

基础化工行业周报（20241104-20241110）

化债+内需驱动，民爆行业有望迎来景气上行

- 民爆行业预计将直接受益于化债带来的内需改善。11 月 8 日人大常委会发布化债计划。三项政策协同发力后，地方化债压力将大大减轻。我们认为民爆行业有望首先/直接受益于此轮地方债务化解。当前民爆下游需求结构整体呈现矿山（包括煤矿，金属矿，非金属矿）：非矿=7: 3 的格局，2024 年 1-9 月，民爆行业在西藏和新疆等矿山/水利基建需求增加的大背景下，需求仍然呈现下滑的状态，前三季度：民爆行业生产总值同比下滑 6.43%，总计净下滑 20.62 亿元，山西（-4.07 亿元），湖南省（-3.49 亿），黑龙江（-3.48 亿元），贵州省（-2.47 亿元），重庆市（-2.13 亿元），广西（-2 亿元）是最主要的下滑省份，基本全是当前地方财政压力较大的省份。主要原因或指向非矿类项目的开工下滑。化债大背景下，民爆行业和政府/国企之间直接结算/间接结算的矿山项目开工有望恢复，现金流有望改善。建议关注保利联合、易普力、广东宏大/雪峰科技、江南化工等标的。
- 本周三氯蔗糖、R125、正丁醇价格涨幅居前。1) 三氯蔗糖(+5.7%):本周三氯蔗糖市场均价为 22.2 万元/吨，环比+5.7%。虽然本月初安徽和山东企业装置复产，但开车初期量少，厂商基本均无库存，挺价联盟稳固，贸易商存在惜售心态，成交重心逐步上移中。终端需求处于淡季，但在买涨不买跌情绪加持下，后续询盘积极性或有提升。2) R125(+5.6%):本周 R125 市场均价为 37500.0 元/吨，环比+5.6%。部分厂家检修或降负情况仍存，厂家多做混配自用为主，当前配额余量不足，而市场需求整体表现偏弱，库存逐步消化中，下游持续刚需拿货。3) 正丁醇(+4.8%):本周正丁醇市场均价为 7390.0 元/吨，环比+4.8%。本周下游醋酸丁酯需求表现尚可，DBP 对原料采购积极，贸易商有补空单的操作，参与度良好，整体来看，场内买盘氛围活跃，叠加正丁醇市场现货不多，业者限量惜售，在供需双重利好支撑下，正丁醇市场价格接连上涨。
- 新疆煤化工有望开启黄金时代。新疆的发展是基于“一带一路”和国家能源安全保障的两大战略，从“一带一路”的角度，新疆是中国向西的桥头堡，新疆从维稳重心转向发展经济，新疆大开发势在必行；从能源安全的角度，中国必须依托我国的资源禀赋——煤炭，对进口原油和天然气进行替代，而新疆从煤炭储备基地转为保供基地后，新疆煤炭的开采和利用成为大趋势。一方面新疆煤炭产量有望在十五五实现大幅度增产，同时未来新疆的煤炭主要通过疆煤外运、疆电外送以及煤化工就地转化三种方式进行。近年来，新疆发展煤化工的底层基础逐渐完备：西气东输三线和四线的建成解决了煤制天然气并网东送的困难，针对新疆煤炭高碱高氯特性的气化技术实现了突破，全球首个应用二代技术直接液化煤制油项目在新疆开建。我们判断新疆煤化工将迎来大规模的投资建设，依托新疆优质的煤炭资源、逐渐完备的基础设施和工艺技术，新疆新型煤化工有望开启黄金年代。建议板块性关注新疆大发展相关标的——在新疆有煤矿/煤化工项目的公司，包括广汇能源、宝丰能源、湖北宜化；服务于新疆产业发展的公司，包括广汇物流、雪峰科技、广东宏大、易普力；新疆地区国资企业，包括中泰化学以及兵团系公司；受煤化工投资驱动的设备、总包、设计公司，包括航天工程、中国化学、杭氧股份、东华科技等。
- 行业盈利见底，流动性回暖有望驱动估值弹性。9 月 26 日，中共中央政治局召开会议分析研究经济形势，提出“加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性”等内容，释放了提振市场信心的积极信号。结合 9 月 24 日金融支持经济高质量发展发布会中官宣的“降息降准”和“降低存量房贷利率”等政策，我们认为市场已出现信心拐点，流动性有望持续回暖。同时，该周恰逢我们跟踪的一揽子化工品价差指数创 2014 年以来新低，行业盈利见底。在此背景下，我们认为可从以下三个角度关注相关投资机会：1) 关注核心资产的估值修复，相关标的：万华化学、宝丰能源、赛轮轮胎、卫星化学等；2) 关注产品涨价带来的业绩边际改善，相关行业及标的：制冷剂（包括巨化股份、东岳集团等）、维生素（包括新和成、浙江医药等）；3) 关注对民营经济信

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

证券分析师：侯星宇

邮箱：houxingyu@hcyjs.com

执业编号：S0360524010001

证券分析师：吴宇

邮箱：wuyul@hcyjs.com

执业编号：S0360524010002

联系人：陈俊新

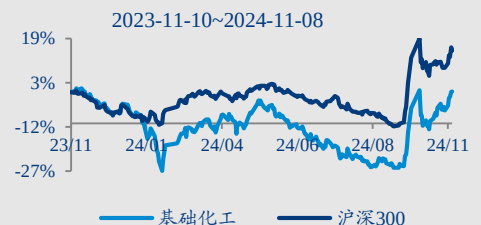
邮箱：chenjunxin@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	479	0.06
总市值(亿元)	35,908.58	4.23
流通市值(亿元)	31,410.37	4.74

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	-6.6%	-8.0%	-25.1%	
相对表现	-6.9%	-16.2%	-17.0%	



相关研究报告

《制冷剂 3 月跟踪：产业链博弈二季度长协价，制冷剂端主导定价权，成交价持续上行》
2024-04-10

心回暖，驱动估值修复，相关标的：远兴能源、龙佰集团、恒力石化、华恒生物、蓝晓科技等。前三者此前受困于对民营经济风险的担忧，后二者此前则受困于机构重仓的成长股杀估值。

- **继续看好供给短缺或受约束的行业——维生素、制冷剂、磷矿石、民爆。**今年以来，化工的主要机会都是来自供给的反抗，包括了因产能退出导致供给短缺或供给受控带来的格局向好。因产能退出导致的供给短缺包括了上半年的TMA和下半年的维生素，其中对维生素我们的判断是，受益于海外供给的出清和国内外需求的共振，其景气周期有望长达1-2年，大概率超过市场的预期。在供给受控带来的格局向好方面，制冷剂和磷矿石都已经兑现并持续，未来的2-3年我们看好民爆行业加速整合，带来竞争格局的优化。
- **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。

目 录

一、投资策略.....	9
二、主要化工品价格及价差变化.....	13
三、基础化工细分子行业跟踪.....	18
（一）行业跟踪—轮胎：原材料高位回落，海运费下降明显	18
（二）行业跟踪—农化：近期粮价企稳，海外磷肥价格反弹	22
（三）行业跟踪—磷化工：政策利好出台，关注磷化工行业格局变化.....	30
（四）行业跟踪—煤化工：本周尿素价格反弹小幅上行	35
（五）行业跟踪—氯碱：近期 PVC 及烧碱价格整理为主.....	41
（六）行业跟踪—聚氨酯：本周聚合 MDI 价格上涨.....	45
（七）行业跟踪—民营大炼化：本周原油价格上涨，PX 价格持平	48
（八）行业跟踪—C2、C3 及 C4：本周乙烯价格上涨，丙烯价格上涨.....	50
（九）行业跟踪—钛白粉：本周钛白粉价格下降	54
（十）行业跟踪—化纤：本周涤纶长丝价格下跌	56
（十一）行业跟踪—氟化工：本周萤石、三代制冷剂价格持续涨价	59
（十二）行业跟踪—硅化工：本周有机硅价格下跌	62
（十三）行业跟踪—改性塑料：本周市场平稳运行	65
（十四）行业跟踪—食品及饲料添加剂：本周维生素 E 价格下跌.....	66
四、交易数据	70
五、风险提示	72

图表目录

图表 1	本周华创化工行业指数 85.39，环比-0.03%，同比-15.23%	13
图表 2	行业价差百分位为过去 10 年的 0.00%，环比-1.63%	13
图表 3	细分行业价格百分位一览	14
图表 4	细分行业价差百分位一览	14
图表 5	细分行业库存百分位一览	14
图表 6	细分行业开工率一览	14
图表 7	本周布伦特原油价格上涨（美元/桶）	15
图表 8	本周动力煤价格下跌（元/吨）	15
图表 9	本周价格涨跌幅居前的品种	15
图表 10	本周价差涨跌幅居前的品种	16
图表 11	本周库存分位值最低/跌幅居前的品种	17
图表 12	本周开工率最高/涨幅居前的品种	17
图表 13	中国出口集装箱运费变化	21
图表 14	泰国出口集装箱运费变化	21
图表 15	本周华创化工轮胎原材料指数环比-0.93%	22
图表 16	本周天然橡胶价格环比上行	22
图表 17	本周炭黑价格环比持平	22
图表 18	本周国内半钢胎/全钢胎开工率环比下行	22
图表 19	国内乘用车 9 月销量同比+1.52%	22
图表 20	国内商用车 9 月销量同比-23.45%	22
图表 21	本周化肥价格分位数 33.9%，价差分位数 33.7%	27
图表 22	本周化肥库存分位数 40.0%，平均开工率 67.6%	27
图表 23	本周农药价格分位数 4%	27
图表 24	本周农药库存分位数 45%	27
图表 25	本周农药原药指数环比下跌	27
图表 26	本周除草剂指数环比下跌	27
图表 27	本周杀虫剂原药指数环比上涨	28
图表 28	本周杀菌剂指数环比下跌	28
图表 29	本周草甘膦、草铵膦价格环比下跌（万/吨）	28
图表 30	本周菊酯价格环比持平（万/吨）	28
图表 31	代森锰锌价格环比持平（万/吨）	28
图表 32	本周大豆现货价格环比下行，玉米现货价格环比下行（元/吨）	28
图表 33	本周尿素价格小幅下行（元/吨）	29

图表 34	本周磷酸一铵价格小幅下行（元/吨）	29
图表 35	本周磷酸二铵价格企稳（元/吨）	29
图表 36	本周复合肥价格下行（元/吨）	29
图表 37	本周钾肥价格企稳（元/吨）	29
图表 38	本周氯化铵价格下行（元/吨）	29
图表 39	本周磷化工价格分位数 37.2%，价差分位数 23.8%.....	34
图表 40	本周磷化工库存分位数 43.1%，平均开工率 47.2%.....	34
图表 41	本周磷矿石价格企稳（元/吨）	34
图表 42	本周黄磷市场价格上行（元/吨）	34
图表 43	本周磷酸价格上行（元/吨）	34
图表 44	本周磷酸氢钙价格小幅下行（元/吨）	34
图表 45	本周磷酸铁价格企稳（万元/吨）	35
图表 46	本周磷酸铁锂价格企稳（万元/吨）	35
图表 47	本周工铵价格上行（元/吨）	35
图表 48	本周磷酸铁开工率下行，磷酸铁锂开工率下行	35
图表 49	本周煤化工行业价格/价差分位数分别为 25.8%/26.9%.....	39
图表 50	本周煤化工库存分位数为 59.7%，平均开工率为 61.92%.....	39
图表 51	本周尿素价格环比上行（元/吨）	39
图表 52	本周合成氨价格环比上行（元/吨）	39
图表 53	本周甲醇价格环比上行（元/吨）	40
图表 54	本周 DMF 价格下行（元/吨）	40
图表 55	本周二甲醚价格环比持平（元/吨）	40
图表 56	本周炭黑价格环比持平（元/吨）	40
图表 57	本周醋酸价格环比下行（元/吨）	40
图表 58	本周醋酸库存环比下行（万吨）	40
图表 59	本周氯碱价格分位数 12.6%，价差分位数 17.0%.....	43
图表 60	本周氯碱库存分位数 49.1%，平均开工率 77.2%.....	43
图表 61	本周电石法 PVC 价格小幅下行（元/吨）	44
图表 62	本周乙烯法 PVC 价格下行（元/吨）	44
图表 63	本周片碱（烧碱）价格小幅上行（元/吨）	44
图表 64	本周山东地区纯碱价格（联碱法）上行（元/吨）	44
图表 65	本周纯碱开工率下行	44
图表 66	本周纯碱库存增加（万吨）	44
图表 67	本周浮法玻璃日熔量下降（万吨/日）	45
图表 68	本周浮法玻璃库存下降（天）	45

图表 69	本周 PVC 库存增加（万吨）	45
图表 70	本周电石库存减少（万吨）	45
图表 71	本周聚氨酯板块价格分位数 16%，价差分位数 23%.....	47
图表 72	本周聚氨酯板块库存分位数 45%.....	47
图表 73	本周聚合 MDI 价格上涨（元/吨）	47
图表 74	本周纯 MDI 价格上涨（元/吨）	47
图表 75	本周 TDI 价格持平（元/吨）	47
图表 76	本周软泡聚醚价格上涨（元/吨）	47
图表 77	本周石化板块价格/价差分位数分别 29%/25%.....	49
图表 78	本周石化板块库存分位数 44%.....	49
图表 79	本周国际原油价格上涨（美元/桶）	49
图表 80	本周石脑油-原油价差减少（美元/吨）	49
图表 81	本周柴油价差减少（元/吨）	50
图表 82	本周汽油价差减少（元/吨）	50
图表 83	本周 PX 价差减少（美元/吨）	50
图表 84	本周乙烯价差减少（美元/吨）	50
图表 85	上周美国炼厂开工率上升（%）	50
图表 86	上周 EIA 商业原油库存增加（百万桶）	50
图表 87	本周乙烯-石脑油价差减少（元/吨）	52
图表 88	本周乙烯-乙烷价差增加（元/吨）	52
图表 89	本周乙二醇价格上涨（元/吨）	52
图表 90	本周环氧乙烷价格持平（元/吨）	52
图表 91	本周 PDH 价差增加（元/吨）	54
图表 92	本周丙烯酸价格持平（元/吨）	54
图表 93	本周丙烯酸丁酯价格持平（元/吨）	54
图表 94	本周丁酮价格上涨（元/吨）	54
图表 95	本周钛白粉板块价格分位数 45%，价差分位数 13.6%.....	55
图表 96	本周钛白粉库存分位数 90%、开工率为 76%.....	55
图表 97	本周钛白粉价格下跌（元/吨）	56
图表 98	本周钛精矿价格不变（元/吨）	56
图表 99	本周化纤板块价格分位数 30.3%，价差分位数 44.3%.....	57
图表 100	本周化纤库存分位数 49.3%.....	57
图表 101	本周 PTA 价格上涨.....	57
图表 102	本周涤纶长丝 POY 价格下跌	57
图表 103	本周粘胶长丝价格不变	57

图表 104	本周粘胶短纤价格不变	57
图表 105	本周氨纶价格不变	58
图表 106	本周涤纶短纤价格上涨	58
图表 107	本周涤纶长丝 POY 库存天数上升	58
图表 108	本周粘胶短纤库存天数持平	58
图表 109	本周氨纶库存天数提升	58
图表 110	本周涤纶长丝开工率提升	58
图表 111	本周粘胶短纤开工率持平	59
图表 112	本周氨纶开工率持平	59
图表 113	本周织造开工率不变	59
图表 114	本周坯布库存提升	59
图表 115	本周氟化工板块价格分位数 50%，价差分位数 44%.....	61
图表 116	本周氟化工板块库存天数分位数 37%，开工率指数 44%.....	61
图表 117	本周萤石价格上涨（元/吨）	61
图表 118	本周 R22 价格不变（元/吨）	61
图表 119	本周 R32 价格上涨（元/吨）	62
图表 120	本周 R125 价格上涨（元/吨）	62
图表 121	本周 R134a 价格上涨（元/吨）	62
图表 122	本周 PVDF 价格不变（元/吨）	62
图表 123	本周硅化工板块价格分位数 15%，价差分位数 15%.....	64
图表 124	本周硅化工库存天数分位数 46%，开工率指数 55%.....	64
图表 125	本周金属硅价格不变（元/吨）	64
图表 126	本周有机硅 DMC 价格下跌（元/吨）	64
图表 127	本周普通级三氯氢硅价格不变（元/吨）	64
图表 128	本周沉淀法白炭黑价格不变（元/吨）	64
图表 129	本周 PBAT 价格环比持平（元/吨）	66
图表 130	本周 BOPP-18 μ 价格环比持平（元/吨）	66
图表 131	本周 PC/ABS 价格环比下滑（元/吨）	66
图表 132	本周 LDPE 价格环比提升（元/吨）	66
图表 133	本周食品及饲料添加剂价格分位数 18%.....	69
图表 134	本周食品及饲料添加剂库存分位数 26%.....	69
图表 135	蛋氨酸本周价格环比持平（元/千克）	69
图表 136	VD ₃ 本周价格环比上涨（元/千克）	69
图表 137	VA 本周价格环比下跌（元/千克）	69
图表 138	VE 本周价格环比上涨（元/千克）	69

图表 139	本周三氯蔗糖价格环比上涨（万元/吨）	70
图表 140	本周安赛蜜价格环比持平（万元/吨）	70
图表 141	本周麦芽酚价格环比下跌（万元/吨）	70
图表 142	本周三氯蔗糖库存环比下跌（吨）	70
图表 143	本周申万化工指数上涨	70
图表 144	本周申万化工二级子行业全部上涨	70
图表 145	本周涨跌幅居前的个股	71
图表 146	本周换手率偏离较大的个股	71
图表 147	各行业产品价格差一览	72

一、投资策略

本周华创化工行业指数 85.39，环比-0.03%，同比-15.23%；行业价格百分位为过去 10 年的 25.93%，环比-0.01%；行业价差百分位为过去 10 年的 0.00%，环比-1.63%；行业库存百分位为过去 5 年的 90.08%，环比+2.66%；行业开工率为 65.56%，环比+0.24%。本周价格涨幅居前的品种有：三氯蔗糖(+5.7%)、R125(+5.6%)、正丁醇(+4.8%)、合成氨(+4.8%)、WTI 原油(+4.7%)；本周价格跌幅居前的品种有：丁二烯(-6.8%)、乙烷(-4.7%)、醋酸(-4.5%)、丙烯酸异辛酯(-4.0%)、草铵膦原药(-3.8%)。本周库存分位最低的五大品种：MTBE(0.0%)、乙二醇(0.6%)、丙烯腈(0.9%)、代森锰锌(1.2%)、三氯氢硅(1.3%)；本周库存分位跌幅居前的品种有：丙烯酸(-12.9%)、氯化铵(-6.9%)、氯化铵(-6.9%)、吡虫啉(-6.3%)、PTA(-5.1%)。本周开工率最高的五大品种：辛醇(116.1%)、石脑油(105.3%)、丁醇(101.4%)、蛋氨酸(94.7%)、涤纶长丝(94.2%)；本周开工率提升居前的品种有：PTA(+33.9pct)、PX(+28.6pct)、PTMEG(+27.2pct)、PTFE(+14.3pct)、聚合 MDI(+13.0pct)。

民爆行业预计将直接受益于化债带来的内需改善。11 月 8 日人大常委会发布化债计划。三项政策协同发力后，地方化债压力将大大减轻。我们认为民爆行业有望首先/直接受益于此轮地方债务化解。当前民爆下游需求结构整体呈现矿山（包括煤矿，金属矿，非金属矿）：非矿=7：3 的格局，2024 年 1-9 月，民爆行业在西藏和新疆等矿山/水利基建需求增加的大背景下，需求仍然呈现下滑的状态，前三季度：民爆行业生产总产值同比下滑 6.43%，总计净下滑 20.62 亿元，山西（-4.07 亿元），湖南省（-3.49 亿），黑龙江（-3.48 亿元），贵州省（-2.47 亿元），重庆市（-2.13 亿元），广西（-2 亿元）是最主要的下滑省份，基本全是当前地方财政压力较大的省份。主要原因或指向非矿类项目的开工下滑。化债大背景下，民爆行业和政府/国企之间直接结算/间接结算的矿山项目开工有望恢复，现金流有望改善。建议关注保利联合、易普力、广东宏大/雪峰科技、江南化工等标的。

新疆煤化工有望开启黄金时代。新疆的发展是基于“一带一路”和国家能源安全保障的两大战略，从“一带一路”的角度，新疆是中国向西的桥头堡，新疆从维稳重心转向发展经济，新疆大开发势在必行；从能源安全的角度，中国必须依托我国的资源禀赋——煤炭，对进口原油和天然气进行替代，而新疆从煤炭储备基地转为保供基地后，新疆煤炭的开采和利用成为大趋势。一方面新疆煤炭产量有望在十五五实现大幅度增产，同时未来新疆的煤炭主要通过疆煤外运、疆电外送以及煤化工就地转化三种方式进行。近年来，新疆发展煤化工的底层基础逐渐完备：西气东输三线和四线的建成解决了煤制天然气并网东送的困难，针对新疆煤炭高碱高氯特性的气化技术实现了突破，全球首个应用二代技术直接液化煤制油项目在新疆开建。我们判断新疆煤化工将迎来大规模的投资建设，依托新疆优质的煤炭资源、逐渐完备的基础设施和工艺技术，新疆新型煤化工有望开启黄金年代。建议板块性关注新疆大发展相关标的——在新疆有煤矿/煤化工项目的公司，包括广汇能源、宝丰能源、湖北宜化；服务于新疆产业发展的公司，包括广汇物流、雪峰科技、广东宏大、易普力；新疆地区国资企业，包括中泰化学以及兵团系公司；受煤化工投资驱动的设备、总包、设计公司，包括航天工程、中国化学、杭氧股份、东华科技等。

行业盈利见底，流动性回暖有望驱动估值弹性。9 月 26 日，中共中央政治局召开会议分析研究经济形势，提出“加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性”等内容，释放了提振市场信心的积极信号。结合 9 月 24 日金融支持经济高质量发展发布会中官宣的“降息降准”和“降低存量房贷利率”等政策，我们认为市场已出现信心拐点，流动性有望持续回暖。同时，该周恰逢我们跟踪的一揽子化工品价差指数创 2014 年以来新低，行业盈利见底。在此背景下，我们认为可从以下三个角度关注相关投资机会：1）关注核心资产的估值修复，相关标的：万华化学、宝丰能源、赛轮轮胎、卫星化学等；2）关注产品涨价带来的业绩边际改善，相关行业及标的：制冷剂（包括巨化股份、东岳集

团等）、维生素（包括新和成、浙江医药等）；3）关注对民营经济信心回暖，驱动估值修复，相关标的：远兴能源、龙佰集团、恒力石化、华恒生物、蓝晓科技等。前三者此前受困于对民营经济风险的担忧，后二者此前则受困于机构重仓的成长股杀估值。

2025 年制冷剂三代配额政策靴子落地，静待价格兑现。9 月 14 日，生态环境部发布《关于公开征求 2025 年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物配额总量设定和分配方案意见的函》，具体内容细节如下：1、三代制冷剂：1）在 2024 年的基础上，增加发放 4.5 万吨 R32 内用配额、0.8 万吨 R245fa 内用生产配额、20 吨 R41 内用生产配额、50 吨 R236ea 生产配额（非内用），其余品种配额与 2024 年保持一致。增加发放的配额按照原制冷剂的各企业市占率进行发放。2）品种间调配规则基本与 2024 年一致，年度累计调整量不得超过该品种配额的 10%，调整次数仍为一年两次。2、二代制冷剂：1）2025 年二代制冷剂生产配额总量为 16.36 万吨，内用/出口各占一半，即生产配额较基线值累计削减 67.5%、内用配额较基线值累计削减 73.2%，符合蒙特利尔议定书要求。2）具体分品种来看，2025 年 R22 生产配额为 14.91 万吨、比 2024 年减少 3.28 万吨，削减比例为 18%，内用配额为 8.09 万吨，比 2024 年减少 3.10 万吨，削减比例为 27.7%。其他品种则减量更多。3）从使用配额来看，2025 年房间空调器行业累计削减比例为 70%、工商制冷空调累计削减比例为 67.5%、清洗行业累计削减比例为 89%等。总体来看，本次配额方案符合预期，相比于 2024 年的 R32 内用配额相当于只增加 1 万吨。此外，我们需要关注的是：1）25 年配额方案相比于 24 年来看仅是根据市场实际供需进行了微调，并未改变 24 年配额方案定下的基调，因此此前市场最悲观的担忧---回归到基加利修正案等逻辑不攻自破。市场对政策的预期正在边际改善。2）24 年和 25 年增发的 R32 配额均为内用配额，而美国等市场正成为 R32 的增量需求市场，后续外贸价格有望反超国内价格。3）根据卓创资讯，周内 R32 的大厂报价已经提至 3.8 万元/吨，配额政策落地后，产品价格继续上涨表明产业链定价权归属。4）R22 内用配额削减近 30%，明年价格弹性可期。**我们认为当前制冷剂在悲观政策预期的影响下，估值已经进入合意区间，随着靴子落地，制冷剂板块有望再度进入价格上行驱动周期。建议关注：巨化股份、东岳集团、三美股份、永和股份。**

继续看好供给短缺或受约束的行业——维生素、制冷剂、磷矿石、民爆。今年以来，化工的主要机会都是来自供给的反抗，包括了因产能退出导致供给短缺或供给受控带来的格局向好。因产能退出导致的供给短缺包括了上半年的 TMA 和下半年的维生素，其中对维生素我们的判断是，受益于海外供给的出清和国内外需求的共振，其景气周期有望长达 1-2 年，大概率超过市场的预期。在供给受控带来的格局向好方面，制冷剂和磷矿石都已经兑现并持续，未来的 2-3 年我们看好民爆行业加速整合，带来竞争格局的优化。

磷肥行业：旺季将至，看好磷肥补库需求旺盛+磷矿石高景气延续。1）供需端：Q3 国内旺季将至，磷肥行业开工率底部抬升，目前磷酸一铵/磷酸二铵平均开工率 73%/61%，而库存仍处于相对低位，目前分别处历史 18%/27%分位。同时，据 Mosaic 数据，目前印度、巴西库存均显著低于过去 5 年均值，预计在刚需推动下，海外将开启补库需求，Q3 出口景气有望得到强化。2）价格端：据百川盈孚统计，当前国内磷酸一铵/二铵市场价分别约 3350/3650 元/吨，磷酸一铵/二铵中国 FOB 价格分别 500/608 美元/吨，内销价格坚挺、外销价格底部上涨明显。3）成本端：我们看好在矿山建设安全红线及环保要求趋严、新增矿山门槛进一步提高、大企业磷矿外售减少等因素的影响下，近两年磷矿石价格有望高位延续，进而给予磷肥成本端有力支撑，产业链一体化完善或有新增磷矿产能的头部企业有望因此收益。相关标的：云天化、湖北宜化、新洋丰、史丹利、云图控股等。

民爆行业：供需共振，新一轮景气周期在即。供给端：民爆行业兼并整合有望进入加速期。《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》目标——2025 年将生产企业数量减少到 50 家以内，2023 年全行业生产企业约 60 家，仍有兼并空间。目前行业龙头易普力，

广东宏大，江南化工均在积极推进行业并购和产能注入，兼并重组不仅给企业带来的是产能端的增量，同时也是民爆企业竞争格局的重塑，企业议价权有望大幅提升；需求端：掘金西部，西南水电+新疆煤矿双轮驱动。西南水电：国务院《关加快经济社会发展全面绿色转型的意见》中，首次明确提出“加快西北风电光伏、西南水电、海上风电、沿海核电等清洁能源基地建设”；新疆民爆：a. 首先是煤炭及煤化工产业链。煤炭整体价格中枢上移+煤化工的产能转移将同时支撑新疆煤炭产业高速发展。今年新疆是可预期的煤炭产量增速最高的主产区省份。新疆爆破服务订单增长有望超预期；其次不止是煤炭。2023年，新疆自治区本级出让探矿权 184 个，同比增速达到 172%，主要矿种极为丰富，包含油气、煤、金、铅锌、铁、萤石等。相关标的——易普力（兼具西藏和新疆成长逻辑），雪峰科技（新疆硝酸铵销售龙头），江南化工（立足南疆，一带一路项目经验丰富），广东宏大（拟收购雪峰部分股权进军新疆）。

本轮维生素行情有望超预期。2022-2023 年，维生素价格一路下跌，多次挺价没有兑现，其核心原因在于国内终端养殖业陷入亏损，对成本控制意愿强烈，海外也因禽流感带来持续去库。2023 年下半年，多种维生素价格击破了成本线，全行业的亏损使得维生素价格开始修复，2024 年养殖盈利开始转正，下游对维生素等饲料添加剂价格的接受度有所提升。供给方面，海外巴斯夫减产和事故，叠加帝斯曼对维生素板块的剥离计划都极大提振了挺价信心和出口需求。前五个月国内维生素出口量同比增加 12.36%，尤其维生素 E 同比出口量高增 28.65%。2024 年 4 月开始，行业内存量订单在自低而高消化，行业的挺价信息不断，本轮维生素行情有望超预期。建议重点关注维生素 E（新和成、浙江医药、能特科技）、维生素 D3（花园生物）。

关注更新换代的供需政策新主线。2月 23 日，中央财经委员会会议要求推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新；3 月 1 日，国常会迅速响应，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》，并于 3 月 13 日由国务院印发。至此，设备更新及消费品换新有望成为中期政策主线。从化工行业角度看，1）供给层面，近期 7 项危化品落后工艺技术设备明确将淘汰。近日，应急管理部制定发布《淘汰落后危险化学品安全生产工艺技术设备目录(第二批)》，明确淘汰 7 项危化品落后工艺技术设备，自文件公布之日起有关新(扩)建项目严格禁用。其中淘汰落后工艺技术包括：酸碱交替的固定床过氧化氢生产工艺、有机硅浆渣人工扒渣卸料技术和敞开式浆渣水解技术、间歇碳化法碳酸锶及碳酸钡生产工艺、间歇或半间歇釜式硝化工艺。我们认为设备更新侧重于供给升级，政策重心从“保量”转为“提质”，在保障制造业投资基础上化解过剩产能。2）需求层面，空调以旧换新政策有望推动三代制冷剂需求提升。2024 年是主流三代制冷剂实施配额制生产的第一年，年初以来的强势涨价体现出定价权逐渐由空调冰箱企业向制冷剂生产企业转移，供给缩量+增量需求，且在下游成本占比足够低，制冷剂涨价通道已开启。

新疆有望成为煤化工“向上游去”路径的优质选择。2016 年煤炭资源端开始的供给侧改革在 2021 年底“应验”，煤价中枢上移，低原料成本时代已经改写。在能源保供以及新建园区环保限制的压力下，煤化工产业在原有产区的扩张路径受限，相关企业亟需寻找下一个可能的突破口。我们认为新疆或成为突破口的最佳选择：丰富的煤炭资源是基础，新疆露天煤矿产能丰富，坑口开采成本有望低于 100 元/吨，相比内蒙古/山东等煤化工产区具备绝对的成本优势。成本之外，我们认为有三个维度的考量需要纳入：1）从短期来看，新疆有中国最便宜的煤炭，从远期来看，新疆有中国最丰富的绿电，高能耗往新疆走是趋势。2）从短期来看，新疆发展煤制烯烃可以改变中国化工的成本曲线，从远期来看，煤制油的发展可以改变中国的资源禀赋。3）从短期来看，新疆化工的优势是能源成本，劣势是运输费用，从远期来看，如果未来我们的贸易路径从向东走向西去一带一路，那么新疆运费不仅不是劣势，反而变成区位优势。

高油价预期下盈利有保障，三桶油估值重塑：1) 油价预期高位，增储上产保障盈利。近年，全球油气行业资本开支在高油价下仍无大幅增长，原油供给增长有限，分地区来看，美国页岩油产量增速下行，以俄罗斯、沙特为主的 OPEC+ 国家已开启新一轮减产计划，在需求复苏的预期下，2024 油价将有望延续高位，能源安全背景下，能源供给有望向国企集中，三桶油积极推进增储上产，有望享受高油价带来的丰厚盈利。**2) 炼能严控有望提振开工，减油增化持续改善盈利。**2022 年国内炼能为 9.8 亿吨，根据国家碳达峰行动方案，2025 年将控制在 10 亿吨以内，配额限制，未来地方炼厂产能或加速退出，中石油、中石化开工率有望提振，此外，中石油、中石化持续推进油转化、油转特，延伸布局新材料，盈利环节将不断增加。**3) 国企改革重塑估值，高股息回报股东。**目前，中石油、中石化和中海油 PB 值远低于海外能源巨头的 1.5-2.5x 区间，在此背景下，国资委开启对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署，伴随行业政策的支持下，三桶油估值有望回归理性水平。**建议关注：中国石油、中国石化、中国海油。**

磷矿的价值重估正在进行。粮食危机灰犀牛局面下，国家提高对农化的重视程度，夏管法检趋严，导致磷肥出口低于预期，情绪面较弱。值得注意的是，化肥的出口不会取消，只会推迟，出口利润终究会兑现。而磷肥公司在出口不畅的背景下依然能够实现较好盈利，更体现性价比。出口受限虽然约束了利润弹性，却拉长了持续性和确定性。此外，磷矿的价值重估正在进行。从去年开始，以云天化为代表的大型企业就减少了磷矿石外售的比例，而 2022 年开始的磷矿石跨省运输限制，有望约束小企业磷矿石贸易量，进而约束磷肥供给，抬升磷肥成本，利好一体化的企业。而从地方政府的角度，彰显磷矿石的资源属性，有助于更好地招商引资，减少矿石贱卖，鼓励深加工提高产值。我们判断磷矿石的价值重估正在进行，价格有望维持高位。

为资源再定价，这是一个方向性的选择。以 2020 年为元年起点。展望未来的 5-10 年，我们需要做一个方向性的判断：资源端优势将会凸显并且放大。随着碳中和、能耗双控、产能指标各种供给端控制措施的联合限制，我们将看到一些资源禀赋布局领先的企业，尤其是地方国企，在煤化工、盐化工、磷化工等传统行业或者在工业硅、电石等产能逐渐资源属性化的行业，都会展现出更强的竞争优势。而依托于较好资源禀赋的国企，在近年来逐渐深化的国企改革中也有望焕发更强的生命力。

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。

二、主要化工品价格及价差变化

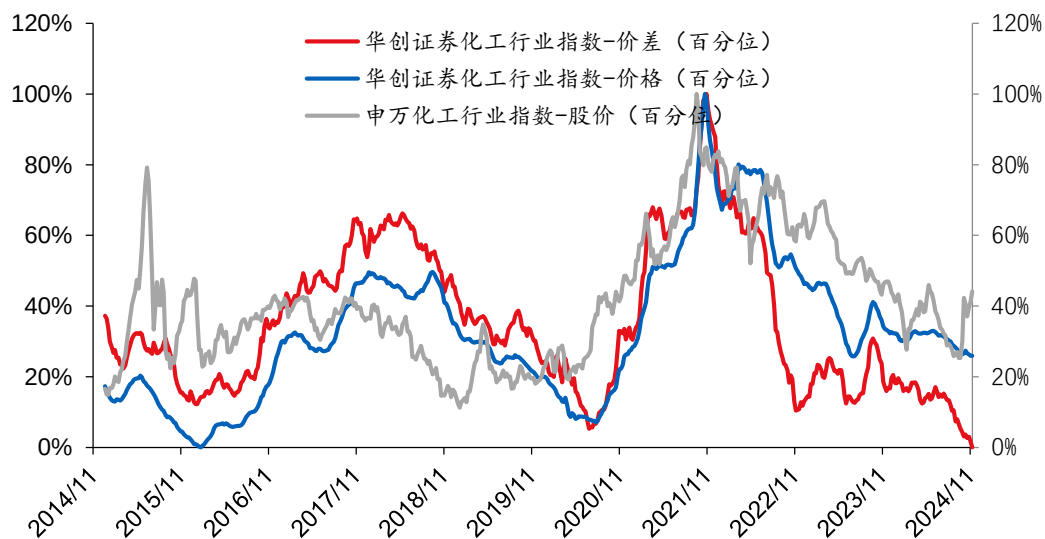
本周华创化工行业指数 85.39，环比-0.03%，同比-15.23%；行业价格百分位为过去 10 年的 25.93%，环比-0.01%；行业价差百分位为过去 10 年的 0.00%，环比-1.63%；行业库存百分位为过去 5 年的 90.08%，环比+2.66%；行业开工率为 65.56%，环比+0.24%。

图表 1 本周华创化工行业指数 85.39，环比-0.03%，同比-15.23%



资料来源：Wind，华创证券

图表 2 行业价差百分位为过去 10 年的 0.00%，环比-1.63%



资料来源：Wind，华创证券

注：价格和价差取 2014.3.1 以来分位数

图表 3 细分行业价格百分位一览

日期	行业平均-标准化百分位	行业平均-加权	石油化工	煤化工	聚氨酯	化纤	氯碱	磷化工	氟化工	硅化工	化肥	钛白粉	农药	食品及饲料添加剂
2024/11/9	25.93%	26.04%	29.06%	25.82%	15.80%	30.28%	12.64%	37.05%	50.11%	15.10%	33.86%	44.91%	4.15%	17.96%
2024/11/2	25.94%	26.05%	28.88%	25.87%	15.67%	30.81%	12.75%	37.24%	49.13%	15.20%	33.58%	46.23%	4.69%	17.80%
2024/10/26	26.27%	26.25%	29.22%	26.02%	15.45%	33.38%	12.31%	37.14%	47.46%	15.27%	33.84%	47.17%	5.27%	17.84%
2024/10/19	26.64%	26.48%	29.73%	26.43%	15.58%	34.80%	11.61%	37.16%	46.92%	15.57%	33.72%	47.17%	5.66%	17.75%
2024/10/12	27.35%	26.92%	30.99%	27.51%	14.88%	33.23%	13.80%	36.44%	46.69%	15.62%	34.80%	48.49%	5.64%	18.57%
2024/10/5	26.63%	26.47%	29.00%	27.73%	14.52%	32.96%	13.20%	36.15%	45.83%	15.57%	34.89%	50.00%	5.64%	18.85%
2024/9/28	26.38%	26.32%	28.53%	27.02%	14.52%	33.11%	12.93%	36.24%	45.83%	15.57%	35.43%	50.38%	5.65%	18.88%
2024/9/21	26.51%	26.40%	28.68%	26.96%	15.32%	33.38%	12.85%	36.55%	44.76%	15.57%	35.54%	50.47%	5.69%	19.04%

资料来源：Wind，华创证券 注：橙色为当周上升，绿色为当周下降

图表 4 细分行业价差百分位一览

日期	行业平均-标准化百分位	行业平均-加权	石油化工	煤化工	聚氨酯	化纤	氯碱	磷化工	氟化工	硅化工	化肥	钛白粉
2024/11/9	0.00%	26.61%	24.59%	26.91%	22.52%	44.33%	16.95%	22.80%	44.30%	14.94%	33.72%	13.55%
2024/11/2	1.63%	27.06%	25.15%	26.85%	22.86%	45.05%	17.39%	23.81%	43.67%	15.10%	35.04%	15.58%
2024/10/26	3.01%	27.45%	24.44%	28.34%	23.38%	47.55%	16.57%	24.03%	42.51%	15.28%	35.97%	17.49%
2024/10/19	2.66%	27.35%	24.74%	28.33%	22.78%	48.03%	15.65%	24.28%	42.26%	15.77%	37.14%	13.55%
2024/10/12	3.67%	27.63%	25.29%	27.84%	22.66%	46.61%	20.47%	23.09%	42.03%	14.19%	37.53%	16.74%
2024/10/5	3.13%	27.48%	25.35%	28.13%	23.88%	43.83%	20.11%	21.76%	41.39%	14.21%	36.14%	21.67%
2024/9/28	4.30%	27.81%	25.40%	28.44%	24.04%	46.06%	20.15%	21.97%	41.47%	14.21%	35.70%	23.00%
2024/9/21	5.40%	28.12%	24.77%	28.58%	23.88%	48.42%	20.92%	23.04%	40.56%	14.21%	37.28%	23.26%

资料来源：Wind，华创证券 注：橙色为当周上升，绿色为当周下降

图表 5 细分行业库存百分位一览

日期	行业平均-标准化百分位	行业平均-加权	石油化工	煤化工	聚氨酯	化纤	氯碱	磷化工	氟化工	硅化工	化肥	钛白粉	农药	食品及饲料添加剂
2024/11/9	90.08%	47.36%	44.12%	59.70%	44.75%	49.29%	49.15%	45.99%	37.15%	45.54%	39.99%	90.10%	44.68%	25.85%
2024/11/2	87.42%	46.70%	44.10%	59.01%	45.01%	47.21%	48.69%	43.10%	37.03%	44.83%	40.03%	89.88%	43.30%	25.34%
2024/10/26	85.68%	46.26%	43.40%	57.97%	47.48%	48.35%	46.55%	43.05%	36.78%	41.54%	40.00%	86.93%	42.56%	26.89%
2024/10/19	85.16%	46.14%	43.68%	57.31%	47.95%	47.19%	46.13%	43.38%	37.95%	39.43%	38.12%	86.81%	41.29%	31.15%
2024/10/12	86.00%	46.35%	43.72%	57.41%	48.91%	46.88%	46.83%	43.37%	38.60%	37.18%	37.51%	84.63%	40.67%	37.36%
2024/10/5	89.93%	47.32%	45.40%	55.60%	50.53%	47.30%	49.00%	46.81%	40.35%	35.60%	37.92%	83.99%	39.85%	44.32%
2024/9/28	90.23%	47.39%	44.64%	52.33%	52.98%	53.27%	49.97%	45.46%	40.35%	35.35%	37.80%	82.63%	39.85%	44.32%
2024/9/21	93.47%	48.20%	44.82%	53.04%	53.43%	55.51%	51.49%	46.27%	40.56%	35.04%	36.26%	81.55%	39.62%	51.69%

资料来源：Wind，华创证券

注 1：橙色为当周上升，绿色为当周下降。

注 2：此处实际反映 2019 年以后分位。

图表 6 细分行业开工率一览

日期	行业平均-标准化百分位	行业平均-加权	石油化工	煤化工	聚氨酯	化纤	氯碱	磷化工	氟化工	硅化工	化肥	钛白粉	农药	食品及饲料添加剂
2024/11/9	70.32%	65.56%	75.87%	61.92%	67.93%	84.05%	77.21%	46.35%	43.55%	54.97%	67.63%	76.38%	60.00%	55.25%
2024/11/2	68.32%	65.32%	72.05%	62.54%	72.18%	83.92%	78.64%	47.15%	40.93%	56.81%	68.68%	77.27%	59.95%	51.62%
2024/10/26	68.77%	65.37%	75.51%	64.94%	66.56%	83.55%	77.95%	47.05%	41.20%	54.94%	69.99%	77.87%	61.29%	47.39%
2024/10/19	62.37%	64.59%	75.34%	62.32%	66.70%	83.21%	77.60%	47.25%	39.93%	55.17%	68.96%	77.63%	61.09%	44.70%
2024/10/12	64.29%	64.82%	74.01%	63.29%	69.15%	83.24%	78.13%	47.94%	43.40%	54.48%	66.87%	77.91%	61.00%	43.18%
2024/10/5	68.92%	65.39%	74.75%	62.40%	69.40%	82.47%	76.97%	47.29%	46.04%	53.99%	66.09%	80.07%	61.10%	51.32%
2024/9/28	68.95%	65.39%	74.95%	60.54%	69.06%	82.52%	76.89%	46.68%	49.89%	53.00%	66.30%	80.07%	61.10%	52.98%
2024/9/21	61.74%	64.51%	74.04%	59.03%	68.80%	81.01%	76.15%	46.77%	50.72%	52.56%	66.18%	79.75%	60.33%	49.28%

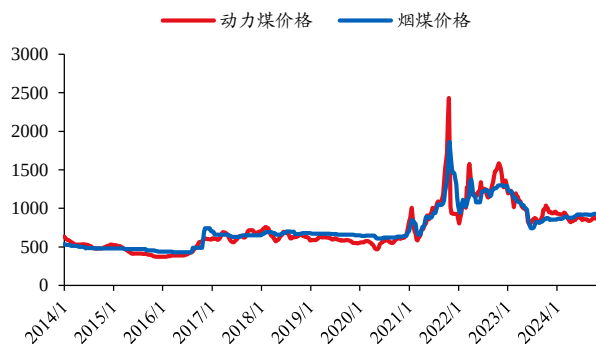
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

注 1：橙色为当周上升，绿色为当周下降。

注 2：此处实际反映 2019 年以后分位。

图表 7 本周布伦特原油价格上涨（美元/桶）


资料来源：Wind，华创证券

图表 8 本周动力煤价格下跌（元/吨）


资料来源：Wind，华创证券

原油：欧佩克+推迟增产计划，国际油价先涨后跌。周前中期，伊朗准备对以色列进行打击，欧佩克+推迟石油增产计划至 12 月底，加之热带风暴对美国海上石油平台带来生产中断风险，同时，10 月中国制造业 PMI 重回扩张区间及美元指数下跌支撑市场氛围，国际油价连涨四日，美油、布油涨至 70、75 关口上方。周后期，特朗普胜选美国总统，美元指数大幅拉涨，压制油价，叠加上周美国原油库存增加，国际油价有所下跌。总体来看，与上周相比，国际油价呈上涨走势。

动力煤：上下游交投氛围僵持，动力煤价格大稳小动。本周秦皇岛港动力煤（Q5500）市场均价 860 元/吨，较上周环比-0.58%。晋陕蒙坑口煤均价环比+0.73%。供应端：本周港口库存仍不断累积，贸易商利润亏损，发运积极性不高，但下游多以压价为主，港口调入持续多于调出，库存不断增加。需求端：南方电厂进入传统淡季，民用电负荷降低，库存在长协煤和进口煤的补充下呈中高位，对市场现货采购需求有限；北方供暖需求稍有释放，但因前期补库较为充足，对市场煤多逢低购买。

根据我们的数据库，本周价格涨幅居前的品种有：三氯蔗糖(+5.7%)、R125(+5.6%)、正丁醇(+4.8%)、合成氨(+4.8%)、WTI 原油(+4.7%)；**本周价格跌幅居前的品种有：**丁二烯(-6.8%)、乙烷(-4.7%)、醋酸(-4.5%)、丙烯酸异辛酯(-4.0%)、草铵膦原药(-3.8%)。

图表 9 本周价格涨跌幅居前的品种

	周度价格涨幅前 10	涨幅	本周	上周	单位		周度价格跌幅前 10	跌幅	本周	上周	单位
1	三氯蔗糖	5.7%	22.2	21.0	万元/吨	1	丁二烯	-6.8%	11350.0	12180.0	元/吨
2	R125	5.6%	37500.0	35500.0	元/吨	2	乙烷	-4.7%	18.1	19.0	美分/加仑
3	正丁醇	4.8%	7390.0	7050.0	元/吨	3	醋酸	-4.5%	2650.0	2776.0	元/吨
4	合成氨	4.8%	2710.0	2585.7	元/吨	4	丙烯酸异辛酯	-4.0%	11900.0	12400.0	元/吨
5	WTI 原油	4.7%	71.6	68.4	美元/桶	5	草铵膦原药	-3.8%	5.0	5.2	万元/吨
6	布伦特原油	3.8%	75.8	73.0	美元/桶	6	醋酸酐	-3.7%	4560.0	4734.3	元/吨
7	R134a	2.7%	38000.0	37000.0	元/吨	7	DMF	-3.2%	4133.3	4271.4	元/吨
8	阿维菌素精粉	2.2%	46.0	45.0	万元/吨	8	氯化铵	-3.2%	390.0	403.0	元/吨
9	碳酸锂	1.9%	7.5	7.4	万元/吨	9	C4	-2.5%	4935.7	5064.3	元/吨
10	维生素 D3	1.9%	247.0	242.5	元/千克	10	盐酸	-2.2%	183.0	187.2	元/吨

资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

涨幅居前的产品基本面分析如下：

三氯蔗糖(+5.7%):本周三氯蔗糖市场均价为 22.2 万元/吨,环比+5.7%。虽然本月初安徽和山东企业装置复产，但开车初期量少，厂商基本均无库存，挺价联盟稳固，贸易商存在惜售心态，成交重心逐步上移中。终端需求处于淡季，但在买涨不买跌情绪加持下，后续询盘积极性或有提升。

R125(+5.6%):本周 R125 市场均价为 37500.0 元/吨,环比+5.6%。部分厂家检修或降负情况仍存，厂家多做混配自用为主，当前配额余量不足，而市场需求整体表现偏弱，库存逐步消化中，下游持续刚需拿货。

正丁醇(+4.8%):本周正丁醇市场均价为 7390.0 元/吨,环比+4.8%。本周下游醋酸丁酯需求表现尚可，DBP 对原料采购积极，贸易商有补空单的操作，参与度良好，整体来看，场内买盘氛围活跃，叠加正丁醇市场现货不多，业者限量惜售，在供需双重利好支撑下，正丁醇市场价格接连上涨。

跌幅居前的产品基本面分析如下：

丁二烯(-6.8%):本周丁二烯市场均价为 11350.0 元/吨，环比-6.8%。周前期，丁二烯市场气氛较为谨慎，且在丁二烯价格连连下跌情况下，下游不乏谨慎观望入市情绪，丁二烯市场成交不佳，丁二烯市场延续弱势；周后期，丁二烯竞拍货源宽幅增加，供应面难有支撑，不过部分竞拍货源溢价成交，市场成交气氛尚可。

乙烷(-4.7%): 本周乙烷市场均价为 18.1 美分/加仑,环比-4.7%。成本端走势强劲，乙烷企业生产成本增加。但受制于供需两弱格局下，周内厂家报价持稳为主，周内乙烷一企业装置重启，华东地区供应小幅增加，但前期外放量较少对市场影响不大，华东地区供需相对平衡，企业稳定出货为主。

醋酸(-4.5%):本周醋酸市场均价为 2650.0 元/吨,环比-4.5%。本周醋酸市场华中和华北地区主流厂家出现装置陆续降负情况，但由于其他厂家装置保持满负荷运行，因此市场整体供应量延续充裕基调，供应端依旧无明确利好支撑。周内醋酸需求端无明显好转迹象，再买涨不买跌心态趋势下，业者采购热度很低，实单多以长约为主，现货成交稀少且持续挤压醋酸市场价格。临近周末醋酸价格已跌至底部，部分厂家利润已出现亏损，然让利也难以提振市场买气，价格止跌企稳。

根据我们的数据库，本周价差涨幅居前的品种有：顺酐价差(+59.0%)、丙烯腈价差(+26.0%)、丁醇价差(+11.9%)、合成氨(+11.2%)、电石法 PVA(+10.3%); 本周价差跌幅居前的品种有：涤纶 POY 现金流(-108.8%)、涤纶 FDY 现金流(-28.4%)、草甘膦(-25.0%)、丙烯酸丁酯价差(-24.0%)、DMF(-22.4%)。

图表 10 本周价差涨跌幅居前的品种

	周度价差涨幅前 10	涨幅	本周	上周	单位		周度价差跌幅前 10	跌幅	本周	上周	单位
1	顺酐价差	59.0%	546	343	元/吨	1	涤纶 POY 现金流	-108.8%	-9	100	元/吨
2	丙烯腈价差	26.0%	211	168	元/吨	2	涤纶 FDY 现金流	-28.4%	93	130	元/吨
3	丁醇价差	11.9%	3081	2753	元/吨	3	草甘膦	-25.0%	813	1084	元/吨
4	合成氨	11.2%	1324	1191	元/吨	4	丙烯酸丁酯价差	-24.0%	646	850	元/吨
5	电石法 PVA	10.3%	1892	1715	元/吨	5	DMF	-22.4%	674	869	元/吨
6	R125	8.5%	21459	19784	元/吨	6	二甲醚	-18.1%	85	104	元/吨
7	丁酮价差	8.4%	2044	1886	元/吨	7	软泡聚醚价差	-17.1%	368	444	元/吨

8	PET	8.3%	575	531	元/吨	8	联碱法	-16.3%	278	333	元/吨
9	BDO	6.2%	2560	2412	元/吨	9	磷酸一铵	-13.0%	343	395	元/吨
10	乙二醇	5.8%	1336	1264	元/吨	10	硬泡聚醚价差	-12.7%	523	599	元/吨

资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

根据我们的数据库，本周库存分位最低的五大品种：MTBE(0.0%)、乙二醇(0.6%)、丙烯腈(0.9%)、代森锰锌(1.2%)、三氯氢硅(1.3%)；本周库存分位跌幅居前的品种有：丙烯酸(-12.9%)、氯化铵(-6.9%)、氯化铵(-6.9%)、吡虫啉(-6.3%)、PTA(-5.1%)。

图表 11 本周库存分位值最低/跌幅居前的品种

	周度库存分位最小 10	分位值	本周	上周	单位		周度库存分位值跌幅前 10	跌幅	本周	上周
1	MTBE	0.0%	16323	16723	吨	1	丙烯酸	-12.9%	7017	7570
2	乙二醇	0.6%	8880	7400	吨	2	氯化铵	-6.9%	532000	582000
3	丙烯腈	0.9%	4410	4800	吨	3	氯化铵	-6.9%	532000	582000
4	代森锰锌	1.2%	120	120	吨	4	吡虫啉	-6.3%	190	210
5	三氯氢硅	1.3%	1370	1370	吨	5	PTA	-5.1%	919000	950800
6	片碱	3.6%	30050	19400	吨	6	苯胺	-5.0%	6100	6850
7	毒死蜱	3.8%	165	170	吨	7	软泡聚醚	-4.8%	209162	225084
8	萤石	4.5%	86085	85669	吨	8	TDI	-4.6%	13400	14400
9	磷酸氢钙	6.1%	9000	10500	吨	9	腈纶	-4.2%	20	21
10	聚四氟乙烯	6.3%	1335	1165	吨	10	甲醇	-4.2%	472500	500500

资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

根据我们的数据库，本周开工率最高的五大品种：辛醇(116.1%)、石脑油(105.3%)、丁醇(101.4%)、蛋氨酸(94.7%)、涤纶长丝(94.2%)；本周开工率提升居前的品种有：PTA(+33.9pct)、PX(+28.6pct)、PTMEG(+27.2pct)、PTFE(+14.3pct)、聚合 MDI(+13.0pct)。

图表 12 本周开工率最高/涨幅居前的品种

	开工率前 10	本周开工率	上周开工率	周度开工率分位值		开工率提升前 10	涨幅	本周	上周
1	辛醇	116.1%	109.8%	100.0%	1	PTA	33.9%	78.6%	44.7%
2	石脑油	105.3%	105.5%	70.6%	2	PX	28.6%	78.3%	49.7%
3	丁醇	101.4%	102.3%	98.4%	3	PTMEG	27.2%	81.7%	54.5%
4	蛋氨酸	94.7%	94.7%	94.5%	4	PTFE	14.3%	47.0%	32.6%
5	涤纶长丝	94.2%	93.3%	100.0%	5	聚合 MDI	13.0%	78.6%	65.5%
6	锦纶长丝	92.1%	93.0%	96.3%	6	麦芽酚	11.9%	40.3%	28.3%
7	粘胶长丝	92.0%	92.0%	87.5%	7	辛醇	6.3%	116.1%	109.8%
8	醋酸	90.3%	91.6%	97.2%	8	新戊二醇	5.9%	87.8%	81.9%
9	粘胶短纤	89.0%	89.0%	84.4%	9	丁酮	4.6%	59.4%	54.8%
10	氯化钾	88.3%	89.3%	82.9%	10	环氧丙烷	4.5%	66.0%	61.5%

资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

三、基础化工细分子行业跟踪

（一）行业跟踪—轮胎：原材料高位回落，海运费下降明显

采矿业高景气+制造业高资本开支+设备更新换代政策，有望驱动非公路轮胎和巨胎市场快速增长。不同于市场对于非公路轮胎景气持续性的担忧，我们看好全球再基建和采矿业的持续高景气。前者受到国内基建需求+美国制造业高资本开支的驱动，后者则受到再通胀拉动的采矿业活动旺盛驱动。此外，近期住建部印发的《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案的通知》，明确要求更新淘汰使用超过10年以上、高污染、能耗高、老化磨损严重、技术落后的建筑施工工程机械设备。进而，我们判断作为采矿业、建筑业耗材的非公路轮胎预计仍具备可持续的景气上行空间。工程机械轮胎及全钢巨胎技术壁垒高，单位投资额大，研制+市场导入周期长，进而头部外资企业占据较高的市占率。但随着国内外政策支持叠加国内头部厂家研发及市场实现突破，国产替代正加速进行。考虑到中国企业的份额提升在大规格非公路轮胎和巨胎领域才刚刚开始，我们认为增长的空间乘以提高的份额有望推动相关企业非公路轮胎业绩持续超预期。

泰国输美半钢胎终裁落地，利好泰国设厂相关胎企。2024年1月25日早间，森麒麟发布公告称，本次泰国输美乘用车和轻卡轮胎反倾销调查第一次年度行政复审终裁结果出台：森麒麟泰国复审终裁单独税率为1.24%；日本住友轮胎（泰国公司）终裁单独税率为6.16%；其他泰国出口美国的轮胎企业终裁税率为4.52%。**我们认为，本次复审终裁税率下降对相关公司的影响主要有以下三点：**1）**一次性退税：**目前于泰国设厂的森麒麟、玲珑轮胎、通用股份等公司的美国贸易子公司预计可享受一次性税率返还。预计相关企业此前多缴纳的税费保证金将得到返还，在未来冲减成本。2）**各公司自营的美国贸易子公司利润有望增厚：**我们测算了较大概率下（括号中为变量：各公司的美国贸易子公司占比）森麒麟（50%）、玲珑轮胎（50%）、通用股份的泰国一期（10%）预计分别实现利润增厚2.10、1.25、0.11亿元。3）**泰国工厂面对美国本土经销商的提价带来的利润增厚：**我们测算了较大概率下（括号中为变量：泰国工厂提价幅度）森麒麟（8%）、玲珑轮胎（8%）、通用股份的泰国一期（6%）预计分别实现利润增厚1.56、0.90、0.67亿元。以上合计，预计本次泰国半钢胎反倾销关税的下降将增厚各公司中长期盈利如下：**森麒麟3.66亿元，玲珑轮胎2.15亿元，通用股份0.78亿元（泰国一期）。**（具体报告请详见我们团队1月26日外发报告《轮胎行业跟踪报告之七：泰国输美半钢胎终裁落地，中国轮胎海外工厂盈利如何展望》）**我们认为，本次复审终裁税率的下降体现了中国轮胎企业参与国际化竞争的實力：**1）森麒麟作为强制应诉企业取得1.24%的单独税率，表明了公司海外工厂运营管理的合规性，以及未来参与国际化竞争的强大能力；2）较低的税率或验证了通过提高产品力和产品价格，可以从法理上有望降低被双反的程度，该信息得到确认后预期将加速国内企业提升内在实力，并倒逼企业减少低价竞争；3）从长期看，双反税率的降低有利于实现海外工厂盈利能力的修复，企业有望凭借更加充沛的现金流来支撑长期的全球化布局，从根本上规避未来潜在的贸易风险。**建议关注受益于本次泰国半钢胎反倾销关税下降的国内轮胎企业：森麒麟（002984.SZ）、玲珑轮胎（601966.SH）、通用股份（601500.SH），以及具备海外工厂布局的国内轮胎头部企业：赛轮轮胎（601058.SH）、贵州轮胎（000589.SZ）。**

近期海运费持续松动下探。据彭博数据显示，本周WCI上海至鹿特丹、上海至洛杉矶、上海至纽约集装箱运费分别为3396、4839、5241美元/FEU，对比7月初分别高点的8267、7512、9612美元/FEU，高位向下松动显著；泰国至欧洲、美西、美东集装箱运价分别为4250美元/FEU、4200美元/FEU、4600美元/FEU。

本周天然橡胶价格环比上行，合成橡胶价格环比显著下行。本周天然橡胶市场均价

（SCRWF 天然橡胶，山东）17060 元/吨，较上周变化+0.64%；顺丁橡胶市场均价（燕山 BR9000，中石化华北）14780 元/吨，较上周变化-4.33%。周内泰国进口胶水价格止跌上涨，加之期货盘面上行，带动持货商出货情绪，叠加前期天然橡胶不断下行，下游轮胎及制品低价补库意愿提升，导致市场成交重心有所上行，不过随着天然橡胶重心走高，传导至下游难度增加，市场成交量有所减少。**后市预测：**下周顺丁橡胶市场或受近期天然胶行情带动小幅上涨后趋于平稳，对天胶支撑有限。天然橡胶供应方面：目前国外泰国仍处于橡胶上量季，产量仍在提升，市场供应仍显宽松，国内海南及云南未来一周天气表现良好，胶水价格后期或存下行预期，成本及供应表现利空。天然橡胶需求方面：全钢轮胎北方市场逐步进入需求淡季，后市出货情况或偏弱，加之下游制品行业开工情况不理想，需求面表现弱势。

本周炭黑价格环比持平。本周国内炭黑市场均价为 8116 元/吨，较上周价格变化+0.0%。原料市场下滑明显，炭黑市场价格商谈陷入僵持。**供应方面：**体情况来看，东北地区、西南地区暂时表现平稳，华东、华中地区有所下调，区域内存检修、减产情况，而华北等地表现上涨，区域内复产、提产情况均存，虽然亦有零星换线短停情况，但区域开工仍上行，整体供应增加。**后市预测：**根据分析，预计下周炭黑市场价格走势偏弱，N330 主流商谈价格参考范围为 7300-7600 元/吨，个别小单低位犹存。原料市场走势延续弱势，场内预期不佳，炭黑成本端支撑一般；第二，后续行业开工预计波动不大，但市场供应充足；第三，下游方面走势承压，对于原料刚需补库为主，场内打压情绪犹存。第四，当前场内心态一般，询单较为谨慎。整体看，预计炭黑市场价格或呈向下走势。

本周国内半钢胎/全钢胎开工率环比小幅下行/下行。本周国内半钢胎开工率为 79.19%，同比/环比分别+6.21/-0.14 个百分点；全钢胎开工率 60.21%，同比/环比分别-2.94/-1.91 个百分点。

乘联会数据显示，2024 年 10 月第 4 周（10.21-10.27）乘用车日均销量 7.83 万辆，当周日均销量同比-5.0%。据中汽协统计，2024 年 9 月国内乘用车销量 252.51 万辆，环比+1.52%。2023 年 1-12 月国内乘用车累计销量 2601.40 万辆，同比+10.46%。其中，12 月销量环比回升至 279.2 万辆，较去年同期上升 23.27%。商用车方面，2023 年 1-12 月国内累计销量 403.32 万辆，同比+22.23%，其中 12 月份销量为 36.40 万辆，同比+25.09%。

展望 2025 年，成本方面，海运费已逐步回归正常中枢、预计较 2024 年将边际走弱；原材料天然橡胶处于供需周期拐点，虽供给波动的风险及不确定性较大，但考虑到 EUDR 法案的推迟及油价中枢的影响，预计原材料进一步大幅上涨概率不大，或呈震荡向上趋势。而在海运费回归的大背景下，预计轮胎企业可逐步实现成本的传导。**需求方面，**从终端需求来看，轮胎零售市场的刚性极强，尤其对于当前市占率不高、同时在逐步进行全球化布局的国产头部轮胎企业而言，一方面其仍处于产能释放阶段、订单增量可观，另一方面子利润率提升之下其抗周期能力有望随之提升。同时，我们看好 2025 年的国内需求较 2024 年有望边际提升，特别是对于全钢胎及非公路轮胎等生产资料类型的轮胎产品；外需方面，我们认为海外轮胎消费降级趋势将持续演绎，特别是频发的贸易壁垒增加了海外用户的轮胎使用成本，而国产轮胎有望凭借性价比优势持续抢占外资份额。**然而，贸易壁垒是必须要关注的重要外部因素。**2024 年的资本市场虽已交易过美国对中国制造业实行贸易壁垒的相关预期，但靴子的真正落地预计将在 2025 年。对于轮胎产业，一方面我们看到以美国为代表的欧美国家，甚至一些发展中国家在过去已对中国的轮胎产品加征过关税；另一方面，我们也能看到中国轮胎的制造实力与日俱增，与之形成对比的是欧美轮胎制造业的衰退，故而海外市场对国产轮胎的需求粘性在持续提升。同时，国内轮胎头部企业在加速海外工厂布局，逐步实现的全球化布局有望助力相关企业实现对贸易壁垒的脱敏。虽然我们无法阻止市场对包括轮胎在内的制造业出海链的悲观预期，

但我们认为国产轮胎行业的价值也会在靴子落地之时回归，“让子弹再飞一会儿”。最后，从中长期产业逻辑出发，我们依然坚定看好：1）国产轮胎产品的结构升级趋势，其中最为看好巨胎和大尺寸半钢胎的市场及盈利前景，产品链条布局齐全、积极投入研发及产品结构升级的企业有望因此受益，实现盈利中枢的持续提升；2）国产新能源汽车渗透率提升对国产轮胎需求及品牌的拉动，以及相关企业从努力攻克及配套中高端企业和车型、提高研发及宣发费用、建设渠道销售网络等角度出发，积极推动品牌建设，国内有望诞生国际一流的轮胎品牌。

相关公司：

1、玲珑轮胎（601966.SH）：战略制胜，拥抱确定性成长的龙头。近年来随着海内外产能陆续投产，公司产品的品牌力不断提升。作为国内效益排名靠前的轮胎公司，公司推出中长期规划国内外“7+5”布局战略，计划到2030年实现产能1.8-1.9亿条、销量1.6亿条、营收超800亿元，成为全球一线轮胎企业。预计伴随公司在配套市场逐步发力以及不断的产能扩张，公司将依靠优秀的产品品质和强大的成本管控逐步实现进口替代，长期成长空间较大。**配套持续突破，撬动外资轮胎基本盘。**2023年公司配套渠道共实现营收56.0亿元，连续多年稳居中国企业第一位，目前已进入全球10大车企其中9家的配套体系。对比公司在配套端的持续突破，外资轮胎在亚太区域的配套则呈失速下滑态势。配套开始撬动外资基本盘。**塞尔维亚产能释放在即，有望成为公司的新增长引擎。**塞尔维亚工厂2023年实现营收2.24亿元，净利润亏损0.82亿元。2024年内一期卡车胎、乘用车胎分别于去年5月、12月取得试用许可，进而贡献营收，但盈利仍承压于产能利用率不高，全年塞尔维亚卡客车胎产能利用率约43%。公司预期塞尔维亚160万条卡客车胎和1200万条乘用车胎可分别于2024/2025年完工达产，未来有望成为公司增长的新引擎。

2、赛轮轮胎（601058.SH）：巨胎与“液体黄金”并进，盈利与估值共振。公司是国内轮胎行业的头部企业之一，轮胎产品畅销全球一百多个国家和地区。近两年公司盈利水平大幅提高，是国内增长最快的轮胎企业之一。**公司是国内轮胎龙头，产品布局完善，产能增量充足。**当前公司具备半钢胎产能约6200万条、全钢胎产能约1500万条、非公路轮胎产能26万吨，未来规划有柬埔寨二期、墨西哥、印尼、青岛董家口等项目，预计全部产能达产后公司产能将达到半钢胎10300万条、全钢胎2600万条、非公路轮胎44.7万吨。**公司非公路轮胎及巨胎产品具备领先身位，加速抢占外资份额。**不同于市场对于非公路胎景气持续性的担忧，我们看好全球再基建和采矿业持续高景气，进而判断作为耗材的非公路胎仍具备可持续的景气上行空间。同时考虑到中国企业的份额提升在巨胎领域才刚刚开始，我们认为增长的空间乘以提高的份额有望推动赛轮非公路胎业绩持续超预期。**“液体黄金”轮胎，公司品牌提升的重要“期权”。**公司“液体黄金”轮胎打破了轮胎抗湿滑性、耐磨性能、低滚动阻力三者无法兼顾的“魔鬼三角”，同时能耗优势突出，具备绿色、低碳、可持续发展的重要意义。2023年初公司发布“液体黄金”乘用车轮胎四大系列新品，并同步开启线下推广，产品销量呈现不断上升态势。从公开渠道可见，公司“液体黄金”轮胎的终端售价对标如米其林、德国马牌等国际一线轮胎品牌，公司将其定位于高端产品系列。作为品牌提升的重要战略方向，我们认为中长期“液体黄金”轮胎有望在配套端实现突破、在替换端持续放量，成为公司估值提升的重要推手。

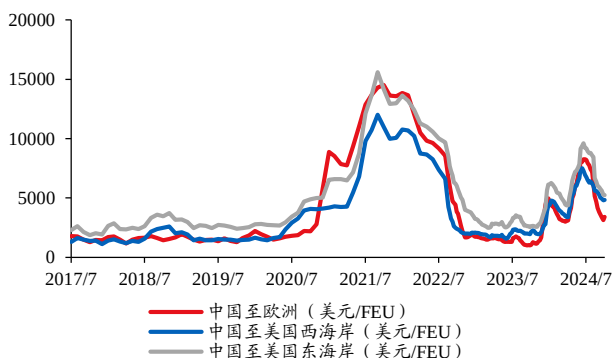
3、森麒麟（002984.SZ）：智能制造水平领先国内，海外新增产能规模大。公司目前拥有青岛、泰国两大工厂，其中青岛工厂设计产能为1200万条，泰国工厂设计产能为1600万条半钢胎+200万条全钢胎，近年产销率及产能利用率均维持在较高水平。**公司为行业内领先的轮胎智能制造企业，智能制造成果入选国家工信部“2018年制造业与互联网融合发展试点示范项目”**等项目。公司智能工厂用工少、人效高、产品一次合格率高，未来

完全具备在欧美发达国家建立“无人工厂”的实力。智能制造带来人效的提高、产品一致性的保障，是未来轮胎行业的发展趋势。公司高性能轮胎产品主攻中高端市场，产品性能优势明显。公司产品在权威测评中表现优异，同时经过了市场的检验。主攻中高端轮胎市场带来公司毛利率的提升，远超同业公司平均水平。产能稳步释放，看好公司中长期利润及竞争力提升。从长期看，双反税率的降低有利于实现海外工厂盈利能力的修复，公司有望凭借更加充沛的现金流来支撑长期的全球化布局，从根本上规避未来潜在的贸易风险。此外，目前公司摩洛哥 1200 万条半钢胎产能已投产运行，着力推进高端研发、持续提升智能制造水平，我们看好公司的中长期发展前景。

4、贵州轮胎（000589.SZ）：海外工厂投产提升资产回报率，公司管理质地优化。公司深耕商用车轮胎领域多年，产品覆盖卡客车轮胎、工程机械轮胎、农业机械轮胎、工业车辆轮胎、特种车辆轮胎五大领域共 3000 多个规格品种，产品性能领先、性价比优势突出，是全国乃至全球商用轮胎规格品种最为齐全的轮胎制造企业之一。公司现有贵阳扎佐和越南龙江两个生产基地，产能达 1028 万条。公司新增产能越南二期的 90 万条高性能全钢子午线轮胎产能于 23 年末达产，剩余 5 万条农业子午胎正在产品测试；扎佐四期第一阶段 20 万条/年非公路胎产能于 23 年 6 月试产，并于 2023 年末达产，第二阶段后续将陆续投产。2023 年公司越南公司完成轮胎产/销分别 128.05/125.64 万条，同比分别 +98.7%/+123.2%；实现营业收入 12.28 亿元，同比+125.7%；实现净利润 2.395 亿元，同比扭亏。越南公司全年净利率水平达 19.5%，剔除越南公司外的净利率水平为 7.2%，公司整体净利率则为 8.7%，可见海外工厂对公司的利润率拉动十分明显。今年 3 月 5 日晚间公司公告拟在越南投资 2.28 亿美元建设 600 万条半钢胎产能。目前公司越南一二期已稳定运行并实现较好盈利，越南三期的半钢胎预期将补齐公司的产品短板，进一步拓展公司产品的市场空间和盈利能力，巩固提升公司的全球综合竞争力。

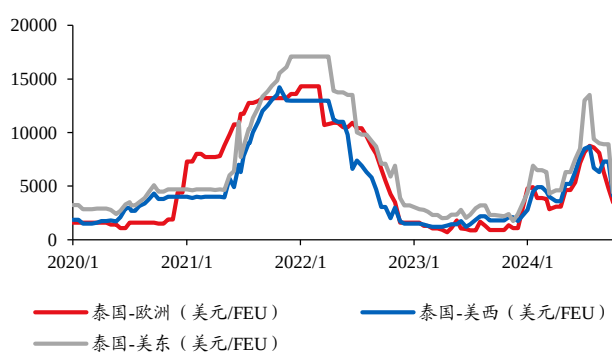
5、三角轮胎（601163.SH）为国内轮胎行业老牌劲旅，主要产品涵盖五大轮胎系列，包括商用车胎、乘用车胎、斜交工程胎、子午工程胎、子午工程巨胎。公司华茂、华阳分公司募投项目陆续投产，产能逐步发挥且有进一步增长空间。公司研发投入在国内轮胎行业保持领先水平，每年占比 4%以上，每年投放新产品超过 150 个，技术创新实力强。

图表 13 中国出口集装箱运费变化



资料来源：Wind，Bloomberg，华创证券

图表 14 泰国出口集装箱运费变化



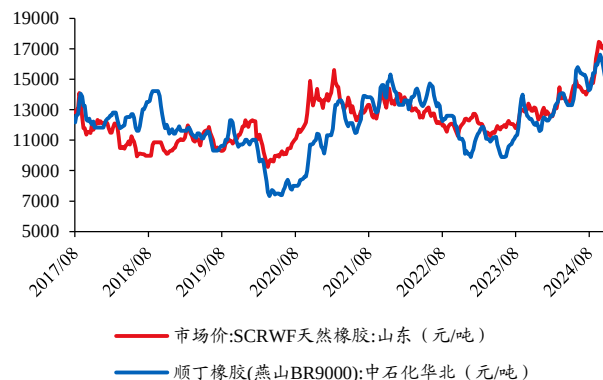
资料来源：TNSC，华创证券

图表 15 本周华创化工轮胎原材料指数环比-0.93%



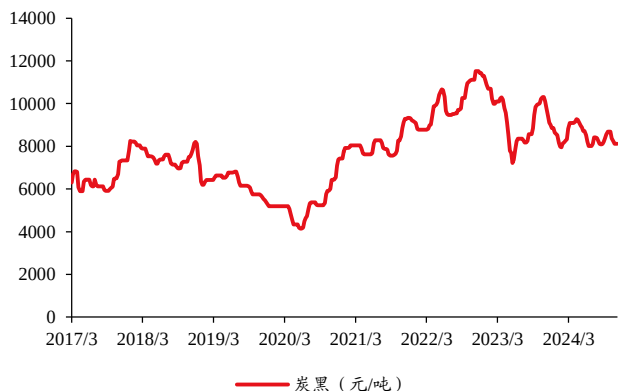
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 16 本周天然橡胶价格环比上行



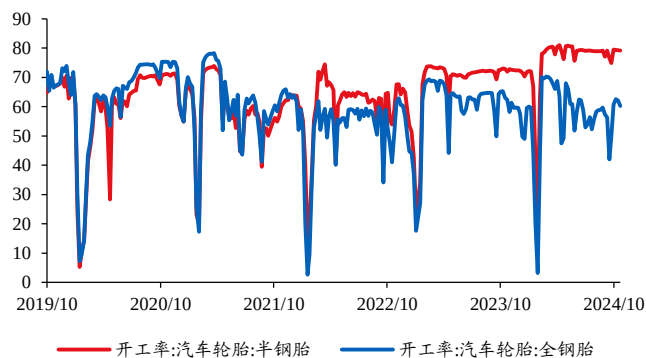
资料来源: Wind, 中国橡胶信息贸易网, 华创证券

图表 17 本周炭黑价格环比持平



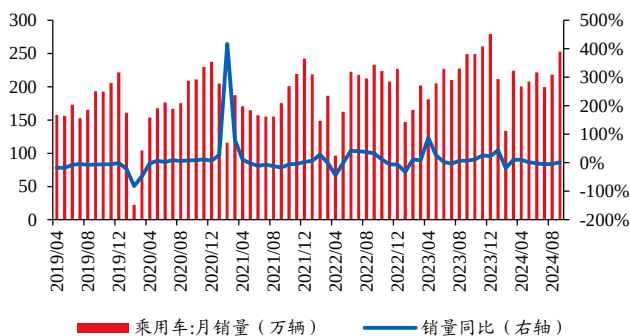
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 18 本周国内半钢胎/全钢胎开工率环比下行



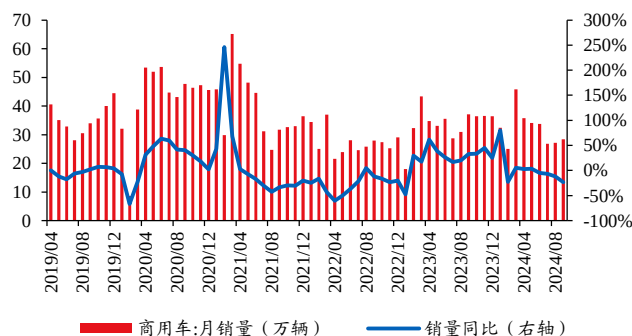
资料来源: Wind, 中国橡胶信息贸易网, 华创证券

图表 19 国内乘用车 9 月销量同比+1.52%



资料来源: Wind, 中汽协, 华创证券

图表 20 国内商用车 9 月销量同比-23.45%



资料来源: Wind, 中汽协, 华创证券

(二) 行业跟踪—农化: 近期粮价企稳, 海外磷肥价格反弹

本周国内单质肥价格呈部分下行趋势, 尿素、磷酸一铵、磷酸二铵、氯化钾分别环比-0.6%、-0.9%、-0.1%、-0.6%。根据 Wind 数据, 截至 11 月 9 日, 国内尿素市场均价 1804 元/

吨，环比-0.6%，同比-29.1%；国内磷酸一铵市场均价 3066 元/吨，环比-0.9%，同比-7.9%；磷酸二铵市场均价 3648 元/吨，环比-0.1%，同比-1.5%；国内氯化钾市场均价 2400 元/吨，环比持平，同比-15.8%。

国际化肥价格近期呈上涨趋势，磷铵国内外价差维持高位。从我们跟踪的氮、磷、钾三种单质肥价格来看，当前氯化钾国际价格，加钾 212 美元/吨，较上月-4.50%；东南亚钾肥 290 美元/吨，较上月+1.75%。磷酸一铵（摩洛哥 FOB）607.5 美元/吨，较上月持平；磷酸二铵（摩洛哥 FOB）602.5 美元/吨，较上月+0.42%。尿素（波罗的海小颗粒）312.5 美元/吨，较上月+0.81%。其中氯化钾、尿素国内外价差倒挂（国内>海外）尿素国内外价差约 350 元/吨、磷酸一铵国内外价差约 1100 元/吨、磷酸二铵国内外价差约 600 元/吨。

本周农药价格指数环比下跌。本周(2024-11-02)华创能源化工农药价格指数环比上周-0.52%，报 98.87 点。其中，除草剂原药价格指数报 101.55 点，环比-1.1%；杀虫剂原药价格指数报 99.86 点，环比持平；杀菌剂原药价格指数报 91.57 点，环比-0.1%；中间体价格指数报 104.56 点，环比持平。**本周草甘膦价格环比下跌。**根据中农立华，本周草甘膦价格 2.47 万元/吨，环比-1.20%。**供应方面：**华东某企业维持检修状态，预计 11 月下旬恢复开工，其余主流工厂维持正常开工，市场供应充裕。**需求方面：**延续弱势，下游部分客户仍持看空态度，寻求低价货源签单，采购谨慎，新单成交寥寥。**本周草铵膦价格下跌。**根据中农立华，本周草铵膦价格 5.00 万元/吨，环比-3.85%。**供应方面：**国内主流企业多维持降负荷开工，部分中小工厂装置停车，行业开工低位，但市场供应相对需求依旧充足。**需求方面：**持续疲软，当前内外贸订单成交偏淡，按需采购，多以小单为主，对草铵膦市场支撑不佳。

复合肥市场观望盘整，等待磷复肥会议带来消息面指引。本周（2024.11.1-2024.11.7）国内复合肥市场观望盘整，厂家报价基本维稳，新单灵活商谈，促进成交为主，截至今日（11 月 7 日）3*15 氯基市场均价 2324 元/吨，3*15 硫基市场均价 2715 元/吨，均较上周末持平。45 含量硝硫基平衡肥价格大稳小动，出厂价格参考 3100-3500 元/吨，部分小麦肥追肥出价，35%CL（30-0-5）出厂参考 1400-1700 元/吨。**供应方面：**据百川盈孚不完全统计，本周复合肥平均开工负荷为 29.25%，较上周下降 0.17%。肥企装置多减负或短暂停车情况延续，预计中下旬将陆续复产，另外，本周东北地区经销商拿货积极性提升，个别厂家开工负荷提升。**需求方面：**苏皖地区有一定秋肥补仓发运需求，预计发运至 11 月中旬；东北及华南地区冬储继续推进，经销商按需拿货；山东及两河等地区冬储观望氛围较浓，厂家收单、发运表现欠佳，等待磷复肥会议后行情明朗，备肥进程加快。

本周大豆现货价格环比小幅下行，玉米现货价格环比小幅下行。截至 11 月 9 日，国内大豆平均现货价 3995 元/吨，周环比-0.13%；玉米平均现货价 2237 元/吨，周环比-0.33%。期货价格方面，本周 CBOT 玉米期货收盘价 424.15 美分/蒲式耳，周环比+2.9%，年同比-9.9%；CBOT 大豆收盘价 1012.60 美分/蒲式耳，周环比+2.3%，年同比-25.4%；小麦期货收盘价 571.95 美分/蒲式耳，周环比+0.6%，年同比-1.2%。**2021 年以来粮价保持稳中有升，预计 2021 年-2024 年行业整体趋势向好。1）玉米，供应方面：**本周玉米市场供应偏紧。随着国内各地逐渐降温，部分粮户存粮意愿高涨，加之价格走低打击种植户售粮积极性，惜售心态愈发明显，出货节奏减缓，市场供应压力稍有缓解，本周整体玉米流通量较上周减少。**需求方面：**饲料方面，气温下降，但受替代品价格偏低、经济大环境等因素影响，消费增幅有限，市场对四季度猪价预期不高，规模场出栏计划增多，对玉米需求减弱，饲料企业继续通过合同保证玉米供应；加工方面，加工企业开工负荷略有提升，对玉米消耗量较大，同时多数企业原料库存偏低，加上收购主体增加有少量增库意愿。**2）大豆，供应方面：**据黑龙江省粮食和物资储备局消息，截至 10 月 31 日，黑龙江全省入统企业累计收购新粮 179 亿斤，其中大豆已收购 11 亿斤。本周国储大豆拍卖仍在持续进

行，截至本周四，中储粮本周共组织二场国产大豆单向竞价销售以及一场购销双向竞价交易，其中，11月4日计划拍卖53679吨，实际成交47379吨，11月7日计划拍卖54118吨，实际成交38772吨，成交数量较上周大幅增加。另外，据海关统计，2024年11月-2025年1月大豆到港分别在800万吨、790万吨、810万吨附近。**需求方面：**本周国产大豆需求整体相对平稳。近期豆油价格走高，国产大豆压榨利润逐步增加，部本周国产大豆需求略有改善。下游产品行情偏强运行，国产大豆压榨利润继续增加，部分压榨企业对于国内高油大豆需求有所增加，且气温下降后终端豆制品消费也逐步提升，大豆消耗速度加快；南方产区大豆市场购销氛围相对平淡，下游普遍持谨慎态度。另外，预计本周国内大豆压榨量182万吨，周环比减少7万吨，较去年同期增加12万吨，较近三年同期均值增加6万吨。

展望2025年，对于化肥行业，1)从宏观层面看，2024年诸如小麦、玉米等农产品价格震荡下行，农户种植需求能否跟进预计将成为2025年影响市场持续性的主因。但同时，全球地缘政治不确定性仍存，同时海外粮油库存仍较紧张，农产品的刚需属性及各国提升粮食战略库存的强烈需求，预计将继续支撑农业基本面。此外，以红海地区为代表的区域地缘冲突预计仍是短期化肥及其原料市场的主要影响因素之一。化肥及其原料运费依然高位，尤其对原料进口市场存在一定影响。**2)从具体化肥品种看：氮肥方面，**当前国内冬储稳步推进进而企业库存已接近近5年来高位，而出口政策仍不清晰，同时据百川盈孚统计至2025年末预计尿素行业将新增约600万吨产能，供给端压力较大，故我们认为其价格或以区间震荡为主。后续需重点关注春肥需求拉动及出口政策的调整，以及落后工艺的产能退出进度。**磷肥方面，**2024年磷矿石高景气支撑成本，叠加内外需均较为景气，其价格走势较强。我们预计2025年磷矿石价格仍将高位维持，同时考虑到行业几无新增产能且针对磷石膏等环节的环保检查日趋严格，叠加出口政策较为明确、配额执行情况好，海外用肥大国如印度、巴西的库存仍在近年来中枢水平以下，我们较为看好磷肥需求拉动+成本支撑+供给约束下，行业维持较高景气运行。**钾肥方面，**目前全球行业寡头垄断格局仍较稳定，随着2024年下半年以来国际市场价格陆续走低，如俄钾已再次试图通过联合限产实行挺价，故我们认为现阶段钾肥价格已基本见底。展望后市，其更加受益于全球经济作物需求的快速增长，行业虽有新增产能但供需格局仍较平衡，后续需关注老挝新增产能的释放节奏及地缘冲突演变的事件性影响。**复合肥方面，**随着国内氮肥和钾肥价格回归低位运行，原料价格的企稳运行预计将小幅增厚复合肥盈利空间，同时稳定终端复合肥采购需求，我们预计2025年国内复合肥企业产销将回归稳健增长。**对于农药行业，1)供给方面，**2024年开始，部分品种的深度亏损已经导致了产能退出，但2025年，农药产能的投放仍在进行，氯虫苯甲酰胺、丙硫菌唑、精草铵膦等明星品种的产能建设如火如荼，预计农药行业供给的增速会有所降低。**2)需求方面，**海外库存对需求的压制已经基本消失，国内出口在2024年已恢复正常，考虑低粮价对种植端盈利的影响，下游在尽可能选择性价比更高的非专利药，预计2025年国内原药企业的需求将保持稳健的增长状态。**3)价格方面，**目前农药渠道端和用户端的周转有变快的趋势，下游采取小批量多批次的采购模式，批量化订单的缺乏导致了原药端难以根据下游的拿货节奏涨价，而种植端的低盈利状态则是涨价难以实现的核心因素，在未见种植端有盈利改善的迹象的前提下，预计2025年农药价格仍会保持低位震荡，价格波动主要表现为季节性的影响。

相关公司：

1、新洋丰（000902.SZ）：公司为国内磷复肥龙头企业，具有年产各类高浓度磷复肥逾800万吨的生产能力和320万吨低品位磷矿洗选能力，同时配套生产硫酸、合成氨、硫酸钾、硝酸等。公司具备一体化成本优势，自配180万吨磷酸一铵产能为全国第一。**复合**

肥景气周期上行，公司盈利能力将持续提升。随着农产品价格将稳定上行。农户的种植收益和种植热情提升，需求驱动下化肥及复合肥行业将进入景气上行周期。公司作为行业龙头有着领先于同行的盈利能力，将进一步受益于复合肥利润空间的扩大而迎来盈利水平的持续提升。**公司上游产业链配套完善，成本优势显著。**公司磷酸一铵高度自给，同时具有磷矿石资源优势，环保压力下行业竞争格局基本已稳定并预期将持续向好。随着宜昌搬迁项目、合成氨技改项目的完成公司上游将进一步实现降本增效，巩固起自身的综合成本优势。预期合成氨新工艺扩建后将完全满足公司一年 40 万吨的自用需求，吨成本可节约 600-700 元。**产品升级+深耕服务，实现战略转型。**公司聚焦经济作物市场，深耕精细化服务，在产能扩张的同时新型复合肥占比持续提升，产品结构将向高附加值的精细化产品发展，并辅以“技术营销”等推广和服务手段，从单一的化肥制造商和销售商，向以服务为主的种植业解决方案提供商转型。

2、云图控股（002539.SZ）：公司是国内复合肥龙头企业，当前国内磷矿资源稀缺，黄磷、磷酸一铵等行业的准入及监管趋严，公司上游填平补齐，树立起较高壁垒，将受益于行业竞争格局的持续改善。当前公司子公司雷波凯瑞拥有 1.8 亿吨已探明的磷矿储量，目前牛牛寨东段矿山 400 万吨产能在建。**公司“资源+产业链”战略布局已逐步形成，我们看好公司持续强化竞争优势。**我们认为公司过去几年较高的资本开支，体现在资源端和产能端的积累，有望兑现为未来业绩的高成长性。当前公司复合肥产能已达 705 万吨，2023 年内新增 155 万吨产能，并具备磷酸一铵 43 万吨、纯碱+氯化铵 60 万吨、黄磷 6 万吨、硝酸钠和亚硝酸钠 10 万吨、磷酸铁 5 万吨等年产能。当前公司荆州新能源公司 15 万吨粉状水溶性复合肥项目+铁岭嘉施利公司 30 万吨复合肥项目处于在建阶段，同时雷波基地规划建设 400 万吨/年的磷矿采矿工程，目前正在进行矿山建设。我们看好公司持续秉承“资源+产业链”的战略布局，填平补齐复合肥氮、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、湖北宜化（000422.SZ）：公司是宜昌市地方国企，权益产能大。公司资源禀赋极佳，具备大量权益产能，包括：PVC 产能 114 万吨，其中内蒙 30 万吨、新疆 30 万吨（35.6%股权）、青海 30 万吨、宜昌 24 万吨。电石产能 165 万吨，其中内蒙 60 万吨、新疆 60 万吨（35.6%股权）、青海 45 万吨。烧碱产能 87 万吨，其中内蒙 24 万吨、新疆 24 万吨（35.6%股权）、青海 24 万吨、宜昌 15 万吨。此外还具备 156 万吨尿素、126 万吨磷酸二铵、1.6 万吨三聚氰胺、10 万吨保险粉、6 万吨季戊四醇等产能。**关注新疆宜化资源禀赋及公司牵手宁德时代的发展空间。**今年 8 月公司公告，宜化集团为履行控股股东承诺责任、解决与湖北宜化之间的同业竞争问题，同时进一步提升湖北宜化的资产质量和盈利能力，拟由公司现金方式向宜化集团购买其拥有的宜昌新发产业投资有限公司 100% 股权。宜昌新发产业投资有限公司拥有新疆宜化 39.4% 的股权，本次收购完成后新疆宜化将实现并表。新疆宜化具备优质的资源禀赋及优秀的盈利能力，其有望与公司主业进一步深度协同。2021 年 10 月 12 日，公司发布公告与宁德时代子公司宁波邦普签署合作协议，成立合资公司，建设及运营磷酸铁、硫酸镍及其前端磷矿、磷酸、硫酸等化工原料项目。与此同时，宁德时代公告拟投资 320 亿元在湖北省宜昌市投资建设邦普一体化电池材料产业园项目，主要建设具备废旧电池材料回收、磷酸铁锂及三元前驱体、磷酸铁锂、钴酸锂及三元正极材料、石墨、磷酸等集约化、规模化的生产基地。这一项目的落地将会为公司与宁德时代的协同发展提供更为广阔的空间。

4、云天化（600096.SH）：公司具有磷矿储量 13.15 亿吨、磷矿产能 1450 万吨/年、擦洗选矿产能 618 万吨/年、浮选产能 750 万吨/年等。公司具备 6.16 万吨/年（P2O5%计）的磷酸萃取净化能力，主要用于生产磷酸盐。磷酸一铵产能 70 万吨/年，其中普通磷酸一铵产能 50 万吨，工业一铵产能 20 万吨；磷酸二铵产能 445 万吨/年；复合肥产能 881 万吨

/年；其中基础磷肥总产能约 555 万吨/年，有饲料级磷酸钙盐产能 50 万吨/年；合成氨产能 208 万吨/年；尿素产能 260 万吨/年等。**国企改革管理层面**，18 年开始公司推行了激励，并实行经理层市场化，公司的内部治理在持续改革。进而我们看到公司的管理费用在持续下降，由 18 年的 16 个亿降低到去年的不到 10 个亿，而研发费用从仅 5000 多万提高到去年的 5.5 亿。同时，公司的报表也在持续优化，资产负债率由最高点超过 90% 降到 24Q3 的 52.5% 以下。截至 24Q3 公司短期借款+长期借款合计在 140 亿左右，近年来下降明显且后续有望持续下行。同时，未来 2-3 年，公司几无重大资本开支，进而有望维持可观的股息率。

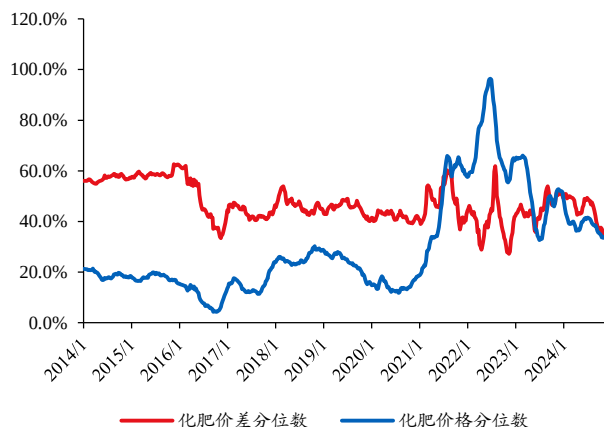
5、盐湖股份（000792.SZ）：公司是国内钾肥龙头，是国内最大的钾肥生产企业，钾肥设计产能达到 500 万吨。钾肥行业属于资源开发型产业，资源和产能分布高度集中的格局导致钾肥行业成为典型的寡头垄断行业，行业内企业数量较少，市场竞争不够充分。公司钾锂资源需求具备刚性，有望维持高景气，同时能够依托盐湖资源，进行相应资源开发。**锂资源业务未来大有可为**。伴随国内电动化进程持续提速，锂资源需求大幅增长，而目前我国碳酸锂自给率仅 30% 左右，进口依赖明显。公司是国内盐湖提锂的龙头企业，其卤水所能实现的远期产能在 20 万吨/年左右。目前公司控股 51.4% 的蓝科锂业 1 万吨碳酸锂老产线已达产，伴随二期 2 万吨碳酸锂的扩产，成本有望受益于规模效应而继续下降。

6、扬农化工（600486.SH）：公司是全球菊酯龙头企业，在草甘膦、麦草畏等原药领域也具备极强竞争力。2019 年公司完成对中化作物与沈阳农研院的收购，未来有望成为中化企业农药研发、生产及销售管理的核心平台，为两化整合下最大受益者之一。此后，中化国际、扬农集团与先正达集团签署《框架协议》，扬农集团将划归中化国际、中国中化集团门下，而公司将归属先正达集团，进而归属中国化工集团控制。先正达是全球第一大植保公司、第三大种子公司，同时也是公司菊酯、草甘膦等农化产品的长期客户。本次重大资产重组后，公司将迎来新的发展局面，有望继续发挥生产制造优势，受益于集团内部的资源整合和协同来扩展渠道和市场，承接更多订单，同时进一步完善并深化一体化产业链的优势。

7、广信股份（603599.SH）：公司主要从事以光气为原料的农药原药、制剂及精细化工中间体的研发、生产与销售，主营产品包括多菌灵、甲基硫菌灵等杀菌剂，敌草隆、草甘膦等除草剂以及氨基甲酸甲酯、异氰酸酯等精细化工中间体。公司拥有多项农药产品登记证，产品高效、广谱、低毒、低残留，多菌灵、甲基硫菌灵于 2003 年被农业部列入“无公害农产品生产推荐农药品种”名单。公司从关键生产工艺入手，加大技术开发与研究投入力度，不断提升产品质量水平和开发新产品新技术，主导产品凭借较好的产品质量和品牌形象具有较强的市场竞争力。公司未来项目储备丰富，产业链不断延伸，目前有茚虫威、噁草酮、噻嗪酮、啉菌酯等多个农药项目。

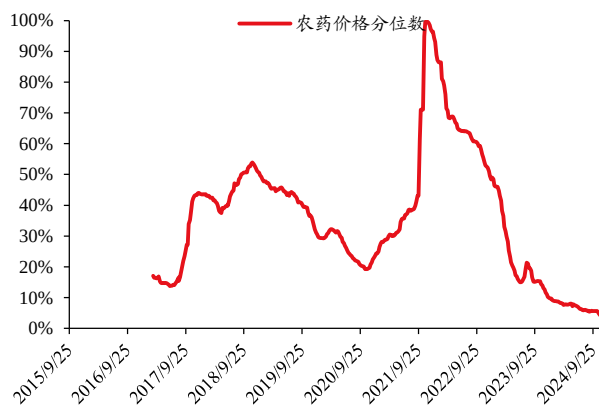
8、利尔化学（002258.SZ）：公司为国内除草剂行业的领先企业，拥有国内最大氯代吡啶类除草剂研发及生产基地，为国内的草铵膦龙头企业。短期看广安基地丙炔氟草胺项目有望利好公司；目前着手草铵膦 MDP 并线工作，预计生产成本将大幅优化。待扩建 3000 吨 L-草铵膦项目达产后，公司将成为全球最大草铵膦原药企业，护城河显著。

图表 21 本周化肥价格分位数 33.9%，价差分位数 33.7%



资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 23 本周农药价格分位数 4%



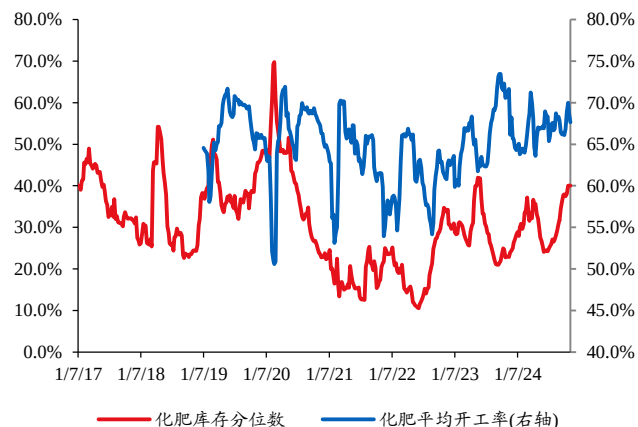
资料来源：Wind，中农立华，华创证券

图表 25 本周农药原药指数环比下跌



资料来源：中农立华，华创证券

图表 22 本周化肥库存分位数 40.0%，平均开工率 67.6%



资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 24 本周农药库存分位数 45%



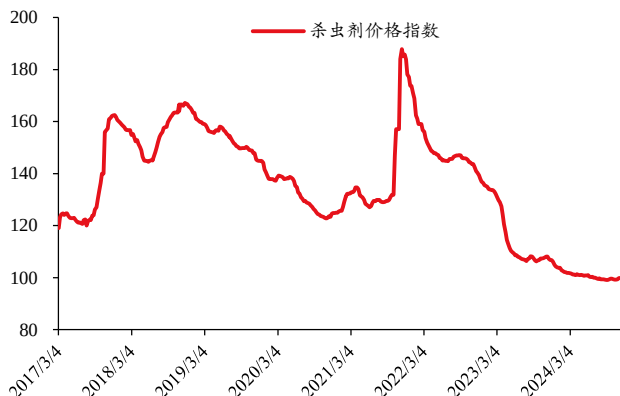
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 26 本周除草剂指数环比下跌



资料来源：中农立华，华创证券

图表 27 本周杀虫剂原药指数环比上涨



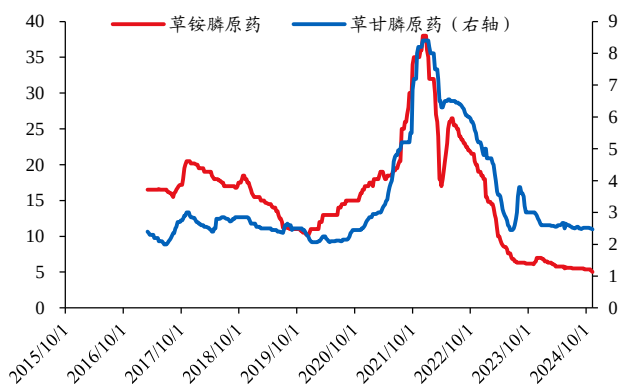
资料来源：中农立华，华创证券

图表 28 本周杀菌剂指数环比下跌



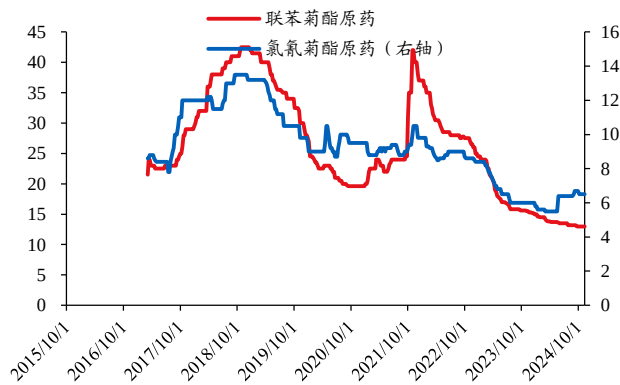
资料来源：中农立华，华创证券

图表 29 本周草甘膦、草铵膦价格环比下跌（万/吨）



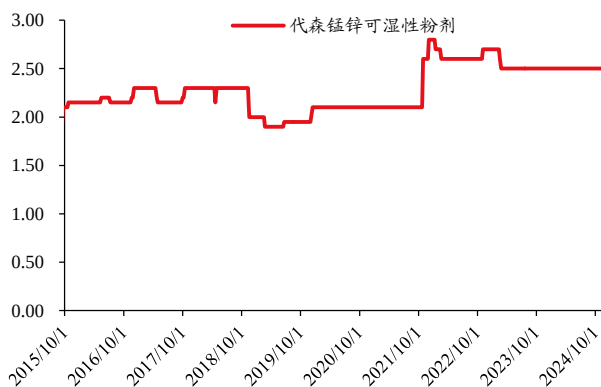
资料来源：中农立华，华创证券

图表 30 本周菊酯价格环比持平（万/吨）



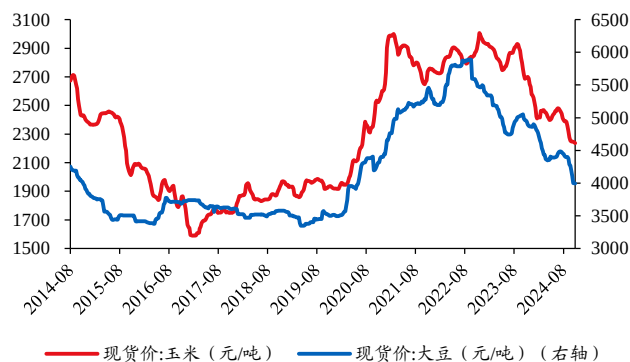
资料来源：中农立华，华创证券

图表 31 代森锰锌价格环比持平（万/吨）



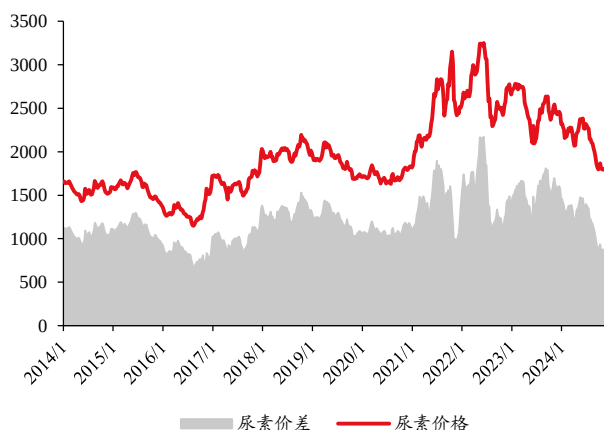
资料来源：中农立华，华创证券

图表 32 本周大豆现货价格环比下行，玉米现货价格环比下行（元/吨）



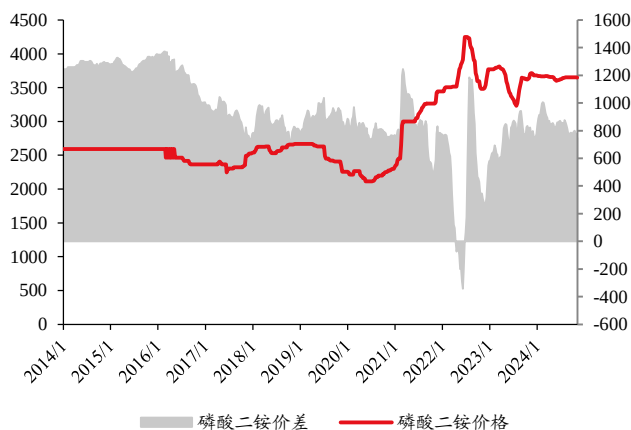
资料来源：Wind，隆众化工，华创证券

图表 33 本周尿素价格小幅下行（元/吨）



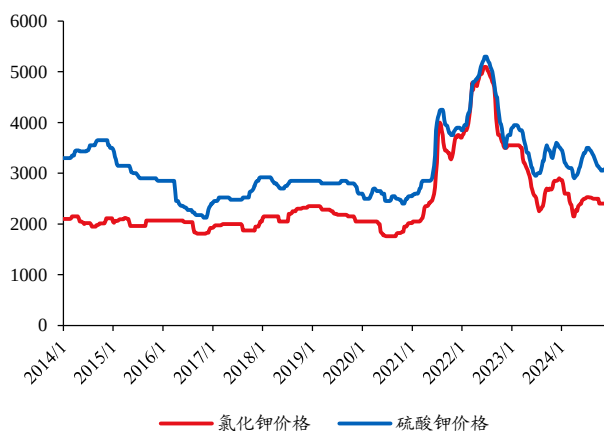
资料来源：Wind，隆众化工，华创证券

图表 35 本周磷酸二铵价格企稳（元/吨）



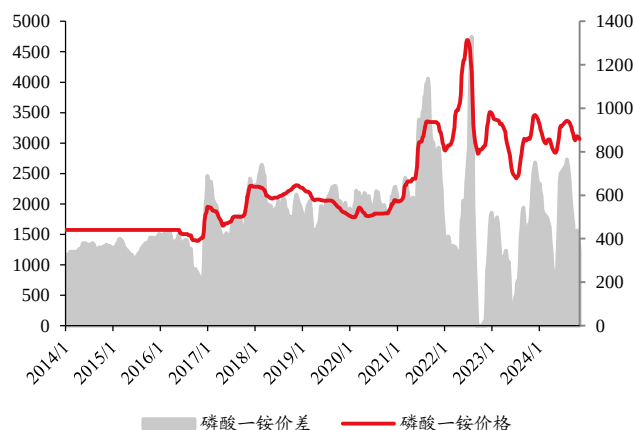
资料来源：Wind，隆众化工，华创证券

图表 37 本周钾肥价格企稳（元/吨）



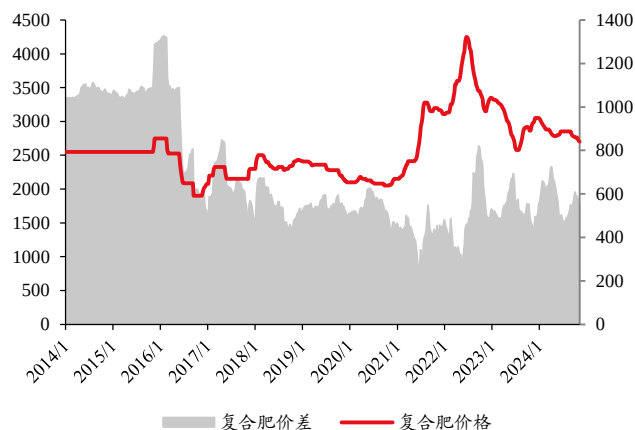
资料来源：Wind，隆众化工，华创证券

图表 34 本周磷酸一铵价格小幅下行（元/吨）



资料来源：Wind，隆众化工，华创证券

图表 36 本周复合肥价格下行（元/吨）



资料来源：Wind，隆众化工，华创证券

图表 38 本周氯化铵价格下行（元/吨）



资料来源：Wind，隆众化工，华创证券

（三）行业跟踪—磷化工：政策利好出台，关注磷化工行业格局变化

2024年1月3日，工信部、发改委、科技部等八部门联合印发了《推进磷资源高效高值利用实施方案》。方案提出的主要目标为，到2026年，实现磷资源可持续保障能力明显增强，磷化工自主创新能力、绿色安全水平稳步提升，高端磷化学品供给能力大幅提高，区域优势互补和联动发展能力不断增强，产业链供应链韧性和安全水平更加稳固。一方面，我国是全球最大的磷矿石、磷化学品生产国，前者是战略性非金属矿产资源，后者是关乎粮食安全、生命健康、新能源及新能源汽车等重要产业链供应链安全稳定的重要产品，故而增强国内磷资源的可持续保障能力至关重要。另一方面，方案明确了持续优化产品结构、推动行业的绿色发展的目标，包括但不限于：1）严控磷铵、黄磷等传统产品的新增产能；2）提高磷石膏消纳水平；3）突破关键材料，积极推动磷化学品产业链向新能源材料、电子化学品、功能性精细化学品等领域延伸，并大力开发高端含氟新材料，提升高端产品供给能力。此外，方案提出了在行业生态培育方面，形成3家左右具有产业主导力、全球竞争力的一流磷化工企业，建设3个左右特色突出的先进制造业集群。我们认为该方案的出台有望进一步加强部门协同和省部联动，未来协力推进磷资源的高效高值利用，引导磷化工产业加快转型升级。方案既有量化目标，又有明确的路径举措和颗粒度细致的重点工程，我们看好在政策引领之下磷化工行业开启高质量发展之路。相关标的或因此受益：云天化、兴发集团、川发龙蟒、川恒股份、新洋丰、云图控股、湖北宜化等。

从产能周期角度，磷矿石的紧缺仍将延续。2016-2022年磷化工上市公司资本开支同比分别为-18.5%、-17.2%、-1.7%、-14.2%、15.6%、103.7%，资本开支上行始于2021年且多为下游应用例如磷酸铁等去向，考虑到磷酸铁建设周期大约2年，而磷矿从建设到正式投产需要4-5年，我们判断产能周期带来的磷矿石紧缺仍将延续。我们测算2024+2025年磷矿新增产量合计大约700万吨，且主要集中于头部大企业，供给边际仍将趋紧。中国磷矿石每年产量虽大，但存量市场多去向磷肥，交易数量有限。近年来安全环保趋严，小磷矿加速出清，我们判断磷矿石价格有望延续强势并带动磷化工产业链。供给端资本开支较少+小企业产能出清，需求端磷肥需求刚性+磷酸铁边际拉动，是我们看好磷矿石及磷化工产业链的核心逻辑。

下游向新能源切入，与终端形成紧密绑定为发展关键。当前多家磷化工企业向下游延伸进行新能源的布局，对于磷酸铁和磷酸铁锂赛道，磷化工企业具备明显的资源及成本优势，然而劣势在于终端渠道资源的储备。因此，我们可以见到磷化工企业多以和下游磷酸铁锂厂家共同建立合资公司等方式，各自发挥自身优势，形成紧密绑定和协同。在这样的背景下，对于磷化工企业中长期发展的关键我们认为在于1）合作对象是否有优质的渠道资源；2）合作方案对于磷化工企业是否是优秀的方案，而决定这两点的重要因素依然在于磷化工企业自身是否具有：1）足够的资源、产能和技术储备；2）地理区位优势；3）成本优势；4）地方政府政策支持等。

磷矿石价格稳定，下游刚需拿货。本周（2024.11.1-2024.11.7）磷矿石价格稳定，下游刚需拿货。截止截稿，30%品位磷矿石市场均价为1018元/吨，28%品位磷矿石市场均价为949元/吨，25%品位磷矿石市场均价为785元/吨，与上周同期价格持平。供应方面：云南开采正常；湖北地区安全国检，3-6号停放炸材，短停影响范围有限；四川地区受环保检查影响收发货及选矿放缓，部分企业开采受影响，供应相对减少；据悉贵州地区近日因环保检查，扬尘对破碎矿企稍有影响，但整体稳定，供应相对稳定；北方部分企业环保督查尚未彻底结束，生产仍未恢复，供应能力短期提升空间有限。需求方面：主流磷铵企业备货量在2-3个月，为后期矿山停采做准备。湖北地区供给窄幅减量，部分磷肥工厂装置停车或减产。下游企业对磷矿保持刚需采购。

黄磷供需矛盾难以缓解，价格跌势难抑。本周（2024.11.01-2024.11.07）黄磷市场供需矛盾难以缓解，需求面难有利好支撑，虽然成本明显增加，但是新单商谈气氛持续偏弱，价格跌势难抑。**供给方面：**本周黄磷供应量较上周小幅减少。预计11月2日-11月8日期间产量17885吨，同上一周（10月26日-11月1日）产量18015吨相比减少了0.72%。**需求方面：**本周黄磷下游企业以少量刚需采购为主，考虑到黄磷价格跌势，下游企业买涨不买跌，多延迟采购计划，再加上下游主要产品三氯化磷需求利空，成本承压，企业开工积极性不高，部分企业降负荷，部分企业装置停机，对黄磷需求减少，整体市场新单成交偏少。

热法磷酸新单商谈氛围清淡，市场主流成交价暂稳整理。本周（2024.11.1-2024.11.7）热法磷酸新单商谈氛围清淡，供需两侧僵持观望，市场主流成交价暂稳整理。主要影响因素有黄磷价格商谈气氛转弱、需求端拿货积极性低。截至本周四，国内热法磷酸市场均价为6900元/吨，较上周同期相比持稳。**供应方面：**本周热法磷酸供应较上周减少，主因四川地区部分企业因环保检查停产检修。据百川盈孚不完全统计，预计第45周（11.2-11.8）热法磷酸产量20080吨，同上一周（10.26-11.1）产量相比减少了3.32%。**需求方面：**本周热法磷酸需求仍无好转。一方面，终端需求采购商保持按需拿货为主。另一方面，原料价格持续下跌，供需两侧均保持观望。

磷酸氢钙厂家保持挺稳心态，经销商市场行情先跌后涨。本周（2024.10.25-2024.10.31）磷酸氢钙厂家保持挺稳心态，经销商市场行情先跌后涨。截至发稿，磷酸氢钙市场均价为2787元/吨，与上周同期相比持平。本周磷酸氢钙市场厂家报价暂稳，发货仍然紧张，厂家重心发运，经销商市场行情先弱势下跌，随后止跌反弹保持稳定运行，场内整体观望情绪较浓，操作谨慎。**供应方面：**本周磷酸氢钙市场周度产量约44140吨，环比上涨6.51%，开工率约46.37%，较上周上涨了2.84%。本周云南、湖北个别厂家装置正常出产品，贵州个别厂家因环保检查，装置停车。**需求方面：**本周下游主要以消化前期订单为主，对当前市场价格保持谨慎观望态度，市场总体新单成交偏少。

下游铁锂大厂产销两旺，磷酸铁头部企业开工高位。本周（2024.11.1-2024.11.7）磷酸铁市场价格继续持稳，原料端主材价格持续高位，磷酸铁企业成本承压。本周市场行情整体来看，受磷酸铁锂企业高负荷运行支撑，磷酸铁整体交投尚可，但是由于市场竞争激烈，价格方面仍无推涨支撑，各厂继续走量为主。**磷酸铁供需方面：**本周磷酸铁市场供应良好，年末下游需求拉动利好磷酸铁企业开工，头部企业开工率持续高位，但是部分企业考虑成本压力企业供应有限。多数中小企业仍持续平稳生产保供老客户为主。进入年底终端电芯厂年底冲量负荷拉满，11月排产继续向好，利好磷酸铁锂市场交投。根据百川盈孚数据统计，预计11月铁锂产量环比10月将小幅推涨，其中头部铁锂企业的开工均达高位，利好原料磷酸铁市场交投，但是中小铁锂厂仍订单有限，对原料按需采购为主。**磷酸铁锂供需方面：**周内铁锂供应量较上周有所回升。头部铁锂厂接收下游追加订单，周内接单提量生产，装置开工维持在8-9成左右，部分企业负荷拉满。进入四季度的冲量关键节点，铁锂大厂稳步推进加大出货，此外随着下游对铁锂高端产品的需求度提升，铁锂大厂也加大对高溢价铁锂产品的布局和生产，铁锂头部企业利润有所修复；中小企业而言，周内部分订单外溢至二三线铁锂厂，企业接单增加排产计划，装置负荷回升至4-6成。随着年终的临近，2万元的‘以旧换新’置换政策即将进入尾声，各大车企借着‘东风’跟随推出各项新车优惠折扣，一定程度上刺激消费者的买车热情。部分消费者为享受补贴，四季度采购积极性较高，车市迎来了一波购车热潮。终端车市需求向好，动力电池产销数据呈现超预期增长；储能方面，海外工商储能需求持续增长，叠加国内‘1230’的储能并网节点的临近，月内储能订单较为充足。动储侧双向驱动，月内电芯大厂提高对铁锂采购量，接单的铁锂企业近乎满产满销，企业成品库存有所下降，然下游对常规

铁锂的压价情绪不减，铁锂实单价格上浮空间有限。

展望 2025 年，一方面我们仍坚定看好磷矿石的产业逻辑，进而其价格有望长期维持较高景气，具体原因如下：1）地方政府以安全作为红线，新增矿山由于普遍埋藏较深、地质环境更复杂，其建设进度及审批手续均有放缓迹象，我们统计原预期 2025-2026 年放量的矿山均有推迟 1-2 年的情况。定量来看，预计 2025 年新增磷矿石产量 700-800 万吨，但若剔除掉小矿山年度因安全环保问题的退出及存量矿山 P2O5 品位的逐年贫化，预计 2025 年磷矿石实际新增供给（同口径下）约 400-500 万吨；2）环保趋严，年初八部委条文要求至 2026 年磷石膏无害化率达到 100%、综合处理能力达到 60%，同时新增磷矿项目普遍要求配套下游深加工及磷石膏处理，进度本就不快的新增矿山门槛进一步提高，同时磷矿石开发成本提升；3）磷矿持续贫化，同时大企业新增矿山及经洗选后的精矿产能大多转向自用，推动磷精矿的市场流通量愈发紧俏。**另一方面，磷化工供需层面均在向好发展。**供给端，今年 5 月 29 日国务院关于印发《2024—2025 年节能降碳行动方案》，其中石化化工行业节能降碳行动提出要严控磷铵、黄磷等行业新增产能。同时年初八部委联合出台《推进磷资源高效高值利用实施方案》，结合环保检查持续趋严。明年十四五收官将近，集中督查下行业开工或受到的较大波动，政策推动下行业集中度有望提升、行业转型升级有望加速。需求端，我们看好主要下游磷肥需求的刚性维持，同时新能源材料及精细磷化工材料作为国内企业向下游延伸发展的重点，有望随新能源等下游行业需求的复苏快速提升。以磷酸铁为例，2019 至 2023 年国内磷酸铁产量从 9.98 万吨增加至 144.23 万吨，年复合增速高达 95%；2024 年 1-10 月国内磷酸铁产量为 147.12 万吨，同比+23.1%。假设给予 2025 年磷酸铁需求 20%的名义增速，生产一吨磷酸铁约消耗 3-3.5 吨磷矿石，预计将边际拉动 100 万吨以上磷矿石的需求。当前磷酸铁行业开工率不足 4 成，行业盈利磨底，后续需求及行业盈利有望边际改善。

相关公司：

1、湖北宜化（000422.SZ）：公司是宜昌市地方国企，权益产能大。公司资源禀赋极佳，具备大量权益产能，包括：PVC 产能 114 万吨，其中内蒙 30 万吨、新疆 30 万吨（35.6%股权）、青海 30 万吨、宜昌 24 万吨。电石产能 165 万吨，其中内蒙 60 万吨、新疆 60 万吨（35.6%股权）、青海 45 万吨。烧碱产能 87 万吨，其中内蒙 24 万吨、新疆 24 万吨（35.6%股权）、青海 24 万吨、宜昌 15 万吨。此外还具备 156 万吨尿素、126 万吨磷酸二铵、1.6 万吨三聚氰胺、10 万吨保险粉、6 万吨季戊四醇等产能。**关注新疆宜化资源禀赋及公司牵手宁德时代的发展空间。**今年 8 月公司公告，宜化集团为履行控股股东承诺责任、解决与湖北宜化之间的同业竞争问题，同时进一步提升湖北宜化的资产质量和盈利能力，拟由公司现金方式向宜化集团购买其拥有的宜昌新发产业投资有限公司 100% 股权。宜昌新发产业投资有限公司拥有新疆宜化 39.4% 的股权，本次收购完成后新疆宜化将实现并表。新疆宜化具备优质的资源禀赋及优秀的盈利能力，其有望与公司主业进一步深度协同。2021 年 10 月 12 日，公司发布公告与宁德时代子公司宁波邦普签署合作协议，成立合资公司，建设及运营磷酸铁、硫酸镍及其前端磷矿、磷酸、硫酸等化工原料项目。与此同时，宁德时代公告拟投资 320 亿元在湖北省宜昌市投资建设邦普一体化电池材料产业园项目，主要建设具备废旧电池材料回收、磷酸铁锂及三元前驱体、磷酸铁锂、钴酸锂及三元正极材料、石墨、磷酸等集约化、规模化的生产基地。这一项目的落地将会为公司与宁德时代的协同发展提供更为广阔的空间。

2、兴发集团（600141.SH）：磷化工龙头，产品线布局丰富。经过 20 余年产业链深耕，目前公司已有磷矿石、黄磷、磷酸、工业级和食品级三聚磷酸钠、磷铵、草甘膦、有机硅、烧碱等百余种产品，产业链覆盖磷化工、有机硅、精细化工，形成了磷硅盐协同、矿肥化结合和电子化学品突破的产业优势。公司的充足产能有望在周期上行期带来较大业

绩弹性。公司具备大量权益产能，包括 60 万吨磷铵、18.9 万吨精细磷酸盐、16 万吨黄磷、495 万吨磷矿、23 万吨草甘膦、36 万吨有机硅单体（折 DMC 产能 18 万吨）等，同时有大量在建项目（包括双氧水、磷铵、有机硅、刻蚀液、硫酸、电子级氢氟酸等），公司业绩随行业景气反转，未来弹性可观。

3、川发龙蟒（002312.SZ）：国内工业磷酸一铵规模最大的生产企业，也是粉状磷酸一铵国内的主要生产企业，产销量居国内前列。公司具有工业级磷酸一铵产能 40 万吨，2020 年产量约 36.5 万吨，毛利率 35%左右。公司过去的工铵销售对象主要为化肥企业生产高端水溶肥，从 2020 年起逐步开拓新能源下游客户，预期未来将实现客户结构和量的将持续突破。公司的肥料级磷酸一铵产能为 60 万吨；饲料级磷酸氢钙作为饲料品必备添加剂，业务稳定，产能 55 万吨；复合肥产能约 90 万吨，为配套生产的产品。公司上游资源储备丰富，自有磷矿产能约 115 万吨。21 年二季度公司定增引入四川发展（全资子公司川发矿业，持股公司 21.87%，为第一大股东），未来公司将成为四川在矿业化工领域的重要平台，兼具国有企业的资源优势以及民营企业的经营灵活性。目前公司正在筹备收购天瑞矿业，其具备磷矿储量约 9000 万吨，核定产能约 250 万吨。随着公司逐步形成硫-磷-钛循环产业，同时逐步补齐资源短板并持续向下游开拓，公司未来成长空间可期。

4、云天化（600096.SH）：公司具有磷矿储量 13.15 亿吨、磷矿产能 1450 万吨/年、擦洗选矿产能 618 万吨/年、浮选产能 750 万吨/年等。公司具备 6.16 万吨/年（P2O5%计）的磷酸萃取净化能力，主要用于生产磷酸盐。磷酸一铵产能 70 万吨/年，其中普通磷酸一铵产能 50 万吨，工业一铵产能 20 万吨；磷酸二铵产能 445 万吨/年；复合肥产能 881 万吨/年；其中基础磷肥总产能约 555 万吨/年，有饲料级磷酸钙盐产能 50 万吨/年；合成氨产能 208 万吨/年；尿素产能 260 万吨/年等。**国企改革管理层面**，18 年开始公司推行了激励，并实行经理层市场化，公司的内部治理在持续改革。进而我们看到公司的管理费用在持续下降，由 18 年的 16 个亿降低到去年的不到 10 个亿，而研发费用从仅 5000 多万提高到去年的 5.5 亿。同时，公司的报表也在持续优化，资产负债率由最高点超过 90% 降到 24Q3 的 52.5%以下。截至 24Q3 公司短期借款+长期借款合计在 140 亿左右，近年来下降明显且后续有望持续下行。同时，未来 2-3 年，公司几无重大资本开支，进而有望维持可观的股息率。

5、川恒股份（002895.SZ）：公司主营业务为磷酸及磷酸盐产品的生产销售，已形成矿山开采、磷酸盐产品生产、磷化工技术创新、伴生资源开发利用、磷石膏建筑材料等为一体的磷化工循环经济产业群。公司的资源储备充足，目前联合控制的磷矿储量为 5.3 亿吨，当前拥有 300 万吨/年品位较高的磷矿石产能，控股及参股公司在建或规划有 750 万吨/年新增磷矿产能。公司生产技术领先，使用半水法湿法磷酸工艺，生产成本低、技术壁垒高。未来公司将由传统化工产品向材料等新产品转型，主要新产品包括净化磷酸、无水氟化氢、磷酸铁等。2021 年 9 月 16 日，公司公告与福泉市人民政府签订《项目投资合作协议》，拟在福泉市投资建设“矿化一体”新能源材料循环产业项目，项目预计总投资 100 亿元，一期规划产品端包括 10 万吨/年食品级净化磷酸、40 万吨/年电池用磷酸铁、20 万吨/年电池级磷酸铁（龙昌工厂）、2 万吨/年电池级六氟磷酸锂。二期规划产品端包括 10 万吨/年食品级净化磷酸、40 万吨/年电池用磷酸铁、10 万吨/年电池级磷酸铁锂、2 万吨/年电池级六氟磷酸锂。一期和二期项目建成达产后预计将分别新增年产值 85 亿元和 120 亿元。**分红比例超预期，公司现金流充裕。**2023 年公司拟合计派发现金红利 5.95 亿元，占当年归母净利润 78%，对应当前股息率约 6%。至 2026 年公司的资本开支主要集中于矿山的建设，包括鸡公岭矿山的建设、小坝矿山的技改扩产等，预计合计 10 亿元左右。当前公司账面上货币资金较为充裕，同时经营性净现金流健康，且广西工厂盈利正逐步修复。公司现金流相对充裕，预期在覆盖资本开支的基础上，至 2026 年下一个资本开支

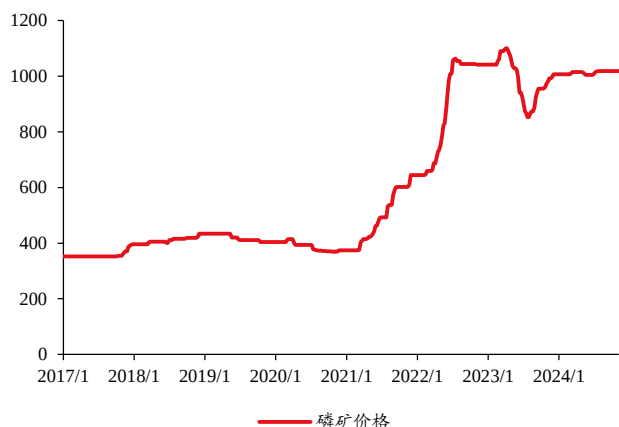
周期前有望维持相对较高的分红比例。

图表 39 本周磷化工价格分位数 37.2%，价差分位数 23.8%



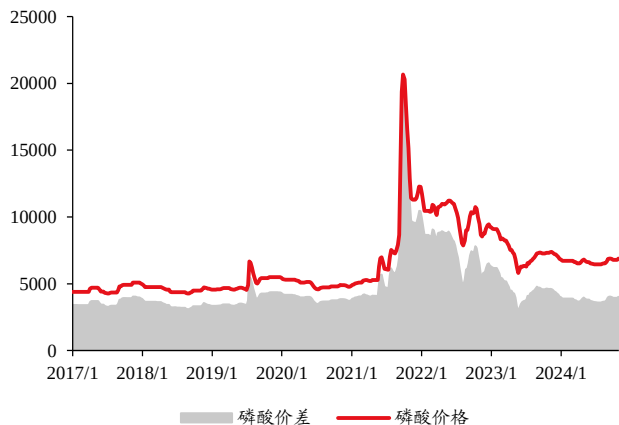
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 41 本周磷矿石价格企稳（元/吨）



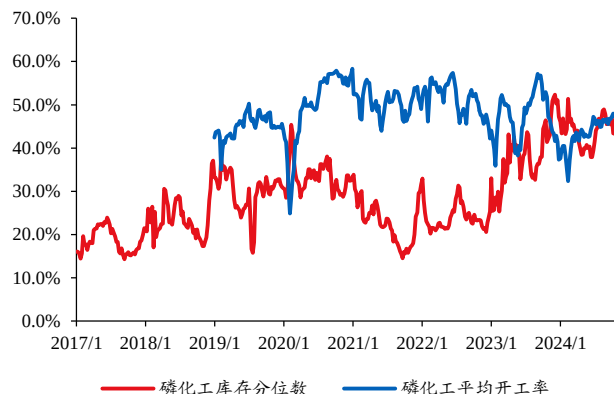
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 43 本周磷酸价格上行（元/吨）



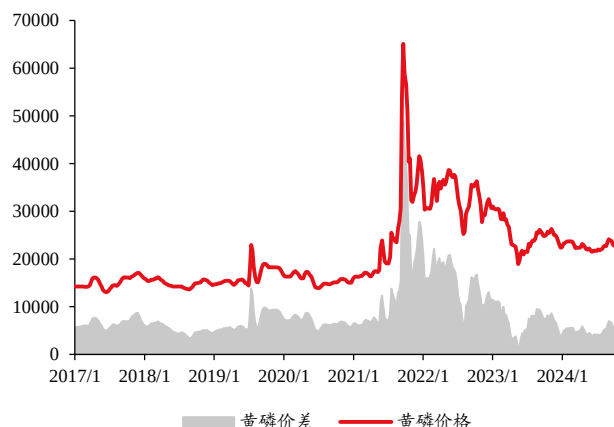
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 40 本周磷化工库存分位数 43.1%，平均开工率 47.2%



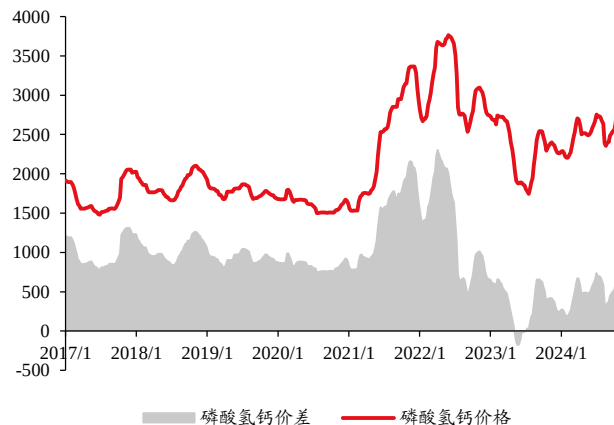
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 42 本周黄磷市场价格上行（元/吨）



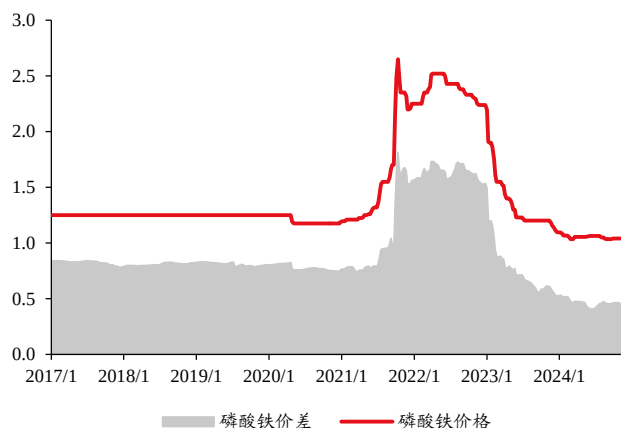
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 44 本周磷酸氢钙价格小幅下行（元/吨）



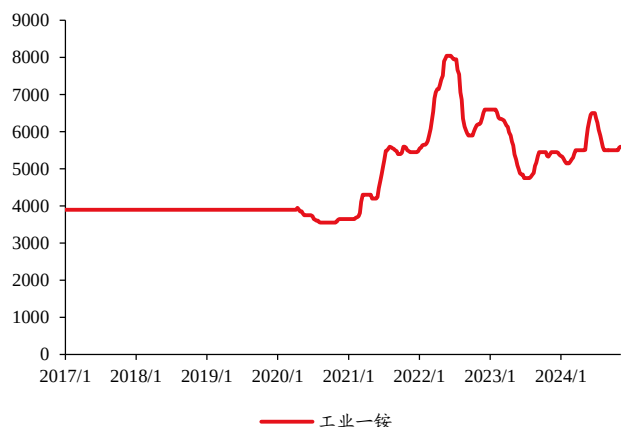
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 45 本周磷酸铁价格企稳（万元/吨）



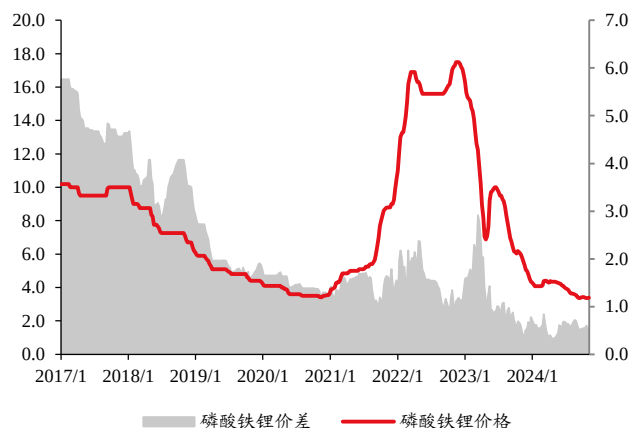
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 47 本周工铵价格上行（元/吨）



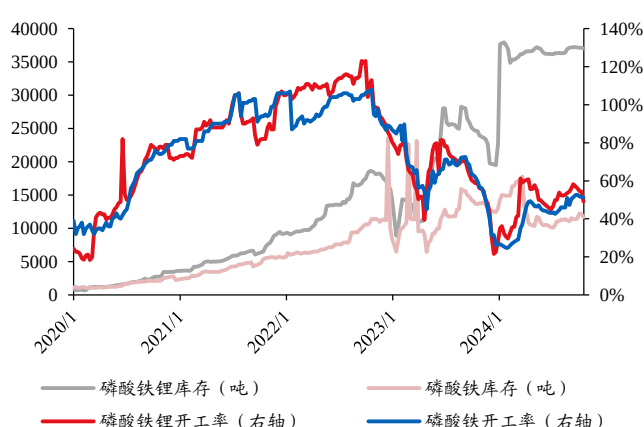
资料来源：Wind，华创证券

图表 46 本周磷酸铁锂价格企稳（万元/吨）



资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 48 本周磷酸铁开工率下行，磷酸铁锂开工率下行



资料来源：百川盈孚，华创证券

（四）行业跟踪—煤化工：本周尿素价格反弹小幅上行

传统煤化工监管及准入政策趋严，落后产能持续退出。对于化工行业及煤化工子行业，碳中和的影响主要来自供给侧的优化。供应端，对于高耗能行业，碳达峰目标将成为行业供给的强约束，行业扩产将受到更严厉的政策约束。根据中国石油和化学化工联合会调查数据显示，全行业碳排放量超过 2.6 万吨标准煤的企业数量约 2300 家，碳排放量之和占全行业总量的 65%，而其中主要集中在甲醇、合成氨、电石、PVC、煤制油等子行业。从历史上看，如电石、甲醇等传统煤化工产品的产能利用率长时间在 70% 以下，产能过剩及环保不达标等问题突出。在近年来环保限产、化工园区整顿治理等监管政策的推动下，如合成氨、尿素、电石、氯碱等传统煤化工行业及产品的落后产能退出明显。

现代煤化工及相应技术对我国实现碳中和目标具有重要意义。考虑到我国的资源禀赋，完全摒弃煤化工而发展天然气及其他如生物质等清洁能源并不具备可行性，较为可行的方向是通过对已有装置进行效率的提升、对现有企业进行产品结构的调整来实现减排和固碳，故我们认为未来的行业发展趋势为现代煤化工对传统煤化工的替代。从国家政策定位看，发展现代煤化工是我国长期的发展战略，对煤炭资源清洁高效利用、推进国家

中长期能源发展战略、达成“碳中和”目标具有非常重要的意义。同时，随着碳排放权交易的发展，高耗能行业的成本也将发生系统性提升，从而加速落后产能出清，行业将加速向龙头企业集中，强者恒强逻辑加强。碳达峰碳中和战略，表面上是对碳排放进行限制，实际上是力争通过有约束条件的发展，实现产业结构的不断优化。对于具体企业而言，一方面需不断提升自身工艺技术水平，降能减排，实现绿色化生产，减少碳排放相关成本；另一方面，需不断向下延伸产业链，提升产品附加值，降低单位产值的能耗成本。落后产能将会因高能耗高排放承担更多成本，盈利能力下降进而被迫被市场淘汰，而具有技术优势的企业不仅可以利用自身优势降低能耗，同时还可以出售自己的碳排放权，获得更多盈利。

本周尿素价格环比小幅上行。截至11月9日，国内尿素市场均价1804元/吨，较上周变化+0.6%。尿素期货止跌反弹，现货价格窄幅上涨。本周初尿素行情大稳小动，工厂新单随行就市，市场交投氛围平平；周中尿素期货翻盘上涨，提振现货市场信心，部分工厂低价成交随之增加，企业待发订单得到补充，出厂报价顺势上调；然而由于基本面仍未有好转，而情绪面利好持续性较为有限，近两日期货止涨走跌使得现货成交心态再度回归谨慎，尿素价格上涨动力明显不足，目前企业在待发订单的支撑下报价多坚挺运行。**供应方面：**据百川盈孚统计，本周国内尿素日均产量约19.02万吨，环比减少0.42%，今日（11月7日）国内尿素日产约19.10万吨，同比去年增加1.13万吨，开工率为85.24%，环比提升0.67%，煤头开工率87.33%，环比提升1.76%，气头开工率78.59%，环比下降2.81%。本周新增复产、增量的企业有山西阳煤和顺、山西天源、山西潞安、河南晋开及新疆奎屯锦疆，日影响产量约0.7万吨；本周新增停车、减量的企业有大庆石化、新疆青松化工及河南晋开，日影响产量约0.41万吨。需继续关注尿素装置动态。**需求方面：**据百川盈孚不完全统计，本周复合肥平均开工负荷为29.25%，较上周下降0.17%。肥企装置多减负或短暂停车情况延续，预计中下旬将陆续复产，另外，本周东北地区经销商拿货积极性提升，个别厂家开工负荷提升。本周国内三聚氰胺周产量约达2.89万吨，环比上周增幅3.14%。今日（11月7日）国内三聚氰胺日产4125吨，较去年同期增加220吨，开工率为59.31%，较上周同期提升1.8%。整体来看，工业需求表现不佳，加之农需进入淡季，尿素需求整体跟进有限。**后市预测：**供应方面，下周检修与复产装置并存，恢复产量预计高于检修产量，尿素日产量或将在18.9-19.3万吨左右波动，市场供应量维持高位；需求方面，全国秋种扫尾，农需进入淡季；复合肥行业开工率不足三成，对原料采购量继续减少，胶板厂、电厂等其他工业需求跟进依旧不温不火；另外由于今年储备政策的调整，承储企业采购相对灵活分散，多保持逢低采购的节奏，尿素需求难有起色。市场情绪来看，目前上游工厂挺价为主，而下游采购心态趋于谨慎，市场呈现僵持博弈态势。整体来看，尿素供需面缺乏有力支撑，市场供过于求矛盾依旧凸显，短期内市场价格的波动主要取决于情绪面的变化。预计下周尿素价格主稳窄幅震荡运行，预计山东及两河主流中小颗粒成交价格1740-1820元/吨。需继续关注储备启动情况及期货价格走势。

本周合成氨价格环比上行。截至11月9日，合成氨市场均价为2710元/吨，环比+4.8%。北方检修释放供应利好，合成氨价格顺势上涨。本周合成氨市场在山东地区价格上行带动及陕西地区供应缩减的利好支撑下，价格联动走高，厂家多根据区域价差灵活上调，南方市场观望情绪较浓，价格短时高位坚挺，出货为主。**供应方面：**百川盈孚统计，第45周商品氨量24万吨左右，环比增加0.45%。北方地区供应缩减，山西晋城地区限产解除，天泽恢复出货，陕西龙门装置11.7起停车检修。华东地区供应收紧，山东华鲁装置波动，外销小幅减量，山东滨化装置检修，尚未恢复，兖矿鲁南自用为主，液氨暂不外销，下游环保预警结束，山东鲁西恢复自用，暂停放氨，山东地区供应缩减。华中地区装置波动频繁，湖北地区金华润预计下周恢复，宜化检修收氨中，三宁部分装置据悉存检修计划，华鲁二期尿素投产中；河南地区，前期神马放量较多，随着其下游硝酸恢复，河

南地区无供应压力。川渝地区开工逐渐恢复，涪化上周末复产，川维预计周五恢复，泸天化老线恢复中，本周贵州开阳临时停车，本月关注重庆卡贝乐装置停车情况，供暖季关注检修计划，大厂多在12月中旬左右开始。**需求方面：**当前冬储市场持续推进，化肥市场观望盘整，磷复肥行情大稳小动，对原料合成氨维持按需跟进为主。化工方面：本周丙烯腈市场僵持维稳，己内酰胺市场小幅整理，行业开工水平小幅下滑，对原料合成氨需求有限。从下游市场来看，合成氨市场需求面难见明显起色。**后市预测：**合成氨市场南北差异化仍存，价格预期窄幅震荡运行。供应面，北方地区供应预期增减不一，山西润锦装置预期检修，山西地区供应或仍有缩减，山东滨化检修装置、山东华鲁外销均预计于本周末恢复，山东地区供应存增量预期，且还需关注安徽华尔泰技改装置出货情况；湖北金华润预计下周恢复，三宁部分装置存检修计划，华鲁二期尿素投产中，需关注区域内供应波动；川维装置预计周五恢复，泸天化老线恢复中。需求面，冬储行情预期逐渐明朗，下游化肥市场氛围或向暖转变，行业开工预计缓慢提升，但对合成氨需求或仍相对有限。综合来看，合成氨市场供需氛围不一，价格区域化灵活涨跌，随着主产区价格陆续涨至高位，场内交投氛围趋于谨慎，价格短时或窄幅震荡为主，北方局部低价或仍有补涨。预计下周合成氨市场窄幅调整，合成氨主流成交区间 2500-2800 元/吨。需关注各地供应波动情况，及区域联动影响。

本周甲醇价格环比上行。截至11月9日，国内甲醇市场均价 2511 元/吨，环比+0.5%。甲醇市场价格坚挺盘整，整体成交顺畅。西北地区甲醇市场价格有涨有跌，调整幅度在 15-50 元/吨左右；山东地区甲醇市场价格涨跌均有，幅度在 10-80 元/吨左右；华中地区甲醇市场价格局部调整，调整幅度在 20-70 元/吨左右；西南地区甲醇市场价格有涨有跌，调整幅度在 30-50 元/吨左右；华北地区甲醇市场价格上调，调整幅度在 20-35 元/吨左右。港口方面，近期甲醇期货主力盘面窄幅震荡，甲醇港口市场价格随之上调，调整幅度在 5-20 元/吨左右。

本周 DMF 市场价格环比下行。截至11月9日，国内 DMF 均价 4133 元/吨，环比-3.2%。DMF 市场重心偏弱，价格震荡下行。周内甲醇市场触底回升，周初期货偏弱震荡，加之场内运费高企，业者入市采购积极性下滑，价格窄幅下滑。降后场内低价吸单顺畅，加之部分烯烃装置外采，在利好消息提振下，厂家挺价心态较为浓郁，价格逐步攀升。另一原料合成氨市场周内价格持续上涨，随着下游环保预警结束，山东放氨量窄幅缩减，加之个别装置临时停车，供应缩减利好市场，带动周边市场价格上涨。两湖地区装置波动较为频繁，业者多随行入市，整体成交氛围尚可，DMF 原料端市场周内呈上行趋势。周内 DMF 供需面持续偏空，业者在下跌行情下入市较为谨慎，厂家库存逐步上涨，部分厂家在出货及库存双重压力下让利出单，与此同时局部低价回收货源冲击 DMF 市场，业者采购多存压价操作，鉴于成本端压力不减，厂家价格多零星回落。目前市场价格参考：华东地区江苏市场主流价格参考 3900-4100 元/吨左右承兑送到，浙江市场主流价格在 4100-4300 元/吨左右承兑送到；华南 DMF 含税国产货商谈 4200-4300 元/吨附近；华北 DMF 含税国产货商谈 3850-3950 元/吨附近（承兑送到）。

本周醋酸市场价格环比下行。截至11月9日，国内醋酸价格 2650 元/吨，环比-4.5%。市场供应过剩明显，醋酸价格连续走跌。本周醋酸市场华中和华北地区主流厂家出现装置陆续降负情况，但由于其他厂家装置保持满负荷运行，因此市场整体供应量延续充裕基调，供应端依旧无明确利好支撑。周内醋酸需求端无明显好转迹象，再买涨不买跌心态趋势下，业者采购热度很低，实单多以长约为主，现货成交稀少且持续挤压醋酸市场价格。临近周末醋酸价格已跌至底部，部分厂家利润已出现亏损，然让利也难以提振市场买气，价格止跌企稳。**供应方面：**本周醋酸整体开工较上周下调 1.23%，为 90.33%。本周醋酸产量约为 232050 吨，较上周环比下跌 1.34%。装置情况：周内华中和华北地区主

流厂家装置降负运行。**需求方面：**百川盈孚统计醋酸下游占比较高的五个产品，进行了周度开工均值测算，本周主流产品开工均值约 62.32%，较上周同期上调 0.06%。本周醋酸主力下游产品整体开工负荷变动不大且依旧处于偏低位置，可见醋酸需求端对于市场缺乏利好支撑。

展望 2025 年，主流煤化工产品预计仍将处于供给偏过剩的格局，据百川盈孚统计至 2025 年末预计合成氨/甲醇/尿素/醋酸/乙二醇等主要煤化工产品将较当前新增约 120/1100/600/460/890 万吨产能，分别占当前有效产能的 2%/10%/8%/38%/32%；如有机胺 DMF 等产品虽暂无新增产能统计，但当前行业开工仅 45%，供给仍偏过剩。2021-2022 年的高盈利表现推动行业加大资本开支，投向新增产能或设备升级改造，同时如传统石化、煤炭公司也切入煤化工赛道，进一步加剧行业竞争。截至本周（2024/11/08）我们跟踪的煤化工行业价格、价差分别处 2014 年以来 25.8%、26.9%分位，行业库存处 2017 年以来 59.7%分位，行业平均开工率 61.9%。**从产业周期角度，我们看好于新疆发展煤化工的前景。**依托一带一路战略，新疆是中国向西发展的桥头堡，其重心从维稳转向经济发展后，针对新疆的开发势在必行。基于能源安全保障战略，中国必须依托自身资源禀赋以煤炭对原油和天然气进行进口替代，新疆从煤炭储备基地转为保供基地后其煤炭开采和利用将成为大趋势。新疆煤炭的产量预计将在十五五前实现大幅增长，并主要通过疆煤外运、疆电外送以及煤化工就地转化三种方式进行。当前，新疆发展煤化工底层基础逐渐完备：1）西气东输三、四线建成解决煤制气并网东送困难；2）针对新疆煤炭高碱高氯特性气化技术实现突破；3）全球首个应用二代技术直接液化煤制油项目在新疆开工建设。**我们看好新疆煤化工将迎来大规模投资建设，依托新疆优质煤炭资源、逐渐完备基础设施和工艺技术，新疆新型煤化工有望开启“黄金时代”。**

相关公司：

1、宝丰能源（600989.SH）公司主营烯烃+焦炭两大业务，烯烃主要盈利水平随油煤价差波动，双焦目前处于历史盈利底部。内蒙烯烃项目投资建设按计划顺利推进，新疆项目环评信息首次公示。2024 年 5 月内蒙子公司完成银团贷款业务办理，保障了内蒙项目建设后续资金需求；内蒙项目已完成投资付现 70%。项目建设方面，2024 年 7 月 1 日动力装置 1#锅炉顺利点火，首套装置将按计划于 10 月投入试生产；2024 年 7 月，根据新疆准东国家级经济技术开发区官网，新疆宝丰煤基新材料有限公司煤炭清洁高效转化耦合植入绿氢制低碳化学品和新材料示范项目环境影响评价公众参与第一次公示。建设内容包括 4×100 万吨/年甲醇制烯烃。新疆作为国内煤价+电价双重洼地，在疆开展煤制烯烃业务具有显著成本优势，看好公司新疆项目贡献业绩增长。

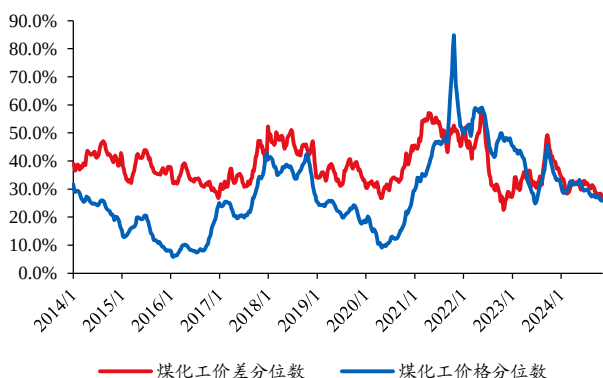
2、华鲁恒升（600426.SH）公司是煤化工行业龙头白马，专注于煤化工及石化品，建立了“一头多线、柔性联产”的模式，为国内主要的 DMF、丁辛醇、醋酸生产企业，拥有国内最大的单套煤制乙二醇装置。依托全厂煤气化模式，公司可根据利润适当调节产品产量，近两年来毛利率维持于 25%-30%中枢水平。随新项目逐步落地，公司中长期增长具备充足动力。2023 年 11 月公司发布公告，荆州基地气体动力平台项目、合成气综合利用项目已打通全部流程，生产出合格产品，包含年产 100 万吨尿素、100 万吨醋酸、15 万吨混甲胺、15 万吨 DMF 的产能。荆州基地一期项目建成开车并运营达效，创下业内建设、开车、盈利最快新纪录。德州本部则同步推进新能源、新材料“两新”项目和平台优化技改项目，高端溶剂、等容量替代 3×480t/h 高效大容量燃煤锅炉等项目与去年 12 月底顺利投产，公司整体生产经营企稳向好。后续，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。我们看好“异地谋新篇”的荆州基地及诸多高端化新材料产品的投建将助力公司

实现中长期的高质量发展。

3、鲁西化工（000830.SZ）公司是集精细化工产品和化肥生产、装备制造安装及化工研究设计于一体的综合性化工企业。公司原为专营尿素及氮肥的化工企业，逐步扩展至复合肥、精细化工及化工新材料产品。中国中化拟通过国有股权无偿划转方式取得中化集团及中国化工集团 100%的股权，中国中化通过中化集团下属控股公司鲁西集团和中化投资间接控制鲁西化工 9.3 亿股股份（占鲁西化工总股本的 48.93%）。鲁西化工的控股股东仍为中化投资，实际控制人仍为国务院国资委。2024 年上半年公司实现营业收入 140.4 亿元，同比+21.6%，实现归母净利润 11.7 亿元，同比+503.7%。

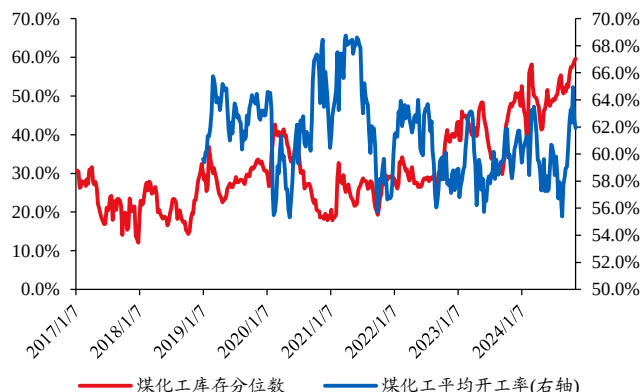
4、江苏索普（600746.SH）公司拥有煤化工、精细化工、基础化工三条产业链，为国内首家打通煤炭—甲醇—醋酸羰基化路线的企业，技术积累深厚，拥有 120 万吨/年的醋酸产能，同时配套有 30 万吨/年醋酸乙酯生产能力，为醋酸行业上市龙头。结合公司业绩及醋酸价格持续上涨，公司有望充分受益，同时公司新项目投产后，醋酸的生产成本将进一步下降，醋酸行业景气为公司带来的业绩弹性较大。2024 年前三季度公司实现营业收入 49.5 亿元，同比+26.2%，实现归母净利润 2.1 亿元，同比+239.7%。

图表 49 本周煤化工行业价格/价差分位数分别为 25.8%/26.9%



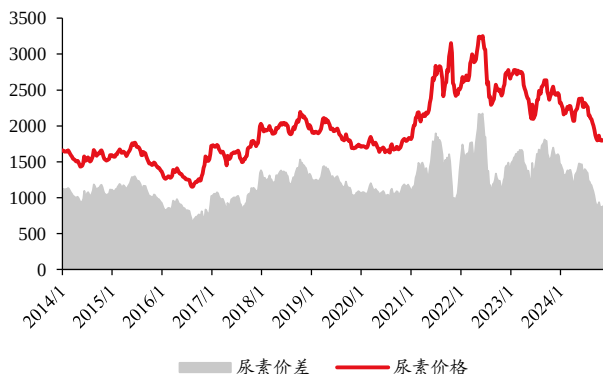
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 50 本周煤化工库存分位数为 59.7%，平均开工率为 61.92%



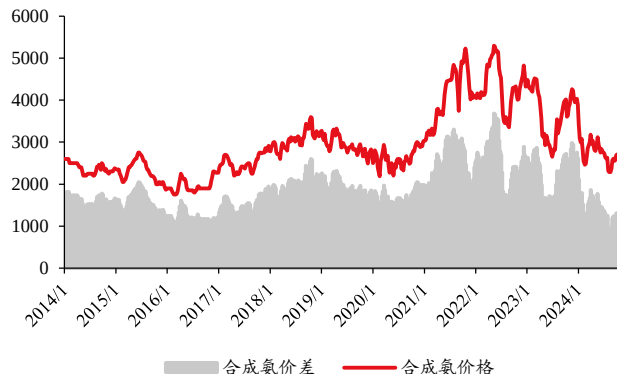
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 51 本周尿素价格环比上行（元/吨）



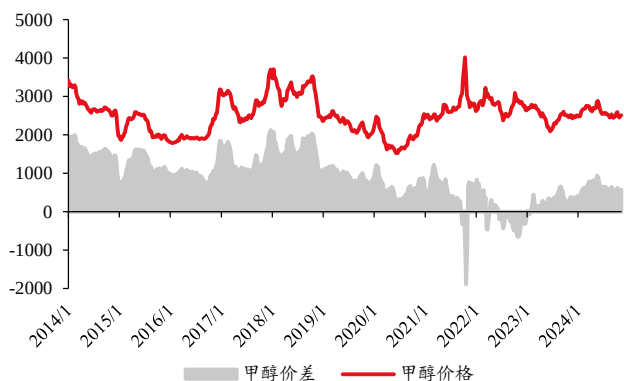
资料来源：隆众石化，华创证券

图表 52 本周合成氨价格环比上行（元/吨）



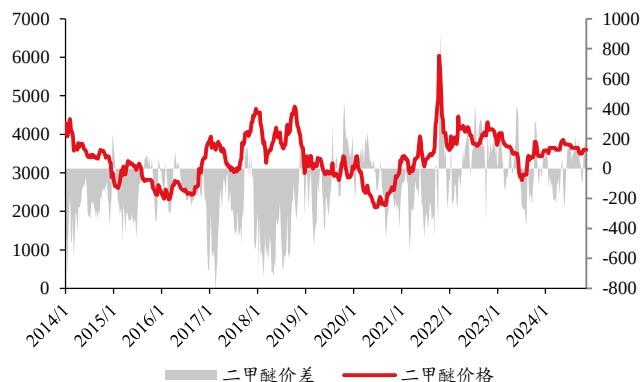
资料来源：隆众石化，华创证券

图表 53 本周甲醇价格环比上行（元/吨）



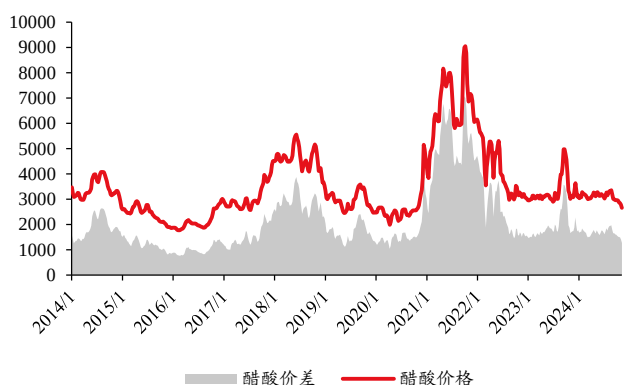
资料来源：Wind，华创证券

图表 55 本周二甲醚价格环比持平（元/吨）



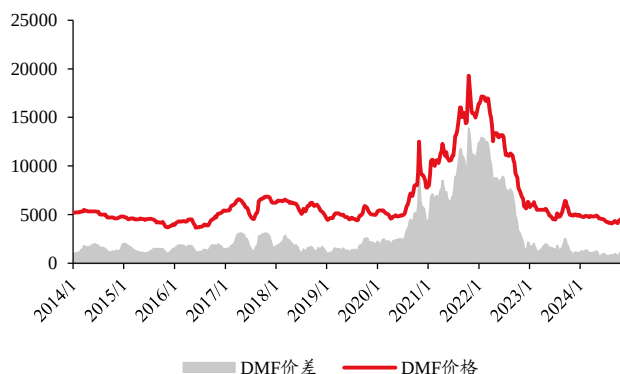
资料来源：Wind，华创证券

图表 57 本周醋酸价格环比下行（元/吨）



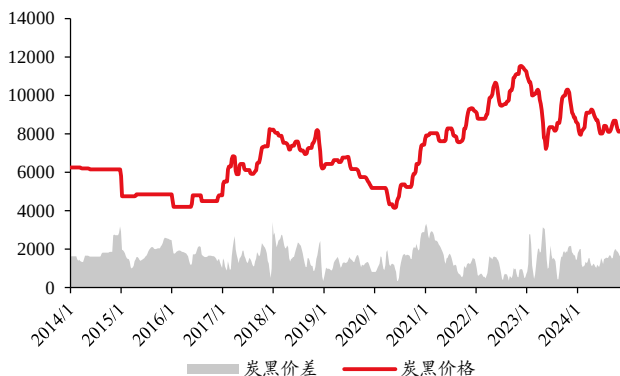
资料来源：Wind，华创证券

图表 54 本周DMF价格下行（元/吨）



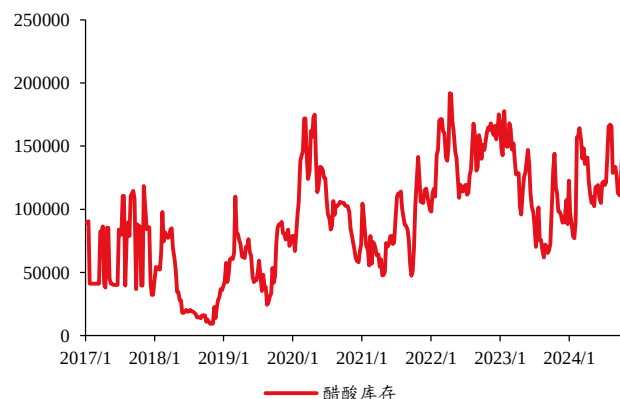
资料来源：隆众石化，华创证券

图表 56 本周炭黑价格环比持平（元/吨）



资料来源：隆众石化，华创证券

图表 58 本周醋酸库存环比下行（万吨）



资料来源：Wind，华创证券

（五）行业跟踪—氯碱：近期 PVC 及烧碱价格整理为主

供需面基本平衡，电石市场行情延续稳价趋势。本周（2024.11.1-2024.11.7）国内电石市场行情延续平稳态势。截至稿前，中国电石市场均价约为 2988 元/吨，较上周同期均价相比持平。宁夏乌海地区电石贸易出厂价格仍维持在 2700 元/吨；各地下游采购企业电石到厂价格亦无调整。**供应方面：**本周电石行业整体开工率约为 68.67%，较上周相比开工负荷稍有下滑。周乌海地区大企业限电情况几无，陕西地区与上周送电企业也陆续放量；不过宁夏中卫地区有 2 台电石炉检修，加之西南地区电石企业在高电价影响下也有 2 台炉检修。综合来看本周电石行业整体开工小幅下降。**需求方面：**本周国内电石法 PVC 市场行情偏弱运行。PVC 基本面较弱已成共识且此矛盾短期内难以缓解，PVC 行情仍缺乏实质性上涨动力，部分生产企业为保成交让利出货。本周大部分电石法 PVC 生产企业报价微幅调降，部分前期检修生产装置陆续恢复运行，同时部分企业开始检修计划，整体来看本周电石法 PVC 开工负荷窄幅上升。据百川盈孚统计，本周电石法 PVC 装置开工约为 78.01%。

国际局势动荡，PVC 市场行情低位横盘。本周（2024.11.1-2024.11.7）国内电石法 PVC 市场整体行情偏弱运行，现货市场周内价格涨跌互现，截至目前电石法 PVC 市场均价为 5088 元/吨，较上周四均价下跌 28 元/吨，跌幅 0.55%。**供应方面：**本周电石法 PVC 装置开工 80.06%。乙烯法 PVC 生产装置开工 80.02%。**需求方面：**本周下游整体开工负荷相对低位，需求寡淡。

片碱市场成交价格下调，市场氛围较为清淡。本周（2024.11.1-2024.11.7）片碱市场成交价格下调，市场氛围较为清淡。截止到 2024 年 11 月 7 日中国固体烧碱（注：各地库提价格，含税）价格 3730 元/吨，比较 2024 年 10 月 31 日价格下调 36 元/吨，跌幅 0.96%。本周（2024.11.1-2024.11.7）国内液碱市场价格灵活调整，市场出货节奏温和。截止到本周四 32%离子膜液碱 1047 元/吨，较上周四均价上调 11 元/吨，涨幅 1.06%；50%离子膜液碱市场均价 1763 元/吨，较上周四均价上调 24 元/吨，涨幅 1.38%。**片碱供应方面：**近期国内片碱装置基本维持正常生产，后期内蒙古地区主流大厂有检修计划，新疆地区铁路运输问题稍有缓解，整体来看市场现货货源温和。**需求方面：**氧化铝方面近期有部分产能实现复产，市场开工较前期提升，但部分企业生产依旧受限，企业检修时有发生，且山西地区有氯碱厂进行检修，增加烧碱外采，短期内对片碱需求较为强劲；非铝方面对高价片碱拿货乏力，跟进较为谨慎，签单情绪一般。整体来看下游片碱市场需求淡稳。**液碱供应方面：**下周来看，氯碱企业检修计划有限，整体开工积极性较好，华北地区部分装置恢复，预计液碱供应有增量趋势。**需求方面：**山东及山西地区氧化铝企业采购需求较好，河南地区部分氧化铝企业接货情绪欠佳。非铝终端对高价液碱采购多持谨慎心态，刚需采购为主。预计下周市场需求或稍有缩减。

纯碱市场变化有限，市场情绪空好交织。本周（2024.11.1-2024.11.7）国内纯碱市场波动相对有限，个别区域市场低价有所松动，但整体市场价格无明显变化。截止到本周四当前轻质纯碱市场均价为 1458 元/吨，较上周四价格持平；重质纯碱市场均价为 1560 元/吨，较上周四价格持平。周内纯碱市场运行平稳，市场成交多以议价为主，其中河北，天津，山东地区厂家报价略有调整，其轻碱报盘价格上涨，其他区域碱厂报盘稳定，暂未有明显变动。**供应方面：**行业内周度产量仍略有下滑，部分厂家进行装置检修或轮检，另有青海个别碱厂因原料及设备原因限产运行，其余部分碱厂维持前期减量运行状态，西南个别装置少量提产，整体看来，本周行业内总供应量呈下降趋势。但当前纯碱市场库存量依然保持高位震荡，供需端支撑难觅，目前累库速度受碱厂检修、降负影响有所减缓。**需求方面：**当前下游需求未见明显改善，主力下游玻璃领域放水冷修产线仍在增加，本周浮法玻璃新增冷修放水产线 600 吨/日，光伏玻璃新增冷修放水产线 350 吨/日，

市场供需压力难改，下游市场对原料纯碱需求仍存缩减预期。行业内限产减量对现货市场影响有限，期货盘面震荡维稳，行业内存一定亏损情况，主力下游市场均价上行，从业者对宏观方面存利好期待，市场情绪空好交织，碱企多维持挺价观望心态，后期需等待市场更多消息指引。

展望 2025 年，氯碱行业需求端极大程度取决于内需刺激政策，特别是 PVC 年均仅约 10% 出口，同时下游约 50-60% 与地产竣工端相关。当前电石法 PVC 价格、价差分别处 2014 年以来的 4.4%、17.0% 分位，库存则处 2017 年以来 82% 分位，可见需求弱势使得 PVC 行业累库严重，进而价格价差被极大压制。据百川盈孚统计至 2025 年末电石法 PVC 新增产能约 465 万吨，占当前有效产能约 16.2%，行业供给过剩压力仍存。对于烧碱，需求方面，当前液碱、片碱行业开工分别为 82.1%、70.7%，库存分别处 2017 年以来 53.2%、3.6% 分位。由于其下游相对 PVC 更为分散，同时主力需求氧化铝由于近年来新增产能较多，对需求拉动明显。根据中国有色金属工业协会的数据，今年前三季度国内氧化铝产量达到 6313 万吨，同比+2.4%，创下新高。展望 2025 年，预计国内氧化铝新增产能将超过 1000 万吨，将对烧碱需求形成强有力的拉动。供给方面，据百川盈孚统计至 2025 年末国内片碱新增产能约为 142.5 万吨，占当前有效产能约 20%，但预计投产时间大都集中于 2025 年底。故而我们相对看好 2025 年烧碱的供需格局及盈利水平的持续性。

纯碱行业 2025 年展望：2024 年前 9 个月，国内房屋新开工、竣工面积累计同比分别-22.2%、-24.4%，建筑端平板玻璃需求下滑已对纯碱价格形成反馈。从货币政策来看，我国银行贷款利率逐步引导降低，24 年以来 1 年期、5 年期 LPR 分别较年初下降 10、35bp。降低存量房贷利率已成为央行目标，历史上个人住房贷款利率的降低通常都会带来商品房销售面积的回暖，叠加本次中央定调房地产止跌回稳，各重点城市亦逐步放开前期的购房限制，预计新房销售有望实现企稳。从财政政策来看，本次政治局会议重点提及商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，并加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。预计后续保交楼相关动作，以及存量竣工项目进度有望加速，并带来地产竣工链化工品需求修复。值得注意的是，24 年国内纯碱新增产能约 90 万吨，25 年产能增量有望达 450 万吨，国内纯碱行业产能增速仍较快。同时，随着远兴能源一二期产能逐步投放，国内天然碱产能占比有望达到 23%，后续有望凭借产能及成本优势筑牢行业龙头地位。

相关公司：

1、湖北宜化（000422.SZ）：公司是宜昌市地方国企，权益产能大。公司资源禀赋极佳，具备大量权益产能，包括：PVC 产能 114 万吨，其中内蒙 30 万吨、新疆 30 万吨（35.6% 股权）、青海 30 万吨、宜昌 24 万吨。电石产能 165 万吨，其中内蒙 60 万吨、新疆 60 万吨（35.6% 股权）、青海 45 万吨。烧碱产能 87 万吨，其中内蒙 24 万吨、新疆 24 万吨（35.6% 股权）、青海 24 万吨、宜昌 15 万吨。此外还具备 156 万吨尿素、126 万吨磷酸二铵、1.6 万吨三聚氰胺、10 万吨保险粉、6 万吨季戊四醇等产能。**关注新疆宜化资源禀赋及公司牵手宁德时代的发展空间。**今年 8 月公司公告，宜化集团为履行控股股东承诺责任、解决与湖北宜化之间的同业竞争问题，同时进一步提升湖北宜化的资产质量和盈利能力，拟由公司现金方式向宜化集团购买其拥有的宜昌新发产业投资有限公司 100% 股权。宜昌新发产业投资有限公司拥有新疆宜化 39.4% 的股权，本次收购完成后新疆宜化将实现并表。新疆宜化具备优质的资源禀赋及优秀的盈利能力，其有望与公司主业进一步深度协同。2021 年 10 月 12 日，公司发布公告与宁德时代子公司宁波邦普签署合作协议，成立合资公司，建设及运营磷酸铁、硫酸镍及其前端磷矿、磷酸、硫酸等化工原料项目。与此同时，宁德时代公告拟投资 320 亿元在湖北省宜昌市投资建设邦普一体化电池材料产业园项目，主要建设具备废旧电池材料回收、磷酸铁锂及三元前驱体、磷酸铁

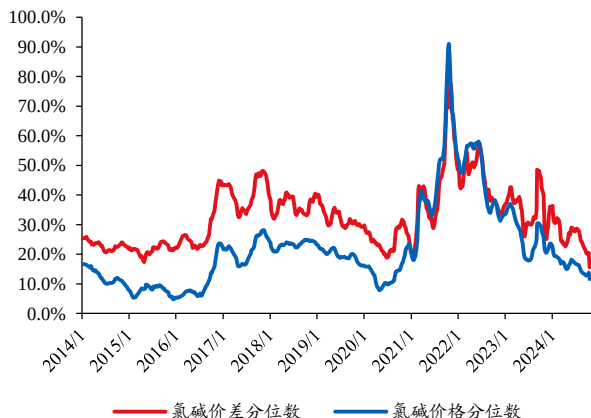
锂、钴酸锂及三元正极材料、石墨、磷酸等集约化、规模化的生产基地。这一项目的落地将会为公司与宁德时代的协同发展提供更为广阔的空间。

2、新疆天业（600075.SH）：公司是新疆生产建设兵团第八师的大型国有企业，当前已形成较为完整的“自备电力→电石→聚氯乙烯树脂及副产品→电石渣及其他废弃物制水泥”一体化绿色环保型循环经济产业链。目前公司拥有 PVC 产能 134 万吨（含 114 万吨通用树脂、10 万吨特种树脂、10 万吨糊树脂）、烧碱产能 97 万吨、电石产能 213 万吨、水泥产能 405 万吨等，同时自备两个发电厂。公司一体化产业链配套完善，上游自备热电厂，地处新疆享有丰富、优质的煤炭资源；下游电石实现对 PVC 生产的自供，可保证生产运营的平稳。公司于内部持续优化管理、改善资产质量；于外部顺应“双碳”目标，发挥循环经济优势，不断向产业价值链的高端领域迈进，实现长期高质量发展。

3、ST 中泰（002092.SZ）：公司是化工细分产业链龙头，拥有完整循环经济产业链。公司从氯碱化工出发，发展为拥有“煤炭—热电—氯碱化工—粘胶纤维—粘胶纱”循环经济产业链的龙头企业，并受益于疆内丰富的煤、电、原材料等资源，成本优势明显。公司具备大量权益产能，包括：PVC 产能 255 万吨、烧碱产能 186 万吨，为氯碱化工龙头，此外公司拥有全国最大的电石产能 380 万吨，以及粘胶短纤产能 88 万吨（位居国内前三）等。**聚焦核心优质主业，资产优化助力长期稳定发展。**2022 年 12 月公司发布公告，控股股东中泰集团拟增持公司股份，增持金额为 10-20 亿元，体现了集团对公司未来稳定发展的坚定信心和对公司价值的充分认可。从公司角度，公司粘胶、氯碱两大核心主业实为优质资产，公司位于资源丰富的新疆地区，配备煤矿、石灰岩矿、盐矿、电力等生产所需重要原材料，持续有力支撑公司发展，同时缩减生产成本。从历史数据看，公司粘胶短纤、PVC 的单吨成本稳居全国第一梯队，竞争优势一流。近年来公司与集团进行了多项资产整合处理，剥离贸易板块，聚焦氯碱、纺织主业，资产质量预计将持续得到优化。

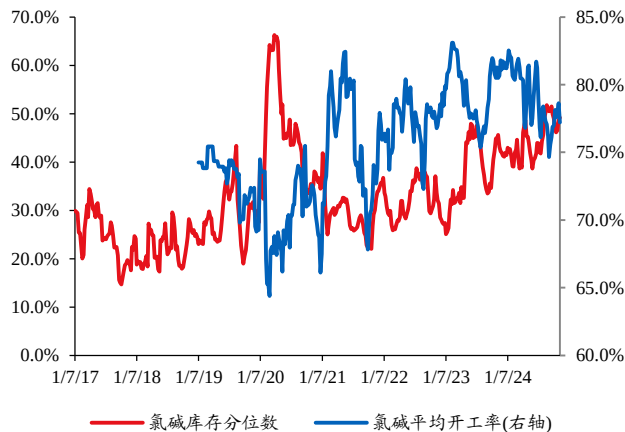
4、三友化工（600409.SH）：公司具备 340 万吨纯碱产能，行业无新增产能且老产能有望逐渐退出，在行业供需紧平衡下，有望随下游房地产、玻璃等行业的持续回暖迎来周期性上涨。公司拥有烧碱产能 53 万吨（自用率 80%，用于粘胶短纤生产）、粘胶短纤产能 78 万吨、有机硅产能 20 万吨、PVC 产能 51 万吨（糊树脂 8 万吨+粉树脂 43 万吨）等。受益于循环经济模式，公司业务板块在行业内成本及能耗较低，当前已围绕“两碱一化”完成产业布局，未来将继续稳步扩张，并走差异化路线，逐步实现从基础化工向精细化工。

图表 59 本周氯碱价格分位数 12.6%，价差分位数 17.0%



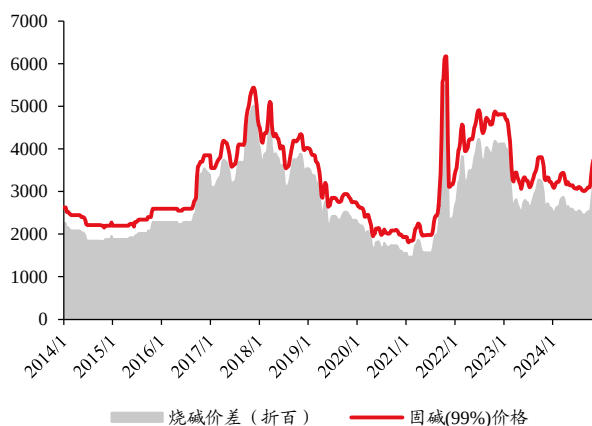
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 60 本周氯碱库存分位数 49.1%，平均开工率 77.2%



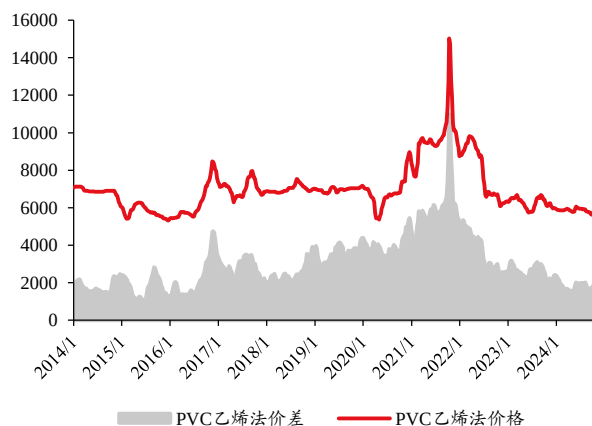
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 61 本周电石法 PVC 价格小幅下行（元/吨）



资料来源: Wind, 华创证券

图表 62 本周乙烯法 PVC 价格下行（元/吨）



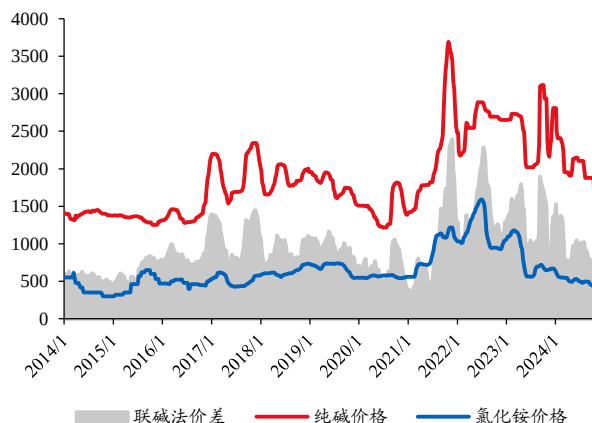
资料来源: Wind, 华创证券

图表 63 本周片碱（烧碱）价格小幅上行（元/吨）



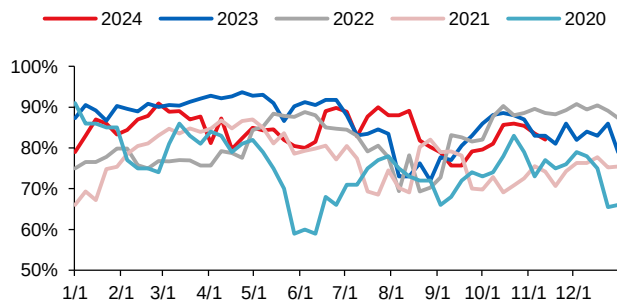
资料来源: Wind, 华创证券

图表 64 本周山东地区纯碱价格（联碱法）上行（元/吨）



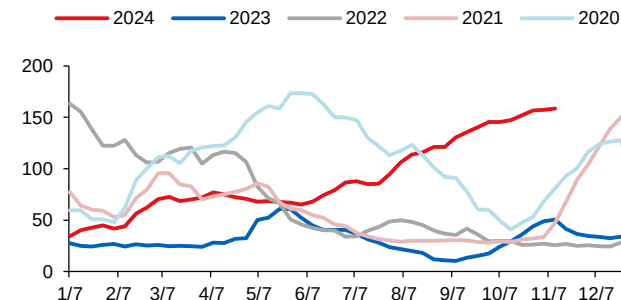
资料来源: Wind, 华创证券

图表 65 本周纯碱开工率下行



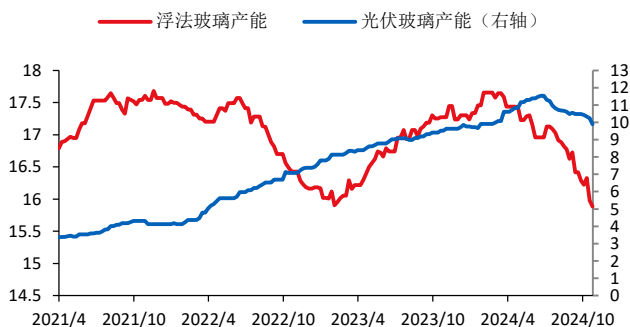
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 66 本周纯碱库存增加（万吨）



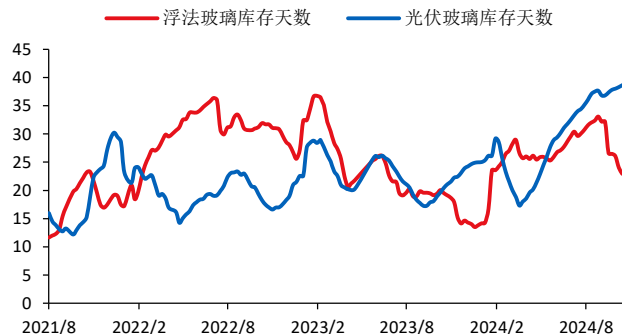
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 67 本周浮法玻璃日熔量下降（万吨/日）



资料来源：卓创资讯，华创证券

图表 68 本周浮法玻璃库存下降（天）



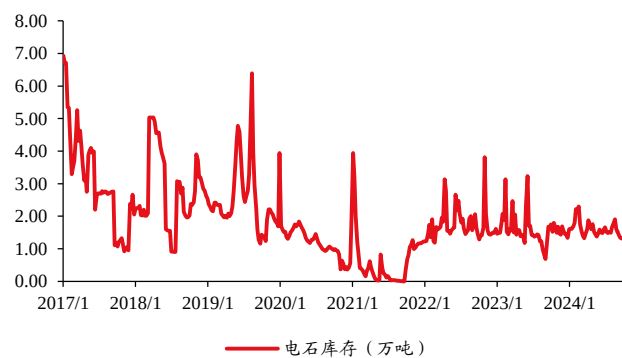
资料来源：卓创资讯，华创证券

图表 69 本周 PVC 库存增加（万吨）



资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 70 本周电石库存减少（万吨）



资料来源：百川盈孚，华创证券

（六）行业追踪—聚氨酯：本周聚合 MDI 价格上涨

长期看好 MDI 在碳中和背景下的需求提升。长期来看：下游需求方面，聚氨酯材料优异的保温隔热性能，对改善建筑能耗有积极的促进作用，可以减少空调使用从而降低能耗，目前我国聚氨酯保温材料的使用率不足 15%，而欧美国家使用率约 40%-50%，碳中和背景下，国内聚氨酯材料需求有望提振。而另一方面，海外发达国家和发展中国家疫苗接种率的差异将造成新一轮供需错配，有利于国内 MDI 的出口需求。近年来全球 MDI 需求增速在 5~6%，高于同期 GDP 增速，长期看好建筑装修、保温材料及新能源车带来的需求增量。供给方面，2025 年之前新增产能有限，未来全球 MDI 产能增量基本来自于万华化学（宁波 60 万+福建 160 万），欧美厂商受天气及装置性能影响，开工负荷长期低迷，行业供给持续偏紧。预计后续随着海外需求持续恢复和国内建筑装修需求的走高，MDI 或有新一轮景气上行。

本周聚合 MDI 价格上涨，纯 MDI 价格上涨。从聚合 MDI 来看，供应面：北方大厂宁波基地 40+80 万吨 MDI 装置预计 11 月下旬轮流检修 45 天，福建基地装置恢复目前负荷提升中；上海 B 工厂 MDI 母液装置故障停车检修，分离装置正常运行，检修时间预计 3-5 天，市场货量紧张，价格走高；上海 H 工厂 35 万吨 MDI 装置计划于本月中旬检修，预计下月初重启；BASF 韩国 MDI 装置月初开始检修，预计检修 2-3 周；巴斯夫韩国工厂 MDI 装置检修中，预计 2-3 周时间。重庆巴斯夫装置计划于 12 月检修 3-4 周。**需求面：**下游家电生产旺季结束，工厂陆续开始停产，对原料需求量有明显减少；冬季来临，北

方进入供暖季，下游外墙保温管道需求基本结束；对于高价原料，其他下游亦是采购谨慎，场内交投买气冷清，因而对聚合 MDI 需求放量有限。截至 2024 年 11 月 9 日，聚合 MDI 周均价为 18250 元/吨，环比上周上涨 43 元/吨；价差为 10311 元/吨，环比上周减少 70 元/吨。**从纯 MDI 来看，需求面：**下游氨纶开工 8 成左右，下游用户随用随采为主，市场成交多以刚需，市场实单成交灵活商谈为主；下游 TPU 开工 8-9 成左右，需求缺乏利好提振，厂家集中交付订单为主，库存无压；下游鞋底原液及浆料开工 3-4 成，终端消费水平不足，贸易商报盘多持稳，下游需求跟进一般。截至 2024 年 11 月 9 日，纯 MDI 周均价为 18700 元/吨，环比上周上涨 300 元/吨；价差为 10761 元/吨，环比上周增加 187 元/吨。

本周 TDI 市场价格持平。供应方面：本周 TDI 产量减少，整体开工率降至 74%附近，场内现货供应有所减少。万华福建厂上周六短停后于本周一恢复生产；上海 C 工厂 TDI 订单强劲库存过低封盘，装置本月或有年度检修计划；新疆大厂 TDI 年产 15 万吨装置逐步恢复重启中，产能技改至 20 万吨；其他装置维持稳定运行。甘肃银光聚银化工 15 万吨 TDI 装置产能提升至满负荷运行。**需求方面：**下游海绵厂开工低位，订单状况较差，排产较少，对原材料 TDI 的市场采购意愿不强，多数企业选择谨慎观察市场。此外，其他相关下游行业的表现也不尽如人意，综合来看，TDI 的下游整体需求呈现一般态势。截至 2024 年 11 月 9 日，TDI 周均价为 13000 元/吨，环比上周持平；价差为 7554 元/吨，环比上周下跌 107 元/吨。

展望 2025 年：24 年下半年以来，国内冰箱冷柜排产高增，MDI 行业开工率边际上行，价格亦迎来稳步上涨。24 年前 9 个月，中国聚合 MDI 累计出口量 90.45 万吨，同比增长 5.7%，其中美国仍稳居最大出口目的地地位，1-9 月对美国累计出口量达 21.3 万吨，同比增长 6.9%。受今年以来北美装置不可抗力事故频发+欧洲产能利用率下滑，美国 MDI 需求量主要由中国进行补充，对我国产品依赖度持续提升。9 月中旬，飓风弗朗辛登录美国路易斯安那州，受当地电力供应限制影响，部分 MDI 装置降负运行；11 月上旬，美国陶氏化学 34 万吨/年 MDI 装置因前端原料供应宣布不可抗力。下游需求方面，24 年前 9 个月，冰箱、冷柜销量同比分别+11.0%、12.2%，其中外销同比分别+20.3%、24.6%。目前全球 MDI 产能合计约 1057 万吨，其中万华化学拥有 MDI 产能 350 万吨，全球市占率已达 33%；随着后续宁波基地 60 万吨及福建基地 70 万吨技改产能的陆续投放，后续公司 MDI 产能有望进一步增至 480 万吨/年，全球市场份额有望进一步提升至 40%以上。25 年，随着美国降息开启带来的地产需求转暖，预计海外 MDI 需求有望快速增长，而供给增量主要来自于万华化学，预计国内 MDI 价格有望上行，叠加油价中枢下行带来的纯苯成本改善，预计 MDI 价差有望持续修复。

相关公司：

1、万华化学（600309.SH）：公司为全球领先 MDI 企业，扩产 MDI 产能有序进行中、大乙烯项目平稳推进，未来产业链布局及原料保障进一步增强，发展潜力突出。万华化工整体上市资产已交割完成，结合公司新投产 PC、MMA、TDI 等产能，公司周期性波动将愈趋平滑。随着 BC 技改以及福建基地产能投放，公司 MDI 合计产能已达 350 万，龙头地位持续增强的同时并有望率先受益于行业景气回升。除聚氨酯板块之外，公司石化及新材料业务成长性亦将持续凸显。大乙烯二期完成环评公示后有序推进，20 万吨 POE 已建成投产；投资 231 亿元建设的蓬莱工业园一期项目预计于 2024 年年底左右陆续投产，后续 PDH 及丙烯下游产业链将愈发完善；新材料方面，锂电池材料、特种 PC、柠檬醛、PA12、PBAT、CMP 抛光垫和抛光液、碳纤维等新项目有望于未来 2-3 年陆续投产，公司有望进入新一轮成长期，向全球领先的化工新材料公司目标进发。

2、沧州大化（600230.SH）：公司为国内领先的 TDI 生产商，经过多年的发展，在引进瑞典国际化工技术的基础上，进行了一系列技术改造，并获得了部分自主知识产权，在国内 TDI 生产领域具有重要地位。公司当前拥有 TDI 产能 15 万吨/年，同时 26.5 万吨/年新增产能持续推进中。此外，公司现有 10 万吨/年 PC、及配套的 16 万吨/年烧碱产能，造气原料气等相关产品链相衔接，上下游原料相配套的生产规模，与目前国内同行业相比具有较强的规模优势。

图表 71 本周聚氨酯板块价格分位数 16%，价差分位数 23%



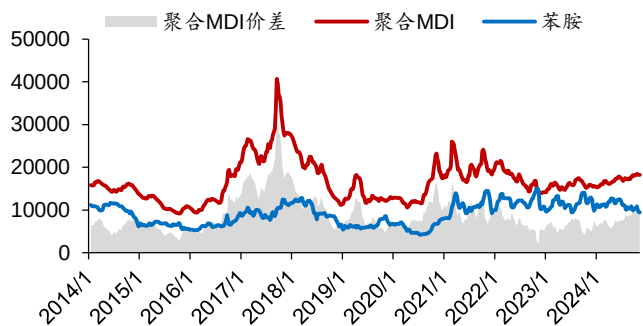
资料来源：Wind，华创证券

图表 72 本周聚氨酯板块库存分位数 45%



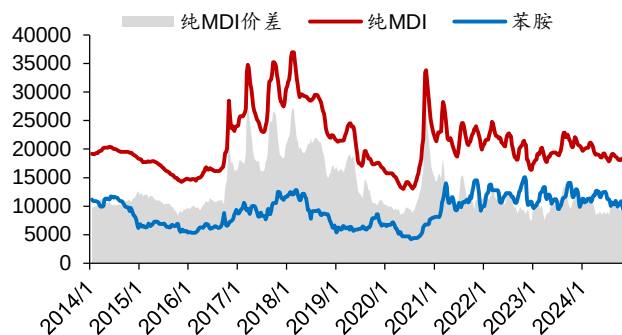
资料来源：Wind，华创证券

图表 73 本周聚合 MDI 价格上涨（元/吨）



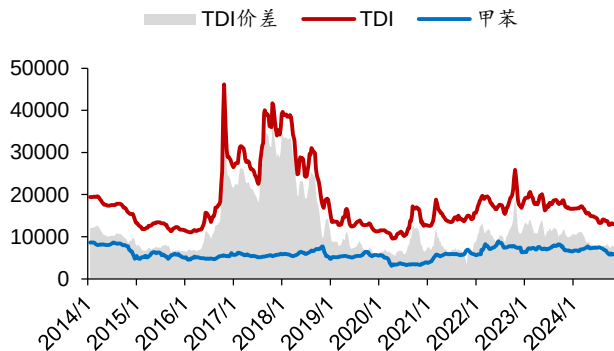
资料来源：Wind，华创证券

图表 74 本周纯 MDI 价格上涨（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 75 本周 TDI 价格持平（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 76 本周软泡聚醚价格上涨（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

（七）行业追踪—民营大炼化：本周原油价格上涨，PX 价格持平

碳中和大背景下，存量炼能将充分受益于行业供给约束。根据国务院《2030 年前碳达峰行动方案》要求，化工行业需严格项目准入，严控新增炼油和传统煤化工生产能力，优化产能规模和布局，有效化解结构性过剩矛盾，到 2025 年，国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，主要产品产能利用率提升至 80%以上。国内 2020 年后炼油产能规划建设较多，但大部分处于待建未获批复状态，可以预见，高耗能、高排放炼油项目的审批权限及要求将进一步提升，后续规划项目获批的不确定性显著增强，行业供给约束逐步显现。据 2021 年版《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平》要求，各地要明确改造升级和淘汰时限（一般不超过 3 年）以及年度改造淘汰计划，在规定时限内将能效改造升级到基准水平以上，力争达到能效标杆水平，对于不能按期改造完毕的项目进行淘汰。现有民营大炼化产能，有望凭借一体化的禀赋在存量博弈中进一步获取竞争优势。

新材料产业延伸打开未来成长空间。民营大炼化龙头企业以下游聚酯材料为起点，自下而上打通以炼化为载体的“大化工平台”，打破上游芳烃原材料的产能垄断，进而依托上游“大化工平台”支撑，以成本竞争力和前期技术积累为基础，自上而下向高端新材料产业延伸，提升终端产品附加值。在当前双碳目标和国内炼油产能过剩的背景下，民营大炼化龙头企业已开始持续布局下游高附加值新材料产品，如恒力石化子公司康辉新材料的 PBAT、BOPET 等高端聚酯薄膜和可降解塑料，东方盛虹和荣盛石化子公司的光伏 EVA 和锂电材料等，将助力企业实现高质量增长，并进一步打开未来成长空间。

本周原油价格上涨。周前中期，伊朗准备对以色列进行打击，欧佩克+推迟石油增产计划至 12 月底，加之热带风暴对美国海上石油平台带来生产中断风险，同时，10 月中国制造业 PMI 重回扩张区间及美元指数下跌支撑市场氛围，国际油价连涨四日，美油、布油涨至 70、75 关口上方。周后期，特朗普胜选美国总统，美元指数大幅拉涨，压制油价，叠加上周美国原油库存增加，国际油价有所下跌。截至 11 月 9 日，布伦特原油价格为 76.23 美元/桶，环比上周上涨 3.19 美元/桶。

本周 PX 价格持平。**供应方面：**截至 11 月 7 日，国内 PX 市场开工在 78.68%，周内华东一厂由 PX 装置负荷有所提升，但受前期一大厂 PX 装置降负影响，周内产量稍有下滑，但市场供应依旧充足。**需求方面：**周内下游 PTA 行业开工有所下滑，其对原料端需求出现一定缩减，同时外盘窗口交易氛围也未见明显转好，需求端整体表现一般。截至 2024 年 11 月 9 日，FOB 韩国 PX 周均价为 810 美元/吨，环比上周持平；PX 价差 143 美元/吨，环比上周减少 10 美元/吨。

展望 2025 年：24 年下半年以来，受调油需求减弱及海外装置开工提升影响，PX 价差有所下滑。考虑到 25 年国内暂无 PX 新增产量贡献，随着海外降息周期拐点及油价边际下行带来的需求改善，预计 25 年 PX 价差有望实现回升。从国内民营企业来看，恒力石化、荣盛石化分别与沙特阿美签署战略合作协议，后续在原油供应、原料供应、产品承购、技术许可等方面有望进一步加深战略合作，并助推民企大炼化企业国际化战略布局升级。同时，民企炼化企业在下游深加工及提升附加值环节布局稳步推进，产业链持续延伸的同时，盈利及抗风险能力有望进一步增强。

相关公司：

1、恒力石化（600346.SH）：公司 2000 万吨炼油及其下游配套化工品在 2019 年全面投产，业绩开始释放。恒力石化炼化装置产品结构中化工品比例远高于一般炼厂，2000 万吨常减压装置下游配套有生产 450 万吨 PX 的芳烃联合装置、以及 150 万吨乙烯装置，并与更下游的 PTA、聚酯、聚丙烯、HDPE 等形成上下游一体化优势。公司公告拟投资

逾 242 亿元建设四大项目：（1）年产 45 万吨 PBS 类生物降解塑料；（2）年产 80 万吨功能性聚酯薄膜、功能性塑料；（3）150 万吨绿色多功能纺织新材料；（4）新材料配套化工项目。

2、荣盛石化（002493.SZ）：公司是我国炼油和聚酯化纤行业龙头公司之一，公司从纺织化纤业务起家，产业链不断向上游延伸到涤纶、聚酯瓶片、PTA、以及炼油化工。公司合资公司逸盛是全球最大的 PTA 生产企业，公司现有 690 万吨 PTA 权益产能，此外还有 490 万吨权益新产能在建。公司占股 51%的浙江石化是全国最大的民营炼厂，合计有 4000 万吨/年炼化一体化产能。其中一期 2000 万吨/年炼化一体化装置已于 2019 年底投产并在 2020 年全面运行，二期 2000 万吨/年炼化一体化装置已于 2020 年底投产。公司不同于传统炼厂，产品结构更倾向化工品，并逐渐往高端化工品方向转向，目前在非光气法聚碳酸酯、高端聚烯烃领域均取得较大进展。

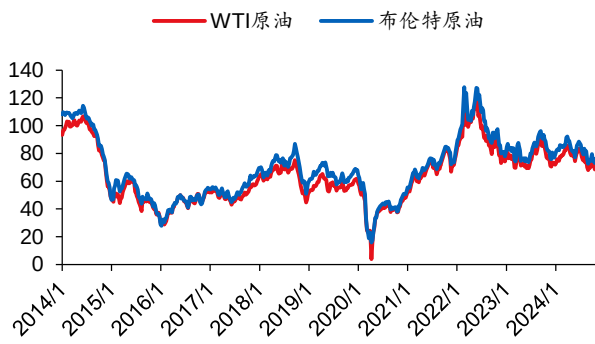
3、东方盛虹（000301.SZ）：公司于 2018 收购集团旗下国望高科成为公司全资子公司，主营变更为涤纶长丝的生产、销售。2019 年公司收购集团旗下盛虹炼化、虹港石化。公司现有 235 万吨/年差别化涤纶长丝，390 万吨/年 PTA 产能，此外盛虹炼化 1600 万吨/炼化一体化项目投产后已形成“炼化-PTA-聚酯”一体化产业链布局，成为继恒力石化、荣盛石化后第三大炼化一体化企业。公司全资收购斯尔邦，斯尔邦以甲醇为原料制取乙烯、丙烯当前以甲醇计的产能为 240 万吨/年，产品包括丙烯腈、MMA 等丙烯下游衍生物，以及 EVA、EO 等乙烯下游衍生物，当前拥有 EVA 产能 30 万吨，是国内少数掌握了 EVA 高端牌号产品的厂商。

图表 77 本周石化板块价格/价差分位数分别 29%/25%



资料来源：Wind，华创证券

图表 79 本周国际原油价格上涨（美元/桶）



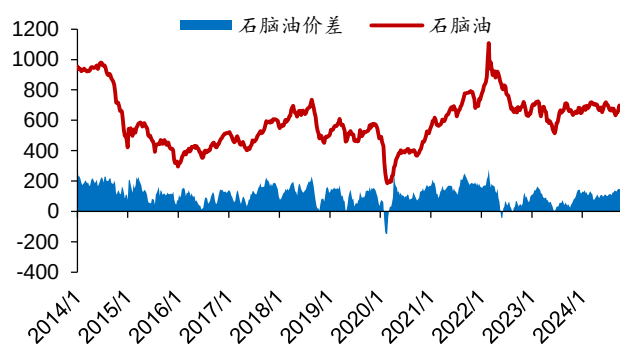
资料来源：Wind，华创证券

图表 78 本周石化板块库存分位数 44%



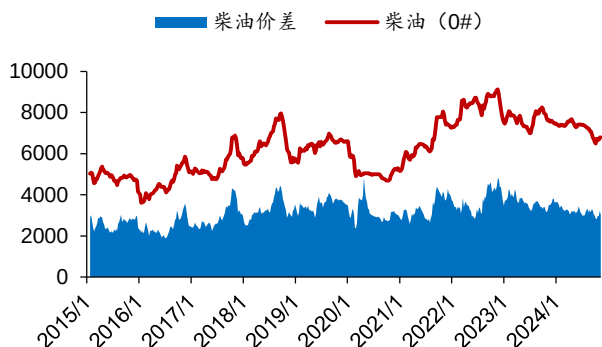
资料来源：Wind，华创证券

图表 80 本周石脑油-原油价差减少（美元/吨）



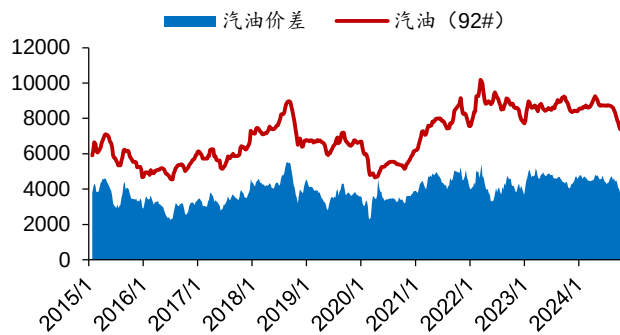
资料来源：Wind，华创证券

图表 81 本周柴油价差减少（元/吨）



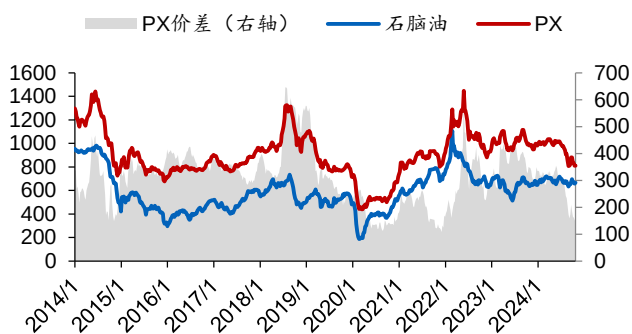
资料来源：Wind，华创证券

图表 82 本周汽油价差减少（元/吨）



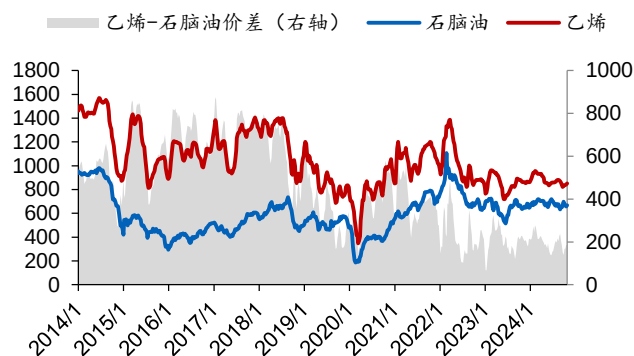
资料来源：Wind，华创证券

图表 83 本周PX价差减少（美元/吨）



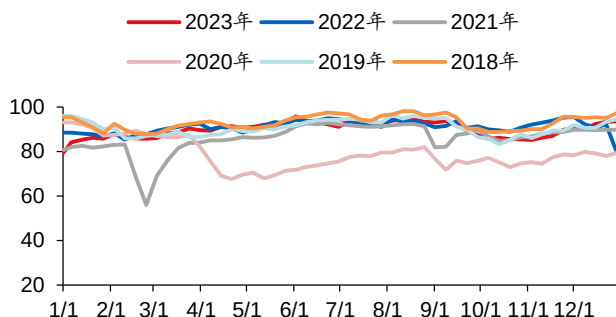
资料来源：Wind，华创证券

图表 84 本周乙烯价差减少（美元/吨）



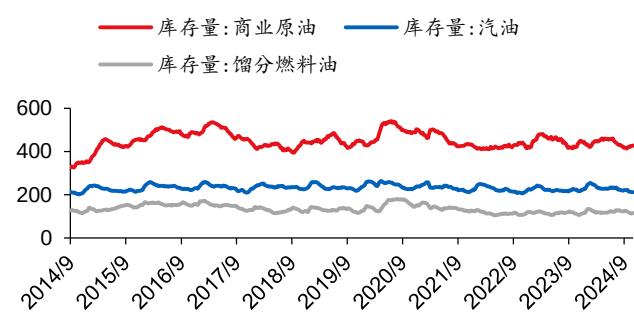
资料来源：Wind，华创证券

图表 85 上周美国炼厂开工率上升（%）



资料来源：Wind，华创证券

图表 86 上周EIA商业原油库存增加（百万桶）



资料来源：Wind，华创证券

（八）行业追踪—C2、C3及C4：本周乙烯价格上涨，丙烯价格上涨

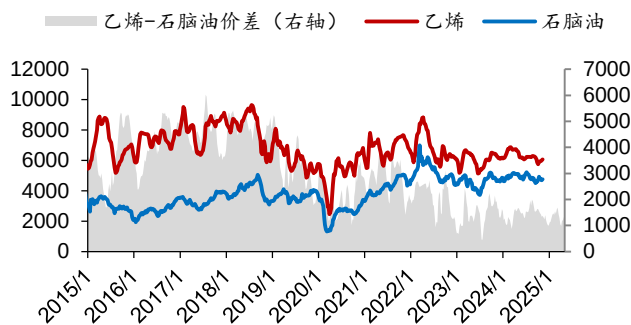
本周乙烯价格上涨。供应端：浙石化 3# 产能 140 万吨/年裂解装置于 2024 年 11 月 5 日停车检修，预计检修 15 天左右；天津南港产能 120 万吨/年装置于 2024 年 11 月 6 日开车投料；华泰盛富产能 60 万吨/年装置于 2024 年 10 月 10 日停车检修，初步计划检修 2 个月左右；福建联合产能 110 万吨/年乙烯裂解装置 2024 年 10 月 8 日停车检修，初步计划检修 50-55 天；武汉乙烯产能 110 万吨/年石脑油裂解装置于 2024 年 10 月 10 日停车检

修，初步计划开车时间 12 月；金诚石化产能 60 万吨/年装置 10 月初停车，预计 12 月左右重启。**需求端：**聚乙烯价格连续小涨，业者心态表现尚可。现阶段聚乙烯大部分生产厂家继续按计划检修生产线，新增装置检修：中海壳牌、宝来利安德巴赛尔。下游农膜开工率仍在上升，约为 40.45%。低位补空增量，苯乙烯市场价格跌后回涨。未来仍有华东等多套装置存停车计划，国产开工与码头库存延续低位，供应面持续偏紧。国内苯乙烯平均开工率 64.48%。成本端支撑偏暖，乙二醇市场价格重心上移。山西一 30 万吨乙二醇装置上月末开始停车，预计时长半个月，行业开工小幅下调，其中乙烯制开工负荷约为 69.02%成本端压力增加，环氧乙烷市场价格持稳。扬子石化 30 万吨/年 EO 装置恢复生产；卫星化学环氧乙烷装置提负运行，华东地区供应增加，开工小幅提升。PVC 期现震荡走跌，市场观望情绪丛生。乙烯法 PVC 生产企业整体开工负荷稍有下降，截止目前乙烯法 PVC 整体开工负荷为 80.75%，下游终端制品企业开工负荷不见提升，询价拿货情绪低迷，需求颓势难改，整体成交氛围不温不火。截至 2024 年 11 月 9 日，本周乙烷价格 18.10 美分/加仑，环比上周下跌 0.90 美分/加仑。乙烯 CFR 价格 851 美元/吨，环比上周增加 8 美元/吨；本周石脑油制乙烯价差 1312 元/吨，环比上周减少 12 元/吨；乙烷裂解制乙烯价差 2968 元/吨，环比上周增加 121 元/吨。

本周乙二醇价格上涨。供应方面：本周乙二醇企业平均开工率约为 65.21%，其中乙烯制开工负荷约为 69.06%，合成气制开工负荷约为 58.63%。本周新疆和浙江各有一套装置重启出料，涉及产能达百万吨，行业开工有所提升。**需求方面：**本周聚酯产业开工继续上调。天气降温后，保暖类产品订单开始释放，终端需求表现尚可，对上游支撑增强。目前聚酯行业整体开工在 92.26%附近。截至 2024 年 11 月 9 日，本周乙二醇均价 4673 元/吨，环比上周上涨 53 元/吨；乙烯制乙二醇价差 1028 元/吨，环比上周增加 14 元/吨。

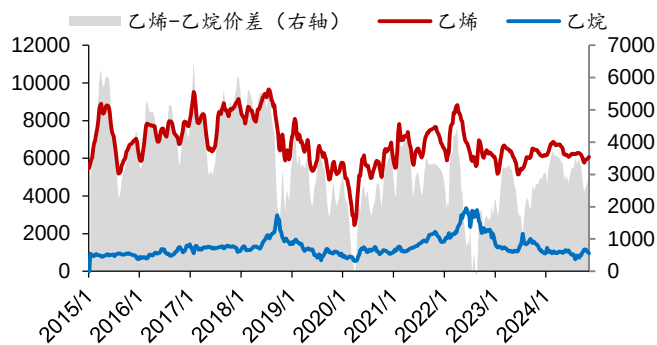
本周环氧乙烷价格持平。供应方面：本周环氧乙烷供应较上周窄幅增加，周内远东联石化 18 万吨/年 EO 装置恢复生产，华东地区供应小幅增加，开工率窄幅提升。**需求方面：**本周下游产品出货情况较好，市场价格稳中上涨。周内国内聚羧酸减水剂单体市场窄幅上涨。周内华东地区减水剂单体现货供应紧张，市场成交重心逐渐走高，企业报价上调 50-100 元/吨，下游刚需补货为主。受脂肪醇供应紧张价格上涨带动，周内表面活性剂市场价格继续上涨，非离子表面活性剂 AEO-9 价格继续上涨 400 元/吨至 12800 元/吨，阴离子表面活性剂价格上涨 150 元/吨至 9950 元/吨；氯化胆碱市场价格暂稳，河北地区 50% 玉米芯载体商谈参考价格稳定在 3500 元/吨，山东地区 50% 玉米芯载体商谈参考价格稳定在 3600 元/吨左右；周内乙醇胺市场稳中下跌。其中一乙醇胺市场价格下跌，部分工厂对外报盘下调，下游对一乙醇胺采购积极性欠佳；二乙醇胺场内现货供应充足，需求疲软，部分贸易商对外价格有所下调，市场实单商谈重心下移。三乙醇胺市场持稳观望，工厂报盘较为稳定，下游用户多消耗前期货源为主，市场缺乏新订单指引，市场价格僵持。截至 2024 年 11 月 9 日，本周环氧乙烷均价 7000 元/吨，环比上周持平；环氧乙烷价差 2565 元/吨，环比上周减少 47 元/吨。

图表 87 本周乙烯-石脑油价差减少（元/吨）



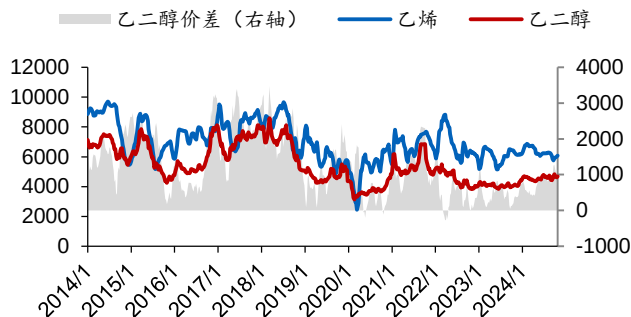
资料来源：Wind，华创证券

图表 88 本周乙烯-乙烷价差增加（元/吨）



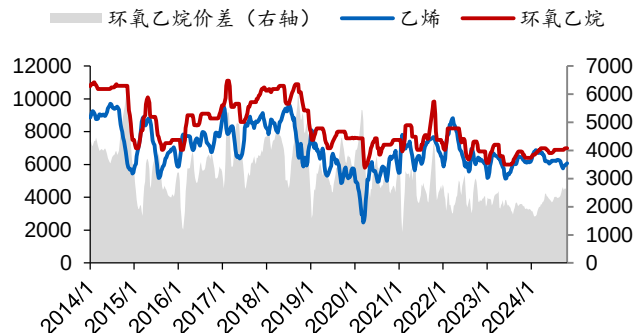
资料来源：Wind，Bloomberg，华创证券

图表 89 本周乙二醇价格上涨（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 90 本周环氧乙烷价格持平（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

本周丙烯价格上涨。供应方面：江苏瑞恒丙烯装置 10 月 9 日停车检修，重启时间待定；华泰盛富装置于 10 月 10 日停车检修，重启时间待定；金能化学一期装置于 10 月 20 日停车检修，重启时间待定；中景石化二期装置于 10 月 22 日停车检修，持续至 10 月 28 日结束；华星石化丙烯装置 10 月 25 日停车，重启时间待定；利华益以及渤化丙烯装置存停车预期，场内货源供应可控，对丙烯市场支撑一般。**需求方面：**本周丙烯下游产品市场价格震荡上行，聚丙烯期货盘面区间震荡，现货价格盘整为主，丁辛醇、环丙、丙烯酸以及丙酮价格略有走高，个别环丙装置停车检修，但某新建酚酮装置调试中，部分聚丙烯装置进料运行，下游需求表现尚可，相对支撑丙烯市场。截至 2024 年 11 月 9 日，丙烷价格 638 美元/吨，环比上周下跌 6 美元/吨；丙烯市场均价 6950 元/吨，环比上周上涨 20 元/吨；本周 PDH 价差 1484 元/吨，环比上周增加 61 元/吨。

本周丙烯酸价格持平。供应方面：场内丙烯酸厂家装置情况：山东恒正、沈阳蜡化、中海油惠州、上海华谊、山东宏信、兰州石化部分丙烯酸装置停工检修中；丙烯酸场内供应减少，西北地区某厂装置检修，局部地区供应紧俏，供应端利好丙烯酸价格；近期泰兴金江丙烯酸丁酯装置重启成功，江苏国胶丙烯酸异辛酯装置正常开工。**需求方面：**国内胶带母卷行业开工率较上周相比略有降低，整体变化不大，胶带母卷行业开工维持 4 成附近，部分企业根据自身订单及库存情况调整开工负荷，采购节奏略放缓，需求支撑力度有限。截至 2024 年 11 月 9 日，丙烯酸价格 7200 元/吨，环比上周持平；本周丙烯酸价差 2196 元/吨，环比上周减少 14 元/吨。丙烯酸丁酯均价 9400 元/吨，环比上周持平；本周丙烯酸丁酯价差 646 元/吨，环比上周减少 204 元/吨。

本周丁酮价格上涨。供应方面：本周丁酮装置平均开工率较上周无明显变化，本周平均开工率为 59.38%。场内多数装置满负荷运行，此前停车装置暂无重启计划，丁酮市场供应量充足，出货节奏较为一般。**需求方面：**下游市场供应仍维持前期水平，下游采买维持刚需居多，对高价接受度不高，询盘采买谨慎，需求回暖有限，需求利空仍存，牵制丁酮价格上涨。截至 2024 年 11 月 9 日，丁酮均价 6980 元/吨，环比上周上涨 30 元/吨；本周丁酮价差 2055 元/吨，环比上周增加 169 元/吨。

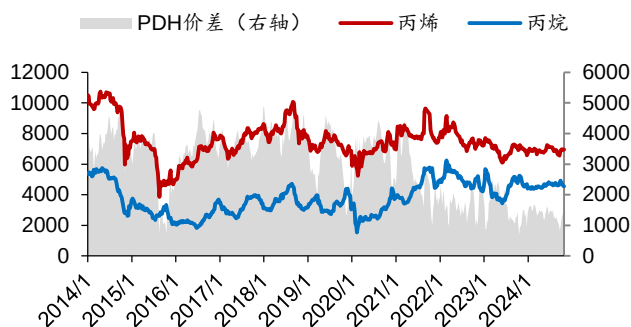
展望 2025 年：1) C2 产业来看，当前乙烯原料多元化、轻质化趋势明显，国内仍有较大进口替代空间。相比于传统工艺路线，乙烷裂解工艺在乙烯收率、经济效益、投资强度、能耗及副产资源方面均具备显著优势，核心竞争力持续增强；而美国乙烷自身供需宽松的格局又决定了乙烷价格或长期维持相对低位，乙烷裂解价差或将延续高景气态势。24 年下半年以来，乙烷价格快速回落，24H1 乙烷均价约 19.2 美分/加仑，24Q3 进一步跌至 15.7 美分，同比下降约 46%。目前北半球主要国家天然气补库结束，预计天然气价格将趋于稳定，乙烷价格亦有望回落。据 EIA 预测，2024 年美国乙烷净出口量约 50 万桶/天，较 2023 年增加约 3 万桶/天，而乙烷产量预计将较 2023 年增加 10 万桶/天，考虑到美国本土暂无新增裂解设施投放，则乙烷供应有望进一步趋于宽松，25 年乙烷价格有望继续维持低位，C2 产业链景气有望延续。**2) C3 产业来看，**当前国内丙烯产业链仍有供给缺口，在 PDH 产能快速扩张背景下，下游产品格局及盈利结构或持续分化。当前丙烯酸及酯产品价差仍处于相对低位，随着 25 年起新增产能放缓及下游需求复苏，产业链利润有望实现修复。

相关公司：

1、卫星化学（002648.SZ）：看好未来三年再造一个卫星化学。1) C3 业务翻倍：现有 90 万吨 PDH 装置，下游配套聚丙烯、丙烯酸及酯、SAP 等，向下游延伸 80 万吨丁辛醇和 12 万吨新戊二醇，C3 业务稳步增长。2) C2 业务快速扩张：一期 125 万吨乙烷裂解制乙烯项目于 21 年 5 月投产，下游延伸至聚乙烯、EO/EG 等；二期 125 万吨乙烷裂解项目，已于 2022 年全面投产，为充分发挥产业链优势，提升产品附加值，公司以 C2 项目为基础，向下布局了绿色新材料产业园项目，主要包括 10 万吨/年乙醇胺、40 万吨/年聚苯乙烯、15 万吨/年电池级 DMC 等；1000 吨 α -烯烃中试装置已建设完成，高强度的研发投入有望加速实现后续 10 万吨/年 α -烯烃及配套 POE 项目的产业化落地。公司 α -烯烃综合利用项目一阶段（C2 三期）已开工建设，总投资约 122 亿元，建设包括年产 125 万吨乙烯、20 万吨 α -烯烃、135 万吨聚乙烯、12 万吨丁二烯等在内的产品。预计后续国内乙烯产能审批或持续收紧，公司有望获取较强的卡位优势。

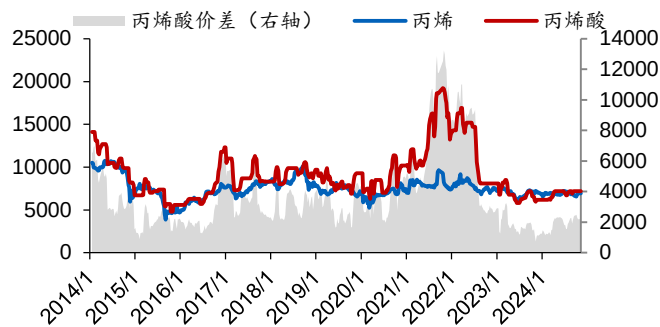
2、齐翔腾达（002408.SZ）：作为丁酮和顺酐行业全球龙头，国内市占率高达 50%和 30%以上，出口占国内出口比例高达 70%和 50%。齐翔腾达正在积极扩大甲乙酮和顺酐产能固优势，发展供应链业务弥补原材料短板，引进排他性国外先进技术建设环氧丙烷和丙烷脱氢等项目。甲乙酮作为环保性有机溶剂，其行业地位将逐渐提高并可能逐步取代苯类等毒性较高的传统溶剂；限塑令带来生产 PBS、PNAT 等可降解塑料制品的需求将会提升，顺酐潜在需求空间扩大。因此基于受益行业景气提升和全产业链产能布局，公司将开启新一轮成长。

图表 91 本周 PDH 价差增加（元/吨）



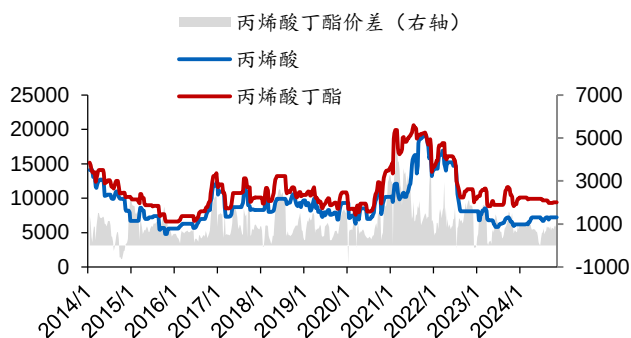
资料来源：Wind，华创证券

图表 92 本周丙烯酸价格持平（元/吨）



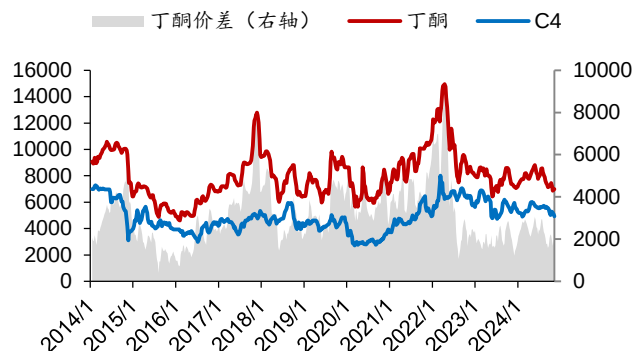
资料来源：Wind，华创证券

图表 93 本周丙烯酸丁酯价格持平（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 94 本周丁酮价格上涨（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

（九）行业追踪—钛白粉：本周钛白粉价格下降

本周钛精矿价格不变。本周钛精矿（TK46）价格为 2217 元/吨，周环比持平。成本端，本周钛中矿市场延续下行态势，虽然在环保检查的压力下部分水选厂并未生产，但下游需求劣势，也导致了钛中矿出货压力加剧。供应端，攀枝花地区环保检查仍在继续，部分水选厂仍在关停当中，预计十一月中旬检查结束。承德矿及云南矿矿山开采受限，加上需求疲软导致的生产积极性下滑，市场整体开工低位运行。需求端，主力下游钛白粉方面，钛白粉行业报价再度下调，部分厂家目前实单成交价格已经低于盈亏平衡线，生产压力非常大，在此情况下，多家厂家处于减产状态，个别厂家停产检修。

本周钛白粉价格下降。本周金红石型钛白粉市场主流报价为 1.45 万元/吨，周环比-1.4%。成本端，本周原料端综合成本大稳小动。硫酸市场依旧盘整，酸价暂稳。供应端，企业盈利能力的下降降低了企业在面临市场波动背景下抵御风险的能力，拖累了企业的生产积极性，供应稳定性下降，企业降负态势明显，部分企业开工水平再有明显下挫，企业商谈主要还是以出货为主。需求端，下游企业对原料采购积极性不高，低库存刚需备货常态化，进而对钛白粉市场价格形成压制。

展望 2025 年：从钛白粉国内下游消费结构来看，59%流向涂料市场，24%为塑料行业消纳，10%是造纸行业。2024 年来看，钛白粉下游消费主力市场涂料行业受国内地产竣工数据下行影响，总体需求向下。但由于国内钛白粉企业具有较强的成本优势，叠加海外亚非拉地区地产崛起，国内钛白粉出口大增。根据海关数据，2024 年 1-9 月钛白粉出口 144.02 万吨，同比+14.8%。出口需求增长总体抵消了国内地产竣工面积下滑，因此 2024

年钛白粉的价格价差总体稳定。钛白粉逐渐成为全球定价的品种。此外，2024 年 6 月，钛白粉行业遭遇欧洲反倾销税制裁，欧盟对龙佰集团及其下公司加征 39.7%关税；对金星钛业（中核钛白）加征 14.4%关税；对合作名单公司加征 35%关税；对其他公司加征 39.7%关税。该事件引起市场对钛白粉出口需求的担忧，但实际上国内钛白粉对欧洲出口占比较小，龙佰集团过去对欧洲出口约在 10 万吨左右，总体影响有限。截至 2024.11.9 日，钛白粉价格分位数为 44.9%，为 10 年来中枢水平，钛白粉价差分位数为 13.6%。为 10 年来相对较低水平。展望 2025 年，我们判断，亚非拉地区的出口需求仍然是拉动钛白粉需求的主力马车，此外国内地产回暖有望扭转国内需求下行趋势。此外，钛矿价格持续高企，具有钛矿自给能力的钛白粉企业将最具优势。

相关公司：

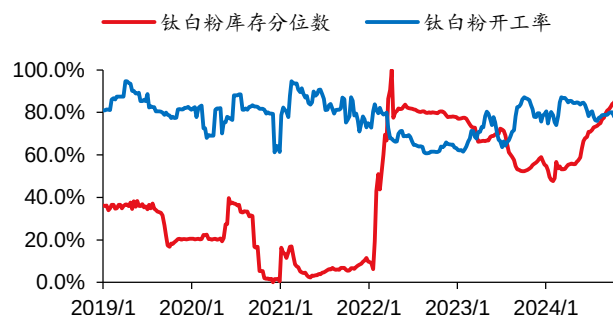
龙佰集团（002601.SZ）：1）公司是国内钛白粉龙头企业，也是国内钛产业链最为完整的企业。经过几十年的发展，目前公司已拥有钛白粉产能 151 万吨（硫酸法 65 万吨，氯化法 66 万吨），产能规模为国内第一、全球第三，产能规模屡创新高。公司通过自备钛矿、硫酸等配套原料，降低了钛白粉的制备成本；同时得益于规模优势，公司钛白粉完全成本显著领先于行业平均水平。未来，随着公司生产规模的不断扩张和工艺技术不断完善，公司成本有望进一步降低，捍卫成本护城河。2）钛白粉行业稳健发展，竣工面积有望恢复并拉动行业需求复苏。全球涂料、塑料等行业稳定发展，使钛白粉需求维持稳健增长趋势。未来，伴随国内地产政策有望逐步趋于宽松及竣工面积的恢复，钛白粉行业需求有望回暖。在景气低点公司凭借规模效应及成本优势仍能保持盈利；在景气修复期公司产能领先的同时仍有望持续扩张。3）依托一体化产业链，持续拓展锂电新材料等领域。钛产业可与锂电产业形成耦合发展。在生产钛白粉过程中副产的硫酸亚铁可作为磷酸铁的重要原材料，同时富余产能烧碱、硫酸、蒸汽、氢气等可直接或间接用于锂电池正负极材料的生产，实现综合生产成本的降低。公司当前已规划了新能源材料、稀贵金属、智能制造等新兴领域应用，产品包含磷酸铁、磷酸铁锂、石墨负极材料、五氧化二钒、海绵钛等。我们预计未来随着新项目产能的不断投放，公司有望打开新的中长期成长空间。公司 2024 年前三季度实现营收 208.85 亿元，同比+2.97%，实现归母净利润 25.64 亿元，同比+19.68%。

图表 95 本周钛白粉板块价格分位数 45%，价差分位数 13.6%



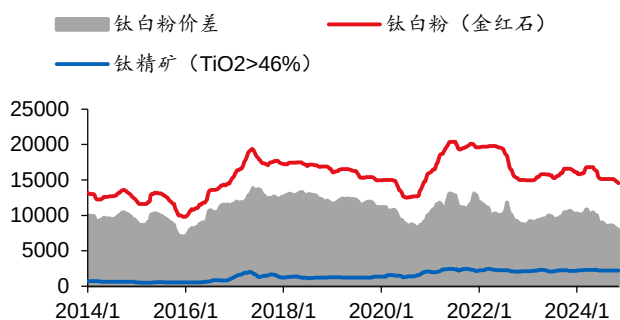
资料来源：Wind，华创证券

图表 96 本周钛白粉库存分位数 90%、开工率为 76%



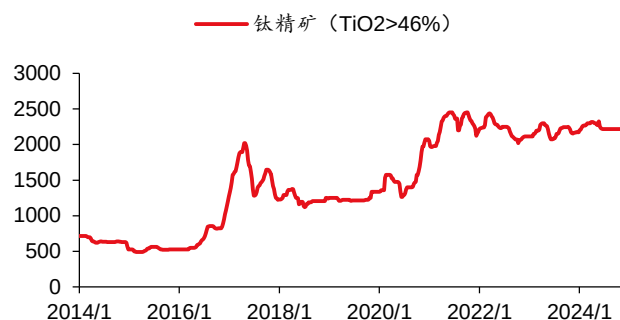
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 97 本周钛白粉价格下跌（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 98 本周钛精矿价格不变（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

（十）行业跟踪——化纤：本周涤纶长丝价格下跌

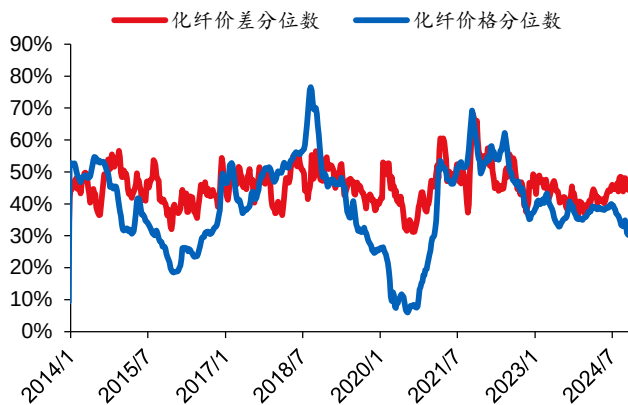
涤纶长丝市场价格下跌。原料端，本周聚酯原料市场区间震荡，平均聚合成本较上周小幅提升。供应端，本周绍兴地区一套重启长丝装置出丝，整体市场供应量有所提升。需求端，截至 11 月 7 日江浙地区化纤织造综合开机率为 72.83%。本周下游纺织市场仍以冬季保暖类面料走货为主，据反馈新单数量缩减，且多为小单、散单，织企成品库存逐渐累积，场内坯布价格内卷激烈，织企回款难度加大，资金压力倍增。截至 11 月 9 日，内盘 PTA 价格 4846 元/吨，环比上周+19 元/吨；MEG 价格 4673 元/吨，环比上周+53 元/吨；POY、FDY、DTY 库存天数分别为 20.8、21.1、27.5 天，环比上周+2.3 天、+1.8 天、+1.9 天；涤纶长丝开工率 94.2%，环比上周+0.9pct；POY 均价 6950 元/吨，环比上周-75 元/吨；POY 现金流-8.8 元/吨，环比上周-109 元/吨。

氨纶市场价格不变。原料端，本周氨纶主原料 PTMEG 市场价格不变，辅原料纯 MDI 市场价格上行。供应端，华东地区一工厂停车检修；华南地区一工厂降负运行，部分开工在 9 成至满开，部分开工在 3-8 成不等，部分工厂全停。需求端，下游开机稳中偏弱，超柔开机情况有所下降，其余领域用户刚需跟进为主。张家港地区棉包市场，开 6-7 成；义乌诸暨包纱市场开 4-6 成；海宁平布不倒绒平布开 4-5 成，超柔开 5-6 成；福建地区主流花边经编市场开 5 成偏上；常熟地区下游圆机市场 4-5 成；江阴圆机纱线陆续开 4 成左右；浙江萧绍圆机市场开 4-5 成；广东地区下游经编开工 5-7 成，圆机开 3 成偏下。截至 11 月 9 日，氨纶库存天数 51.6 天，环比上周+1.5 天；开工率 83%，环比上周持平；氨纶 40D 均价 24300 元/吨，环比上周持平；价差 10952.9 元/吨，环比上周-67.1 元/吨。

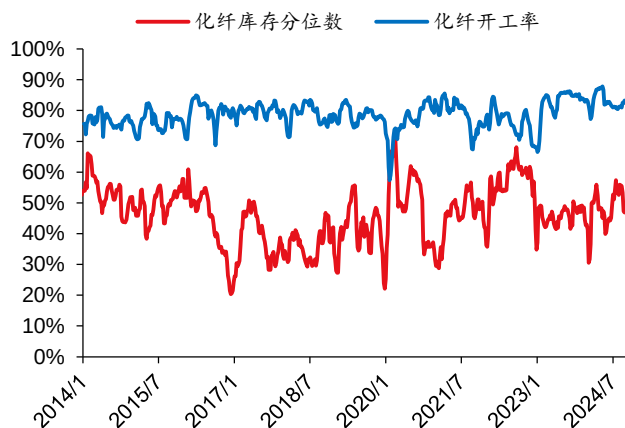
展望 2025 年：1）涤纶长丝：2024 年是涤纶长丝供给增速最缓慢的一年，扣除恒逸石化及萧山联达合计 93 万吨的产能搬迁后，24 年长丝增量产能仅有 23 万吨，供给端增速显著下降。此外，涤纶长丝行业格局高度集中，CR6 达 67.2%、CR3 达 50.9%，行业供给协同能力较强。截至目前，涤纶 POY/FDY/DTY 价格分位数分别为 30%/35%/31%，价差分位数分别为 41%/42%/47%，总体为 10 年来中枢水平；涤纶 POY/FDY/DTY 库存分位数分别为 63%/66%/49%，为 10 年来中枢偏高水平。展望后续，根据百川盈孚统计，涤纶长丝行业 2025 年新增产能约为 89.25 万吨，且主要为桐昆股份和新凤鸣贡献，行业集中度将进一步提升。而从需求端来看，消费降级的逻辑演绎下，涤纶长丝的市场份额持续提升，涤纶长丝需求有望年化达到 7%-8% 的需求增速，以 2024 年的产量基数来看，8% 的增速对应约 250 万吨需求增量，因此以目前供需来看，2025 年有望维持供应紧平衡的局面。**2）氨纶：**2024 年氨纶行业仍承受一定供给端的压力，全年新增产能预计 15.2 万吨，同时主原料 PTMEG 价格走低，成本端支撑减弱。截至目前，我们统计氨纶价格分位数

已处于 10 年来绝对底部，价差分位数为 9%，处于 10 年来底部水平；氨纶库存分位数为 80%，处于 10 年来偏高水平。展望后续，除华峰、晓星、恒申新增产能外，其他企业新增产能均有投放滞后预期，氨纶价格有望触底反弹。

图表 99 本周化纤板块价格分位数 30.3%，价差分位数 44.3%



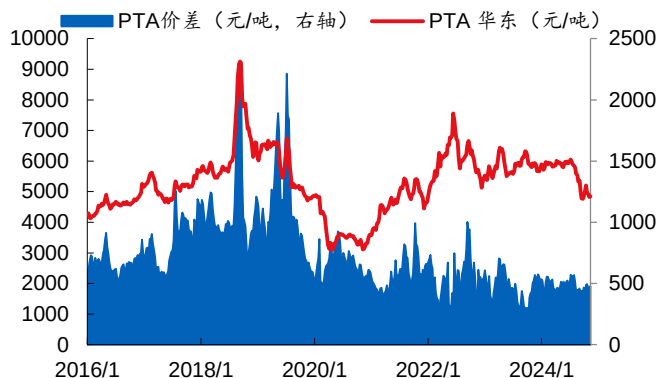
图表 100 本周化纤库存分位数 49.3%



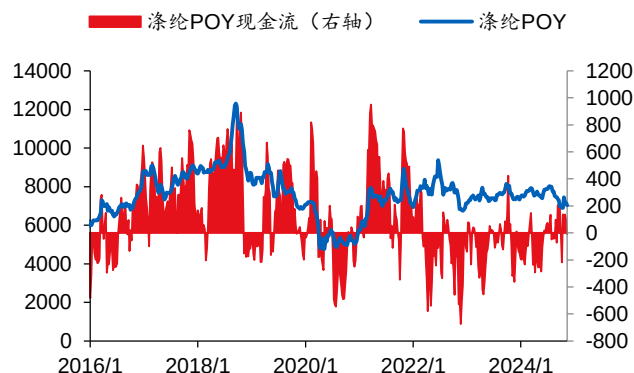
资料来源：Wind，华创证券

资料来源：CCFEI，华创证券

图表 101 本周 PTA 价格上涨



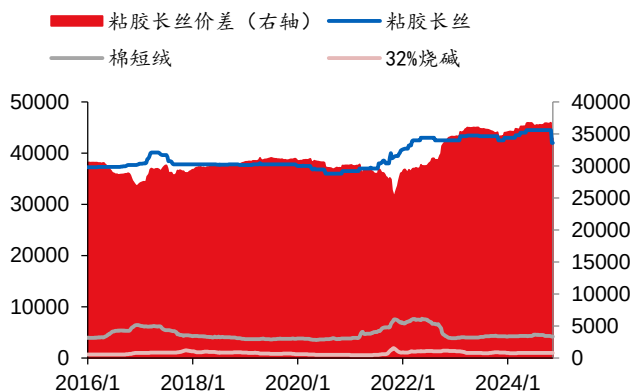
图表 102 本周涤纶长丝 POY 价格下跌



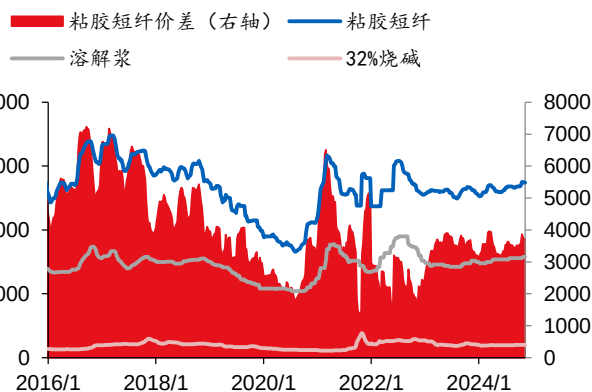
资料来源：CCFEI，华创证券

资料来源：Wind，华创证券

图表 103 本周粘胶长丝价格不变



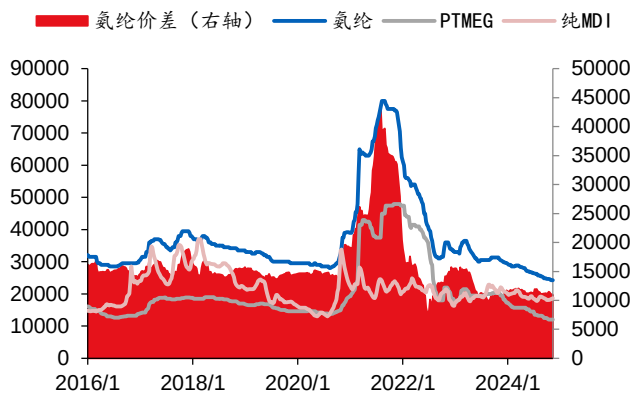
图表 104 本周粘胶短纤价格不变



资料来源：Wind，华创证券

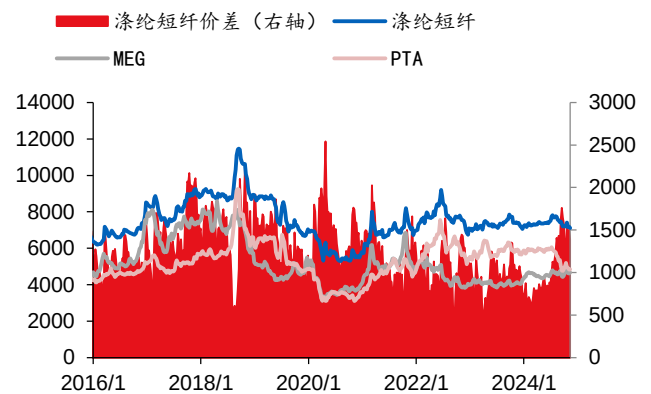
资料来源：Wind，华创证券

图表 105 本周氨纶价格不变



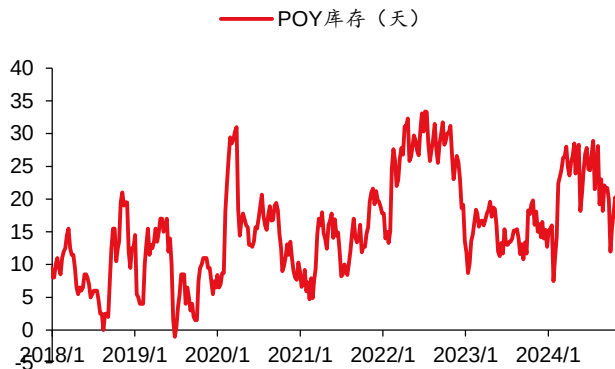
资料来源: Wind, 华创证券

图表 106 本周涤纶短纤价格上涨



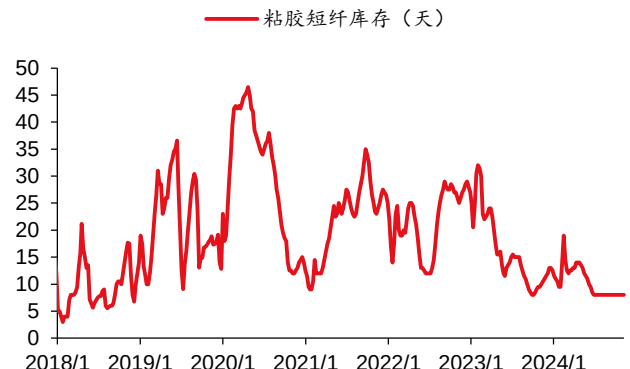
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 107 本周涤纶长丝 POY 库存天数上升



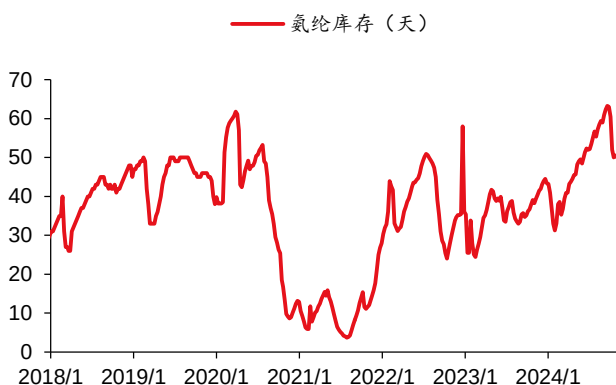
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 108 本周粘胶短纤库存天数持平



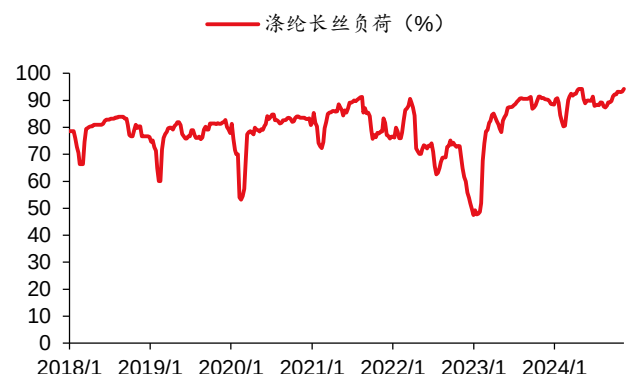
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 109 本周氨纶库存天数提升



资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 110 本周涤纶长丝开工率提升



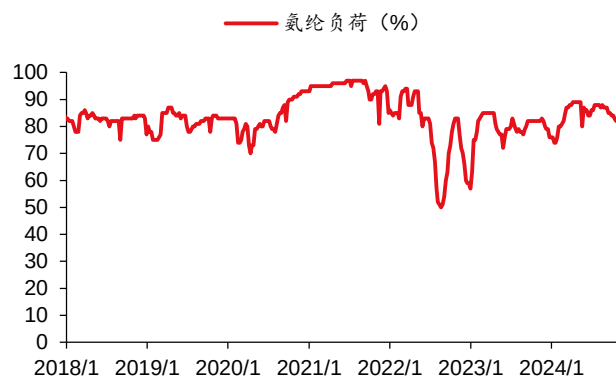
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 111 本周粘胶短纤开工率持平



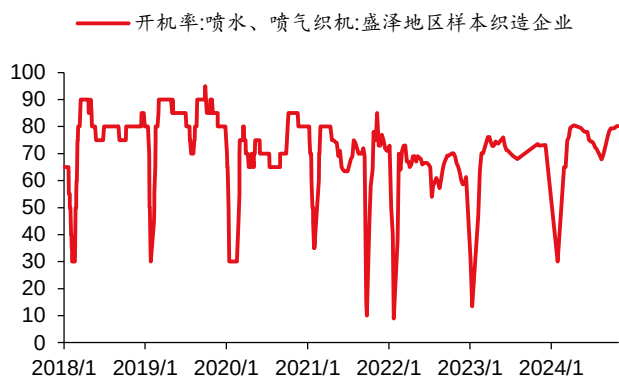
资料来源：CCFEI，华创证券

图表 112 本周氨纶开工率持平



资料来源：CCFEI，华创证券

图表 113 本周织造开工率不变



资料来源：Wind，华创证券

图表 114 本周坯布库存提升



资料来源：Wind，华创证券

（十一）行业跟踪—氟化工：本周萤石、三代制冷剂价格持续涨价

2024 年看好萤石及制冷剂环节价格弹性。1) 从产业链资本开支来看，2016-2022 年投资额增速分别为+80.4%/+24.6%/+38.4%/+12.9%/ +24.6%/+52.6%/+107.8%。其中 2019-2020 年资本开支增速小，以 3 年立项-建设-投产期来看，将对应行业 2022-2023 年的景气上行趋势。2) 2015-2022 年累计资本开支在 307.94 亿，其中上游萤石环节占比 6.1%、传统领域（制冷剂+医药农药中间）占比 36.4%、新型应用（6F+锂盐+高分子材料）占比 43.3%。从近 5 年产业链资本开支结构来看，萤石、制冷剂环节的资本开支占比较小，供给增速小。

本周萤石价格上涨。本周萤石报价 3675 元/吨，周环比+1.4%。本周萤石开工率周环比-1.2PCT；工厂库存天数 13.03 天，周环比+0.5%。供应端：近期冬季开工下滑，原矿产量有限，加上部分矿山停产，本周萤石产量持续回落。具体来看：本周北方萤石产量大体持稳，冬季矿企开工受限依旧，原矿产量有限，优质货源较少；华中地区本周萤石产量基本维持稳定，企业自用为主或执行合约长单维持老客户固定合作；本周南方市场产量供应减少，原矿供应持续偏紧，叠加近期事故影响多地矿山临时停产，场内供应再度走低。需求端：由于本周下游零售价格仍有进一步上行趋势，场内情绪总体表现较好，加之萤石市场货紧价扬，本周萤石需求出现明显回升。

本周制冷剂 R32、R125、R134a 价格上涨。R22：据百川盈孚统计，2024 年 11 月 9 日报

价 32000 元/吨，周环比持平。**成本端**，原料方面萤石原矿供应方面延续紧张格局，无水氟化氢市场走货速度缓慢，成本端支撑有限。**供应端**，厂家装置正常运行。**需求端**，当前厂家报盘价格坚挺，按照配额计划生产，空调售后市场需求转淡，短期内售后市场需求有限，市场观望心态持续，供需博弈下企业报盘维持平稳。**R32**：2024 年 11 月 9 日报价 39500 元/吨，周环比+1.3%。**成本端**，原料方面萤石原矿供应方面延续紧张格局，无水氟化氢市场走货速度缓慢，成本端支撑有限。**供应端**，鲁西化工年产能 1 万吨装置停车，其余厂家装置正常运行。**需求端**，下游空调厂排产超预期提升，工厂交付合约订单为主，外贸价格上行。**R125**：2024 年 11 月 9 日报价 37500 元/吨，周环比+5.6%。**原料端**，原料方面萤石原矿供应方面延续紧张格局，无水氟化氢市场走货速度缓慢，成本端支撑有限，四氯乙烯市场交易氛围平淡。**供应端**，江苏梅兰化工 1 万吨 R125 装置停车，其余厂家装置开工正常。**需求端**，厂家多自用混配为主，下游持续刚需拿货。**R134a**：2024 年 11 月 9 日报价 38000 元/吨，周环比+2.7%。**成本端**，原料方面萤石原矿供应方面延续紧张格局，无水氟化氢市场走货速度缓慢，成本端支撑有限。**供应端**，梅兰化工产能 2 万吨/年装置停车，其余厂家装置正常运行。**需求端**，主流制冷剂厂家检修情况仍存，市场交投按需采购为主，工厂挺价意愿持续。

本周 6F 价格不变。本周 6F 国内市场均 5.60 万元/吨，周环比不变。**成本端**，当前主材碳酸锂价格短期内或将区间震荡为主，氢氟酸以及五氯化磷产品小幅涨价，短期内六氟磷酸锂厂家新一批产品成本或波动上行。**供给端**，本周头部六氟磷酸锂企业保持满产状态，二三梯队企业开工率持续低位徘徊，行业整体开工维持在 6-7 成，11 月整体生产情况相较 10 月保持增量，据悉前期关停装置短期内暂无复产计划。**需求端**，下游电解液的生产活跃度有所提升，进而推动了对六氟磷酸锂需求的持续增长，欧洲和美国的电解液需求增加，提供更多增长点。

本周 PVDF 价格不变。本周锂电级 PVDF 报价 5 万元/吨，周环比持平；涂料级 PVDF 报价 4.8 万元/吨，周环比不变。**成本端**，本周 R142b 报价 1.6 万元/吨，周环比小幅提升，成本支撑有限。**供给端**，企业开工基本稳定，目前市场开工率 5-6 成左右。**需求端**，当前下游行业需求提升空间有限，锂电市场整体刚需走势回暖，但目前需求涨幅尚未跟上 PVDF 扩产涨幅，下游采购情绪仍谨慎。利润空间，本周锂电级 PVDF-R142b 价差 2.14 万元，周环比持平。

展望 2025 年：2024 年制冷剂涨价持续演绎，截至目前，R22、R32、R125、R134a 的价格分别较年初涨 64.1%/132.4%/36.4%/38.2%，价差分别较年初涨 103.2%/488.9%/67.0%/109.8%，其中三代制冷剂主流 R32 在 2024 年一路上涨。总体来看，一方面 2024 年执行三代制冷剂配额制生产后，三代制冷剂产量受到一定约束，另一方面，2024 年下游家用空调产量大增，2024 年 1-9 月国内家用空调产量合计为 1.52 亿台，同比+12.9%。家用空调产量大幅增长，一方面与国内家电“以旧换新”政策催化有关，另一方面，亚非拉地区的空调出口增速表现亮眼。回顾 2024 年，制冷剂行情与制冷剂配额政策较为相关。由于下游需求大幅增长，上半年三代制冷剂配额使用节奏过快，导致下半年配额不够用。因此生态环境部门在 8 月增发三代制冷剂 R32 内用配额 3.5 万吨。彼时市场担心配额用不完，但随后随着价格上涨，市场担忧情绪消除。9 月份，生态环境部下发 2025 年制冷剂配额方案，靴子落地后市场更加相信配额方案“大稳小动”的原则，配合外贸小旺季，市场价格进一步上涨。展望 2025 年，从配额政策来看，2025 年配额总体比 2024 年增加 1 万吨，而需求端一方面有出口量有望持续增长的推动，另一方面，国内二代制冷剂削减将继续推动空调以旧换新，三代制冷剂供需有望继续改善。二代制冷剂由于配额削减的硬缺口，价格有望继续上涨。此外，2024 年萤石行业事故频发，后续安监有望加严，2025 年萤石价格有望坚挺，进而带动产业链价格上涨。

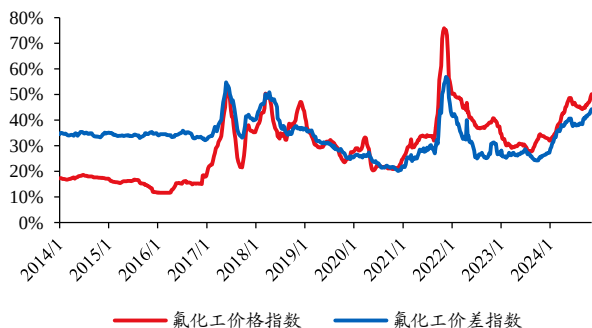
相关公司：

1、巨化股份（600160.SH）：公司为国内制冷剂全产业链布局龙头企业。公司于二代、三代制冷剂领域具备较强竞争力，并拥有 PVDF、PVDC、PTFE 等氟橡塑成熟产能，未来将有 R32、PVDC、PTFE 等在建产能继续释放。公司与国家大基金合资中巨芯公司专注于湿电子化学品及电子特气的研发生产，为国内领先的电子化学品生产企业。公司在三代制冷剂发力较多，预计随着三代制冷剂配额落地，公司有望占据最大配额份额。公司 2024 年前三季度实现营收 179.06 亿元，同比+11.83%；归母净利润为 12.58 亿元，同比+68.40%。

2、东岳集团（0189.HK）：公司为氟化工龙头，拥有 HF-制冷剂-含 F 高分子材料一体化产业链。公司目前拥有 1 万吨 PVDF 产能，其中锂电用 PVDF 产能约有 3000 吨。在锂电级 PVDF 方面，国内企业技术虽落后于海外企业，但国内企业掌握原材料 R142b 的生产，且产能扩张速度高于海外企业。在下游锂电池需求高速增长的背景下，国内 PVDF 企业有望先于海外公司占领缺口市场。公司是国内 PVDF 企业中较早介入锂电级 PVDF 领域的企业之一，在客户认证方面领先同业。

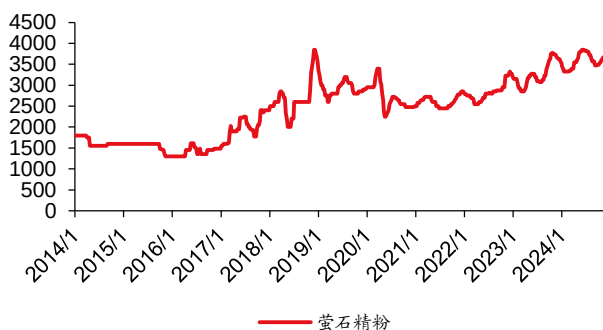
3、永和股份（605020.SH）：由于不具备上游氯化物的布局，2022 年公司三代制冷剂处于亏损状态，2023 年有望实现制冷剂利润修复，目前公司拥有 18 万吨制冷剂产能。此外，公司在高端含氟高分子领域加速发展，随着新能源的快速放量，含氟高分子板块将赋予较大成长性。公司 2024 年前三季度实现营收 33.79 亿元，同比+4.64%；归母净利润 1.46 亿元，同比-9.63%。

图表 115 本周氟化工板块价格分位数 50%，价差分位数 44%



资料来源：Wind，华创证券

图表 117 本周萤石价格上涨（元/吨）



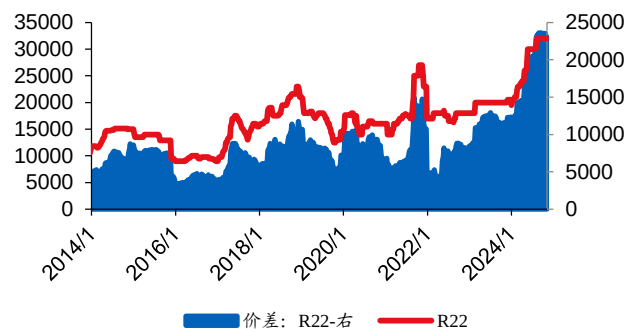
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 116 本周氟化工板块库存天数分位数 37%，开工率指数 44%



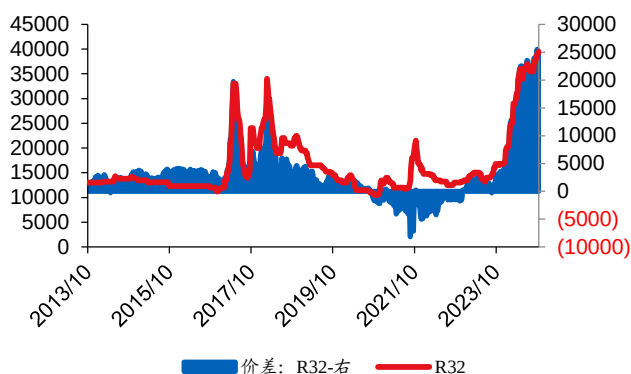
资料来源：Wind，华创证券

图表 118 本周 R22 价格不变（元/吨）



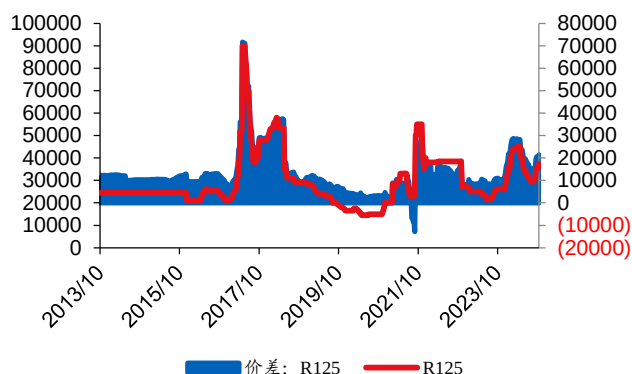
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 119 本周 R32 价格上涨（元/吨）



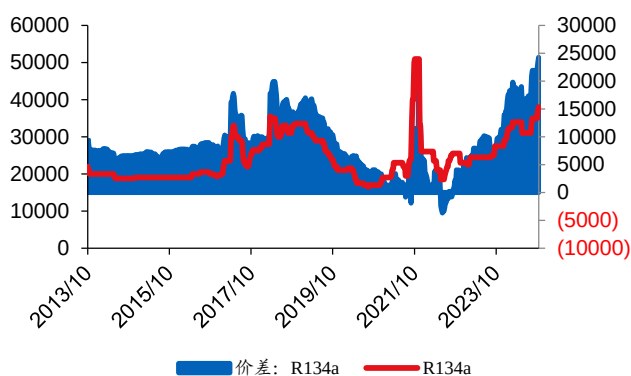
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 120 本周 R125 价格上涨（元/吨）



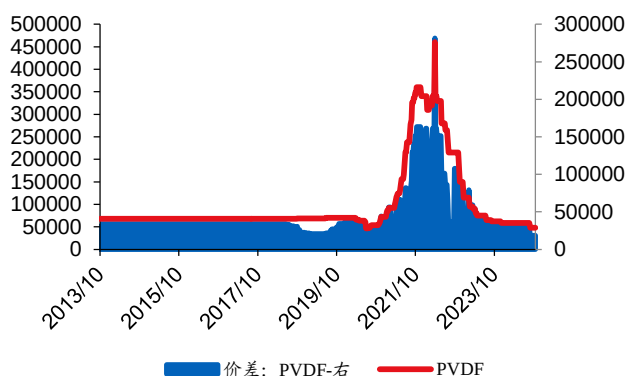
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 121 本周 R134a 价格上涨（元/吨）



资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 122 本周 PVDF 价格不变（元/吨）



资料来源：百川盈孚，华创证券

（十二）行业追踪—硅化工：本周有机硅价格下跌

工业硅新增产能投产持续延期，有机硅底部盘亘有望迎来反弹。自 2021 年以来，工业硅行业新增产能仅限于硅料企业，但 2021 年之后工业硅价格一路下行，对于硅料企业而言，自产工业硅利润微薄，因此计划投产产能持续推迟。在行业无新增产能投放且下游硅料产能持续投产的情况下，工业硅供需格局持续优化。有机硅方面，有机硅价格及利润自 2022 年以来持续底部盘亘，2024 年来看，当前头部企业均无在 24-25 年扩产规划，后续供需有望优化。

本周金属硅市场价格持平。本周中国金属硅:441#报价为 1.20 万元/吨，周环比持平。成本端，本周金属硅生产成本平稳，石油焦、石墨电极价格弱势。炭电极价格小幅下移。下周开始西南地区电价将有明显上移，支撑硅价。预计下周金属硅生产成本增加。供给端，本周全国整体开炉数表现减少，减产主要体现在南方。本周西南主产区大幅减少开炉，且大多数集中在 31 日午后至夜间。据统计本周云南减少开炉 38 台，四川减少开炉 9 台。由于本周最后一天停炉，产量变化不大，减量将体现在下周。需求端，本周下游需求变化不大，下周消耗量或减少。枯水期在即，南方多晶硅企业陆续开展减产计划，对金属硅消耗将减少；有机硅市场价格疲软，虽有采购但价格较低；冬季环保等因素将对部分河南、山东地区铝棒生产企业带来一定影响，预计下周铝棒产量减少。

本周金属硅市场价格持平。本周中国金属硅:441#报价为 1.21 万元/吨，周环比持平。成本端，本周金属硅生产成本增加，石油焦、电极价格弱势。西南地区电价明显上移，云南

地区基本上调至 0.47 元/千瓦时以上，四川地区电价在 0.43-0.5 元/千瓦时。预计下周金属硅生产成本保持高位。供给端，本周全国整体开炉数表现减少，减产主要体现在南方。本周西南主产地区继续减少开炉约 8 台。叠加上周最后一个统计日大幅停工表现，本周产量减少显著。需求端，本周下游需求减少，下周消耗量或继续减少。南方多晶硅企业开工下降，对金属硅消耗将减少；有机硅市场处于行业淡季，虽有采购但价格较低；贵州、河南、山东地区产量下降；预计下周铝棒产量减少。

本周有机硅 DMC 市场价格下跌。本周有机硅 DMC 市场均价 1.29 万元/吨，周环比-1.5%。成本端，金属硅价格企稳，甲醇小幅上涨。供应端，本周国内总体开工率在 79%左右，鲁西化工等多家企业维持降负生产状态，中天化工预计本月中下旬开车。需求端，下游企业维稳运行，以刚需补货为主。

本周三氯氢硅市场价格不变。本周普通级三氯氢硅报价为 3500 元/吨，周环比持平。成本端，金属硅现货市场价格企稳，国内液氯价格小幅上涨。供应端，目前三氯氢硅开工率仍在较低水平。根据百川盈孚统计的 16 家企业中，整体开工水平在 20%。需求端，本周多晶硅市场价格持稳，成交缓慢，临近月底，本周各厂家多晶硅成交依旧较少，绝大多数企业未完成本月订单；硅烷企业按需采购，以消耗前期订单为主。

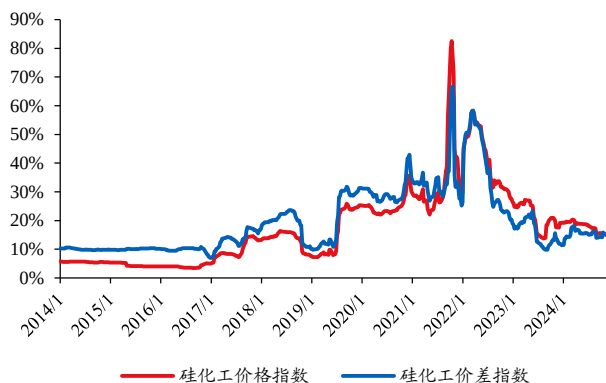
展望 2025 年：2024 年工业硅价格总体一路下跌但跌幅不大，当前价格较年初下降 23%。一方面是硅煤、石油焦等原料下跌导致的成本下行，另一方面，下游有机硅受地产影响对工业硅需求有一定拖累，其中前者影响相对更多，龙头合盛硅业目前工业硅单吨成本已优化至 9000 元/吨左右。截至目前，工业硅价格分位数为 3%，价差分位数为 1%，价格价差已经触底，展望 2025 年，由于工业硅是高能耗低产值的品种，如果供给侧有一定的优化政策推动，价格有望迎来弹性。有机硅方面，当前价格较年初跌 9%，年内来看，有机硅分别在 1 月初、3 月初、9 月初迎来小幅上涨，但涨价周期持续相对较短。在有机硅的消费结构中，约 40%为建筑建材，36%为电子电器，16%为加工制造业，14%为纺织业。建筑行业总体占有有机硅消费大头，而且主要和竣工端较为挂钩，因此 2024 年需求总体低迷。截至目前，有机硅价格分位数 0%，价差分位数为 3%，价格价差已触底。展望 2025 年来看，地产修复预期下，有机硅价格价差有望修复。

相关公司：

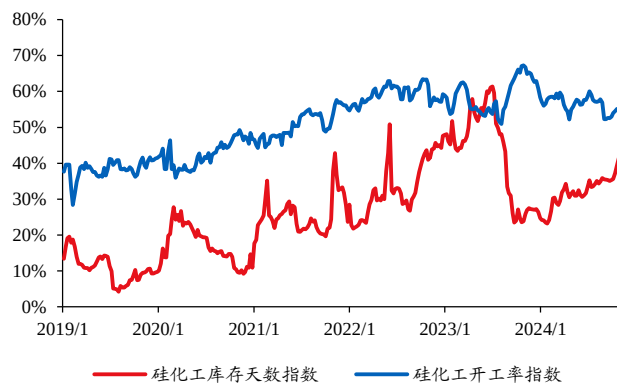
1、合盛硅业（603260.SH）：公司是国内硅基新材料领域龙头，工业硅产能 119 万吨，全球第一。未来工业硅下游多晶硅需求将在光伏行业驱动下确定性增长，而在“碳中和”政策背景下，工业硅行业将进一步向龙头合盛集中，行业景气度有望迎来持续改善，中长期坚定看好。此外，公司云南昭通 80 万吨工业硅+80 万吨有机硅项目有望再造一个合盛。项目将分两期进行，其中 1 期 40 万吨工业硅有望在 2023 年中投产。公司在云南扩张成功将大幅扩大公司市场份额和行业话语权，龙头地位将进一步稳固。公司 2024 年前三季度实现营收 203.71 亿元，同比+2.44%，实现归母净利润 14.54 亿元，同比-33.42%。

2、新安股份（600596.SH）：公司主营业务包括以草甘膦为主的作物保护和有机硅材料两大核心产业。其中公司围绕有机硅单体合成，完善从硅矿冶炼、硅粉加工、单体合成到下游制品的完整有机硅产业链。公司目前有机硅产能 50 万吨，形成硅橡胶、硅油、硅树脂、硅烷偶联剂四大系列产品，业绩弹性较大。公司 2024 年前三季度实现营收 118.28 亿元，同比-3.76%，实现归母净利润 1.37 亿元，同比-22.18%。

图表 123 本周硅化工板块价格分位数 15%，价差分位数 15%



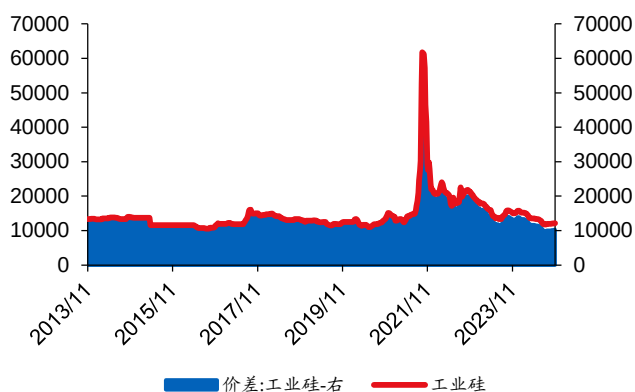
图表 124 本周硅化工库存天数分位数 46%，开工率指数 55%



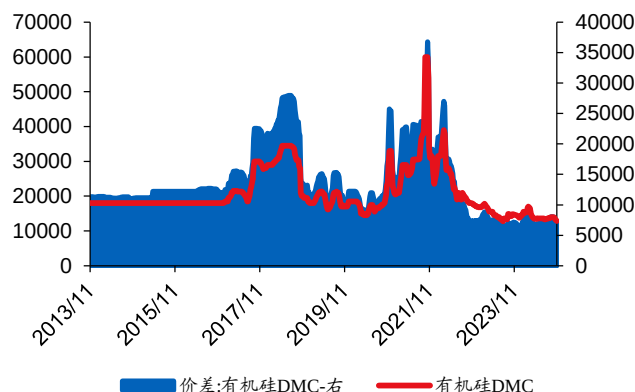
资料来源：Wind、华创证券

资料来源：Wind、华创证券

图表 125 本周金属硅价格不变（元/吨）



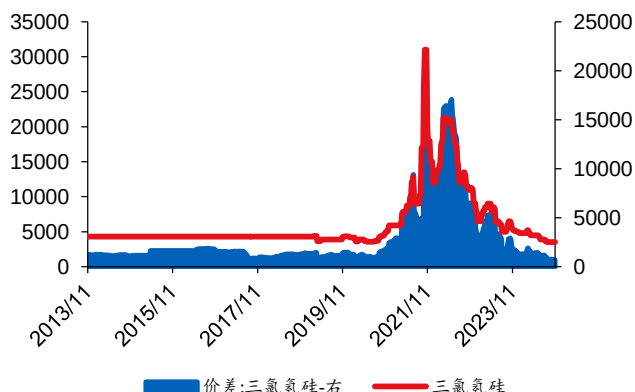
图表 126 本周有机硅DMC价格下跌（元/吨）



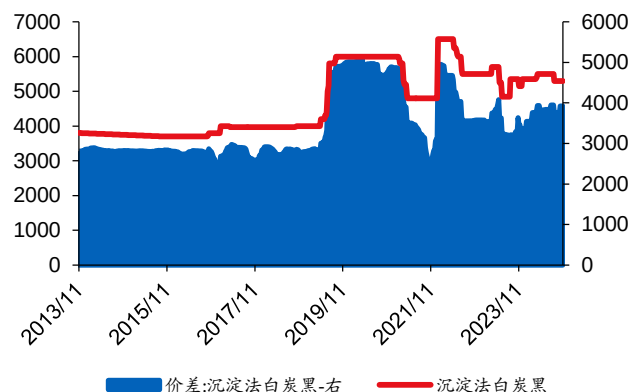
资料来源：Wind、华创证券

资料来源：百川盈孚、华创证券

图表 127 本周普通级三氯氢硅价格不变（元/吨）



图表 128 本周沉淀法白炭黑价格不变（元/吨）



资料来源：Wind、华创证券

资料来源：Wind、华创证券

（十三）行业跟踪—改性塑料：本周市场平稳运行

本周 **BOPP 膜价格环比持平**。本周国内市场 BOPP-18 μ 光膜均价 9400 元/吨，周环比持平。**成本方面**：周内原油价格小幅整理，聚丙烯粒料市场偏弱整理，原料支撑不足。**供给方面**：现阶段所属膜企产量变动不大，周内产量波动有限。产量较上周上涨 0.15%，场内现货供应充裕。本周国内 BOPP 开工负荷率预计在 60.75%。现阶段 BOPP 市场内排产周期多在 1-2 周左右，较上周同期变动不大。**需求方面**：需求表现平平。

本周 **PBAT 价格环比持平**。本周 PBAT 华东市场报价均值 1.04 万元/吨，周环比持平。**原料方面**：本周原料价格上涨。主要原料 BDO 价格周环比+2.22%，PTA 价格周环比+0.16%，己二酸价格周环比-1.94%。**供需方面**：PBAT 工厂开工负荷维持在低位水平，但需求欠佳，企业多出货较少，场内货源相对宽松；终端下游始终表现一般，业者刚需采买，需求端仍未有利好趋势。

展望 2025 年，需求侧，改性塑料需求有望持续扩张。家电和汽车是改性塑料下游重要的应用领域，一方面 2024 年以来我国多次出台家电以旧换新利好政策，此前家电下乡产品已进入集中更换期，政策发力有望刺激家电需求改善，同时国内地产政策密集出台叠加海外降息刺激地产复苏，家电作为地产链产品或将显著受益；另一方面，新能源车对改性塑料用量更高，新能源车迅速发展有望持续带动改性塑料需求扩张。供给侧，我国改性塑料行业格局较为分散，且高端市场由海外企业占据，随着国内企业研发实力及服务设计能力提升，国内企业有望持续提高市场份额及竞争力。

相关公司：

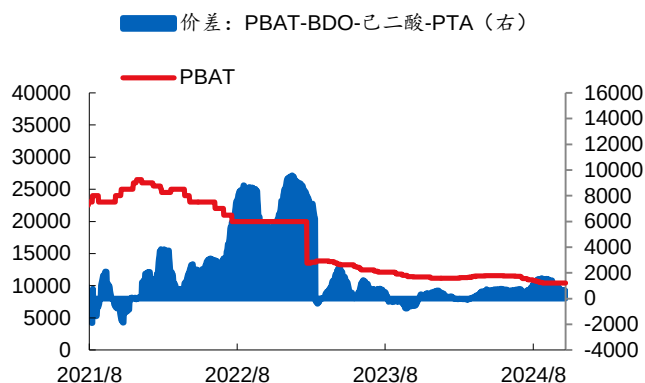
1、金发科技（600143.SH）：公司是改性塑料、可降解塑料、特种塑料龙头，截止 2023 年底，公司拥有改性塑料产能合计为 273.6 万吨、可降解塑料（PBAT/PBS/PLA 等）产能合计 21 万吨。公司自 1993 年开始从事改性塑料行业，随着家电、汽车行业“以塑代钢”、“以塑代木”趋势的推进，公司继续改性塑料产能建设，当前国内外在建产能 59.02 万吨。可降解塑料方面，公司早在 2001 年开始布局，目前掌握 PBAT、PLA、PBS 等多条路线及多种差异化系列产品。公司当前具备 21 万吨完全生物降解塑料产能，且正在建设 1 万吨生物基 BDO 产能。公司宁波金发、辽宁金发石化项目投产，打通丙烷-丙烯-聚丙烯树脂-改性聚丙烯和丙烷-丙烯-丙烯腈-ABS 树脂-改性 ABS 产业链，保障原料供应安全和品质稳定性。石化板块的运营效率和盈利情况是后续公司的重要关注点。公司 2023 年实现营收 479.4 亿元，同比+18.63%；实现归母净利润 3.17 亿元，同比-84.10%。2024H1 公司实现营收 233.47 亿元，同比+14.73%，实现归母净利润 3.8 亿元，同比-19.03%。

2、金丹科技（300829.SZ）：乳酸行业龙头，布局可降解塑料开启业绩上行通道。公司是国内最大的乳酸及其衍生品生产企业，主要利用现代生物技术大规模生产各种级别的乳酸、乳酸盐及乳酸酯类等，产品销往全球 90 多个国家和地区。公司目前具备年产 18.3 万吨乳酸及其衍生产品的生产能力，目前正在建设 7.5 万吨/年聚乳酸项目、6 万吨 PBAT 项目，完善产业链的一体化布局。公司 2023 年实现营业收入 14.18 亿元，同比-7.59%；实现归母净利润 0.85 亿元，同比-35.54%。2024H1 实现营业收入 7.37 亿元，同比+2.25%；实现归母净利润为 0.61 亿元，同比+17.30%。

3、国恩股份（002768.SZ）：公司以改性塑料起家，逐步拓展至高分子复合材料、体育草坪、光电材料、空心胶囊等领域。公司于 2021 年开始进军可降解塑料领域，已成功开发出包括 PLA、PBAT、PBS、热塑性淀粉塑料在内的多种生物可降解改性塑料。目前 5 万吨可降解塑料产能已经于 2021 年下半年投产，产品涵盖食品包装、吸管、购物袋、食品餐盒餐具、一次性纸巾、湿巾等多领域。公司 2023 年实现营业收入 174.39 亿元，同比

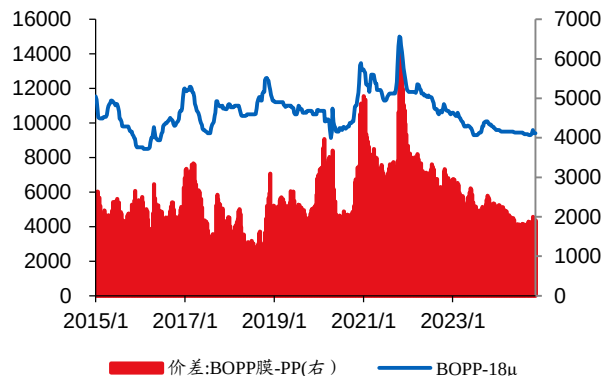
+30.08%；实现归母净利润 4.66 亿元，同比+8.23%。2024H1 实现营业收入 93.27 亿元，同比+17.58%；实现归母净利润为 2.75 亿元，同比+9.59%

图表 129 本周 PBAT 价格环比持平（元/吨）



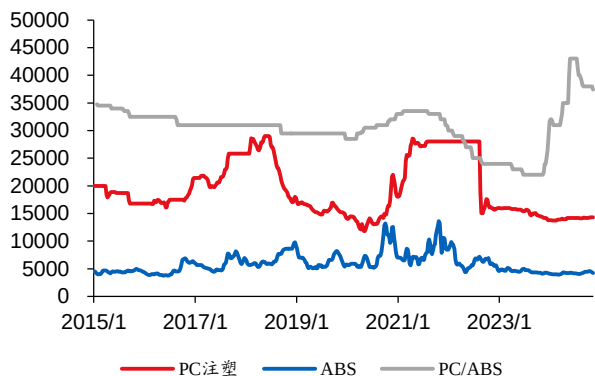
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 130 本周 BOPP-18μ 价格环比持平（元/吨）



资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 131 本周 PC/ABS 价格环比下滑（元/吨）



资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 132 本周 LDPE 价格环比提升（元/吨）



资料来源：百川盈孚，华创证券

（十四）行业追踪—食品及饲料添加剂：本周维生素 E 价格下跌

维生素：期待需求复苏，行业景气度有望反转。2021 年 9 月，国内有关“能耗双控”的政策密集出台，地方加强对于高耗能企业用电总量的限制。海外市场对国内政策高度敏感，加大对维生素的采购力度，此外，经销商、终端客户等也受此影响纷纷囤货，过量采购导致 2022 年维生素库存处于高位，行业面临去库存压力。在主动去库存过程中，国内生猪养殖周期下行及突然性事件导致维生素需求乏力，主要体现在：1）生猪养殖长期亏损导致的存栏量不断下滑；2）俄乌冲突导致海外需求下行；3）疫情导致国内需求不振。由于维生素有保质期的限制，行业企业去库存显得尤为迫切，再叠加上需求乏力，维生素价格一路下行。2023 年年初，维生素价格已进入历史绝对底部，目前下游生猪养殖正处于去库阶段，待养殖端去库完成，生猪养殖盈利将有所恢复。2024 年，生猪价格开始修复下游对价格的接受度在提升，帝斯曼近一年的停产和部分工厂的关闭使得部分产品供给边际收缩，加上库存的低位，行业挺价决心坚决，维生素价格有望修复。

甜味剂：健康消费理念下，减糖趋势明确。随着消费者消费能力的提升和对健康饮食的关注，无糖、低糖逐渐成为全球范围内饮食的新标准。为了抑制消费者过量摄入添加糖，已有多个国家开始征收“糖税”。甜味剂作为食品添加剂能够赋予食品甜味，而且不参与人体代谢循环，仅提供极少热量甚至是零热量，在满足消费者“食糖”需求的同时又契合

“低糖”的健康饮食理念，甜味剂逐渐取代传统蔗糖。人工代糖占据当前甜味剂市场的主导地位，“天然+人工”复配或成为未来主要趋势。甜味剂主要分为人工代糖、天然代糖和糖醇三大类。从相关指标对比来看，人工代糖具有低热量、高甜价比的优势，因此目前全球甜味剂消费结构中仍以人工代糖为主，2020 年全球甜味剂消费结构中 70.59%是人工代糖。人工代糖目前虽然已经推出 5-6 代，其对人体健康的影响目前仍存在争议。“天然代糖/糖醇+人工代糖”复配模式成为当前主流饮料企业的选择，叠加天然代糖与糖醇的相对甜度较低，因此添加比例大，从而导致天然代糖的消费占比逐年提升。

本周，维生素 A、E 价格环比下跌、上涨。本周，维生素 A 价格为 146.50 元/千克，环比-12.28%，同比+102.07%，维生素 E 价格为 140.20 元/千克，环比+7.35%，同比+124.68%。本周部分维生素厂家报价上调，新和成对国内饲料级 VA500 的价格提高 30%，花园生物饲料级维生素 D3（50 万 IU/g）国内报价人民币 400 元/公斤，部分厂家搭配销售，限量签单，市场价格跟随趋强调整，烟酰胺和泛酸钙市场成交清淡，价格窄幅趋弱。

本周，蛋氨酸价格环比持平。据博亚和讯数据，本周，蛋氨酸市场均价 19.95 元/千克，环比持平。供给端：国内固体蛋氨酸工厂稳定开机，供应宽松，接单情况一般。需求端：经销商市场成交价格下行，各品牌货源成交价格低位，实际成交情况较差，补货心态谨慎。

本周，三氯蔗糖价格环比持平。本周，三氯蔗糖价格 22.20 万元/吨，环比+5.71%。供给方面，9 月份停车的装置均已经恢复，但短期内产出一一般，厂家库存偏少，贸易商货源充裕。需求方面，涨价前市场成交一般，刚需采购为主，目前由于继续追高的动力仍存，预计下游提前备货操作会增加，出口面向好。库存方面，本周，三氯蔗糖库存 187 吨，环比-1.06%。

本周，安赛蜜价格环比持平。本周，安赛蜜价格 3.80 万/吨，环比持平。供应方面，江苏两家企业开工负荷均不高，安徽大厂维持满产，整体供应较为宽松。需求方面，下游方面备货积极性一般，货源流通相对滞缓。库存方面，本周，安赛蜜库存 628 吨，环比-0.16%。

本周，麦芽酚价格环比下跌。本周，甲基、乙基麦芽酚价格分别为 10.16、8.16 万/吨，环比-0.39%、-0.49%。供应方面，生产企业由于前期停车，目前库存一般，贸易商存有出货压力，降库需求明显。需求方面，贸易商货源较为宽松，中间商走货意向偏高，下游对高价接受能力一般。库存方面，本周，麦芽酚库存 192 吨，环比+7.87%。

展望 2025 年，对于维生素，2025 年，欧洲维生素产能仍处于变动之年，巴斯夫维生素 A、维生素 E 装置分别于 2025 年 4 月、7 月复产，上述两种产品在巴斯夫复产前仍处于紧缺状态，价格将继续维持高价区间；帝斯曼动物营养板块的剥离将于 2025 年落地，剥离前其挺价的动力充分，确定剥离方后，股权转让有概率对公司管理层产生影响，经营方面存在一定风险。从 2025 年来看，下游亏损和库存积累的问题已经解决，价格则主要由供给端所决定，25H1 巴斯夫逐步开启复产，25H2 帝斯曼将进行正式的资产交割，因此明年上半年维生素价格仍将高位运行，下半年则需看帝斯曼资产的交割情况。**对于甜味剂**，降糖趋势下需求仍将保持高位运行，由于品种的不同，各产品的价格趋势将有所不同。**1) 三氯蔗糖**，2024 年下半年，三氯蔗糖价格在供给端的集体检修+挺价下强势反弹，鉴于麦芽酚行业玩家在 2024 年保持了长期的默契，三氯蔗糖行业玩家的默契度在提升，食品添加剂玩家有杜绝恶价格战的迹象，预计 2025 年三氯蔗糖产品价格有望高位维持。**2) 安赛蜜**，新进入者的产能开工仍处于低位，产品价格或保持低位震荡。**3) 阿洛酮糖**，产品在粮价下跌时有所回落，2025 年的关键仍在审批的落地与否，若审批落地产品或迎需求爆发带来的价格短期大幅上行。**4) 木糖醇**，2024 年华康股份宣布收购豫鑫糖醇，收购完成后，行业集中度将进一步提升，产品价格有望抬升。

相关公司：

1、新和成（002001.SZ）：公司为国内维生素龙头，拥有 VA（50 万 IU）产能 10000 吨、VE 油产能 20000 吨，可充分受益于 VA、VE 价格上涨；公司拥有蛋氨酸产能 30 万吨/年，同时公司在香精香料、PPA 材料、HA 板块、生物发酵产品、医药中间体等板块均有完善布局。公司在建将于未来三年逐步释放，未来成长性较强。

2、花园生物（300401.SZ）：花园生物是全球销量领先的 VD3 生产企业，拥有 VD3 产能 3600 吨。此外，公司是除帝斯曼外唯一能够规模化生产 25-羟基 VD3 产品的企业，且生产工艺与荷兰帝斯曼的生物发酵法相比，具有较大的竞争优势，目前公司 25-羟基 VD3 产品的设计产能为年产 100 吨（粉），金西科技园将扩产至年产 1200 吨（粉）。公司可转债包含骨化醇类原料药项目、骨化醇类制剂项目、年产 6000 吨 VA 粉和 20000 吨 VE 粉项目、年产 5000 吨 VB6 项目、年产 200 吨生物素项目和高端仿制药品研发等具体项目。项目储备丰富，长期成长动力充足。

3、浙江医药（600216.SH）：浙江医药是我国重要的原料药和制剂生产企业，是国家维生素重要的生产基地，维生素和类维生素产品涵盖合成 VE、VA、天然 VE、维生素 H(++生物素)、VD3、辅酶 Q10、β-胡萝卜素、斑蝥黄素、叶黄素和番茄红素，其中 VA（50 万 IU）产能 5000 吨、VE 油产能 20000 吨。

4、天新药业（603235.SH）：天新药业是全球领先的维生素生产厂商，在 VB6、VB1 和叶酸领域已占据了全球领先的行业地位，拥有 VB6 产能 6500 吨、VB1 产能 7000 吨、叶酸（折纯）产能 1000 吨、生物素产能 90 吨、VD3（折纯）产能 45 吨。公司正在有序推进年初 300 吨维生素 H 技改项目。此外，公司募投项目规划 VA（折纯）产能 1000 吨、VB5 产能 7000 吨和 25-羟基 VD3（折纯）产能 6 吨，预计在未来 5 年陆续投产，长期成长性较强。

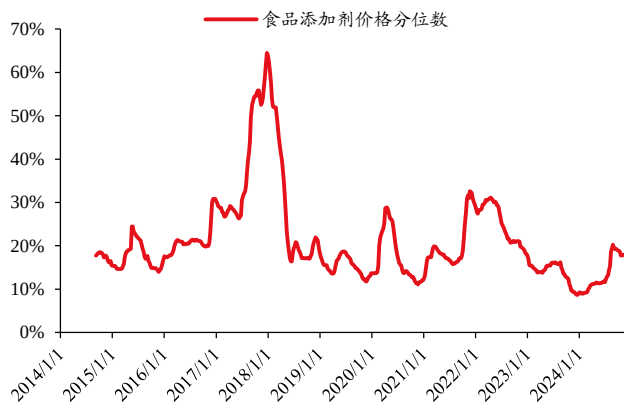
5、金禾实业（002597.SZ）：公司前身是来安县化肥厂，成立于 1974 年，2006 年以后进入食品添加剂行业，目前安赛蜜、三氯蔗糖和甲乙基麦芽酚均为全球龙头，规模效应显著。公司目前三氯蔗糖、安赛蜜和麦芽酚产能处于行业绝对领先地位。在消费升级背景下，减糖趋势驱动代糖市场容量持续扩容，第四、五代代糖对蔗糖和前三代代糖形成替代。需求端方面，代糖概念爆火催生甜味剂需求增长，金禾实业是国内唯一一家同时拥有安赛蜜和三氯蔗糖并实现稳定量产的生产企业，充分受益行业高景气度，对食用蔗糖和前三代代糖形成替代。供给端方面，金禾实业凭借成熟技术和一体化产业链大规模扩产，提升市场占有率，降低生产成本，促使公司产品维持高毛利率水平，盈利能力优异。

6、三元生物（301206.SZ）：公司成立于 2007 年，是国内较早开始工业化生产赤藓糖醇的企业，自成立以来专注深耕赤藓糖醇产品十余年，先后攻克菌种选育、配方优化、发酵控制、结晶提取等多个环节的工艺难题，逐步发展成为世界赤藓糖醇行业内产能最大、产销量最多、产品质量领先的龙头企业。公司是国内赤藓糖醇龙头，海外客户包括莎罗雅、Hhoya B.V、美国 TIH、ADM 等知名品牌，近年来随着国内代糖理念盛行，代糖饮料蓬勃发展，公司国内业务占比逐年提升，下游客户包括元气森林、农夫山泉等知名品牌。

7、华康股份（605077.SH）：浙江华康药业股份公司成立于 1962 年，专注于功能性糖醇领域近 40 年，目前主要从事木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、果葡糖浆等多种功能性糖醇、淀粉糖产品研发、生产、销售的高新技术企业。公司在功能性糖醇行业内拥有良好口碑，已与玛氏箭牌、亿滋、不凡帝、费列罗、好时、好丽友、可口可乐、百事可乐、康师傅、农夫山泉、娃哈哈、蒙牛等国内外知名食品饮料行业企业建立良好的长期合作关系，产

品销往国内市场及欧洲、美洲、亚洲等全球主要国家和地区。目前已发展成为全球主要的木糖醇和晶体山梨糖醇生产企业之一。

图表 133 本周食品及饲料添加剂价格分位数 18%



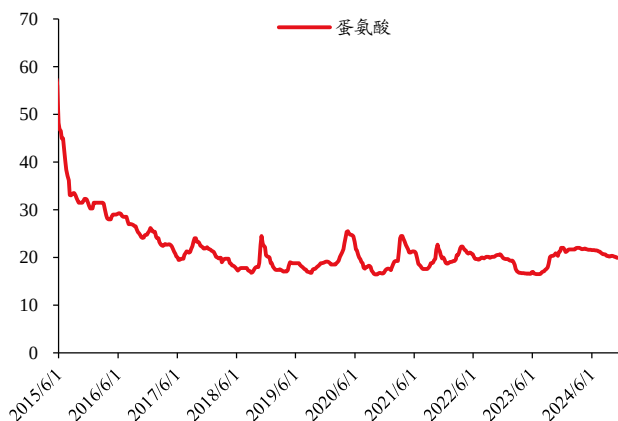
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 134 本周食品及饲料添加剂库存分位数 26%



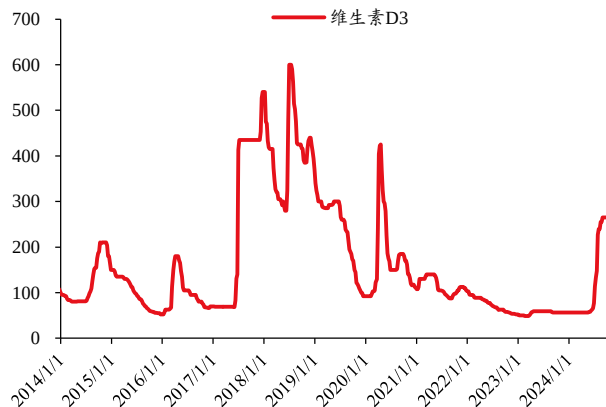
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 135 蛋氨酸本周价格环比持平（元/千克）



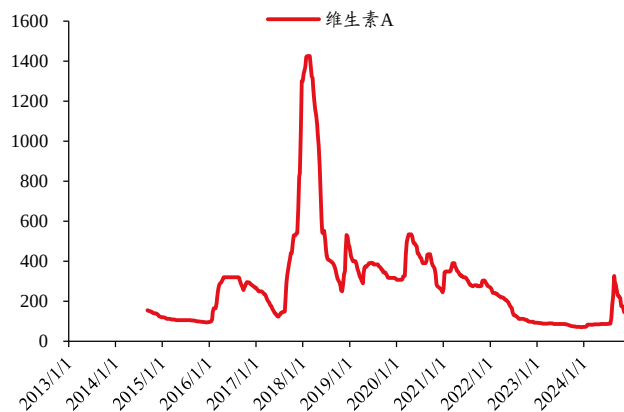
资料来源：博亚和讯，华创证券

图表 136 VD₃本周价格环比上涨（元/千克）



资料来源：博亚和讯，华创证券

图表 137 VA 本周价格环比下跌（元/千克）



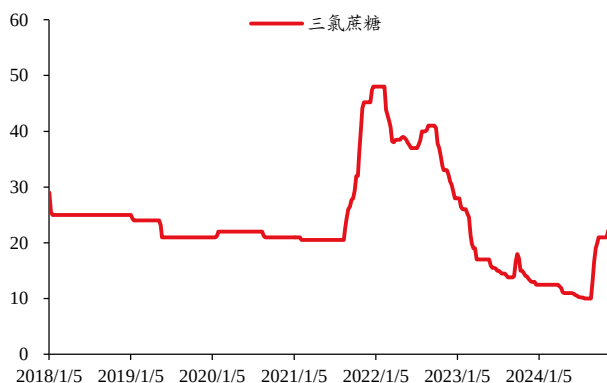
资料来源：博亚和讯，华创证券

图表 138 VE 本周价格环比上涨（元/千克）



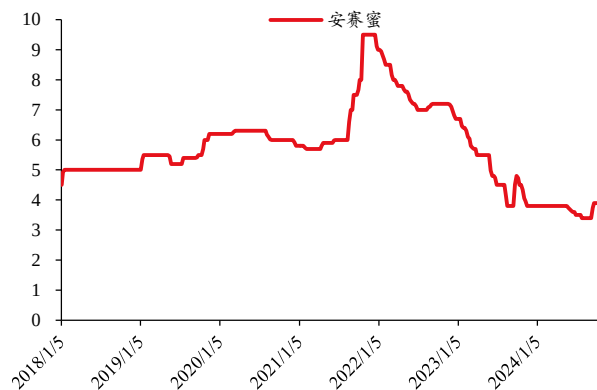
资料来源：博亚和讯，华创证券

图表 139 本周三氯蔗糖价格环比上涨（万元/吨）



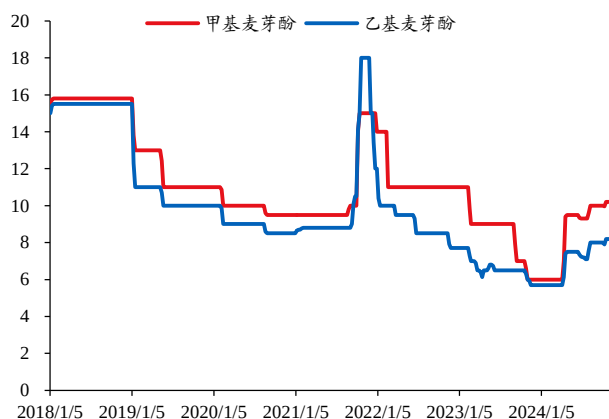
资料来源：百川资讯、华创证券

图表 140 本周安赛蜜价格环比持平（万元/吨）



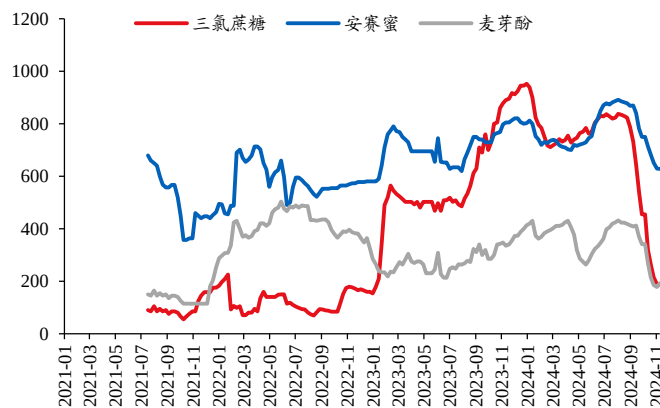
资料来源：百川资讯、华创证券

图表 141 本周麦芽酚价格环比下跌（万元/吨）



资料来源：百川资讯、华创证券

图表 142 本周三氯蔗糖库存环比下跌（吨）

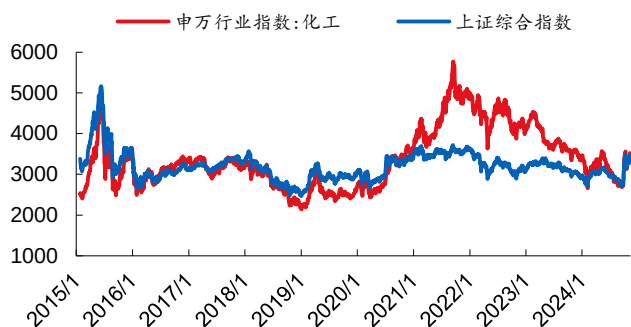


资料来源：百川资讯、华创证券

四、交易数据

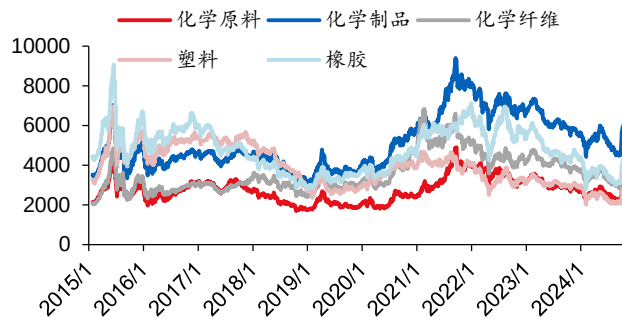
本周（11月4日-11月10日），申万化工行业指数上涨5.6%，跑赢同期上证综合指数5.5%。申万化工各二级子行业全部上涨，其中SW化学原料上涨3.9%，SW化学制品上涨6.3%，SW化学纤维上涨4.2%，SW塑料上涨6.3%，SW橡胶上涨9.7%。

图表 143 本周申万化工指数上涨



资料来源：Wind、华创证券

图表 144 本周申万化工二级子行业全部上涨



资料来源：Wind、华创证券

本周个股涨幅居前的公司为蓝丰生化、道氏技术、横河模具、百傲化学、黑猫股份；跌幅居前的个股为青岛金王、恒天海龙、至正股份、华软科技、亚士创能；本周换手率居前的个股为青岛金王、强力新材、天晟新材、瑞丰高材、阳谷华泰。

图表 145 本周涨跌幅居前的个股

涨幅排序	代码	股票名称	周涨跌幅	跌幅排序	代码	股票名称	周涨跌幅
1	002513.SZ	蓝丰生化	39.37%	1	002094.SZ	青岛金王	-20.52%
2	300409.SZ	道氏技术	32.85%	2	000677.SZ	恒天海龙	-13.73%
3	300539.SZ	横河模具	28.95%	3	603991.SH	至正股份	-9.43%
4	603360.SH	百傲化学	27.12%	4	002453.SZ	华软科技	-5.89%
5	002068.SZ	黑猫股份	26.67%	5	603378.SH	亚士创能	-4.56%

资料来源：Wind，华创证券

图表 146 本周换手率偏离较大的个股

序号	代码	股票名称	周换手率	过去半年平均换手率	换手率变化幅度
1	002094.SZ	青岛金王	32.19%	6.78%	25.40%
2	300429.SZ	强力新材	29.37%	10.70%	18.66%
3	300169.SZ	天晟新材	28.12%	13.69%	14.43%
4	300243.SZ	瑞丰高材	23.24%	7.27%	15.97%
5	300121.SZ	阳谷华泰	22.48%	2.81%	19.67%
6	000737.SZ	*ST 南风	19.65%	10.12%	9.53%
7	300576.SZ	容大感光	19.38%	10.74%	8.64%
8	300107.SZ	建新股份	18.97%	15.58%	3.38%
9	300539.SZ	横河模具	18.49%	3.24%	15.25%
10	002513.SZ	蓝丰生化	17.52%	4.27%	13.25%

资料来源：Wind，华创证券

图表 147 各行业产品价格价差一览

产品	价差类别	产品价格公式	单位	本周价差	上周价差	上月价差	上季价差	去年同期	近一周	近一月	近一季	年同比
钛白粉行业												
钛白粉	钛白粉-钛精矿-硫酸	钛白粉-2.3*钛精矿-4*硫酸	元/吨	7902	8042	8122	8556	10637	-1.7%	-2.7%	-7.6%	-25.7%
化纤												
PET	PET-PTA-MEG	PET-0.855*PTA-0.335*MEG	元/吨	575	531	655	671	670	8.3%	-18.9%	-2.3%	0.1%
涤纶短纤	涤纶短纤-PTA-MEG	涤纶短纤-0.855*PTA-0.335*MEG	元/吨	1396	1396	1143	1408	1034	-6.9%	31.3%	-18.8%	36.2%
涤纶POY现金流	涤纶POY-PTA-MEG	涤纶POY-0.855*PTA-0.335*MEG-1250	元/吨	(9)	100	138	(42)	(286)	-108.8%	-27.2%	425.7%	85.2%
涤纶FDY现金流	涤纶FDY-PTA-MEG	涤纶FDY-0.855*PTA-0.335*MEG-1750	元/吨	93	130	63	93	(186)	-28.4%	108.0%	-32.5%	149.8%
涤纶DTY现金流	涤纶DTY-PTA-MEG	涤纶DTY-0.855*PTA-0.335*MEG-2250	元/吨	681	715	688	483	64	-4.8%	4.0%	42.4%	656.1%
PA6	PA6-己内酰胺	PA6-己内酰胺	元/吨	2010	2080	2210	1550	2100	-3.4%	-5.9%	42.6%	-26.2%
PA66	PA66-己二胺	PA66-0.65*己二胺	元/吨	13057	12869	12800	14278	15624	1.5%	0.5%	-10.4%	-8.6%
粘胶短纤	粘胶短纤-溶解浆-烧碱	粘胶短纤-1.03*溶解浆-0.6*32%烧碱/0.32	元/吨	3711	3711	3614	3525	3433	0.0%	2.7%	2.5%	2.7%
粘胶长丝	粘胶长丝-棉短绒-烧碱	粘胶长丝-1.4*棉短绒-0.6*32%烧碱/0.32	元/吨	34294	34263	36589	36401	34616	0.1%	-6.4%	0.5%	5.2%
氨纶	氨纶-PTMEG-纯MDI	氨纶-0.8*PTMEG-0.2*纯MDI	元/吨	10953	11020	11483	11386	10380	-0.6%	-4.0%	0.9%	9.7%
腈纶短纤	腈纶短纤-丙烯腈	腈纶短纤-0.93*丙烯腈	元/吨	6111	6179	6449	6214	4947	-1.1%	-4.2%	3.8%	25.6%
电石法PVA	PVA-电石-醋酸	PVA-1.86*（1.1*电石+0.71*醋酸）-0.085*醋酸	元/吨	1892	1715	1342	2489	79	10.3%	27.8%	-46.1%	3031.6%
乙炔法PVA	PVA-电石-醋酸	PVA-1.86*（0.42*乙炔+0.71*醋酸）-0.085*醋酸	元/吨	2867	2748	2454	3180	1348	4.3%	12.0%	-22.8%	135.8%
聚氨酯												
聚合MDI价差	聚合MDI-苯胺-甲苯-液氨	聚合MDI-0.78*苯胺-0.2*甲苯-0.3*液氨	元/吨	10318	10381	9410	8362	5507	-0.6%	10.3%	12.5%	51.9%
纯MDI价差	纯MDI-苯胺-甲苯-液氨	纯MDI-0.78*苯胺-0.2*甲苯-0.3*液氨	元/吨	10796	10574	9239	10270	11685	2.1%	14.4%	-10.0%	-12.1%
TDI价差	TDI-甲苯-液氨	TDI-0.62*甲苯-1.1*液氨	元/吨	7554	7661	7380	7732	10352	-1.4%	3.8%	-4.5%	-23.3%
硬泡聚醚价差	硬泡聚醚-环氧丙烷	硬泡聚醚-0.7*环氧丙烷	元/吨	523	599	756	716	854	-12.7%	-20.8%	5.5%	-16.1%
软泡聚醚价差	软泡聚醚-环氧丙烷	软泡聚醚-0.75*环氧丙烷	元/吨	368	444	516	281	704	-17.3%	-14.0%	83.4%	-60.0%
环氧乙烷价差	环氧乙烷-乙烯	环氧乙烷-0.73*乙烯+汇率	元/吨	2557	2611	2586	2374	2073	-2.1%	1.0%	8.9%	14.5%
环氧丙烷价差	环氧丙烷-丙烯	环氧丙烷-0.85*丙烯	元/吨	3033	2907	2853	3086	3234	4.3%	1.9%	-7.6%	-4.6%
TPU价差	TPU-聚合MDI-己二胺	TPU-0.31*聚合MDI-0.58*己二胺	元/吨	3878	3843	4107	4292	2994	0.9%	-6.4%	-4.3%	43.4%
PTMEG价差	PTMEG-BDO	PTMEG-1.36*BDO	元/吨	1950	2154	3708	1814	6540	-9.5%	-41.9%	104.4%	-72.3%
BDO价差	BDO-电石-甲苯	BDO-1.2*电石-2*甲苯	元/吨	2913	2751	1564	3095	3776	5.9%	75.9%	-49.5%	-18.0%
石化												
石脑油价差	石脑油-原油	石脑油-原油*7.33	美元/吨	143	156	146	115	68	-8.9%	6.8%	27.9%	67.5%
汽油价差	汽油-原油	汽油-原油*7.33+汇率	元/吨	3519	3693	3738	4725	4265	-4.7%	-1.2%	-20.9%	10.8%
柴油价差	柴油-原油	柴油-原油*7.33+汇率	元/吨	3042	3215	2837	3312	3518	-5.4%	13.3%	-14.3%	-5.9%
PX价差	PX-石脑油	PX-石脑油	美元/吨	143	153	185	297	348	-6.5%	-17.6%	-37.7%	-14.5%
PTA价差	PTA-PX	PTA-0.66*PX+汇率	元/吨	1029	1015	1087	1049	1129	1.4%	-6.6%	3.7%	-7.1%
乙苯-石脑油价差	乙苯-石脑油	乙苯-石脑油	美元/吨	187	186	139	205	229	0.5%	33.4%	-32.1%	-10.5%
乙烷-乙烯价差	乙烷-乙烯	乙烷-1.3*（7.45*乙烯+200）+汇率	元/吨	2989	2847	2563	3409	2709	5.0%	11.1%	-24.8%	25.9%
PDH价差	丙烯-丙烷	丙烯-1.2*丙烷+汇率	元/吨	1486	1423	960	1499	965	4.4%	48.3%	-36.0%	55.3%
HDPE-乙烯价差	HDPE-乙烯	HDPE-乙烯	元/吨	2253	2339	2442	2230	2108	-3.7%	-4.2%	9.5%	5.8%
LLDPE-乙烯价差	LLDPE-乙烯	LLDPE-乙烯	元/吨	1015	1013	1278	861	355	0.1%	-20.7%	48.4%	142.7%
醋酸乙酯价差	醋酸乙酯-醋酸-乙醇	醋酸乙酯-0.42*醋酸-0.71*乙醇	元/吨	1058	1120	1153	646	1127	-5.5%	-2.9%	76.6%	-42.7%
EVA价差	EVA-醋酸乙酯-乙醇	EVA-0.28*醋酸乙酯-0.72*乙醇	元/吨	4287	4321	3863	3773	6018	-0.8%	11.9%	2.4%	-37.3%
聚丙烯价差	PP-丙烯	PP-丙烯	元/吨	800	810	990	710	550	-1.2%	-18.2%	39.4%	29.1%
丙烯腈价差	丙烯腈-丙烯-液氨	丙烯腈-1.05*丙烯-0.5*液氨	元/吨	211	168	-33	-245	357	26.0%	60.6%	86.5%	-168.7%
丙烯酸价差	丙烯酸-丙烯	丙烯酸-0.72*丙烯	元/吨	2196	2210	2261	2131	740	-0.7%	-2.2%	6.1%	188.0%
丙烯酸丁酯价差	丙烯酸丁酯-丙烯酸-正丁醇	丙烯酸丁酯-0.6*丙烯酸-0.6*正丁醇	元/吨	646	850	749	682	556	-24.0%	-13.4%	9.9%	22.7%
丁二烯价差	丁二烯-C4	丁二烯-C4	元/吨	6414	7116	6280	6769	4077	-9.9%	-14.1%	22.3%	66.0%
丁腈价差	丁腈-C4	丁腈-C4	元/吨	2044	1886	2160	2339	1977	8.4%	-12.7%	-7.6%	18.3%
腈腈价差	腈腈-C4	腈腈-1.1*C4	元/吨	546	343	750	256	568	59.0%	-54.2%	192.5%	-54.8%
MTBE价差	MTBE-C4-甲醇	MTBE-0.64*C4-0.36*甲醇	元/吨	1237	1230	1375	2176	2271	0.6%	-10.6%	-36.8%	-4.2%
正丁醇价差	正丁醇-丙烯	正丁醇-0.62*丙烯	元/吨	3081	2753	2937	3465	3385	11.9%	-6.2%	-15.2%	2.4%
辛醇价差	辛醇-丙烯	辛醇-0.7*丙烯	元/吨	4345	4199	4478	3962	6375	3.5%	-6.2%	13.0%	-37.9%
氟化工												
HF	HF-萤石	HF-2.2*萤石-2.72*硫酸	元/吨	2046	2106	1434	1063	1863	-2.8%	42.6%	92.5%	9.8%
R22	R22-三氟甲烷-HF	R22-1.5*三氟甲烷-0.5*HF	元/吨	23063	23088	23538	23125	11575	-0.1%	-2.0%	-0.3%	99.2%
R32	R32-二氟甲烷-HF	R32-1.8*二氟甲烷-0.85*HF	元/吨	24606	24437	24094	22674	3100	0.7%	2.1%	8.5%	69.9%
R134a	R134a-三氟乙烷-HF	R134a-1.4*三氟乙烷-0.8*HF	元/吨	24277	23317	21861	17360	9720	4.1%	11.1%	39.8%	149.8%
R125	R125-五氟乙烷-HF	R125-1.41*五氟乙烷-0.86*HF	元/吨	21459	19784	19558	16416	10324	8.5%	9.7%	30.7%	107.9%
PVDF	PVDF-R142b	PVDF-1.67*1.07*R142b	元/吨	18516	18516	18516	29516	32123	0.0%	0.0%	-37.3%	-42.4%
PTFE	PTFE-R22	PTFE-1.8*R22	元/吨	15600	15600	15600	15600	9500	0.0%	0.0%	0.0%	-264.2%
6F	6F-氟醚醚-HF	6F-0.26*氟醚醚-2.4*HF	元/吨	9320	9659	11491	12213	22950	-3.5%	-18.9%	-23.7%	-59.4%
硅化工												
工业硅	工业硅-硅石	工业硅-2.8*硅石	元/吨	10264	10264	10144	9934	13154	0.0%	1.2%	3.3%	-22.0%
三氯氢硅	三氯氢硅-工业硅	三氯氢硅-0.23*工业硅	元/吨	708	708	735	1184	1793	0.0%	-3.8%	-40.2%	-60.5%
有机硅DMC	有机硅DMC-工业硅	有机硅DMC-0.5*工业硅	元/吨	6830	7030	7990	7595	7085	-2.8%	-14.5%	-10.1%	-3.6%
环硅油白炭黑	环硅油白炭黑-硅石-纯碱	环硅油白炭黑-0.97*硅石-0.48*纯碱	元/吨	3923	3923	3748	3948	3463	0.0%	4.7%	-0.6%	13.3%
改性塑料												
BOPP-18μ	BOPP-PP	BOPP-0.99*PP	元/吨	1909	1920	1718	1773	2291	-0.6%	11.1%	7.7%	-16.7%
PBAT	PBAT-PTA-AA-BDO	PBAT-0.634PTA-0.36*AA-0.6*BDO	元/吨	2241	2331	2923	2486	2246	-3.9%	-23.3%	-9.9%	-0.2%
煤化工												
合成氨	合成氨-无烟煤	合成氨-1.5*无烟煤	元/吨	1324	1191	1228	904	2834	11.2%	-3.0%	35.8%	-68.1%
甲醇	甲醇-动力煤	甲醇-2.25*动力煤	元/吨	574	551	622	574	387	4.2%	-11.5%	8.5%	48.4%
二甲醚	二甲醚-甲醇	二甲醚-1.4*甲醇	元/吨	85	104	-87	142	-100	-18.1%	219.2%	-161.4%	242.2%
醋酸	醋酸-甲醇	醋酸-0.55*甲醇	元/吨	1269	1403	1520	1930	1698	9.5%	-7.7%	-21.2%	-13.6%
醋酸酐	醋酸酐-甲醇	醋酸酐-0.68*甲醇	元/吨	2853	3036	3188	3592	3635	-6.0%	-4.8%	-11.2%	-1.2%
炭黑	炭黑-煤焦油	炭黑-1.65*煤焦油	元/吨	1665	1648	1896	1536	2151	1.0%	-13.1%	23.4%	-28.6%
DMF	DMF-甲醇	DMF-1*甲醇-0.35*合成氨	元/吨	674	869	905	838	941	-22.8%	-4.0%	8.0%	-11.0%
尿素	尿素-烟煤	尿素-1.0*烟煤	元/吨	880	864	936	1188	1697	1.9%	-7.7%	-21.2%	-30.0%
乙二醇	乙二醇-煤炭	乙二醇-1.3*动力煤-2.4*烟煤	元/吨	1336	1264	1453	1269	859	5.8%	-13.0%	14.5%	47.7%
双氧水	双氧水-合成气	双氧水-2.20*合成气（烟煤/1500+0.1）	元/吨	462	466	524	693	759	-0.7%	-11.1%	-24.5%	-8.7%
烯烃-甲醇	烯烃-甲醇	烯烃-2.7*甲醇	元/吨	1082	1104	851	1015	1235	-2.0%	29.8%	-16.2%	-17.8%
氯碱												
PVC电石法	PVC-电石	PVC-1.4*电石-0.85*盐酸	元/吨	413	434	425	910	845	-4.8%	2.0%	-53.3%	7.7%
PVC乙炔法	PVC-乙炔	PVC-0.5*乙炔	元/吨	1664	1738	1885	2018	2213	-4.3%	-7.8%	-6.6%	-8.8%
烧碱（折百）	烧碱-原盐	烧碱（折百）-1.65*原盐	元/吨	3165	3158	2600	2473	2651	0.2%	21.4%	5.1%	-6.7%
联碱法	纯碱+氯化铵-原盐-动力煤	纯碱+1.2*氯化铵-1.2*原盐-0.3*动力煤-0.35*液氨	元/吨	278	333	707	913	679	-16.3%	-52.9%	-22.6%	34.4%
氨碱法	纯碱-原盐-动力煤	纯碱-1.5*原盐-0.48*动力煤-1.5*石灰石	元/吨	577	574	934	961	1181	0.6%	-38.6%	-2.8%	-18.6%
BDO	BDO-电石	BDO-1.2*电石-2.2*甲苯	元/吨	2560	2412	1125	2941	3509	6.2%	114.5%	-61.8%	-16.2%
化肥												
尿素	尿素-烟煤	尿素-1.0*烟煤	元/吨	880	864	936	1188	1697	1.9%	-7.7%	-21.2%	-30.0%
磷酸一铵	磷酸一铵-磷矿-硫酸-合成氨	磷酸一铵-1.8*磷矿-0.43*硫酸-0.13*合成氨	元/吨	343	395	418	742	645	-13.0%	-5.7%	-43.6%	15.0%
磷酸二铵	磷酸二铵-磷矿-硫酸-合成氨	磷酸二铵-1.9*磷矿-0.45*硫酸-0.15*合成氨	元/吨	745	776	793	861	823	-4.0%	-2.1%	-8.0%	4.7%
复合肥	复合肥-尿素-磷酸一铵-氯化钾	复合肥-0.2*尿素-0.35*磷酸一铵-0.3*氯化钾	元/吨	546	555	582	498	444	-1.6%	-4.7%	16.9%	12.0%
磷化工												
磷酸一铵	磷酸一铵-磷矿-硫酸-合成氨	磷酸一铵-1.8*磷矿-0.43*硫酸-0.13*合成氨	元/吨	343	395	418	742	645	-13.0%	-5.7%	-43.6%	15.0%
磷酸二铵	磷酸二铵-磷矿-硫酸-合成氨	磷酸二铵-1.9*磷矿-0.45*硫酸-0.15*合成氨	元/吨	745	776	793	861	823	-4.0%	-2.1%	-8.0%	4.7%
黄磷	黄磷-焦炭-磷矿	黄磷-2.8*焦炭-磷矿	元/吨	4050	4030	3950	3647	4623	0.5%	2.0%	8.3%	-21.1%
黄磷	黄磷-焦炭-磷矿	黄磷-1.9*焦炭-1.4*磷矿	元/吨	6074	6343	5556	5424	8642	-1.2%	14.2%	10.8%	-42.0%
磷酸钙	磷酸钙-焦炭-磷矿	磷酸钙-2*焦炭-2*磷矿	元/吨	598	742	602	420	620	-1.2%	25.0%	0.5%	42.5%

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。

高级分析师：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。

高级分析师：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。

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。

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：王玉

上海交通大学管理科学与工程硕士。2023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
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@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
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@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
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@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	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张晨奂	销售经理		zhangchenhuan@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	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	胡玉青	销售经理		huyuqing@hcyjs.com
	招莉	销售经理		zhaoli1@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：

分析师在本报告中对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