

基础化工行业周报（20241118-20241124）

25 年看好新疆、新材料、新世界三大主线

- 本周我们发表了能源化工 2025 年度策略“新疆、新材料、新世界”。三个主题在内核上延续了 24 年年度策略中“传统化工求变三路——向上游走，向海外走，向深处走”的思考，并且更加明确。
- 24 年以来，中美库存周期错位和国内地产下行继续压制化工品的价格表现。PB-ROE 双底形成后，突破口来自供给的反抗，而趋势性的机会来自需求的新大陆，我们在 24 年年中策略中提到的“供给的反抗，需求的新大陆”逻辑依然有效。考虑到大类品种的供给过剩依然严重，我们更加关注供给出清尤其是海外产能退出后给小品类化工品带来的格局优化，同时也考虑到市场流动性改善后风险偏好的提升，我们把“供给的反抗”进一步明确为本年度策略中“新材料”一词。对于亚非拉地区需求的趋势性提升，我们观点不变，依然保留“新大陆（新世界）”一词。新疆大发展是我们团队今年提出的新方向。从国家战略上，新疆受益于一带一路地缘转向和能源保障战略，从新疆自身上，历史上新疆的底色在发展与稳定之间调整平衡，当下的新疆正处在高质量发展的重要战略机遇期，以发展促稳定成为新疆主线。这三个大拐点共同构成了新疆发展的历史性机会，而择时上我们对于新疆的推荐是因为观察到众多项目启动/落成。重点关注新疆煤化工未来的大量投资发力。
- 新疆，策略主线建议关注：1）在新疆进行项目投资，包括在新疆有煤矿和进行转化的能源化工公司：宝丰能源、广汇能源、湖北宜化等；2）为煤化工项目提供服务的卖水人，包括了伴随煤炭开采的民爆服务雪峰科技、广东宏达、易普力和提供煤炭运输服务的公司等；3）为煤化工建设提供服务的铲子股，包括煤化工设计、总包、建设、设备：东华科技、中国化学、航天工程、杭氧股份等；4）新疆本地的国企/兵团企业有望迎来改革深化发展机遇：新疆天业、青松建化、天富能源等。
- 新材料，策略主线建议关注：1）延续了供给的反抗的思考，我们关注在行业供给出清尤其是欧洲产能退出后导致竞争格局优化的品种，如维生素之类，但考虑到大类未来新疆煤化工发展及潜在的供给增速依然较高，我们把目标更多投向小品类化工品；2）在技术上实现突破，并且在估值上有空间的新材料公司，在市场流动性充沛的阶段有望表现出更强的进攻性：蓝晓科技、瑞丰新材、华恒生物等。
- 新世界，策略主线建议关注：1）产能实现出海，实现全球化布局的轮胎板块：赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎等；2）全球再工业化的过程中，亚非拉城镇化率提高带来需求边际，进而拉动相关化工品的直接/间接需求，包括制冷剂、钛白粉等。
- 本周叶酸、Henry 天然气、维生素 B1 价格涨幅居前。1）叶酸（+48.5%）：本周叶酸市场均价为 277 元/kg，环比+48.5%。供应：主流厂家停签停报，部分厂家装置目前停产检修，贸易商、终端用户多表示提货困难；需求：本轮涨价多以贸易商之间货源流通为主，且价格持续大幅上涨趋势下，叠加经销商市场低库存，促使整体市场持续以小单、散单成交为主。市场情绪：上半周市场持续惜售情绪浓厚，今日市场出货意愿相对增多；2）Henry 天然气(+16.2%)：本周 Henry 天然气市场均价为 2.1 美元/百万英热单位，环比+16.2%。周内前期，西北原料气价格贴底成交，南北市场走势不一，西北地区由于价格优势叠加成本支撑，LNG 低价资源小幅探涨，而西南地区则因市场缺乏利好支撑价格窄幅下行。周内后期，北方主产地有停出、检修、减产的情况，受市场供应减少和强冷空气影响的双重作用，交投氛围有所好转，局部用户在看涨心理作用下开启囤货补库需求，低价 LNG 出货情况有所改善，液价上涨。3）维生素 B1(+10.7%)：本周维生素 B1 市场均价为 10040.0 元/吨，环比+10.7%。本周维生素 B1 市场低价趋高运行。厂家方面硝酸 VB1 主流厂家报价在 240 元/公斤，主流厂家报价稳定。经销商市场低价趋高运行，本周主流接单价上涨至 203-210 元/公斤左右。

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

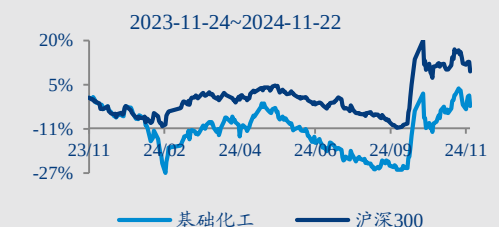
邮箱：chenjunxin@hcyjs.com

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

- ❑ **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。
- ❑ **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。
- ❑ **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.....	14
三、基础化工细分子行业跟踪.....	20
（一）行业跟踪—轮胎：原材料高位回落，海运费下降明显	20
（二）行业跟踪—农化：近期粮价企稳，海外磷肥价格反弹	24
（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.....	31
（四）行业跟踪—煤化工：关注新疆煤化工的产业投资机会	36
（五）行业跟踪—氯碱：近期 PVC 及烧碱价格整理为主.....	42
（六）行业跟踪—聚氨酯：本周聚合 MDI 价格下跌.....	46
（七）行业跟踪—民营大炼化：本周原油价格上涨，PX 价格上涨	49
（八）行业跟踪—C2、C3 及 C4：本周乙烯价格上涨，丙烯价格下跌.....	52
（九）行业跟踪—钛白粉：本周钛白粉价格下降	55
（十）行业跟踪—化纤：本周涤纶长丝价格下跌	57
（十一）行业跟踪—氟化工：本周 6F 持续涨价	60
（十二）行业跟踪—硅化工：本周有机硅价格止跌	63
（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：本周叶酸价格上涨	67
四、交易数据	71
五、风险提示	73

图表目录

图表 1	本周华创化工行业指数 86.26，环比-0.01%，同比-14.39%	14
图表 2	行业价差百分位为过去 10 年的 0.00%，环比-1.78%	14
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	15
图表 5	细分行业库存百分位一览	15
图表 6	细分行业开工率一览	15
图表 7	本周布伦特原油价格上涨（美元/桶）	16
图表 8	本周动力煤价格下跌（元/吨）	16
图表 9	本周价格涨跌幅居前的品种	16
图表 10	本周价差涨跌幅居前的品种	18
图表 11	本周库存分位值最低/跌幅居前的品种	18
图表 12	本周开工率最高/涨幅居前的品种	18
图表 13	中国出口集装箱运费变化	23
图表 14	泰国出口集装箱运费变化	23
图表 15	本周华创化工轮胎原材料指数环比-2.50%	23
图表 16	本周天然橡胶价格环比下行	23
图表 17	本周炭黑价格环比下行	23
图表 18	本周国内半钢胎/全钢胎开工率均环比上行	23
图表 19	国内乘用车 10 月销量同比+18.77%	24
图表 20	国内商用车 10 月销量同比-18.28%	24
图表 21	本周化肥价格分位数 34.6%，价差分位数 32.2%	28
图表 22	本周化肥库存分位数 39.9%，平均开工率 67.3%	28
图表 23	本周农药价格分位数 4%	28
图表 24	本周农药库存分位数 45%	28
图表 25	本周农药原药指数环比上涨	29
图表 26	本周除草剂指数环比上涨	29
图表 27	本周杀虫剂原药指数环比下跌	29
图表 28	本周杀菌剂指数环比下跌	29
图表 29	本周草甘膦价格环比持平（万/吨）	29
图表 30	本周菊酯价格环比持平（万/吨）	29
图表 31	代森锰锌价格环比持平（万/吨）	30
图表 32	本周大豆现货价格环比小幅上行，玉米现货价格环比小幅下行（元/吨）	30
图表 33	本周尿素价格小幅下行（元/吨）	30

图表 34	本周磷酸一铵价格小幅上行（元/吨）	30
图表 35	本周磷酸二铵价格小幅上行（元/吨）	30
图表 36	本周复合肥价格企稳（元/吨）	30
图表 37	本周钾肥价格小幅上行（元/吨）	31
图表 38	本周氯化铵价格上行（元/吨）	31
图表 39	本周磷化工价格分位数 37.2%，价差分位数 21.9%.....	35
图表 40	本周磷化工库存分位数 49.0%，平均开工率 47.3%.....	35
图表 41	本周磷矿石价格企稳（元/吨）	35
图表 42	本周黄磷市场价格下行（元/吨）	35
图表 43	本周磷酸价格企稳（元/吨）	36
图表 44	本周磷酸氢钙价格上行（元/吨）	36
图表 45	本周磷酸铁价格企稳（万元/吨）	36
图表 46	本周磷酸铁锂价格企稳（万元/吨）	36
图表 47	本周工业一铵价格上行（元/吨）	36
图表 48	本周磷酸铁开工率小幅上行，磷酸铁锂开工率小幅上行	36
图表 49	本周煤化工行业价格/价差分位数分别为 25.2%/26.2%.....	40
图表 50	本周煤化工库存分位数为 56.4%，平均开工率为 61.95%.....	40
图表 51	本周尿素价格环比下行（元/吨）	41
图表 52	本周合成氨价格环比下行（元/吨）	41
图表 53	本周甲醇价格环比上行（元/吨）	41
图表 54	本周 DMF 价格下行（元/吨）	41
图表 55	本周二甲醚价格环比持平（元/吨）	41
图表 56	本周炭黑价格环比下行（元/吨）	41
图表 57	本周醋酸价格环比上行（元/吨）	42
图表 58	本周醋酸库存环比下行（万吨）	42
图表 59	本周氯碱价格分位数 12.1%，价差分位数 16.3%.....	45
图表 60	本周氯碱库存分位数 49.7%，平均开工率 78.4%.....	45
图表 61	本周电石法 PVC 价格下行（元/吨）	45
图表 62	本周乙烯法 PVC 价格下行（元/吨）	45
图表 63	本周片碱（烧碱）价格下行（元/吨）	45
图表 64	本周山东地区纯碱价格（联碱法）企稳（元/吨）	45
图表 65	本周纯碱开工率上行	46
图表 66	本周纯碱库存减少（万吨）	46
图表 67	本周浮法玻璃日熔量持平（万吨/日）	46
图表 68	本周浮法玻璃库存增加（天）	46

图表 69	本周 PVC 库存减少（万吨）	46
图表 70	本周电石库存减少（万吨）	46
图表 71	本周聚氨酯板块价格分位数 15%，价差分位数 23%.....	48
图表 72	本周聚氨酯板块库存分位数 47%.....	48
图表 73	本周聚合 MDI 价格下跌（元/吨）	48
图表 74	本周纯 MDI 价格上涨（元/吨）	48
图表 75	本周 TDI 价格下跌（元/吨）	49
图表 76	本周软泡聚醚价格持平（元/吨）	49
图表 77	本周石化板块价格/价差分位数分别 29%/25%.....	50
图表 78	本周石化板块库存分位数 45%.....	50
图表 79	本周国际原油价格上涨（美元/桶）	51
图表 80	本周石脑油-原油价差减少（美元/吨）	51
图表 81	本周柴油价差减少（元/吨）	51
图表 82	本周汽油价差减少（元/吨）	51
图表 83	本周 PX 价差增加（美元/吨）	51
图表 84	本周乙烯价差增加（美元/吨）	51
图表 85	上周美国炼厂开工率上升（%）	52
图表 86	上周 EIA 商业原油库存增加（百万桶）	52
图表 87	本周乙烯-石脑油价差增加（元/吨）	53
图表 88	本周乙烯-乙烷价差减少（元/吨）	53
图表 89	本周乙二醇价格上涨（元/吨）	53
图表 90	本周环氧乙烷价格持平（元/吨）	53
图表 91	本周 PDH 价差增加（元/吨）	55
图表 92	本周丙烯酸价格持平（元/吨）	55
图表 93	本周丙烯酸丁酯价格持平（元/吨）	55
图表 94	本周丁酮价格持平（元/吨）	55
图表 95	本周钛白粉板块价格分位数 44%，价差分位数 10.5%.....	56
图表 96	本周钛白粉库存分位数 90%、开工率为 76%.....	56
图表 97	本周钛白粉价格下跌（元/吨）	57
图表 98	本周钛精矿价格不变（元/吨）	57
图表 99	本周化纤板块价格分位数 30%，价差分位数 43%.....	58
图表 100	本周化纤库存分位数 53%.....	58
图表 101	本周 PTA 价格下滑	58
图表 102	本周涤纶长丝 POY 价格下滑	58
图表 103	本周粘胶长丝价格不变	58

图表 104	本周粘胶短纤价格不变	58
图表 105	本周氨纶价格下滑	59
图表 106	本周涤纶短纤价格下滑	59
图表 107	本周涤纶长丝 POY 库存天数下滑	59
图表 108	本周粘胶短纤库存提升	59
图表 109	本周氨纶库存天数提升	59
图表 110	本周涤纶长丝开工率下滑	59
图表 111	本周粘胶短纤开工率持平	60
图表 112	本周氨纶开工率持平	60
图表 113	本周织造开工率下滑	60
图表 114	本周坯布库存持平	60
图表 115	本周氟化工板块价格分位数 50%，价差分位数 44%.....	62
图表 116	本周氟化工板块库存天数分位数 36%，开工率指数 45%.....	62
图表 117	本周萤石价格不变（元/吨）	62
图表 118	本周 R22 价格不变（元/吨）	62
图表 119	本周 R32 价格不变（元/吨）	63
图表 120	本周 R125 价格不变（元/吨）	63
图表 121	本周 R134a 价格不变（元/吨）	63
图表 122	本周 PVDF 价格不变（元/吨）	63
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）	65
图表 126	本周有机硅 DMC 价格不变（元/吨）	65
图表 127	本周普通级三氯氢硅价格不变（元/吨）	65
图表 128	本周沉淀法白炭黑价格不变（元/吨）	65
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）	67
图表 132	本周 LDPE 价格环比提升（元/吨）	67
图表 133	本周食品及饲料添加剂价格分位数 19%.....	70
图表 134	本周食品及饲料添加剂库存分位数 30%.....	70
图表 135	蛋氨酸本周价格环比下滑（元/千克）	70
图表 136	VD ₃ 本周价格环比上涨（元/千克）	70
图表 137	VA 本周价格环比上涨（元/千克）	70
图表 138	VE 本周价格环比上涨（元/千克）	70

图表 139	本周三氯蔗糖价格环比上涨（万元/吨）	71
图表 140	本周安赛蜜价格环比下跌（万元/吨）	71
图表 141	本周乙基麦芽酚价格环比下跌（万元/吨）	71
图表 142	本周三氯蔗糖库存环比上涨（吨）	71
图表 143	本周申万化工指数下跌	71
图表 144	本周申万化工二级子行业多数下跌	71
图表 145	本周涨跌幅居前的个股	72
图表 146	本周换手率偏离较大的个股	72
图表 147	各行业产品价格差一览	73

一、投资策略

本周华创化工行业指数 86.26，环比-0.01%，同比-14.39%；行业价格百分位为过去 10 年的 26.16%，环比基本持平；行业价差百分位为过去 10 年的 0.00%，环比-1.78%；行业库存百分位为过去 5 年的 92.85%，环比+0.47%；行业开工率为 66.45%，环比+0.70%。本周价格涨幅居前的品种有：叶酸(+48.5%)、Henry 天然气(+16.2%)、维生素 B1(+10.7%)、乙烷(+10.0%)、硫磺(+4.7%)；本周价格跌幅居前的品种有：丁二烯(-5.1%)、氟环唑原药(-4.8%)、氨纶(-2.5%)、固碱(99%)(-2.3%)、山西主焦煤(-2.2%)。本周库存分位最低的五大品种：MTBE(0.0%)、丙烯腈(0.8%)、代森锰锌(1.2%)、三氯氢硅(1.3%)、乙二醇(2.8%)；本周库存分位跌幅居前的品种有：醋酸酐(-14.4%)、环氧丙烷(-5.4%)、软泡聚醚(-4.8%)、醋酸(-4.0%)、丁酮(-3.5%)。本周开工率最高的五大品种：辛醇(116.1%)、石脑油(106.1%)、丁醇(95.3%)、蛋氨酸(94.7%)、锦纶切片(94.4%)；本周开工率提升居前的品种有：三氯蔗糖(+14.9pct)、PVDF(+11.5pct)、麦芽酚(+10.5pct)、百草枯(+5.8pct)、PX(+5.5pct)。

本周我们发表了能源化工 2025 年度策略“新疆、新材料、新世界”。三个主题在内核上延续了 24 年年度策略中“传统化工求变三路——向上游走，向海外走，向深处走”的思考，并且更加明确。

24 年以来，中美库存周期错位和国内地产下行继续压制化工品的价格表现。PB-ROE 双底形成后，突破口来自供给的反抗，而趋势性的机会来自需求的新大陆，我们在 24 年年中策略中提到的“供给的反抗，需求的新大陆”逻辑依然有效。考虑到大类品种的供给过剩依然严重，我们更加关注供给出清尤其是海外产能退出后给小品类化工品带来的格局优化，同时也考虑到市场流动性改善后风险偏好的提升，我们把“供给的反抗”进一步明确为本年度策略中“新材料”一词。对于亚非拉地区需求的趋势性提升，我们观点不变，依然保留“新大陆（新世界）”一词。新疆大发展是我们团队今年提出的新方向。从国家战略上，新疆受益于一带一路地缘转向和能源保障战略，从新疆自身上，历史上新疆的底色在发展与稳定之间调整平衡，当下的新疆正处在高质量发展的重要战略机遇期，以发展促稳定成为新疆主线。这三个大拐点共同构成了新疆发展的历史性机会，而择时上我们对于新疆的推荐是因为观察到众多项目启动/落成。重点关注新疆煤化工未来的大量投资发力。

新疆，策略主线建议关注：1）在新疆进行项目投资，包括在新疆有煤矿和进行转化的能源化工公司：宝丰能源、广汇能源、湖北宜化等；2）为煤化工项目提供服务的卖水人，包括了伴随煤炭开采的民爆服务雪峰科技、广东宏达、易普力和提供煤炭运输服务的公司等；3）为煤化工建设提供服务的铲子股，包括煤化工设计、总包、建设、设备：东华科技、中国化学、航天工程、杭氧股份等；4）新疆本地的国企/兵团企业有望迎来改革深化发展机遇：新疆天业、青松建化、天富能源等。

新材料，策略主线建议关注：1）延续了供给的反抗的思考，我们关注在行业供给出清尤其是欧洲产能退出后导致竞争格局优化的品种，如维生素之类，但考虑到大类未来新疆煤化工发展及潜在的供给增速依然较高，我们把目标更多投向小品类化工品；2）在技术上实现突破，并且在估值上有空间的新材料公司，在市场流动性充沛的阶段有望表现出更强的进攻性：蓝晓科技、瑞丰新材、华恒生物等。

新世界，策略主线建议关注：1）产能实现出海，实现全球化布局的轮胎板块：赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎等；2）全球再工业化的过程中，亚非拉城镇化率提高带来需求边际，进而拉动相关化工品的直接/间接需求，包括制冷剂、钛白粉等。

新疆，时来天地皆同力。从国家战略的角度，新疆受益于两大转向：从沿海经济到一带一路，新疆从地缘后方变成前沿门户，占据地缘优势。能源保障和双碳环保的天平开始左倾，煤化工王者归来，新疆依靠资源优势成本能源保障的重心。从新疆自身的角度，以发展促稳定成为新疆主线。历史上新疆的底色在发展与稳定之间调整平衡，当下的新疆正处在高质量发展的重要战略机遇期。新疆煤化工的发展和美国的页岩气都有类似之处，即需要国家进行长周期的底层技术和基础设施的投资，最终克服能源对外依赖。近年来，随着疆煤外运铁路的扩容，国家管网集团的成立和西气东输管道的落成，疆电外送超高压管廊的铺设，以及后续液体管输的落地，新疆煤、煤制气、煤制油、甚至煤制甲醇，即将开始流向全国，这是中国版的“能源独立计划”，远期展望此举不仅有望降低中国的能源进口依赖，也将系统性降低中国的能源和制造业成本。而我们近期观察到新疆相关项目核准、动工的加速，有望成为催化剂推动新疆板块的，尤其是煤化工投资相关标的。建议关注：1）在新疆进行项目投资，包括在新疆有煤矿和进行转化的能源化工公司：宝丰能源、广汇能源、湖北宜化等；2）为煤化工项目提供服务的卖水人，包括了伴随煤炭开采的民爆服务雪峰科技、广东宏大、易普力和提供煤炭运输服务的公司等；3）为煤化工建设提供服务的铲子股，包括煤化工设计、总包、建设、设备：东华科技、中国化学、航天工程、杭氧股份等；4）新疆本地的国企/兵团企业有望迎来改革深化发展机遇：新疆天业、青松建化、天富能源等。

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。

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海，变成向西去一带一路，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。

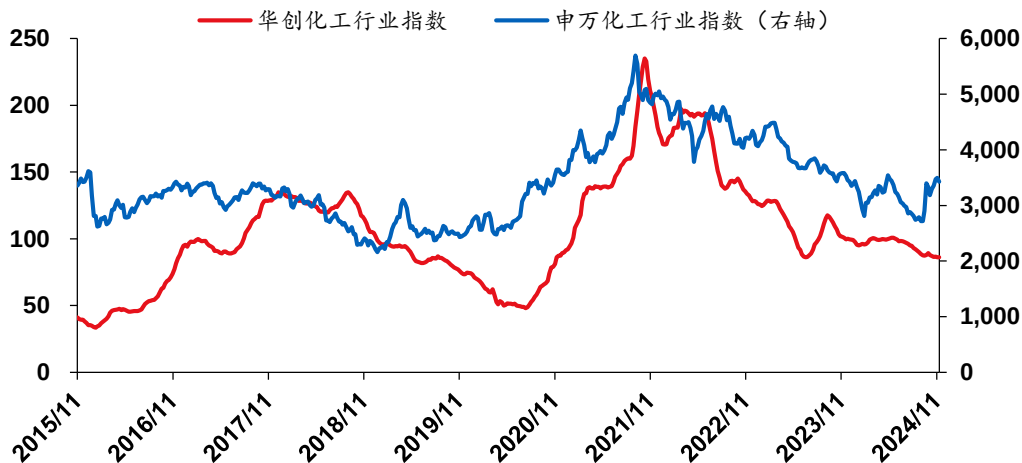
为资源再定价，这是一个方向性的选择。以 2020 年为元年起点。展望未来的 5-10 年，我们需要做一个方向性的判断：资源端优势将会凸显并且放大。随着碳中和、能耗双控、产能指标各种供给端控制措施的联合限制，我们将看到一些资源禀赋布局领先的企业，尤其是地方国企，在煤化工、盐化工、磷化工等传统行业或者在工业硅、电石等产能逐渐资源属性化的行业，都会展现出更强的竞争优势。而依托于较好资源禀赋的国企，在近年来逐渐深化的国企改革中也有望焕发更强的生命力。

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

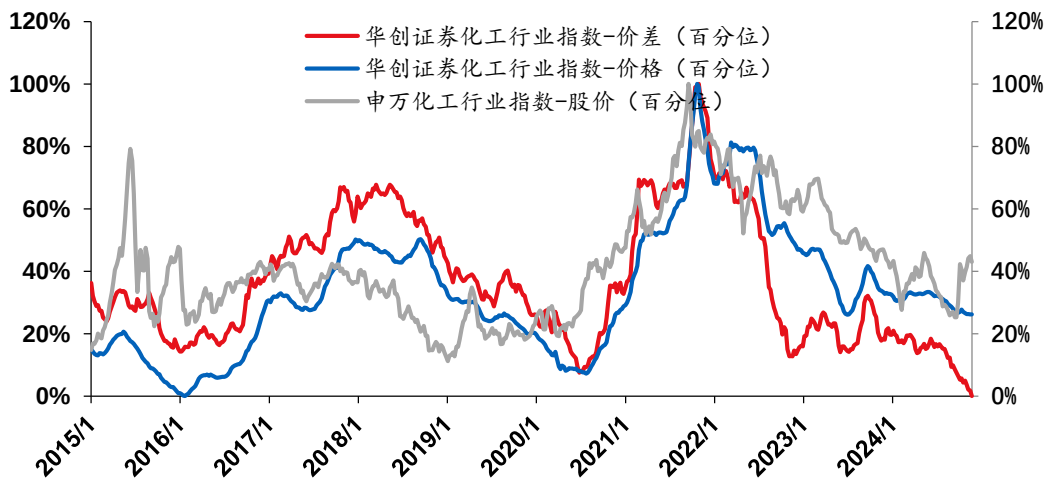
本周华创化工行业指数 86.26，环比-0.01%，同比-14.39%；行业价格百分位为过去 10 年的 26.16%，环比基本持平；行业价差百分位为过去 10 年的 0.00%，环比-1.78%；行业库存百分位为过去 5 年的 92.85%，环比+0.47%；行业开工率为 66.45%，环比+0.70%。

图表 1 本周华创化工行业指数 86.26，环比-0.01%，同比-14.39%



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-1.78%



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-标准百分位	行业平均-加权	石油化工	煤化工	氟化工	化纤	氯碱	磷化工	氟化工	硅化工	化肥	钛白粉	农药	食品添加剂
2024/11/23	26.16%	25.97%	29.29%	25.12%	15.42%	30.12%	12.06%	37.17%	50.49%	15.04%	34.58%	43.58%	4.00%	19.00%
2024/11/16	26.16%	25.98%	29.17%	25.25%	15.47%	30.42%	12.25%	36.94%	50.49%	15.04%	34.37%	44.34%	4.00%	18.45%
2024/11/9	26.29%	26.06%	29.15%	25.83%	15.83%	30.37%	12.64%	37.04%	49.93%	15.10%	33.89%	44.91%	4.15%	17.96%
2024/11/2	26.27%	26.05%	28.88%	25.87%	15.67%	30.90%	12.75%	37.24%	48.95%	15.20%	33.58%	46.23%	4.69%	17.80%
2024/10/26	26.61%	26.25%	29.22%	26.02%	15.45%	33.47%	12.31%	37.14%	47.29%	15.27%	33.84%	47.17%	5.27%	17.84%
2024/10/19	26.98%	26.48%	29.73%	26.43%	15.58%	34.89%	11.61%	37.16%	46.75%	15.57%	33.72%	47.17%	5.66%	17.75%
2024/10/12	27.71%	26.92%	30.99%	27.51%	14.88%	33.32%	13.80%	36.44%	46.52%	15.62%	34.80%	48.49%	5.64%	18.57%
2024/10/5	26.97%	26.47%	29.00%	27.73%	14.52%	33.05%	13.20%	36.15%	45.67%	15.57%	34.89%	50.00%	5.64%	18.85%

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	农药	食品及饲料添加剂
2024/11/23	0.00%	25.96%	24.79%	26.18%	22.79%	42.62%	16.26%	21.88%	43.55%	14.86%	32.22%	10.48%	-	-
2024/11/16	1.78%	26.46%	25.15%	27.12%	22.55%	44.22%	16.55%	22.11%	43.33%	14.86%	32.82%	12.68%	-	-
2024/11/9	2.09%	26.55%	24.72%	27.02%	22.53%	44.01%	16.94%	22.77%	43.52%	14.94%	33.68%	13.55%	-	-
2024/11/2	3.57%	26.97%	25.09%	26.95%	22.86%	44.51%	17.41%	23.81%	43.01%	15.10%	35.04%	15.58%	-	-
2024/10/26	4.91%	27.35%	24.39%	28.44%	23.38%	46.84%	16.59%	24.03%	41.91%	15.28%	35.97%	17.49%	-	-
2024/10/19	4.36%	27.19%	24.68%	28.42%	22.78%	46.68%	15.67%	24.28%	41.66%	15.77%	37.14%	13.55%	-	-
2024/10/12	5.63%	27.55%	25.23%	27.94%	22.66%	46.10%	20.49%	23.09%	41.43%	14.19%	37.53%	16.74%	-	-
2024/10/5	5.23%	27.44%	25.29%	28.23%	23.88%	43.74%	20.13%	21.76%	40.80%	14.21%	36.14%	21.67%	-	-

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
2024/11/23	92.85%	48.03%	45.42%	56.39%	46.98%	52.73%	49.71%	49.01%	36.04%	46.02%	39.86%	90.17%	45.14%	29.58%
2024/11/16	92.38%	47.92%	44.35%	58.35%	47.23%	52.02%	49.63%	47.80%	36.70%	45.78%	39.42%	90.34%	44.49%	28.05%
2024/11/9	89.63%	47.24%	44.23%	59.09%	44.75%	49.37%	49.15%	45.99%	37.15%	45.54%	39.15%	90.10%	44.45%	25.85%
2024/11/2	86.99%	46.59%	44.20%	58.43%	45.01%	47.28%	48.69%	43.10%	37.03%	44.83%	39.24%	89.88%	43.13%	25.34%
2024/10/26	85.23%	46.16%	43.49%	57.41%	47.48%	48.42%	46.55%	43.05%	36.78%	41.54%	39.23%	86.93%	42.40%	26.89%
2024/10/19	84.72%	46.03%	43.76%	56.76%	47.95%	47.26%	46.13%	43.38%	37.95%	39.43%	37.36%	86.81%	41.16%	31.15%
2024/10/12	85.65%	46.26%	43.81%	56.94%	48.91%	46.95%	46.83%	43.37%	38.60%	37.18%	36.86%	84.63%	40.56%	37.36%
2024/10/5	89.63%	47.24%	45.49%	55.15%	50.53%	47.37%	49.00%	46.81%	40.35%	35.60%	37.30%	83.99%	39.77%	44.32%

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
2024/11/23	77.53%	66.45%	75.82%	61.95%	66.59%	83.79%	78.43%	47.29%	44.80%	54.79%	67.34%	75.88%	60.59%	66.94%
2024/11/16	71.76%	65.75%	75.54%	61.70%	66.55%	83.94%	77.65%	47.34%	43.78%	54.39%	66.81%	76.15%	59.63%	61.07%
2024/11/9	69.80%	65.51%	75.87%	61.92%	67.93%	84.05%	77.21%	46.22%	43.55%	54.97%	66.71%	76.38%	60.00%	55.25%
2024/11/2	67.81%	65.26%	72.05%	62.54%	72.18%	83.92%	78.64%	47.02%	40.93%	56.81%	67.78%	77.27%	59.95%	51.62%
2024/10/26	68.26%	65.32%	75.51%	64.94%	66.56%	83.55%	77.95%	46.93%	41.20%	54.94%	69.09%	77.87%	61.29%	47.39%
2024/10/19	62.11%	64.57%	75.34%	62.32%	66.70%	83.21%	77.60%	47.12%	39.93%	55.17%	68.71%	77.63%	61.09%	44.70%
2024/10/12	64.03%	64.80%	74.01%	63.29%	69.15%	83.24%	78.13%	47.80%	43.40%	54.48%	66.63%	77.91%	61.00%	43.18%
2024/10/5	68.67%	65.37%	74.75%	62.40%	69.40%	82.47%	76.97%	47.16%	46.04%	53.99%	65.84%	80.07%	61.10%	51.32%

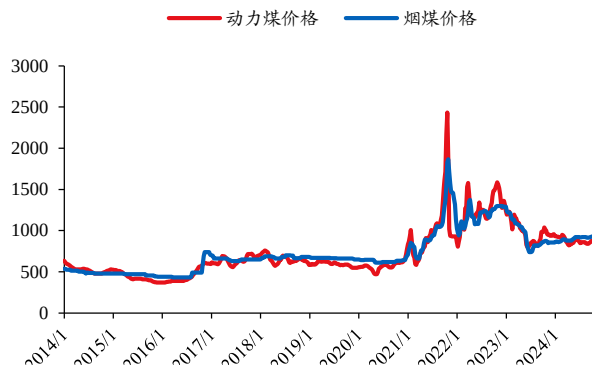
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

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：多空因素相持，原油价格小幅上涨。本周多空因素交织，国际油价震荡小涨。周前期，虽然第二周美国燃料油去库及 IEA 月报上调今年需求增长预期支撑市场，但 IEA 月报预测明年供应过剩及 10 月份中国炼油企业原油加工量同比减少，引发市场对供需失衡担忧，加之美国经济强劲，美联储降息步伐可能减缓，国际油价震荡下跌。周中后期，俄罗斯对乌克兰发动近三个月来最大的空袭，加之挪威最大的油田暂时停产，市场供应风险加剧，国际油价大幅攀升，然而挪威最大油田恢复生产及第三周美国原油库存增加利空油市。总体来看，与上周相比，国际原油价格呈小幅上涨走势。

动力煤：市场大稳小动，港口报价持续下行。本周秦皇岛港动力煤（Q5500）市场均价 846.4 元/吨，较上周环比-1.00%。本周晋陕蒙坑口煤均价环比-0.56%。供应端：本周停产检修煤矿陆续恢复正常生产，整体煤炭供应量较上周增加，但终端需求持续萎靡，市场交投活跃度不高，部分煤矿因报价偏高，销售受阻，其中面煤降幅较为明显。需求端：本周国内气温均有小幅回落，电厂日耗有小幅提升，但提升速度缓慢，负荷多以消耗自身库存为主，沿海电厂多采购进口煤进行补库，对市场煤需求有限。

根据我们的数据库，本周价格涨幅居前的品种有：叶酸(+48.5%)、Henry 天然气(+16.2%)、维生素 B1(+10.7%)、乙烷(+10.0%)、硫磺(+4.7%)；本周价格跌幅居前的品种有：丁二烯(-5.1%)、氟环唑原药(-4.8%)、氨纶(-2.5%)、固碱(99%)(-2.3%)、山西主焦煤(-2.2%)。

图表 9 本周价格涨跌幅居前的品种

	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	叶酸	48.5%	277.0	186.5	元/千克	1	丁二烯	-5.1%	9760.0	10280.0	元/吨
2	Henry 天然气	16.2%	2.1	1.8	美元/百万英热单位	2	氟环唑原药	-4.8%	30.0	31.5	万元/吨
3	维生素 B1	10.7%	235.0	212.2	元/千克	3	氨纶	-2.5%	23700.0	24300.0	元/吨
4	乙烷	10.0%	21.5	19.5	美分/加仑	4	固碱(99%)	-2.3%	3572.0	3655.3	元/吨
5	硫磺	4.7%	1360.4	1299.6	元/吨	5	山西主焦煤	-2.2%	1480.8	1514.8	元/吨
6	醋酸乙烯	4.3%	5695.0	5460.0	元/吨	6	吡蚜酮原药	-2.2%	13.2	13.5	万元/吨
7	烯草酮原药	4.2%	7.5	7.2	万元/吨	7	维生素 K3	-2.2%	112.0	114.5	元/千克
8	噁二嗪	3.8%	2.7	2.6	万元/吨	8	DMF	-2.2%	4010.7	4100.0	元/吨
9	赖氨酸	3.5%	5.3	5.1	元/千克	9	正丁醇	-2.1%	7510.0	7670.0	元/吨

10	工业一铵	3.0%	5800.0	5628.6	元/吨	10	无烟煤	-1.9%	1045.8	1065.6	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：

叶酸(+48.5%)：本周叶酸市场均价为 277 元/kg，环比+48.5%。供应：主流厂家停签停报，部分厂家装置目前停产检修，贸易商、终端用户多表示提货困难；需求：本轮涨价多以贸易商之间货源流通为主，且价格持续大幅上涨趋势下，叠加经销商市场低库存，促使整体市场持续以小单、散单成交为主。市场情绪：上半周市场持续惜售情绪浓厚，今日市场出货意愿相对增多。

Henry 天然气(+16.2%)：本周 Henry 天然气市场均价为 2.1 美元/百万英热单位，环比+16.2%。周内前期，西北原料气价格贴底成交，南北市场走势不一，西北地区由于价格优势叠加成本支撑，LNG 低价资源小幅探涨，而西南地区则因市场缺乏利好支撑价格窄幅下行。周内后期，北方主产地有停出、检修、减产的情况，受市场供应减少和强冷空气影响的双重作用，交投氛围有所好转，局部用户在看涨心理作用下开启囤货补库需求，低价 LNG 出货情况有所改善，液价上涨。

维生素 B1(+10.7%)：本周维生素 B1 市场均价为 10040.0 元/吨，环比+10.7%。本周维生素 B1 市场低价趋高运行。厂家方面硝酸 VB1 主流厂家报价在 240 元/公斤，主流厂家报价稳定。经销商市场低价趋高运行，本周主流接单价上涨至 203-210 元/公斤左右。

跌幅居前的产品基本面分析如下：

丁二烯(-5.1%)：本周丁二烯市场均价为 9760.0 元/吨，环比-5.1%。周前期，国际原油价格止跌消息对丁二烯市场情绪存一定利好指引，且随着前期市场低价货源的陆续成交，场上低价资源小幅缩减，需求面对市场情绪稍有提振，商家有意护市，部分业者报盘小幅推涨，带动市场重心小幅上移；周后期，外盘市场行情宽度跟跌，消息面对国内市场存一定利空牵制，东北地区部分竞拍货源在售，一方面现货供应水平持续增加，供应承压影响业者出货情绪，另一方面竞拍成交不及预期消息牵制部分商家报盘情绪，下游补库意愿不高。

氨纶(-2.5%)：本周氨纶市场均价为 23700.0 元/吨，环比-2.5%。本周国内氨纶价格重心下移。主原料 PTMEG 市场价格稳定，辅原料纯 MDI 市场价格不变，成本面支撑偏强；氨纶场内现货供应充足，氨纶工厂对外报盘多持稳价心态，终端需求一般下，部分经销商出货心态明显，对外价格略有下调，氨纶市场价格震荡下行。

固碱(99%)(-2.5%)：本周固碱(99%)市场均价为 3572.0 元/吨，环比-2.3%。本周国内液碱市场价格灵活调整，下游接货情绪积极。华北地区液碱价格涨跌均有，山东周初鲁西南地区因有下游暂停收货企业出货情况转淡，区域内价格开始逐步走跌，后低价出货情况下，企业库存压力缓解，价格开始逐步上涨；济宁地区亦受影响跟随波动；但滨州地区有企业因氧化铝接货积极，加之外围河北一带拿货情况较好，企业走货顺畅，本周价格持续拉涨；东营地区周内亦有企业低价上调；其他地区市场交易多维持稳定，淄博一带前期检修企业恢复运行。河北地区液碱交易情况较好，厂家走货较为顺畅，价格稳中上调。山西地区有氧化铝企业因原材料不足负荷下调，省内企业走货情况尚可，价格维持稳定。天津地区本周有企业降负荷运行，企业出货情况尚可，价格保持稳态。

根据我们的数据库，本周价差涨幅居前的品种有：顺酐价差(+40.9%)、丙烯酸酯价差(+20.3%)、丙烯酸丁酯价差(+20.1%)、醋酸乙烯价差(+18.1%)、甲醇(+16.3%)；本周价差跌幅居前的品种有：涤纶 POY 现金流(-134.5%)、二甲醚(-111.3%)、涤纶 FDY 现金流(-90.3%)、烯烃

(-27.4%)、DMF(-22.8%)。

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	40.9%	440	312	元/吨	1	涤纶 POY 现金流	-134.5%	-20	57	元/吨
2	丙烯腈价差	20.3%	838	696	元/吨	2	二甲醚	-111.3%	-11	94	元/吨
3	丙烯酸丁酯价差	20.1%	574	478	元/吨	3	涤纶 FDY 现金流	-90.3%	10	107	元/吨
4	醋酸乙烯价差	18.1%	1214	1027	元/吨	4	烯烃	-27.4%	841	1159	元/吨
5	甲醇	16.3%	679	584	元/吨	5	DMF	-22.8%	504	654	元/吨
6	联碱法	10.0%	316	287	元/吨	6	PVC-电石法	-21.5%	315	401	元/吨
7	磷酸氢钙	7.5%	787	732	元/吨	7	涤纶 DTY 现金流	-16.8%	525	632	元/吨
8	纯 MDI 价差	5.3%	11527	10946	元/吨	8	草甘膦	-12.7%	582	667	元/吨
9	PX 价差	4.6%	164	156	美元/吨	9	石脑油价差	-10.0%	122	136	美元/吨
10	聚丙烯价差	3.4%	900	870	元/吨	10	PA6	-9.8%	1740	1930	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%)、丙烯腈(0.8%)、代森锰锌(1.2%)、三氯氢硅(1.3%)、乙二醇(2.8%)；本周库存分位跌幅居前的品种有：醋酸酐(-14.4%)、环氧丙烷(-5.4%)、软泡聚醚(-4.8%)、醋酸(-4.0%)、丁酮(-3.5%)。

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%	15841	15944	吨	1	醋酸酐	-14.4%	7900	9700
2	丙烯腈	0.8%	4360	4360	吨	2	环氧丙烷	-5.4%	21350	22750
3	代森锰锌	1.2%	120	120	吨	3	软泡聚醚	-4.8%	205161	220897
4	三氯氢硅	1.3%	1370	1370	吨	4	醋酸	-4.0%	125700	133000
5	乙二醇	2.8%	16500	14570	吨	5	丁酮	-3.5%	4880	5180
6	毒死蜱	4.2%	185	170	吨	6	甲醇	-3.4%	426700	449500
7	聚四氟乙烯	5.3%	1295	1325	吨	7	吡虫啉	-3.2%	175	185
8	萤石	5.9%	87461	85469	吨	8	氯化铵	-2.9%	491000	512000
9	片碱	6.7%	41920	37250	吨	9	氯化铵	-2.9%	491000	512000
10	磷酸氢钙	7.5%	11000	11000	吨	10	聚丙烯	-2.6%	502039	514404

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(106.1%)、丁醇(95.3%)、蛋氨酸(94.7%)、锦纶切片(94.4%)；本周开工率提升居前的品种有：三氯蔗糖(+14.9pct)、PVDF(+11.5pct)、麦芽酚(+10.5pct)、百草枯(+5.8pct)、PX(+5.5pct)。

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%	113.9%	100.0%	1	三氯蔗糖	14.9%	43.0%	28.1%
2	石脑油	106.1%	106.4%	71.8%	2	PVDF	11.5%	59.0%	47.5%
3	丁醇	95.3%	98.4%	87.8%	3	麦芽酚	10.5%	63.2%	52.7%
4	蛋氨酸	94.7%	94.7%	94.5%	4	百草枯	5.8%	35.1%	29.3%

5	锦纶切片	94.4%	94.4%	88.5%	5	PX	5.5%	84.7%	79.2%
6	锦纶长丝	92.1%	92.1%	96.3%	6	氯化铵	4.0%	80.0%	76.0%
7	粘胶长丝	92.0%	92.0%	87.5%	7	氯化铵	4.0%	80.0%	76.0%
8	氯化钾	90.8%	90.1%	85.2%	8	丁二烯	4.0%	80.2%	76.2%
9	粘胶短纤	89.0%	89.0%	84.4%	9	聚乙烯	3.7%	86.8%	83.2%
10	新戊二醇	88.9%	88.0%	93.8%	10	安赛蜜	3.4%	55.6%	52.2%

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。

本周天然橡胶价格环比下行，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）16640元/吨，较上周变化-1.62%；顺丁橡胶市场均价（燕山BR9000，中石化华北）13480元/吨，较上周变化-5.93%。本周前期国内外原料增加中，成本支撑趋弱，且下游轮胎及制品需求较差，采购橡胶多压价，但进入周后期，宏观好转提振，期货盘面反弹上行，刺激持货商报盘上行，但考虑近期国内外供应仍在增加，下游对涨价接受意向不高，现货成交平平。后市预测：相关产品后市预测：原料及下游制约下，顺丁橡胶市场预计偏弱整理，或加剧天胶市场情绪。天然橡胶供应方面：未来一周海南、泰国及越南个别地区存降雨天气，或影响割胶工作，加之云南即将进入停割期，市场上量速度或减缓。天然橡胶需求方面：轮胎市场订单不佳，后期需求预期不佳，对天胶市场难以形成支撑。

本周炭黑价格环比下行。本周国内炭黑市场均价为7836元/吨，较上周价格变化-1.5%。原料走势分歧，炭黑市场价格弱势下滑。供应方面：具体来看，华东、华北地区均有企业提产、复产，区域供应增加，西北地区个别减产，东北、西南波动不大。后续来看，华东、西北地区仍有波动预期。后市预测：根据分析，预计下周炭黑市场价格走势僵持运行，N330主流商谈价格参考范围为7000-7400元/吨，个别小单低位犹存。原料市场价格存有推涨预期，但受制于下游行情调整空间可能有限，市场小幅波动为主，短期内炭黑方面存有底部支撑，但长线利好有限。后续开工存有提升概率，场内供应有所增加，不过市场氛围提振下，下游询单积极性较前期有所提升，但价格方面仍在博弈。综合考虑，预计短期内炭黑市场价格走势弱势僵持为主。

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4071、4488、5210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4000美元/FEU、4200美元/FEU、4600美元/FEU。

本周国内半钢胎/全钢胎开工率环比小幅上行/大幅上行。本周国内半钢胎开工率为79.15%，同比/环比分别+6.56/+0.03个百分点；全钢胎开工率62.60%，同比/环比分别+1.20/+3.58个百分点。

乘联会数据显示，2024年11月第1周（11.01-11.10）乘用车日均销量7.71万辆，当周日均销量同比+31.0%。据中汽协统计，2024年10月国内乘用车销量295.49万辆，环比+18.77%。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。

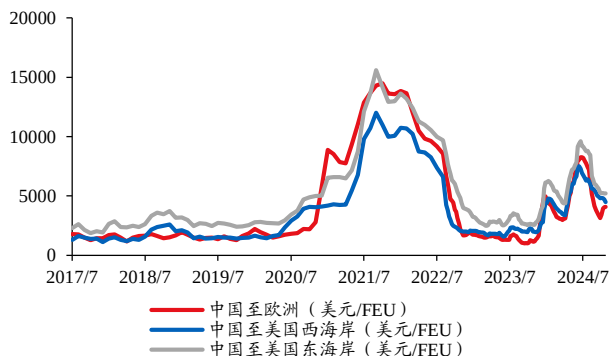
3、森麒麟（002984.SZ）：智能制造水平领先国内，海外新增产能规模大。公司目前拥有青岛、泰国两大工厂，其中青岛工厂设计产能为 1200 万条，泰国工厂设计产能为 1600 万条半钢胎+200 万条全钢胎，近年产销率及产能利用率均维持在较高水平。公司为行业内领先的轮胎智能制造企业，智能制造成果入选国家工信部“2018 年制造业与互联网融合发展试点示范项目”等项目。公司智能工厂用工少、人效高、产品一次合格率高，未来完全具备在欧美发达国家建立“无人工厂”的实力。智能制造带来人效的提高、产品一致性的保障，是未来轮胎行业的发展趋势。公司高性能轮胎产品主攻中高端市场，产品性能优势明显。公司产品在权威测评中表现优异，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



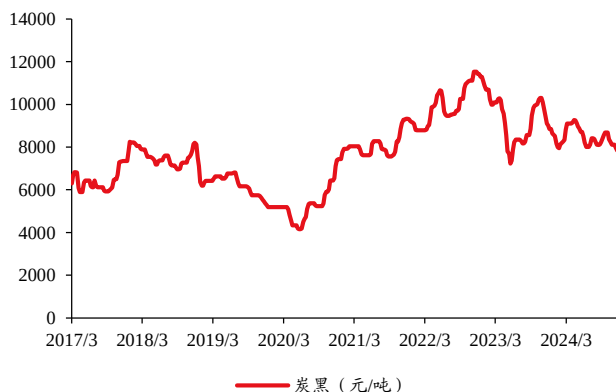
资料来源: Wind, Bloomberg, 华创证券

图表 15 本周华创化工轮胎原材料指数环比-2.50%



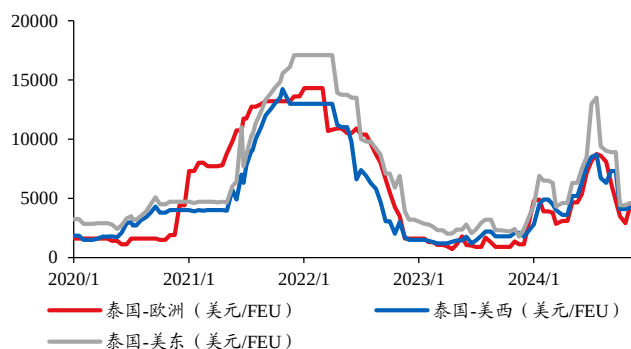
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 17 本周炭黑价格环比下行



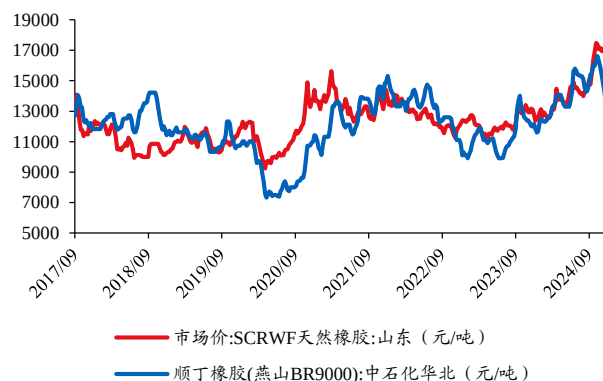
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 14 泰国出口集装箱运费变化



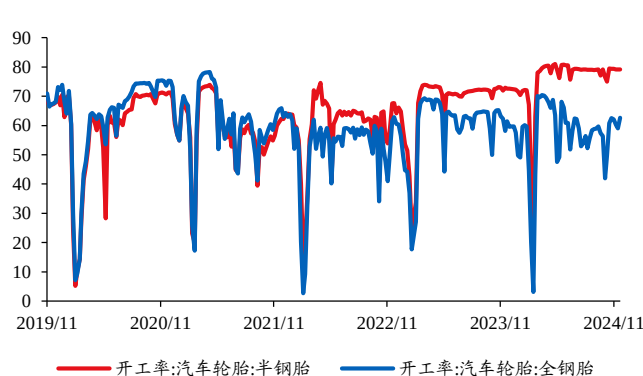
资料来源: TNSC, 华创证券

图表 16 本周天然橡胶价格环比下行

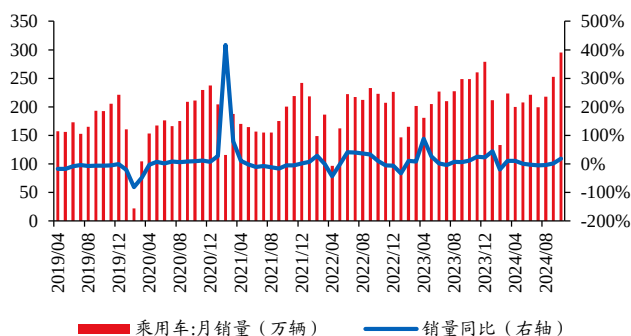
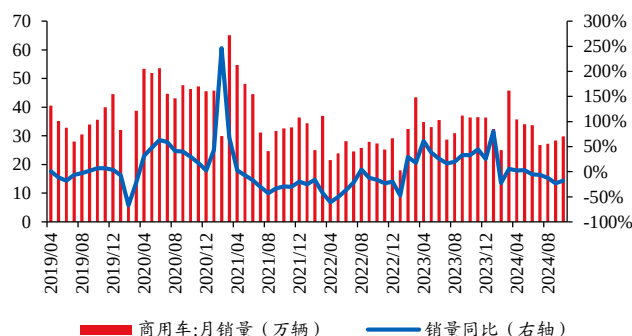


资料来源: Wind, 中国橡胶信息贸易网, 华创证券

图表 18 本周国内半钢胎/全钢胎开工率均环比上行



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 10 月销量同比+18.77%

图表 20 国内商用车 10 月销量同比-18.28%


资料来源：Wind，中汽协，华创证券

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-0.3%、+0.3%、+0.1%、+0.2%。根据 Wind 数据，截至 11 月 23 日，国内尿素市场均价 1798 元/吨，环比-0.3%，同比-26.4%；国内磷酸一铵市场均价 3081 元/吨，环比+0.3%，同比-10.9%；磷酸二铵市场均价 3646 元/吨，环比+0.1%，同比-1.8%；国内氯化钾市场均价 2450 元/吨，环比-0.2%，同比-14.0%。

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上行。本周(2024-11-16)华创能源化工农药价格指数环比上周+0.01%，报 98.73 点。其中，除草剂原药价格指数报 101.25 点，环比持平；杀虫剂原药价格指数报 99.90 点，环比持平；杀菌剂原药价格指数报 91.34 点，环比-0.2%；中间体指数报 104.90 点，环比+0.3%。**本周草甘膦价格环比持平。**根据中农立华，本周草甘膦价格 2.45 万元/吨，环比持平。**供应方面：**华东某企业维持检修状态，其余主流工厂正常运行，市场供应表现充裕。**需求方面：**市场内看空情绪蔓延，下游询单清淡，采购积极性不佳，少量低价成交，新单成交重心延续跌势。**本周草铵膦价格环比持平。**根据中农立华，本周草铵膦价格 5.00 万元/吨，环比持平。**供应方面：**国内主流工厂维持低负荷开工，部分中小工厂装置停车。**需求方面：**下游按需采购，国内市场不佳，新单成交零星，海外以少量刚采为主。

冬储市场交投氛围僵持，肥企报价维稳为主。本周（2024.11.15-2024.11.21）国内复合肥市场企稳运行，原料端稳中窄幅整理，复合肥厂家报价暂无明显波动，新单成交商谈灵活，截至今日（11 月 21 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。冬储小麦追肥局部价格竞争激烈，大小厂价差较大，35%CL（30-0-5）出厂参考 1350-1750 元/吨。**供应方面：**本周（2024.11.15-2024.11.21）国内复合肥市场企稳运行，原料端稳中窄幅整理，复合肥厂家报价暂无明显波动，新单成交商谈灵活，截至今日（11 月 21 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。冬储小麦追肥局部价格竞争激烈，大小厂价差较大，35%CL（30-0-5）出厂参考 1350-1750 元/吨。**需求方面：**终端季节性用肥淡季，加之原料市场暂无明显利好提振，因而经销商备肥操作积极性有限，多逢低按需分批采购，冬储推进较为僵持。

本周大豆现货价格小幅上行，玉米现货价格小幅下行。截至 11 月 23 日，国内大豆平均现货价 4008 元/吨，周环比+0.07%；玉米平均现货价 2211 元/吨，周环比-0.03%。期货价格方面，本周 CBOT 玉米期货收盘价 429.85 美分/蒲式耳，周环比+1.0%，年同比-9.1%；CBOT 大豆收盘价 993.00 美分/蒲式耳，周环比-1.2%，年同比-26.9%；小麦期货收盘价 563.80 美分/蒲式耳，周环比+3.3%，年同比-2.8%。**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：**本周玉米市场供应较为充足。国内主产区气温下降缓慢，局部地区地趴粮易发热进而产生霉变，粮质有所下降，种植户挺价心态动摇，出货积极性提升，贸易商一收即走，潮粮持续冲击市场，虽总体供应量较上周减少，但对企业需求来说仍显宽松。**需求方面：**饲料方面，进入冬季后，终端需求小幅好转，但生猪供应压力较大，企业补栏意向不高，对玉米需求暂未增加。饲料企业阶段性补充原料库存进入尾声，回归刚需采购；加工方面，下游产品行情小有回落，淀粉厂加工利润可观，维持高负荷生产，酒精厂依旧亏损，但企业有老客户订单需维持，保持正常生产，加工企业对玉米消耗量较大。**2）大豆，供应方面：**本本周国储大豆拍卖频率降低，截至本周四，中储粮本周组织了一场国产大豆单向竞价销售，11 月 18 日计划拍卖 32170 吨，实际成交 3000 吨，成交数量较上周减少。另外，据海关统计，11 月进口大豆到港约 802.75 万吨，12 月约 850 万吨，25 年 1 月进口大豆到港 580 万吨。**需求方面：**本周国产大豆消费已逐步进入传统旺季。下游产品行情相对平稳，国产大豆压榨利润提升，部分压榨企业积极采购国产大豆，现阶段各地区降温，终端豆制品消费增量，加工企业积极采购。另外，预计本周国内主要油厂大豆压榨量 201 万吨，周环比增加 8 万吨，较去年同期减少 1 万吨，较近三年同期均值增加 9 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 万双吨、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）：公司为**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

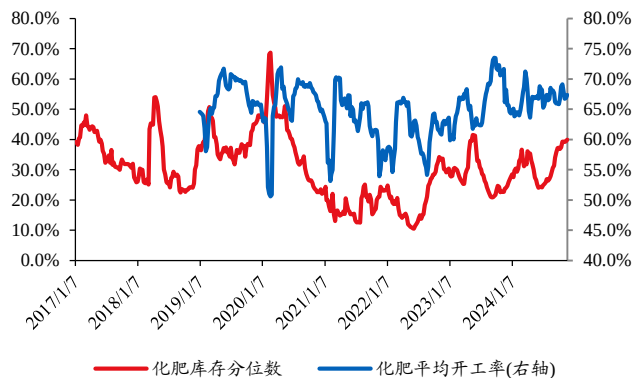
入力度，不断提升产品质量水平和开发新产品新技术，主导产品凭借较好的产品质量和品牌形象具有较强的市场竞争力。公司未来项目储备丰富，产业链不断延伸，目前有茚虫威、噁草酮、噻嗪酮、啉菌酯等多个农药项目。

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 34.6%，价差分位数 32.2%



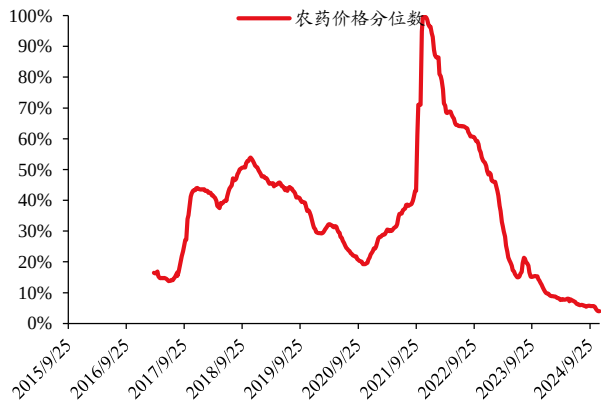
图表 22 本周化肥库存分位数 39.9%，平均开工率 67.3%



资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 23 本周农药价格分位数 4%



图表 24 本周农药库存分位数 45%



资料来源：Wind，中农立华，华创证券

资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 25 本周农药原药指数环比上涨



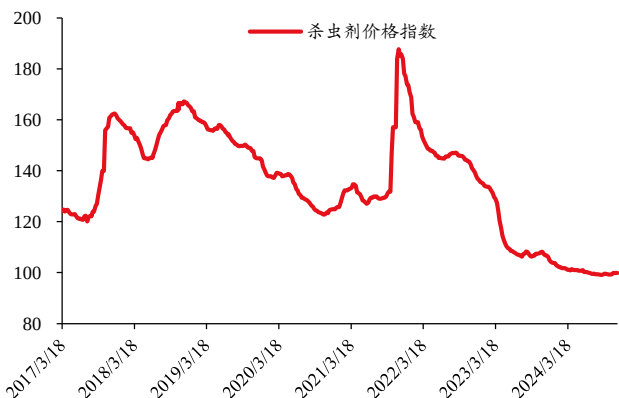
资料来源：中农立华，华创证券

图表 26 本周除草剂指数环比上涨



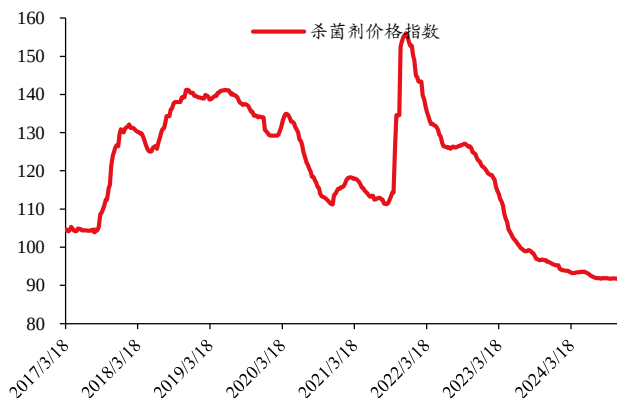
资料来源：中农立华，华创证券

图表 27 本周杀虫剂原药指数环比下跌



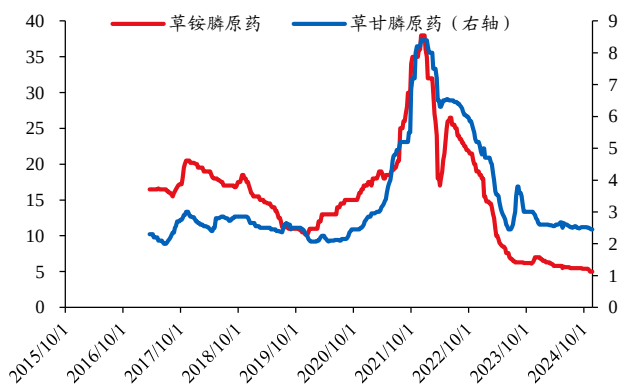
资料来源：中农立华，华创证券

图表 28 本周杀菌剂指数环比下跌



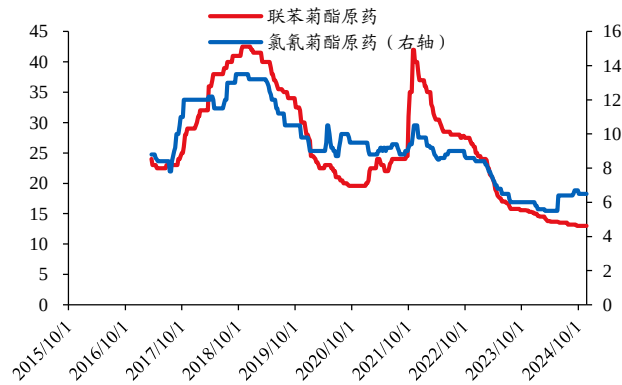
资料来源：中农立华，华创证券

图表 29 本周草甘膦价格环比持平（万/吨）



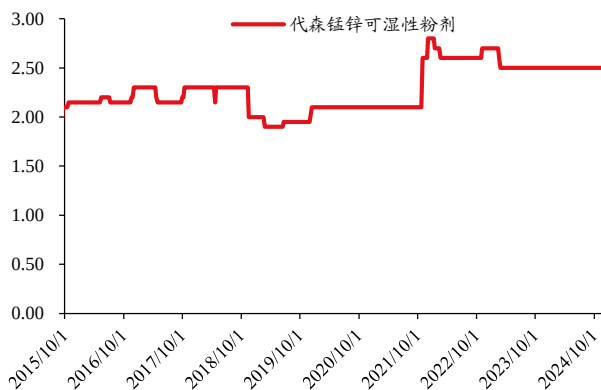
资料来源：中农立华，华创证券

图表 30 本周菊酯价格环比持平（万/吨）



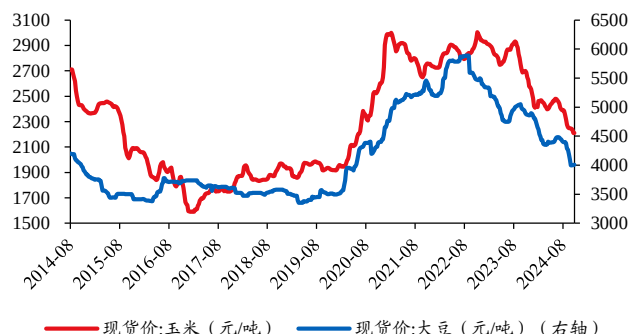
资料来源：中农立华，华创证券

图表 31 代森锰锌价格环比持平（万/吨）



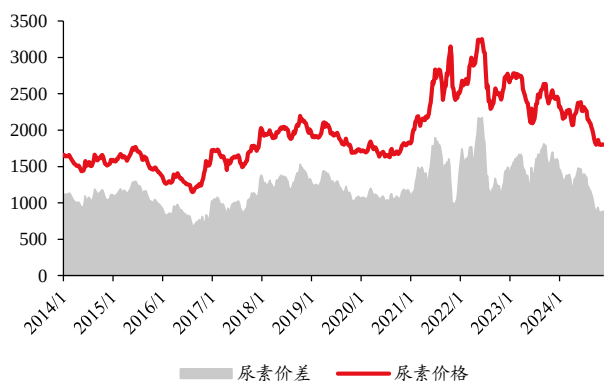
资料来源：中农立华，华创证券

图表 32 本周大豆现货价格环比小幅上行，玉米现货价格环比小幅下行（元/吨）



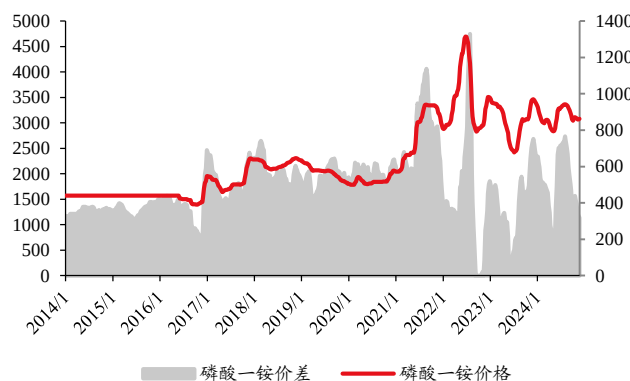
资料来源：Wind，隆众化工，华创证券

图表 33 本周尿素价格小幅下行（元/吨）



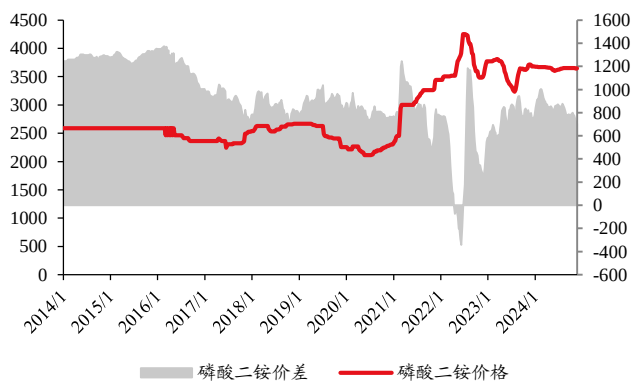
资料来源：Wind，隆众化工，华创证券

图表 34 本周磷酸一铵价格小幅上行（元/吨）



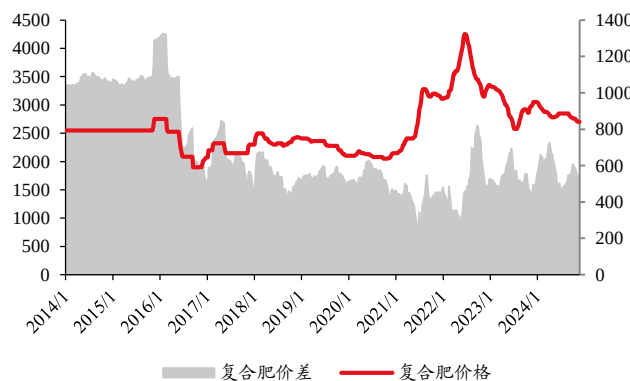
资料来源：Wind，隆众化工，华创证券

图表 35 本周磷酸二铵价格小幅上行（元/吨）



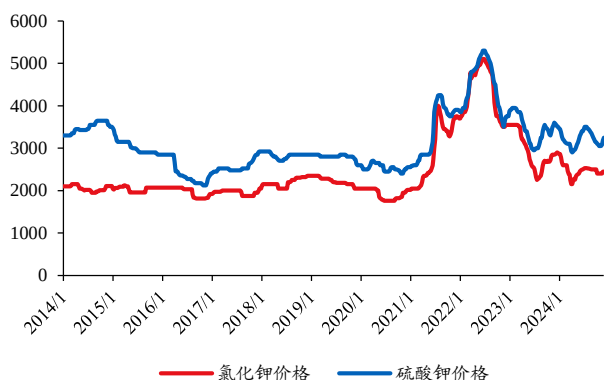
资料来源：Wind，隆众化工，华创证券

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 本周钾肥价格小幅上行（元/吨）



图表 38 本周氯化铵价格上行（元/吨）



资料来源：Wind，隆众化工，华创证券

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。

磷矿石市场基本稳定，矿企多维持前期报价。本周（2024.11.15-2024.11.21）磷矿石市场基本稳定，矿企多维持前期报价。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、湖北开采正常；四川地区环保检查陆续结束；贵州地区近日因环保检查，扬尘对破碎矿企稍有影响，但供应相对稳定。**需求方面：**磷复肥大会结束后，市场心态较为乐观，一铵企业上调价格，惜售为主。二铵企业发运当前订单，交易面变化不大。目前国内一铵开工在5成以上，二铵开工在6成以上。

黄磷市场持续利空，价格继续探底。本周（2024.11.15-2024.11.21）黄磷需求面仍然偏弱，供过于求的情况难以缓解，价格难获利好支撑，场内看空情绪主导，价格继续探底。**供给方面：**本周黄磷供应量较上周微幅减少。预计11月16日-11月22日期间产量18525吨，同上一周（11月9日-11月15日）产量18595吨相比减少了0.38%。本周黄磷供应量有增有减，整体以微幅减少为主。增量主因四川攀枝花地区1家黄磷企业增开1台电炉；玉溪地区2家黄磷企业检修结束恢复正常生产；贵州施秉地区1家企业检修结束恢复1台电炉。减量主因云南玉溪地区2家黄磷企业各停产1台电炉，昆明地区1家黄磷企业停2台电炉；截止11月21日，黄磷行业开工率约为68.93%；云、贵、川装置开工率分别为64.1%、72.98%、69.93%。**需求方面：**本周黄磷下游企业保持谨慎观望心态，继续压价探底，不断延迟采购计划，黄磷新单成交冷清。从主要下游产品看，草甘膦华东某工厂维持检修状态，其余工厂正常开工，但是价格难获利好支撑，行情持续下探；目前三氯化磷企业多接单生产，市场供应充足，虽然液氯价格高位，但是黄磷价格不断降低，再加上需求支撑不足，价格重心也以下行为主；热法磷酸下游谨慎观望，少量采购，在成本拖拽下，个别地区价格小幅下行。

热法磷酸成本支撑不足，局部地区市场价格重心下移。本周（2024.11.15-2024.11.21）热法磷酸成本支撑不足，局部地区市场价格重心下移。本周热法磷酸市场供应增加，但原料黄磷价格持续下跌，成本端无利好指引，企业报价普遍下调，华东地区重心小幅下移。截至本周四，国内热法磷酸市场均价为6866元/吨，较上周同期相比下跌34元/吨，跌幅0.49%。**供应方面：**本周热法磷酸供应较上周增加，主因四川地区环保检查结束，个别企业恢复生产。据百川盈孚不完全统计，预计第47周（11.16-11.22）热法磷酸产量21030吨，同上一周（11.9-11.15）相比增加了2.24%。**需求方面：**本周热法磷酸市场新单交投氛围清淡，下游企业在买涨不买跌心态下采购热法磷酸积极性降低，目前仍主要维持刚需采购。

磷酸二氢钙市场成本及供应端利好，价格行情上涨。本周（2024.11.15-2024.11.21）磷酸二氢钙市场成本及供应端利好，价格行情上涨。截至发稿，磷酸二氢钙市场周度均价为3984元/吨，与上周同期相比上涨2.63%。本周云南硫酸、磷酸氢钙、磷酸一二钙价格上涨，加上磷酸二氢钙市场开工低位，虽是需求淡季，但利好大于利空，在利好因素推动下，价格行情上涨。**供应方面：**本周磷酸二氢钙市场周度产量约8750吨，环比下降7.41%，开工率约41.36%，较上周下降3.31%。本周云南新增一磷酸二氢钙厂家装置停车检修，目前在产厂家仅有2家。**需求方面：**目前南方市场存在少量刚需，北方市场需求清淡。

下游需求利好渐起，磷酸铁排产有所增量。本周（2024.11.15-2024.11.21）下游需求利好渐起，磷酸铁排产有所增量。截止到11月21日，磷酸铁市场均价在10450元/吨，较上周同期价格持平。本周（2024.11.15-2024.11.21）需求端继续向好，同时主材价格震荡上行，铁锂实单价格上探。截止发稿，磷酸铁锂动力型均价上涨至3.47万元/吨，较上周同期上行0.08万元/吨；储能型市场均价上涨至3.3万元/吨，较上周同期上行0.05万元/吨。

磷酸铁供需方面：本周磷酸铁各厂出货不一，下游订单增量多集中在头部大厂，大厂开工率提升，产出增加；多数中小企业订单无较大起色，新单难成，开工率持续维系低位。本周有个别企业检修，市场整体产量减少，开工降低。**磷酸铁锂供需方面：**周内铁锂供应较上周基本持稳。月内订单基本敲定，周内铁锂企业接单提量生产，头部企业装置开工维持在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，装置负荷维持至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。

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。

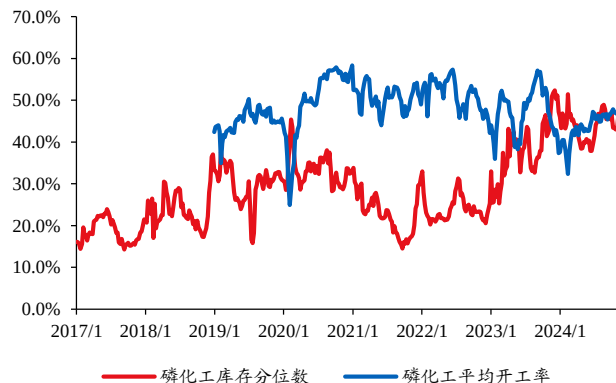
5、川恒股份（002895.SZ）：公司主营业务为磷酸及磷酸盐产品的生产销售，已形成矿山开采、磷酸盐产品生产、磷化工技术创新、伴生资源开发利用、磷石膏建筑材料等为一体的磷化工循环经济产业群。公司的资源储备充足，目前联合控制的磷矿储量为 5.3 亿吨，

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 21.9%



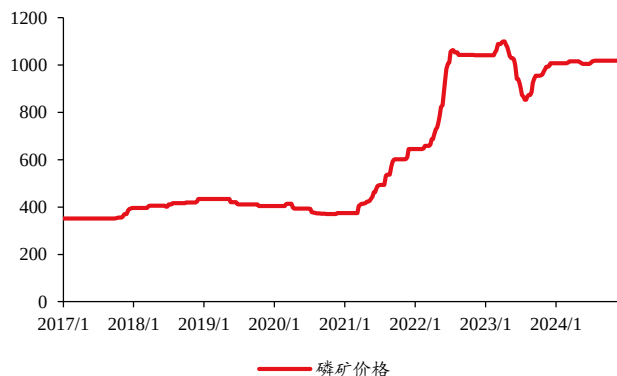
图表 40 本周磷化工库存分位数 49.0%，平均开工率 47.3%



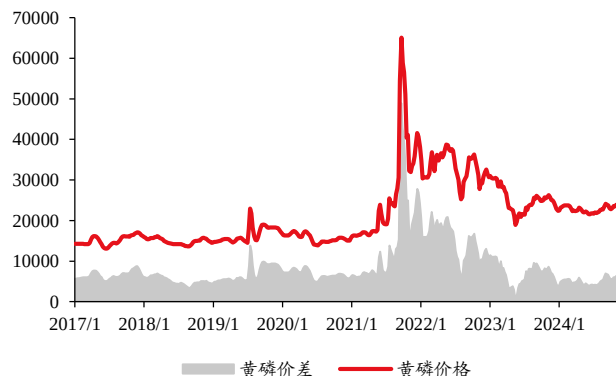
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 41 本周磷矿石价格企稳（元/吨）



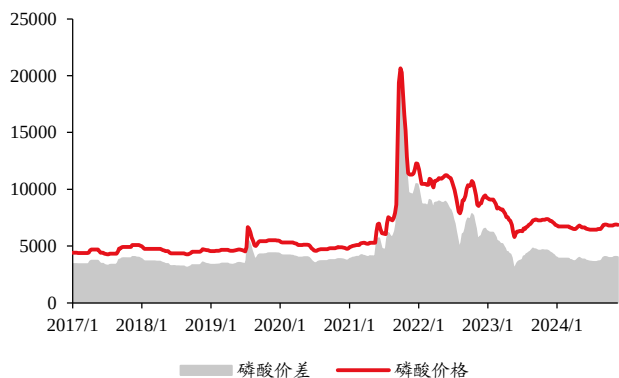
图表 42 本周黄磷市场价格下行（元/吨）



资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

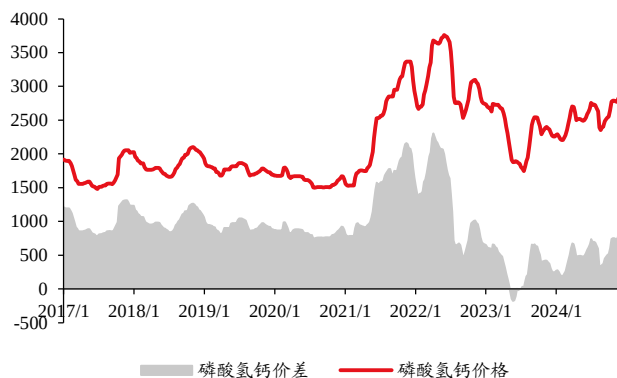
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 43 本周磷酸价格企稳（元/吨）



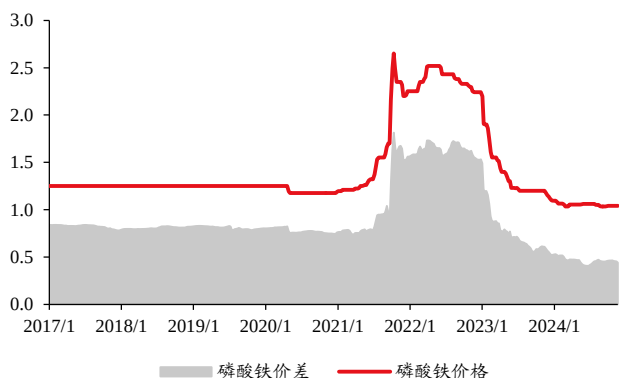
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 44 本周磷酸氢钙价格上行（元/吨）



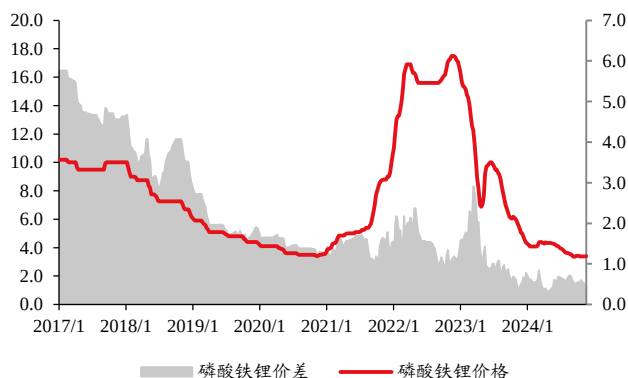
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 45 本周磷酸铁价格企稳（万元/吨）



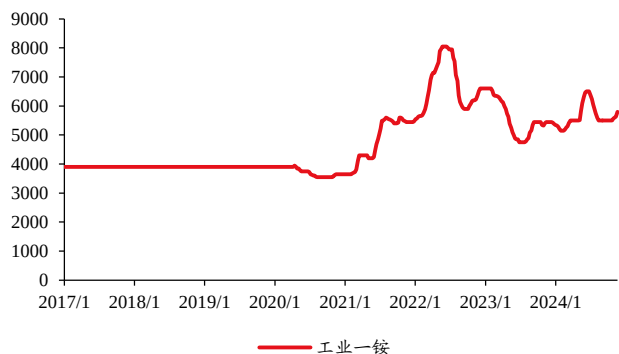
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 46 本周磷酸铁锂价格企稳（万元/吨）



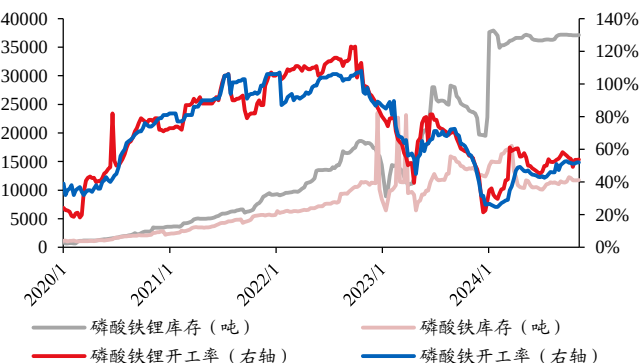
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 47 本周工业一铵价格上行（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 48 本周磷酸铁开工率小幅上行，磷酸铁锂开工率小幅上行



资料来源：百川盈孚，华创证券

（四）行业跟踪—煤化工：关注新疆煤化工的产业投资机会

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下行。截至 11 月 23 日，国内尿素市场均价 1798 元/吨，较上周变化-0.3%。期货拉升提振市场情绪，尿素现货价格先跌后涨。本周初市场成交氛围不温不火，尿素企业弱势下行，部分地区尿素价格跌至年内新低，其中山东、河南低端价格跌至 1720 元/吨，内蒙古最低成交价跌至 1610 元/吨，而后企业成交稍有好转。周中（11 月 19 日）宏观利好政策再度发力，尿素期货大幅上行，对现货市场情绪有所提振，下游补货积极性提升，现货成交增量明显。主产区多数企业待发订单得到补充，报价顺势上调。近两日期货上涨动力不足，市场观望情绪再起，现货涨势也随之放缓。整体来看，短期内在待发订单的支撑下，企业报价暂时坚挺运行。**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 33.11%，较上周提升 1.2%。肥企尚有一定冬储订单收款，陆续排产冬储肥，大厂多保持中等偏低负荷开工，小厂多处于停车状态，对尿素需求量稍有提升；本周国内三聚氰胺周产量约达 2.67 万吨，环比上周减少 6.52%。今日（11 月 21 日）国内三聚氰胺日产 3915 吨，较去年同期减少 510 吨，开工率为 56.29%，较上周同期下降 3.02%，对尿素需求量有所减少。农业方面，目前正处农需淡季，由于对后市信心不足，贸易商及农资商储备积极性并不高。整体来看，市场观望心态浓厚，工农业均维持小单采购，尿素需求跟进有限。**后市预测：**供应方面，下周初山西、河南及山东均有检修装置复产，而下半周内蒙气头装置将陆续检修，尿素日产量预计先增后降，在 19.2-19.8 万吨左右波动，另外考虑到当前企业库存高位，尿素市场供应量将继续增加；需求方面，目前国内正处于农需淡季，由于对后市信心不足，下游备肥积极性不高；复合肥企业逐步排产冬储肥，随着复合肥行业开工率的提升，对原料尿素的备货量也将有所增加，然而今年复合肥复工时间较往年有所推迟，多数中小型企业仍保持观望态度，复合肥需求量提升较为有限，其他工业胶合板等行业需求平稳，此外承储企业也大多保持逢低少量拿货的节奏，尿素需求整体跟进有限。综合来看，下周供需均存增加预期，市场基本面难有明显改变，预计下周尿素价格窄幅震荡运行，预计山东及两河主流中小颗粒成交价格 1740-1800 元/吨。需继续关注期货价格走势及装置动态。

本周合成氨价格环比下行。截至 11 月 23 日，合成氨市场均价为 2650 元/吨，环比-1.5%。合成氨市场价格北涨南跌，行情区域化运行。本周合成氨市场交投不一，北方地区前期价格下滑至低位后，厂家出货及库存压力多有缓和，加之局部下游竞拍价格引导，价格试探回弹，湖北地区供需压力增加，且外围北方存低价，行情承压回落，华东高价也陆续联动下滑。**供应方面：**百川盈孚统计，第 47 周商品氨量 26.3 万吨左右，环比增加 5.65%。北方地区供应增量，山西天源本周暂不外销，山西润锦检修装置提负中，恢复少量出货。华东地区供应充裕，安徽华尔泰装置提负中，月底有增量预期；福建永荣本周放量小幅增加。华中地区供应恢复，湖北金华润装置，宜化复产停止收氨，湖北市场供应偏高。川渝地区，重庆卡贝乐装置尚未恢复，区域内询货偏紧，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：**冬储市场交投氛围僵持，磷复肥行业开工小幅提升，但对原料合成氨需求仍相对有限。化工方面：本周丙烯腈市场区间整理，己内酰胺市场价格上探，化工行业开工水平较上周同期波动不大，对原料合成氨按需跟进为主。从下游市场来看，合成氨市场需求面暂无明显利好提振。**后市预测：**合成氨市场灵活涨跌，价格联动调整。供应面，山西润锦装置提负中，外销预期增量，陕西龙门、湖南金牛等检修装置多计划于月底恢复，安徽华尔泰技改装置月底有增量预期，合成氨市场整体供应持续充裕且局部或有增量。需求面，冬储推进较为僵持，下游化肥市场大稳小动，行业开工持续缓慢提升，对合成氨仍多刚需采购，合成氨需求面支撑或有限。综合来看，合成氨市场多地货源存增量预期，市场供应端难见利好支撑，且下游需求面无明显利好，合成氨基本面表现预计持续偏弱，北方地区价格回涨空间或有限，需关注下游对高价接货情绪变化，华中及华东地区供需压力预计趋增，价格或稳中趋弱调整。预计下周合成氨市场窄幅偏弱震荡，合成氨主流成交区间 2400-2700 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 23 日，国内甲醇市场均价 2579 元/吨，环比+3.0%。甲醇市场价格延续推涨，企业整体出货顺畅。西北地区甲醇市场价格整体以偏强为主，调整幅度在 5-130 元/吨左右；山东地区甲醇市场价格上涨，幅度在 80-110 元/吨左右；华中地区甲醇市场价格窄幅上涨，调整幅度在 50-80 元/吨左右；西南地区甲醇市场价格上调，调整幅度在 20-30 元/吨左右；华北地区甲醇市场价格偏暖运行，调整幅度在 60-120 元/吨左右。港口方面，近期甲醇期货主力盘面走势偏强，甲醇港口市场价格随盘调整，上调幅度在 50-90 元/吨左右。

本周 DMF 市场价格环比下行。截至 11 月 23 日，国内 DMF 均价 4011 元/吨，环比-2.2%。市场基本面偏空，DMF 价格震荡下行。周内甲醇主力期货盘面走势坚挺，港口价格随盘上行，且主力烯烃需求有所释放，厂家出货较为顺畅，库存多降至低位状态。在多重利好消息提振下，业者心态较为坚挺，周内竞价均为溢价成交，场内低价初步上探。另一原料合成氨市场走势偏弱，山西运力逐步恢复，场内成交情况有所好转，在低库存支撑下价格窄幅回暖。鲁南地区限产尚未恢复，供应端利好支撑尚存，价格运行较为坚挺，但两湖及川渝地区出货情况不佳，且局部供应仍存增量预期，业者看空情绪偏多，一定程度上抑制合成氨价格上涨，整体来看 DMF 原料端市场走势震荡偏强。个别降负装置周内逐步恢复，开工虽有小涨，但前期低价吸单顺畅，厂家库存得到有效缓解，周内价格略有小涨。然北方市场供应压力不减，在弱需求拖拽下，场内散单成交一般，库存未有明显消减，成交仍以低价为主，高价货源难见放量。目前市场价格参考：华东地区江苏市场主流价格参考 3800-3900 元/吨左右承兑送到，浙江市场主流价格在 3900-4150 元/吨左右承兑送到；华南 DMF 含税国产货商谈 4150-4250 元/吨附近；华北 DMF 含税国产货商谈 3600-3750 元/吨附近（承兑送到）。

本周醋酸市场价格环比上行。截至 11 月 23 日，国内醋酸价格 2656 元/吨，环比+1.1%。

市场现货库存偏紧，醋酸价格小幅推涨。本周醋酸市场存在多厂家装置意外故障降负情况，整体开工小幅走低，同时部分厂家存有超卖、限量发货等操作，市场现货紧张，加之近期醋酸价格一直在成本线边缘，下游补货需求小幅回温，处于厂家库存持续低位的背景下，厂家及贸易商挺价意愿较强，因此推动醋酸价格小幅上涨，但考虑到需求利好阶段性较强，价格连续推涨动力不足，周度后期随着下游补货到达尾声，价格开始守稳。**供应方面：**本周醋酸整体开工较上周下调 2.02%，为 85.18%。本周醋酸产量约为 218806 吨，较上周环比下跌 2.32%。装置情况：周内广西地区装置 11.14 日-11.17 降负运行，山东地区装置 11.19 日汽化炉故障装置降负，上海 50 万吨装置 11.17 日-11.19 日意外停车。**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 58.12%，较上周同期下调 4.66%。本周醋酸主力下游产品存在检修装置，其中醋酸丁酯和醋酸开工负荷下降明显，终端整体需求端利空牵制持续。

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。

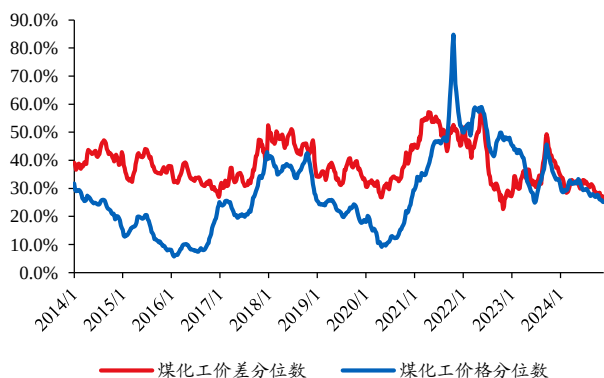
2、华鲁恒升（600426.SH）公司是煤化工行业龙头白马，专注于煤化工及石化品，建立了“一头多线、柔性联产”的模式，为国内主要的 DMF、丁辛醇、醋酸生产企业，拥有国内最大的单套煤制乙二醇装置。依托全厂煤气化模式，公司可根据利润适当调节产品产量，近两年来毛利率维持于 25%-30%中枢水平。随新项目逐步落地，公司中长期增长具备充足动力。2023 年 11 月公司发布公告，荆州基地气体动力平台项目、合成气综合利用项目已打通全部流程，生产出合格产品，包含年产 100 万吨尿素、100 万吨醋酸、15 万

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%。

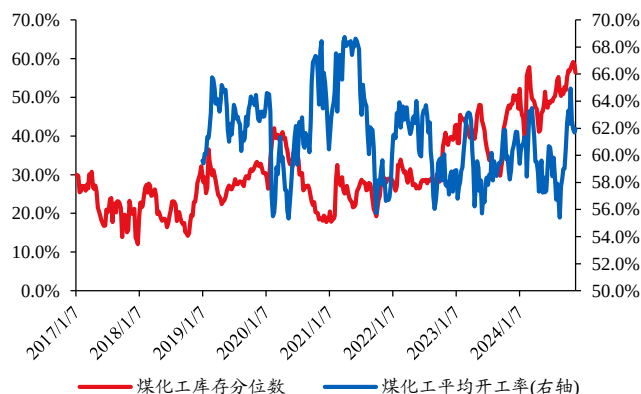
4、江苏索普（600746.SH）公司拥有煤化工、精细化工、基础化工三条产业链，为国内首家打通煤炭—甲醇—醋酸羰基化路线的企业，技术积累深厚，拥有 120 万吨/年的醋酸产能，同时配套有 30 万吨/年醋酸乙酯生产能力，为醋酸行业上市龙头。结合公司业绩及醋酸价格持续上涨，公司有望充分受益，同时公司新项目投产后，醋酸的生产成本将进一步下降，醋酸行业景气为公司带来的业绩弹性较大。2024 年前三季度公司实现营业收入 49.5 亿元，同比+26.2%，实现归母净利润 2.1 亿元，同比+239.7%。

图表 49 本周煤化工行业价格/价差分位数分别为 25.2%/26.2%



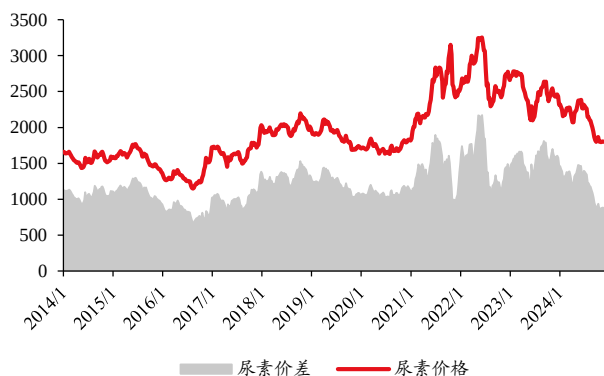
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 50 本周煤化工库存分位数为 56.4%，平均开工率为 61.95%



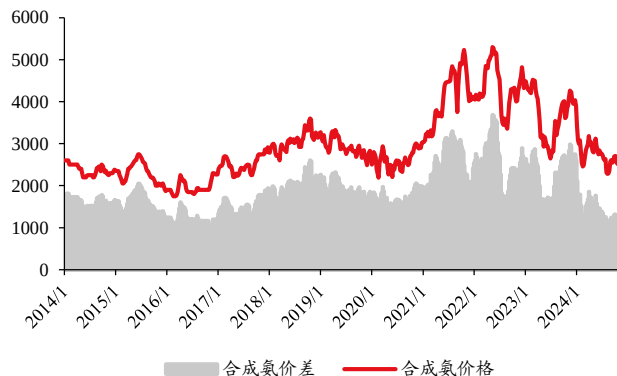
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 51 本周尿素价格环比下行（元/吨）



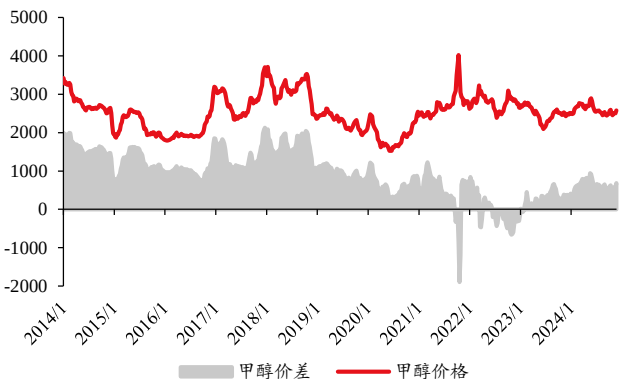
资料来源：隆众石化，华创证券

图表 52 本周合成氨价格环比下行（元/吨）



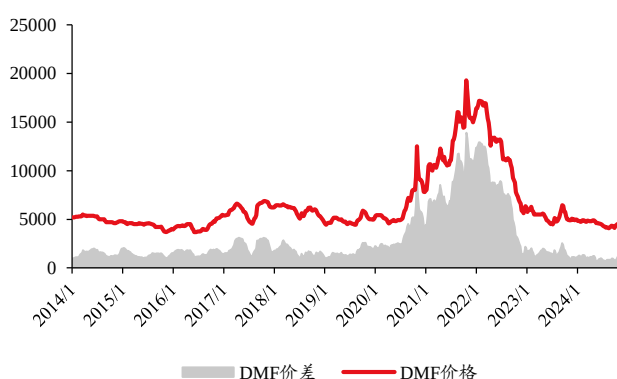
资料来源：隆众石化，华创证券

图表 53 本周甲醇价格环比上行（元/吨）



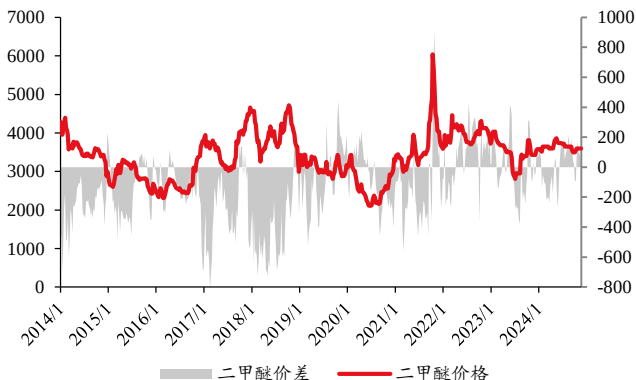
资料来源：Wind，华创证券

图表 54 本周 DMF 价格下行（元/吨）



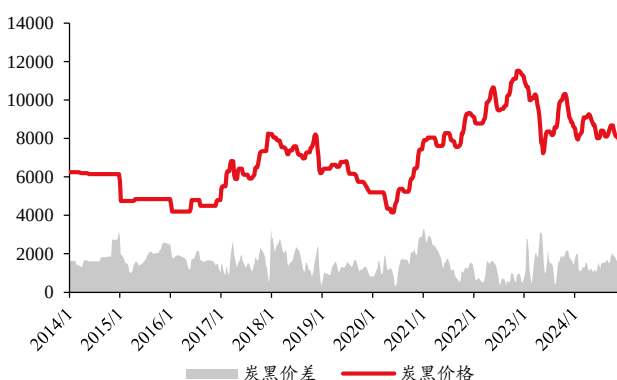
资料来源：隆众石化，华创证券

图表 55 本周二甲醚价格环比持平（元/吨）



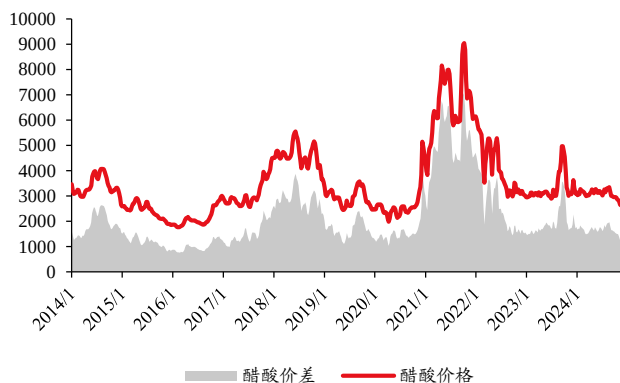
资料来源：Wind，华创证券

图表 56 本周炭黑价格环比下行（元/吨）



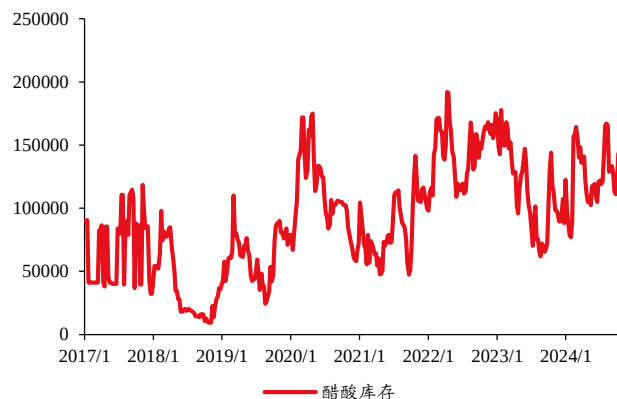
资料来源：隆众石化，华创证券

图表 57 本周醋酸价格环比上行（元/吨）



资料来源：Wind，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

不定时限电影响加深，电石市场行情强势拉涨。本周（2024.11.15-2024.11.21）国内电石市场行情震荡上行。截至稿前，中国电石市场均价约为 2970 元/吨，较上周同期均价相比上涨了 0.92%。上周五至今宁夏乌海地区电石贸易出厂价格累计上调了 100 元/吨，执行 2750 元/吨附近；而下游采购企业仅有个别调涨，多数企业电石到厂价格坚挺为主。近期乌海地区电石大企业出货向好，且个别企业不乏压车情况，厂家早有调价之意，上周五乌海地区试探上调电石出厂价格，宁夏地区紧随其后；而下游企业电石整体到货量表现尚可，遂价格并未有跟进。周末内蒙古地区限电影响加深，场内供应量大幅缩减，加之河南、山东地区 PVC 采购陆续提量，电石企业出货仍无压力，今日再度拉涨电石出厂价格；下游企业电石到货量则呈现区域性，各企业根据自身情况相应做出调整，但多数企业电石到厂价格仍维持稳定。随着环保管控的结束，西南地区 PVC 企业开工也陆续恢复正常，电石以省内采购为主，本周企业跟随西北地区电石价格上行为主。**供应方面：**本周电石行业整体开工率约为 68.28%，较上周相比开工负荷相比下跌了 1.51%。本周内蒙古地区受不定时限电影响，乌海及乌兰察布地区部分企业产量缩减，周日单日影响量将近 2000 吨；同时宁夏、陕西、甘肃地区也受到电力原因波及，个别企业计划外停炉，电石产量亦有缩减。虽然乌海地区电石炉仍有重启情况，但增量有限；西南地区电石开工较为稳定。**需求方面：**本周国内电石法 PVC 市场行情继续下行，现货市场价格自周一跌破五千关卡后震荡下挫，部分企业为防库存过剩以及促进资金回流，被迫降价销库，贸易商随行就市，市场气氛略显焦灼，因此本周大部分企业并未上调电石到厂价格。周内随着环保管控的结束，部分前期检修装置已陆续恢复运行，电石法 PVC 整体开工负荷微幅上升。

PVC 现货跌破五千，市场行情如履薄冰。本周（2024.11.15-2024.11.21）国内电石法 PVC 市场整体行情窄幅走弱，现货市场周内价格跌跌不休，截至目前电石法 PVC 市场均价为 4945 元/吨，较上周四均价下跌 66 元/吨，跌幅 1.32%。**供应方面：**本周电石法 PVC 装置开工 82.93%。乙烯法 PVC 生产装置开工 82.21%。**需求方面：**本周下游开工持续低位，需求难见放量。

片碱市场成交氛围转淡，企业积极出货为主。本周（2024.11.15-2024.11.21）片碱市场成交氛围转淡，企业积极出货为主。截止到 2024 年 11 月 21 日中国固体烧碱（注：各地库提价格，含税）价格 3543 元/吨，比较 2024 年 11 月 14 日价格下调 71 元/吨，跌幅 1.96%。

片碱供应方面：山东地区主流碱厂降负检修计划近期恢复，后期暂未有片碱装置有检修计划，且山东地区有新增产能计划月底投产，内蒙古地区前期停车装置也有复工消息传出，预计后期片碱市场供应呈增涨趋势。**需求方面：**近期主力耗碱下游氧化铝行业因矿石较为紧张及环境管控等原因影响开工，对片碱市场需求有一定利空影响；非铝方面考虑到天气逐渐寒冷，开工有走弱趋势，预计需求方面后市表现弱势。**液碱供应方面：**下周国内氯碱企业检修计划有限，山东、内蒙古、江苏地区有企业负荷有提升计划，预计下周国内液碱有增量预期。**需求方面：**下周氧化铝企业存减产、增产计划，预计下周氧化铝市场开工变化有限，但仍要关注环保政策以及设备检修等问题对于氧化铝企业生产带来的影响，预计下周氧化铝对液碱需求有缩减预期。非铝下游因各地液碱价格高位，多刚需拿货。整体上需求端变化不大。

开工水平上涨，纯碱市场价格主流维稳。本周（2024.11.15-2024.11.21）国内纯碱市场变化不大，价格表现仍较为僵持，市场整体维稳运行为主。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 1554 元/吨，较上周四价格持平。周内纯碱市场氛围平淡，个别碱厂报盘涨跌调整，其中安徽、广东地区报盘价格有所上调，广东碱厂报盘涨幅较大，青海地区低位价格继续下探，存一定议价空间，其余地区价格变动不大，多灵活商谈议价为主。**供应方面：**截止到 2024 年第 47 周，据百川盈孚统计，中国国内纯碱总产能为 4345 万吨（包含长期停产企业产能 375 万吨），装置运行产能共计 3970 万吨（共 20 家联碱工厂，运行产能共计 1880 万吨；11 家氨碱工厂，运行产能共计 1430 万吨；以及 3 家天然碱工厂，产能共计 660 万吨）。**需求方面：**下游焦亚硫酸钠、泡花碱、两钠、冶金、印染、水处理等行业维持刚需补库，多随用随采少量补仓为主；玻璃领域本周平板玻璃开工下降，光伏玻璃产量维持稳定，暂未有新增放水冷修产线听闻。

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（2024/11/08）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。

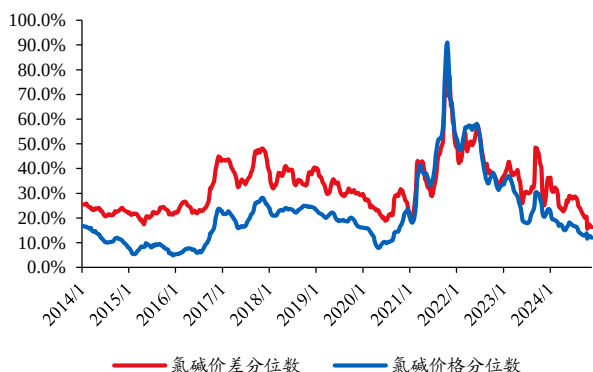
2、新疆天业（600075.SH）：公司是新疆生产建设兵团第八师的大型国有企业，当前已形成较为完整的“自备电力→电石→聚氯乙烯树脂及副产品→电石渣及其他废弃物制水泥”一体化绿色环保型循环经济产业链。目前公司拥有 PVC 产能 134 万吨（含 114 万吨通用树脂、10 万吨特种树脂、10 万吨糊树脂）、烧碱产能 97 万吨、电石产能 213 万吨、水泥产能 405 万吨等，同时自备两个发电厂。公司一体化产业链配套完善，上游自备热电厂，地处新疆享有丰富、优质的煤炭资源；下游电石实现对 PVC 生产的自供，可保证生产运营的平稳。公司于内部持续优化管理、改善资产质量；于外部顺应“双碳”目标，发挥循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

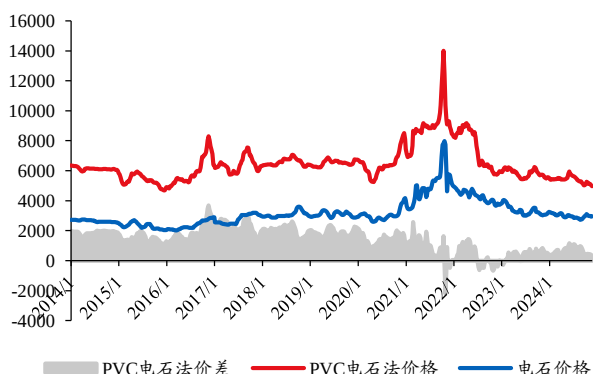
上涨。公司拥有烧碱产能 53 万吨（自用率 80%，用于粘胶短纤生产）、粘胶短纤产能 78 万吨、有机硅产能 20 万吨、PVC 产能 51 万吨（糊树脂 8 万吨+粉树脂 43 万吨）等。受益于循环经济模式,公司业务板块在行业内成本及能耗较低,当前已围绕“两碱一化”完成产业布局,未来将继续稳步扩张,并走差异化路线,逐步实现从基础化工向精细化工。

图表 59 本周氯碱价格分位数 12.1%，价差分位数 16.3%



资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 61 本周电石法 PVC 价格下行（元/吨）



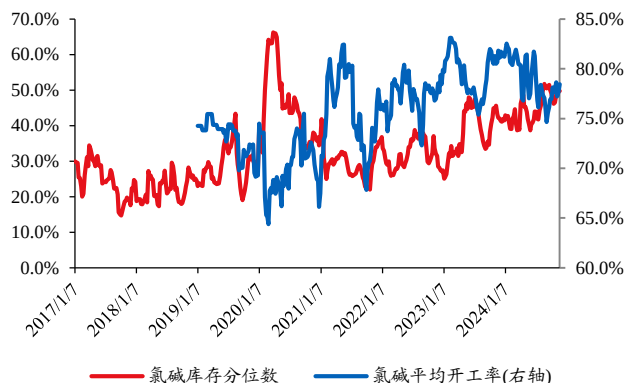
资料来源: Wind, 华创证券

图表 63 本周片碱（烧碱）价格下行（元/吨）



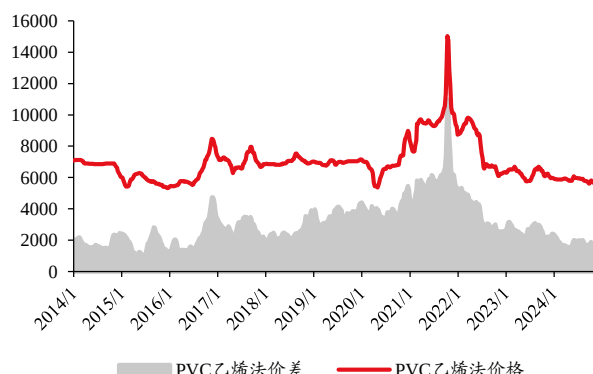
资料来源: Wind, 华创证券

图表 60 本周氯碱库存分位数 49.7%，平均开工率 78.4%



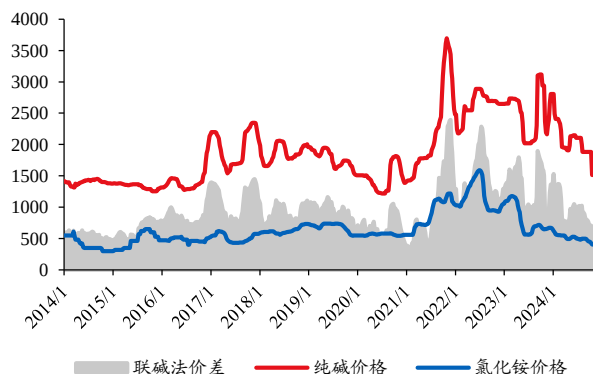
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 62 本周乙烯法 PVC 价格下行（元/吨）



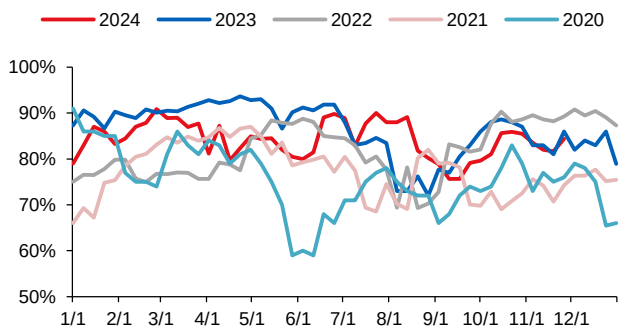
资料来源: Wind, 华创证券

图表 64 本周山东地区纯碱价格（联碱法）企稳（元/吨）



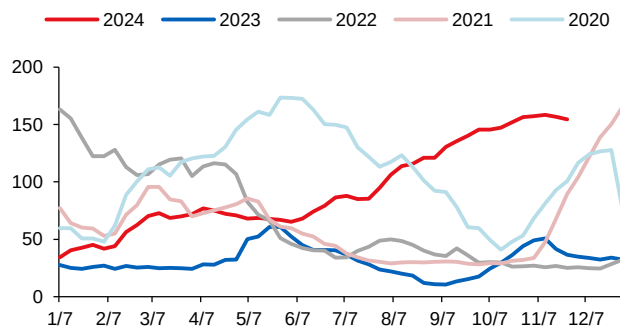
资料来源: Wind, 华创证券

图表 65 本周纯碱开工率上行



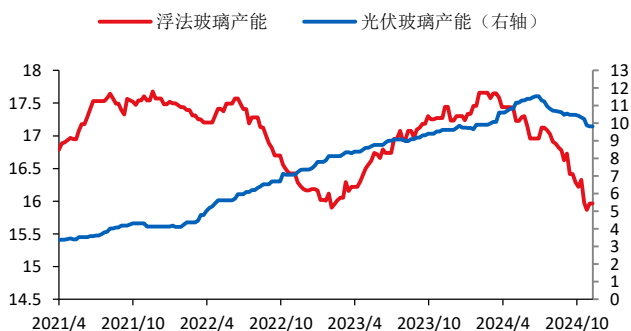
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 66 本周纯碱库存减少（万吨）



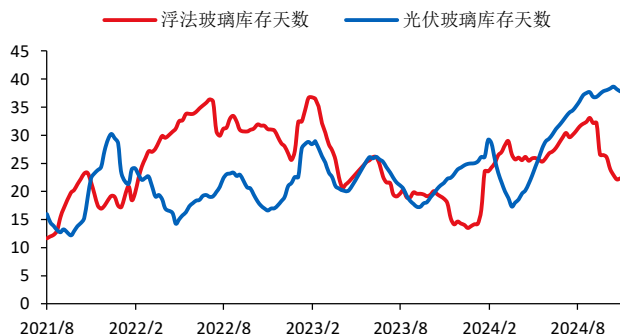
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 67 本周浮法玻璃日熔量持平（万吨/日）



资料来源：卓创资讯，华创证券

图表 68 本周浮法玻璃库存增加（天）



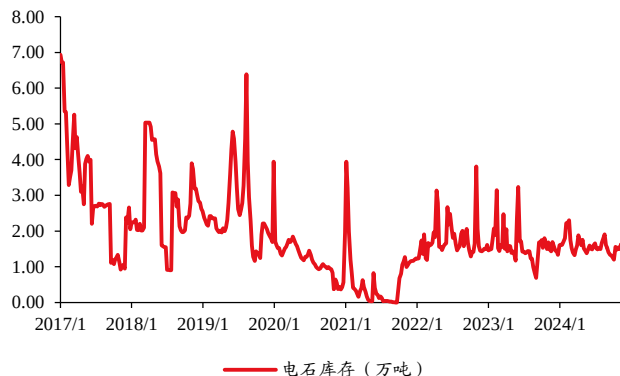
资料来源：卓创资讯，华创证券

图表 69 本周 PVC 库存减少（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 价格下跌

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 价格下跌，纯 MDI 价格上涨。从聚合 MDI 来看，供应面：市场听闻北方大厂宁波基地 40+80 万吨 MDI 装置本周开始轮流检修 45 天；上海 B 工厂 MDI 母液装置故障解除，目前恢复正常；上海 H 工厂 35 万吨 MDI 装置检修中，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；重庆巴斯夫装置计划于 12 月检修 3-4 周；上海 C 工厂 MDI 装置存检修计划。**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 需求逐步缩减。截至 2024 年 11 月 23 日，聚合 MDI 周均价为 18143 元/吨，环比上周下跌 107 元/吨；价差为 10355 元/吨，环比上周增加 259 元/吨。**从纯 MDI 来看，需求面：**下游氨纶开工 7 成左右，市场需求偏淡下，部分经销商让利出货，市场实单商谈重心下移；下游 TPU 开工 8-9 成左右，在需求及成本的双重利空作用下，市场利好支撑有限；下游鞋底原液及浆料开工 3-4 成，企业降负生产，供强需弱现状难改。截至 2024 年 11 月 23 日，纯 MDI 周均价为 19314 元/吨，环比上周上涨 214 元/吨；价差为 11527 元/吨，环比上周增加 580 元/吨。

本周 TDI 市场价格下跌。供应方面：本周 TDI 产量继续缩减，整体开工率降至 62.07% 附近，上海 C 厂 31 万吨装置检修，新疆装置上周末临时短停后恢复，其他工厂开工负荷正常，整体市场货源充沛。**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 刚需采购为主，备货意愿不强。截至 2024 年 11 月 23 日，TDI 周均价为 12760 元/吨，环比上周下跌 120 元/吨；价差为 7542 元/吨，环比上周减少 83 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国地位，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，飓风弗朗辛登陆美国路易斯安那州，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 15%，价差分位数 23%



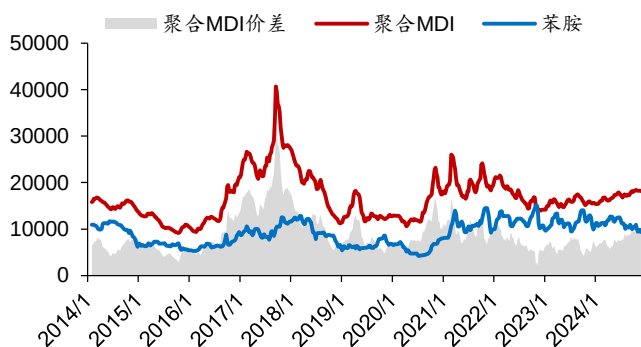
资料来源：Wind，华创证券

图表 72 本周聚氨酯板块库存分位数 47%



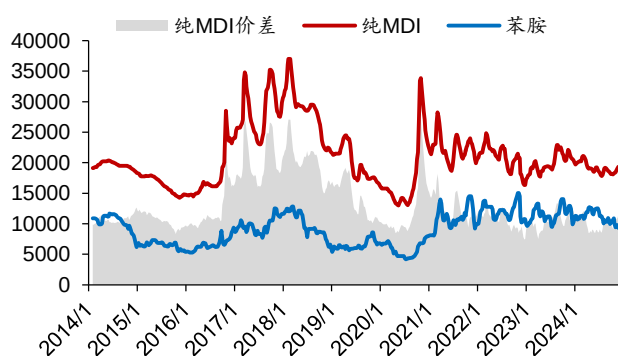
资料来源：Wind，华创证券

图表 73 本周聚合 MDI 价格下跌（元/吨）



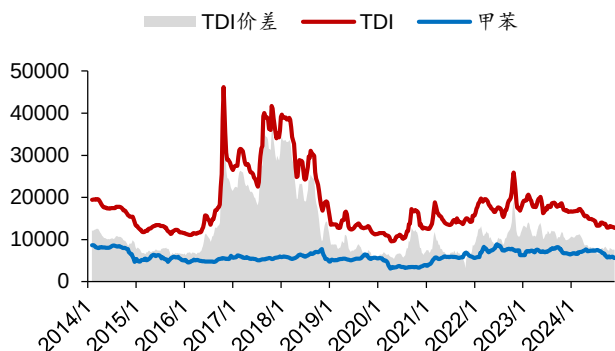
资料来源：Wind，华创证券

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 价格下跌（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 76 本周软泡聚醚价格持平（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 价格上涨

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。周初，飓风导致美国墨西哥湾部分原油生产关闭，油价上涨。周中期，飓风对原油供应影响减弱，中国公布的财政政策几乎没有直接针对需求，市场对中国需求前景充满困惑，加之特朗普当选美国总统后可能增加原油产量及美元走强，国际油价大跌，美油跌至 70 关口下方。周后期，原油市场在经历连续两日大幅下跌后，投资者空头回补，油价有所反弹上涨，但 OPEC 下调原油需求预测及 EIA 小幅上调全球石油供应预期，油价涨幅受限。截至 11 月 23 日，布伦特原油价格为 74.98 美元/桶，环比上周上涨 1.61 美元/桶。

本周 PX 价格上涨。**供应方面：**截至 11 月 14 日，国内 PX 市场开工在 80.58%，周内福建一 PX 装置临时停车，而浙江、山东均有 PX 装置提负运行，周内产量有所提升，市场货源流通宽松局面仍在持续。**需求方面：**周内下游 PTA 行业开工小幅提升，其对原料端需求稍有转好，但影响有限，难以改变 PX 供需弱勢的格局。截至 2024 年 11 月 23 日，FOB 韩国 PX 周均价为 797 美元/吨，环比上周上涨 6 美元/吨；PX 价差 164 美元/吨，环

比上周增加 7 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%



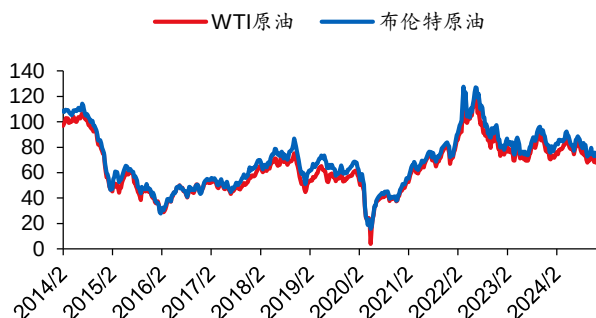
资料来源：Wind，华创证券

图表 78 本周石化板块库存分位数 45%



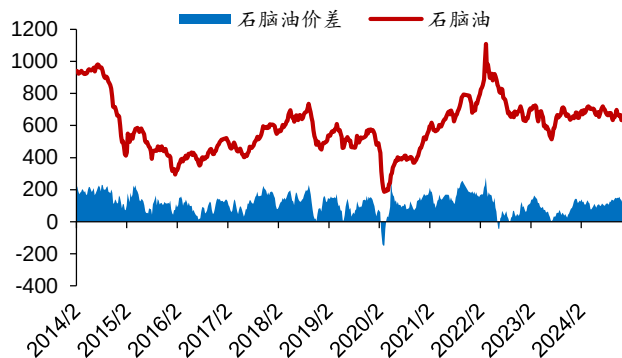
资料来源：Wind，华创证券

图表 79 本周国际原油价格上涨（美元/桶）



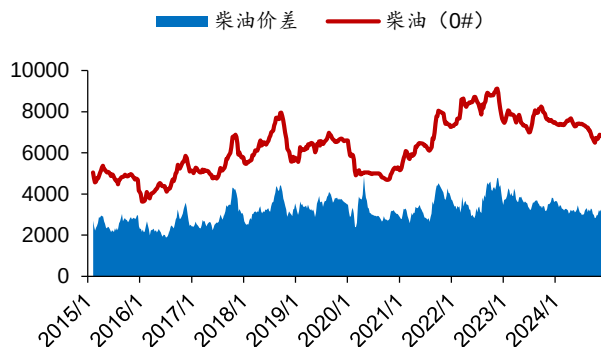
资料来源: Wind, 华创证券

图表 80 本周石脑油-原油价差减少（美元/吨）



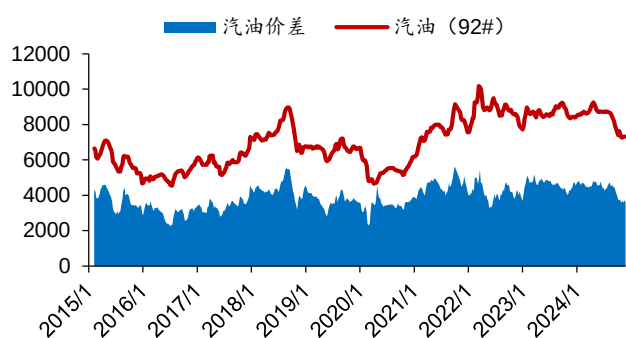
资料来源: Wind, 华创证券

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）



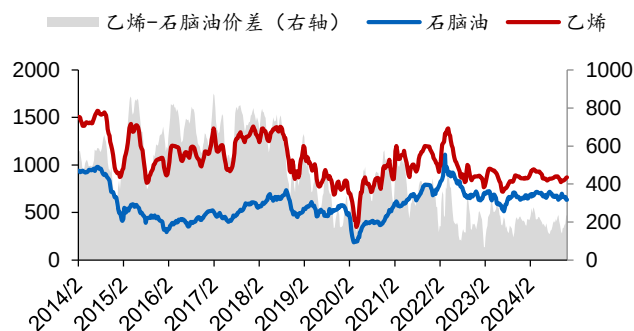
资料来源: Wind, 华创证券

图表 83 本周PX价差增加（美元/吨）



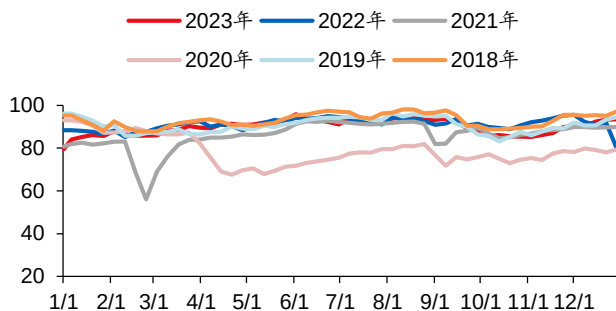
资料来源: Wind, 华创证券

图表 84 本周乙烯价差增加（美元/吨）



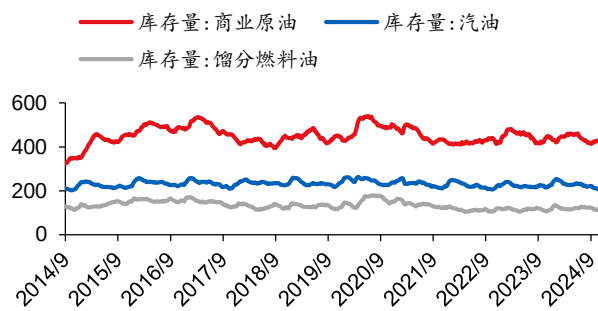
资料来源: Wind, 华创证券

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，丙烯价格下跌

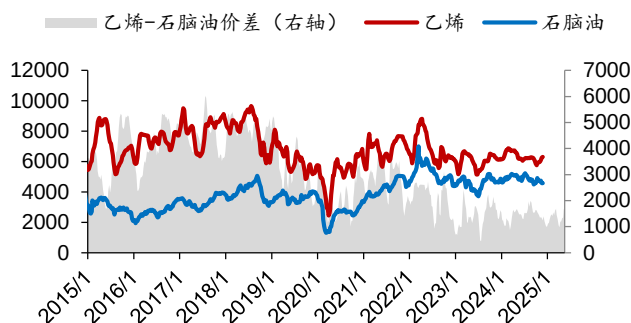
本周乙烯价格上涨。供应端：鲁西化工产能 12 万吨/年 MTO 装置于 2024 年 11 月 17 日计划外停车检修，预计月底左右重启；中海壳牌 2#产能 120 万吨/年装置于 2024 年 11 月 12 日临时停车；浙石化产能 140 万吨/年 3#裂解装置于 2024 年 11 月 5 日停车检修，预计检修 15 天左右；天津南港产能 120 万吨/年装置于 2024 年 11 月 6 日开车投料；金诚石化产能 60 万吨/年装置 10 月初停车，预计 12 月左右重启；华泰盛富产能 60 万吨/年装置于 2024 年 10 月 10 日停车检修，初步计划检修 2 个月左右；武汉乙烯产能 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；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。**需求端：**聚乙烯价格偏强整理，供应端存一定支撑。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：上海石化、独山子石化、上海石化、大庆石化、中天合创、中海壳牌、广东石化、兰州石化。下游农膜开工率稍有回落，约为 40.64%。低供应与弱需求持续对峙，苯乙烯行情小幅追涨。旭阳苯乙烯进入停车检修期，整体开工水平小幅波动，平均开工率 65.94%。本月仍有个别装置计划停车，苯乙烯国产开工存缩减预期。成本端表现尚可，乙二醇市场价格小幅波动。山西一套 20 万吨、广西一套 20 万吨装置重启出料，新疆一套 60 万吨装置提负运行，行业开工有所提升。其中乙烯制开工负荷约为 70.57%。供需相对平衡，环氧乙烷价格坚挺。远东联石化 18 万吨/年 EO 装置满负荷运行，泰兴金燕重启，部分企业负荷提升，环氧乙烷供应增加，开工率提升。PVC 期现窄幅走跌，下游需求不见起色。目前乙烯法 PVC 整体开工负荷为 84.65%。接下来部分乙烯法 PVC 企业检修装置计划恢复运行，整体开工负荷或再度上调。截至 2024 年 11 月 23 日，本周乙烷价格 21.50 美分/加仑，环比上周上涨 1.96 美分/加仑。乙烯 CFR 价格 871 美元/吨，环比上周增加 5 美元/吨；本周石脑油制乙烯价差 1722 元/吨，环比上周增加 51 元/吨；乙烷裂解制乙烯价差 2917 元/吨，环比上周减少 94 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 68.40%，其中乙烯制开工负荷约为 70.47%，合成气制开工负荷约为 64.84%。本周山西一套 30 万吨装置升温重启中，然尚未出料，行业整体开工变动有限，保持高位。**需求方面：**当当前终端纺织市场订单量下降，聚酯工厂成品库存有所增加，目前聚酯行业整体开工在保持高位下调至 91.20%附近。截至 2024 年 11 月 23 日，本周乙二醇均价 4632 元/吨，环比上周上涨 22 元/吨；乙烯制乙二醇价差 847 元/吨，环比上周减少 9 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小幅增加，周内多数企业生产稳定，华东泰兴金燕装置负荷提升，周内环氧乙烷供应量增加，开工率小幅提升。

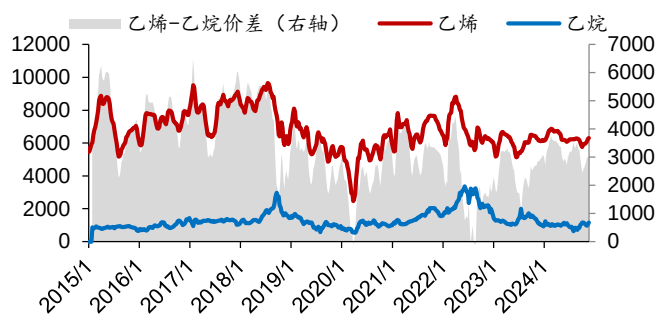
需求方面：本周下游需求表现一般。主力下游减水剂单体市场价格上涨 50 元/吨，主因华东地区开工企业较少，供应紧张推动价格小幅拉涨，需求并未有明显改善，东北单体厂家谨慎观望为主。周内表面活性剂市场相对平淡，前期行情上涨主要受原料上涨带动，周内原料脂肪醇价格涨后企稳，表面活性剂市场高位盘整，需求较为平淡。氯化胆碱市场价格稳定，山东地区 50%玉米芯载体商谈参考价格稳定在 3600 元/吨左右。周内一乙醇胺、二乙醇胺价格下跌，三乙醇胺市场暂稳。市场需求偏淡下，持货商出货心态明显，工厂一乙醇胺、二乙醇胺对外报盘持续下调，下游用户采购积极性欠佳，市场实单成交灵活商谈，商谈重心走低。三乙醇胺工厂对外报盘稳定，下游用户刚需跟进为主。截至 2024 年 11 月 23 日，本周环氧乙烷均价 7000 元/吨，环比上周持平；环氧乙烷价差 2395 元/吨，环比上周减少 38 元/吨。

图表 87 本周乙烯-石脑油价差增加（元/吨）



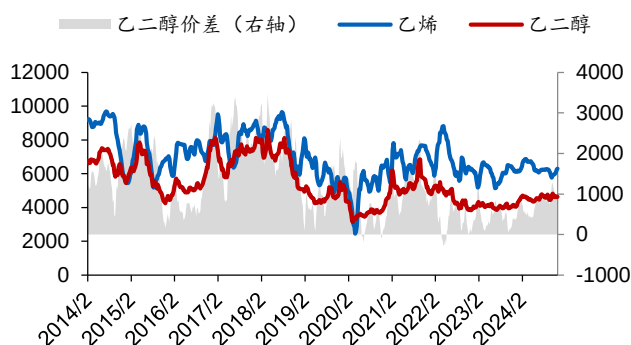
资料来源：Wind，华创证券

图表 88 本周乙烯-乙烷价差减少（元/吨）



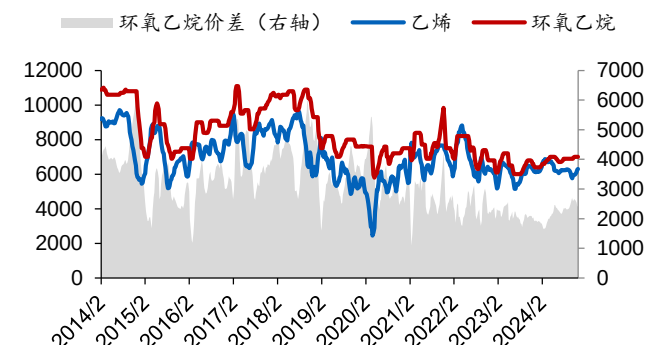
资料来源：Wind，Bloomberg，华创证券

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

本周丙烯价格下跌。供应方面：天津渤化装置于 11 月 8 日停车检修，预计检修 65 天左右；东华茂名丙烯装置 11 月 10 日停车检修，预计持续至十二月结束；湖北金澳装置于 7 月 29 日停车检修，持续至 11 月 13 日结束；维远化学丙烯装置 11 月 18 日停车，重启时间待定；鲁西丙烯装置停车计划延期，货源供应较为充裕，对丙烯市场支撑有限。**需求方面：**本周丙烯下游产品市场难见亮眼表现，聚丙烯期货盘面先抑后扬，现货价格低开震荡，丁辛醇价格持续下行，其他下游价格弱势整理，场内部分聚丙烯装置短停，某丙烯酸装置重启，下游开工负荷处于低位，下游需求跟进有限，相对限制丙烯市场交投氛围。截至 2024 年 11 月 23 日，丙烷价格 625 美元/吨，环比上周下跌 7 美元/吨；丙烯市场均价 6850 元/吨，环比上周下跌 30 元/吨；本周 PDH 价差 1420 元/吨，环比上周增加 16 元/吨。

本周丙烯酸价格持平。供应方面：目前，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、兰州石化、山东开泰（新厂）及宁波台塑部分丙烯酸装置停工检修中；丙烯酸区域内产能利用率提升，前期短停检修装置重启，持货商随行就市报盘，下游刚需跟进。本周末西北地区某厂丙烯酸及酯装置陆续重启，场内供应量进一步增多。**需求方面：**国内胶带母卷行业开工率较上周相比小幅升高，但幅度不大，胶带母卷行业开工维持4成附近，部分企业出货速率减慢，胶带母卷市场刚需跟进，下游根据自身订单采购，市场现货资源较为充足。截至2024年11月23日，丙烯酸价格7200元/吨，环比上周持平；本周丙烯酸价差2268元/吨，环比上周增加22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574元/吨，环比上周增加96元/吨。

本周丁酮价格持平。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59.09%。周内各厂家装置平稳运行，丁酮产量波动有限，工厂库存水平可控，供应面利好指引不强。**需求方面：**国内需求疲弱牵制，丁酮价格上涨空间有限，下游询盘采购意向缺乏，需求跟进有限，业者对当前局面持观望心态居多，整体交投状况不佳。目前丁酮市场上涨空间有限。截至2024年11月23日，丁酮均价7040元/吨，环比上周持平；本周丁酮价差2040元/吨，环比上周增加14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。

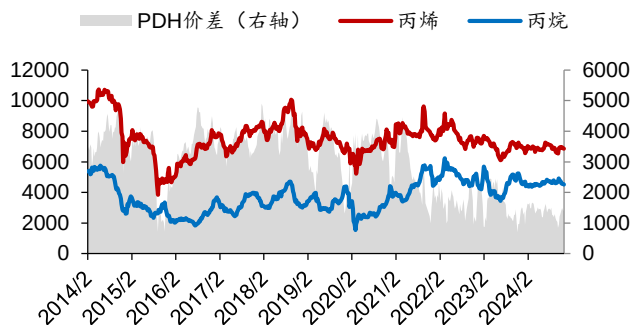
相关公司：

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

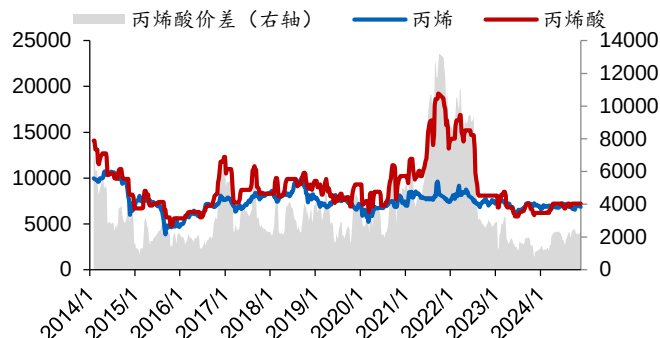
固优势，发展供应链业务弥补原材料短板，引进排他性国外先进技术建设环氧丙烷和丙烷脱氢等项目。甲乙酮作为环保性有机溶剂，其行业地位将逐渐提高并可能逐步取代苯类等毒性较高的传统溶剂；限塑令带来生产 PBS、PNAT 等可降解塑料制品的需求将会提升，顺酐潜在需求空间扩大。因此基于受益行业景气提升和全产业链产能布局，公司将开启新一轮成长。

图表 91 本周 PDH 价差增加（元/吨）



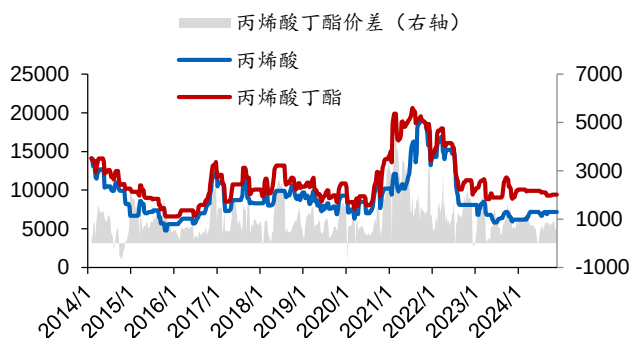
资料来源：Wind，华创证券

图表 92 本周丙烯酸价格持平（元/吨）



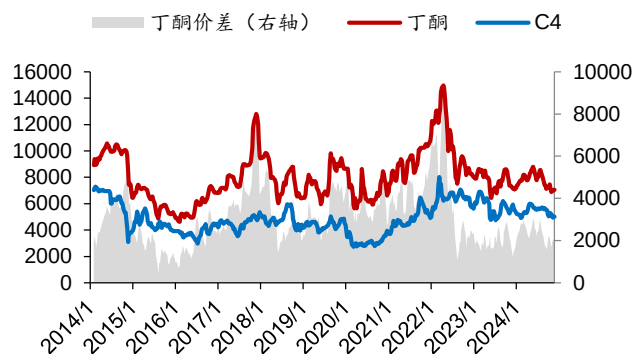
资料来源：Wind，华创证券

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 本周丁酮价格持平（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，目前钛中矿市场开工提高，但产品质量参差不齐，市场报价混乱。据了解，目前市场上品质较差的钛中矿价格在 1400-1450 元/吨，优质钛中矿报价在 1480-1520 元/吨，实际成交价靠近低位价格，较上周持平。供应端，国内矿方面，攀枝花地区中央环保检查组已撤出，水选厂开始陆续恢复正常生产，干选厂也在陆续恢复中，但由于目前需求较差，且市场出货压力较大，生产企业积极性被严重打击，开工有所提高但幅度较小。需求端，钛白粉部分地区本就减产的企业维持低负荷开工状态，开工积极性不高。

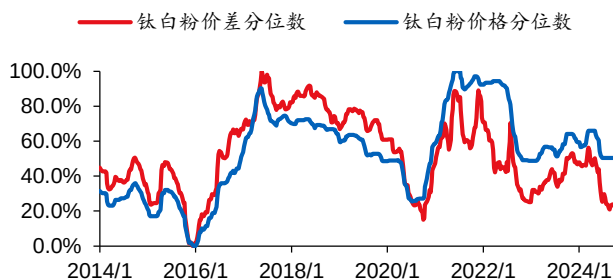
本周钛白粉价格下降。本周金红石型钛白粉市场主流报价为 1.44 万元/吨，周环比-0.6%。成本端，原料端综合成本上升。硫酸市场区域表现不一，山东价格上行。供应端，本周山东地区某企业单线临时短停情况恢复，检修损失量减少。当前行业主要是受环保以及利润面的影响存在部分装置阶段性降负荷现象。需求端，弱势价格刺激出的新增弹性需求有限，涂料行业已进入到了传统的消耗淡季，下游对钛白粉采买保持刚需跟进为主。

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%为塑料行业消费，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：

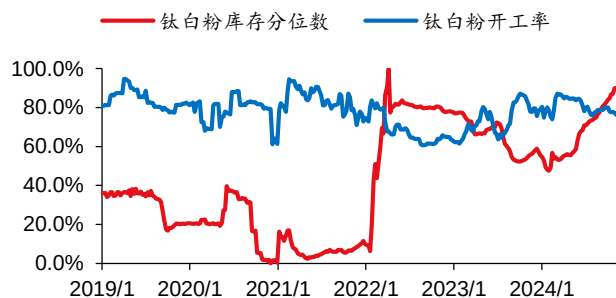
龙佰集团（002601.SZ）：1）公司是国内钛白粉龙头企业，也是国内钛产业链最为完整的企业。经过几十年的发展，目前公司已拥有钛白粉产能 151 万吨（硫酸法 65 万吨，氯化法 66 万吨），产能规模为国内第一、全球第三，产能规模屡创新高。公司通过自备钛矿、硫酸等配套原料，降低了钛白粉的制备成本；同时得益于规模优势，公司钛白粉完全成本显著领先于行业平均水平。未来，随着公司生产规模的不断扩张和工艺技术不断完善，公司成本有望进一步降低，捍卫成本护城河。2）钛白粉行业稳健发展，竣工面积有望恢复并拉动行业需求复苏。全球涂料、塑料等行业稳定发展，使钛白粉需求维持稳健增长趋势。未来，伴随国内地产政策有望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 44%，价差分位数 10.5%



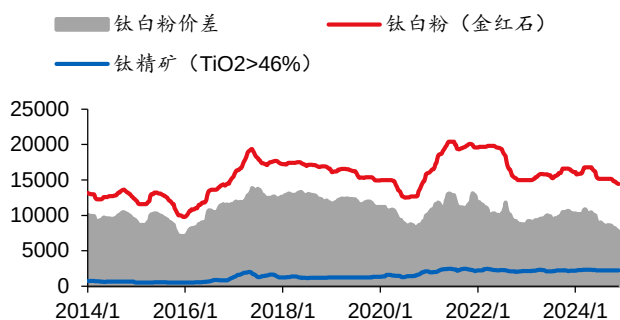
资料来源：Wind，华创证券

图表 96 本周钛白粉库存分位数 90%、开工率为 76%



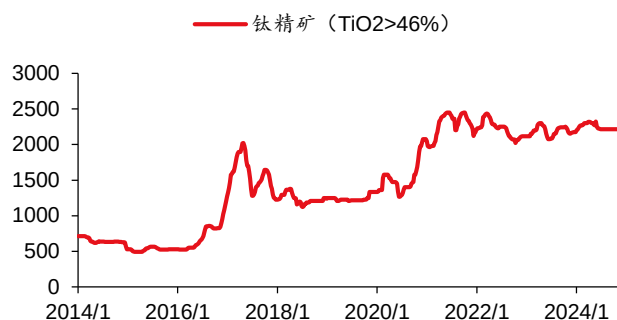
资料来源：百川盈孚，华创证券

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

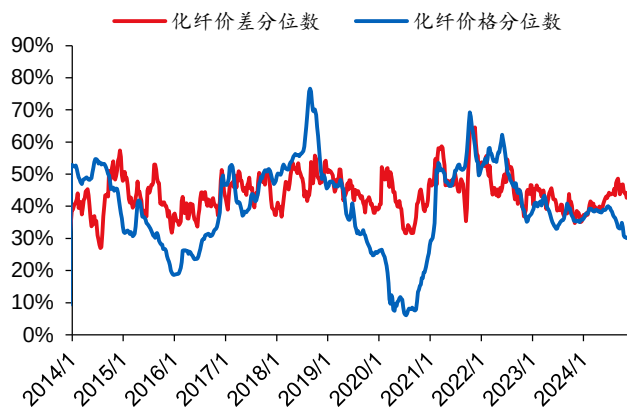
涤纶长丝市场价格下跌。原料端，本周聚酯原料市场走势震荡，平均聚合成本较上周小幅下降。供应端，本周张家港地区一套长丝装置开工小幅下调，叠加前期检修装置暂未重启，长丝市场整体供应量有所下降。需求端，截至 11 月 21 日江浙地区化纤织造综合开机率为 69.14%。现阶段秋冬季订单已经陆续完成交付，随着各地气温有所下降，终端纺织市场出货仍以冬季防寒面料为主，但多以消耗库存为主，多数织企成品库存水平偏高。截至 11 月 23 日，内盘 PTA 价格 4787 元/吨，环比上周-7 元/吨；MEG 价格 4632 元/吨，环比上周+22 元/吨；POY、FDY、DTY 库存天数分别为 22.4、23.3、28.8 天，环比上周（-0.5 天、+0.2 天、+0.3 天）；涤纶长丝开工率 93.5%，环比上周-0.2pct；POY 均价 6875 元/吨，环比上周-75 元/吨；POY 现金流-19.6 元/吨，环比上周-76.4 元/吨。

氨纶市场价格下跌。原料端，本周氨纶成本面支撑稳定，主原料 PTMEG 市场价格不变，辅原料纯 MDI 市场价格稳定。供应端，华东地区二工厂装置有变化；一工厂投料生产，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，下游开机波动不大，下游用户仅随用随采，对氨纶消耗有限。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 2-3 成。截至 11 月 23 日，氨纶库存天数 54.3 天，环比上周 1.2 天；开工率 83%，环比上周持平；氨纶 40D 均价 23700 元/吨，环比上周-600 元/吨；价差 10237.1 元/吨，环比上周-642.9 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，

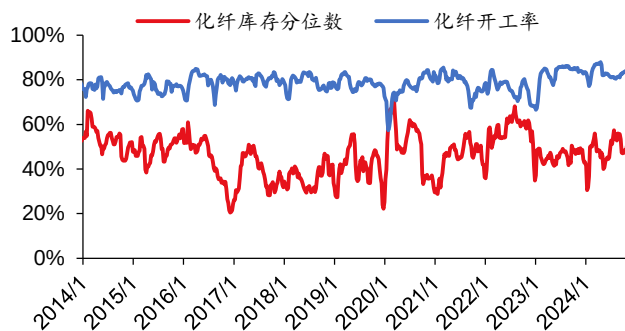
同时主原料 PTMEG 价格走低，成本端支撑减弱。截至目前（2024/11/08），我们统计氨纶价格分位数已处于 10 年来绝对底部，价差分位数为 9%，处于 10 年来底部水平；氨纶库存分位数为 80%，处于 10 年来偏高水平。展望后续，除华峰、晓星、恒申新增产能外，其他企业新增产能均有投放滞后预期，氨纶价格有望触底反弹。

图表 99 本周化纤板块价格分位数 30%，价差分位数 43%



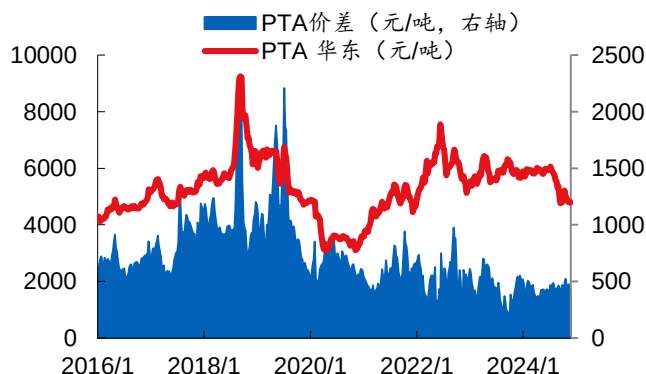
资料来源：Wind，华创证券

图表 100 本周化纤库存分位数 53%



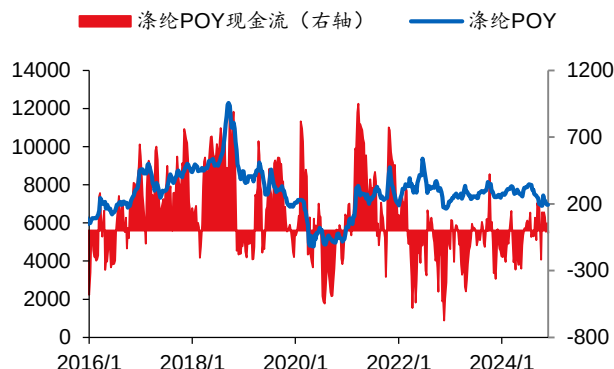
资料来源：CCFEI，华创证券

图表 101 本周 PTA 价格下滑



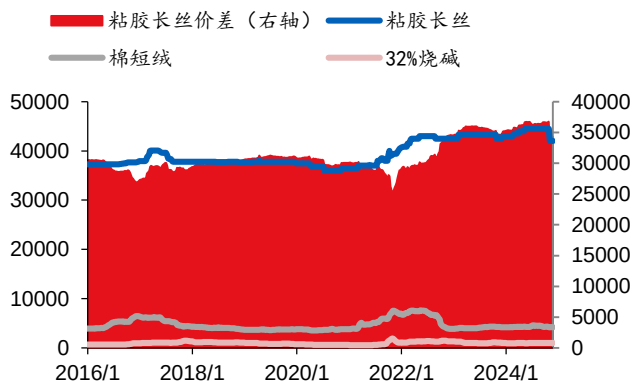
资料来源：CCFEI，华创证券

图表 102 本周涤纶长丝 POY 价格下滑



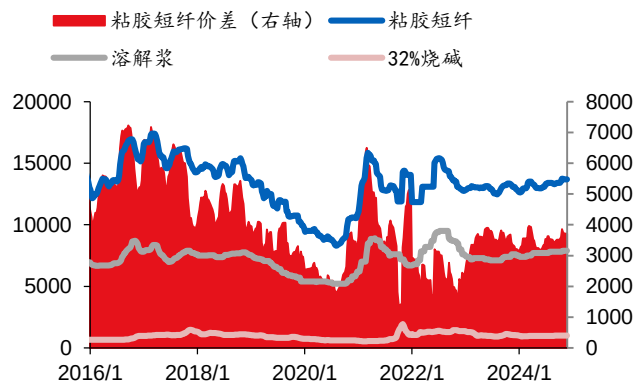
资料来源：Wind，华创证券

图表 103 本周粘胶长丝价格不变



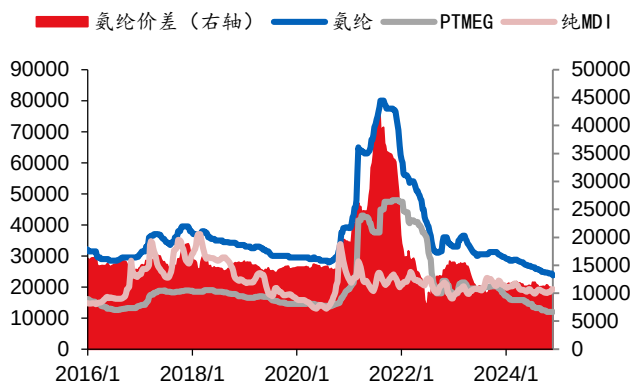
资料来源：Wind，华创证券

图表 104 本周粘胶短纤价格不变



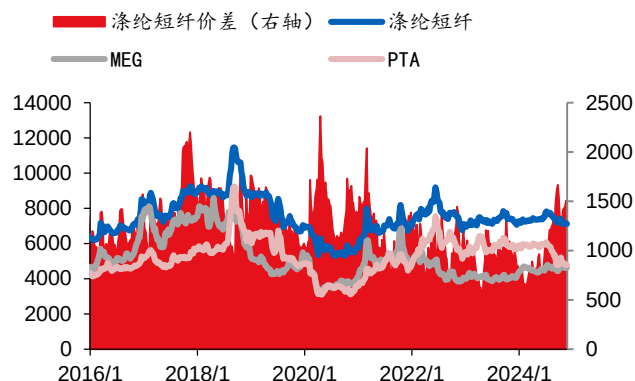
资料来源：Wind，华创证券

图表 105 本周氨纶价格下滑



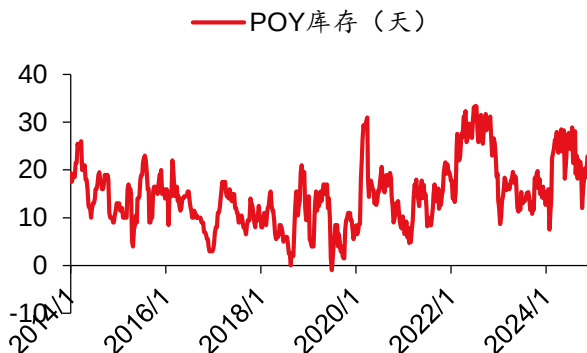
资料来源：Wind，华创证券

图表 106 本周涤纶短纤价格下滑



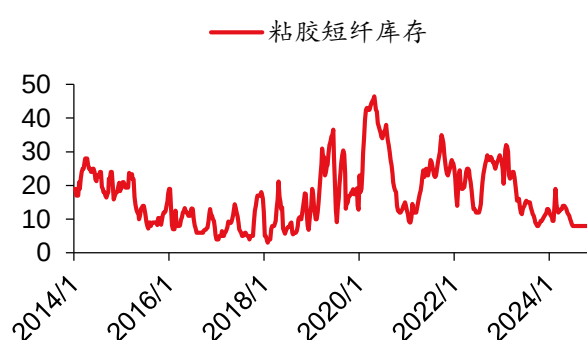
资料来源：CCFEI，华创证券

图表 107 本周涤纶长丝 POY 库存天数下滑



资料来源：CCFEI，华创证券

图表 108 本周粘胶短纤库存提升



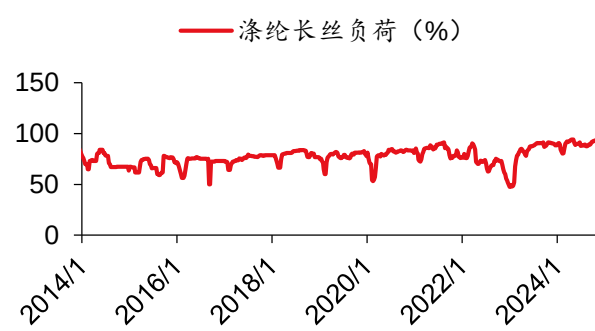
资料来源：CCFEI，华创证券

图表 109 本周氨纶库存天数提升



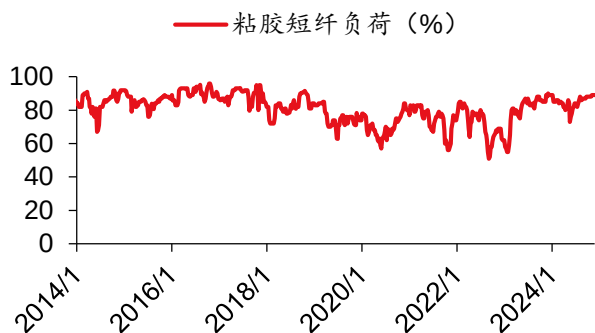
资料来源：CCFEI，华创证券

图表 110 本周涤纶长丝开工率下滑



资料来源：CCFEI，华创证券

图表 111 本周粘胶短纤开工率持平



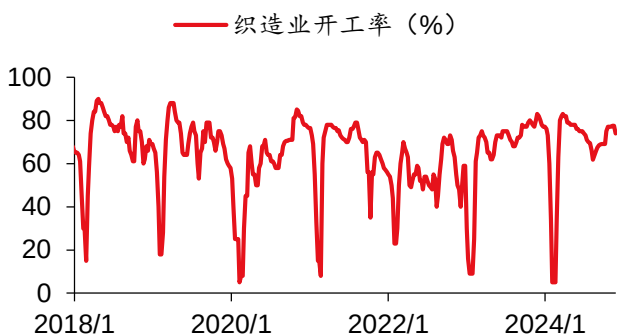
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 112 本周氨纶开工率持平



资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 113 本周织造开工率下滑



资料来源: Wind, 华创证券

图表 114 本周坯布库存持平



资料来源: Wind, 华创证券

(十一) 行业跟踪—氟化工：本周 6F 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。

本周萤石价格不变。本周萤石报价 3775 元/吨，周环比不变。本周萤石开工率周环比不变；工厂库存天数 13.24 天，周环比+2.3%。 **供应端：**本周北方地区开工大体持稳，进口货源库存有一定补充，但原矿产量有限，优质货源较少，市场货源增量有限；南方地区产量小幅下滑，开工表现不佳，企业库存低位；华中地区本周萤石产量基本持稳，企业多数自用或交付合约长单。 **需求端：**下游以刚需采购为主。

本周制冷剂价格不变。R22：据百川盈孚统计，2024 年 11 月 23 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23日报价39500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**，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。**R125**：2024年11月23日报价37500元/吨，周环比持平。**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23日报价38500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**，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**，市场交投按需采购为主，工厂挺价意愿持续。

本周6F价格上涨。本周6F国内市场均5.73万元/吨，周环比+0.6%。**成本端**，近期碳酸锂主力期货价格拉涨，成本支撑明显。国内工业级无水氟化氢市场均价在11250元/吨。**供给端**，部六氟磷酸锂厂家装置开工维持在8-9成左右，部分企业满负荷运行。进入四季度的冲量关键节点，大厂稳步推进加大出货。中小企业而言，周内部分订单外溢至二三线六氟磷酸锂厂家，工厂根据市场需求灵活调整生产，行业整体开工至7成以上。**需求端**，11月场内订单依旧保持向好趋势，淡季不淡，场内六氟磷酸锂供应略显紧俏，企业订单相对充足。

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1.65万元/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（2024/11/08），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：

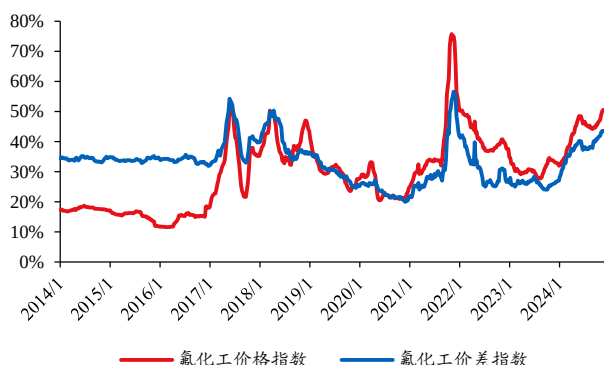
1、巨化股份（600160.SH）：公司为国内制冷剂全产业链布局龙头企业。公司于二代、三代制冷剂领域具备较强竞争力，并拥有PVDF、PVDC、PTFE等氟橡塑成熟产能，未

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。

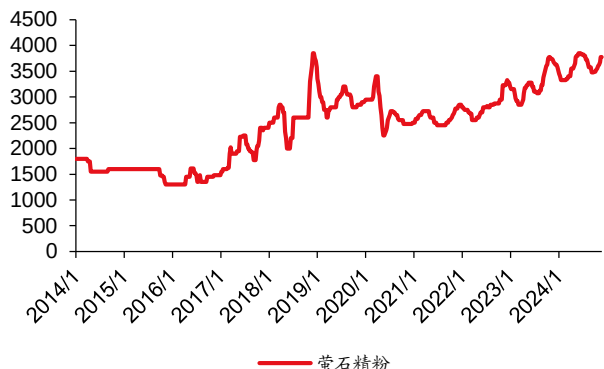
3、永和股份（605020.SH）：由于不具备上游氯化物的布局，2022 年公司三代制冷剂处于亏损状态，2023 年有望实现制冷剂利润修复，目前公司拥有 18 万吨制冷剂产能。此外，公司在高端含氟高分子领域加速发展，随着新能源的快速放量，含氟高分子板块将赋予较大成长性。公司 2024 年前三季度实现营收 33.79 亿元，同比+4.64%；归母净利润 1.46 亿元，同比-9.63%。

图表 115 本周氟化工板块价格分位数 50%，价差分位数 44%



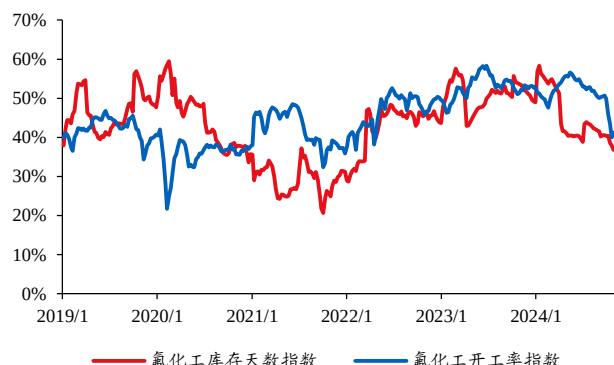
资料来源：Wind，华创证券

图表 117 本周萤石价格不变（元/吨）



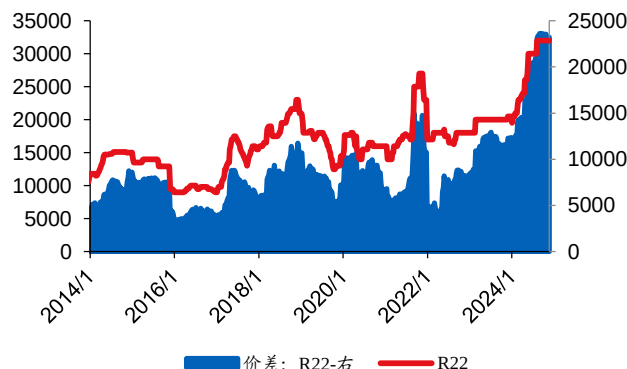
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 116 本周氟化工板块库存天数分位数 36%，开工率指数 45%



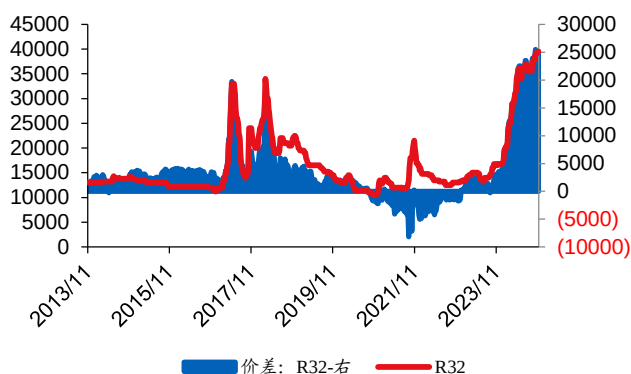
资料来源：Wind，华创证券

图表 118 本周 R22 价格不变（元/吨）



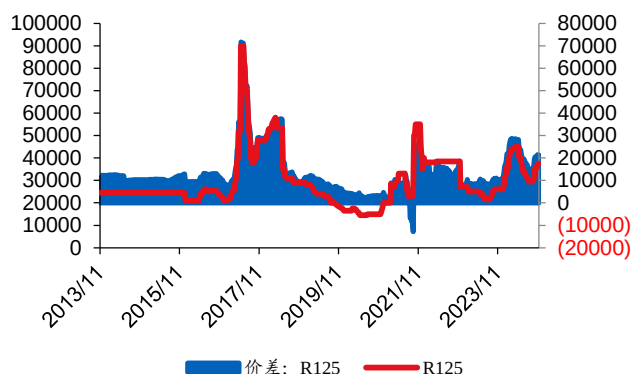
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 119 本周 R32 价格不变（元/吨）



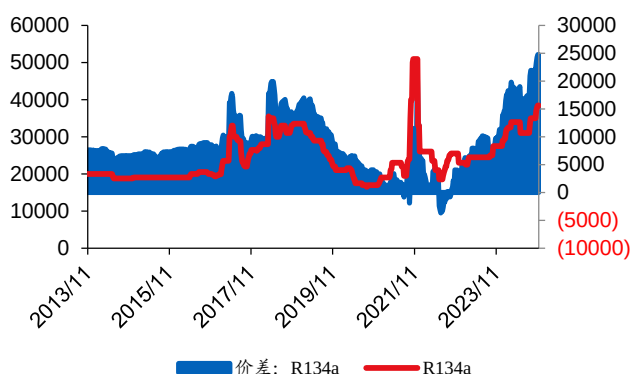
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 120 本周 R125 价格不变（元/吨）



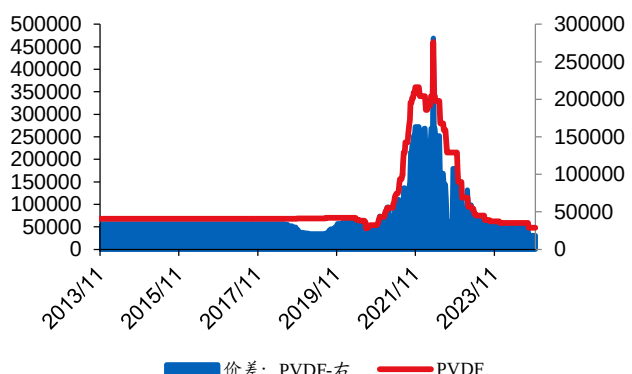
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 121 本周 R134a 价格不变（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：本周有机硅价格止跌

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 1.21 万元/吨，周环比持平。成本端，本周金属硅生产成本主要受到不同地区平均电价成本影响，加权平均成本小幅走高，而实际情况上看，北方区域虽然电价整体变动不大，但原料硅石处理成本则有所增加。供给端，本周整体开工趋稳，新疆、内蒙地区工业硅炉有小幅增开情况出现。需求端，本周铝用工业硅需求小幅减少，市场观望心态较浓，有机硅市场价格继续下调，虽有部分需求开始招标，但价格上涨阻力较大，而多晶硅开工率则受到电价影响，持续下降。

本周有机硅 DMC 市场价格持平。本周有机硅 DMC 市场均价 1.28 万元/吨，周环比持平。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 78%左右，鲁西化工等多家企业维持降负生产状态，中天化工本周开车但还未出品。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，国内液氯价格局部下滑。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 19%。需求端，本周下游拉晶企业减产大规模落实后，对多晶硅的采购计划进一步延后，硅烷需求平稳。

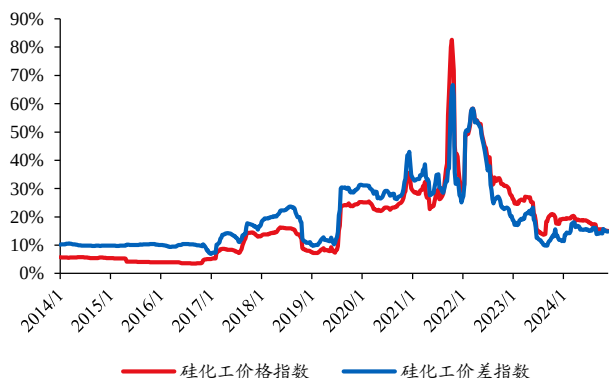
展望 2025 年：2024 年工业硅价格总体一路下跌但跌幅不大，当前（2024/11/08）价格较年初下降 23%。一方面是硅煤、石油焦等原料下跌导致的成本下行，另一方面，下游有机硅受地产影响对工业硅需求有一定拖累，其中前者影响相对更多，龙头合盛硅业目前工业硅单吨成本已优化至 9000 元/吨左右。截至目前，工业硅价格分位数为 3%，价差分位数为 1%，价格价差已经触底，展望 2025 年，由于工业硅是高能耗低产值的品种，如果供给侧有一定的优化政策推动，价格有望迎来弹性。有机硅方面，当前价格较年初跌 9%，年内来看，有机硅分别在 1 月初、3 月初、9 月初迎来小幅上涨，但涨价周期持续相对较短。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：

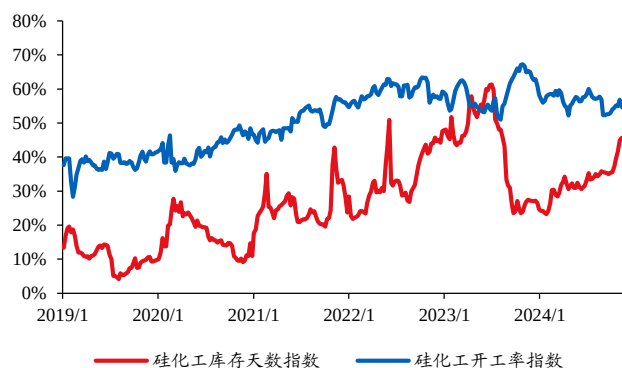
1、合盛硅业（603260.SH）：公司是国内硅基新材料领域龙头，工业硅产能 119 万吨，全球第一。未来工业硅下游多晶硅需求将在光伏行业驱动下确定性增长，而在“碳中和”政策背景下，工业硅行业将进一步向龙头合盛集中，行业景气度有望迎来持续改善，中长期坚定看好。此外，公司云南昭通 80 万吨工业硅+80 万吨有机硅项目有望再造一个合盛。项目将分两期进行，其中 1 期 40 万吨工业硅有望在 2023 年中投产。公司在云南扩张成功将大幅扩大公司市场份额和行业话语权，龙头地位将进一步稳固。公司 2024 年前三季度实现营收 203.71 亿元，同比+2.44%，实现归母净利润 14.54 亿元，同比-33.42%。

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%



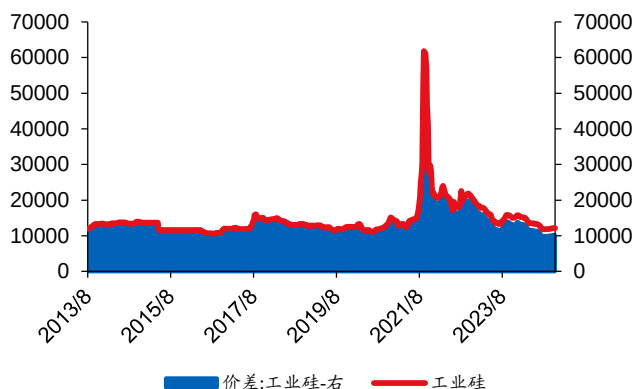
图表 124 本周硅化工库存天数分位数 46%，开工率指数 55%



资料来源：Wind、华创证券

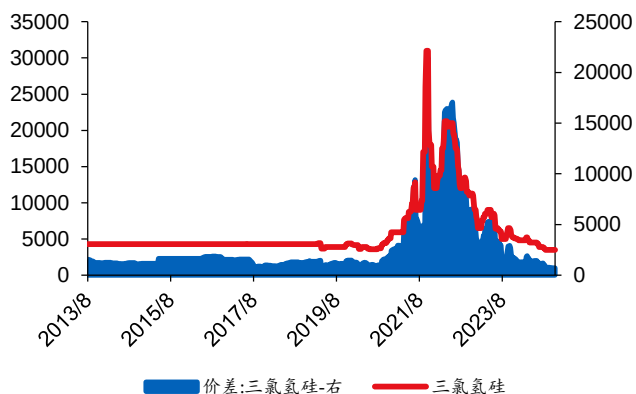
资料来源：Wind、华创证券

图表 125 本周金属硅价格不变（元/吨）



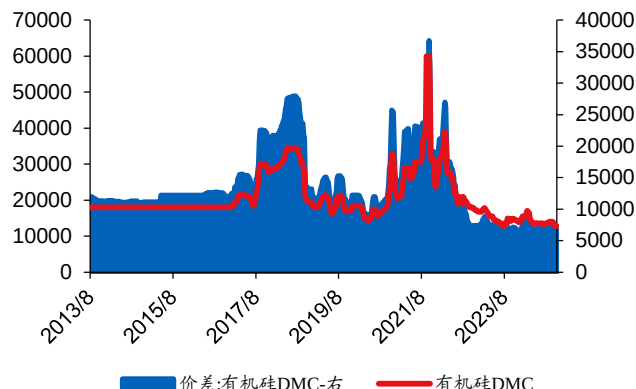
资料来源: Wind、华创证券

图表 127 本周普通级三氯氢硅价格不变（元/吨）



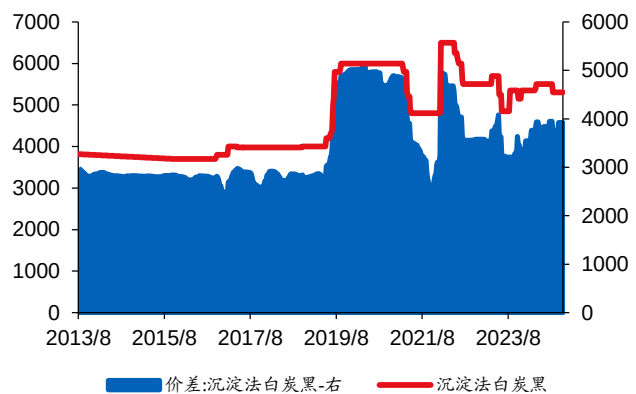
资料来源: Wind、华创证券

图表 126 本周有机硅 DMC 价格不变（元/吨）



资料来源: 百川盈孚、华创证券

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

（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：**周内原油价格小幅下行，聚丙烯粒料市场偏强震荡，原料支撑尚可，BOPP 膜价格试探上行。**供给方面：**现阶段所属膜企产量变化有限，周内产量较为平稳。产量较上持平，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：**需求跟进延续平淡。

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 价格周环比持平，PTA 价格周环比-1.09%，己二酸价格周环比-2.75%。**供需方面：**本周 PBAT 市场整体开工负荷维持在低位水平，但厂商多有库存累计，场内供应量较为充足；本周原料面市场价格窄幅波动，BDO 价格暂稳观望，己二酸市场重心下行，PTA 价格区间震荡为主，成本价格维持高位，对 PBAT 价格存一定支撑作用。但需求端表现一般，整体来看，原料端价格下调，叠加下游需求不足等原因，周内 PBAT 市场价格走势下行。

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。

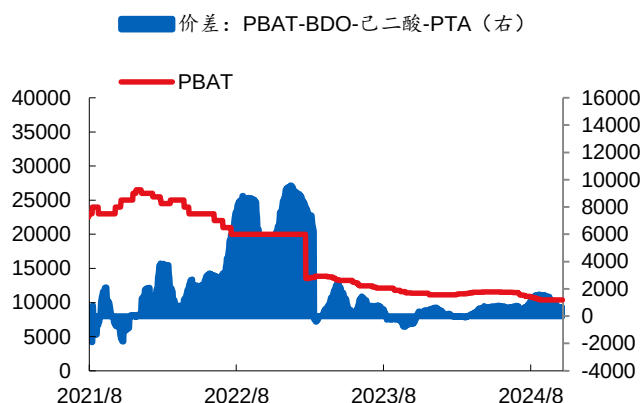
相关公司：

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%。

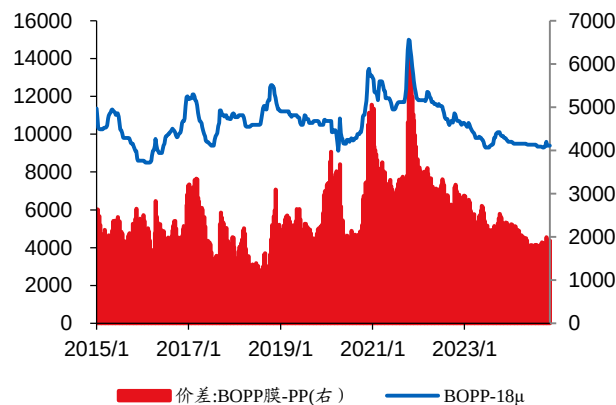
3、国恩股份（002768.SZ）：公司以改性塑料起家，逐步拓展至高分子复合材料、体育草坪、光电材料、空心胶囊等领域。公司于 2021 年开始进军可降解塑料领域，已成功开发出包括 PLA、PBAT、PBS、热塑性淀粉塑料在内的多种生物可降解改性塑料。目前 5 万吨可降解塑料产能已经于 2021 年下半年投产，产品涵盖食品包装、吸管、购物袋、食品餐盒餐具、一次性纸巾、湿巾等多领域。公司 2023 年实现营业收入 174.39 亿元，同比+30.08%；实现归母净利润 4.66 亿元，同比+8.23%。2024H1 实现营业收入 93.27 亿元，同比+17.58%；实现归母净利润为 2.75 亿元，同比+9.59%。

图表 129 本周 PBAT 价格环比持平（元/吨）



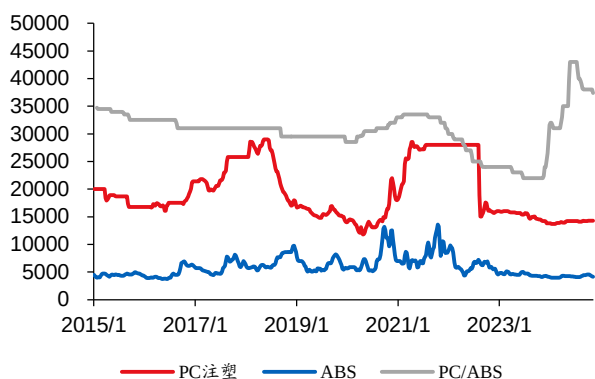
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 130 本周 BOPP-18μ 价格环比持平（元/吨）



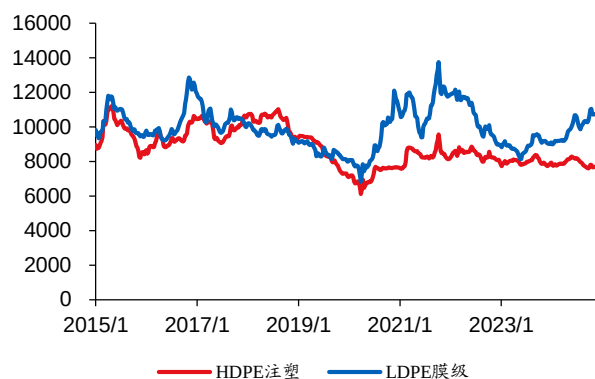
资料来源：百川盈孚，华创证券

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：本周叶酸价格上涨

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 价格环比上涨、上涨。本周，维生素 A 价格为 161.00 元/千克，环比+1.39%，同比+122.07%，维生素 E 价格为 147.50 元/千克，环比+0.34%，同比+143.40%。本周维生素市场热度增加，叶酸、维生素 B6 和 B1 价格偏强调整，A、E 和 D3 价格基本稳定，B12、K3 和生物素价格窄幅弱调，整体成交相对平淡。产业方面，天津工业生物所开发了生物催化活性维生素 D3 技术，合作企业拟在天津建设年产 5 吨规模的生产线，全部达产后预计形成每年 3 亿—5 亿元的产值。

本周，蛋氨酸价格环比下跌。据博亚和讯数据，本周，蛋氨酸市场均价 19.78 元/千克，

环比-0.25%。供给端：各家开工情况稳定，暂无检修计划，行业产量暂无变化，市场供应宽松，交货进度较快。需求端：需求仍较为低迷，下游随用随采，签单情况一般。

本周，三氯蔗糖价格环比持平。本周，三氯蔗糖价格 24.00 万元/吨，环比持平。供给方面，主力企业均恢复正常生产，厂商方面库存较少，货源主要集中在贸易商及部分下游企业。需求方面，国内需求平稳，部分下游对三氯蔗糖高价接受度不高，倾向于刚需拿货。海外市场跟进积极性升温，出口活动表现较好。库存方面，本周，三氯蔗糖库存 233 吨，环比+13.66%。

本周，安赛蜜价格环比下跌。本周，安赛蜜价格 3.78 万/吨，环比-0.53%。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，国内市场需求稳定，海外由于迎接节日前备货，出口活动稍有支撑。库存方面，本周，安赛蜜库存 648 吨，环比+1.89%。

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 10.00、8.00 万/吨，环比-1.57%、-1.96%。供应方面，主流厂家维持正常生产节奏，部分小厂或转做贸易。需求方面，下游采购策略倾向于保守，刚需拿货为主。库存方面，本周，麦芽酚库存 221 吨，环比+4.25%。

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性价战的迹象，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**，产品价格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。

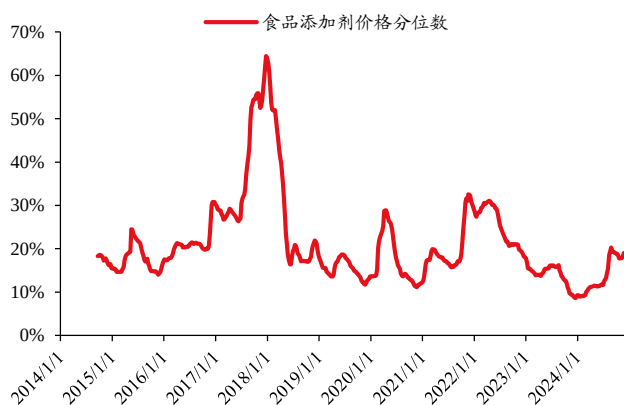
4、天新药业（603235.SH）：天新药业是全球领先的维生素生产厂商，在 VB6、VB1 和叶酸领域已占据了全球领先的行业地位，拥有 VB6 产能 6500 吨、VB1 产能 7000 吨、叶酸（折纯）产能 1000 吨、生物素产能 90 吨、VD3（折纯）产能 45 吨。公司正在有序推进年初 300 吨维生素 H 技改项目。此外，公司募投项目规划 VA（折纯）产能 1000 吨、VB5 产能 7000 吨和 25-羟基 VD3（折纯）产能 6 吨，预计在未来 5 年陆续投产，长期成长性较强。

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 19%



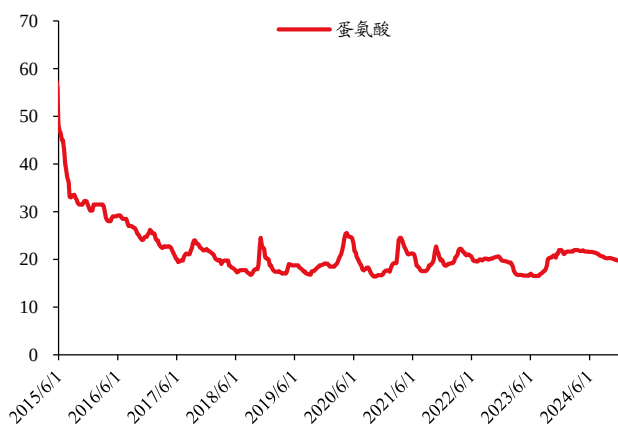
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 134 本周食品及饲料添加剂库存分位数 30%



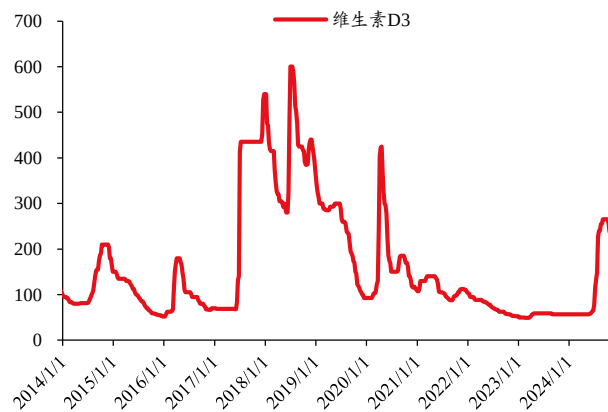
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 135 蛋氨酸本周价格环比下滑（元/千克）



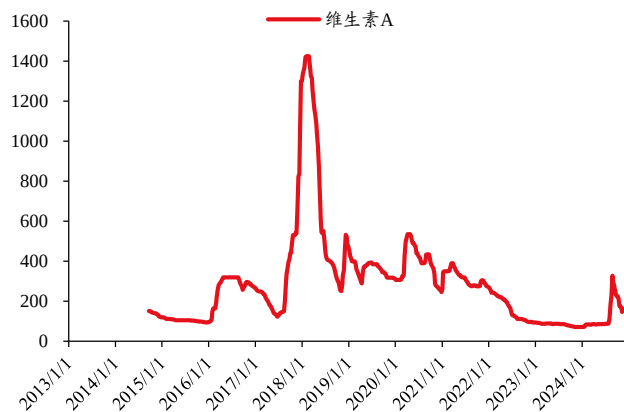
资料来源：博亚和讯，华创证券

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 本周价格环比上涨（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）



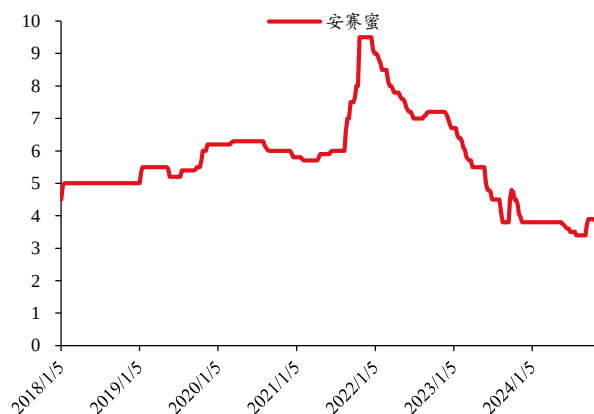
资料来源：博亚和讯，华创证券

图表 139 本周三氯蔗糖价格环比上涨（万元/吨）



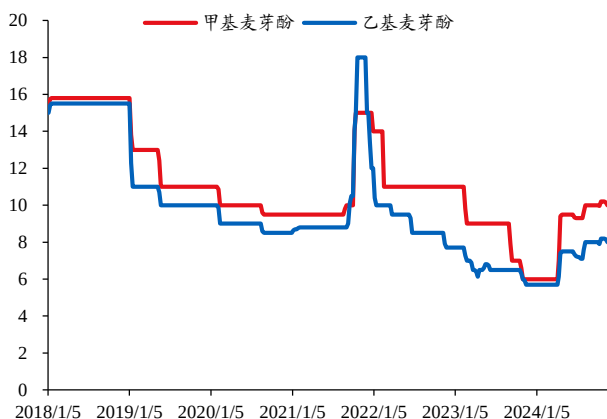
资料来源：百川资讯、华创证券

图表 140 本周安赛蜜价格环比下跌（万元/吨）



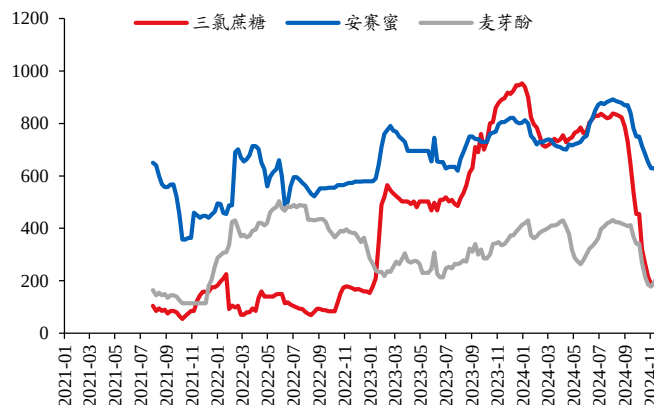
资料来源：百川资讯、华创证券

图表 141 本周乙基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上涨（吨）

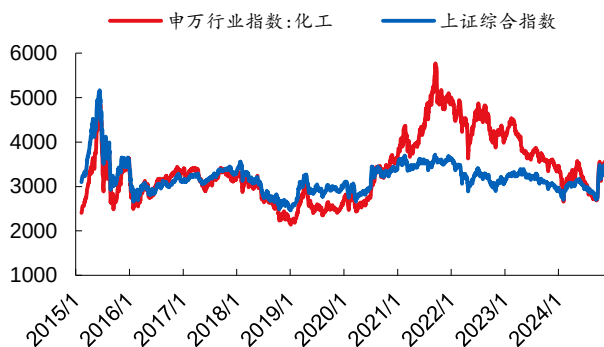


资料来源：百川资讯、华创证券

四、交易数据

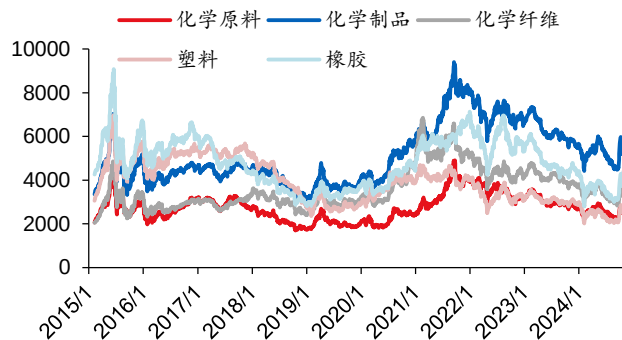
本周（11月18日-11月24日），申万化工行业指数下跌0.6%，跑赢同期上证综合指数1.3%。申万化工各二级子行业多数下跌，其中SW化学原料下跌0.1%，SW化学制品下跌1.4%，SW化学纤维上涨1.8%，SW塑料上涨0.6%，SW橡胶下跌0.5%。

图表 143 本周申万化工指数下跌



资料来源：Wind、华创证券

图表 144 本周申万化工二级子行业多数下跌



资料来源：Wind、华创证券

本周个股涨幅居前的公司为佛塑科技、南京化纤、六国化工、奥克股份、光华科技；跌幅居前的个股为至正股份、达志科技、天地数码、科斯伍德、百傲化学；本周换手率居前的个股为科隆股份、广信材料、青岛金王、道氏技术、宝利国际。

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	000973.SZ	佛塑科技	61.24%	1	603991.SH	至正股份	-16.14%
2	600889.SH	南京化纤	61.14%	2	300530.SZ	达志科技	-15.03%
3	600470.SH	六国化工	44.53%	3	300743.SZ	天地数码	-13.47%
4	300082.SZ	奥克股份	30.80%	4	300192.SZ	科斯伍德	-12.55%
5	002741.SZ	光华科技	29.27%	5	603360.SH	百傲化学	-12.34%

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	300405.SZ	科隆股份	26.47%	5.40%	21.07%
2	300537.SZ	广信材料	24.64%	10.27%	14.37%
3	002094.SZ	青岛金王	22.18%	8.20%	13.97%
4	300409.SZ	道氏技术	20.57%	4.33%	16.24%
5	300135.SZ	宝利国际	19.71%	4.87%	14.83%
6	600228.SH	ST 昌九	19.52%	4.13%	15.38%
7	300019.SZ	硅宝科技	18.84%	2.61%	16.22%
8	300505.SZ	川金诺	17.89%	6.96%	10.93%
9	300684.SZ	中石科技	15.60%	9.38%	6.22%
10	002584.SZ	西陇科学	15.34%	7.53%	7.81%

资料来源：Wind，华创证券

图表 147 各行业产品价差一览

产品	价值量公式	产品规格公式	单位	本期销量	上期销量	上期销量	上期销量	去年同期	前一月	前一月	前一月	环比	历史百分位	历史百分位	历史百分位	趋势				
组合销售方案	材料	材料	材料	元/吨	7690	7842	8174	8404	10478	-1.9%	-1.9%	-5.5%	-26.6%	16.5%	13666	6967	2014/1/1			
光伏	PET	PTA+MEG	PET-0.855*PTA-0.335*MEG	元/吨	595	615	570	676	671	10478	-1.2%	-1.7%	-18.6%	0.3%	22.7%	2694	-19	2014/1/1		
	涤纶短纤	涤纶短纤-PTA+MEG	涤纶短纤-0.855*PTA-0.335*MEG	元/吨	1470	1507	1411	1328	903	10478	-2.4%	-5.5%	-39.6%	47.0%	50.8%	2365	545	2014/1/1		
	涤纶POF中空丝	涤纶POF-PTA+MEG	涤纶POF-0.855*PTA-0.335*MEG-1250	元/吨	2070	57	136	98	187	10478	-34.5%	-58.3%	39.6%	152.3%	40.7%	190	-685	2014/1/1		
	涤纶POF-PTA+MEG	涤纶POF-0.855*PTA-0.335*MEG-1750	元/吨	106	167	107	143	107	10478	-1.3%	-4.7%	30.4%	286.2%	30.4%	1037	-2134	2014/1/1			
	涤纶短纤-PTA+MEG	涤纶短纤-0.855*PTA-0.335*MEG-2250	元/吨	525	632	776	698	213	10478	-16.8%	-18.6%	11.3%	226.9%	40.3%	1851	-369	2014/1/1			
	PA6	PA6-己二酸+己二胺	PA6-己二酸+己二胺	元/吨	1740	1930	2100	1480	1670	10478	-0.8%	-8.1%	41.9%	43.0%	43.0%	410	-70	2014/1/1		
	PA66	PA66-己二酸+己二胺	PA66-己二酸+己二胺	元/吨	13187	12917	10000	16277	-0.5%	-0.5%	2.0%	1597	-0.5%	31013	11	-15.4%	2014/1/1			
	改性塑料	改性塑料-PA6+己二酸+己二胺	改性塑料-PA6+己二酸+己二胺-0.335*己二酸+0.335*己二胺	元/吨	3711	3711	3761	3427	3328	10478	0.0%	-1.3%	9.7%	3.0%	43.0%	7229	1051	2014/1/1		
	改性塑料	改性塑料-PA6+己二酸+己二胺	改性塑料-PA6+己二酸+己二胺-0.335*己二酸+0.335*己二胺-0.32	元/吨	34287	34217	36745	36374	34554	10478	0.2%	-0.9%	0.7%	5.0%	79.0%	25084	25084	2014/1/1		
	尼龙6	尼龙6-己二酸+己二胺	尼龙6-己二酸+己二胺-0.2*己二酸+0.2*己二胺	元/吨	10237	10880	11029	11086	10541	10478	-5.9%	-1.3%	-6.5%	8.2%	23.0%	43081	7727	2014/1/1		
	尼龙66	尼龙66-己二酸+己二胺	尼龙66-己二酸+己二胺-0.2*己二酸+0.2*己二胺	元/吨	5742	5742	5798	5641	5798	10478	-0.1%	-0.1%	-44.6%	44.6%	44.6%	1715	-1	2014/1/1		
	电子级PVA	PVA-己二酸+己二胺	PVA-1.80*(1.10*己二酸+0.71*己二胺)-0.05*己二酸	元/吨	2144	2144	1676	2569	411	10478	0.0%	27.2%	-34.3%	640.5%	60.7%	9225	-8721	2017/1/1		
	电子级PVA	PVA-己二酸+己二胺	PVA-1.80*(0.42*己二酸+0.71*己二胺)-0.05*己二酸	元/吨	2979	2993	2751	2849	1351	10478	0.5%	8.8%	-6.4%	117.7%	41.5%	12260	-3069	2017/1/1		
	塑料	聚酰胺MDI-PA	聚酰胺MDI-PA+己二酸+己二胺	聚酰胺MDI-0.78*己二酸+0.2*己二酸+0.2*己二酸	元/吨	10355	10096	10095	8769	5022	10478	-2.8%	0.0%	15.1%	74.6%	27.0%	32407	-2187	2014/1/1	
		聚酰胺MDI-PA	聚酰胺MDI-PA+己二酸+己二胺	聚酰胺MDI-0.78*己二酸+0.2*己二酸+0.2*己二酸	元/吨	11527	10946	10110	10462	10500	10478	-1.1%	-2.6%	-3.4%	0.0%	20.7%	27174	7427	2014/1/1	
TDI-PA		TDI-PA+己二酸+己二胺	TDI-0.62*己二酸+0.11*己二酸	元/吨	7542	7625	7629	7977	9855	10478	-1.5%	-2.6%	-1.8%	11.2%	12.2%	41733	3337	2014/1/1		
聚酰胺MDI-PA		聚酰胺MDI-PA+己二酸+己二胺	聚酰胺MDI-0.78*己二酸+0.2*己二酸+0.2*己二酸	元/吨	550	813	560	813	904	10478	-1.9%	-1.9%	-1.9%	12.1%	12.1%	1590	-2608	2014/1/1		
聚酰胺MDI-PA		聚酰胺MDI-PA+己二酸+己二胺	聚酰胺MDI-0.78*己二酸+0.2*己二酸+0.2*己二酸	元/吨	475	475	475	519	613	10478	-0.1%	-20.5%	15.2%	22.6%	6.8%	4843	155	2014/1/1		
聚酰胺MDI-PA		聚酰胺MDI-PA+己二酸+己二胺	聚酰胺MDI-0.78*己二酸+0.2*己二酸+0.2*己二酸	元/吨	2423	2453	2652	2513	1957	10478	-1.2%	-7.5%	14.2%	18.2%	19.3%	1394	1719	2014/1/1		
聚酰胺MDI-PA		聚酰胺MDI-PA+己二酸+己二胺	聚酰胺MDI-0.78*己二酸+0.2*己二酸+0.2*己二酸	元/吨	2427	2629	2342	2074	1347	10478	-2.3%	12.1%	-4.3%	23.2%	14.1%	1119	-2839	2014/1/1		
TPU-PA		TPU-PA+己二酸+己二胺	TPU-0.31*己二酸+0.5*己二酸	元/吨	3873	3904	3798	4336	3560	10478	-0.8%	2.8%	-16.3%	27.4%	8.7%	14449	-2865	2014/1/1		
PTMEG-BDO		PTMEG-BDO	PTMEG-1.30*BDO	元/吨	1940	1940	2746	2620	6718	10478	0.0%	-29.4%	4.8%	58.4%	39.2%	15133	-6176	2014/1/1		
BDO-PA		BDO-PA+己二酸+己二胺	BDO-1.2*己二酸+2*己二胺	元/吨	2892	2920	2299	2645	873	10478	-1.0%	27.0%	-13.0%	-28.6%	6.2%	23954	-154	2014/1/1		
石化		石脑油-PA	石脑油-PA	石脑油-0.7*己二酸+0.3*己二胺	元/吨	122	136	147	126	87	10478	-10.0%	-7.6%	16.3%	45.6%	63.7%	277	-77	2014/1/1	
		汽油-PA	汽油-PA	汽油-0.7*己二酸+0.3*己二胺	元/吨	3609	3707	3575	4012	4378	10478	-2.6%	3.7%	-22.5%	5.4%	40.4%	5628	2242	2014/1/1	
		柴油-PA	柴油-PA	柴油-0.7*己二酸+0.3*己二胺	元/吨	3233	3233	3233	3233	3233	10478	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4846	1882	2014/1/1	
		PX-PA	PX-PA	PX-PA	元/吨	164	156	161	146	136	10478	-1.2%	-3.1%	-33.4%	-24.0%	10.4%	646	106	2014/1/1	
		PTA-PA	PTA-PA	PTA-PA	元/吨	978	1022	1031	1052	1052	10478	-4.3%	-0.8%	-2.0%	-13.7%	9.8%	3281	811	2014/1/1	
	乙苯-PA	乙苯-PA	乙苯-PA	元/吨	231	231	231	231	231	10478	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	67	87	2014/1/1		
	乙苯-PA	乙苯-PA	乙苯-PA	元/吨	2917	3011	2727	3440	2866	10478	-1.3%	36.4%	-20.7%	20.0%	64.9%	2071	334	2014/1/1		
	PH-PA	PH-PA	PH-PA	元/吨	1420	1404	1306	1362	1136	10478	-1.1%	7.5%	3.3%	11.1%	17.0%	4953	697	2014/1/1		
	HDPE-PA	HDPE-PA	HDPE-PA	元/吨	2042	2093	2391	2244	2622	10478	-0.8%	-1.0%	16.0%	16.0%	16.0%	5120	724	2014/1/1		
	乙苯-PA	乙苯-PA	乙苯-PA	元/吨	856	847	856	847	856	10478	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3475	-277	2014/1/1		
	聚酰胺MDI-PA	聚酰胺MDI-PA+己二酸+己二胺	聚酰胺MDI-0.78*己二酸+0.2*己二酸+0.2*己二酸	元/吨	1214	1212	1432	1364	1286	10478	-18.1%	-10.9%	216.6%	-71.7%	12.9%	3951	-196	2014/1/1		
	PA-PA	PA-PA	PA-PA	元/吨	6163	6166	6166	6166	6166	10478	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18255	3034	2014/1/1		
	PA-PA	PA-PA	PA-PA	元/吨	870	870	870	870	870	10478	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3196	-79	2014/1/1		
	PA-PA	PA-PA	PA-PA	元/吨	838	896	40	448	893	10478	20.3%	1269.7%	86.7%	192.4%	30.0%	7827	-2163	2014/1/1		
	PA-PA	PA-PA	PA-PA	元/吨	2268	2246	2182	2275	1153	10478	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	13227	740	2014/1/1		
PA-PA	PA-PA	PA-PA	元/吨	479	479	479	479	479	10478	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25356	5054	2014/1/1			
PA-PA	PA-PA	PA-PA	元/吨	4740	5266	7540	7276	7276	10478	-0.6%	-40.2%	-30.2%	36.3%	94.5%	21846	-1070	2014/1/1			
PA-PA	PA-PA	PA-PA	元/吨	2040	2026	1680	2046	1471	10478	0.7%	20.0%	-17.9%	39.0%	19.8%	8734	394	2014/1/1			
PA-PA	PA-PA	PA-PA	元/吨	440	312	358	369	406	10478	-10.9%	-12.8%	-1.3%	-8.9%	10.5%	1732	-775	2014/1/1			
PA-PA	PA-PA	PA-PA	元/吨	1303	1303	1303	1303	1303	10478	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8116	2043	2014/1/1			
PA-PA	PA-PA	PA-PA	元/吨	2363	2404	2589	2309	2464	10478	-4.2%	3.1%	-19.3%	-7.4%	23.2%	11155	679	2014/1/1			
PA-PA	PA-PA	PA-PA	元/吨	4765	4844	4001	3424	6743	10478	-1.6%	12.6%	25.0%	-49.0%	28.3%	13333	6384	2014/1/1			
化工	HF	HF-2.2*己二酸+2.2*己二胺	HF-2.2*己二酸+2.2*己二胺	元/吨	1808	1808	1261	1342	2000	10478	0.0%	43.4%	46.5%	-9.6%	12.2%	8355	2800	2014/1/1		
	R22	R22-2.2*己二酸+2.2*己二胺	R22-2.2*己二酸+2.2*己二胺	元/吨	23213	23063	23538	23350	11575	10478	0.7%	-1.4%	0.0%	100.5%	98.1%	23613	2560	2014/1/1		
	R134a	R134a-2.2*己二酸+2.2*己二胺	R134a-2.2*己二酸+2.2*己二胺	元/吨	24006	24002	25508	25052	2724	10478	-1.3%	-1.3%	11.6%	80.5%	97.3%	25508	8077	2014/1/1		
	R134a	R134a-2.2*己二酸+2.2*己二胺	R134a-2.2*己二酸+2.2*己二胺	元/吨	24717	24717	25017	25017	1760	10478	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24717	-3077	2014/1/1		
	R125	R125-2.2*己二酸+2.2*己二胺	R125-2.2*己二酸+2.2*己二胺	元/吨	21318	21318	20558	14916	10042	10478	0.0%	3.7%	42.3%	112.4%	40.4%	71658	-12820	2014/1/1		
	PVDF	PVDF-1.2*己二酸+1.2*己二胺	PVDF-1.2*己二酸+1.2*己二胺	元/吨	18516	18516	18516	29516	33910	10478	0.0%	0.0%	-37.3%	-45.4%	0.3%	281510	17810	2014/1/1		
	PTFE	PTFE-1.2*己二酸+1.2*己二胺	PTFE-1.2*己二酸+1.2*己二胺	元/吨	15800	15800	15800	20000	20000	10478	0.0%	0.0%	-264.2%	0.0%	0.0%	95500	-15600	2014/1/1		
	6F	6F-0.2*己二酸+2.4*己二胺	6F-0.2*己二酸+2.4*己二胺	元/吨	9640	9453	12068	10003	20248	10478	2.0%	-20.1%	-3.6%	-61.8%	3.1%	481009	-2482	2014/1/1		
	化工	工业纯碱	工业纯碱	工业纯碱	元/吨	10264	10264	10184	9904	11154	10478	0.0%	0.0%	3.6%	-22.0%	1.0%	60410	9752	2014/1/1	
		工业纯碱	工业纯碱	工业纯碱	元/吨	708	708	7143	991	5914	10478	-2.3%	-2.3%	-59.1%	-44.4%	21.4%	2142	-512	2014/1/1	
		工业纯碱	工业纯碱	工业纯碱	元/吨	6730	6730	7270	7710	6965	10478	0.0%	0.0%	12.7%	-3.7%	2.9%	36760	9840	2014/1/1	
		工业纯碱	工业纯碱	工业纯碱	元/吨	3923	3923	3923	3948	3379	10478	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5116	2482	2014/1/1	
		化工	PP-PP	PP-PP	PP-PP	元/吨	1914	1913	1524	1796	2292	10478	0.1%	-0.5%	6.5%	16.5%	21.4%	6265	732	2014/1/1
			PP-PP	PP-PP	PP-PP	元/吨	2273	2273	2560	2867	2363	10478	0.0%	-11.2%	-20.7%	-6.8%	14.3%	15134	133	2014/1/1
			PP-PP	PP-PP	PP-PP	元/吨	1273	1273	1273	1273	1273	10478	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1273	904	2014/1/1
PP-PP			PP-PP	PP-PP	元/吨	679	584	507	615	318	10478	16.3%	15.2%	-17.5%	93.4%	64.0%	2127	-1895	2014/1/1	
PP-PP			PP-PP	PP-PP	元/吨	11	94	170	148	32	10478	-111.1%	-44.9%	14.9%	359.3%	46.7%	913	-818	2014/1/1	
PP-PP			PP-PP	PP-PP	元/吨	1238	1349	1493	1970	1735	10478	-0.9%	-16.3%	-24.2%	13.5%	7.5%	7008	764	2014/1/1	
PP-PP			PP-PP	PP-PP	元/吨	2771	2771	2771	2771	2771	10478	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2771	-2506	2014/1/1	
PP-PP			PP-PP	PP-PP	元/吨	1698	1703	1703	1696	1943	10478	-0.3%	-11.8%	-24.9%	36.6%	44.2%	3409	343	2014/1/1	
PP-PP			PP-PP	PP-PP	元/吨	504	654	1023	822	1143	10478	-22.8%	-36.1%	24.4%	-28.1%	0.9%	13894	504	2014/1/1	
PP-PP			PP-PP	PP-PP	元/吨	880	880	880	880	880	10478	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	880	604	2014/1/1	
PP-PP			PP-PP	PP-PP	元/吨	1322	1322	1322</												

资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

五、风险提示

安全事故影响开工；技术路线快速迭代；逆全球化背景下的产业脱钩。

能源化工团队介绍

组长、首席分析师：杨晖

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

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

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