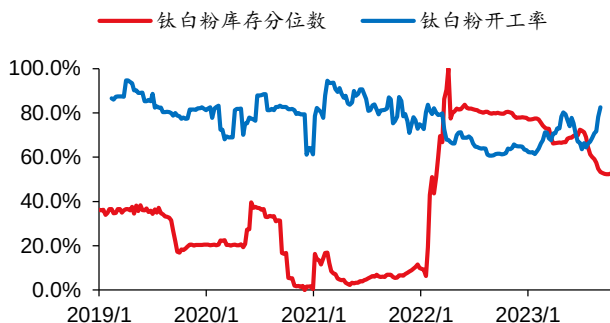
复盘钛白粉行业基本面表现：当前钛白粉行业价格/价差分位数分别为 64%/53%；库存分位数为 54%；平均开工率为 84%。三季度高开工&低库存，价格价差坚挺。钛白粉价格及价差自 2023 年以来呈现持续上涨趋势，8 月初之后涨幅显著，库存分位数和开工率在 4 月和 8 月均呈现剪刀手趋势，即开工率上行同时库存分位数下行，表明需求好转，与国内房屋竣工面积同比转正对应。当前钛白粉行业开工率已经达到 80%以上，而库存持续去化到 54.2%分位值（自 2019 年 1 月开始），价格依然坚挺。

图表 69 当前钛白粉板块价格分位数 52.7%，价差分位数 64.2%



资料来源：Wind，华创证券

图表 70 当前钛白粉行业库存分位数 54.2%，开工率 84%



资料来源：Wind，华创证券

重点公司方面：

龙佰集团：公司 2023 年前三季度实现营收 202.83 亿元，同比+12.28%，实现归母净利润 21.42 亿元，同比-32.50%，实现销售毛利率 26.44%，销售净利率 10.99%。其中单三季度实现营收 70.22 亿元，同比+24.49%/环比+11.76%，实现归母净利润 8.80 亿元，同比-2.98%/环比+28.90%，实现销售毛利率 28.96%，实现销售净利率 12.65%。Q3 钛白粉景气上行，盈利持续修复。复盘钛白粉今年以来的价格走势，钛白粉价格一共经历两轮上涨趋势。第一轮上涨自 2 月份底部价格 1.49 万元/吨持续上涨至 4 月份的 1.58 万元/吨，第二轮上涨始于 7 月份 1.52 万元/吨，7 月份至今延续上涨趋势，目前报价为 1.66 万元/吨。根据我们的统计，当前价格分位数为 64%（自 2014/1/4 日起计算）。行业端库存也在 6 月起持续去化，根据我们的统计，当前行业库存分位数为 54.2%（自 2019/1/5 起计算），处于中分位水平。往后看，钛白粉有望维持高景气度。公司目前拥有 151 万吨钛白粉产能及 5 万吨海绵钛产能，有望充分享受钛白粉行业高景气。

（十四）食品及饲料添加剂：周期磨底盈利承压，静待复苏

1、维生素：生猪养殖持续亏损，需求悲观打压价格

2023 年第三季度维生素板块上市公司合计实现营收 146.32 亿元，同比-1.7%，环比-3.6%；实现归母净利润 9.99 亿元，同比-26.4%，环比-39.3%。平均毛利率为 34.4%，同比-1.1 PCT，环比-1.5 PCT；平均销售净利率为 7.1%，同比-1.4 PCT，环比-3.6 PCT。

图表 71 维生素板块 2023Q3 营收及归母净利润表现

代码	公司	营业收入（亿元）	同比	环比	归母净利润（亿元）	同比	环比
002001.SZ	新和成	35.94	-2.7%	-5.6%	6.18	-22.5%	-26.4%
002019.SZ	亿帆医药	9.86	2.8%	-1.9%	0.38	-10.6%	-13.0%
603235.SH	天新药业	3.67	-27.9%	-32.4%	0.83	-44.7%	-62.5%
002626.SZ	金达威	7.69	3.9%	1.0%	0.59	-20.1%	-38.7%
600216.SH	浙江医药	19.39	-3.4%	0.4%	0.29	-69.0%	-81.7%
600812.SH	华北制药	27.41	5.7%	6.5%	0.01	-74.3%	-93.2%
000597.SZ	东北制药	18.98	-11.7%	-11.8%	0.85	446.0%	30.9%
300401.SZ	花园生物	2.41	-13.2%	-29.0%	0.32	-44.1%	-51.5%
603067.SH	振华股份	10.48	36.5%	22.5%	0.95	26.6%	4.1%
002562.SZ	兄弟科技	6.91	-18.0%	-12.8%	-0.42	-196.6%	-223.6%
000952.SZ	广济药业	1.79	11.4%	-21.9%	-0.41	-759.7%	-325.8%
603079.SH	圣达生物	1.81	-2.4%	-6.5%	0.03	-56.4%	126.9%
合计	维生素	146.32	-1.7%	-3.6%	9.99	-26.4%	-39.3%

资料来源：Wind，华创证券

注：板块营收及净利润取合计值

图表 72 维生素板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现

代码	公司	毛利率	同比(PCT)	环比(PCT)	销售净利率	同比(PCT)	环比(PCT)
002001.SZ	新和成	35.2%	1.6	1.5	17.3%	-4.3	-5.0
002019.SZ	亿帆医药	50.9%	-0.4	-1.2	1.7%	-0.4	-2.4
603235.SH	天新药业	35.8%	0.7	-7.0	22.6%	-6.8	-18.2
002626.SZ	金达威	38.9%	3.5	4.0	7.9%	-1.3	-5.0
600216.SH	浙江医药	33.0%	0.0	-0.9	-0.3%	-2.6	-5.6
600812.SH	华北制药	29.8%	-3.5	-2.4	0.3%	-0.2	-1.1
000597.SZ	东北制药	36.1%	-2.5	-5.8	4.7%	3.9	1.4
300401.SZ	花园生物	53.8%	-10.3	-8.8	13.2%	-7.3	-6.1
603067.SH	振华股份	22.9%	-1.9	-2.7	9.2%	-0.9	-1.7
002562.SZ	兄弟科技	7.2%	-12.9	-10.0	-6.1%	-11.3	-10.4
000952.SZ	广济药业	25.0%	-13.5	-12.1	-24.5%	-21.4	-32.0
603079.SH	圣达生物	18.0%	-0.2	1.8	1.9%	-1.2	6.7
平均	维生素	34.4%	-1.1	-1.5	7.1%	-1.4	-3.6

资料来源：Wind，华创证券

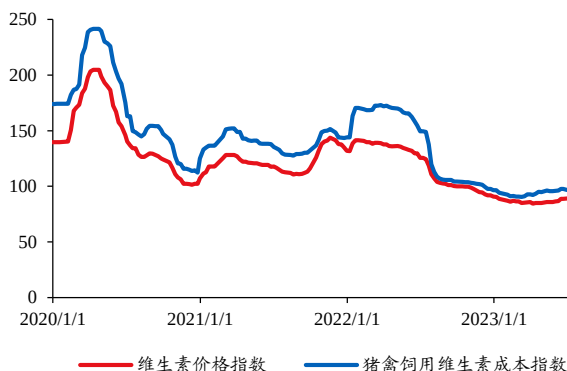
注：板块毛利率及净利率取平均值

从各公司业绩表现看，12 家上市公司合计收入同、环比略微下跌，其中仅有 3 家实现了在营收方面实现了同、环比的提升；毛利率方面的表现与营收相似，多数公司毛利率同、环比均为下滑态势，仅新和成、金达威两家公司在毛利率上实现了同、环比的修复。利

润层面，除兄弟科技、广济药业在三季度亏损外，其余 11 家上市公司均实现盈利，但利润率水平的分化较为明显，如亿帆医药、花园生物毛利率能到 50% 以上，个别企业毛利率不到 10%。我们认为业绩的分化的原因是维生素品类众多，不同维生素的价格分位数及价格走势有所不同，而各公司在产品结构上存在差异，所以在利润上呈现了分化的态势。综合来看，三季度是传统的淡季，在需求不振的情况下，多数维生素延续了 2022 年以来的下跌的趋势，景气度暂未见好转，行业盈利处于较低水平。

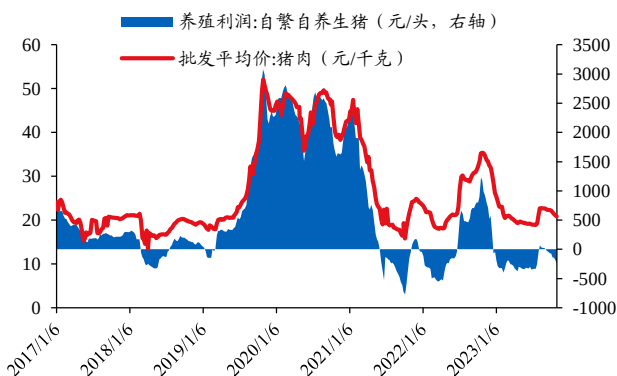
复盘维生素行业三季度表现：2023 年，猪肉价格大幅下滑，生猪养殖出现亏损，对维生素等饲料添加剂需求持续下滑，在过去两年有新产能释放的情况下，行业供需关系进一步恶化，价格一路下跌。虽然能繁母猪存栏量有一定去化，但仍处于历史上的较高水平，产能去化缓慢，拖累生猪盈利预期，打压下游需求，对价格形成压制。Q3 是传统需求淡季，在产能去化不完全的情况下，猪肉价格有一定上浮，延缓了产能去化，养殖户和饲料企业对未来的悲观情绪加重。需求悲观引起维生素价格的又一轮下跌，价格指数创新低。

图表 73 维生素价格指数走势



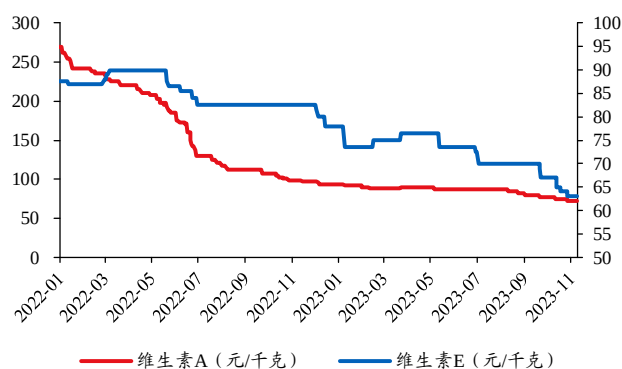
资料来源：Wind，华创证券

图表 75 生猪盈利走势



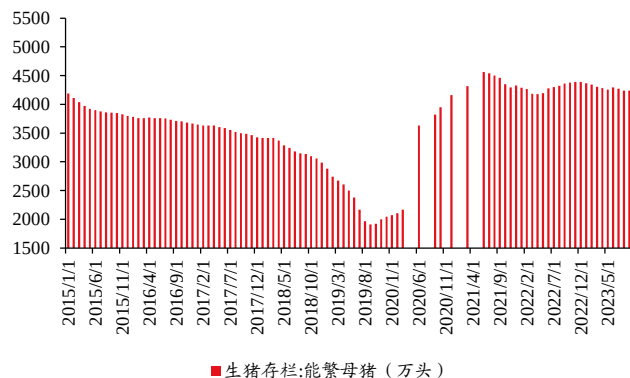
资料来源：Wind，华创证券

图表 74 维生素 A/E 价格走势



资料来源：Wind，华创证券

图表 76 母猪存栏量走势



资料来源：Wind，华创证券

2、甜味剂：产能扩张需求降速，被动累库价格下行

2023 年第三季度甜味剂板块上市公司合计实现营收 43.20 亿元，同比-9.6%，环比+5.4%；实现归母净利润 3.03 亿元，同比-63.8%，环比-23.9%。平均毛利率为 17.8%，同比-4.4%

PCT，环比-0.1PCT；平均销售净利率为 7.7%，同比-10.2 PCT，环比-4.2 PCT。

图表 77 甜味剂板块 2023Q3 营收及归母净利润表现

代码	公司	营业收入（亿元）	同比	环比	归母净利润（亿元）	同比	环比
002597.SZ	金禾实业	14.19	-26.4%	9.9%	1.60	-66.5%	1.4%
605016.SH	百龙创园	2.41	52.7%	10.4%	0.50	27.1%	7.7%
605077.SH	华康股份	6.73	5.5%	-6.3%	0.90	-20.5%	-5.8%
603968.SH	醋化股份	8.11	-11.1%	-1.2%	-0.24	-121.5%	-158.4%
002166.SZ	莱茵生物	3.77	11.8%	45.2%	0.05	-88.9%	-71.1%
002286.SZ	保龄宝	6.83	-2.1%	1.8%	0.13	-33.3%	-15.8%
301206.SZ	三元生物	1.16	9.2%	-2.7%	0.08	-73.9%	-67.2%
合计	甜味剂	43.20	-9.6%	5.4%	3.03	-63.8%	-23.9%

资料来源：Wind，华创证券

注：板块营收及净利润取合计值

图表 78 甜味剂板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现

代码	公司	毛利率	同比(PCT)	环比(PCT)	销售净利率	同比(PCT)	环比(PCT)
002597.SZ	金禾实业	23.4%	-10.3	3.0	11.3%	-13.5	-0.9
605016.SH	百龙创园	33.7%	0.2	2.6	20.8%	-4.2	-0.5
605077.SH	华康股份	25.3%	0.6	1.3	13.4%	-4.3	0.1
603968.SH	醋化股份	9.0%	-11.7	-3.6	-3.0%	-15.1	-7.9
002166.SZ	莱茵生物	21.1%	-9.0	-4.2	2.6%	-10.8	-5.4
002286.SZ	保龄宝	10.6%	1.4	2.8	1.9%	-0.9	-0.4
301206.SZ	三元生物	1.4%	-1.8	-2.6	7.2%	-22.9	-14.2
平均	甜味剂	17.8%	-4.4	-0.1	7.7%	-10.2	-4.2

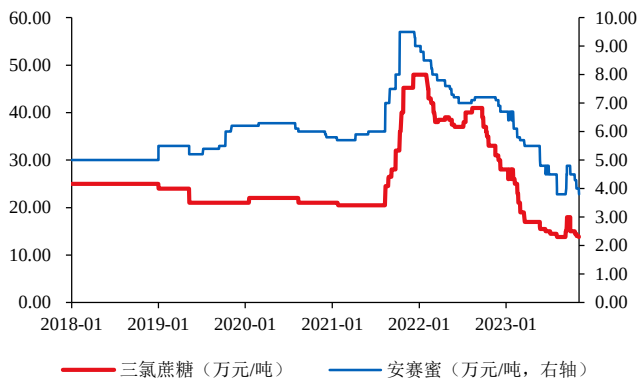
资料来源：Wind，华创证券

注：板块毛利率及净利率取平均值

从各公司业绩表现看，由于产品差异，7 家上市公司营收端的同环比变化差异巨大，产品以高倍甜味剂为主的供应商营收同比出现了较大幅度的下滑；毛利率方面的表现与营收相似，高倍甜味剂公司的毛利率同比收缩较为明显，其他公司基本处于 2 PCT 的小幅波动；利润层面，由于 2022 年的高基数，大部分甜味剂公司净利润同比都出现了明显的利润下滑，值得一提的是，百龙创园的产品格局好、价格稳定、有增量产能，是甜味剂公司中唯一在同环比大幅增长的公司。

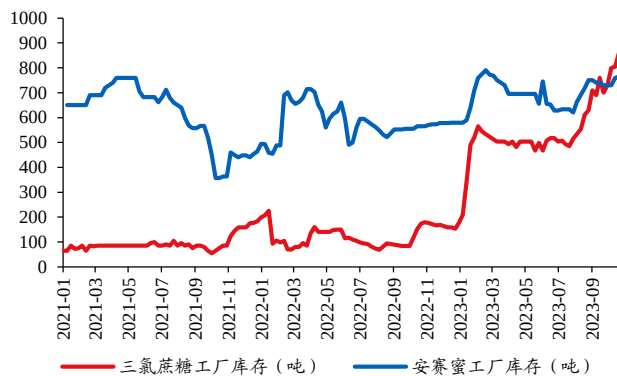
复盘甜味剂行业三季度表现：1) **需求端：**国内甜味剂主要用于出口，因此出口数据在一定程度上可反映需求的情况。2021、2022 年，三氯蔗糖/安赛蜜出口量增速分别达 37% / 14%、36% / 4%，但 2023Q1-Q3，上述二者出口增速降至 5% / -6%，出口增速的大幅下滑或为需求增速下滑的表现。2) **供给端：**根据百川盈孚，2023Q3，三氯蔗糖/安赛蜜产能为 30600 吨/33500 吨，较 2022 年增长 38% / 81%，但出口的增速大幅下滑，无法消化产能的增量，竞争加剧，价格战空前，盈利陷入低谷。3) **库存：**供给扩张需求降速，被动累库开启。2023 年，在供给增加、需求降速的背景下，三氯蔗糖、安赛蜜被动累库，库存水平平均突破了历史峰值，对价格形成强烈的打压。

图表 79 三氯蔗糖、安赛蜜价格走势



资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 80 三氯蔗糖、安赛蜜库存走势



资料来源：百川盈孚，华创证券

重点公司方面：

1) 新和成：公司 Q3 实现营收 35.94 亿元，同比-2.74%，环比-5.59%，实现归母净利润 6.18 亿元，同比-22.48%，环比-26.44%。维生素方面，2023Q3，维生素价格指数均值为 89.16，环比-6.71%，大单品方面，维生素 A、维生素 E 均价有所回调，截至 10 月 20 日维生素价格指为 76.90，再创历史新低，我们预计在价格指数持续突破底部的情况下，下跌空间有限。蛋氨酸方面，蛋氨酸 Q3 均价为 17.86 元/千克，环比+7.36%，截至 10 月 26 日，蛋氨酸价格已至 20.65 元/千克，在希杰、赢创产能利用率降低，新和成 15 万吨在建产能未正式投产的情况下，蛋氨酸价格有望继续上探。展望 Q4，维生素价格下跌有限，蛋氨酸价格或持续上涨，公司毛利有望持续修复，此外，公司拟投资 30 亿元建设 6 万吨草铵膦项目，新业务的布局将为公司创造新的盈利增长点。

2) 金禾实业：公司 Q3 实现营收 14.19 亿元，同比-26.43%，环比+9.86%，实现归母净利润 1.60 亿元，同比-66.54%，环比+1.39%。食品添加剂方面，23Q3，三氯蔗糖、安赛蜜、甲/乙基麦芽酚价格有所回调。在百川盈孚的样本范围中，上述商品在安徽的产能均为金禾实业一家公司贡献，其数据显示，安徽省（即金禾实业三氯蔗糖、安赛蜜、乙基麦芽酚产量分别为 2945、3859、2348 吨，环比+9.81%-0.54%、+3.62%，食品添加剂以量补价，降低了价格下滑带来的不利影响。基础化工方面，23Q3，公司该业务板块中液氨、三聚氰胺、双氧水、甲醛、硫酸等产品均价环比明显修复，此外，动力煤、无烟煤均价环比下跌，产品价格多为上涨，能源、原料成本有所下跌，基础化工板块价差扩大，利润端有所修复，助力公司业绩环比增长。长期来看，定远二期百亿投资的逐步落地将有效保证公司的中长期成长性。

3) 百龙创园：公司 Q3 实现营收 2.41 亿元，同比+52.74%，环比+10.43%；实现归母净利润 0.50 亿元，同比+27.07%，环比+7.69%。近年来，公司产能一直处于供不应求的状态，2023Q3，2 万吨干燥糖项目贡献业绩，推动了营收利润的持续增长，利润再创单季度新高。此外，为践行国际化战略、降低原料及关税成本，公司拟投资 4.52 亿元人民币在泰国新建功能糖生产基地项目，保障长期增长，该项目规划阿洛酮糖和抗性糊精生产线，其中阿洛酮糖生产线同时具备生产阿洛酮糖、结晶果糖、异麦芽酮糖等结晶糖产品，抗性糊精生产线可联产低聚果糖、低聚异麦芽糖、低聚半乳糖等益生元产品。

4) 华康股份：公司 Q3 实现营收 6.73 亿元，同比+5.46%，环比-6.27%；实现归母净利润 0.90 亿元，同比-20.51%，环比-5.26%。Q3，公司业绩同环比小幅下滑的主要原因是三季

度晶体糖醇的收入有所下滑，主要原因是由于俄罗斯等地处于库存消化期，对外采购量有所下降导致了公司海外木糖醇的发货有所下跌。此外，公司新增年加工 10 万吨玉米胚芽榨油项目和 10 万吨麦芽糊精项目加码舟山基地，百万吨玉米深加工项目有序推进。

（十五）原油：沙特减产推动油价上行，巴以冲突带来风险溢价

2023 年第三季度原油板块上市公司合计实现营收 17932.76 亿元, 同比+0.1%, 环比+9.1%; 实现归母净利润 981.14 亿元, 同比+11.6%, 环比+11.1%。平均毛利率为 28.5%, 同比-0.2 PCT, 环比-1.3 PCT; 平均销售净利率为 12.8%, 同比-0.7 PCT, 环比-1.2 PCT。

图表 81 原油板块 2023Q3 营收及归母净利润表现

代码	公司	营业收入（亿元）	同比	环比	归母净利润（亿元）	同比	环比
601857.SH	中国石油	8022.64	-4.6%	7.3%	463.75	22.4%	11.4%
600028.SH	中国石化	8762.59	4.2%	9.2%	178.55	36.0%	19.0%
600938.SH	中国海油	1147.53	5.5%	21.6%	338.84	-8.1%	7.1%
合计	原油	17932.76	0.1%	9.1%	981.14	11.6%	11.1%

资料来源：Wind，华创证券

注：板块营收及净利润取合计值

图表 82 原油板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现

代码	公司	毛利率	同比(PCT)	环比(PCT)	销售净利率	同比(PCT)	环比(PCT)
601857.SH	中国石油	22.4%	2.5	1.0	6.5%	1.5	0.3
600028.SH	中国石化	16.2%	3.7	1.6	2.4%	0.8	0.2
600938.SH	中国海油	46.8%	-6.8	-6.6	29.6%	-4.3	-4.0
平均	原油	28.5%	-0.2	-1.3	12.8%	-0.7	-1.2

资料来源：Wind，华创证券

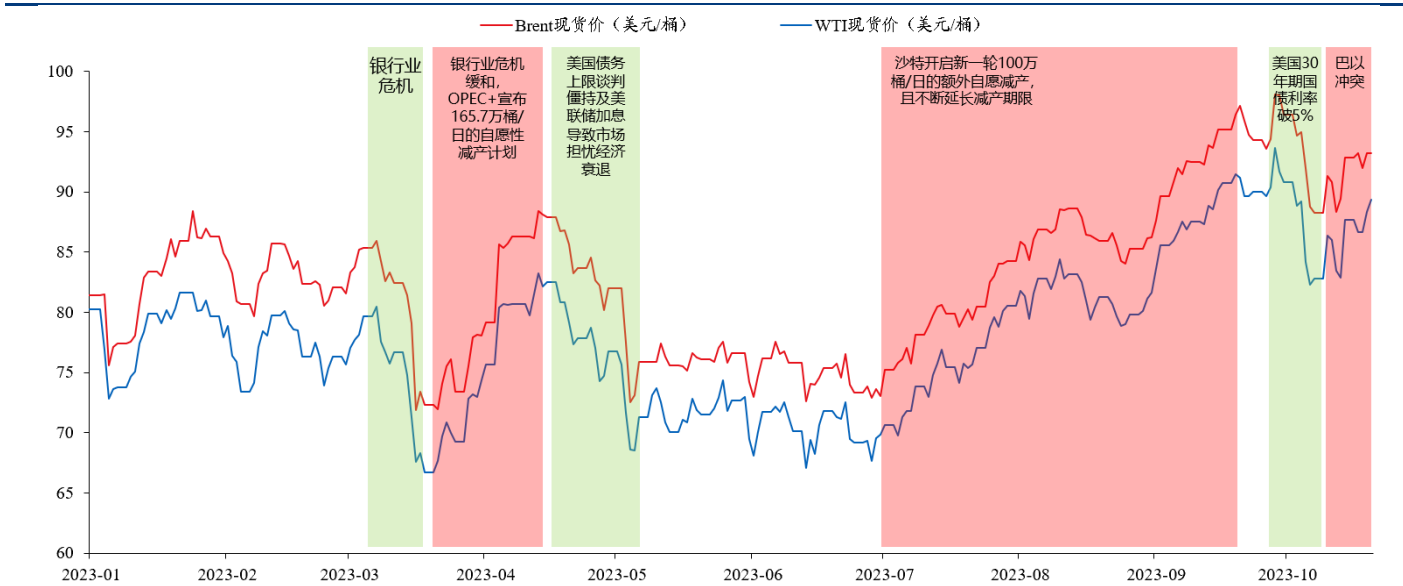
注：板块毛利率及净利率取平均值

从各公司业绩表现看，Q3 随着原油和成品价格的持续抬升，三桶油营收和利润上均有不同幅度的提升。从环比的变化上看，中国海油的营收增量明显，但是利润增量相对较缓，主要原因系石油特别收益金的缴纳比例随油价的升高而递增，油价在高位时，利润的边际增量将会降低。另一方面，由于成品油价格的持续上行，中国石油和中国石化在成品油端的利润增量明显，因此在净利润端的增幅高于营收端。

复盘原油行业三季度表现：原油价格持续上涨，核心原因是沙特执行了最新的 100 万桶/日自愿性减产，供给端收缩明显。**复盘 2023 年原油价格几轮大的变动**主要来自于**宏观和供给**两个方面：1）宏观因素主要是引起市场对需求担忧从而导致油价下行。2023 年 3 月，西方国家银行业危机引起市场对经济衰退的担忧；5 月，美国债务上限谈判一致僵持，美联储持续加息，市场对美国乃至全球经济衰退再次担忧；10 月，美国 30 年期国债破 5%再加上美国周度汽油库存等需求数据的不良表现，加重市场对需求的担忧情绪。总体来看，基本是美国的宏观经济的短期事件导致美国原油价格的明显下跌，但是持续性都相对有限。2）供给因素主要来自于**中东地区的减产，推动油价上行**。2023 年 3-4 月，银行业危机缓和后，OPEC+宣布了 165.7 万桶/日的自愿性减产计划，推动了 Brent 原油

价格重新站上了 85 美元/桶的价格区间；7 月，沙特开启了新一轮高达 100 万桶/日的自愿性减产计划，并不断延长减产计划，在没有宏观因素的影响下，Brent 原油一度超过了 95 美元/桶的高价；10 月，巴以冲突开启，供给风险加剧，原油的风险溢价已逐步提升。

图表 83 2023 年原油价格走势



资料来源: Wind, 华创证券

重点公司:

1) 中国海油: 公司 Q3 实现营收 1147.53 亿元, 同比+5.48%, 环比+21.62%; 实现归母净利润 338.84 亿元, 同比-8.13%, 环比+7.07%。23Q3, 原油价格持续上行, 公司作为一家以原油开采销售为主业的公司, 利润上实现了环比增长。此外, 公司在 23Q3 提升了资本开支计划, 持续成长动力充足。据公司战略发展报告, 2024 年将形成 6.8-6.9 亿桶油当量产量规模, 具备较强的成长性。勘探方面, 圭亚那 Stabroek 区块总可采资源量约 110 亿桶油当量, 圭亚那 Liza 二期项目已于 2022 年 2 月投产, 三期 Payara 项目处于建造阶段, 计划于 2023 年底投产, 高峰产量可达 22 万桶油当量/天。

2) 中国石油: 公司 Q3 实现营收 8022.64 亿元, 同比-4.58%, 环比+7.34%; 实现归母净利润 463.75 亿元, 同比+22.43%, 环比+11.36%。中国石油是国内最大的油气生产和销售商, 在全球多个国家和地区开展油气业务, 目前已形成中亚—俄罗斯、中东、非洲、拉美和亚太五个国际油气合作区, 受益于原油价格的提升, 23Q3 公司原油开采业务盈利环比提升。此外, 中国石油炼能居国内第二, 在国内拥有 14 个千万吨级炼油基地, 2022 年加工原油 1212.7 百万桶, 生产成品油 1.05 亿吨, 乙烯、合成树脂、合成橡胶等产品生产能力在国内位居前列。2023 年, 公司持续推进增储上产, 计划原油产量为 912.9 百万桶, 可销售天然气产量为 4888.9 十亿立方英尺, 油气当量合计为 1727.7 百万桶, 并在坚持减油增化、减油增特的同时提升原油加工量, 计划原油加工量为 1293.1 百万桶。

3) 中国石化: 公司 Q3 实现营收 8762.59 亿元, 同比+4.17%, 环比+9.21%; 实现归母净利润 178.55 亿元, 同比+35.99%, 环比+18.96%。公司是中国乃至全球炼化能力最大的公司, 炼能居全球第一, 2022 年加工原油 242.27 百万吨, 生产成品油 140.15 百万吨, 2023 年公司计划加工原油 2.50 亿吨, 生产成品油 1.46 亿吨, 并将有序推进低成本“油转化”, 加大“油转特”力度, 增强盈利能力。此外, 公司油气资源主要集中于长江以南

地区，在境外有 4 个参股油气项目，分别是俄罗斯 UDM 项目、安哥拉 18 区块项目、哈萨克斯坦 CIR 项目和哥伦比亚圣湖能源项目，油气资源遍布全球，2023 年公司计划生产原油 280.23 百万桶，其中计划天然气生产 1291.8 十亿立方英尺。

（十六）天然气：高库存不改气源紧张形势，三季度海外气价企稳上行

2023 年第三季度天然气板块上市公司合计实现营收 524.26 亿元，同比-8.8%，环比-1.9%；实现归母净利润 22.40 亿元，同比-58.8%，环比-9.0%。平均毛利率为 20.2%，同比-7.3PCT，环比-1.4PCT；平均销售净利率为 11.3%，同比-12.2PCT，环比-10.1PCT。

图表 84 天然气板块 2023Q3 营收及归母净利润表现

代码	公司	营业收入 (亿元)	同比	环比	归母净利润 (亿元)	同比	环比
600256.SH	广汇能源	144.82	-9.2%	-4.9%	7.29	-77.7%	-34.6%
605090.SH	九丰能源	84.92	17.2%	85.7%	4.19	39.9%	60.5%
600803.SH	新奥股份	287.42	-14.4%	-12.4%	9.00	-44.6%	20.4%
603393.SH	新天然气	7.10	3.8%	-12.6%	1.93	-20.4%	-42.9%
合计	天然气	524.26	-8.8%	-1.9%	22.40	-58.8%	-9.0%

资料来源：Wind，华创证券

注：板块营收及净利润取合计值；标的选择：自产、贸易类民营天然气公司

图表 85 天然气板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现

代码	公司	毛利率	同比(PCT)	环比(PCT)	销售净利率	同比(PCT)	环比(PCT)
600256.SH	广汇能源	12.2%	-17.5	-0.3	4.8%	-15.6	-2.2
605090.SH	九丰能源	8.0%	2.2	-1.2	5.0%	0.9	-0.8
600803.SH	新奥股份	14.8%	-2.0	-1.4	7.2%	-0.7	1.2
603393.SH	新天然气	45.8%	-12.1	-2.8	28.1%	-33.3	-38.5
平均	天然气	20.2%	-7.3	-1.4	11.3%	-12.2	-10.1

资料来源：Wind，华创证券

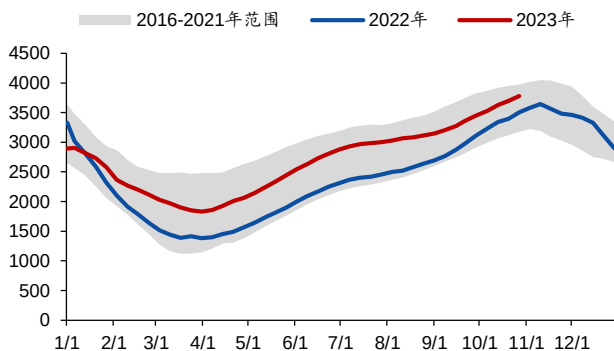
注：板块毛利率及净利率取平均值；标的选择：自产、贸易类民营天然气公司

从各公司业绩表现看，营收端除九丰能源环比提升之外，其余公司环比均出现一定程度下滑，主要与相关公司自产气量、贸易气量及运输障碍有关，而九丰能源得益于 LNG 与 LPG 的放量，营收情况实现同环比增长。利润端，广汇、新奥、新天然气净利润同比均有所下滑，其中广汇、新天然气净利润环比亦出现下滑，主要系贸易气利润减薄、管道运输受限等因素影响。从利润率情况来看，Q3 整体气价趋势下行，四家公司毛利率环比均有不同程度下滑，净利率也大多下降，行业景气阶段性走低。其中新天然气三季度毛利率达 45.8%，显著高于其他公司 8-15% 的平均水平，主要系其他公司天然气业务主要以贸易气为主，毛差较为固定。

复盘天然气行业基本面表现：23 年以来，随着供应端冲击逐步削减，海外气价进入相对稳定区间。Q2 及 Q3 为传统需求淡季，美国及欧洲以补库为主。其中欧洲地区补库速度更快，Q3 用气量环比基本持平；而美国因整体需求仍保持相对旺盛，因而补库速度相对较慢，Q3 气价上涨幅度相对较大；亚洲因需要与欧洲竞争气源，因此价格趋势上与欧洲气价趋同，Q3 气价略有上涨。Q3 欧洲天然气均价 10.71 美元/百万英热（Q2 为 10.65），

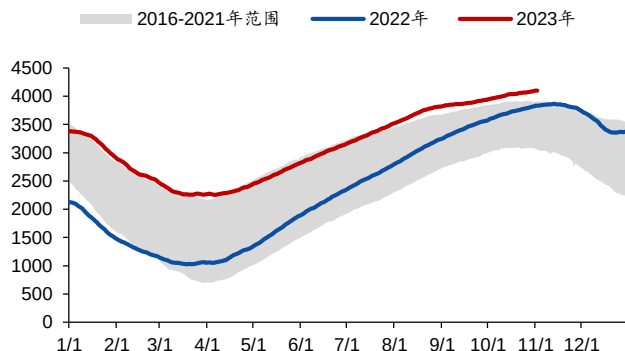
美国天然气均价 2.67 美元/百万英热 (Q2 为 2.27)，亚洲天然气均价 12.56 美元/百万英热 (Q2 为 11.16)。从美国天然气供需平衡表来看，23 年起国内需求增速预计将下滑，且幅度低于国内产量增速，预计美国国内天然气将保持宽松状态。2022 年美国国内天然气可供出口量 (生产量-消费量) 为 2020 亿立方米，预计 24 年将达到 2720 亿立方米。而随着美国 LNG 出口占比的提升以及对欧洲出口量的增加，预计美国国内天然气价格中枢或有抬升，24 年价格中枢或升至 3.4 美元/百万英热。

图表 86 美国天然气库存 (Bcf)



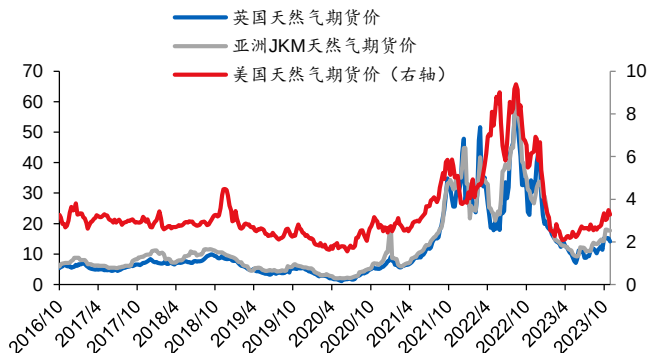
资料来源: EIA, 华创证券

图表 87 欧洲天然气库存 (Bcf)



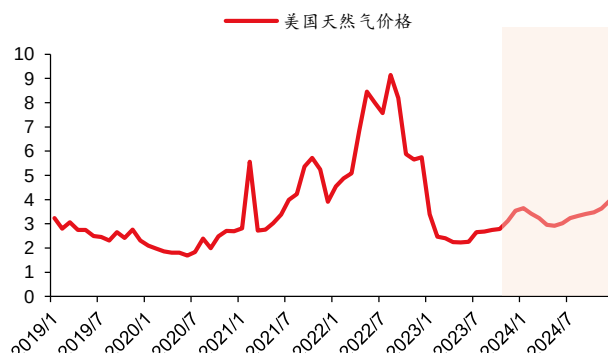
资料来源: AGSI+, 华创证券

图表 88 海外天然气价格 (美元/百万英热)



资料来源: Wind, Investing, 华创证券

图表 89 美国天然气价格预测 (美元/百万英热)



资料来源: EIA, 华创证券

重点公司方面:

广汇能源: 公司 2023Q3 实现营收 144.82 亿元, 同比/环比分别-9.2%/-4.9%; 实现归母净利润 7.29 亿元, 同比/环比分别-77.7%/-34.6%。从三季度来看, 国内能源价格阶段性回落, Q3 国产 LNG 出厂价格 4101 元/吨, 同比/环比分别-22%/-6%; Q5500 动力煤价格 866 元/吨, 同比/环比分别-13%/-5%, 并带动主要能源及化工品价格下跌。天然气方面, 三季度实现天然气产量 1.36 亿方, 同比/环比分别为-21%/+21%, 检修影响减弱, 自产气负荷已稳步回升; 实现天然气销量 14.23 亿方, 同比/环比分别为-17%/-52%, 环比下降较多主要系公司开展“淡储旺销”业务, 部分存储气量或于四季度释放。煤炭方面, 三季度实现原煤产量 442 万吨, 同比/环比分别为-21%/-13%, 原煤销量 493 万吨, 同比/环比分别为-27%/-17%, 原煤产销环比均有下滑, 主要系三季度煤矿安监力度趋严, 煤炭产量供应增速有所减弱; 实现提质煤产量 100 万吨, 同比/环比分别为+60%/-5%, 提质煤销量 182 万吨, 同比/环比分别为+132%/+32%。目前公司马朗煤矿项目配套设施建设已基本完成, 随

时具备煤炭生产加工条件，预计四季度可实现部分优质产能释放。

（十七）动力煤：全年煤价中枢下移，9 月煤价触底反弹

2023 年第三季度动力煤板块上市公司合计实现营收 2695.16 亿元，同比-11.6%，环比-1.3%；实现归母净利润 348.59 亿元，同比-21.7%，环比+1.6%。平均毛利率为 31.3%，同比-3.4PCT，环比+0.8PCT；平均销售净利率为 17.1%，同比-2.6PCT，环比+0.6PCT。

图表 90 动力煤板块 2023Q3 营收及归母净利润表现

代码	公司	营业收入（亿元）	同比	环比	归母净利润（亿元）	同比	环比
600121.SH	郑州煤电	9.39	-4.5%	-7.4%	-1.45	-60.9%	-695.1%
600188.SH	兖矿能源	506.36	-0.8%	26.7%	53.15	-41.5%	16.6%
600397.SH	安源煤业	16.42	-18.1%	3.1%	-0.43	-190.6%	-856.3%
600403.SH	大有能源	14.12	-43.6%	-7.7%	-0.22	-103.9%	77.0%
600546.SH	山煤国际	82.23	-43.2%	-18.0%	9.24	-50.1%	-32.6%
600575.SH	淮河能源	63.39	-3.8%	-12.4%	2.24	-13.8%	27.1%
600925.SH	苏能股份	23.52	-36.8%	-19.6%	4.17	-49.2%	-31.6%
600971.SH	恒源煤电	17.29	-24.8%	-13.5%	5.16	-29.1%	1.2%
601001.SH	晋控煤业	38.03	-3.1%	1.7%	7.79	-25.9%	15.4%
601088.SH	中国神华	830.25	-2.2%	0.8%	149.90	-16.7%	2.2%
601101.SH	昊华能源	19.72	-24.1%	3.5%	3.03	-50.0%	8.7%
601225.SH	陕西煤业	367.71	-21.8%	-19.8%	46.01	24.0%	-1.4%
601898.SH	中煤能源	468.52	-18.2%	-6.7%	48.53	-18.5%	3.7%
601918.SH	新集能源	34.31	4.1%	2.0%	6.13	-13.5%	-14.2%
603071.SH	物产环能	108.38	-24.4%	8.4%	2.91	3.3%	26.6%
000552.SZ	甘肃能化	28.51	114.4%	9.7%	2.80	335.2%	-13.1%
000571.SZ	新大洲 A	1.80	-41.0%	-46.2%	-0.37	-16000.0%	-698.1%
002128.SZ	电投能源	65.21	4.4%	2.4%	10.02	7.9%	3.8%
合计	动力煤	2,695.16	-11.6%	-1.3%	348.59	-21.7%	1.6%

资料来源：Wind，华创证券

图表 91 动力煤板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现

代码	公司	毛利率	同比(PCT)	环比(PCT)	销售净利率	同比(PCT)	环比(PCT)
600121.SH	郑州煤电	20.9%	-10.8	-7.2	-14.8%	-9.4	-17.7
600188.SH	兖矿能源	36.5%	-6.6	5.6	16.0%	-7.5	1.4
600397.SH	安源煤业	4.6%	-3.1	-1.8	-2.6%	-5.1	-2.5
600403.SH	大有能源	7.7%	-35.9	-10.9	-1.9%	-24.8	1.9
600546.SH	山煤国际	34.8%	-4.2	-5.5	17.2%	-4.3	-3.6
600575.SH	淮河能源	5.2%	-3.0	0.0	3.4%	-1.7	0.6
600925.SH	苏能股份	42.1%	-1.2	-3.4	20.2%	-3.3	-3.1
600971.SH	恒源煤电	51.1%	0.5	0.3	29.7%	-1.8	4.3

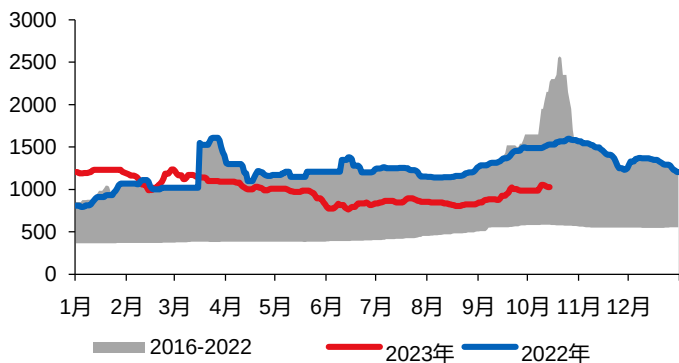
601001.SH	晋控煤业	44.1%	-12.4	-2.0	27.5%	-10.0	1.7
601088.SH	中国神华	33.7%	-5.1	-1.5	21.2%	-3.9	0.0
601101.SH	昊华能源	53.7%	-5.6	6.9	23.0%	-11.2	1.2
601225.SH	陕西煤业	37.9%	-1.2	3.2	21.4%	4.2	3.3
601898.SH	中煤能源	23.9%	-0.9	1.1	13.0%	-1.5	0.6
601918.SH	新集能源	41.4%	-2.1	1.3	21.1%	-3.2	-1.7
603071.SH	物产环能	4.5%	0.9	-0.3	3.0%	0.9	0.2
000552.SZ	甘肃能化	26.9%	9.3	-3.9	9.9%	5.0	-2.6
000571.SZ	新大洲 A	40.4%	-4.3	-7.1	-16.4%	-26.2	-23.4
002128.SZ	电投能源	30.1%	1.9	1.0	17.3%	1.2	0.9
平均	动力煤	31.3%	-3.4	0.8	17.1%	-2.6	0.6

资料来源: Wind, 华创证券

从各公司业绩表现看: 1. 纵向对比, 由于 2023 年煤价中枢整体下移, 三季度各动力煤企业盈利能力同比多为下滑, 而三季度由于煤价相比二季度有所反弹, 各企业业绩环比出现小幅回暖态势。2. 横向对比, 长协煤占比以及公司业务一体化程度是各公司业绩增长率主要的分化原因, 如中国神华, 电投能源等长协占比较高, 积极发展下游电力业务的企业均在下行周期体现出较好的业绩韧性; 盈利能力绝对值的分化主要系公司本身煤矿开采难度/产储量等内生因素, 如郑州煤电, 安源煤业等主力矿并非主产区的煤企出现亏损, 一定程度上反映出当前非主产区煤炭资源接近枯竭, 国内煤价成本支撑线上移的趋势。

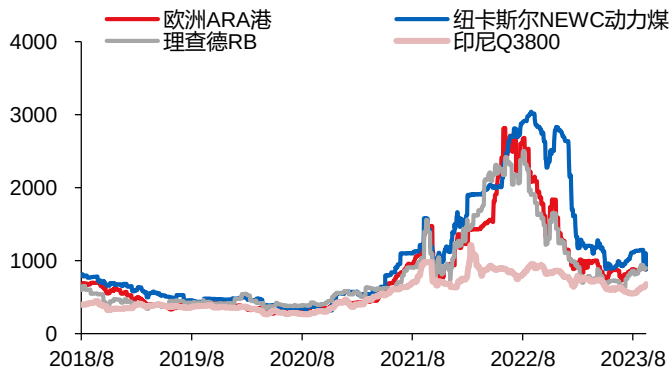
9 月煤价触底反弹, 重回千元大关: 前三季度, 我国煤炭需求保持增长, 电煤中长期合约有效保障碳供应平稳有序, 国内煤炭经济运行基本平稳。1-9 月, 国煤下水动力煤炭价格指数 NCEI 中长期合同均价约 715 元/吨, 较上年同期下降约 6 元/吨。回顾三季度, 7-8 月动力煤板块总体维持震荡, 9 月初开始, 煤价开启上行之路: 截止 10 月 20 日, 秦皇岛 Q5500 最新报价 1006 元/吨, 年初以来均价为 989 元/吨, 较去年全年均价 1245 元/吨下跌 19.2%; Q3 均价为 873 元/吨, 同比下跌 30.4%, 环比下跌 6.6%。第三季度非电用煤补库需求拉动煤炭需求增长, 煤炭产量受产区安全事件影响小幅波动, 叠加港口发运倒挂, 现货资源紧张, 推动市场煤价上涨。此外, 近期进口煤价格持续上行亦支撑国内煤市, 预计四季度煤炭价格有望维持高位震荡。

图表 92 秦皇岛 Q5500 价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 93 进口海外动力煤价格 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 华创证券

重点相关公司方面:

1) 中国神华: 公司 2023Q3 实现营收 830.25 亿元, 同比/环比-2.2%/+0.8%; 实现归母净利润 149.90 亿元, 同比/环比-16.7%/+2.2%。煤炭端: Q3 煤炭产量/销量分别为 8130/11460 万吨, 环比 Q2+0.9%/+3.9%, 煤炭平均售价 566 元/吨, 环比 Q2-5.8%, 得益于公司前三季度高达 84.1%的长协外售占比, 下行周期业绩波动较小。电力: 发电量/售电量分别为 560.3/525.7 亿千瓦时, 环比+15.5%/+15.5%。随着能源旺季到来, 比价效应下四季度海外煤价支撑线有望上移, 且煤价进一步下跌将直接导致部分疆煤的退出, 国内煤价四季度有望维持高位震荡态势, 公司整体以长协外售, 价格偏稳运行, 但仍可通过月度长协/现货销售等享受到煤炭涨价弹性。10 月 27 日, 公司公告子公司岳阳发电 2×1000MW 新建工程 1 号发电机组顺利通过 168 小时连续满负荷试运行, 正式投入商业运营。

2) 陕西煤业: 公司 2023Q3 实现营收 367.71 亿元, 同比/环比-21.8%/-19.8%; 实现归母净利润 46.01 亿元, 同比/环比 24.0%/-1.4%。2023 前三季度煤炭综合售价 659.50 元/吨, 较 H1 均价提高 11.08 元/吨, 煤炭产销量分别为 12426 万吨/18645 万吨, 同比分别 +7.14%/+6.65%, 其中 Q3 单季度产量为 4019.9 万吨, 环比-7.0%, 产量下降原因主要是按照煤矿安监部门的安全检查要求, 对所属矿井陆续开展检修。进一步拆分, 2023Q1-3 公司煤炭单吨售价 659 元, 同比-9.0%, 单吨销售成本 414 元, 同比-3.0%, 单吨毛利 245 元, 同比-17.6%。非经损益方面, Q3 非经亏损 7.6 亿, 由各类金融资产投资收益变动导致的公允价值变动净亏损 10.7 亿元, 环比 Q2 亏损缩小 11.2 亿元。

3) 兖矿能源: 公司 2023Q3 实现营收 506.36 亿元, 同比/环比-0.8%/+26.7%; 实现归母净利润 53.15 亿元, 同比/环比-41.5%/+16.6%。2023 年前三季度, 公司生产商品煤 9,730 万吨, 同比减少 250 万吨或 2.5%; 销售煤炭 9917 万吨, 同比减少 203 万吨或 2.0%; 实现煤炭业务销售收入 834.05 亿元, 同比减少 261.73 亿元或 23.9%; 销售成本 441.05 亿元, 同比增加 0.46 亿元或 0.1%, 其中鄂尔多斯公司吨煤销量同比减少, 影响吨煤销售成本同比增加。Q3 单季来看, 公司商品煤产量 3345 万吨, 同比减少 1.5%; 商品煤销量 3613 万吨, 同比增加 5.8%; 其中, 自产煤销量 2953 万吨, 同比减少 1.1%。7 月 10 日, 公司以 2090.40 万元收购山东能源持有的煤化工工程公司 100%股权, 将增强公司未来化工维保能力, 进一步提升生产效率。

(十八) 焦煤: 下游刚需兑现, 焦煤价格持续修复

2023 年第三季度焦煤板块上市公司合计实现营收 837.03 亿元, 同比-14.4%, 环比-1.0%; 实现归母净利润 86.42 亿元, 同比-42.6%, 环比-18.6%。平均毛利率为 30.2%, 同比-3.8PCT, 环比-2.0PCT; 平均净利率为 11.5%, 同比-4.9PCT, 环比-2.2PCT。

图表 94 焦煤板块 2023Q3 营收及归母净利润表现

代码	公司	营业收入 (亿元)	同比	环比	归母净利润 (亿元)	同比	环比
600123.SH	兰花科创	31.35	-17.2%	-9.2%	4.37	-43.4%	-25.8%
600157.SH	永泰能源	79.97	-22.1%	15.7%	6.11	-20.7%	2.9%
600348.SH	华阳股份	62.39	-22.3%	-11.3%	12.60	-23.0%	-1.9%
600395.SH	盘江股份	23.22	-17.3%	-4.6%	1.54	-62.9%	-42.9%
600508.SH	上海能源	26.31	-17.1%	-3.4%	1.49	-74.2%	-56.7%
600758.SH	辽宁能源	10.47	-25.0%	1.7%	-1.92	473.1%	502.2%

600985.SH	淮北矿业	182.38	-3.5%	-0.4%	14.70	-11.2%	-0.4%
600997.SH	开滦股份	50.98	-20.3%	-10.3%	2.06	-56.6%	-45.3%
601666.SH	平煤股份	71.27	-19.0%	-2.9%	9.04	-33.7%	-16.9%
601699.SH	潞安环能	111.30	-4.8%	11.4%	19.74	-42.3%	3.0%
000937.SZ	冀中能源	56.04	-38.2%	-17.9%	5.49	-61.2%	-17.3%
000983.SZ	山西焦煤	131.37	-2.4%	2.6%	11.21	-56.9%	-45.2%
合计	焦煤	837.03	-14.4%	-1.0%	86.42	-42.6%	-18.6%

资料来源：Wind，华创证券

图表 95 动力煤板块 2023Q3 毛利率及销售净利率表现

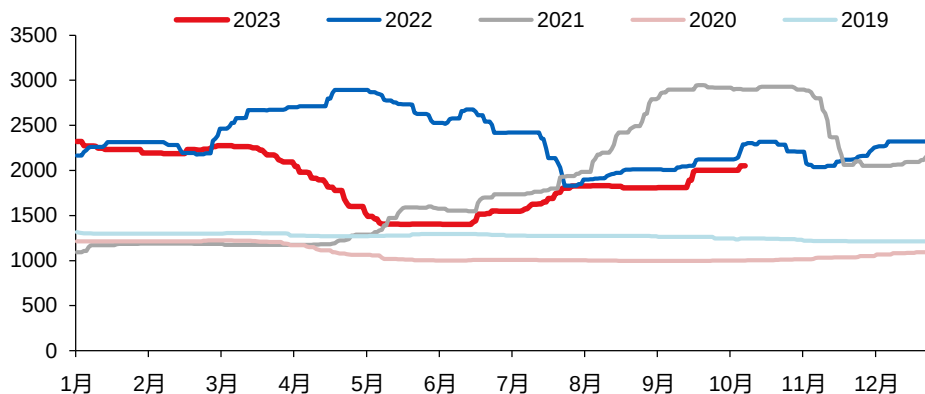
代码	公司	毛利率	同比(PCT)	环比(PCT)	净利率	同比(PCT)	环比(PCT)
600123.SH	兰花科创	44.2%	-3.3	6.6	16.2%	-5.2	-2.4
600157.SH	永泰能源	26.9%	8.6	-5.0	8.8%	2.3	-0.3
600348.SH	华阳股份	49.8%	6.4	6.4	23.6%	0.3	2.4
600395.SH	盘江股份	33.5%	-6.5	1.8	5.3%	-11.5	-7.0
600508.SH	上海能源	16.1%	-16.2	-13.1	5.2%	-13.2	-7.8
600758.SH	辽宁能源	-0.7%	-28.2	-17.0	-18.4%	-15.9	-15.2
600985.SH	淮北矿业	18.0%	-2.5	0.2	7.4%	-1.3	0.1
600997.SH	开滦股份	14.6%	-0.1	-0.9	3.1%	-1.8	-2.2
601666.SH	平煤股份	31.5%	-0.8	-2.4	13.3%	-3.0	-2.2
601699.SH	潞安环能	43.4%	-18.6	-5.5	19.6%	-13.2	-1.7
000937.SZ	冀中能源	31.5%	-4.2	-0.2	12.4%	-5.4	0.3
000983.SZ	山西焦煤	34.9%	-5.1	-6.4	11.4%	-9.5	-7.5
平均	焦煤	30.2%	-3.8	-2.0	11.5%	-4.9	-2.2

资料来源：Wind，华创证券

从各公司业绩表现看：1. 纵向来看，同动力煤企业类似，2023 年整体煤价中枢下移尤其受二季度初焦煤价格的急速下跌影响，板块内多数企业盈利能力同比均出现下滑，环比层面，由于焦煤长协定价机制滞后，三季度焦煤价格受到“起点较低”的影响，全板块盈利能力呈现小幅下滑的结果；2. 横向来看，长协占比以及内生因素是煤炭企业盈利能力分化的原因，如潞安环能相比山西焦煤明显体现出更大的业绩弹性。

刚需兑现，供给强势，Q3 价格持续反弹：截至 11 月 10 日，山西主焦煤市场平均价为 2054 元/吨，年初以来均价为 1883 元/吨，较去年全年均价 2344 元/吨下跌 19.7%；Q3 均价为 1781 元/吨，同比下跌 14.6%，环比上涨 12.6%。**供给端：**煤矿事故影响仍未完全消除，部分停产煤矿仍未恢复，影响焦煤整体供应延续偏紧。**需求端：**“金九银十”到来，钢材、建材季节性旺季，终端铁水产量延续高位，对焦煤刚需旺盛，带动焦煤价格加速上行。**库存端：**Q3 行业库存总体下行，且处于历史低位，下游补库需求积极。**进口端：**海外焦煤价格持续上涨，对焦煤价格形成支撑，蒙古主焦煤、澳大利亚主焦煤 Q3 均价分别为 1924 元/吨、1917 元/吨，环比分别上涨 6.9%、12.5%。

图表 96 炼焦煤市场价（山西主焦煤，元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 97 Q3 炼焦煤重点数据回溯

分类	品种	口径	单位	数据来源	Q2均值	7月均值	8月均值	9月均值	去年9月
价格数据	山西主焦煤	平均价:主焦煤:山西:前一个观测值	元/吨	Wind	1581	1646	1821	1878	2052
	蒙古主焦煤	场地价:主焦煤(0.8%S,A10%,V27.5%,G82.5,蒙古产):天津港:前一个观测值	元/吨	Wind	1798	1786	1950	2033	2263
	澳大利亚主焦煤	天津港:库提价(含税):主焦煤(A<8%,V28%,0.8%S,G95,Y20mm):澳大利亚产:前一个观测值	元/吨	Wind	1704	1846	1930	2071	2193
库存数据	炼焦煤行业库存	炼焦煤行业库存	万吨	百川盈孚	316	268	223	220	271
下游数据	螺纹钢价格	价格:螺纹钢:HRB400 20mm:上海:前一个观测值	元/吨	Wind	3814	3746	3723	3803	3984
	螺纹钢	螺纹钢:主要钢厂开工率:全国:前一个观测值	%	Wind	47.2	47.6	45.7	45.6	51.5

资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

重点相关公司方面：

1) 山西焦煤：公司 2023Q3 实现营收 131.37 亿元，同比/环比-2.4%/+2.6%；实现归母净利润 11.21 亿元，同比/环比-56.9%/-45.2%。2023 前三季度国内煤炭价格持续下行，主焦煤市场价格最高回落超过 1000 元/吨，虽然市场价格在三季度有所回升，但当季长协定价窗口已过，且公司长协占营收比例较高，因此盈利能力有所承压。截至 11 月 6 日，山西主焦煤报价 2025 元/吨，较 Q2 均值 1581 元/吨上涨 28.1%，煤炭旺季市场行情可期。10 月 26 日，公司控股股东山西焦煤集团有限责任公司基于对公司未来发展前景的信心及对公司价值的认可，自愿承诺未来 12 个月内不减持持有的公司股份。

2) 平煤股份：公司 2023Q3 实现营收 71.27 亿元，同比/环比-19.0%/-2.9%；实现归母净利润 9.04 亿元，同比/环比-33.7%/-16.9%。受焦煤长协价格回落影响，公司营收环比小幅下滑。2023 年前三季度公司实现原煤产量 2305 万吨，同比+1.7%；实现商品煤销量 2311 万吨，同比-2%。其中自有商品煤销量 2049 万吨，同比+2.6%。10 月 11 日，公司以集中竞价交易方式回购股份用于股权激励，资金总额不低于人民币 2 亿元(含)且不超过人民币 3 亿元(含)，截至 10 月 31 日，公司已累计回购股份 1122.5 万股，已支付的总金额为 11379.16 万元，彰显公司发展信心。

三、风险提示

安全事故影响开工；技术路线快速迭代；逆全球化背景下的产业脱钩。

能源化工团队介绍

组长、首席分析师：杨晖

清华大学化工学士，日本京都大学经营管理硕士。4 年化工实业工作经验，6 年化工行业研究经验。曾任职于方正证券研究所、西部证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。2019 年“新财富”化工行业最佳分析师入围，2021 年新浪财经“金麒麟”新锐分析师基础化工行业第一名。

分析师：郑轶

清华大学化工学士、硕士，英国伦敦大学学院金工硕士，2 年化工行业研究经验，曾任职于西部证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。

分析师：王鲜俐

北京科技大学材料学士、清华大学材料硕士，2 年新能源、化工行业研究经验，曾任职于开源证券研究所、西部证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：侯星宇

大连理工大学工学学士、硕士，香港中文大学经济学硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王家怡

英国格拉斯哥大学金融硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：吴宇

同济大学管理学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：陈俊新

清华大学工学学士、硕士。2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
	张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹珂	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;

推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;

中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;

回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;

中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;

回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522