

基础化工行业周报（20241223-20241229）

本周制冷剂 R32、丙烯酸、丁酮价格涨幅居前

- **本周制冷剂 R32、丙烯酸、丁酮价格涨幅居前。**1) R32(+6.2%): 本周 R32 市场均价为 43000.0 元/吨, 环比+6.2%。本周, 国内制冷剂 R32 市场延续向好局面, 企业内、外贸报盘价格保持同向拉升。外贸方面, 出口订单维持增长趋势。周内正值新一季空调长协订单商谈期间, 市场对企业报盘价格上调预期增强, 带动零售价格同步走高, 成交重心逐步上移。成本方面: 月末正值氟化氢招标定价周期, 国内萤石粉厂多观望商谈。2) 丙烯酸(+5.4%): 本周丙烯酸市场均价为 7760.0 元/吨, 环比+5.4%。本周丙烯酸市场高位坚挺运行, 山东齐翔腾达丙烯酸装置陆续出货, 区域内供应小幅增多, 但现货供应紧张情况尚未缓解, 主要交付前期订单为主, 市场交投重心维持高位, 场内低价消失; 丙烯酸乙酯供货方报盘上行, 下游用户采买多小单为主; 山东万华丙烯酸甲酯装置重启成功, 开始正常接单, 工厂及持货商市场报价小幅探涨; 丙烯酸丁酯产能利用率在 6 成左右, 现货供应紧张, 丙烯酸丁酯价格持续上推。丙烯酸异辛酯市场区间整理运行, 原料端重心偏弱, 下游用户随行就市跟进; 整体来看, 本周丙烯酸及酯厂家现货供应紧张延续, 丙烯酸及酯高位震荡运行。3) 丁酮(+4.5%): 本周丁酮市场均价为 7920.0 元/吨, 环比+4.5%。周内宏观面偏利空施压, 国际油价涨跌互现。原料面醚后碳四价格先抑后扬, 给予丁酮市场支撑有限。本周供应端企业订单充足, 排单发货居多, 场内现货资源稀少, 支撑市场心态, 主力工厂惜售挺涨情绪偏强, 业者多看好后市, 依靠出口利好, 厂家及贸易商报盘走高, 交投重心延续上行。不过宏观环境影响仍存, 下游采购较为谨慎, 丁酮市场供需博弈, 价格走势偏强为主。
- **近期我们发表了《能源化工行业 2025 年度投资策略: 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、特变电工、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、中泰股份、福斯达等; 4) 新疆本地的国企/兵团企业有望迎来改革深化发展机遇: 立新能源、青松建化、天富能源、新疆天业等。
- **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, 但考虑到大品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:

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

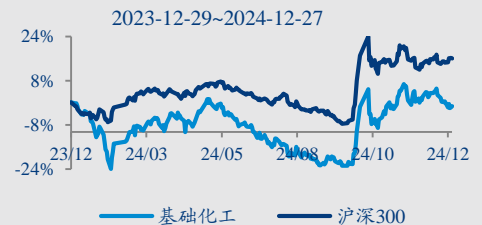
邮箱: chenjunxin@hcyjs.com

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

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。

- **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.....	19
（一）行业跟踪—轮胎：原材料高位回落，海运费下降明显.....	19
（二）行业跟踪—农化：近期粮价企稳，海外磷肥价格反弹.....	23
（三）行业跟踪—磷化工：政策利好出台，关注磷化工行业格局变化.....	30
（四）行业跟踪—煤化工：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.....	41
（六）行业跟踪—聚氨酯：本周聚合 MDI 价格上涨.....	46
（七）行业跟踪—民营大炼化：本周原油价格下跌，PX 价格下跌.....	49
（八）行业跟踪—C2、C3 及 C4：本周乙烯价格下跌，丙烯价格下跌.....	51
（九）行业跟踪—钛白粉：本周钛白粉价格不变.....	55
（十）行业跟踪—化纤：本周涤纶长丝价差修复.....	57
（十一）行业跟踪—氟化工：本周 R32 价格强势上涨.....	60
（十二）行业跟踪—硅化工：本周有机硅价格持平.....	63
（十三）行业跟踪—改性塑料：本周市场平稳运行.....	66
（十四）行业跟踪—食品及饲料添加剂：本周 VA、VE 价格下跌.....	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 83.34，环比-0.68%，同比-14.62%	14
图表 2	行业价差百分位为过去 10 年的 0.27%，环比+0.27%	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行（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	19
图表 13	中国出口集装箱运费变化	22
图表 14	泰国出口集装箱运费变化	22
图表 15	本周华创化工轮胎原材料指数环比-1.75%	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/全钢胎开工率环比上行/上行	23
图表 19	国内乘用车 11 月销量同比+15.25%	23
图表 20	国内商用车 11 月销量同比-13.94%	23
图表 21	本周化肥价格分位数 33.3%，价差分位数 29.0%	28
图表 22	本周化肥库存分位数 41.4%，平均开工率 65.0%	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 48%	28
图表 25	本周农药原药指数环比上涨	28
图表 26	本周除草剂指数环比上涨	28
图表 27	本周杀虫剂原药指数环比持平	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）	29
图表 32	本周大豆现货价格环比小幅下行，玉米现货价格环比下行（元/吨）	29
图表 33	本周尿素价格下行（元/吨）	30

图表 34	本周磷酸一铵价格下行（元/吨）	30
图表 35	本周磷酸二铵价格小幅下行（元/吨）	30
图表 36	本周复合肥价格小幅上行（元/吨）	30
图表 37	本周钾肥价格企稳（元/吨）	30
图表 38	本周氯化铵价格企稳（元/吨）	30
图表 39	本周磷化工价格分位数 36.8%，价差分位数 21.0%	35
图表 40	本周磷化工库存分位数 50.6%，平均开工率 46.4%	35
图表 41	本周磷矿石价格企稳（元/吨）	35
图表 42	本周黄磷市场价格上行（元/吨）	35
图表 43	本周磷酸价格小幅下行（元/吨）	35
图表 44	本周磷酸氢钙价格下行（元/吨）	35
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	本周工业一铵价格企稳（元/吨）	36
图表 48	本周磷酸铁开工率上行，磷酸铁锂开工率小幅下行	36
图表 49	本周煤化工行业价格/价差分位数分别为 23.7%/24.0%	40
图表 50	本周煤化工库存分位数为 54.8%，平均开工率为 60.94%	40
图表 51	本周尿素价格环比下行（元/吨）	40
图表 52	本周合成氨价格环比下行（元/吨）	40
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）	41
图表 58	本周醋酸库存环比下行（万吨）	41
图表 59	本周氯碱价格分位数 10.2%，价差分位数 15.8%	44
图表 60	本周氯碱库存分位数 50.1%，平均开工率 78.3%	44
图表 61	本周电石法 PVC 价格小幅下行（元/吨）	45
图表 62	本周乙烯法 PVC 价格小幅上行（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	本周纯碱开工率下行	45
图表 66	本周纯碱库存减少（万吨）	45
图表 67	本周浮法玻璃日熔量减少（万吨/日）	46
图表 68	本周浮法玻璃库存减少（天）	46

图表 69	本周 PVC 库存增加（万吨）	46
图表 70	本周电石库存增加（万吨）	46
图表 71	本周聚氨酯板块价格分位数 15%，价差分位数 24%	48
图表 72	本周聚氨酯板块库存分位数 50%	48
图表 73	本周聚合 MDI 价格下跌（元/吨）	48
图表 74	本周纯 MDI 价格持平（元/吨）	48
图表 75	本周 TDI 价格上涨（元/吨）	48
图表 76	本周软泡聚醚价格下跌（元/吨）	48
图表 77	本周石化板块价格/价差分位数分别 31%/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）	50
图表 80	本周石脑油-原油价差增加（美元/吨）	50
图表 81	本周汽油价差收窄（元/吨）	51
图表 82	本周柴油价差增加（元/吨）	51
图表 83	本周 PX 价差收窄（美元/吨）	51
图表 84	本周乙烯价差收窄（美元/吨）	51
图表 85	上周美国炼厂开工率下滑（%）	51
图表 86	上周 EIA 商业原油库存减少（百万桶）	51
图表 87	本周乙烯-石脑油价差收窄（元/吨）	53
图表 88	本周乙烯-乙烷价差收窄（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	本周丙烯酸价格上涨（元/吨）	55
图表 93	本周丙烯酸丁酯价格持平（元/吨）	55
图表 94	本周丁酮价格上涨（元/吨）	55
图表 95	本周钛白粉板块价格分位数 42%，价差分位数 6.9%	56
图表 96	本周钛白粉库存分位数 96%、开工率为 78%	56
图表 97	本周钛白粉价格不变（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 29.3%，价差分位数 41.5%	58
图表 100	本周化纤库存分位数 47.4%	58
图表 101	本周 PTA 价格下滑	58
图表 102	本周涤纶长丝 POY 价格持平	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	本周氨纶价格持平	59
图表 106	本周涤纶短纤价格持平	59
图表 107	本周涤纶长丝 POY 库存天数提升	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	本周氨纶开工率下滑	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 51%，价差分位数 44%	62
图表 116	本周氟化工板块库存天数分位数 26%，开工率指数 39%	62
图表 117	本周萤石价格下跌（元/吨）	62
图表 118	本周 R22 价格不变（元/吨）	62
图表 119	本周 R32 价格上涨（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 16%	65
图表 124	本周硅化工库存天数分位数 52%，开工率指数 53%	65
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 价格持平（元/吨）	67
图表 130	本周 BOPP-18 μ 价格环比持平（元/吨）	67
图表 131	本周 PC/ABS 价格环比下滑（元/吨）	67
图表 132	本周 LDPE 价格环比下滑（元/吨）	67
图表 133	本周食品及饲料添加剂价格分位数 18%	70
图表 134	本周食品及饲料添加剂库存分位数 44%	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 本周价格环比下跌（元/千克）	70
图表 138	VE 本周价格环比下跌（元/千克）	70

图表 139	本周三氯蔗糖价格环比持平（万元/吨）	71
图表 140	本周安赛蜜价格环比持平（万元/吨）	71
图表 141	本周麦芽酚价格环比持平（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	72
图表 144	本周申万化工二级子行业多数下跌	72
图表 145	本周涨跌幅居前个股	72
图表 146	本周换手率偏离较大的个股	72
图表 147	各行业产品价差一览	73

一、投资策略

本周华创化工行业指数 **83.34**，环比**-0.68%**，同比**-14.62%**；行业价格百分位为过去 10 年的 25.73%，环比-0.29%；行业价差百分位为过去 10 年的 0.27%，环比+0.27%；行业库存百分位为过去 5 年的 94.73%，环比-0.45%；行业开工率为 66.40%，环比-0.18%。本周价格涨幅居前的品种有：R32(+6.2%)、丙烯酸(+5.4%)、丁酮(+4.5%)、甲醇(+4.1%)、甲醇(+4.1%)；本周价格跌幅居前的品种有：辛醇(-5.2%)、顺酐(-4.3%)、合成氨(-3.0%)、维生素 E(-2.7%)、盐酸(-2.5%)。本周库存分位最低的五大品种：MTBE(0.0%)、丙烯腈(0.6%)、百菌清(1.6%)、顺酐(1.7%)、三氯氢硅(3.3%)；本周库存分位跌幅居前的品种有：辛醇(-51.9%)、MTBE(-37.5%)、丁二烯(-7.8%)、PVC(-6.3%)、纯碱(-5.2%)。本周开工率最高的五大品种：辛醇(115.8%)、石脑油(108.3%)、百菌清(107.1%)、丁醇(99.8%)、涤纶长丝(92.4%)；本周开工率提升居前的品种有：丁醇(+5.8pct)、环氧丙烷(+5.1pct)、丙烯酸丁酯(+4.9pct)、聚丙烯(+4.3pct)、醋酸酐(+4.0pct)。

近期我们发表了《能源化工行业 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、特变电工、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、中泰股份、福斯达等；4) 新疆本地的国企/兵团企业有望迎来改革深化发展机遇：立新能源、青松建化、天富能源、新疆天业等。

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，但考虑到大品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、特变电工、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、中泰股份、福斯达等；4) 新疆本地的国企/兵团企业有望迎来改革深化发展机遇：立新能源、青松建化、天富能源、新疆天业等。

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。

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

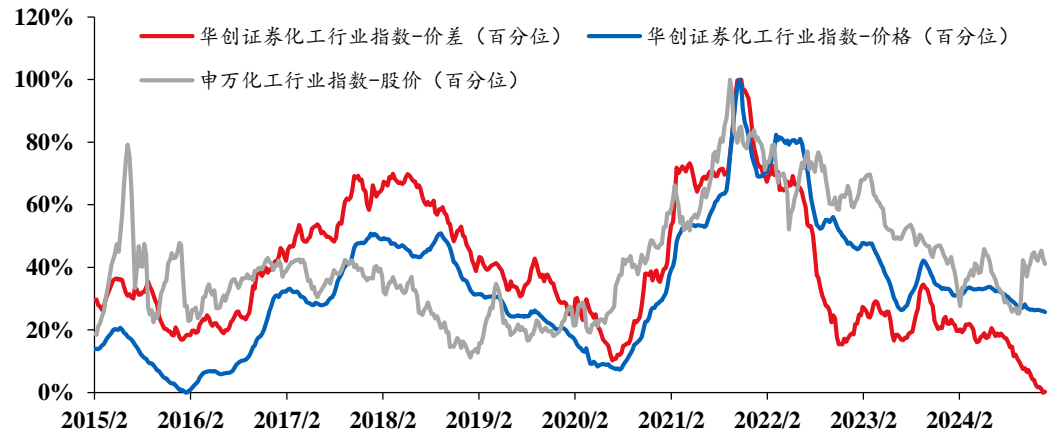
本周华创化工行业指数 **83.34**，环比-0.68%，同比-14.62%；行业价格百分位为过去 10 年的 25.73%，环比-0.29%；行业价差百分位为过去 10 年的 0.27%，环比+0.27%；行业库存百分位为过去 5 年的 94.73%，环比-0.45%；行业开工率为 66.40%，环比-0.18%。

图表 1 本周华创化工行业指数 83.34，环比-0.68%，同比-14.62%



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 0.27%，环比+0.27%



资料来源: Wind, 华创证券 注: 价格和价差取 2014.3.1 以来分位数

图表 3 细分行业价格百分位一览

日期	行业平均-标准化百分位	行业平均-加权	石油化工	煤化工	农晨粮种	化肥	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
2024/12/28	25.73%	25.54%	30.67%	23.75%	14.64%	29.35%	10.16%	36.83%	50.99%	14.92%	33.34%	42.45%	3.60%	17.97%
2024/12/21	26.03%	25.71%	30.67%	24.12%	14.75%	29.76%	10.46%	37.12%	50.31%	14.92%	33.78%	42.45%	3.63%	18.70%
2024/12/14	26.16%	25.79%	30.05%	24.69%	15.07%	29.42%	10.79%	37.46%	50.29%	14.87%	34.35%	42.45%	3.46%	19.28%
2024/12/7	26.35%	25.91%	29.73%	25.19%	15.05%	29.22%	11.49%	37.56%	50.11%	14.94%	34.86%	42.45%	3.77%	19.58%
2024/11/30	26.45%	25.96%	29.67%	25.44%	15.16%	29.21%	12.02%	37.64%	49.17%	15.04%	35.28%	42.83%	3.99%	19.47%
2024/11/23	26.39%	25.93%	29.50%	25.26%	15.42%	29.76%	12.12%	37.17%	49.38%	15.04%	34.61%	43.58%	4.00%	19.00%
2024/11/16	26.35%	25.90%	29.17%	25.38%	15.47%	30.22%	12.31%	36.94%	49.37%	15.04%	34.37%	44.34%	4.00%	18.45%
2024/11/9	26.51%	26.00%	29.15%	25.96%	15.83%	30.35%	12.70%	37.04%	48.82%	15.10%	33.89%	44.91%	4.15%	17.96%

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	聚氨酯新	化纤	氯碱	磷化工	氟化工	硅化工	化肥	钛白粉
2024/12/28	0.27%	25.27%	25.11%	23.99%	23.60%	41.52%	15.76%	21.00%	43.98%	15.52%	29.02%	6.88%
2024/12/21	0.00%	25.19%	25.32%	25.12%	23.53%	41.19%	15.11%	21.30%	43.00%	15.52%	28.65%	3.98%
2024/12/14	1.07%	25.49%	25.09%	26.17%	23.03%	41.05%	15.17%	22.00%	42.88%	15.34%	29.88%	7.00%
2024/12/7	1.79%	25.69%	25.25%	26.77%	22.40%	40.41%	16.44%	22.13%	42.63%	15.31%	30.22%	8.62%
2024/11/30	1.71%	25.67%	25.31%	26.01%	22.37%	40.92%	16.66%	22.25%	40.91%	14.86%	31.45%	11.17%
2024/11/23	2.52%	25.90%	25.17%	26.23%	22.79%	42.70%	16.94%	21.86%	40.98%	14.73%	32.18%	10.48%
2024/11/16	4.03%	26.33%	25.16%	27.15%	22.55%	44.31%	17.27%	22.11%	40.72%	14.73%	32.82%	12.68%
2024/11/9	4.36%	26.42%	24.72%	27.04%	22.53%	44.10%	17.66%	22.77%	40.97%	14.81%	33.68%	13.55%

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	聚氨酯新	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
2024/12/28	94.73%	48.52%	45.00%	54.76%	50.27%	47.44%	50.12%	50.63%	26.27%	52.08%	41.38%	95.54%	48.68%	44.19%
2024/12/21	95.18%	48.65%	47.22%	55.63%	49.98%	46.44%	51.22%	50.82%	27.81%	50.59%	39.13%	95.18%	47.47%	39.73%
2024/12/14	94.63%	48.50%	47.34%	55.13%	48.45%	51.23%	51.15%	50.65%	27.01%	49.38%	38.74%	93.96%	46.09%	38.05%
2024/12/7	94.52%	48.47%	48.69%	52.86%	48.54%	52.49%	51.27%	48.84%	31.49%	48.32%	37.60%	92.94%	45.37%	36.16%
2024/11/30	92.72%	47.98%	48.35%	52.46%	47.90%	51.62%	51.27%	48.36%	34.31%	46.39%	38.04%	91.19%	44.63%	32.09%
2024/11/23	93.26%	48.13%	47.73%	55.46%	46.91%	52.73%	49.71%	48.69%	36.50%	45.30%	38.75%	90.17%	43.23%	29.58%
2024/11/16	92.80%	48.00%	46.72%	57.44%	47.16%	52.02%	49.63%	47.07%	37.16%	45.06%	38.32%	90.34%	42.62%	28.05%
2024/11/9	90.32%	47.33%	46.54%	58.23%	44.68%	49.37%	49.15%	45.35%	37.61%	44.82%	38.12%	90.10%	42.58%	25.85%

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	聚氨酯新	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
2024/12/28	68.69%	66.40%	75.88%	60.94%	68.91%	81.85%	78.31%	46.44%	38.83%	52.88%	64.99%	77.52%	66.03%	74.16%
2024/12/21	70.30%	66.58%	75.52%	61.35%	68.71%	81.81%	78.78%	46.34%	41.97%	52.65%	65.82%	77.96%	65.55%	73.22%
2024/12/14	71.76%	66.74%	75.80%	63.71%	65.89%	82.15%	79.15%	46.26%	43.07%	52.52%	66.85%	77.48%	64.44%	72.12%
2024/12/7	72.81%	66.85%	76.80%	62.49%	67.42%	82.66%	79.13%	45.49%	44.82%	52.16%	67.08%	75.98%	63.12%	71.58%
2024/11/30	72.09%	66.77%	76.58%	60.89%	67.60%	83.48%	79.66%	46.25%	45.58%	55.14%	67.31%	75.63%	60.31%	69.62%
2024/11/23	68.66%	66.39%	75.94%	61.95%	66.59%	83.79%	78.43%	46.21%	44.80%	54.79%	67.34%	75.88%	60.59%	66.94%
2024/11/16	51.25%	64.48%	75.73%	61.70%	66.55%	83.94%	68.15%	47.34%	43.78%	54.39%	55.95%	76.15%	59.83%	61.07%
2024/11/9	60.08%	65.45%	75.56%	61.92%	67.93%	84.05%	77.21%	46.22%	43.55%	54.97%	66.71%	76.38%	60.00%	55.25%

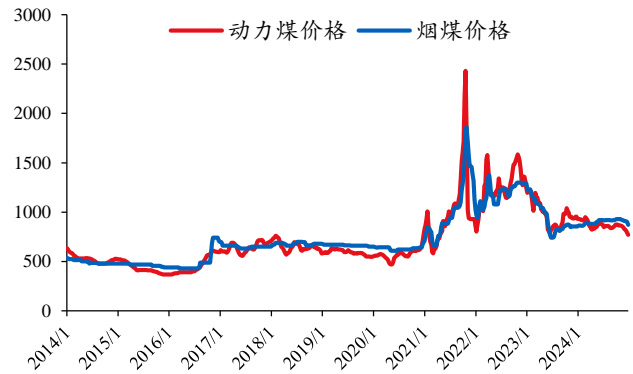
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

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行（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：宏观面偏利空施压，国际油价涨跌互现。周前中期，美联储暗示明年降息步伐将放缓，引发市场对经济及需求放缓担忧，并且在此影响下，美元指数走强至年内新高后偏强运行，对油市构成压力，加上德鲁日巴输油管道重新启动，欧洲供应担忧缓解，且市场预计明年将供应过剩，国际油价震荡走跌，美油跌至 70 关口下方。周后期，尽管圣诞节假期前夕市场交投清淡，但美国经济前景稳健及 11 月印度原油进出口量同比增长，市场短期供需前景乐观，国际原油价格反弹上涨，美油重回 70 关口上方。

动力煤：终端需求不显，动力煤价格延续弱势。本周主产地报价延续弱势，不过降价煤矿较上周减少，降幅小幅收窄。临近年底，完成生产任务停产或减产煤矿增多，整体煤炭供应量收紧，部分煤矿尚可维持产销平衡，场内库存压力减轻，叠加大集团外购价格持稳，部分煤矿随之报价暂稳，但也有个别煤矿根据自身销售情况上下调整价格。本周进入冬至，但多地气温均平稳运行，电厂日耗提升速度不及预期，加之前期补库较为充足，现阶段对市场煤需求偏弱；非电市场部分地区化工行业受环保检查影响，开工负荷减少，对市场原料煤需求量减弱，刚需采购也多以压价为主；水泥行业错峰停窑及钢厂近期停产检修较多，对市场原料煤需求减弱。

根据我们的数据库，本周价格涨幅居前的品种有：R32(+6.2%)、丙烯酸(+5.4%)、丁酮(+4.5%)、甲醇(+4.1%)、国内天然气(+2.48%)；本周价格跌幅居前的品种有：辛醇(-5.2%)、顺酐(-4.3%)、合成氨(-3.0%)、维生素 E(-2.7%)、盐酸(-2.5%)。

图表 9 本周价格涨跌幅居前的品种

	周度价格涨幅前 10	涨幅	本周	上周	单位	周度价格跌幅前 10	跌幅	本周	上周	单位	
1	R32	6.17%	43000	40500	元/吨	1	辛醇	5.20%	7660	8080	元/吨
2	丙烯酸	5.43%	7760	7360	元/吨	2	顺酐	4.35%	6438	6730	元/吨
3	丁酮	4.49%	7920	7580	元/吨	3	合成氨	2.97%	2517	2594	元/吨
4	甲醇	4.15%	2774	2664	元/吨	4	维生素 E	2.71%	144	148	元/千克
5	国内天然气	2.48%	4703	4589	元/吨	5	盐酸	2.52%	186	190	元/吨
6	醋酸	2.35%	2700	2638	元/吨	6	PA6	2.40%	12590	12900	元/吨
7	维生素 B6	2.13%	183	179	元/千克	7	正丁醇	2.16%	7240	7400	元/吨
8	新戊二醇	1.88%	10575	10380	元/吨	8	炭黑	2.12%	7145	7299	元/吨

9	氟磺胺草醚原药	1.85%	11	11	万元/吨	9	Henry 天然气	2.09%	2.9	3	美元/百万英 热单位
10	丁二烯	1.8%	11100	10900	元/吨	10	动力煤	2.08%	772	789	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:

R32(+6.2%): 本周 R32 市场均价为 43000.0 元/吨, 环比+6.2%。本周, 国内制冷剂 R32 市场延续向好局面, 企业内、外贸报盘价格保持同向拉升。外贸方面, 出口订单维持增长趋势。周内正值新一季空调长协订单商谈期间, 市场对企业报盘价格上调预期增强, 带动零售价格同步走高, 成交重心逐步上移。成本方面: 月末正值氟化氢招标定价周期, 国内萤石粉厂多观望商谈。

丙烯酸(+5.4%): 本周丙烯酸市场均价为 7760.0 元/吨, 环比+5.4%。本周丙烯酸市场高位坚挺运行, 山东齐翔腾达丙烯酸装置陆续出货, 区域内供应小幅增多, 但现货供应紧张情况尚未缓解, 主要交付前期订单为主, 市场交投重心维持高位, 场内低价消失; 丙烯酸乙酯供货方报盘上行, 下游用户采买多小单为主; 山东万华丙烯酸甲酯装置重启成功, 开始正常接单, 工厂及持货商市场报价小幅探涨; 丙烯酸丁酯产能利用率在 6 成左右, 现货供应紧张, 丙烯酸丁酯价格持续上推。丙烯酸异辛酯市场区间整理运行, 原料端重心偏弱, 下游用户随行就市跟进; 整体来看, 本周丙烯酸及酯厂家现货供应紧张延续, 丙烯酸及酯高位震荡运行。

丁酮(+4.5%): 本周丁酮市场均价为 7920.0 元/吨, 环比+4.5%。周内宏观面偏利空施压, 国际油价涨跌互现。原料面醚后碳四价格先抑后扬, 给予丁酮市场支撑有限。本周供应端企业订单充足, 排单发货居多, 场内现货资源稀少, 支撑市场心态, 主力工厂惜售挺涨情绪偏强, 业者多看好后市, 依靠出口利好, 厂家及贸易商报盘走高, 交投重心延续上行。不过宏观环境影响仍存, 下游采购较为谨慎, 丁酮市场供需博弈, 价格走势偏强为主。

跌幅居前的产品基本面分析如下:

辛醇(-5.2%): 本周辛醇市场均价为 7660.0 元/吨, 环比-5.2%。本周北方的部分地区增塑剂因环保因素, 生产受限, 且终端未集中大批量拿货, 下游增塑剂订单一般, 叠加辛醇市场供应仍旧充足, 尤其是华东地区工厂库存存压, 场内看空情绪仍存, 在买涨不买跌情绪影响下, 下游采购缓慢, 进而导致辛醇市场价格接连下滑。辛醇方面市场供应相对充足, 且将有到港货源, 虽目前增塑剂工厂暂无较大库存压力, 但年底阶段且下游多对后市信心不足, DOP 市场久未有集中成交放量, 下游多保持刚需采购节奏, DOP 价格开始不断松动。

顺酐(-4.3%): 本周顺酐市场均价为 6437.5 元/吨, 环比-4.3%。本周业者心态多受烟台装置即将复产影响, 周内顺酐工厂两次补跌场内低价, 以山东地区为例, 液酐价格已重新靠拢至 6000 元/吨及以下低位, 但下游业者拿货积极性仍欠佳, 除必要刚需外, 场内新单交投节奏较为迟缓。目前来看, 单从价格调降已难以刺激场内买盘, 烟台装置目前重启中, 业者多等待烟台装置恢复供应后的更为明朗指引。周内成本面支撑转弱, 同时下游企业需求越发疲软, 订单情况一般, 树脂工厂多承压观望, 消息面缺乏支撑, 预计短期 UPR 市场不乏下行预期。

合成氨(-3.0%):本周合成氨均价为 2517.1 元/吨,环比-3.0%。供需氛围转弱,合成氨市场交投重心走低。周初,北方及西南等地供应虽略有下降或偏紧,但就整体市场联动看,外围货源充裕,且下游需求一般,工厂仍以积极出货为主,价格无明显利好支撑引导,区域性小幅调整为主,北方及两湖地区探涨有限,西南开工下降明显挺涨,受需求一般,外围到货及下游工厂博弈影响,推涨幅度受限。周中至周后期,随着河北及山西等地部分前期检修装置陆续恢复,加之陕西、山东局部供应短时增量影响利空市场,北方地区价格持续重心走低,两湖地区供需面无利好,且受北方降价及西南压价影响,交投情绪不佳,价格稳中偏弱。川渝地区弱势下行,虽当地开工仍在下降,现货供应减少,但需求一般,省外货源充斥下,下游压价增强,地区出厂报价在回落。

根据我们的数据库,本周价差涨幅居前的品种有: PVC-电石法(+329.9%)、涤纶 FDY 现金流(+86.6%)、涤纶 POY 现金流(+77.9%)、丙烯酸价差(+17.7%)、草甘膦(+17.3%);本周价差跌幅居前的品种有: 二甲醚(-120.0%)、烯烃(-46.2%)、顺酐价差(-31.4%)、丙烯酸丁酯价差(-26.5%)、DMF(-20.9%)。

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	PVC-电石法	329.89%	98	23	元/吨	1	二甲醚	120.02%	-284	-129	元/吨
2	涤纶 FDY 现金流	86.63%	-10	-76	元/吨	2	烯烃	46.24%	375	698	元/吨
3	涤纶 POY 现金流	77.89%	-10	-46	元/吨	3	顺酐价差	31.43%	552	806	元/吨
4	丙烯酸价差	17.70%	2756	2342	元/吨	4	丙烯酸丁酯价差	26.47%	400	544	元/吨
5	草甘膦	17.31%	-398	-339	元/吨	5	DMF	20.94%	477	604	元/吨
6	丁酮价差	17.12%	2570	2194	元/吨	6	辛醇价差	12.68%	2795	3201	元/吨
7	甲醇	16.58%	1037	889	元/吨	7	乙烯-乙烷价差	11.47%	2507	2832	元/吨
8	联碱法	12.70%	290	257	元/吨	8	PET	-9.79%	537	595	元/吨
9	涤纶 DTY 现金流	12.16%	330	294	元/吨	9	PX 价差	-7.21%	159	171	美元/吨
10	R32	9.28%	28800	26354	元/吨	10	丙烯腈价差	-6.41%	1026	1097	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(0.6%)、百菌清(1.6%)、顺酐(1.7%)、三氯氢硅(3.3%);本周库存分位跌幅居前的品种有: 辛醇(-51.9%)、MTBE(-37.5%)、丁二烯(-7.8%)、PVC(-6.3%)、纯碱(-5.2%)。

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	0.00%	6647	18009	吨	1	辛醇	51.95%	4120	17346
2	丙烯腈	0.56%	4300	4250	吨	2	MTBE	37.53%	6647	18009
3	百菌清	1.56%	90	90	吨	3	丁二烯	-7.84%	5650	6450
4	顺酐	1.71%	3067	2815	吨	4	PVC	-6.28%	478299	515072
5	三氯氢硅	3.25%	1770	1650	吨	5	纯碱	-5.15%	1420000	1504000
6	乙二醇	3.36%	18290	18290	吨	6	聚丙烯	-4.29%	406772	427045
7	片碱	4.38%	32900	37400	吨	7	腈纶	-4.17%	22	23
8	粘胶长丝	4.44%	46	46	天	8	醋酸酐	-4.00%	7450	7950
9	毒死蜱	4.91%	215	210	吨	9	热法磷酸	-3.98%	17870	18990

10	磷酸氢钙	5.43%	8000	8000	吨	10	二甲醚	-3.92%	10550	11800
----	------	-------	------	------	---	----	-----	--------	-------	-------

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(115.8%)、石脑油(108.3%)、百菌清(107.1%)、丁醇(99.8%)、涤纶长丝(92.4%); 本周开工率提升居前的品种有: 丁醇(+5.8pct)、环氧丙烷(+5.1pct)、丙烯酸丁酯(+4.9pct)、聚丙烯(+4.3pct)、醋酸酐(+4.0pct)。

图表 12 本周开工率最高/涨幅居前的品种

	开工率前 10	本周开工率	上周开工率	周度开工率分位值		开工率提升前 10	涨幅	本周	上周
1	辛醇	115.75%	115.89%	99.58%	1	丁醇	5.75%	99.77%	94.02%
2	石脑油	108.27%	107.00%	75.37%	2	环氧丙烷	5.13%	67.50%	62.37%
3	百菌清	107.14%	105.79%	100.00%	3	丙烯酸丁酯	4.87%	61.96%	57.09%
4	丁醇	99.77%	94.02%	95.63%	4	聚丙烯	4.28%	84.52%	80.24%
5	涤纶长丝	92.40%	92.70%	96.15%	5	醋酸酐	3.99%	69.81%	65.82%
6	锦纶切片	90.50%	90.50%	80.41%	6	磷酸铁	3.90%	52.73%	48.83%
7	聚酯聚合	90.10%	89.90%	87.43%	7	工业一铵	3.85%	48.72%	44.86%
8	粘胶短纤	89.00%	89.00%	84.44%	8	三氯蔗糖	2.99%	70.23%	67.24%
9	新戊二醇	88.42%	86.20%	92.92%	9	代森锰锌	2.45%	83.89%	81.43%
10	TDI	87.36%	88.28%	94.13%	10	新戊二醇	2.22%	88.42%	86.20%

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。

基本面偏弱, 国内天然橡胶震荡下行。本周天然橡胶市场日均价 16825 元/吨, 较上周尾 16933 元/吨下跌 108 元/吨, 降幅为 0.64%。国内云南、海南进入停割期, 但泰国及越南雨水天气减少, 割胶工作加快, 导致泰国进口胶水不断走跌, 且港口库存增加中, 下游轮胎需求淡季, 出货不畅, 天然橡胶现货成交较为冷清。**后市预测:** 下周顺丁橡胶市场下行为主, 制约天然橡胶价格。天然橡胶供应方面: 国内基本停割, 下周泰国雨水天气较少, 割胶工作顺畅, 泰国胶水进口胶水价格看跌, 越南未来一周雨水天气较多, 割胶或受限, 未来一周天然橡胶供应量或有减少。天然橡胶需求方面: 轮胎需求未看到好转, 库存后期仍有增长趋势, 对天然橡胶采购情绪预期弱势, 不过临近年底, 不排除部分企

业储备货需求。

预期不佳，炭黑市场延续弱势。N330 主流商谈价格暂时参考 6400-6700 元/吨，个别低位仍存，市场均价与上周相比下滑 100 元/吨。本周原料市场走势涨跌均存，市场仍有波动，但调整幅度略有收窄，长线来看，炭黑成本端有所支撑但持续或有限。周内炭黑行业开工有所下行，区域调整相对明显，但短期内仍有利好。下游方面延续谨慎心态，当前不乏补库预期，但整体表现依然弱势。看空市场预期下，场内缺乏信心提振，场内观望情绪仍然较浓。**供应方面：**本周炭黑行业开工波动下行，场内减产情况相对较多。具体来看，山东、山西均有减产，河北略有提升，整体表现下行，但幅度较为有限。区域来看，东北、华中、西南以及华南地区相对平稳，华北、华东以及西北均有不同程度下调，故本周内开工走势向下。后市来看，华北地区、华东地区可能有个别减产预期，不过整体波动可能有限。**后市预测：**预计下周炭黑市场僵持偏弱，N330 主流商谈价格参考范围为 6300-6600 元/吨，个别低位小单仍存。目前焦油市场虽有减量，但幅度不大，叠加下游行情欠佳，市场缺乏明显支撑，煤焦油价格弱稳运行。下游市场补库意向相对明显，但长线持续看空的情况下，囤货意愿不强，基本上刚需灵活调整为主。虽然炭黑行业开工存有关调预期，但整体调整预计有限。尤其当前市场缺乏信心，市场情绪较为悲观。整体看，炭黑市场短期内或僵持偏稳运行，长线仍存看空预期。

近期海运费持续松动下探。据彭博数据显示，截至 12 月 20 日，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 4819、4499、6047 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；本周泰国至欧洲、美西、美东集装箱运价分别为 4650 美元/FEU、6500 美元/FEU、7300 美元/FEU。

本周国内半钢胎/全钢胎开工率环比小幅上行/小幅上行。本周国内半钢胎开工率为 79.16%，同比/环比分别+7.54/+0.10 个百分点；全钢胎开工率 62.24%，同比/环比分别+12.50/+0.12 个百分点。

乘联会数据显示，2024 年 12 月第 3 周（12.15-12.22）乘用车日均销量 8.69 万辆，当周日均销量同比+11.0%。据中汽协统计，2024 年 11 月国内乘用车销量 300.15 万辆，环比+8.95%。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。

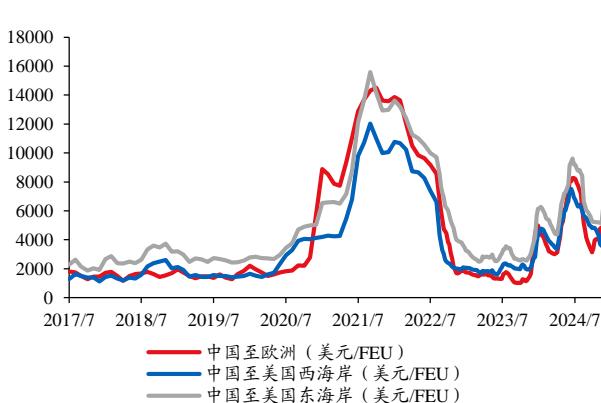
3、森麒麟（002984.SZ）：智能制造水平领先国内，海外新增产能规模大。公司目前拥有青岛、泰国两大工厂，其中青岛工厂设计产能为1200万条，泰国工厂设计产能为1600万条半钢胎+200万条全钢胎，近年产销率及产能利用率均维持在较高水平。**公司为行业**

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

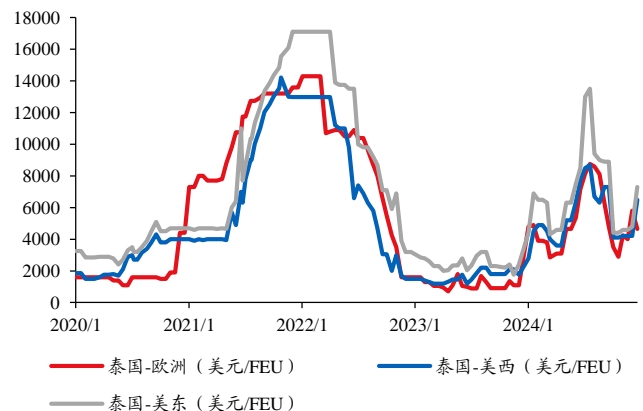
5、三角轮胎（601163.SH）为国内轮胎行业老牌劲旅，主要产品涵盖五大轮胎系列，包括商用车胎、乘用车胎、斜交工程胎、子午工程胎、子午工程巨胎。公司华茂、华阳分公司募投项目陆续投产，产能逐步发挥且有进一步增长空间。公司研发投入在国内轮胎行业保持领先水平，每年占比 4%以上，每年投放新产品超过 150 个，技术创新实力强。

图表 13 中国出口集装箱运费变化



资料来源：Wind, Bloomberg, 华创证券

图表 14 泰国出口集装箱运费变化



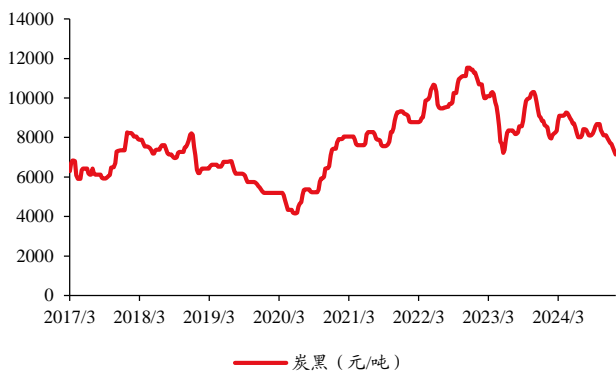
资料来源：TNSC, 华创证券

图表 15 本周华创化工轮胎原材料指数环比-1.75%



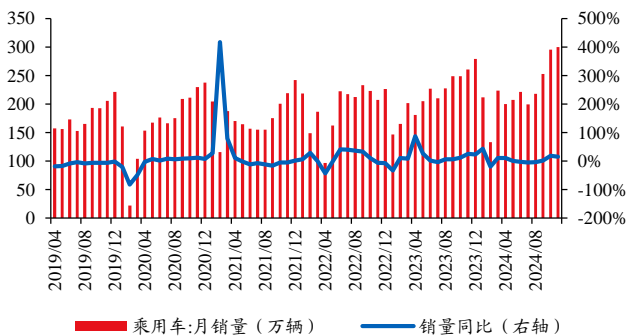
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

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 19 国内乘用车 11 月销量同比+15.25%



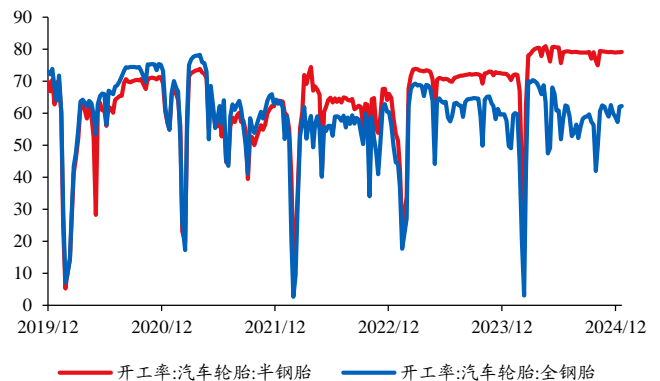
资料来源: Wind, 中汽协, 华创证券

图表 16 本周天然橡胶价格环比下行



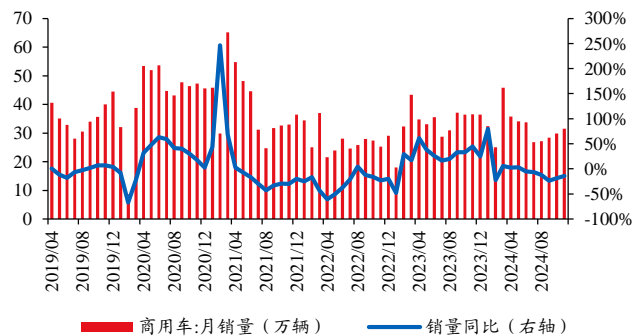
资料来源: Wind, 中国橡胶信息贸易网, 华创证券

图表 18 本周国内半钢胎/全钢胎开工率环比上行/上行



资料来源: Wind, 中国橡胶信息贸易网, 华创证券

图表 20 国内商用车 11 月销量同比-13.94%



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上行趋势, 尿素、磷酸一铵、磷酸二铵、氯化钾分别环比-0.9%、-0.5%、-0.2%、0.0%。根据 Wind 数据, 截至 12 月 28 日, 国内尿素市场均价 1706 元/吨, 环比-0.9%, 同比-26.4%; 国内磷酸一铵市场均价 3099 元/吨, 环比-0.2%, 同比-7.5%; 磷

酸二铵市场均价 3541 元/吨，环比-0.2%，同比-3.8%；国内氯化钾市场均价 2550 元/吨，环比 0.0%，同比-10.8%。

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

本周农药价格指数环比下行。本周(2024-12-21)华创能源化工农药价格指数环比上周-0.03%，报 98.34 点。其中，除草剂原药价格指数报 101.10 点，环比+0.05%；杀虫剂原药价格指数报 99.35 点，环比持平；杀菌剂原药价格指数报 90.95 点，环比-0.08%；中间体指数报 104.00 点，环比-0.22%。**本周草甘膦价格环比持平。**根据中农立华，本周草甘膦价格 2.40 万元/吨，环比持平。**供应方面：**本周华东某企业维持检修状态，西南某企业降负荷开工，其余主流工厂正常运行，市场供应良好。**需求方面：**未见明显好转，下游询单、成交偏淡，原粉订单少量，制剂订单持续释放，部分客户少量低价补货，新单成交寥寥。**本周草铵膦价格环比持平。**根据中农立华，本周草铵膦价格 4.90 万元/吨，环比持平。**供应方面：**国内主流工厂多维持降负荷开工，西南某中小企业正常开工，其余中小工厂维持停车状态，市场供应良好。**需求方面：**市场现货货源充裕，上下游供需矛盾大，买方占据优势地位对高价草铵膦接受不佳，拖拽价格下跌。

复合肥市场弱稳运行，下游观望心态浓厚。本周（2024.12.20-2024.12.26）国内复合肥市场弱稳运行，场内交投氛围清淡。临近月底，市场主流价格基本稳定，实单灵活商谈，截至今日（12月26日）3*15 氯基市场均价 2329 元/吨，3*15 硫基市场均价 2725 元/吨，均较上周末持平。45 含量硝硫基平衡肥报价稳中个别下调，实单单议，出厂价格参考 3050-3450 元/吨。小麦返青肥及春玉米肥稳价出货 35%CL（30-0-5）出厂参考 1350-1750 元/吨，40 含量高氮肥出厂参考 1800-2050 元/吨。**供应方面：**据百川盈孚不完全统计，本周复合肥平均开工负荷为 38.48%，较上周下降 0.71%，供应延续宽松。本周山东、河南部分地区环保预警限产延续，部分装置继续减产或停车，同时，经销商入市采购积极性较低，肥企多出出货承压，灵活调整开工。**需求方面：**本周终端市场需求依旧冷淡，经销商入市操作心态谨慎，场内实际新单成交有限，复合肥厂家多持有一定待发，但下游维持刚需拿货，冬储备肥推进节奏缓慢，市场到货不及去年同期。

本周大豆现货价格小幅下行，玉米现货价格下行。截至 12 月 28 日，国内大豆平均现货价 3964 元/吨，周环比-0.17%；玉米平均现货价 2154 元/吨，周环比-0.89%。期货价格方面，本周 CBOT 玉米期货收盘价 450.94 美分/蒲式耳，周环比+1.9%，年同比-5.2%；CBOT 大豆收盘价 985.50 美分/蒲式耳，周环比+1.5%，年同比-24.9%；小麦期货收盘价 541.13 美分/蒲式耳，周环比+0.2%，年同比-14.2%。**2021 年以来粮价保持稳中有升，预计 2021 年-2024 年行业整体趋势向好。****1) 玉米，供应方面：**本周玉米市场供应较上周增加。年关将近，可用于售粮的时间不断压缩，部分种植户变现需求较为紧迫，售粮行为依然火热，贸易商不过多做库存，玉米持续供应至市场，粮源流通增加。**需求方面：**饲料方面，养殖利润较前期收紧，终端需求虽有回升，但对猪价提升有限，养殖企业依旧偏向于采购低价玉米。饲料企业春节库存补充完毕，进口玉米停拍对饲料企业影响不大，暂难以支撑国内市场；加工方面，淀粉企业开工略有回暖，但酒精企业依旧亏损，开工积极性下降，玉米日消耗减少，随着库存累积增库需求转弱，整体玉米需求不高。**2) 大豆，供应方面：**国产新季大豆供应整体表现宽松，豆源目前主要集中于贸易环节。截至本周四，中储粮暂未进行国产大豆竞价销售。预计 2024 年 12 月进口大豆到港 830 万吨，国内一

季度大豆到港需求基本采完，预估总量 1500 万吨。**需求方面：**本周国产大豆需求不温不火。终端豆制品消费暂无明显提升，加工企业按需补库。本周下游豆粕行情有所回升，国产大豆压榨企业暂以刚需采购为主。另外，预计本周国内进口大豆压榨量 217 万吨，周环比增加 24 万吨，较去年同期增加 39 万吨，较近三年同期均值增加 26 万吨。

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

相关公司：

1、新洋丰（000902.SZ）：公司为国内磷复肥龙头企业，具有年产各类高浓度磷复肥逾 800 万吨的生产能力和 320 万吨低品位磷矿洗选能力，同时配套生产硫酸、合成氨、硫酸钾、硝酸等。公司具备一体化成本优势，自配 180 万吨磷酸一铵产能为全国第一。**复合肥景气周期上行，公司盈利能力将持续提升。**随着农产品价格将稳定上行。农户的种植收益和种植热情提升，需求驱动下化肥及复合肥行业将进入景气上行周期。公司作为行业龙头有着领先于同行的盈利能力，将进一步受益于复合肥利润空间的扩大而迎来盈利水平的持续提升。**公司上游产业链配套完善，成本优势显著。**公司磷酸一铵高度自给，同时具有磷矿石资源优势，环保压力下行业竞争格局基本已稳定并预期将持续向好。随着宜昌搬迁项目、合成氨技改项目的完成公司上游将进一步实现降本增效，巩固起自身

的综合成本优势。预期合成氨新工艺扩建后将完全满足公司一年40万吨的自用需求，吨成本可节约600-700元。**产品升级+深耕服务，实现战略转型。**公司聚焦经济作物市场，深耕精细化服务，在产能扩张的同时新型复合肥占比持续提升，产品结构将向高附加值的精细化产品发展，并辅以“技术营销”等推广和服务手段，从单一的化肥制造商和销售商，向以服务为主的种植业解决方案提供商转型。

2、云图控股（002539.SZ）：公司是国内复合肥龙头企业，当前国内磷矿资源稀缺，黄磷、磷酸一铵等行业的准入及监管趋严，公司上游填平补齐，树立起较高壁垒，将受益于行业竞争格局的持续改善。当前公司子公司雷波凯瑞拥有1.8亿吨已探明的磷矿储量，目前牛牛寨东段矿山400万吨产能在建。**公司“资源+产业链”战略布局已逐步形成，我们看好公司持续强化竞争优势。**我们认为公司过去几年较高的资本开支，体现在资源端和产能端的积累，有望兑现为未来业绩的高成长性。当前公司复合肥产能已达705万吨，2023年内新增155万吨产能，并具备磷酸一铵43万吨、纯碱+氯化铵60万吨、黄磷6万吨、硝酸钠和亚硝酸钠10万吨、磷酸铁5万吨等年产能。当前公司荆州新能源公司15万吨粉状水溶性复合肥项目+铁岭嘉施利公司30万吨复合肥项目处于在建阶段，同时雷波基地规划建设400万吨/年的磷矿采矿工程，目前正在进行矿山建设。我们看好公司持续秉承“资源+产业链”的战略布局，填平补齐复合肥氮、磷产业链，并沿着产业链向下游布局，持续强化成本控制和产业协同优势。

3、湖北宜化（000422.SZ）：公司是宜昌市地方国企，权益产能大。公司资源禀赋极佳，具备大量权益产能，包括：PVC产能114万吨，其中内蒙30万吨、新疆30万吨（35.6%股权）、青海30万吨、宜昌24万吨。电石产能165万吨，其中内蒙60万吨、新疆60万吨（35.6%股权）、青海45万吨。烧碱产能87万吨，其中内蒙24万吨、新疆24万吨（35.6%股权）、青海24万吨、宜昌15万吨。此外还具备156万吨尿素、126万吨磷酸二铵、1.6万吨三聚氰胺、10万吨保险粉、6万吨季戊四醇等产能。**关注新疆宜化资源禀赋及公司牵手宁德时代的发展空间。**今年8月公司公告，宜化集团为履行控股股东承诺责任、解决与湖北宜化之间的同业竞争问题，同时进一步提升湖北宜化的资产质量和盈利能力，拟由公司以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。

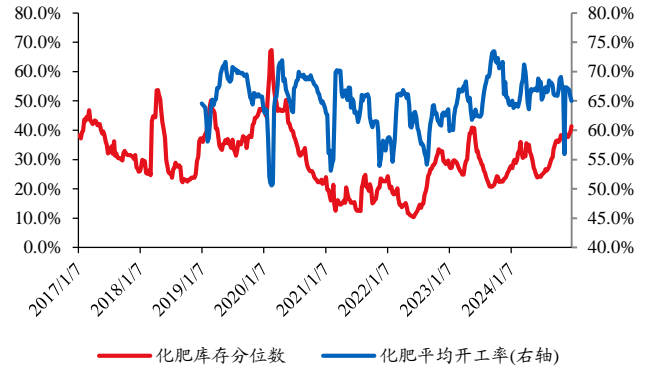
8、利尔化学（002258.SZ）：公司为国内除草剂行业的领先企业，拥有国内最大氯代吡啶类除草剂研发及生产基地，为国内的草铵膦龙头企业。短期看广安基地丙炔氟草胺项目有望利好公司；目前着手草铵膦 MDP 并线工作，预计生产成本将大幅优化。待扩建 3000 吨 L-草铵膦项目达产后，公司将成为全球最大草铵膦原药企业，护城河显著。

图表 21 本周化肥价格分位数 33.3%，价差分位数 29.0%



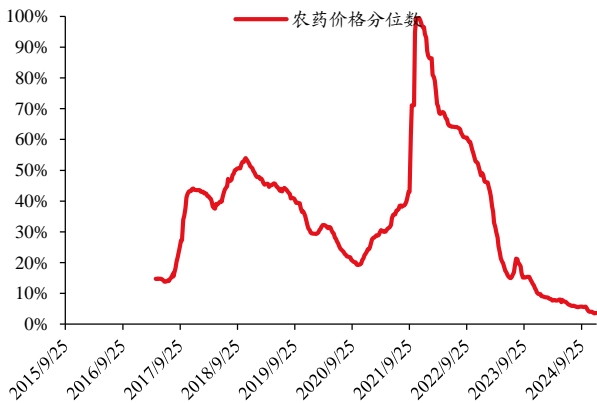
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 22 本周化肥库存分位数 41.4%，平均开工率 65.0%



资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 23 本周农药价格分位数 4%



资料来源: Wind, 中农立华, 华创证券

图表 24 本周农药库存分位数 48%



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持平



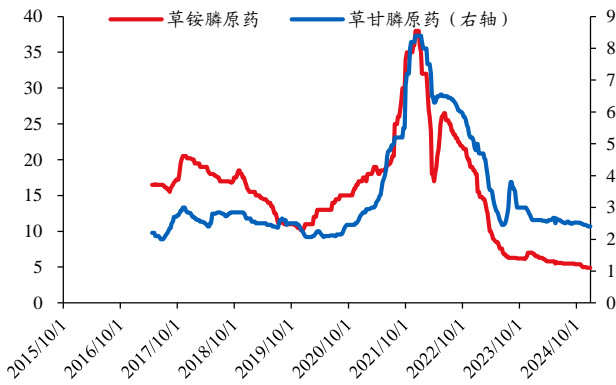
资料来源: 中农立华, 华创证券

图表 28 本周杀菌剂指数环比下跌



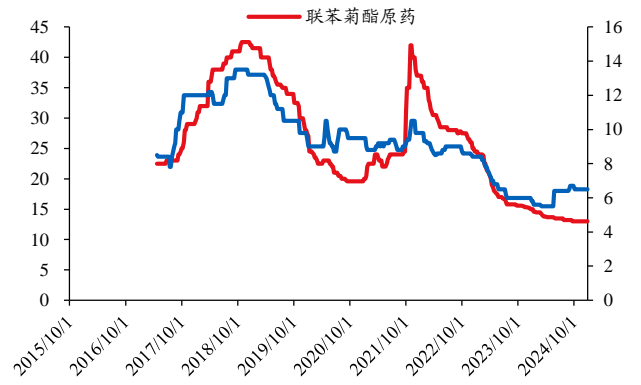
资料来源: 中农立华, 华创证券

图表 29 本周草甘膦价格环比持平 (万/吨)



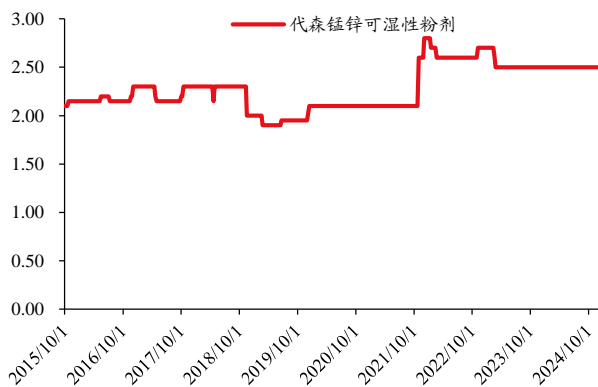
资料来源: 中农立华, 华创证券

图表 30 本周菊酯价格环比持平 (万/吨)



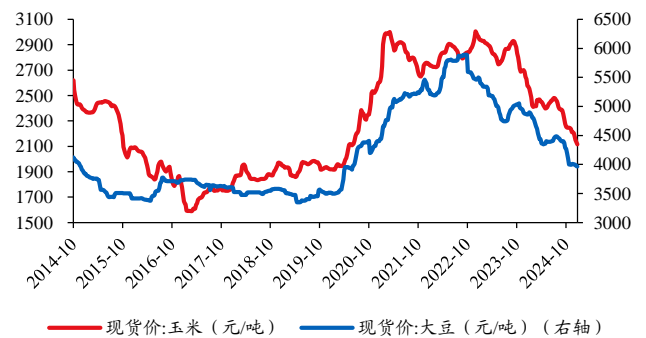
资料来源: 中农立华, 华创证券

图表 31 代森锰锌价格环比持平 (万/吨)



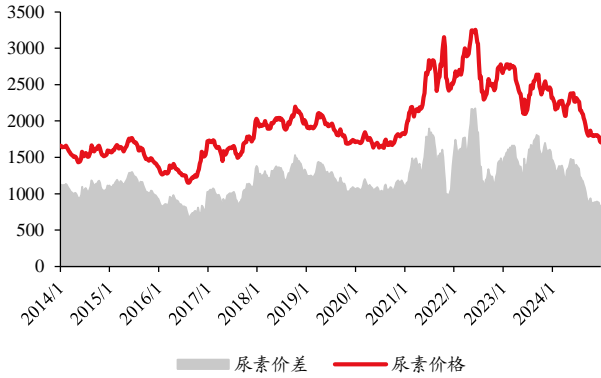
资料来源: 中农立华, 华创证券

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



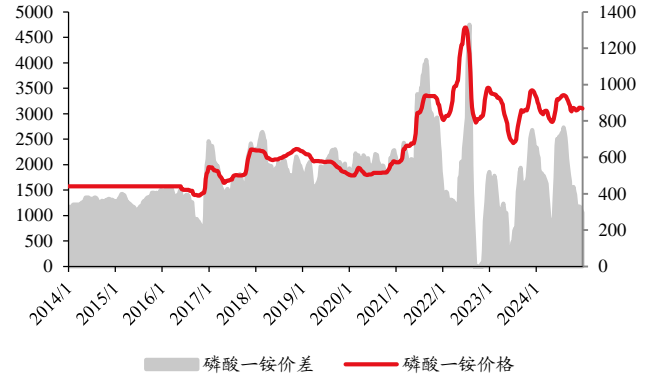
资料来源: Wind, 隆众化工, 华创证券

图表 33 本周尿素价格下行 (元/吨)



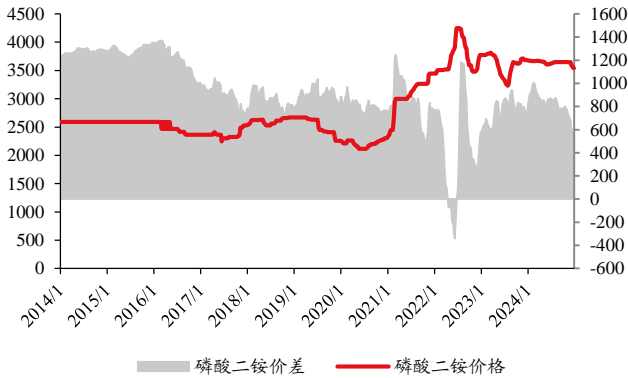
资料来源: Wind, 隆众化工, 华创证券

图表 34 本周磷酸一铵价格下行 (元/吨)



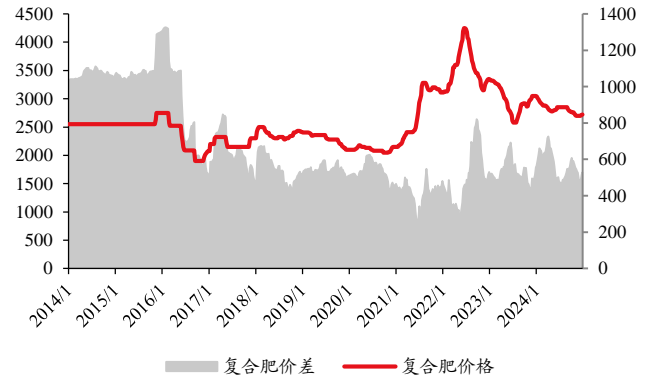
资料来源: Wind, 隆众化工, 华创证券

图表 35 本周磷酸二铵价格小幅下行 (元/吨)



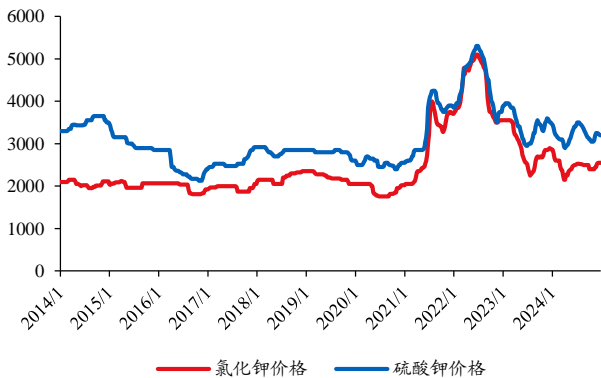
资料来源: Wind, 隆众化工, 华创证券

图表 36 本周复合肥价格小幅上行 (元/吨)



资料来源: Wind, 隆众化工, 华创证券

图表 37 本周钾肥价格企稳 (元/吨)



资料来源: Wind, 隆众化工, 华创证券

图表 38 本周氯化铵价格企稳 (元/吨)



资料来源: Wind, 隆众化工, 华创证券

(三) 行业跟踪—磷化工: 政策利好出台, 关注磷化工行业格局变化

2024年1月3日, 工信部、发改委、科技部等八部门联合印发了《推进磷资源高效高值利用实施方案》。方案提出的主要目标为, 到2026年, 实现磷资源可持续保障能力明显

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

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

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

磷矿石市场供应减少，价格持稳。本周（2024.12.20-2024.12.26）磷矿石市场供应减少，价格持稳。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、贵、川主产区开采正常，湖北夷陵区和兴山县20日停采，远安县30日停采。北方部分企业环保督查尚未彻底结束，生产仍未恢复，供应能力短期提升空间有限。需求方面：当前，下游企业磷矿库存饱满，大额订单签订稀少。磷肥市场行情低迷，制约了磷矿市场情绪。主流企业备货充足，暂无补货需求，中小企业维持按需采购。

黄磷新单商谈气氛转变，价格开始止跌反弹。本周（2024.12.20-2024.12.26）黄磷新单商谈气氛转变，价格开始止跌反弹。供给方面：本周黄磷供应量较上周继续减少。预计12月21日-12月27日期间产量15710吨，同上一周（12月14日-12月20日）产量16240吨相比减少了3.26%。需求方面：本周黄磷价格止跌反弹，下游企业对高价接受困难，询单拿货积极性明显降低。多数企业在上周低价时陆续接单，本周以使用库存原料为主，

保持观望心态，个别企业少量刚需采购。据悉贸易商本周采购积极性较高，带动市场新单成交。

热法磷酸市场观望氛围浓厚，价格重心暂稳。本周（2024.12.20-2024.12.26）热法磷酸市场观望氛围浓厚，价格重心暂稳。本周上游原料黄磷价格持续上涨，成本面支撑增强，部分企业上调报价，但终端拿货谨慎，价格推涨困难。截至本周四，国内热法磷酸市场均价为 6683 元/吨，较上周同期相比持稳。**供应方面：**本周热法磷酸供应较上周减少。据百川盈孚不完全统计，预计第 52 周（12.21-12.27）热法磷酸产量 21070 吨，同上一周（12.14-12.20）相比减少了 3.92%。**需求方面：**外贸市场，据市场反馈，受上周巴西一国内企业发起对中国浓度 75%-85% 的食品级磷酸反倾销调查的影响，近期巴西市场询盘减少；内贸市场，本周下游询盘较多，但企业对高价热法磷酸持观望态度，采购谨慎。

磷酸氢钙市场看空情绪浓郁，成交重心继续下滑。本周（2024.12.20-2024.12.26）磷酸氢钙市场看空情绪浓郁，成交重心继续下滑。截至发稿，磷酸氢钙市场均价为 2815 元/吨，与上周同期相比下跌 1.85%。临近月底，云南锡业装置复产时间愈发靠近，业内对云南硫酸市场价格较为担忧，目前磷酸氢钙下游以观望情绪为主，部分企业表示“等一等”再采购，总体来看，本周场内新单成交表现不佳，局部地区厂家接单重心下滑。**供应方面：**本周磷酸氢钙市场周度产量约 52500 吨，环比持平，开工率约 55.15%，较上周持平。本周磷酸氢钙在产厂家开工稳定，部分厂家仍发运订单为主，行业整体库存水平偏低。**需求方面：**当前市场价格处于下行阶段，加上云南硫酸后市走势尚不明朗，下游观望为主，新单采购积极性不高，刚需补货跟进。

磷酸铁企业出货量大幅增加，库存得以快速消化。本周（2024.12.20-2024.12.26）磷酸铁出货整体情况尚可，企业多按订单执行。截止到 12 月 26 日，磷酸铁市场均价在 10500 元/吨，较上周同期价格持平。本周来看，磷酸铁头部企业装置开工维持高位，中小企业开工较上周基本稳定。**磷酸铁供需方面：**在磷酸铁市场中，头部企业保持着较高的开工率，出货量颇为可观；中小企业的开工状况亦较以往有所改善，出货量实现了一定程度的增长。进入年底终端电芯厂年底冲量负荷拉满，磷酸铁 12 月排产继续向好。根据百川盈孚数据统计，预计 12 月磷酸铁产量环比 11 月将有所增量，其中头部磷酸铁企业的开工均达高位，中小厂开工对比上周也基本稳定，整体利好磷酸铁市场交投。**磷酸铁锂供需方面：**本周铁锂企业开工未有明显调整，月内铁锂订单表现强劲，下游需求维系高位水平，头部企业订单相对稳定，整体来看，铁锂市场后市景气度依旧较高，2025 年 1 月预计不会出现明显下滑。市场需求激增的带动下，多家磷酸铁锂企业表现出强劲的产销势头。头部企业的产品基本可以实现满产满销，行业景气度得以延续，行业在供应需求方面展现出蓬勃生机。这主要受益于电动汽车及储能领域的快速发展。

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。

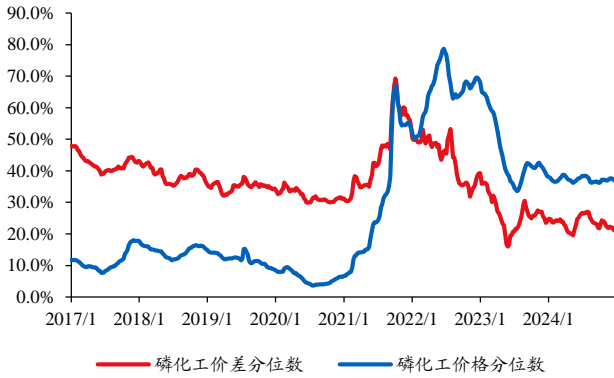
3、川发龙蟒（002312.SZ）：国内工业磷酸一铵规模最大的生产企业，也是粉状磷酸一铵国内的主要生产企业，产销量居国内前列。公司具有工业级磷酸一铵产能40万吨，2020年产量约36.5万吨，毛利率35%左右。公司过去的工铵销售对象主要为化肥企业生产高端水溶肥，从2020年起逐步开拓新能源下游客户，预期未来将实现客户结构和量的将持续突破。公司的肥料级磷酸一铵产能为60万吨；饲料级磷酸氢钙作为饲料品必备添加剂，业务稳定，产能55万吨；复合肥产能约90万吨，为配套生产的产品。公司上游资源储备丰富，自有磷矿产能约115万吨。21年二季度公司定增引入四川发展（全资子公司川发矿业，持股公司21.87%，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。

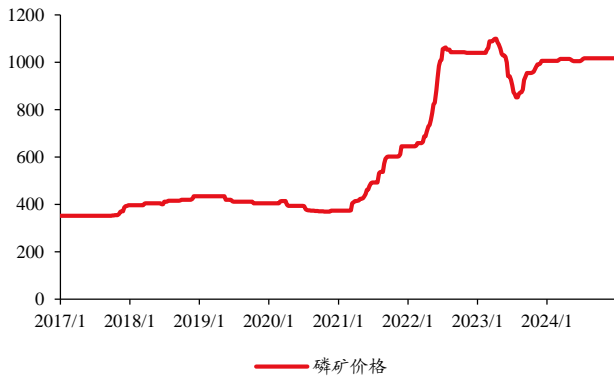
5、川恒股份（002895.SZ）：公司主营业务为磷酸及磷酸盐产品的生产销售，已形成矿山开采、磷酸盐产品生产、磷化工技术创新、伴生资源开发利用、磷石膏建筑材料等为一体的磷化工循环经济产业群。公司的资源储备充足，目前联合控制的磷矿储量为 5.3 亿吨，当前拥有 300 万吨/年品位较高的磷矿石产能，控股及参股公司在建或规划有 750 万吨/年新增磷矿产能。公司生产技术领先，使用半水法湿法磷酸工艺，生产成本低、技术壁垒高。未来公司将由传统化工产品向材料等新产品转型，主要新产品包括净化磷酸、无水氟化氢、磷酸铁等。2021 年 9 月 16 日，公司公告与福泉市人民政府签订《项目投资合作协议》，拟在福泉市投资建设“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 36.8%，价差分位数 21.0%



资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 41 本周磷矿石价格企稳 (元/吨)



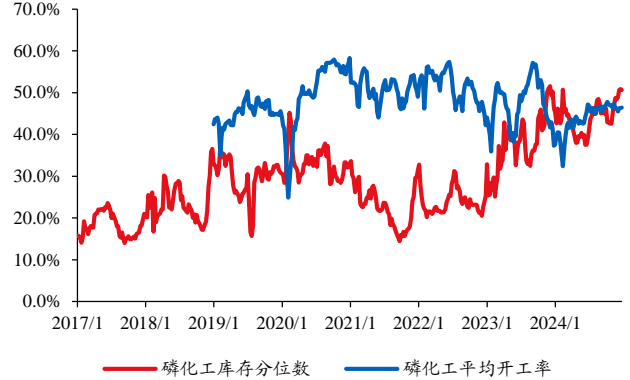
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 43 本周磷酸价格小幅下行 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 40 本周磷化工库存分位数 50.6%，平均开工率 46.4%



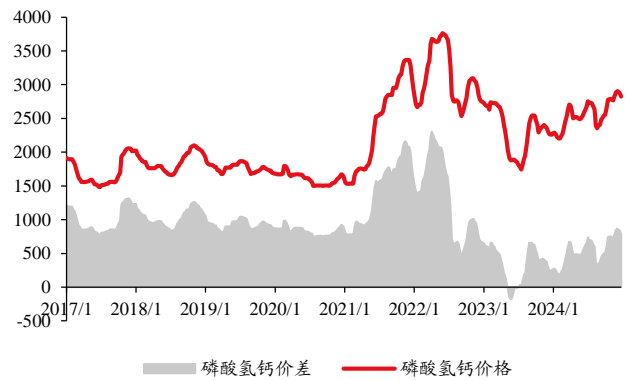
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 42 本周黄磷市场价格上行 (元/吨)



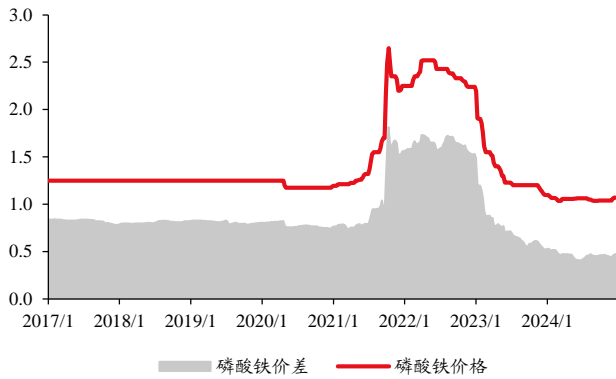
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 44 本周磷酸氢钙价格下行 (元/吨)



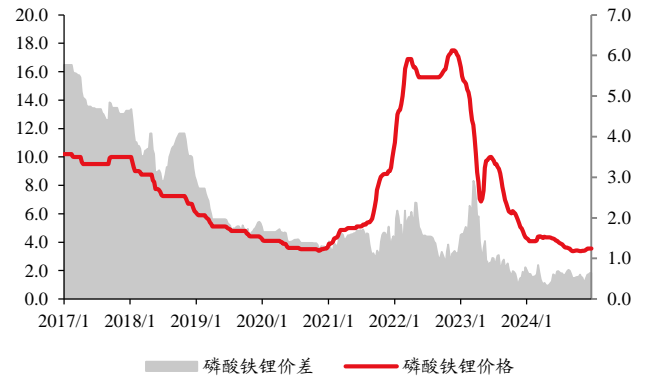
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 45 本周磷酸铁价格企稳（万元/吨）



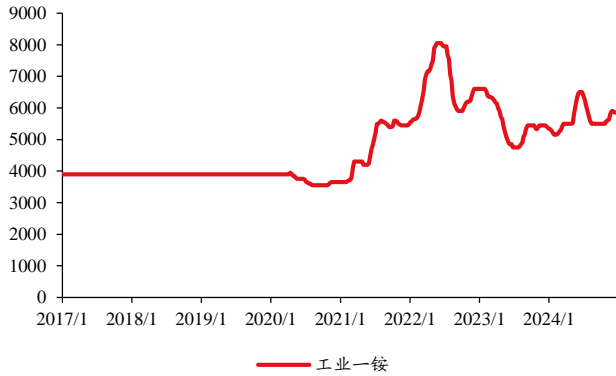
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 46 本周磷酸铁锂价格企稳（万元/吨）



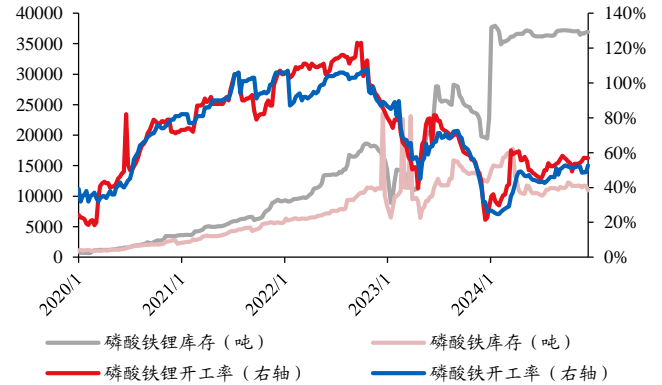
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 47 本周工业一铵价格企稳（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 48 本周磷酸铁开工率上行，磷酸铁锂开工率小幅下行



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。

尿素行情震荡运行。截至12月26日，尿素市场均价为1752元/吨，较上周下跌9元/吨，跌幅0.51%。主产区山东及两河中小颗粒主流成交价在1640-1700元/吨，较上周窄幅涨跌10元/吨。本周上半周尿素市场成交氛围不温不火，工厂降价吸单，下游逢低采购；周中市场上关于出口放松的消息陆续传出，加之宏观层面释放积极信号，尿素期货随之止跌反弹，带动现货成交氛围升温，企业收单出现明显好转，部分工厂停收价格待涨。然而近两日期货盘面均有下跌，情绪面支撑不足，企业收单开始转弱，加之备受关注的保供稳价会议将于今日召开，行业内仍在等待会议后新的消息指引，目前市场观望气氛依然占据主导，尿素市场行情僵持运行。**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38.48%，较上周下降0.71%，供应延续宽松。本周山东、河南部分地区环保预警限产延续，部分装置继续减产或停车，同时，经销商入市采购积极性较低，肥企多出出货承压，灵活调整开工；本周国内三聚氰胺周产量约达2.95万吨，环比上周增加9.29%。12月26日国内三聚氰胺日产4205吨，较去年同期增加425吨，开工率为58.92%，较上周同期提升5.36%。整体来看，尿素工业需求较为有限。另外目前农业需求正处于淡季，由于后市并不明朗，贸易商及经销商备货情绪相对谨慎，逢低少量采购为主。综合来看，尿素需求仍偏弱。**后市预测：**供应方面，下周暂无企业存停车计划，然而部分前期检修装置将陆续复产，加之陕西新增产能正在投放，预计尿素供应量将继续提升，日产量约在17.7-18.0万吨左右波动；需求方面，农业需求清淡，基层农户备肥积极性较差，贸易商则以逢低拿货为主，复合肥厂开工率提升缓慢，其他工业端维持刚需采购，尿素需求持续偏弱；成本方面，下游需求跟进不佳，煤炭供应仍显宽松，短期煤炭价格弱稳运行，尿素成本仍有下滑预期，但幅度较为有限；市场心态方面，目前市场观望情绪浓厚，仍待保供稳价会议后新的消息指引。综合来看，市场供需矛盾依然僵化，若无明显政策利好消息，预计短时间内尿素市场价格将延续震荡偏弱走势，山东及两河中小颗粒主流成交价1630-1700元/吨。需继续关注政策面消息对期货价格走势的影响及淡储推进情况等。

合成氨市场整体下行。本周合成氨市场均价为2517元/吨，环比-3%。随着山西、河北等地前期检修装置陆续恢复，及山东地区短时增量影响，北方地区供应端利好消散，价格止涨回落；华东地区整体货足，行情大稳小动；两湖地区受北方降价、西南压价影响，走势稳中趋弱；西南市场行情转弱，川渝地区开工虽尚未恢复，但是下游需求多显一般，且有外围到货，下游整体压价，行情弱势下行。**供应方面：**百川盈孚统计，第52周商品氨量25.9万吨左右，环比增加1.82%。北方地区供应恢复，山西亚鑫、河北金石等检修装置恢复，陕西兴化下游装置受环保限产影响减量，液氨外销增量明显；华东地区整体供应增量，山东联盟装置短时放氨增量，目前已恢复正常外销；安徽昊源转产甲醇，液氨外销减量，但区域内整体供应仍偏宽松。华中地区整体货足，河南地区部分货源外发至湖北、江苏等地；两湖地区外发贵州、两广等地。川渝地区开工仍在下降，现货供应持续减少，重庆涪化生产正常，建峰出罐存；四川广安玖源计划31号点火，预计1月4号左右出产品；贵州地区开阳、天福轮流检修，货源均内供为主。**需求方面：**化肥方面，冬储市场缓慢推进，尿素市场受周中期货大涨，带动现货成交氛围向好，价格先跌后涨；磷复肥

行业弱势整理，开工窄幅波动，对原料合成氨需求有限。化工方面：己内酰胺市场区间盘整，丙烯腈价格窄幅下探，行业开工较上周同期略有提高，但对原料合成氨多刚需采购。合成氨市场需求端跟进有限。**后市预测：**供应面支撑有限，合成氨市场趋弱整理。供应方面，合成氨市场整体供应仍将以充裕为主，需关注下游己内酰胺等产品行情不佳及局部环保限产下，部分工厂上下游装置开工调整及放氨变化。需求方面，冬储备肥推进缓慢，磷复肥市场偏稳运行，行业开工预计波动有限；化工方面，己内酰胺及丙烯腈市场行情预计延续僵持局面为主，合成氨市场需求面表现一般。综合来看，合成氨市场供需面继续相对利空，北方地区价格低位下，局部吵涨气氛较浓，部分价格或小幅试探回弹，但实际利好支撑不足，价格涨幅预计有限，且区域联动下，南方高价有下行预期，合成氨市场整体价格预计维持低位震荡。预计下周合成氨市场窄幅趋弱震荡，合成氨主产区出厂参考 2300-2600 元/吨。需关注各地放氨变化、局部环保限产影响下上下游装置波动及区域联动影响。

甲醇市场成交重心窄幅上移，买兴氛围由强转弱。本周甲醇市场成交重心窄幅上移，买兴氛围由强转弱。甲醇市场均价由 2252 元/吨涨至 2299 元/吨，上调 47 元/吨，涨幅 2.09%。西北地区甲醇市场价格涨跌均有，调整幅度在 30-80 元/吨左右；山东地区甲醇市场价格走势上行，幅度在 15-50 元/吨左右；华中地区甲醇市场价格上涨，调整幅度在 10-80 元/吨左右；西南地区甲醇市场价格上调，调整幅度在 50-70 元/吨左右；华北地区甲醇市场价格偏暖运行，调整幅度在 10-30 元/吨左右。港口方面，近期甲醇期货主力盘面区域走势，甲醇港口市场价格随盘调整，调整幅度在 10-130 元/吨左右。

下游需求不振，DMF 价格低位盘整。本周 DMF 市场需求不振，业者逢低刚需入市，局部高价零星回落。目前山东价格参考 3900-4400 元/吨左右现汇出厂，全国市场承兑送到均价在 4100 元/吨上下浮动，较上周价格下调 25 元/吨，跌幅 0.61%。周内沿海地区个别烯烃厂外采甲醇，受此提振甲醇主力期盘强势拉涨，再加上进口缩量预期影响下，基差进一步走强，港口现货价格随盘上调，对内地市场形成利好支撑。内得工厂整体库存压力不大，利好消息提振下，厂家挺价心态较为浓郁，周内竞价多为溢价成交。随着甲醇价格走高，下游行业盈利空间进一步被压缩，业者对高价资源接受能力有限，局部成交速度减缓，厂家调价较为谨慎，甲醇涨势逐渐趋稳。另一原料合成氨市场呈下行趋势，周内虽有部分装置停车检修，但场内供应仍较为宽松。下游需求不振，场内成交多存压价操作，部分合成氨厂家在出货需求下价格承压下滑。且随着检修装置恢复，供应利好有所消减，业者对后市多持看空心理，场内成交速度减缓，价格持续下滑，整体 DMF 成本支撑偏强运行。然终端需求低迷疲软，主力下游浆料成交不畅，且临近年底个别小厂需求有所减弱，周内虽有部分 DMF 装置停车，但整体供应仍较为充裕，市场基本面暂无有力支撑，业者入市心态不佳，局部成交多存压价操作，场内高价零星回落，周内 DMF 价格多在低位震荡。市场价格参考：华东地区江苏市场主流价格参考 3900-4100 元/吨左右承兑送到，浙江市场主流价格在 4150-4250 元/吨左右承兑送到；华南 DMF 含税国产货商谈 4150-4450 元/吨附近；华北 DMF 含税国产货商谈 3850-3950 元/吨附近（承兑送到）。

企业库存低位，醋酸价格小幅推涨。本周醋酸均价较上周上探，截至本周四国内醋酸市场均价为 2728 元/吨，较上周同期市场均价相比上探 50 元/吨，涨幅约 1.87%。本周醋酸市场各厂家库存延续低位，周内市场新增三家生产企业装置故障降负，两家生产企业重启的情况，但本周整体开工走低，故供应端利好支撑偏强，厂家顺势推涨价格。但由于本周处于月底，场内合约订单基本交付完毕，实单成交以现货为主且释放量有限，需求端缺乏支撑，同时河北地区新建装置投产时间存在不确定性利空市场，因此本周价格涨幅空间有限。**供应方面：**本周醋酸整体开工较上周下调 1.98%，为 79.47%。本周醋酸产量约为 204148 吨，较上周环比下探 2.43%。装置情况：重庆地区主流厂家装置停车，新

增河南、山东和江苏地区主流厂家装置短暂降负，安徽和江苏其他主流厂家短停和降负装置重启。**需求方面：**百川盈孚统计醋酸下游占比较高的9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57.08%，较上周同期上调0.53%。本周下游产品开工装置整体开工依旧偏低，需求端对于醋酸市场缺乏支撑。

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

相关公司：

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

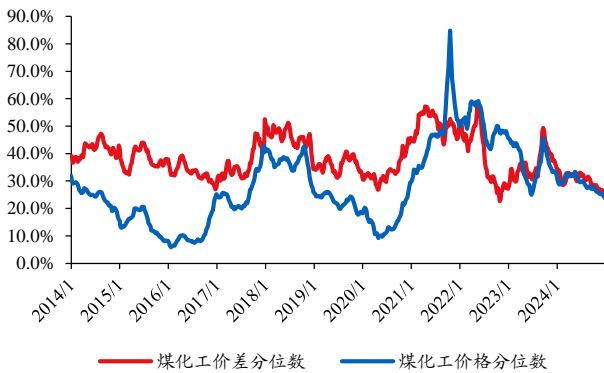
2、华鲁恒升（600426.SH）公司是煤化工行业龙头白马，专注于煤化工及石化品，建立了“一头多线、柔性联产”的模式，为国内主要的DMF、丁辛醇、醋酸生产企业，拥有国内最大的单套煤制乙二醇装置。依托全厂煤气化模式，公司可根据利润适当调节产品产量，近两年来毛利率维持于25%-30%中枢水平。随新项目逐步落地，公司中长期增长具备充足动力。2023年11月公司公告，荆州基地气体动力平台项目、合成气综合利用项目已打通全部流程，生产出合格产品，包含年产100万吨尿素、100万吨醋酸、15万吨混甲胺、15万吨DMF的产能。荆州基地一期项目建成开车并运营达效，创下业内建设、开车、盈利最快新纪录。德州本部则同步推进新能源、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%。

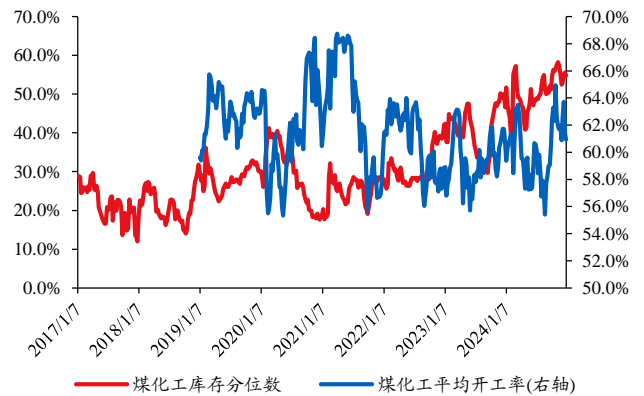
4、江苏索普 (600746.SH) 公司拥有煤化工、精细化工、基础化工三条产业链，为国内首家打通煤炭—甲醇—醋酸羰基化路线的企业，技术积累深厚，拥有 120 万吨/年的醋酸产能，同时配套有 30 万吨/年醋酸乙酯生产能力，为醋酸行业上市龙头。结合公司业绩及醋酸价格持续上涨，公司有望充分受益，同时公司新项目投产后，醋酸的生产成本将进一步下降，醋酸行业景气为公司带来的业绩弹性较大。2024 年前三季度公司实现营业收入 49.5 亿元，同比+26.2%，实现归母净利润 2.1 亿元，同比+239.7%。

图表 49 本周煤化工行业价格/价差分位数分别为 23.7%/24.0%



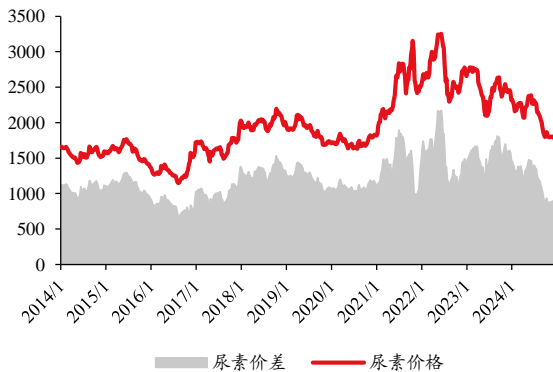
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 50 本周煤化工库存分位数为 54.8%，平均开工率为 60.94%



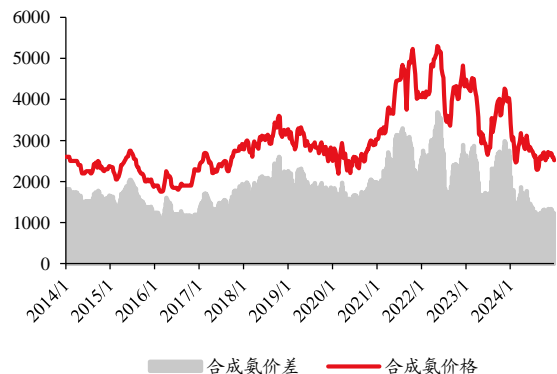
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 51 本周尿素价格环比下行 (元/吨)



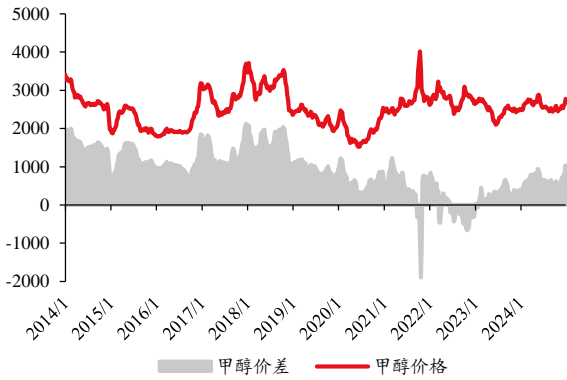
资料来源: 隆众石化, 华创证券

图表 52 本周合成氨价格环比下行 (元/吨)



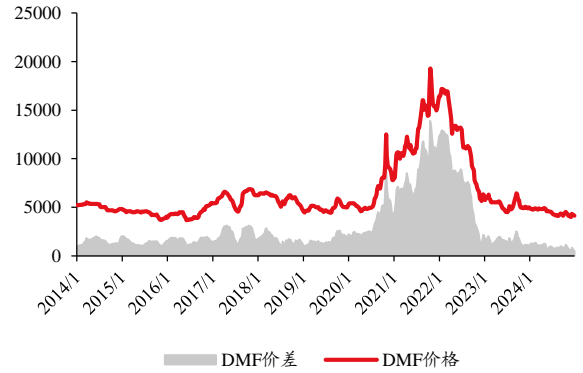
资料来源: 隆众石化, 华创证券

图表 53 本周甲醇价格环比上行 (元/吨)



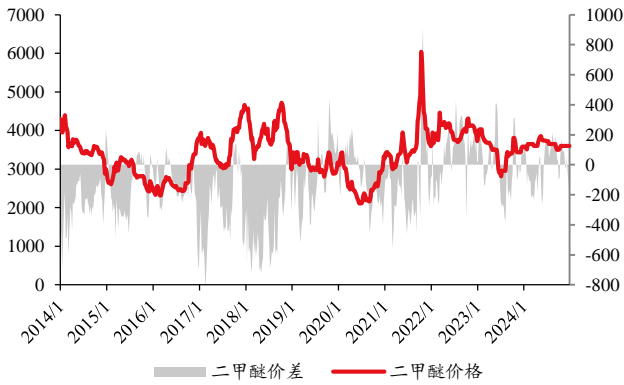
资料来源: Wind, 华创证券

图表 54 本周 DMF 价格下行 (元/吨)



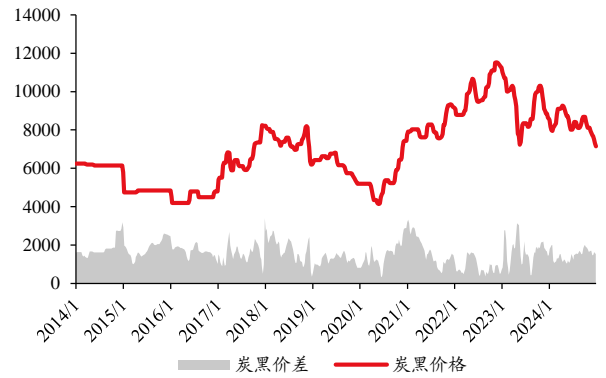
资料来源: 隆众石化, 华创证券

图表 55 本周二甲醚价格环比持平 (元/吨)



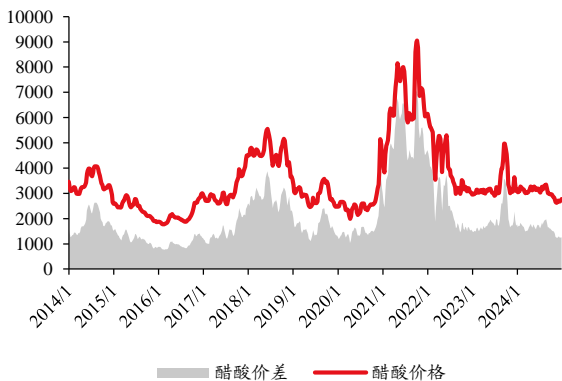
资料来源: Wind, 华创证券

图表 56 本周炭黑价格环比下行 (元/吨)



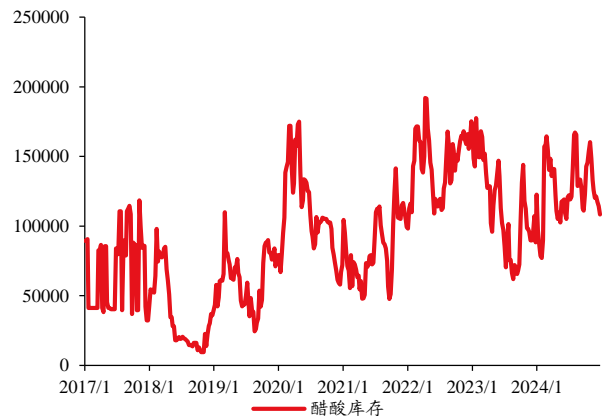
资料来源: 隆众石化, 华创证券

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

企业库存升温, 电石市场行情弱势下行。本周 (2024.12.20-2024.12.26) 国内电石市场行

情弱勢下行，且跌勢較強。截至稿前，中國電石市場均價約為 2962 元/噸，較上周同期均價相比下跌了 2.24%。周內寧夏地區及烏海地區電石貿易出廠價格累計下調了 150-200 元/噸，價格約在 2650 元/噸及偏下水平；寧蒙、陝西、山西、河南地區相應下調電石到廠價格。本周寧夏地區此前送電的爐子陸續放量，場內供應量有所增加，然河南地區 PVC 企業環保政策影響卻有加重，場內供需局面逆轉，下游企業重新掌握主動權。電石企業為順利出貨不斷下調貿易出廠價格，看空氛圍下貿易商提貨意願不強，各企業為減少庫存不惜低價出貨，場內暗流涌動，紛爭不斷。**供應方面：**本周電石行業整體開工率約為 70.40%，較上周相比開工負荷上漲了 1.43%。內蒙古地區不定時限電情況猶存，不過相比于上周而言影響相對較小，場內供應量增多；此外寧夏地區此前送電的爐子也陸續放量；其他地區電石企業產量變動不大。因此綜合來看本周電石行業整體開工繼續提升，場內呈現供過于求的局面。**需求方面：**本周國內電石法 PVC 市場整體行情小幅回暖，PVC 期貨合約更替後期價寬幅拉漲，帶動現貨市場價格小幅上揚，個別企業報價小幅跟漲，但場內實際成交仍以點價為主，下游對此反饋平平。河南、四川地區環保管控加深，平均開工在 5-7 成左右；綜合來看電石法 PVC 整體開工負荷小幅下調。據百川盈孚統計，本周電石法 PVC 裝置開工約為 78.17%。

PVC 期貨合約更替，現貨市場觀望居多。本周（2024.12.20-2024.12.26）國內電石法 PVC 市場整體行情小幅回暖，現貨市場周內價格微幅上揚，截至目前電石法 PVC 市場均價為 4774 元/噸，較上周四均價上漲 6 元/噸，漲幅 0.13%。**供應方面：**本周電石法 PVC 裝置開工 80.59%。乙烯法 PVC 生產裝置開工 82.57%。**需求方面：**本周東北地區終端企業大面積停工，下游整體開工維持低位，需求疲軟。

國內片鹼市場價格小幅上漲，成交重心上移。本周（2024.12.20-2024.12.26）國內片鹼市場價格小幅上漲，成交重心上移。截止到 2024 年 12 月 26 日中國固體燒鹼（注：各地庫提價格，含稅）價格 3666 元/噸，比較 2024 年 12 月 19 日價格上調 11 元/噸，漲幅 0.3%。**片鹼供應方面：**山東地區降負檢修裝置預計本周末恢復，陝西地區停車裝置預計下月恢復生產，後期市場貨源有增量趨勢。但對現貨資源緊張局面難有明顯緩解，預計短期內片鹼市場現貨資源仍較為緊張。**需求方面：**近期氧化鋁市場開工暫無明顯變化，在行業利潤支撐下，企業依舊積極生產，但部分企業受環保管控以及設備檢修的限制依舊存在，對燒鹼需求穩健；非鋁方面對片鹼需求淡穩，但臨近春節，部分下游不乏有節前備貨計劃，但對高價片鹼現貨仍有抵觸心理，跟進較為謹慎。**液鹼供應方面：**下周來看，北方地區液鹼檢修計劃較少，液鹼供應較為充足；南方地區有企業計劃檢修，但江蘇地區有大廠復工在即，預計下周液鹼產量有增量可能。**需求方面：**山東地區氧化鋁隨用鹼價格不斷下滑，後期卸車情況不乏有好轉預期，其他地區氧化鋁接貨情緒相對溫和，預計較為平穩。非鋁下游預計下周變化不大，企業多關注市場變化情況為主。

庫存水平下降明顯，純鹼現貨價格調整有限。本周（2024.12.20-2024.12.26）國內純鹼現貨市場整體走勢仍偏弱。截止到本周四，當前輕質純鹼市場均價為 1445 元/噸，較上周四價格下跌 0.28%；重質純鹼市場均價為 1532 元/噸，較上周四價格持平。周內純鹼市場大體穩定，華南、西北青海地區主流價格略有下探，華中河南地區個別鹼廠報盤略有下移，其他地區價格多數持穩，鹼廠多根據自身情況靈活調整，華東某鹼廠報盤價格上調 20 元/噸，但聽聞調漲後接單情況不佳。本周鹼廠減產檢修情況較為集中，陝西、河南部分產線停車檢修，內蒙古鹼廠裝置恢復不及預期維持降負運行，另有青海、江蘇部分鹼廠周內減量生產，純鹼市場整體供應量有所下降，下游需求端維持適量補庫跟進為主，本周純鹼整體庫存水平繼續回落。**供應方面：**截止到 2024 年第 52 周，據百川盈孚統計，中國國內純鹼總產能為 4345 萬噸（包含長期停產企業產能 375 萬噸），裝置運行產能共計 3970 萬噸（共 20 家聯鹼工廠，運行產能共計 1880 萬噸；11 家氨鹼工廠，運行產能共計

1430 万吨；以及 3 家天然碱工厂，产能共计 660 万吨）。**需求方面：**游焦亚硫酸钠、泡花碱、两钠、冶金、印染、水处理等领域需求表现较为一般；重碱下游需求仍显平淡，周内光伏玻璃开工较为稳定，平板玻璃安徽冠盛二线，2024 年 12 月 20 日起放水冷修，整体开工水平下滑。

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

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

相关公司：

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

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

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

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

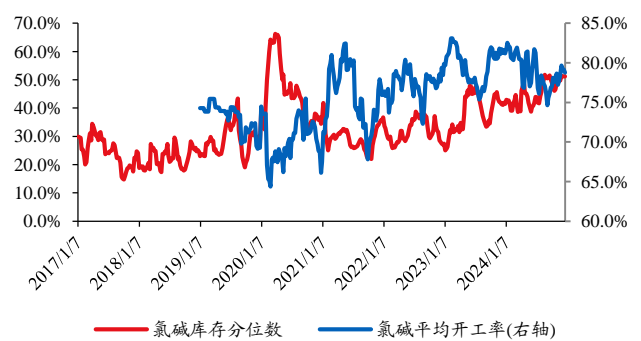
4、三友化工（600409.SH）：公司具备 340 万吨纯碱产能，行业无新增产能且老产能有望逐渐退出，在行业供需紧平衡下，有望随下游房地产、玻璃等行业的持续回暖迎来周期性上涨。公司拥有烧碱产能 53 万吨（自用率 80%，用于粘胶短纤生产）、粘胶短纤产能 78 万吨、有机硅产能 20 万吨、PVC 产能 51 万吨（糊树脂 8 万吨+粉树脂 43 万吨）等。受益于循环经济模式，公司业务板块在行业内成本及能耗较低，当前已围绕“两碱一化”完成产业布局，未来将继续稳步扩张，并走差异化路线，逐步实现从基础化工向精细化工。

图表 59 本周氯碱价格分位数 10.2%，价差分位数 15.8%



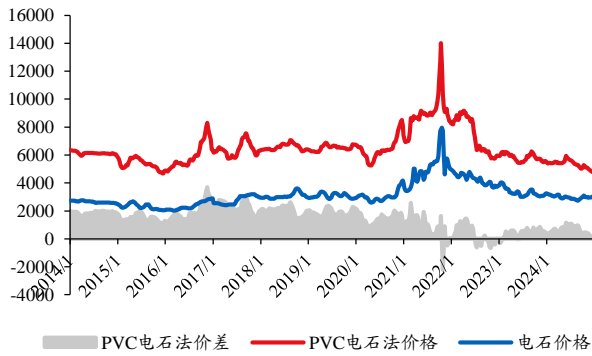
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 60 本周氯碱库存分位数 50.1%，平均开工率 78.3%



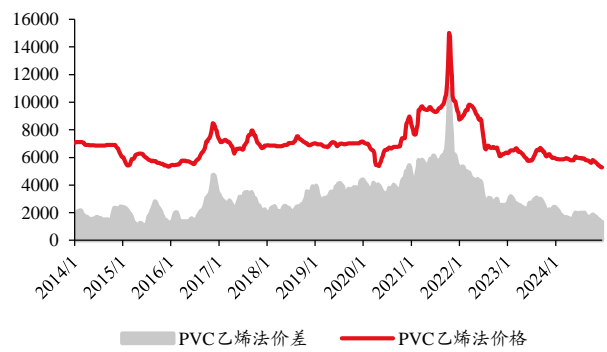
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 61 本周电石法 PVC 价格小幅下行 (元/吨)



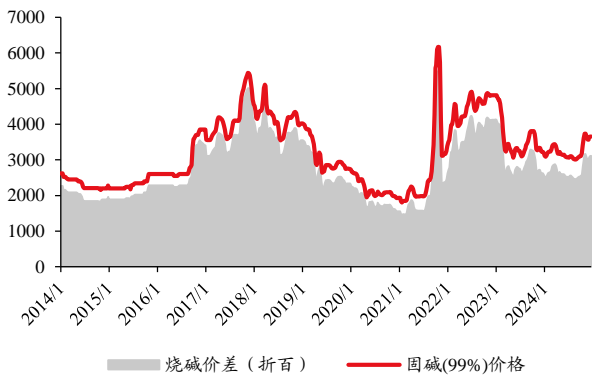
资料来源: Wind, 华创证券

图表 62 本周乙烯法 PVC 价格小幅上行 (元/吨)



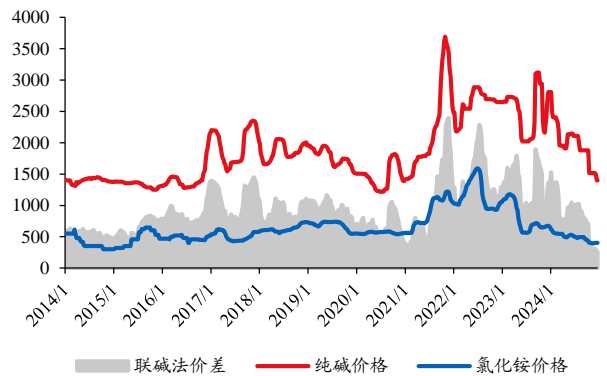
资料来源: Wind, 华创证券

图表 63 本周片碱 (烧碱) 价格下行 (元/吨)



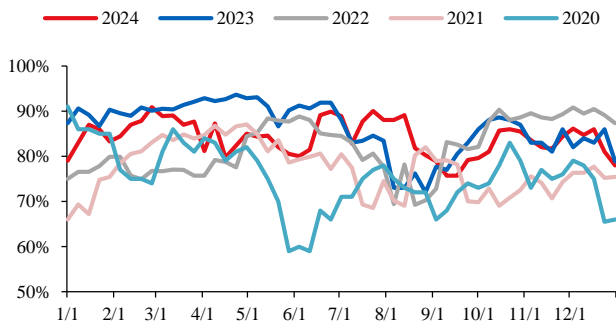
资料来源: Wind, 华创证券

图表 64 本周山东地区纯碱价格 (联碱法) 企稳 (元/吨)



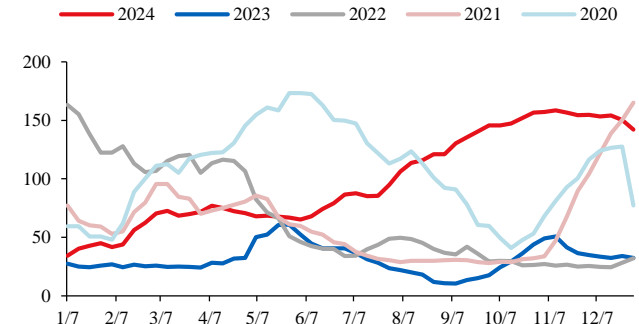
资料来源: Wind, 华创证券

图表 65 本周纯碱开工率下行



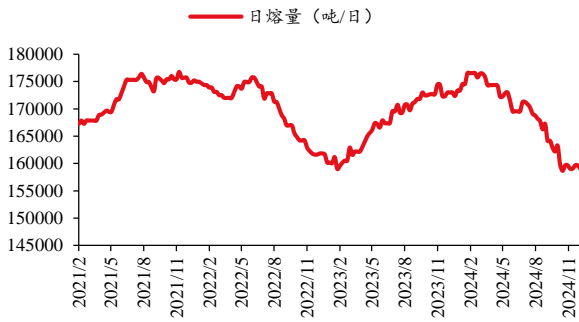
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 66 本周纯碱库存减少 (万吨)



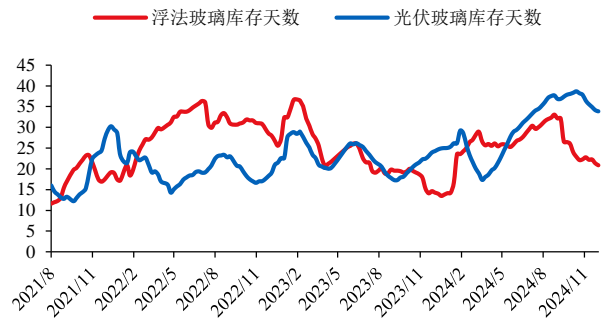
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 67 本周浮法玻璃日熔量减少（万吨/日）



资料来源：卓创资讯，华创证券

图表 68 本周浮法玻璃库存减少（天）



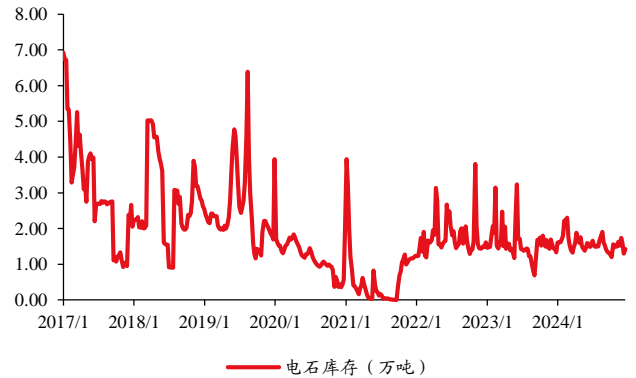
资料来源：卓创资讯，华创证券

图表 69 本周 PVC 库存增加（万吨）



资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 70 本周电石库存增加（万吨）



资料来源：百川盈孚，华创证券

（六）行业追踪—聚氨酯：本周聚合 MDI 价格上涨

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

本周聚合 MDI 价格下跌，纯 MDI 价格持平。从聚合 MDI 来看，供应面：主力厂家检修集中，北方大厂宁波基地二期 80 万吨 MDI 装置目前已在检修中，预计检修 40 天；重庆 B 工厂 12 月存较长检修计划。短期来看，市场供应量难有大幅增加可能。**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；北方外墙管道保温行业处于淡季，需求面十分寡淡；下游冷链板材生意亦是表现一般，对原料消耗能力有限；其他下游多采购谨慎。整体而言，场内交投买气冷清，对原料需求偏弱，实单跟进乏力。从纯 MDI 来看，供应面：万华宁波二期 80 万吨装置检修中，预计 40 天；重庆 B 厂

装置检修中。需求面：下游氨纶开工七成左右，下游用户随用随采，市场成交多以刚需，市场价格僵持为主；下游 TPU 开工 8-9 成左右，场内供应充足，下游需求较为偏淡；下游鞋底原液及浆料开工 3-4 成，需求面随着淡季氛围明显，需求或将走弱。截至 2024 年 12 月 28 日，本周 MDI 行业开工率 69.5%，较上周-0.4pct，较年初+18.5%；行业库存 5.7 万吨，较上周+1.8%，较年初+112.8%。本周 MDI 综合价格 18262 元/吨，较上周-0.3%，较年初+8.7%；MDI 综合价差 10306 元/吨，较上周-1.6%，较年初+32.5%。11 月聚合 MDI、纯 MDI 出口量分别为 10.2、0.8 万吨，合计同比+24.6%。

本周 TDI 市场价格上涨。供应方面：本周 TDI 产量变化不大，整体开工率 87% 附近。周内听闻烟台大厂装置临停，目前暂无发货消息，福建及新疆工厂装置中高负荷运行，其他工厂开工负荷正常；**需求方面：**海绵工厂订单不多，目前采买进维持刚需，且近期市场价格变化不大，故虽临近年关，但下游备货意愿不强，市场实单成交数量有限。截至 2024 年 12 月 28 日，本周 TDI 行业开工率 76.1%，较上周-12.2pct，较年初+4.1%；行业库存 1.4 万吨，较上周-3.2%，较年初+172.0%。本周 TDI 综合价格 12980 元/吨，较上周+0.6%，较年初-22.3%；TDI 综合价差 7786 元/吨，较上周+3.1%，较年初-26.0%。11 月 TDI 出口量 3.8 万吨，同比+66.5%。

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

相关公司：

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

2、沧州大化（600230.SH）：公司为国内领先的 TDI 生产商，经过多年的发展，在引进瑞典国际化工技术的基础上，进行了一系列技术改造，并获得了部分自主知识产权，在国内 TDI 生产领域具有重要地位。公司当前拥有 TDI 产能 15 万吨/年，同时 26.5 万吨/年

新增产能持续推进中。此外，公司现有 10 万吨/年 PC、及配套的 16 万吨/年烧碱产能，造气原料气等相关产品链相衔接，上下游原料相配套的生产规模，与目前国内同行业相比具有较强的规模优势。

图表 71 本周聚氨酯板块价格分位数 15%，价差分位数 24%



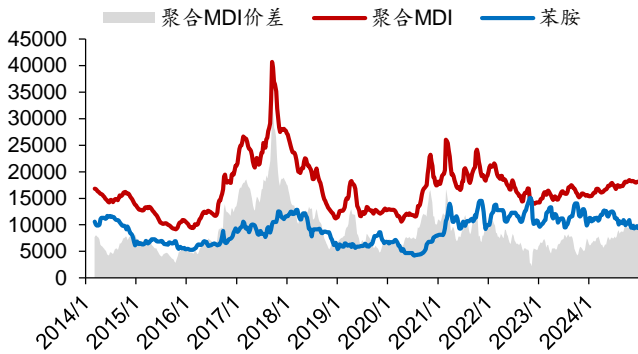
资料来源: Wind, 华创证券

图表 72 本周聚氨酯板块库存分位数 50%



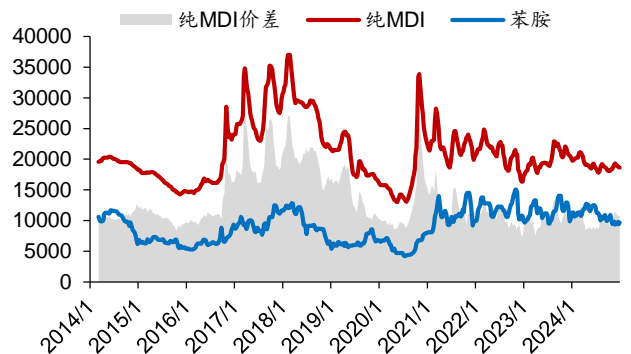
资料来源: Wind, 华创证券

图表 73 本周聚合 MDI 价格下跌 (元/吨)



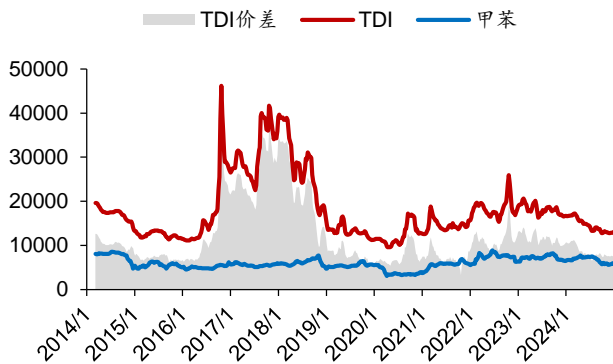
资料来源: Wind, 华创证券

图表 74 本周纯 MDI 价格持平 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 75 本周 TDI 价格上涨 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 76 本周软泡聚醚价格下跌 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

（七）行业追踪—民营大炼化：本周原油价格下跌，PX 价格下跌

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，但大部分处于待定未获批复状态，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。

本周原油价格下跌。周前中期，美联储暗示明年降息步伐将放缓，引发市场对经济及需求放缓担忧，并且在此影响下，美元指数走强至年内新高后偏强运行，对油市构成压力，加上德鲁日巴输油管道重新启动，欧洲供应担忧缓解，且市场预计明年将供应过剩，国际油价震荡走跌，美油跌至70关口下方。周后期，尽管圣诞节假期前夕市场交投清淡，但美国经济前景稳健及11月印度原油进出口量同比增长，市场短期供需前景乐观，国际原油价格反弹上涨，美油重回70关口上方。总体来看，与上周末价格相比，本周末油价涨跌互现且变化幅度相对较小。

本周PX价格下跌。供应方面：截至12月26日，国内PX市场开工在86.13%，周内未有PX装置存在明显变动，周内产量较上周相比基本持稳，PX货源依旧充足。**需求方面：**周内下游PTA行业开工变动不大，但由于新装置逐步稳定，叠加华东一前期停车的装置重启运行，下游市场对原料端需求有所提升，国内PX需求表现尚可；但本周适逢国外圣诞假期，外盘交易稀少。

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：

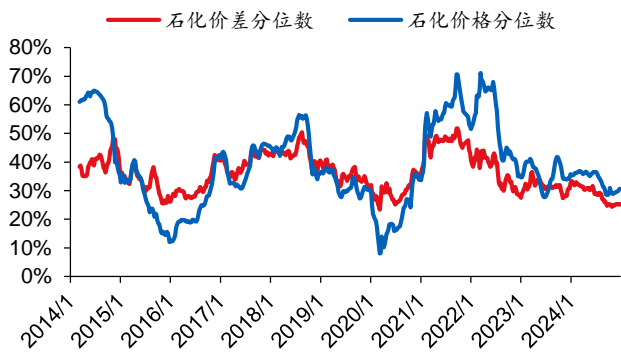
1、恒力石化（600346.SH）：公司2000万吨炼油及其下游配套化工品在2019年全面投产，业绩开始释放。恒力石化炼化装置产品结构中化工品比例远高于一般炼厂，2000万吨常减压装置下游配套有生产450万吨PX的芳烃联合装置、以及150万吨乙烯装置，并与更下游的PTA、聚酯、聚丙烯、HDPE等形成上下游一体化优势。公司公告拟投资

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。

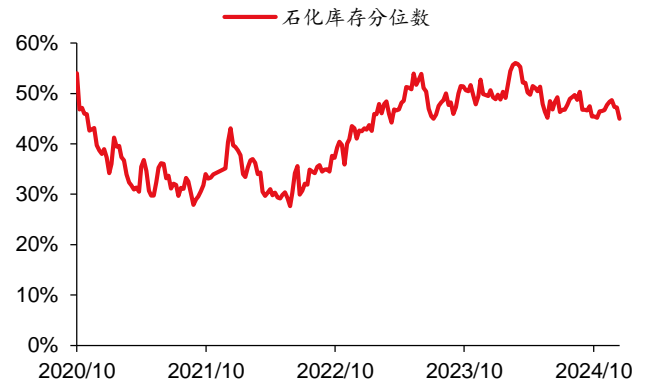
3、东方盛虹 (000301.SZ)：公司于 2018 收购集团旗下国望高科成为公司全资子公司，主营变更为涤纶长丝的生产、销售。2019 年公司收购集团旗下盛虹炼化、虹港石化。公司现有 235 万吨/年差别化涤纶长丝，390 万吨/年 PTA 产能，此外盛虹炼化 1600 万吨/炼化一体化项目投产后已形成“炼化-PTA-聚酯”一体化产业链布局，成为继恒力石化、荣盛石化后第三大炼化一体化企业。公司全资收购斯尔邦，斯尔邦以甲醇为原料制取乙烯、丙烯当前以甲醇计的产能为 240 万吨/年，产品包括丙烯腈、MMA 等丙烯下游衍生物，以及 EVA、EO 等乙烯下游衍生物，当前拥有 EVA 产能 30 万吨，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 31%/25%



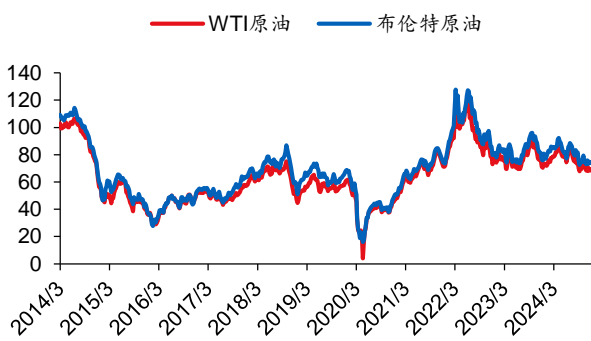
资料来源：Wind，华创证券

图表 78 本周石化板块库存分位数 45%



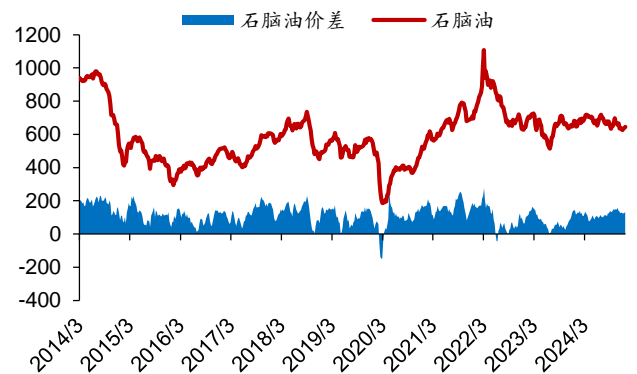
资料来源：Wind，华创证券

图表 79 本周国际原油价格上涨 (美元/桶)



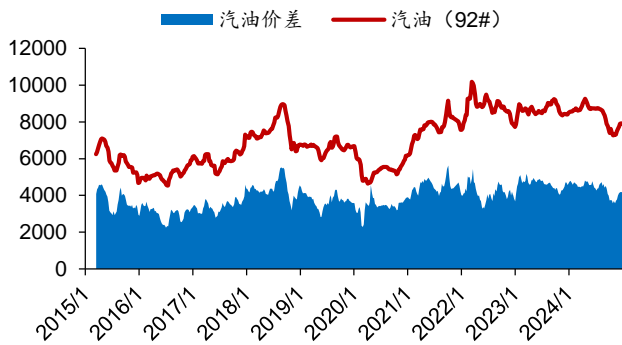
资料来源：Wind，华创证券

图表 80 本周石脑油-原油价差增加 (美元/吨)



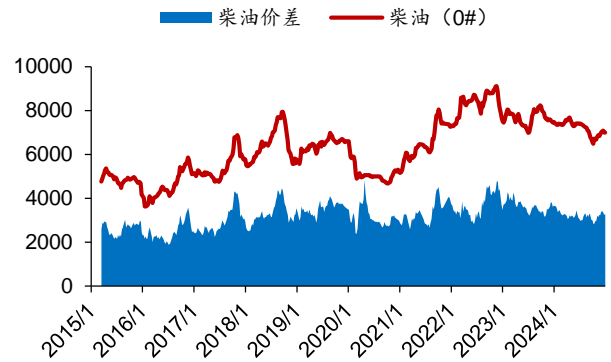
资料来源：Wind，华创证券

图表 81 本周汽油价差收窄 (元/吨)



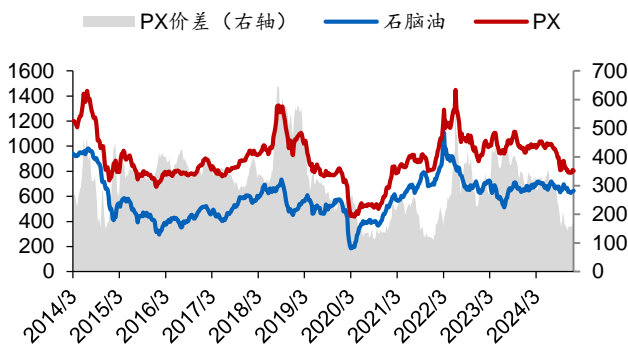
资料来源: Wind, 华创证券

图表 82 本周柴油价差增加 (元/吨)



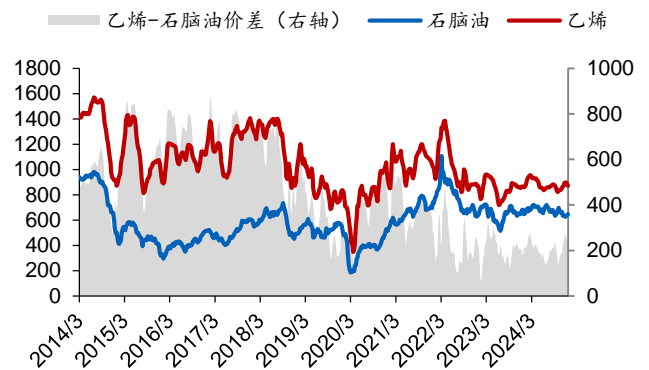
资料来源: Wind, 华创证券

图表 83 本周 PX 价差收窄 (美元/吨)



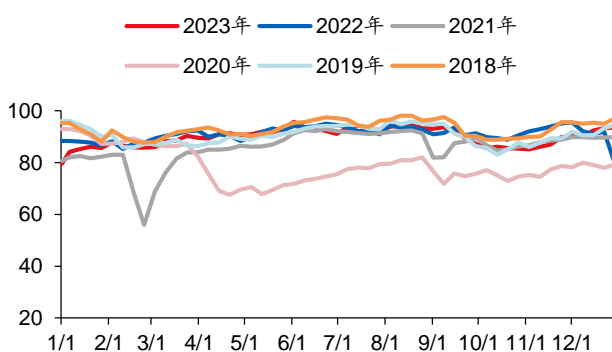
资料来源: Wind, 华创证券

图表 84 本周乙烯价差收窄 (美元/吨)



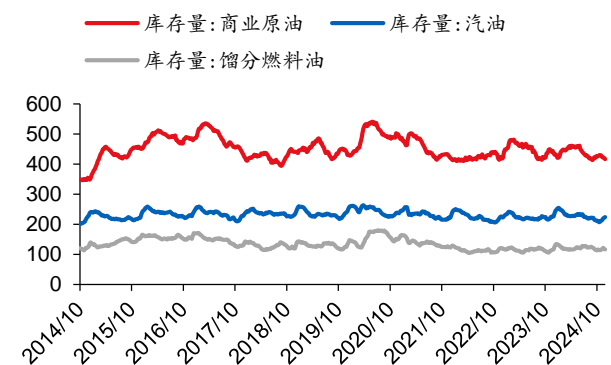
资料来源: Wind, 华创证券

图表 85 上周美国炼厂开工率下滑 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 86 上周 EIA 商业原油库存减少 (百万桶)



资料来源: Wind, 华创证券

(八) 行业追踪—C2、C3及C4: 本周乙烯价格下跌, 丙烯价格下跌

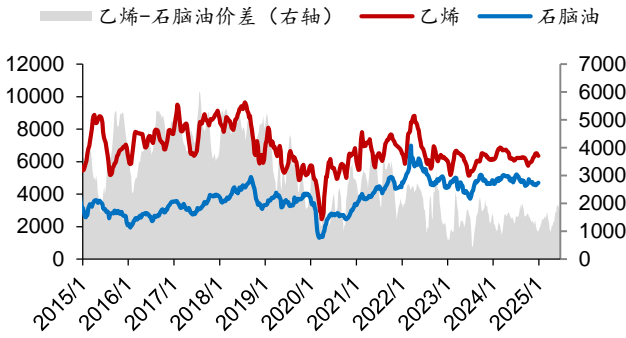
本周乙烯价格下跌。供应端: 裕龙石化产能 150 万吨/年裂解装置于 2024 年 12 月 6 日乙烯裂解装置逐渐开车调试, 于 12 月 10 日产出乙烯合格品; 鲁西化工产能 12 万吨/年装置于 2024 年 11 月 17 日计划外停车检修, 于 12 月 15 日左右重启; 福建联

合产能 110 万吨/年乙烯裂解装置 2024 年 10 月 8 日停车检修，12 月 11 日投料开车；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，计划 12 月 20 日附近重启。**需求端：**聚乙烯价格窄幅有涨，业者观望心态较浓。现阶段聚乙烯大部分生产厂家继续按计划检修生产线，短期检修：中韩石化、福建联合、华泰盛富、齐鲁石化、上海石化。下游农膜开工率继续下降，约为 37.53%。场内缺乏新消息指引，苯乙烯行情窄盘波动。大榭苯乙烯装置恢复生产，个别企业开工小降，整体开工水平继续上涨，平均开工率 71.21%。基本面支撑利好，乙二醇市场高位运行。陕西一套 40 万吨乙二醇装置停车，行业开工下调。其中乙烯制开工负荷约为 69.13%需求跟进尚可，环氧乙烷市场暂稳。华东一企业 EO 装置出料，华南短停装置恢复生产，供应量窄幅增加，开工率小幅提升。PVC 期现止涨转跌，市场看空情绪丛生。部分乙烯法 PVC 生产企业开始检修计划，整体开工负荷小幅下降，截止目前乙烯法 PVC 整体开工负荷为 82.29%。截至 2024 年 12 月 28 日，本周乙烷价格 27.62 美分/加仑，环比上周上涨 1.12 美分/加仑。乙烯 CFR 价格 871 美元/吨，环比上周下跌 8 美元/吨；本周石脑油制乙烯价差 1647 元/吨，环比上周下跌 98 元/吨；乙烷裂解制乙烯价差 2507 元/吨，环比上周减少 325 元/吨。

本周乙二醇价格下跌。供应方面：本周乙二醇企业平均开工率约为 68.12%，其中乙烯制开工负荷约为 72.33%，合成气制开工负荷约为 61.12%。福建一套 40 万吨装置恢复正常运行，行业开工继续回升。**需求方面：**临近年底，需求负反馈略有升温，担忧后续累库压力，局部下游开始减产，行业整体开工在 88.95%附近。截至 2024 年 12 月 28 日，本周乙二醇均价 4776 元/吨，环比上周上涨 26 元/吨；乙烯制乙二醇价差 962 元/吨，环比上周增加 56 元/吨。

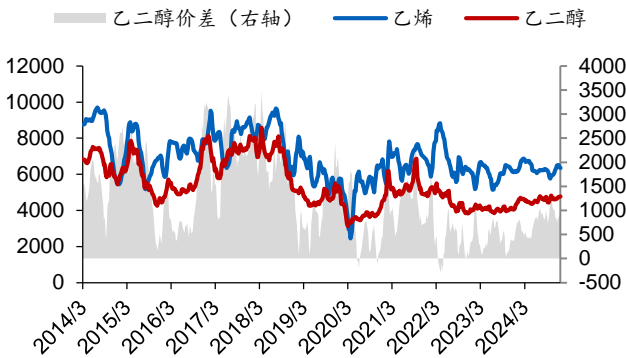
本周环氧乙烷价格持平。供应方面：本周环氧乙烷供应量小幅下降，华东一企业 EO 装置 21 日再度降负运行，华中地区环氧乙烷装置推迟重启，华南重启装置暂未出产品，华东一企业周内短停一天重启，周内环氧乙烷供应量较上周下降，开工率小幅降低。**需求方面：**本周下游产品市场涨跌不一。华东地区减水剂单体市场供应偏紧，价格走势坚挺，但北方地区随着气温下降，终端建筑消费需求下滑，需求端区域分化明显。周内氯化胆碱市场稳定，厂家报盘调价积极性不高，市场实单商谈。山东地区氯化胆碱市场 50% 玉米芯载体商谈参考价格在 3900 元/吨左右，河北地区氯化胆碱市场 50% 玉米芯载体商谈参考价格 3350 元/吨左右。本周表面活性剂市场暂稳，周内非离子表面活性剂 AEO-9 价格 13200 元/吨，较上周下跌了 1.49%，阴离子表面活性剂 AES 价格稳定在 10000 元/吨，较上周下跌了 0.99%。主因原料脂肪醇供应紧张局面缓解，市场价格高位回落，表面活性剂市场价格走跌。聚乙二醇市场大体持稳为主，需求面表现一般。乙醇胺市场稳中上涨：一乙醇胺华南地区工厂报盘上调，市场低价货源缩减，市场价格推涨上行。二乙醇胺市场止跌回暖，主力下游入市采购，市场实单成交价格重心上移。三乙醇胺市场区域走势不一，华东地区工厂报盘稳定，华南地区市场货源偏紧，工厂报盘上涨，市场价格上行。截至 2024 年 12 月 28 日，本周环氧乙烷均价 7000 元/吨，环比上周持平；环氧乙烷价差 2359 元/吨，环比上周增加 37 元/吨。

图表 87 本周乙烯-石脑油价差收窄 (元/吨)



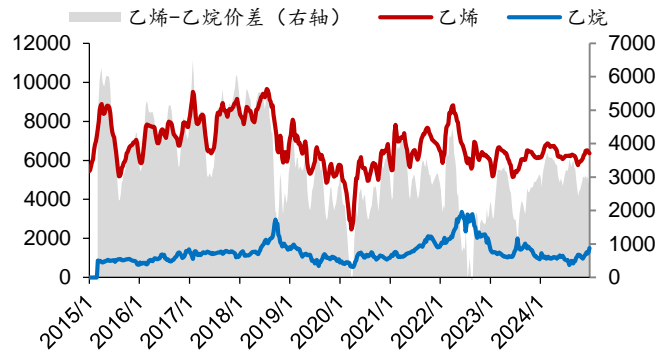
资料来源: Wind, 华创证券

图表 89 本周乙二醇价格上涨 (元/吨)



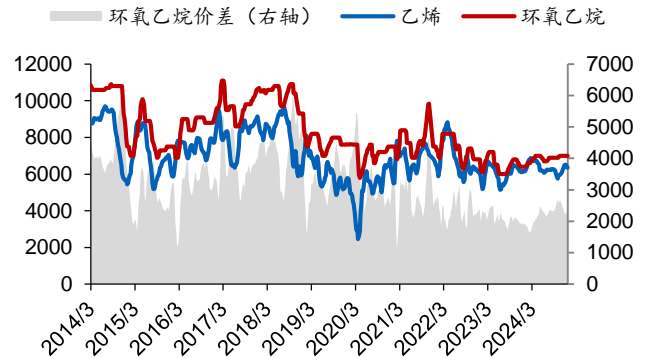
资料来源: Wind, 华创证券

图表 88 本周乙烯-乙烷价差收窄 (元/吨)



资料来源: Wind, Bloomberg, 华创证券

图表 90 本周环氧乙烷价格持平 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

本周丙烯价格上涨。供应方面: 天津渤化装置于 11 月 8 日停车检修, 预计检修 65 天左右; 宁波大榭丙烯装置 10 月 10 日停车, 预计持续至 12 月 10 日结束; 鲁西丙烯装置 11 月 28 日停车检修, 预计持续至十二月结束; 瑞恒丙烯装置 10 月 9 日停车检修, 预计持续至十二月中上旬结束; 金能丙烷脱氢装置于 10 月 20 日停车检修, 持续至十二月上旬结束; 区域内现货供应略紧, 相对利好丙烯市场氛围。**需求方面:** 本周丙烯下游产品市场价格区间整理, 聚丙烯期货盘面低开震荡, 现货市场表现一般, 其他下游丁辛醇以及丙酮等产品价格窄幅震荡, 盈利能力一般, 个别聚丙烯、环丙以及丙烯酸装置重启与停车并存, 下游需求表现尚可。截至 2024 年 12 月 28 日, 丙烷价格 598 美元/吨, 环比上周下跌 10 美元/吨; 丙烯市场均价 6950 元/吨, 环比上周下跌 20 元/吨; 本周 PDH 价差 1712 元/吨, 环比上周增加 65 元/吨。

本周丙烯酸价格上涨。供应方面: 目前, 场内丙烯酸厂家装置情况: 山东恒正、沈阳蜡化和中海油惠州丙烯酸装置停工检修中; 本周, 宁波台塑丙烯酸及酯一条线重启成功, 开泰新厂丙烯酸及酯装置正常运行。本周丙烯酸开工负荷增加, 下游用户按需随行就市跟进, 供需双方博弈继续。**需求方面:** 国内胶带母卷行业开工率较上周相比降低, 但幅度不大, 胶带母卷行业开工维持 4 成附近, 暂无集中补货迹象, 厂家维持低负荷生产, 供需关系暂无明显缓解。本周透明母卷市场预计排产周期平均在 3-10 天左右, 厂家按需生产。截至 2024 年 12 月 28 日, 丙烯酸价格 7760 元/吨, 环比上周上涨 400 元/吨; 本周丙烯酸价差 2756 元/吨, 环比上周增加 414 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 400 元/吨, 环比上周减少 144 元/吨。

本周丁酮价格上涨。供应方面：本周丁酮装置平均开工率较上周持稳，本周平均开工率为 57.58%。周内各厂家装置平稳运行，场内企业多执行订单为主，出货顺畅，丁酮现货稀少，厂商挺价情绪仍存，丁酮市场积极调涨。**需求方面：**目前丁酮企业订单充足，支撑丁酮行情，外贸订单居多，厂商多执行发货为主，市场现货紧缺，部分贸易商无货可出，国内下游追涨谨慎，国内外需求差异，丁酮价格涨幅受限。截至 2024 年 12 月 28 日，丁酮均价 7920 元/吨，环比上周上涨 340 元/吨；本周丁酮价差 2570 元/吨，环比上周增加 376 元/吨。

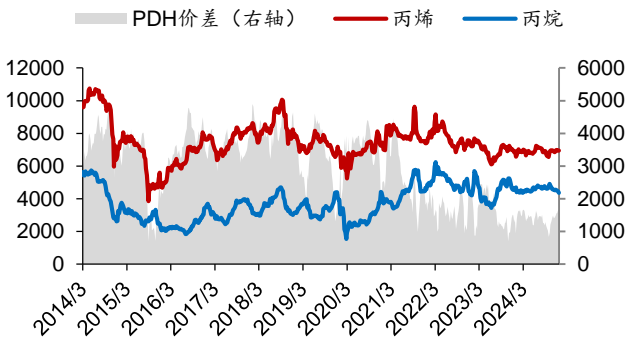
展望 2025 年：1) **C2 产业来看，**当前乙烯原料多元化、轻质化趋势明显，国内仍有较大进口替代空间。相比于传统工艺路线，乙烷裂解工艺在乙烯收率、经济效益、投资强度、能耗及副产资源方面均具备显著优势，核心竞争力持续增强；而美国乙烷自身供需宽松的格局又决定了乙烷价格或长期维持相对低位，乙烷裂解价差或将延续高景气态势。24 年下半年以来，乙烷价格快速回落，24H1 乙烷均价约 19.2 美分/加仑，24Q3 进一步跌至 15.7 美分，同比下降约 46%。目前北半球主要国家天然气补库结束，预计天然气价格将趋于稳定，乙烷价格亦有望回落。据 EIA 预测，2024 年美国乙烷净出口量约 50 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）



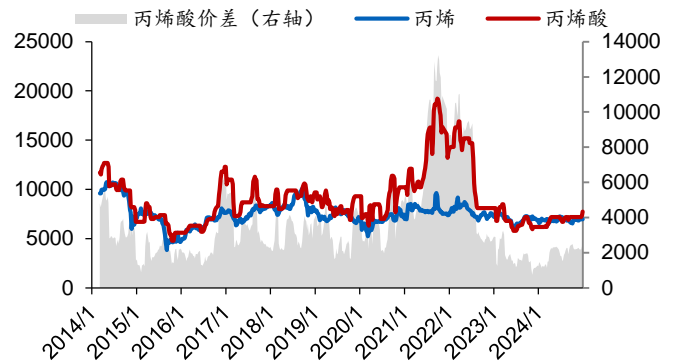
资料来源: Wind, 华创证券

图表 93 本周丙烯酸丁酯价格持平（元/吨）



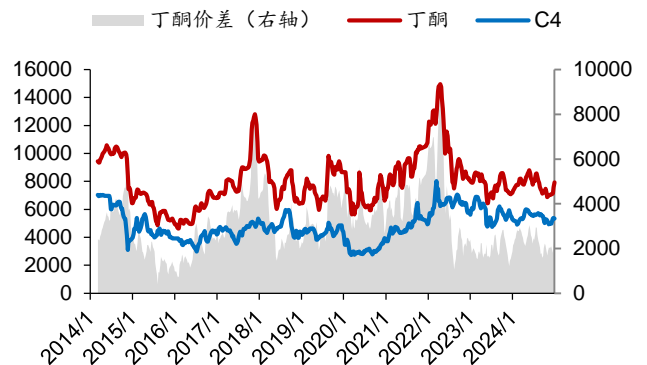
资料来源: Wind, 华创证券

图表 92 本周丙烯酸价格上涨（元/吨）



资料来源: Wind, 华创证券

图表 94 本周丁酮价格上涨（元/吨）



资料来源: Wind, 华创证券

（九）行业追踪—钛白粉：本周钛白粉价格不变

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，中矿市场供应紧张，水选厂开工低位，市场内流通的优质中矿数量少，价格随之上行，但由于控矿措施，基本处于有价无市的状态。供应端，内矿外矿供应量走势不一，国内矿在大厂的控产保价下，供应面逐渐缩紧，利好开始显现。需求端，中小矿商对后市普遍持乐观心态，因此挺价意愿较强，下游企业见状陆续入市询盘。

本周钛白粉价格持平。本周金红石型钛白粉市场主流报价为 1.43 万元/吨，周环比持平。成本端，硫酸市场整体盘整，局部地区酸价下降。供应端，本周，行业产量收窄，主要影响变动的地区是华东、西南。其他地区减产、停产运行情况持续，华东地区装置恢复企业进一步放量，西南地区存在一家大型企业预计年度检修 20 天，所以整体看检修损失量更多，供应走势发生转向，利好价格坚挺。需求端，近期钛白粉需求面阶段性走强，主要是价格存在一定的稳定性，又临近年底所以内贸存在少量客户备货的意图，与此同时外贸部分也在贡献力量。

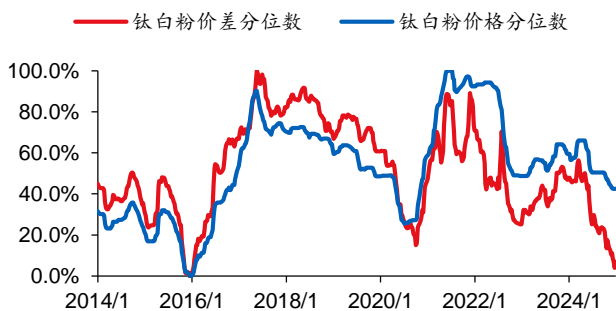
展望 2025 年：从钛白粉国内下游消费结构来看，59% 流向涂料市场，24% 为塑料行业消纳，10% 是造纸行业。2024 年来看，钛白粉下游消费主力市场涂料行业受国内地产竣工数据下行影响，总体需求向下。但由于国内钛白粉企业具有较强的成本优势，叠加海外亚非拉地区地产崛起，国内钛白粉出口大增。根据海关数据，2024 年 1-9 月钛白粉出口 144.02 万吨，同比+14.8%。出口需求增长总体抵消了国内地产竣工面积下滑，因此 2024

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

相关公司：

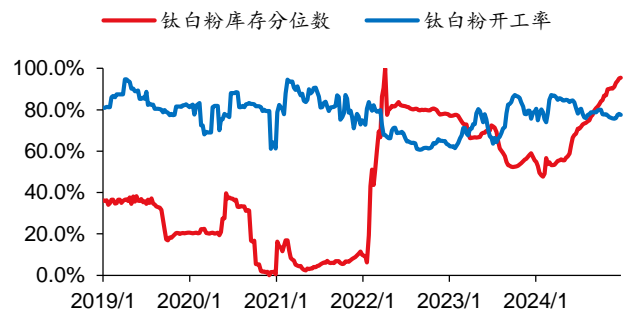
龙佰集团 (002601.SZ)：1) 公司是国内钛白粉龙头企业，也是国内钛产业链最为完整的企业。经过几十年的发展，目前公司已拥有钛白粉产能151万吨（硫酸法65万吨，氯化法66万吨），产能规模为国内第一、全球第三，产能规模屡创新高。公司通过自备钛矿、硫酸等配套原料，降低了钛白粉的制备成本；同时得益于规模优势，公司钛白粉完全成本显著领先于行业平均水平。未来，随着公司生产规模的不断扩张和工艺技术不断完善，公司成本有望进一步降低，捍卫成本护城河。2) 钛白粉行业稳健发展，竣工面积有望恢复并拉动行业需求复苏。全球涂料、塑料等行业稳定发展，使钛白粉需求维持稳健增长趋势。未来，伴随国内地产政策有望逐步趋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

图表 95 本周钛白粉板块价格分位数 42%，价差分位数 6.9%



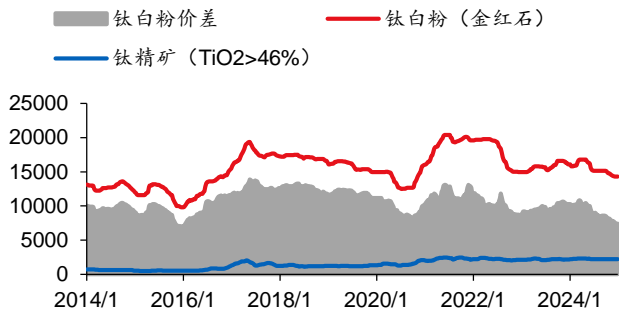
资料来源：Wind，华创证券

图表 96 本周钛白粉库存分位数 96%、开工率为 78%



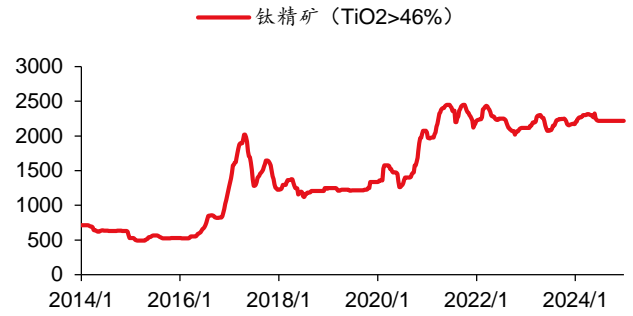
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 97 本周钛白粉价格不变（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：本周涤纶长丝价差修复

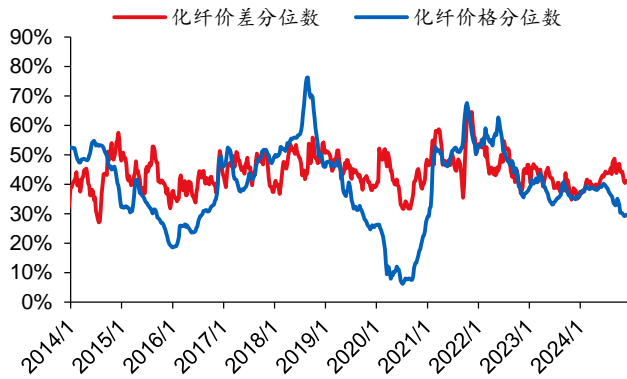
涤纶长丝价差修复。原料端，本周聚酯原料市场涨跌互现，平均聚合成本较上周下降。供应端，本周桐乡地区存在两套长丝装置停车检修，市场整体开工较上周下滑。需求端，截至 12 月 26 日江浙地区化纤织造综合开机率为 61.03%。织造企业多进入收尾阶段，新单仅有零星下达，纺织市场开机率继续下滑，需求面延续萎缩态势，厂商清库、回款操作为主，部分厂商有承接春装打样订单，但数量有限，个别工厂有反馈接单至 2 月，已提前锁定低价原料，可坚持开工生产，本周成品坯布库存小幅下降。加弹市场开机表现相对稳健，在 7 成偏上水平，多以消耗前期低价原料进行做库。截至 12 月 28 日，内盘 PTA 价格 4778 元/吨，环比上周-52 元/吨；MEG 价格 4776 元/吨，环比上周+26 元/吨；POY、FDY、DTY 库存天数分别为 8.1、15.8、21.8 天，环比上周（+1.3 天、+1.3 天、+1.1 天）；涤纶长丝开工率 92.4%，环比上周-0.3pct；POY 均价 6925 元/吨，环比上周持平；POY 现金流-10.2 元/吨，环比上周+35.7 元/吨。

氨纶市场价格不变。氨纶市场价格不变。原料端，本周氨纶成本面支撑减弱，主原料 PTMEG 市场价格不变，辅原料纯 MDI 市场价格下行，成本面压力下降。供应端，华东地区一工厂降负生产；部分开工在 9 成至满开，部分开工在 4-8 成不等，个别工厂全停。需求端，下游开机小幅下滑，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 4 成左右；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 成偏上；广东地区下游经编开工 5-7 成，圆机开 2 成以内。截至 12 月 28 日，氨纶库存天数 57 天，环比上周+0.1 天；开工率 79%，环比上周-1pct；氨纶 40D 均价 23700 元/吨，环比上周持平；价差 10168.3 元/吨，环比上周+1.2 元/吨。

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

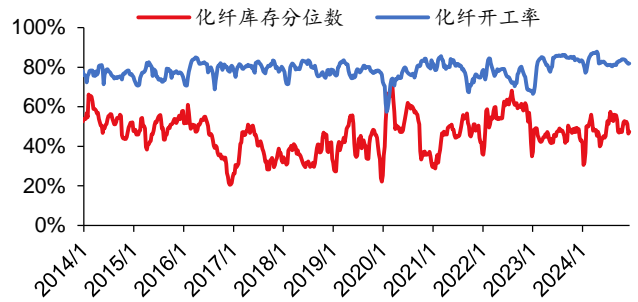
面。2) 氨纶: 2024 年氨纶行业仍承受一定供给端的压力, 全年新增产能预计 15.2 万吨, 同时主原料 PTMEG 价格走低, 成本端支撑减弱。截至目前, 我们统计氨纶价格分位数已处于 10 年来绝对底部, 价差分位数为 9%, 处于 10 年来底部水平; 氨纶库存分位数为 80%, 处于 10 年来偏高水平。展望后续, 除华峰、晓星、恒申新增产能外, 其他企业新增产能均有投放滞后预期, 氨纶价格有望触底反弹。

图表 99 本周化纤板块价格分位数 29.3%, 价差分位数 41.5%



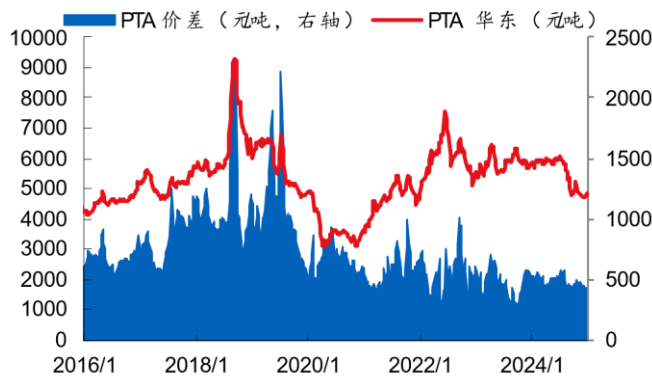
资料来源: Wind, 华创证券

图表 100 本周化纤库存分位数 47.4%



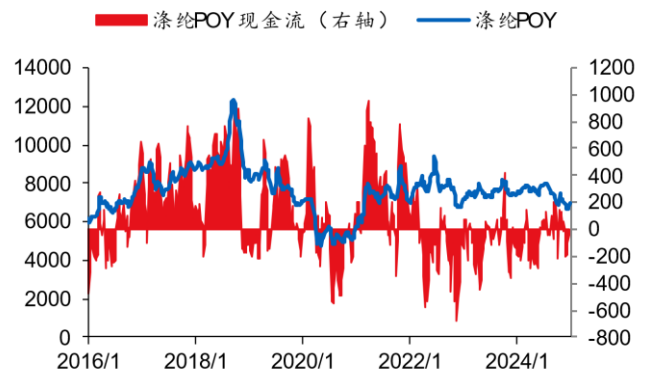
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 101 本周 PTA 价格下滑



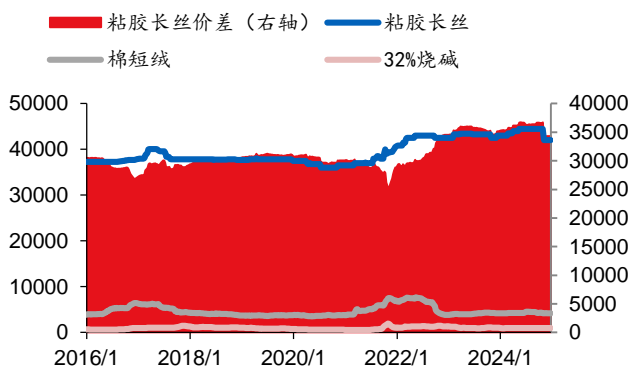
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 102 本周涤纶长丝 POY 价格持平



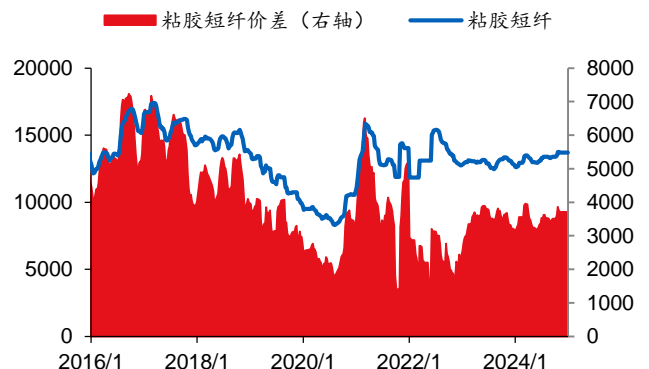
资料来源: Wind, 华创证券

图表 103 本周粘胶长丝价格不变



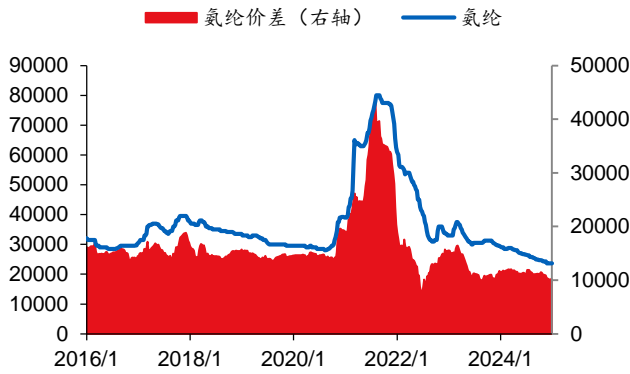
资料来源: Wind, 华创证券

图表 104 本周粘胶短纤价格不变



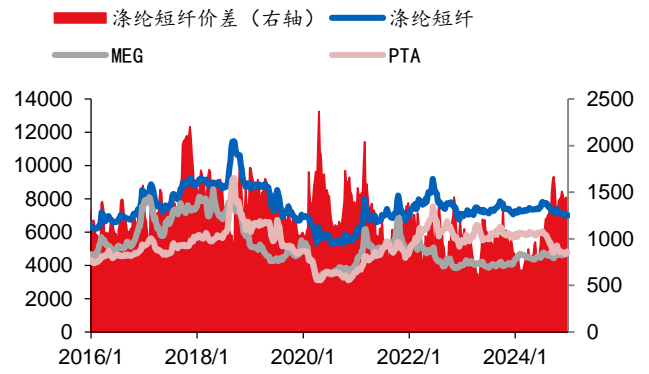
资料来源: Wind, 华创证券

图表 105 本周氨纶价格持平



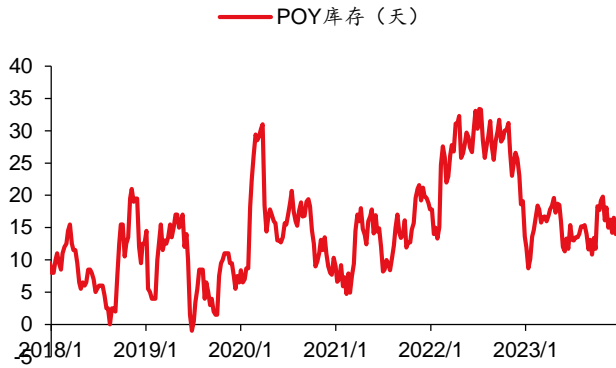
资料来源: Wind, 华创证券

图表 106 本周涤纶短纤价格持平



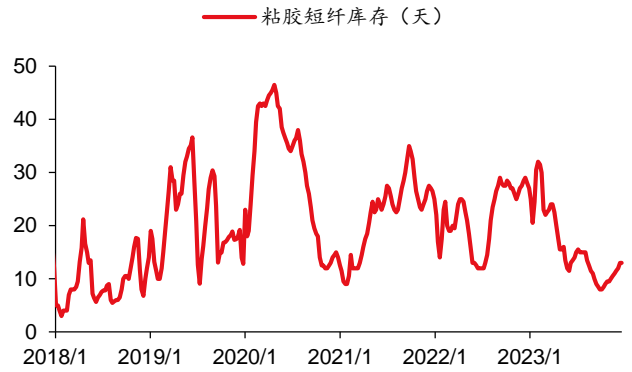
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 107 本周涤纶长丝 POY 库存天数提升



资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 108 本周粘胶短纤库存提升



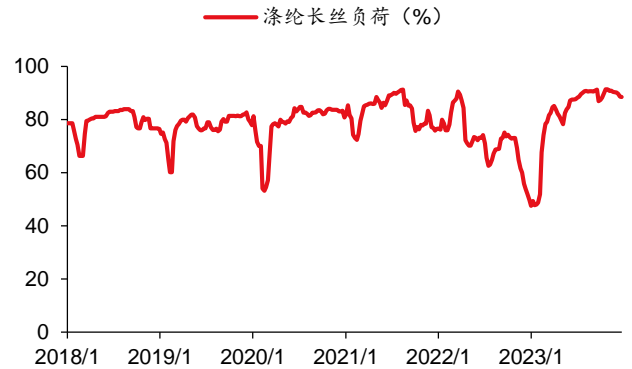
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 109 本周氨纶库存天数提升

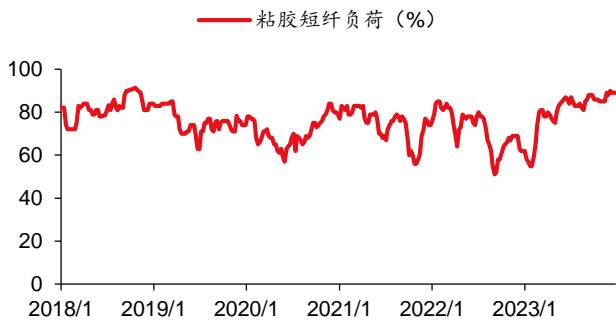


资料来源: CCFEI, 华创证券

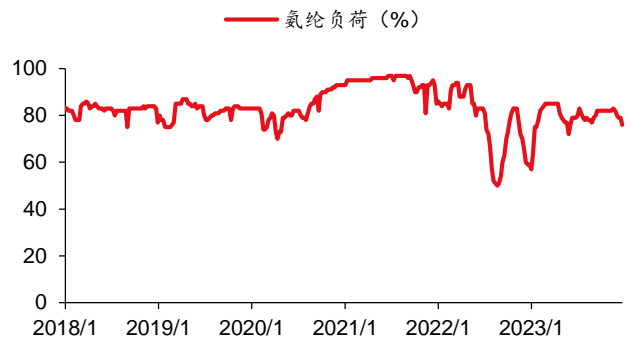
图表 110 本周涤纶长丝开工率下滑



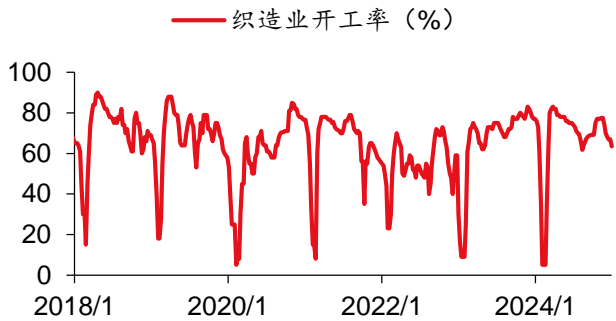
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 111 本周粘胶短纤开工率持平


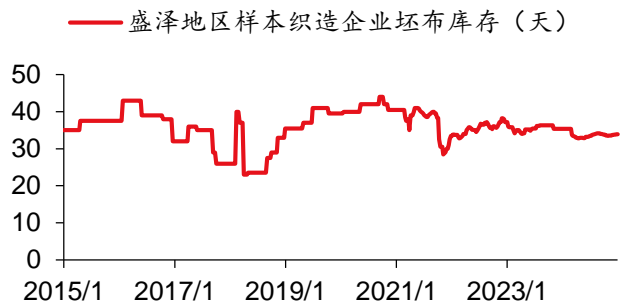
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 112 本周氨纶开工率下滑


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 R32 价格强势上涨

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。

本周萤石价格下跌。本周萤石报价 3700 元/吨, 周环比-0.7%。本周萤石开工率周环比-1.1PCT; 工厂库存天数 12.35 天, 周环比-2.6%。供应端: 受冬季天气气候降低影响选厂开工表现偏弱, 原矿产量有限, 近期市场新单成交有限。需求端: 在 12 月最后一周, 国内萤石行业下游开工低迷现状较为明显, 周内萤石需求表现弱稳运行, 部分地区询价意愿有所恢复, 场内试探僵持为主。

本周制冷剂价格不变。R22: 据百川盈孚统计, 2024 年 12 月 28 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 12 月 28 日报价 43000 元/吨, 周环比+6.2%。**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**，东岳、淄博飞源、巨化、永和、三美、东阳光等装置开工正常。江苏梅兰4万吨/年装置目前中位运行。**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12月28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**，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12月28日报价42000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，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6.25万元/吨，周环比+0.8%。成本端，碳酸锂期货价格不稳定状态延续，整体呈现小幅波动状态，现货受影响调整幅度微小。供给端，本周产量较上周基本持平。大部分企业执行前期合同订单，相关生产较为稳定，且部分厂家已处于较高生产水平，再度提升可能性较小。其中头部企业生产水平较高，部分企业达到满开状态。部分小厂受近期市场活跃影响，有复工计划，但暂定于明年。市场整体供应量变化不大，整体开工维持在偏高水平。需求端，电解液企业采购情况不一。其中大厂多等待终端大厂招标结果，以参考未来长单价格。小厂一般使用量较小，部分企业前期库存仍未完全消耗，对原料采购情绪一般。大厂新单有望于近期进行，但原料厂有意后延等待价格提升。本周现货市场成交订单几无，相关需求仍以长协为主。

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5.2万元/吨，周环比持平。成本端，本周R142b报价1.65万元/吨，周环比持平，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，锂电市场整体需求走势回暖，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2.25万元，周环比持平。

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

相关公司：

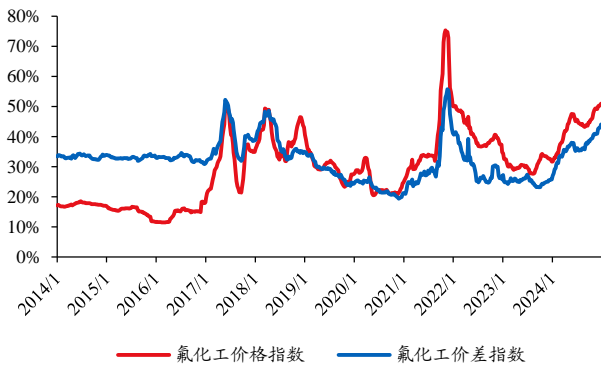
1、巨化股份（600160.SH）：公司为国内制冷剂全产业链布局龙头企业。公司于二代、三代制冷剂领域具备较强竞争力，并拥有PVDF、PVDC、PTFE等氟橡塑成熟产能，未

来将有 R32、PVDC、PTFE 等在建产能继续释放。公司与国家大基金合资中巨芯公司专注于湿电子化学品及电子特气的研发生产，为国内领先的电子化学品生产企业。公司在三代制冷剂发力较多，预计随着三代制冷剂配额落地，公司有望占据最大配额份额。公司 2024 年前三季度实现营收 179.06 亿元，同比+11.83%；归母净利润为 12.58 亿元，同比+68.40%。

2、东岳集团 (0189.HK)：公司为氟化工龙头，拥有 HF-制冷剂-含 F 高分子材料一体化产业链。公司目前拥有 1 万吨 PVDF 产能，其中锂电用 PVDF 产能约有 3000 吨。在锂电级 PVDF 方面，国内企业技术虽落后于海外企业，但国内企业掌握原材料 R142b 的生产，且产能扩张速度高于海外企业。在下游锂电池需求高速增长背景下，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 51%，价差分位数 44%



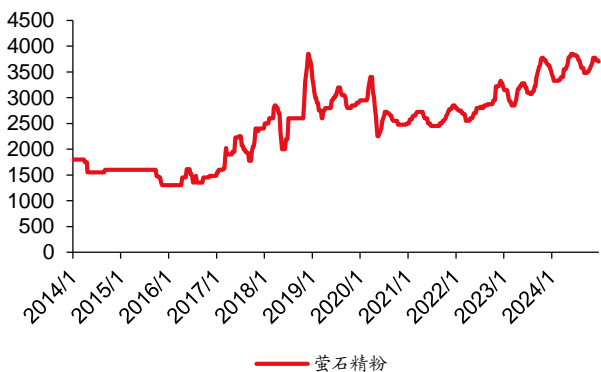
资料来源：Wind，华创证券

图表 116 本周氟化工板块库存天数分位数 26%，开工率指数 39%



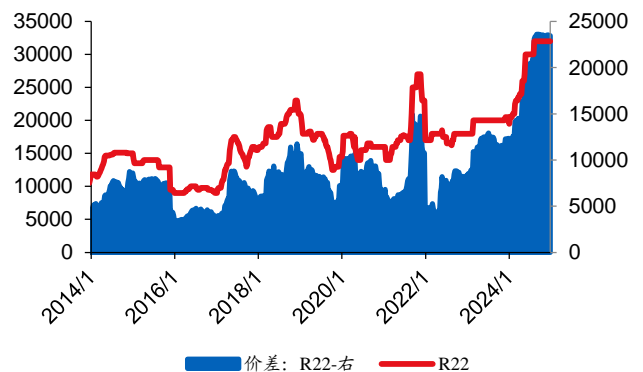
资料来源：Wind，华创证券

图表 117 本周萤石价格下跌 (元/吨)



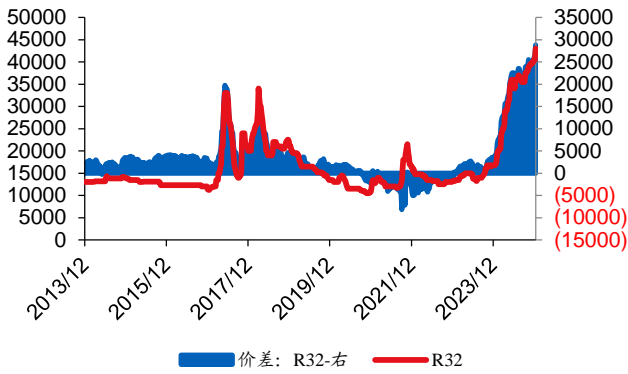
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 118 本周 R22 价格不变 (元/吨)



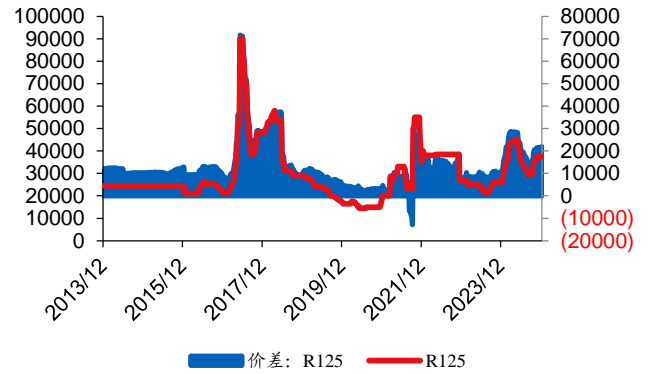
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 119 本周 R32 价格上涨 (元/吨)



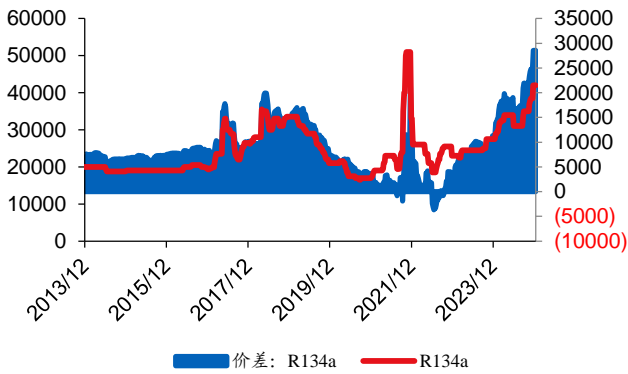
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 120 本周 R125 价格不变 (元/吨)



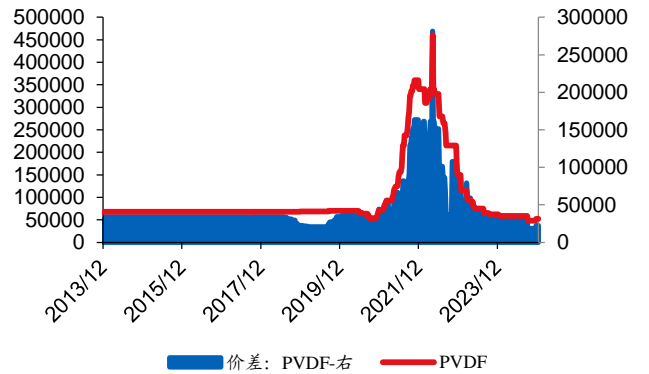
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

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: 本周有机硅价格持平

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不变。本周中国金属硅:441#报价为 1.17 万元/吨, 周环比不变。成本端, 近期工业硅生产成本较为稳定, 高成本区域在陆续减产, 在产企业多为较大规模且配备余热发电装置, 12 月底整体行业电价变动不大, 成本波动较小。供给端, 工业硅市场现货存量还需持续消耗, 目前低品位工业硅价格持续偏弱, 西北地区产能释放总量有在继续提高; 而出口低钙产品本周价格相对稳定, 除少量期盘老货低价出售外, 多数厂家低钙 3303 金属硅出厂含税报价保持在 1.2 万元/吨以上。需求端, 12 月份有机硅整体产量有所增加, 但整体以消耗库存为主, 实际采购订单量呈现下降趋势, 预计元旦之后订单会有小幅恢复。多晶硅整体开工则保持 35%, 12 月产量 9 万吨左右徘徊, 下游需求短期内无好转迹象。

本周有机硅 DMC 市场价格不变。本周有机硅 DMC 市场均价 1.3 万元/吨，周环比+1.6%。成本端，金属硅价格维持稳定，甲醇窄幅上涨。供应端，本周国内总体开工率在 80% 左右，鲁西化工，湖北兴发等多家企业维持降负生产状态。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 21%。需求端，本周多晶硅市场节前备货基本结束，多以执行前期订单为主；硅烷需求平稳。

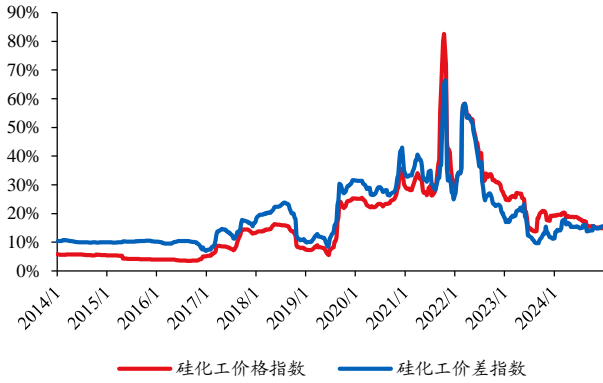
展望 2025 年：2024 年工业硅价格总体一路下跌但跌幅不大，当前价格较年初下降 23%。一方面是硅煤、石油焦等原料下跌导致的成本下行，另一方面，下游有机硅受地产影响对工业硅需求有一定拖累，其中前者影响相对更多，龙头合盛硅业目前工业硅单吨成本已优化至 9000 元/吨左右。截至目前，工业硅价格分位数为 3%，价差分位数为 1%，价格价差已经触底，展望 2025 年，由于工业硅是高能耗低产值的品种，如果供给侧有一定的优化政策推动，价格有望迎来弹性。有机硅方面，当前价格较年初跌 9%，年内来看，有机硅分别在 1 月初、3 月初、9 月初迎来小幅上涨，但涨价周期持续相对较短。在有机硅的消费结构中，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

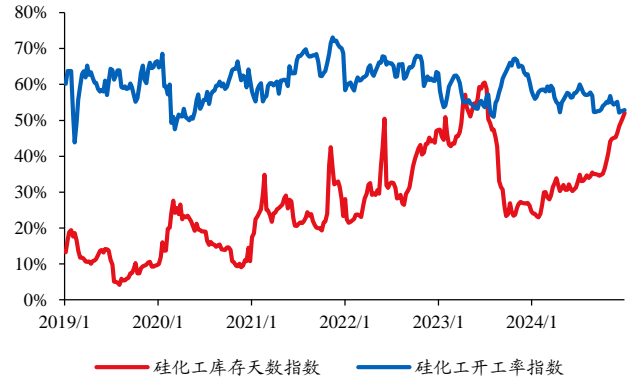
2、新安股份（600596.SH）：公司主营业务包括以草甘膦为主的作物保护和有机硅材料两大核心产业。其中公司围绕有机硅单体合成，完善从硅矿冶炼、硅粉加工、单体合成到下游制品的完整有机硅产业链。公司目前有机硅产能 50 万吨，形成硅橡胶、硅油、硅树脂、硅烷偶联剂四大系列产品，业绩弹性较大。公司 2024 年前三季度实现营收 118.28 亿元，同比-3.76%，实现归母净利润 1.37 亿元，同比-22.18%。

图表 123 本周硅化工板块价格分位数 15%，价差分位数 16%



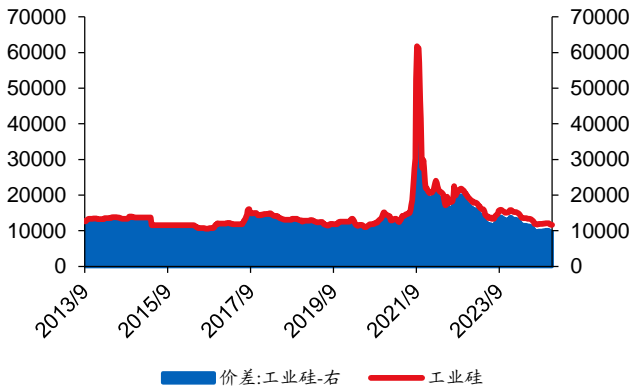
资料来源: Wind、华创证券

图表 124 本周硅化工库存天数分位数 52%，开工率指数 53%



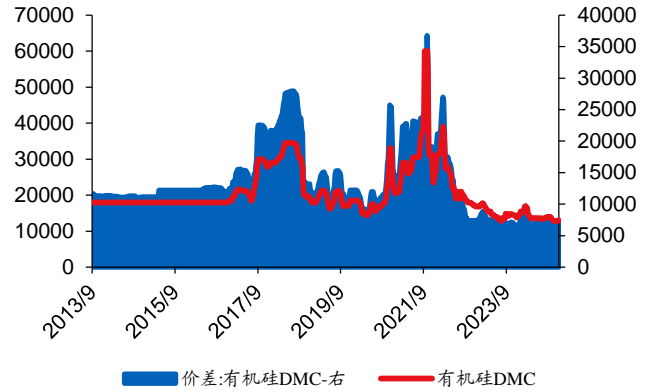
资料来源: Wind、华创证券

图表 125 本周金属硅价格不变 (元/吨)



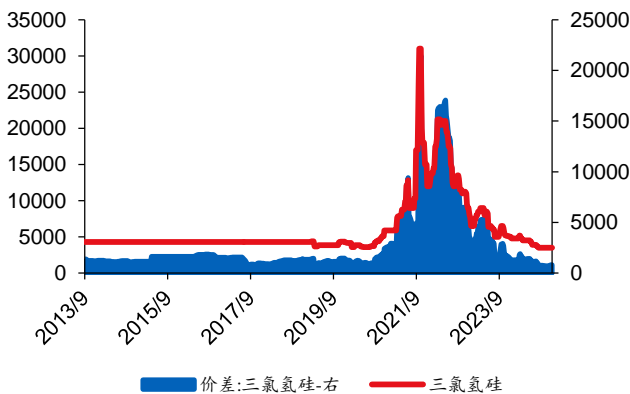
资料来源: Wind、华创证券

图表 126 本周有机硅 DMC 价格不变 (元/吨)



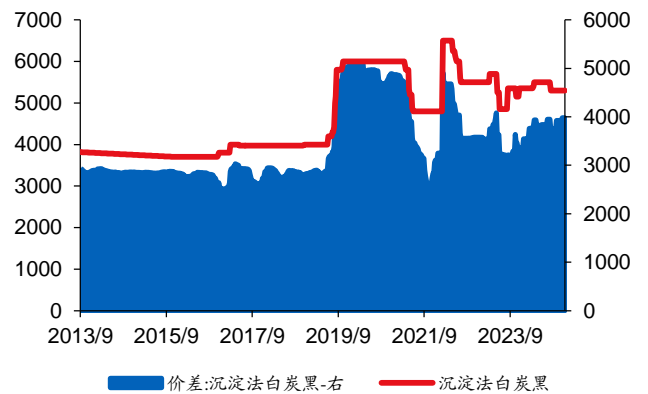
资料来源: 百川盈孚、华创证券

图表 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 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：**周内原油价格小范围波动，聚丙烯粒料价格区间内整理，原料面变化不大，成本支撑一般。**供给方面：**现阶段所属膜企产量范围内波动，周内产量较上周下降 0.71%，场内货源供应仍然充足。本周国内 BOPP 开工负荷率预计在 61.82%。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 0.98 万元/吨，周环比持平。**原料方面：**本周原料价格下滑。主要原料己二酸价格周环比-0.97%，BDO 价格周环比持平，PTA 价格周环比-0.68%。**供需方面：**本周 PBAT 市场氛围平静，场内开车企业不多，下游需求缓慢释放，接货积极性不高，场内交投氛围清淡；周内主要原料市场价格涨跌不一，BDO 市场价格持稳，PTA 市场价格走跌，己二酸市场延续弱势，整理来看，成本价格持续走弱，对 PBAT 市场支撑有限，场内供应平稳，观望情绪浓厚。

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：

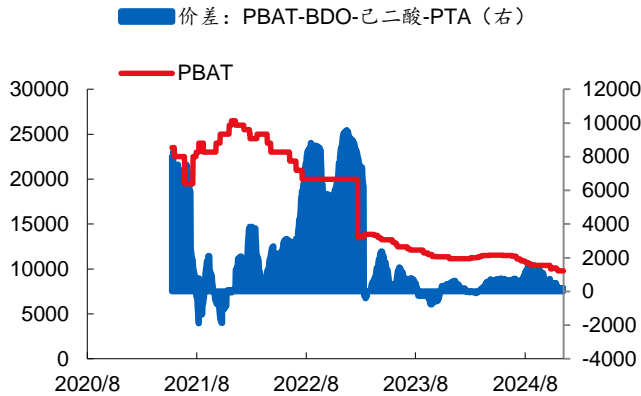
1、金发科技（600143.SH）：公司是改性塑料、可降解塑料、特种塑料龙头，截止 2023 年底，公司拥有改性塑料产能合计为 273.6 万吨、可降解塑料（PBAT/PBS/PLA 等）产能合计 21 万吨。公司自 1993 年开始从事改性塑料行业，随着家电、汽车行业“以塑代钢”、“以塑代木”趋势的推进，公司继续改性塑料产能建设，当前国内外在建产能 59.02 万吨。可降解塑料方面，公司早在 2001 年开始布局，目前掌握 PBAT、PLA、PBS 等多条路线及多种差异化系列产品。公司当前具备 21 万吨完全生物降解塑料产能，且正在建设 1 万吨生物基 BDO 产能。公司宁波金发、辽宁金发石化项目投产，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

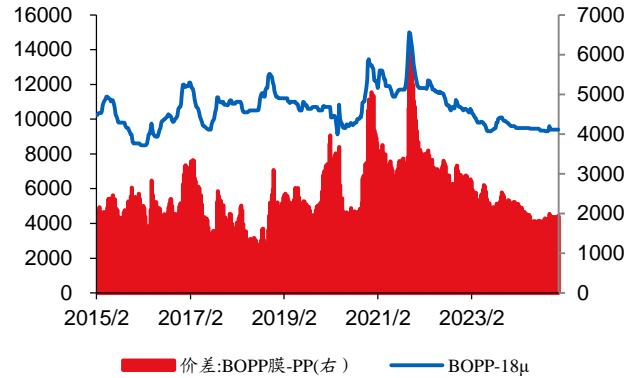
餐盒餐具、一次性纸巾、湿巾等多领域。公司 2023 年实现营业收入 174.39 亿元，同比+30.08%；实现归母净利润 4.66 亿元，同比+8.23%。2024H1 实现营业收入 93.27 亿元，同比+17.58%；实现归母净利润为 2.75 亿元，同比+9.59%。

图表 129 本周 PBAT 价格持平 (元/吨)



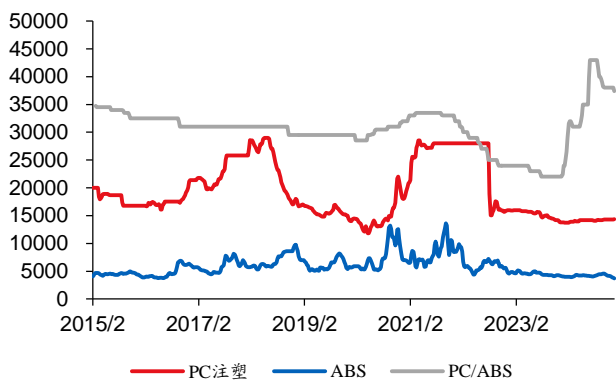
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 130 本周 BOPP-18μ 价格环比持平 (元/吨)



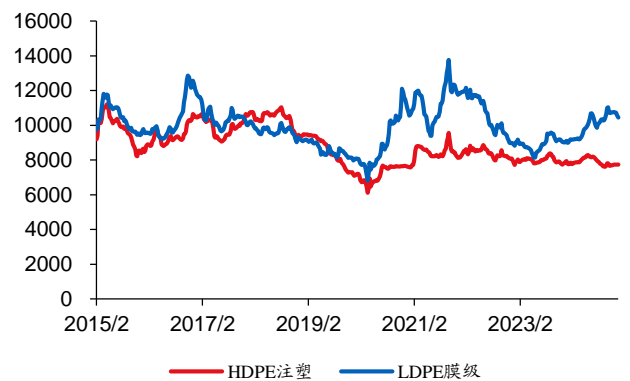
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

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 价格环比下滑 (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 VA、VE 价格下跌

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

甜味剂: 健康消费理念下, 减糖趋势明确。随着消费者消费能力的提升和对健康饮食的

关注，无糖、低糖逐渐成为全球范围内饮食的新标准。为了抑制消费者过量摄入添加糖，已有多个国家开始征收“糖税”。甜味剂作为食品添加剂能够赋予食品甜味，而且不参与人体代谢循环，仅提供极少热量甚至是零热量，在满足消费者“食糖”需求的同时又契合“低糖”的健康饮食理念，甜味剂逐渐取代传统蔗糖。人工代糖占据当前甜味剂市场的主导地位，“天然+人工”复配或成为未来主要趋势。甜味剂主要分为人工代糖、天然代糖和糖醇三大类。从相关指标对比来看，人工代糖具有低热量、高甜价比的优势，因此目前全球甜味剂消费结构中仍以人工代糖为主，2020年全球甜味剂消费结构中70.59%是人工代糖。人工代糖目前虽然已经推出5-6代，其对人体健康的影响目前仍存在争议。“天然代糖/糖醇+人工代糖”复配模式成为当前主流饮料企业的选择，叠加天然代糖与糖醇的相对甜度较低，因此添加比例大，从而导致天然代糖的消费占比逐年提升。

本周，维生素A、E价格环比下跌、下跌。本周，维生素A价格为146.70元/千克，环比-8.88%，同比+102.34%，维生素E价格为143.50元/千克，环比-2.71%，同比+144.88%。本周维生素市场部分产品热度较高，维生素D3、B6和叶酸价格坚挺偏强调整，A市场供应有增，成交价格弱势下调，1月企业检修，E成交价格窄幅趋弱，用户逢低滚动补库为主。

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19.65元/千克，环比-0.10%。供给端：国内工厂交货略微缓慢，个别地区个别进口品牌货源略少，市场整体货源不缺，供应端略有利好。需求端：需求端始终未有起色，表现低迷，下游按需采购，部分地区经销商不同品牌略微降价销售。

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，三氯蔗糖生产企业满负荷运行，为后期规划的停车操作留足库存。需求方面，交投活动相对平稳，下游个别对高价接受能力不足，倾向于小单跟进。库存方面，本周，三氯蔗糖库存457吨，环比+1.56%。

本周，安赛蜜价格环比持平。本周，安赛蜜价格3.70万/吨，环比持平。供应方面，安徽大厂维持高负荷运行，江苏企业装置负荷不高，但市场货源较充裕，供应端暂无明显利好。需求方面，下游市场改观不大，出口活动相对平稳，大部分买盘仍旧存有谨慎情绪，倾向于随用随采，成交改善有限。库存方面，本周，安赛蜜库存713吨，环比+70.05%。

本周，麦芽酚价格环比持平。本周，甲基、乙基麦芽酚价格分别为10.00、7.80万/吨，环比持平、持平。供应方面，麦芽酚企业平均开工一般，主力厂家维持正常排产，另有部分中小企业普遍停机或做贸易。需求方面，厂家及经销商库存充足，终端起色一般，下游工厂大批量备货操作不多。库存方面，本周，麦芽酚库存334吨，环比+4.38%。

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格战的迹象，预计2025年三氯蔗糖产品价格有望高位维持。**2) 安赛蜜**，新进入者的产能开工仍处于低位，产品价格或保持低位震荡。**3) 阿洛**

酮糖，产品价格随粮价下跌时有所回落，2025年的关键仍在审批的落地与否，若审批落地产品或迎需求爆发带来的价格短期大幅上行。4)木糖醇，2024年华康股份宣布收购豫鑫糖醇，收购完成后，行业集中度将进一步提升，产品价格有望抬升。

相关公司：

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

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

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

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

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

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

7、华康股份(605077.SH)：浙江华康药业股份公司成立于1962年，专注于功能性糖醇领域近40年，目前主要从事木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、果葡糖浆等多种功能性糖醇、

淀粉糖产品研发、生产、销售的高新技术企业。公司在功能性糖醇行业内拥有良好口碑，已与玛氏箭牌、亿滋、不凡帝、费列罗、好时、好丽友、可口可乐、百事可乐、康师傅、农夫山泉、娃哈哈、蒙牛等国内外知名食品饮料行业企业建立良好的长期合作关系，产品销往国内市场及欧洲、美洲、亚洲等全球主要国家和地区。目前已发展成为全球主要的木糖醇和晶体山梨糖醇生产企业之一。

图表 133 本周食品及饲料添加剂价格分位数 18%



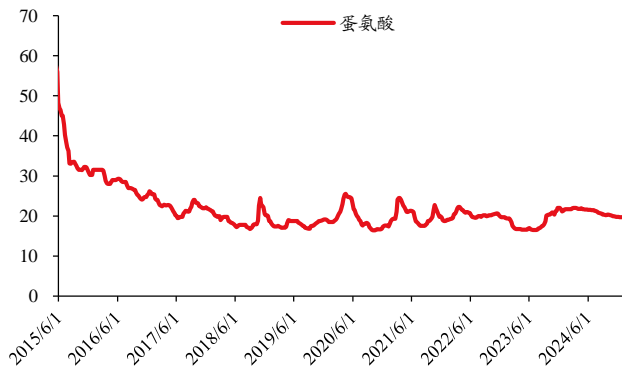
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 134 本周食品及饲料添加剂库存分位数 44%



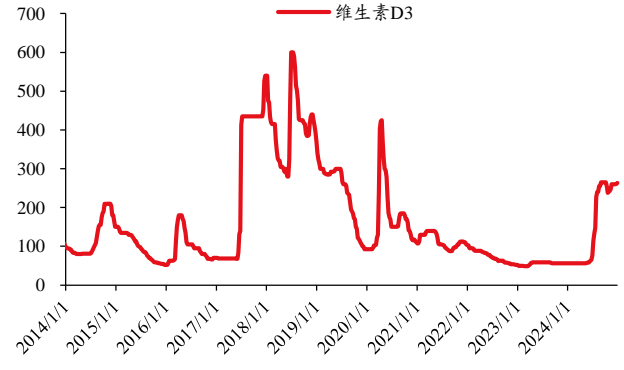
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 135 蛋氨酸本周价格环比下滑 (元/千克)



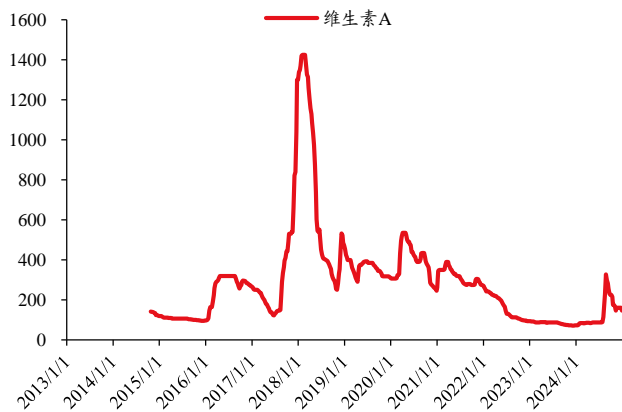
资料来源: 博亚和讯, 华创证券

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 本周价格环比下跌 (元/千克)



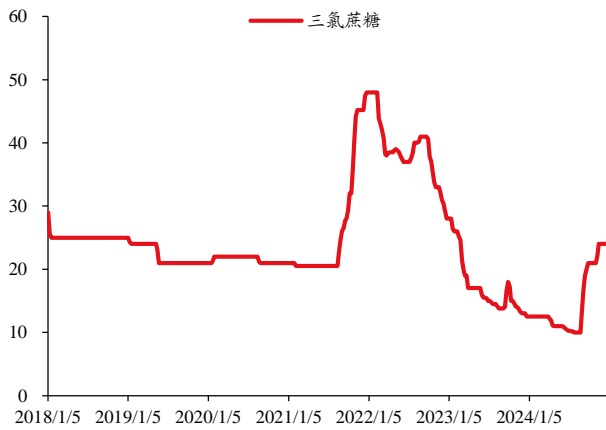
资料来源: 博亚和讯, 华创证券

图表 138 VE 本周价格环比下跌 (元/千克)



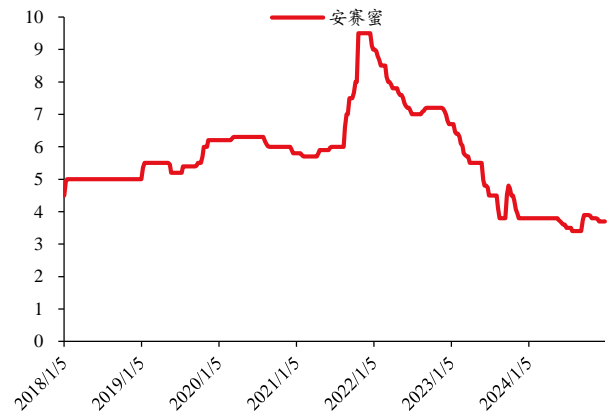
资料来源: 博亚和讯, 华创证券

图表 139 本周三氯蔗糖价格环比持平 (万元/吨)



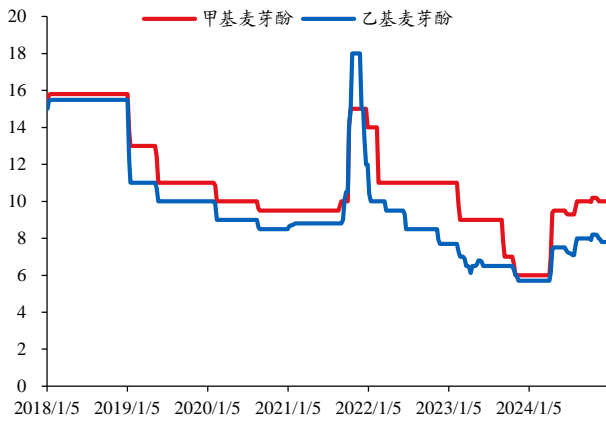
资料来源: 百川资讯、华创证券

图表 140 本周安赛蜜价格环比持平 (万元/吨)



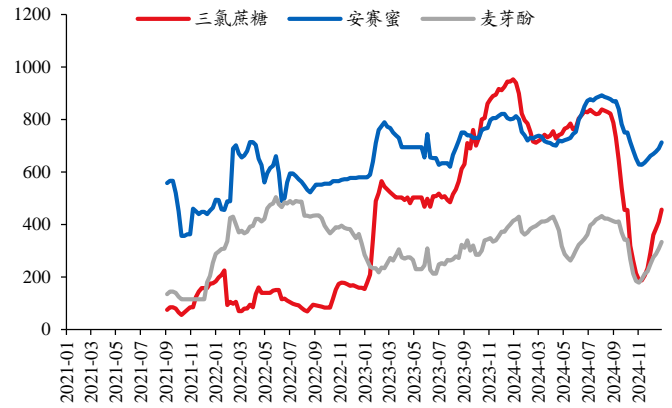
资料来源: 百川资讯、华创证券

图表 141 本周麦芽酚价格环比持平 (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

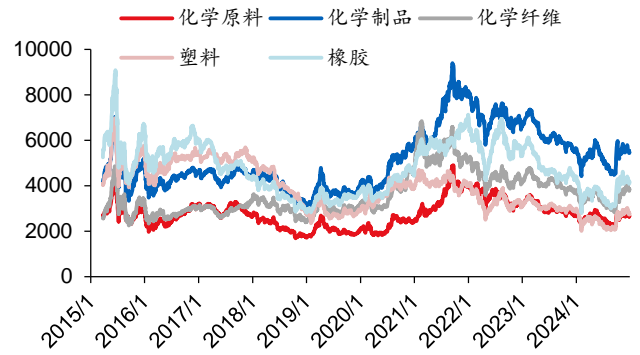
本周 (12月23日-12月29日), 申万化工行业指数下跌 1.3%, 跑输同期上证综合指数 2.2%。申万化工各二级子行业多数下跌, 其中 SW 化学原料下跌 0.4%, SW 化学制品下跌 1.4%, SW 化学纤维下跌 1.3%, SW 塑料下跌 2.7%, SW 橡胶下跌 1.6%。

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华西股份、吉华集团、润和材料、科隆股份、黑猫股份；跌幅居前的个股为金浦钛业、宏达新材、广东榕泰、辉丰股份、国风新材；本周换手率居前的个股为南京化纤、科斯伍德、科隆股份、中石科技、华西股份。

图表 145 本周涨跌幅居前个股

涨幅排序	代码	名称	本周股价表现	跌幅排序	代码	名称	本周股价表现
1	000936.SZ	华西股份	15.6%	1	000545.SZ	金浦钛业	-18.0%
2	603980.SH	吉华集团	13.5%	2	002211.SZ	宏达新材	-17.2%
3	300727.SZ	润禾材料	13.3%	3	600589.SH	广东榕泰	-16.9%
4	300405.SZ	科隆股份	9.5%	4	002496.SZ	辉丰股份	-16.3%
5	002068.SZ	黑猫股份	8.9%	5	000859.SZ	国风新材	-15.4%

资料来源: 华创证券

图表 146 本周换手率偏离较大的个股

代码	股票名称	周平均换手率(%)	过去半年平均换手率	换手率变化幅度
600889.SH	南京化纤	26.67%	8.35%	18.32%
300192.SZ	科斯伍德	21.57%	14.31%	7.26%
300405.SZ	科隆股份	14.79%	6.06%	8.73%
300684.SZ	中石科技	14.01%	8.32%	5.69%
000936.SZ	华西股份	13.56%	3.44%	10.12%
600228.SH	ST 昌九	11.61%	6.56%	5.05%
002741.SZ	光华科技	11.47%	7.05%	4.42%
300727.SZ	润禾材料	11.34%	3.18%	8.16%
002211.SZ	宏达新材	9.78%	7.69%	2.09%
002513.SZ	蓝丰生化	9.43%	6.24%	3.19%

资料来源: wind, 华创证券

图表 147 各行业产品价格价差一览

产品	价差类别	产品价格公式	单位	本周价差	上周价差	上月价差	上季价差	去年同期	近一周	近一月	近一季	年初比
钛白粉	钛白粉-钛精矿-硫酸	钛白粉-2.3*钛精矿-4*硫酸	元/吨	7442	7242	7738	8554	10261	2.8%	-3.8%	-13.0%	-27.5%
PE	PE-TA-MEG	PE-TA-MEG	元/吨	537	595	595	688	648	-9.8%	-12.6%	6.1%	-12.6%
涤纶短纤	涤纶短纤-PTA-MEG	涤纶短纤-0.855*PTA-0.335*MEG	元/吨	1305	1339	1419	1549	778	-2.6%	-5.6%	-8.4%	99.0%
涤纶POY低含高	涤纶POY-PTA-MEG	涤纶POY-0.855*PTA-0.335*MEG-1250	元/吨	110	(46)	(201)	(6)	(192)	77.9%	77.2%	-3296.9%	96.9%
涤纶FDY低含高	涤纶FDY-PTA-MEG	涤纶FDY-0.855*PTA-0.335*MEG-1750	元/吨	110	(76)	(21)	29	(82)	86.0%	-256.9%	-173.1%	135.7%
涤纶DTY低含高	涤纶DTY-PTA-MEG	涤纶DTY-0.855*PTA-0.335*MEG-2250	元/吨	330	294	439	684	158	12.2%	-23.0%	-35.9%	331.7%
PA6	PA6-己内酰胺	PA6-己内酰胺	元/吨	2140	2050	1690	2980	1145	4.4%	21.3%	-14.6%	72.9%
PA66	PA66-己二胺	PA66-己二胺	元/吨	12581	12561	12900	13268	14501	0.2%	-2.6%	-2.8%	-8.5%
粘胶短纤	粘胶短纤-棉短绒-烧碱	粘胶短纤-1.03*棉短绒-0.612*烧碱/0.32	元/吨	3111	3711	3711	3514	3059	0.0%	0.0%	5.6%	13.5%
粘胶长丝	粘胶长丝-棉短绒-烧碱	粘胶长丝-1.4*棉短绒-0.612*烧碱/0.32	元/吨	34349	34311	34314	36648	35264	0.1%	0.0%	-6.4%	3.9%
涤纶-PTMEG-PEBMDI	涤纶-PTMEG-PEBMDI	涤纶-0.8*PTMEG-0.2*PEBMDI	元/吨	10168	10167	10277	11706	11500	0.0%	-1.1%	-7.2%	-3.7%
涤纶短纤-丙内酰胺	涤纶短纤-丙内酰胺	涤纶短纤-0.93*丙内酰胺	元/吨	5410	5223	5609	6124	4904	1.6%	-5.1%	-8.4%	24.9%
硬泡聚醚PVA	PVA-电石-烧碱	PVA-1.86*(1.1*电石-0.71*烧碱)-0.085*烧碱	元/吨	2142	2211	2061	2030	216	-3.1%	7.3%	1.9%	839.5%
乙炔法PVA	PVA-电石-烧碱	PVA-1.86*(0.42*乙炔-0.71*烧碱)-0.085*烧碱	元/吨	2980	3003	2762	3161	1911	-0.8%	8.7%	-12.6%	65.4%
聚合MDI价差	聚合MDI-甲苯-甲胺-液氨	聚合MDI-0.78*甲苯-0.21*甲胺-0.3*液氨	元/吨	10136	10320	10077	9626	6405	1.8%	2.2%	4.9%	50.3%
纯MDI价差	纯MDI-甲苯-甲胺-液氨	纯MDI-0.78*甲苯-0.21*甲胺-0.3*液氨	元/吨	10702	10827	11211	9754	10984	1.2%	-3.4%	14.9%	-11.2%
TDI价差	TDI-甲苯-液氨	TDI-0.62*甲苯-1.1*液氨	元/吨	7786	7548	7557	7605	10628	3.1%	-0.1%	-0.6%	-2.8%
硬泡聚醚价差	硬泡聚醚-环氧丙烷	硬泡聚醚-0.7*环氧丙烷	元/吨	882	882	611	853	857	0.1%	44.4%	-28.4%	-0.5%
软泡聚醚价差	软泡聚醚-环氧丙烷	软泡聚醚-0.75*环氧丙烷	元/吨	797	812	526	563	542	1.3%	54.4%	-6.6%	3.8%
环氧乙烷价差	环氧乙烷-乙烯	环氧乙烷-0.73*乙烯-汇率	元/吨	2430	2387	2011	2612	1940	3.0%	3.7%	-11.9%	34.6%
环氧丙烷价差	环氧丙烷-丙烯	环氧丙烷-0.83*丙烯	元/吨	2398	2386	2793	2998	3545	2.1%	-14.6%	-6.8%	-15.4%
TPU价差	TPU-聚醚MDI-己二胺	TPU-0.31*聚醚MDI-0.54*己二胺	元/吨	4076	4028	3935	4571	3866	2.4%	2.4%	-13.9%	18.2%
PTMEG价差	PTMEG-BDO	PTMEG-1.36*BDO	元/吨	2076	2076	2008	3708	4398	0.0%	3.4%	-45.8%	-15.7%
BDO价差	BDO-电石-甲胺	BDO-1.2*电石-2*甲胺	元/吨	2715	2720	2810	1466	3300	0.2%	2.2%	75.0%	-51.3%
石脑油价差	石脑油-原油	石脑油-原油*7.33	美元/吨	133	126	130	142	143	5.4%	-3.0%	-8.5%	-0.5%
汽油价差	汽油-原油	汽油-原油*7.33*汇率	元/吨	4181	4178	3988	3982	4672	0.1%	4.7%	0.1%	-14.8%
柴油价差	柴油-原油	柴油-原油*7.33*汇率	元/吨	3262	3258	3365	2987	3654	0.1%	-3.2%	12.6%	-18.2%
PX价差	PX-石脑油	PX-石脑油	美元/吨	159	171	154	172	119	-7.0%	10.9%	-10.4%	-46.0%
PTA价差	PTA-PX	PTA-0.64*PX*汇率	元/吨	904	929	963	1027	1184	2.9%	12.3%	41.8%	-24.9%
乙烷-石脑油价差	乙烷-石脑油	乙烷-石脑油	美元/吨	226	239	261	183	181	-5.1%	-8.4%	42.5%	1.3%
乙烯-乙醇价差	乙烯-乙醇	乙烯-1.3*(7.45*乙醇+200)*汇率	元/吨	2507	2832	3058	2669	3072	11.3%	-7.4%	14.6%	-13.1%
PO价差	PO-丙烯	PO-1.2*丙烯*汇率	元/吨	1712	1648	1468	1025	1277	3.9%	12.3%	41.8%	-24.9%
聚丙烯价差	HDPE-乙烯	HDPE-乙烯	元/吨	1993	1942	1863	2429	2166	2.6%	4.2%	-24.8%	14.7%
乙二醇价差	乙二醇-乙醇	乙二醇-0.6*乙醇	元/吨	962	905	982	665	982	6.2%	20.5%	-23.6%	47.8%
醋酸乙酯价差	醋酸乙酯-醋酸-乙醇	醋酸乙酯-0.42*醋酸-0.71*乙醇	元/吨	1088	1121	1173	1027	1975	-2.9%	-4.5%	14.3%	-48.0%
EVA价差	EVA-醋酸乙酯-乙醇	EVA-0.24*醋酸乙酯-0.2*乙醇	元/吨	3934	3845	3815	3925	4702	2.3%	0.8%	-2.8%	-16.5%
聚丙烯价差	PP-丙烯	PP-丙烯	元/吨	900	880	910	1060	830	2.3%	-3.3%	-14.2%	27.7%
丙烯酸价差	丙烯酸-丙烯	丙烯酸-1.05*丙烯-0.5*液氨	元/吨	1026	1097	899	325	896	-6.3%	22.0%	176.6%	-63.7%
丙烯酸酯价差	丙烯酸酯-丙烯酸	丙烯酸酯-0.7*丙烯酸	元/吨	2756	2342	2203	2448	1232	17.7%	6.3%	-10.0%	98.7%
丙烯酸丁酯价差	丙烯酸丁酯-丙烯酸-正丁醇	丙烯酸丁酯-0.6*丙烯酸-0.6*正丁醇	元/吨	400	544	586	816	968	-26.3%	-7.2%	-28.2%	-15.7%
丁二烯价差	丁二烯-C4	丁二烯-C4	元/吨	5750	5514	4779	8666	3557	4.3%	15.4%	-44.9%	143.6%
丁腈价差	丁腈-C4	丁腈-C4	元/吨	2570	2194	2104	2036	1877	17.1%	4.3%	3.3%	8.4%
氯丁橡胶价差	氯丁-C4	氯丁-C4	元/吨	1952	1914	1952	1906	1852	-3.8%	11.0%	110.2%	62.1%
MTBE价差	MTBE-C4-甲醇	MTBE-0.64*C4-0.36*甲醇	元/吨	1141	1148	1311	1286	2250	-0.6%	-12.4%	1.9%	-4.2%
丁醇价差	正丁醇-丙烯	正丁醇-0.62*丙烯	元/吨	2931	3079	3187	2848	4742	-4.8%	-3.4%	11.9%	-39.9%
辛醇价差	辛醇-丙烯	辛醇-0.7*丙烯	元/吨	2795	3201	4282	3900	8440	-12.7%	-25.2%	9.8%	-53.8%
HF	HF-萤石	HF-2.2*萤石-7.2*液氨	元/吨	1521	1466	1413	1510	1629	3.8%	7.6%	0.7%	6.6%
R22	R22-三氟甲烷-HF	R22-1.5*三氟甲烷-0.5*HF	元/吨	23463	23463	23338	23338	12350	0.0%	-0.3%	-0.3%	-90.0%
R134a	R134a-三氟甲烷-HF	R134a-1.2*三氟甲烷-0.85*HF	元/吨	28000	26354	25206	23918	3029	-8.9%	-8.9%	-8.9%	623.1%
R125	R125-四氟乙烷-HF	R125-1.41*四氟乙烷-0.86*HF	元/吨	28557	28557	25057	21819	11574	0.0%	14.0%	30.9%	146.7%
PVDF	PVDF-R142z	PVDF-1.62*1.87*R142z	元/吨	22516	22516	18516	18516	33090	0.0%	21.6%	21.6%	-32.0%
PTFE	PTFE-R22	PTFE-1.8*R22	元/吨	15600	15600	15600	15600	8600	0.0%	0.0%	0.0%	281.4%
6F	6F-硬胺酸-HF	6F-0.26*硬胺酸-2.4*HF	元/吨	16642	16132	11880	11028	22456	3.2%	40.1%	50.9%	-25.9%
工业硅	工业硅-硅石	工业硅-2.8*硅石	元/吨	9804	9804	10264	10034	13894	0.0%	-4.5%	-2.3%	-29.4%
三氯氢硅	三氯氢硅-工业硅	三氯氢硅-0.23*工业硅	元/吨	814	708	761	1373	1373	0.0%	14.9%	7.0%	-40.7%
有机硅DMC	有机硅DMC-工业硅	有机硅DMC-0.5*工业硅	元/吨	7160	7160	6730	8045	6215	0.0%	6.4%	-11.0%	15.2%
沉淀法白炭黑	沉淀法白炭黑-硅石-纯碱	沉淀法白炭黑-0.97*硅石-0.48*纯碱	元/吨	3980	3980	3937	3748	2535	0.0%	1.1%	6.2%	18.7%
BOPP-18μ	BOPP-PP	BOPP-0.99*PP	元/吨	1940	1921	1911	1862	2152	1.0%	1.6%	4.2%	-9.8%
PBAT	PBAT-PTA-AA-BDO	PBAT-0.634PTA-0.36*AA-0.6*BDO	元/吨	432	421	535	1534	156	-19.3%	-19.3%	-17.9%	177.4%
合成氨	合成氨-无烟煤	合成氨-1.5*无烟煤	元/吨	1212	1244	1334	1302	2608	-2.6%	-6.7%	2.4%	-50.1%
甲醇	甲醇-动力煤	甲醇-2.25*动力煤	元/吨	1037	889	727	231	409	16.6%	22.3%	39.7%	-20.1%
二甲醚	二甲醚-甲醇	二甲醚-1.4*甲醇	元/吨	-284	-129	-28	22	70	120.0%	-358.7%	-229.5%	-69.1%
醋酸	醋酸-甲醇	醋酸-0.55*甲醇	元/吨	2951	1263	1263	1599	1771	-0.9%	25.1%	-10.3%	-9.7%
醋酸酐	醋酸酐-甲醇	醋酸酐-0.68*甲醇	元/吨	2634	2709	2835	3767	3767	-2.8%	-4.4%	-13.2%	-13.3%
尿素	尿素-煤油	尿素-1.65*煤油	元/吨	1538	1574	1463	1970	1459	-2.3%	7.6%	-25.7%	35.0%
DMF	DMF-甲醇	DMF-1*甲醇-0.35*合成氨	元/吨	477	604	464	661	1106	-20.9%	30.1%	-31.8%	-38.4%
液氨	液氨-煤油	液氨-1.0*煤油	元/吨	836	822	894	1423	1463	1.7%	1.8%	2.5%	-40.4%
乙二醇	乙二醇-煤油	乙二醇-1.3*动力煤-2.4*煤油	元/吨	1684	1565	1382	1148	1081	7.6%	13.2%	20.4%	6.2%
双氧水	双氧水-合成气	双氧水-2.0*合成气(密度/1500+0.1)	元/吨	429	435	483	568	603	-1.5%	-9.9%	-15.1%	-5.7%
纯碱	纯碱-中醇	纯碱-2.7*中醇	元/吨	375	696	847	1033	324	-46.4%	-17.6%	-18.0%	218.4%
PVC-电石法	PVC-电石	PVC-1.4*电石-0.85*盐酸	元/吨	98	23	237	364	363	329.9%	-90.4%	-34.8%	0.2%
PVC-乙炔法	PVC-乙炔	PVC-0.35*乙炔	元/吨	1930	1341	1481	1748	2401	1.5%	-9.4%	-15.3%	-27.2%
烧碱(折百)	烧碱(折百)	烧碱(折百)-1.65*原盐	元/吨	3119	3114	3000	2539	2277	0.2%	3.8%	18.2%	-1.5%
纯碱	纯碱-氯化铵-液氨-动力煤	纯碱-1.2*氯化铵-1.2*液氨-0.3*动力煤-0.35*液氨	元/吨	290	257	311	1376	1376	12.7%	-17.2%	-56.8%	-47.8%
重碱法	重碱法-动力煤	重碱法-1.5*原盐-0.48*动力煤-1.5*石灰石	元/吨	533	525	603	948	1816	1.7%	-13.0%	-36.4%	-47.8%
BDO	BDO-电石	BDO-1.2*电石-2.2*中醇	元/吨	5478	2411	2529	1278	2980	2.8%	-4.7%	97.9%	-57.1%
尿素	尿素-液氨	尿素-1.0*液氨	元/吨	836	822	894	872	1463	1.7%	-8.1%	2.5%	-40.4%
磷酸一铵	磷酸一铵-液氨-合成氨	磷酸一铵-1.8*液氨-0.43*液氨-0.13*合成氨	元/吨	297	307	328	376	640	3.0%	-6.5%	-12.8%	-41.2%
磷酸二铵	磷酸二铵-液氨-合成氨	磷酸二铵-1.9*液氨-0.45*液氨-0.15*合成氨	元/吨	557	556	680	777	776	0.2%	-18.3%	-12.4%	0.0%
复合肥	复合肥-液氨-液氨-液氨	复合肥-0.2*液氨-0.35*液氨-0.3*液氨	元/吨	529	516	490	591	556	2.5%	5.4%	-17.1%	6.3%
磷酸一铵	磷酸一铵-液氨-合成氨	磷酸一铵-1.8*液氨-0.43*液氨-0.13*合成氨	元/吨	297	307	328	376	640	3.0%	-6.5%	-12.8%	-41.2%
磷酸二铵	磷酸二铵-液氨-合成氨	磷酸二铵-1.9*液氨-0.45*液氨-0.15*合成氨	元/吨	557	556	680	777	776	0.2%	-18.3%	-12.4%	0.0%
磷酸	磷酸-液氨	磷酸-2.8*液氨	元/吨	3833	3853	3949	4008	4036	-1.5%	-2.4%	-1.5%	-0.7%
黄磷	黄磷-焦炭-液氨	黄磷-1										

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
	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
	郑璐丹	销售经理		zhengjundan@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	zhangjian@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