

基础化工行业周报（20250210-20250216）

联合减产叠加旺季将至，关注有机硅涨价行情

- **联合减产叠加旺季将至，有机硅涨价有望即刻开启。**根据百川盈孚消息，近日有机硅厂家初步计划将部分有机硅产品价格提升 500-800 元/吨，另各家企业在当前开工产能基础上降负 20%左右。考虑到硅料行业联合减产“珠玉在前”，以及国务院最新的对于企业“反内卷”的政策指引，此次减负有望达成一致。当前有机硅行业库存处于中位数水平，叠加金三银四需求旺季即将到来，如果减负达成一致，有机硅涨价弹性可期。此外，中期来看，本轮新产能已经投放完毕，25 年行业无新增产能，而需求端增长强劲，行业格局有望优化。建议关注：合盛硅业、东岳硅材、新安股份、兴发集团、东岳集团。
- **本周丙烯酸甲酯、PVDF、有机硅 DMC 价格涨幅居前。**1) 丙烯酸甲酯(+6.5%)：本周丙烯酸甲酯市场均价为 11720.0 元/吨,环比+6.5%。本周东北检修的 MMA 装置恢复运行，国内 MMA 供应量增加，下游需求陆续返市，周前期厂商稳价操作，交投跟进不足；周后期需求面持续低迷，厂商走货不畅下心态松动，报盘下移，商谈重心回落。需求方面，下游开工率提升，但面对高价 MMA 跟进意向有限，多消耗合约及原料库存为主。2) PVDF(+5.8%)：本周 PVDF 市场均价为 55000.0 元/吨,环比+5.8%。本周 PVDF 市场维稳运行，行业开工率维持高位，市场供应充足，部分厂家库存压力较大，上下游刚需交投为主。下游锂电储能需求难有大幅增量，供需错配局面延续，市场维持平静观望态势，现原料市场利好支撑强劲，涂料市场涨幅明显，价格稳步回升，行业信心重振，PVDF 市场生机重现，后续有望延续向好态势。3) 有机硅 DMC(+5.5%)：本周有机硅 DMC 市场均价为 13500.0 元/吨,环比+5.5%。本周有机硅市场大幅拉涨，多家企业提高报价，下游企业在买涨不买跌的情绪加持下积极下单，整个有机硅市场逐渐进入良性循环。本周 16 家有机硅单体企业国内总体开工率在 77%左右，鲁西化工、浙江中天等多家企业维持降负生产状态，湖北兴发检修装置恢复正常，企业开工情况恢复开二停一状态，星火局部检修仍在继续。
- **特朗普上任，关注以轮胎为代表的化工出海链估值修复机会。**1 月 17 日晚，国家主席习近平应约同美国当选总统特朗普通电话，两国元首同意建立战略沟通渠道，就两国共同关心的重大问题保持经常性联系。我们认为当下可重点关注化工行业出海链条的估值修复机会，对应团队 2025 年度策略报告中提到的“新世界”策略主线，其中包含了产能出海和产品出海两个细分链条。1) 产能出海，建议关注实现全球化布局的轮胎板块的估值修复机会：海外市场对中国轮胎需求粘性提升，同时轮胎不同于半导体、光伏、新能源汽车等产业，其既不存在“卡脖子”技术，又直接作为消费品触达终端，对通胀影响较大，长周期看关税大部分会被终端消费者所承担。随着中国轮胎相比欧美的制造成本优势进一步拉大，中国轮胎进一步向高端产品突破，以及海外轮胎相比国产轮胎的品牌溢价逐渐收敛，我们相信中国轮胎未来诞生全球轮胎巨头的核心逻辑依然明确。2) 亚非拉投资机会：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。
- **能源化工行业 2025 年度投资策略：新疆、新材料、新世界。**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

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：吴宇

邮箱：wuyul@hcyjs.com
执业编号：S0360524010002

联系人：陈俊新

邮箱：chenjunxin@hcyjs.com

联系人：王玉

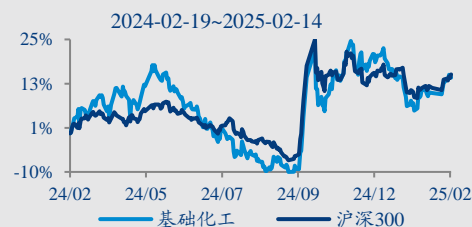
邮箱：wangyu5@hcyjs.com

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

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。
- **风险提示：**安全事故影响开工；技术路线快速迭代；逆全球化背景下的产业脱钩。

目 录

一、投资策略.....	9
二、主要化工品价格及价差变化.....	13
三、基础化工细分子行业跟踪.....	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：近期烧碱价格呈上涨趋势.....	41
（六）行业跟踪—聚氨酯：本周聚合 MDI 及 TDI 价格上涨.....	45
（七）行业跟踪—民营大炼化：本周原油价格上涨，PX 价格上涨.....	48
（八）行业跟踪—C2、C3 及 C4：本周乙烯价格上涨，丙烯价格下跌.....	51
（九）行业跟踪—钛白粉：本周钛白粉价格不变.....	54
（十）行业跟踪—化纤：本周涤纶长丝价格上涨.....	56
（十一）行业跟踪—氟化工：本周制冷剂价格不变.....	59
（十二）行业跟踪—硅化工：本周有机硅价格上涨.....	62
（十三）行业跟踪—改性塑料：本周市场平稳运行.....	64
（十四）行业跟踪—食品及饲料添加剂：本周 VA、VE 价格上涨.....	66
四、交易数据.....	70
五、风险提示.....	72

图表目录

图表 1 本周华创化工行业指数 83.94，环比+1.07%，同比-9.02%.....	13
图表 2 行业价差百分位为过去 10 年的 1.96%，环比+0.12%.....	13
图表 3 细分行业价格百分位一览.....	13
图表 4 细分行业价差百分位一览.....	14
图表 5 细分行业库存百分位一览.....	14
图表 6 细分行业开工率一览.....	14
图表 7 本周布伦特原油价格上行（美元/桶）.....	15
图表 8 本周动力煤价格下行（元/吨）.....	15
图表 9 本周价格涨跌幅居前的品种.....	15
图表 10 本周价差涨跌幅居前的品种.....	17
图表 11 本周库存分位值最低/跌幅居前的品种.....	17
图表 12 本周开工率最高/涨幅居前的品种.....	18
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+1.17%.....	22
图表 16 本周天然橡胶价格环比上升.....	22
图表 17 本周炭黑价格环比上行.....	22
图表 18 本周国内半钢胎/全钢胎开工率环比上行/上行.....	22
图表 19 国内乘用车 12 月销量同比+11.75%.....	23
图表 20 国内商用车 12 月销量同比+1.26%.....	23
图表 21 本周化肥价格分位数 31.2%，价差分位数 24.0%.....	27
图表 22 本周化肥库存分位数 37.1%，平均开工率 66.5%.....	27
图表 23 本周农药价格分位数 0%.....	27
图表 24 本周农药库存分位数 63%.....	27
图表 25 本周农药原药指数环比下跌.....	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上涨.....	28
图表 28 本周杀菌剂指数环比下跌.....	28
图表 29 本周草甘膦价格环比持平（万/吨）.....	28
图表 30 本周菊酯价格环比持平（万/吨）.....	28
图表 31 代森锰锌价格环比持平（万/吨）.....	29
图表 32 本周大豆现货价格环比小幅下行，玉米现货价格环比上行（元/吨）.....	29
图表 33 本周尿素价格上行（元/吨）.....	29

图表 34	本周磷酸一铵价格企稳（元/吨）	29
图表 35	本周磷酸二铵价格企稳（元/吨）	29
图表 36	本周复合肥价格小幅上行（元/吨）	29
图表 37	本周钾肥价格上行（元/吨）	30
图表 38	本周氯化铵价格小幅下行（元/吨）	30
图表 39	本周磷化工价格分位数 35.3%，价差分位数 18.1%	34
图表 40	本周磷化工库存分位数 34.8%，平均开工率 40.8%	34
图表 41	本周磷矿石价格企稳（元/吨）	34
图表 42	本周黄磷市场价格上行（元/吨）	34
图表 43	本周磷酸价格企稳（元/吨）	35
图表 44	本周磷酸氢钙价格上行（元/吨）	35
图表 45	本周磷酸铁价格企稳（万元/吨）	35
图表 46	本周磷酸铁锂价格小幅下行（万元/吨）	35
图表 47	本周工业一铵价格小幅上行（元/吨）	35
图表 48	本周磷酸铁开工率小幅上行，磷酸铁锂开工率下行	35
图表 49	本周煤化工行业价格/价差分位数分别为 23.7%/22.9%	39
图表 50	本周煤化工库存分位数为 50.5%，平均开工率为 61.34%	39
图表 51	本周尿素价格环比上行（元/吨）	40
图表 52	本周合成氨价格环比上行（元/吨）	40
图表 53	本周甲醇价格环比下行（元/吨）	40
图表 54	本周 DMF 价格上行（元/吨）	40
图表 55	本周二甲醚价格环比持平（元/吨）	40
图表 56	本周炭黑价格环比上行（元/吨）	40
图表 57	本周醋酸价格环比上行（元/吨）	41
图表 58	本周醋酸库存环比上行（天）	41
图表 59	本周氯碱价格分位数 11.2%，价差分位数 21.0%	44
图表 60	本周氯碱库存分位数 43.2%；平均开工率 79.33%	44
图表 61	本周电石法 PVC 价格上行（元/吨）	44
图表 62	本周乙烯法 PVC 价格下行（元/吨）	44
图表 63	本周片碱（烧碱）价格上行（元/吨）	44
图表 64	本周山东地区纯碱价格（联碱法）下行（元/吨）	44
图表 65	本周纯碱开工率小幅下行	45
图表 66	本周纯碱库存增加（万吨）	45
图表 67	本周浮法玻璃日熔量增加（万吨/日）	45
图表 68	本周浮法玻璃库存增加（天）	45

图表 69	本周 PVC 库存减少（万吨）	45
图表 70	本周电石库存持平（万吨）	45
图表 71	本周聚氨酯板块价格分位数 15%，价差分位数 24%	47
图表 72	本周聚氨酯板块库存分位数 36%	47
图表 73	本周聚合 MDI 价格下跌（元/吨）	47
图表 74	本周纯 MDI 价格上涨（元/吨）	47
图表 75	本周 TDI 价格上涨（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 34%/28%	49
图表 78	本周石化板块库存分位数 41%	49
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-原油价差扩宽（美元/吨）	50
图表 81	本周汽油价差收窄（元/吨）	50
图表 82	本周柴油价差收窄（元/吨）	50
图表 83	本周 PX 价差扩宽（美元/吨）	50
图表 84	本周乙烯价差收窄（美元/吨）	50
图表 85	上周美国炼厂开工率上升（%）	51
图表 86	上周 EIA 商业原油库存上升（百万桶）	51
图表 87	本周乙烯-石脑油价差收窄（元/吨）	52
图表 88	本周乙烯-乙烷价差收窄（元/吨）	52
图表 89	本周乙二醇价格上涨（元/吨）	52
图表 90	本周环氧乙烷价格持平（元/吨）	52
图表 91	本周 PDH 价差收窄（元/吨）	54
图表 92	本周丙烯酸价格持平（元/吨）	54
图表 93	本周丙烯酸丁酯价格上涨（元/吨）	54
图表 94	本周丁酮价格下跌（元/吨）	54
图表 95	本周钛白粉板块价格分位数 43%，价差分位数 10.9%	55
图表 96	本周钛白粉库存分位数 72%、开工率为 78%	55
图表 97	本周钛白粉价格不变（元/吨）	56
图表 98	本周钛精矿价格不变（元/吨）	56
图表 99	本周化纤板块价格分位数 31.3%，价差分位数 39.1%	57
图表 100	本周化纤库存分位数 56.1%	57
图表 101	本周 PTA 价格提升	57
图表 102	本周涤纶长丝 POY 价格提升	57
图表 103	本周粘胶长丝价格持平	57

图表 104	本周粘胶短纤价格提升	57
图表 105	本周氨纶价格持平	58
图表 106	本周涤纶短纤价格持平	58
图表 107	本周涤纶长丝 POY 库存天数提升	58
图表 108	本周粘胶短纤库存天数下滑	58
图表 109	本周氨纶库存天数下滑	58
图表 110	本周涤纶长丝开工率提升	58
图表 111	本周粘胶短纤开工率持平	59
图表 112	本周氨纶开工率提升	59
图表 113	本周织造开工率提升	59
图表 114	本周坯布库存持平	59
图表 115	本周氟化工板块价格分位数 53%，价差分位数 45%.....	61
图表 116	本周氟化工板块库存天数分位数 51%，开工率指数 37%.....	61
图表 117	本周萤石价格不变（元/吨）	61
图表 118	本周 R22 价格不变（元/吨）	61
图表 119	本周 R32 价格不变（元/吨）	62
图表 120	本周 R125 价格不变（元/吨）	62
图表 121	本周 R134a 价格不变（元/吨）	62
图表 122	本周 PVDF 价格上涨（元/吨）	62
图表 123	本周硅化工板块价格分位数 15%，价差分位数 18%.....	64
图表 124	本周硅化工库存天数分位数 51%，开工率指数 49%.....	64
图表 125	本周金属硅价格不变（元/吨）	64
图表 126	本周有机硅 DMC 价格上涨（元/吨）	64
图表 127	本周普通级三氯氢硅价格不变（元/吨）	64
图表 128	本周沉淀法白炭黑价格不变（元/吨）	64
图表 129	本周 PBAT 价格持平（元/吨）	66
图表 130	本周 BOPP-18 μ 价格环比持平（元/吨）	66
图表 131	本周 PC/ABS 价格环比下滑（元/吨）	66
图表 132	本周 LDPE 价格环比提升（元/吨）	66
图表 133	本周食品及饲料添加剂价格分位数 17%.....	69
图表 134	本周食品及饲料添加剂库存分位数 38%.....	69
图表 135	蛋氨酸本周价格环比持平（元/千克）	69
图表 136	VD ₃ 本周价格环比持平（元/千克）	69
图表 137	VA 本周价格环比上涨（元/千克）	69
图表 138	VE 本周价格环比上涨（元/千克）	69

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

一、投资策略

本周华创化工行业指数 83.94，环比+1.07%，同比-9.02%；行业价格百分位为过去 10 年的 25.95%，环比+0.46%；行业价差百分位为过去 10 年的 1.96%，环比+0.12%；行业库存百分位为过去 5 年的 84.67%，环比+0.71%；行业开工率为 65.85%，环比+0.19%。本周价差涨幅居前的品种有：聚丙烯价差(+14.3%)、二甲醚(+13.9%)、PVDF(+13.3%)、PVC-电石法(+12.0%)、烯烃(+10.9%)；本周价差跌幅居前的品种有：草甘膦(-210.6%)、顺酐价差(-101.4%)、涤纶 FDY 现金流(-58.7%)、涤纶 POY 现金流(-33.3%)、MTBE 价差(-19.0%)；本周库存分位最低的五大品种：磷酸铁(0.3%)、聚四氟乙烯(0.6%)、丙烯腈(0.8%)、毒死蜱(2.7%)、顺酐(6.8%)；本周库存分位跌幅居前的品种有：钛精矿(-11.6%)、辛醇(-11.0%)、环氧丙烷(-10.3%)、黄磷(-7.2%)、丁二烯(-6.9%)；本周开工率最高的五大品种：辛醇(115.9%)、百菌清(107.6%)、石脑油(107.0%)、丁醇(94.0%)、粘胶长丝(92.0%)；本周开工率提升居前的品种有：百草枯(+15.1pct)、磷酸氢钙(+11.9pct)、锦纶长丝(+11.0pct)、涤纶长丝(+7.0pct)、复合肥(+7.0pct)。

联合减产叠加旺季将至，有机硅涨价有望即刻开启。根据百川盈孚消息，近日有机硅厂家初步计划将部分有机硅产品价格提升 500-800 元/吨，另各家企业在当前开工产能基础上降负 20%左右。考虑到硅料行业联合减产“珠玉在前”，以及国务院最新的对于企业“反内卷”的政策指引，此次减负有望达成一致。当前有机硅行业库存处于中位数水平，叠加金三银四需求旺季即将到来，如果降负达成一致，有机硅涨价弹性可期。此外，中期来看，本轮新产能已经投放完毕，25 年行业无新增产能，而需求端增长强劲，行业格局有望优化。建议关注：合盛硅业、东岳硅材、新安股份、兴发集团、东岳集团。

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与稳定之间调整平衡，当下的新疆正处在高质量发展的重要战略机遇期。新疆煤化工的发展和美国的页岩气都有类似之处，即需要国家进行长周期的底层技术和基础设施的投资，最终克服能源对外依赖。近年来，随着疆煤外运铁路的扩容，国家管网集团的成立和西气东输管道的落成，疆电外送超高压管廊的铺设，以及后续液体管输的落地，新疆煤、煤制气、煤制油、甚至煤制甲醇，即将开始流向全国，这是中国版的“能源独立计划”，远期展望此举不仅有望降低中国的能源进口依赖，也将系统性降低中国的能源和制造业成本。而我们近期观察到新疆相关项目核准、动工的加速，有望成为催化剂推动新疆板块的，尤其是煤化工投资相关标的。建议关注：1) 在新疆进行项目投资，包括在新疆有煤矿和进行转化的能源化工公司：宝丰能源、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。24 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。

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）。

高油价预期下盈利有保障，三桶油估值重塑：1) 油价预期高位，增储上产保障盈利。近年，全球油气行业资本开支在高油价下仍无大幅增长，原油供给增长有限，分地区来看，美国页岩油产量增速下行，以俄罗斯、沙特为主的 OPEC+ 国家已开启新一轮减产计划，在需求复苏的预期下，2024 油价将有望延续高位，能源安全背景下，能源供给有望向国企集中，三桶油积极推进增储上产，有望享受高油价带来的丰厚盈利。2) **炼能严控有望提振开工，减油增化持续改善盈利。**2022 年国内炼能为 9.8 亿吨，根据国家碳达峰行动方案，2025 年将控制在 10 亿吨以内，配额限制，未来地方炼厂产能或加速退出，中石

油、中石化开工率有望提振，此外，中石油、中石化持续推进油转化、油转特，延伸布局新材料，盈利环节将不断增加。3) **国企改革重塑估值，高股息回报股东。**目前，中石油、中石化和中海油 PB 值远低于海外能源巨头的 1.5-2.5x 区间，在此背景下，国资委开启对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署，伴随行业政策的支持下，三桶油估值有望回归理性水平。**建议关注：中国石油、中国石化、中国海油。**

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

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

风险提示：安全事故影响开工；技术路线快速迭代；逆全球化背景下的产业脱钩。

二、主要化工品价格及价差变化

本周华创化工行业指数 **83.94**，环比+1.07%，同比-9.02%；行业价格百分位为过去 10 年的 25.95%，环比+0.46%；行业价差百分位为过去 10 年的 1.96%，环比+0.12%；行业库存百分位为过去 5 年的 84.67%，环比+0.71%；行业开工率为 65.85%，环比+0.19%。

图表 1 本周华创化工行业指数 83.94，环比+1.07%，同比-9.02%



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 1.96%，环比+0.12%



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

图表 3 细分行业价格百分位一览

日期	行业平均-标准化百分位	行业平均-加权	石油化工	煤化工	聚氨酯	化纤	氯碱	磷化工	氟化工	硅化工	化肥	钛白粉	农药	食品及饲料添加剂
2025-2-15	25.95%	26.13%	34.28%	23.72%	14.53%	31.28%	11.15%	35.35%	52.54%	14.94%	31.22%	43.21%	0.00%	16.97%
2025-2-8	25.50%	25.86%	33.99%	23.18%	14.75%	30.92%	11.17%	35.03%	52.47%	14.57%	29.90%	42.45%	0.12%	17.02%
2025-2-1	25.39%	25.79%	33.61%	23.29%	14.48%	30.84%	11.34%	35.00%	52.28%	14.57%	30.00%	42.45%	0.12%	17.26%
2025-1-25	25.39%	25.79%	33.54%	23.29%	14.46%	30.89%	11.09%	35.23%	52.28%	14.57%	30.25%	42.45%	0.12%	17.26%
2025-1-18	25.65%	25.95%	34.52%	23.20%	14.34%	30.93%	10.52%	36.08%	50.79%	14.62%	31.29%	42.45%	0.15%	17.78%
2025-1-11	24.71%	25.38%	32.35%	22.87%	14.19%	29.73%	10.17%	36.13%	50.79%	14.78%	31.12%	42.45%	0.41%	17.86%
2025-1-4	24.74%	25.39%	31.16%	23.57%	14.61%	29.54%	10.49%	36.42%	50.64%	14.85%	32.02%	42.45%	0.55%	18.02%
2024-12-28	24.77%	25.41%	30.69%	23.85%	14.73%	29.35%	10.81%	36.83%	49.68%	14.92%	33.34%	42.45%	0.74%	18.02%

资料来源: Wind, 华创证券注: 橙色为当周上升, 绿色为当周下降。

图表 4 细分行业价差百分位一览

日期	行业平均-标准化百分位	行业平均-加权	石油化工	煤化工	聚氨酯	化纤	氯碱	磷化工	氟化工	硅化工	化肥	钛白粉
2025-2-15	1.96%	25.87%	28.00%	22.94%	24.14%	39.08%	20.97%	18.12%	44.77%	18.21%	24.02%	10.94%
2025-2-8	1.83%	25.83%	28.61%	22.26%	24.38%	40.02%	20.81%	18.11%	44.73%	17.64%	24.42%	8.04%
2025-2-1	1.90%	25.85%	28.94%	22.45%	23.77%	39.71%	20.42%	18.25%	44.66%	17.64%	25.18%	8.04%
2025-1-25	0.87%	25.56%	27.50%	22.48%	23.75%	40.02%	20.06%	18.46%	44.66%	17.64%	25.28%	7.12%
2025-1-18	0.14%	25.35%	26.95%	22.33%	23.18%	39.66%	19.17%	19.81%	42.84%	17.72%	27.21%	7.12%
2025-1-11	0.04%	25.32%	25.27%	23.13%	23.60%	41.36%	18.28%	20.03%	43.18%	17.76%	26.93%	7.70%
2025-1-4	0.00%	25.31%	24.49%	23.15%	23.83%	41.58%	17.83%	20.31%	43.26%	17.74%	27.85%	8.77%
2024-12-28	0.56%	25.47%	24.96%	24.05%	23.80%	41.59%	17.04%	21.00%	42.63%	17.71%	29.02%	6.88%

资料来源：Wind，华创证券注：橙色为当周上升，绿色为当周下降

图表 5 细分行业库存百分位一览

日期	行业平均-标准化百分位	行业平均-加权	石油化工	煤化工	聚氨酯	化纤	氯碱	磷化工	氟化工	硅化工	化肥	钛白粉	农药	食品及饲料添加剂
2025-2-15	84.67%	45.94%	40.55%	50.46%	36.09%	56.14%	43.19%	34.80%	50.52%	50.81%	37.10%	71.84%	62.76%	37.87%
2025-2-8	83.96%	45.74%	41.02%	50.15%	38.14%	54.60%	43.01%	34.16%	48.84%	50.18%	37.22%	72.00%	62.34%	36.66%
2025-2-1	71.84%	42.22%	36.80%	46.27%	36.63%	44.95%	38.66%	33.26%	45.99%	48.26%	34.12%	70.22%	59.95%	35.52%
2025-1-25	60.99%	39.08%	34.19%	41.31%	35.41%	40.94%	35.22%	29.74%	42.98%	48.40%	33.45%	69.27%	52.96%	28.51%
2025-1-18	60.63%	38.98%	32.05%	43.13%	35.59%	41.45%	35.60%	32.20%	42.53%	47.87%	33.92%	69.14%	48.73%	27.87%
2025-1-11	64.01%	39.95%	32.68%	45.04%	35.67%	42.83%	36.67%	34.14%	43.29%	48.67%	33.88%	70.93%	47.57%	29.79%
2025-1-4	64.99%	40.24%	32.03%	44.21%	35.50%	45.51%	36.95%	38.39%	50.08%	43.19%	32.64%	73.21%	46.29%	28.24%
2024-12-28	55.60%	37.52%	32.34%	45.03%	23.91%	47.44%	36.97%	36.10%	33.74%	42.56%	30.41%	71.90%	44.09%	25.07%

资料来源：Wind，华创证券

注 1：橙色为当周上升，绿色为当周下降。

注 2：此处实际反映 2019 年以后分位。

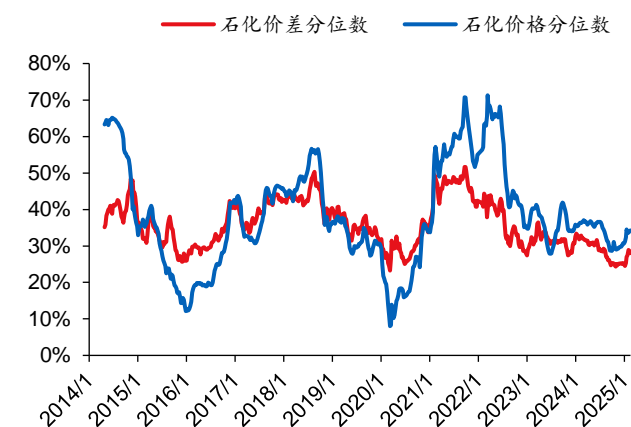
图表 6 细分行业开工率一览

日期	行业平均-标准化百分位	行业平均-加权	石油化工	煤化工	聚氨酯	化纤	氯碱	磷化工	氟化工	硅化工	化肥	钛白粉	农药	食品及饲料添加剂
2025-2-15	65.48%	65.86%	77.63%	61.34%	73.62%	78.50%	79.33%	40.79%	37.20%	49.46%	66.54%	77.50%	65.76%	67.23%
2025-2-8	54.54%	64.67%	77.57%	60.85%	73.34%	75.72%	79.59%	36.98%	36.21%	46.92%	65.65%	75.43%	61.91%	66.17%
2025-2-1	54.01%	64.61%	77.82%	60.61%	74.45%	73.19%	79.41%	38.06%	35.47%	47.36%	65.15%	75.17%	61.64%	66.92%
2025-1-25	61.68%	65.44%	78.04%	61.61%	72.94%	73.47%	79.99%	41.49%	37.87%	48.12%	65.50%	78.66%	63.90%	67.66%
2025-1-18	70.18%	66.37%	77.20%	62.28%	71.58%	77.00%	80.09%	44.04%	37.09%	49.14%	66.38%	78.56%	65.82%	74.45%
2025-1-11	70.73%	66.43%	76.39%	61.46%	71.23%	78.80%	80.28%	43.89%	35.00%	50.15%	69.28%	77.69%	67.49%	75.69%
2025-1-4	72.51%	66.63%	76.85%	61.57%	70.58%	81.04%	79.78%	44.02%	35.02%	50.84%	70.28%	77.44%	66.48%	74.79%
2024-12-28	67.19%	66.05%	75.00%	60.94%	68.91%	81.85%	78.31%	46.44%	37.34%	52.19%	64.99%	77.52%	64.96%	74.16%

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 本周动力煤价格下行 (元/吨)


资料来源: Wind, 华创证券

原油: 美国对俄罗斯及伊朗制裁, 国际油价震荡小涨。周初, 美国总统特朗普重申提高美国石油产量以降低油价的承诺, 国际油价延续上周末偏弱走势; 周中期, 美国财政部发布对伊朗航运、石油及能源公司制裁, 伊朗相应警告关闭石油运输要道, 加之 1 月初美对俄石油制裁对原油供应的实质性影响, 1 月俄罗斯石油产量下降且低于欧佩克目标, 市场对原油供应担忧情绪下国际油价反弹上涨, 涨幅受限于美国实施的新关税政策; 周后期, 美国原油库存增加, 美联储暗示今年降息步伐放缓, 叠加俄美就结束俄乌冲突进行会谈, 多重利空打压下, 国际油价回吐前几日的大部分涨幅。

动力煤: 下游维持刚需采买, 市场价格偏弱运行。产地方面: 本周主产地煤炭报价持续下行, 节后大部分煤矿陆续恢复生产, 个别煤矿暂未复工, 场内货源量逐步增加; 周内大集团外购价格下调, 加之终端企业入市积极性不佳, 复工速度缓慢, 下游维持刚需采买节奏, 厂家及贸易商出货困难, 煤矿拉运情况不佳, 交易氛围冷清; 目前市场供需双弱, 悲观情绪较浓, 场内利好消息不足, 煤炭市场价格承压下行。价格运行情况: 下游采购积极性较差, 市场整体成交偏少, 部分煤矿根据自身销售情况调整价格 5-30 元/吨。港口市场: 本周港口报价重心下移, 下游需求弱势难改, 多数以按需采购为主, 且压价采购现象严重, 贸易商出货不畅, 库存逐渐累计, 叠加大集团降价, 港口市场价格上涨动力不足。

根据我们的数据库, 本周价格涨幅居前的品种有: 丙烯酸甲酯(+6.5%)、PVDF(+5.8%)、有机硅 DMC(+5.5%)、一乙胺(+4.8%)、硫酸钾(+4.2%); 本周价格跌幅居前的品种有: 顺酐(-5.6%)、原盐(-4.1%)、MTBE(-3.0%)、2-氯烟酸(-2.9%)、4,6-二羟基嘧啶(-2.8%)

图表 9 本周价格涨跌幅居前的品种

	周度价格涨幅前 10	涨幅	本周	上周	单位		周度价格跌幅前 10	跌幅	本周	上周	单位
1	丙烯酸甲酯	6.5%	11720.0	11000.0	元/吨	1	顺酐	-5.6%	6160.0	6525.0	元/吨
2	PVDF	5.8%	55000.0	52000.0	元/吨	2	原盐	-4.1%	304.6	317.5	元/吨
3	有机硅 DMC	5.5%	13500.0	12800.0	元/吨	3	MTBE	-3.0%	5800.0	5980.0	元/吨
4	一乙胺	4.8%	0.8	0.7	万元/吨	4	2-氯烟酸	-2.9%	10.0	10.3	万元/吨
5	硫酸钾	4.2%	3360.0	3225.0	元/吨	5	4,6-二羟基嘧啶	-2.8%	5.3	5.5	万元/吨
6	呋虫胺	4.2%	12.5	12.0	万元/吨	6	山西主焦煤	-2.6%	1197.4	1229.0	元/吨
7	煤焦油	3.4%	3866.0	3737.5	元/吨	7	乙基氯化物	-2.5%	2.0	2.0	万元/吨

8	C4	3.4%	5607.1	5421.4	元/吨	8	丙烯腈	-2.0%	11690.0	11925.0	元/吨
9	合成氨	3.3%	2290.0	2217.1	元/吨	9	丙烷	-1.9%	626.2	638.6	美元/吨
10	三氯吡啶醇钠	3.3%	3.2	3.1	万元/吨	10	亚磷酸三甲酯	-1.9%	2.6	2.6	万元/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:

丙烯酸甲酯 (+6.5%):本周丙烯酸甲酯市场均价为 **11720.0 元/吨,环比+6.5%**。本周东北检修的 MMA 装置恢复运行,国内 MMA 供应量增加,下游需求陆续返市,周前期厂商稳价操作,交投跟进不足;周后期需求面持续低迷,厂商走货不畅下心态松动,报盘下移,商谈重心回落。需求方面,下游开工率提升,但面对高价 MMA 跟进意向有限,多消耗合约及原料库存为主。

PVDF (+5.8%):本周 PVDF 市场均价为 **55000.0 元/吨,环比+5.8%**。本周 PVDF 市场维稳运行,行业开工率维持高位,市场供应充足,部分厂家库存压力较大,上下游刚需交投为主。下游锂电储能需求难有大幅增量,供需错配局面延续,市场维持平静观望态势,现原料市场利好支撑强劲,涂料市场涨幅明显,价格稳步回升,行业信心重振, PVDF 市场生机重现,后续有望延续向好态势。

有机硅 DMC (+5.5%):本周有机硅 DMC 市场均价为 **13500.0 元/吨,环比+5.5%**。本周有机硅市场大幅拉涨,多家企业提高报价,下游企业在买涨不买跌的情绪加持下积极下单,整个有机硅市场逐渐进入良性循环。本周 16 家有机硅单体企业国内总体开工率在 77%左右,鲁西化工、浙江中天等多家企业维持降负生产状态,湖北兴发检修装置恢复正常,企业开工情况恢复开二停一状态,星火局部检修仍在继续。

跌幅居前的产品基本面分析如下:

顺酐 (-5.6%):本周顺酐市场均价为 **6160.0 元/吨,环比-5.6%**。供应方面,截至 2 月 13 日全国顺酐装置周开工率 42.23%,周产量约 2.56 万吨,华东大厂下周计划重启,其余顺酐工厂生产逐步恢复,供应较复工初期有增。需求方面,原料面走势多偏弱,成本面支撑指引暂不明确,节后树脂工厂多稳价为主,下游需求仍处恢复中,市场交投节奏较为缓慢,预计短期 UPR 市场盘整运行。

原盐 (-4.1%):本周原盐市场均价为 **304.6 元/吨,环比-4.1%**。供应方面:井矿盐方面,目前仅四川地区个别装置检修中,整体市场供应水平充足;海盐方面企业持续库存出货,部分盐企库存告罄,整体市场供应水平逐渐减少;湖盐方面各盐企多产销平衡,总体上工业盐供应水平较上周相比略有减少;需求方面:浙江、福建、广西地区个别企业检修装置本周已恢复生产,云南、浙江、广西地区均有氯碱装置停车检修,河南地区纯碱装置停车检修,总体工业盐市场需求量大体稳定;库存方面:井矿盐方面矿盐装置负荷运行正常,企业出货积极,企业库存较上周相比略有减少;海盐方面,海盐企业持续消耗库存供货,海盐库存水平减少,本周工业盐整体库存量减少。

MTBE (-3.0%):本周 MTBE 市场均价为 **5800.0 元/吨,环比-3.0%**。供应方面:德宝路、中浩建、诚恒化工、茂名实华等装置仍处于停车中,本周盛荣化工装置复工,其他炼厂正常生产,国内 MTBE 市场供应量与上周相比有所增加。需求方面:本周 MTBE 市场需求整体偏弱,周前期原油收盘涨跌互现,加之年后初复工,下游市场需求回落,且年前已备货完成,MTBE 资源供过于求。周后期原油收盘跌后回落,成本面利空因素主导,叠加场内多刚需交投,MTBE 市场氛围稍显冷清。成本方面:本周消息面支撑力度增强,国际原油价格先跌后涨,MTBE 上游产品甲醇价格涨后回落,综合来看,MTBE 原料成

本面支撑作用与上周相比有所增加。库存方面：本周出货情况先劣后优，前期年后返工下游需求难提，加之市场上 MTBE 资源供应较为充足，因此价格走跌。后期虽成本面存有利好支撑，但汽油市场交投氛围平静，MTBE 需求不大，整体出货频率与上周相比降低，MTBE 库存水平较上周提高。

根据我们的数据库，本周价差涨幅居前的品种有：聚丙烯价差(+14.3%)、二甲醚(+13.9%)、PVDF(+13.3%)、PVC-电石法(+12.0%)、烯烃(+10.9%)；本周价差跌幅居前的品种有：草甘膦(-210.6%)、顺酐价差(-101.4%)、涤纶 FDY 现金流(-58.7%)、涤纶 POY 现金流(-33.3%)、MTBE 价差(-19.0%)。

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	聚丙烯价差	14.3%	800	700	元/吨	1	草甘膦	-210.6%	82	-74	元/吨
2	二甲醚	13.9%	-153	-178	元/吨	2	顺酐价差	-101.4%	-8	561	元/吨
3	PVDF	13.3%	25516	22516	元/吨	3	涤纶 FDY 现金流	-58.7%	49	118	元/吨
4	PVC-电石法	12.0%	479	428	元/吨	4	涤纶 POY 现金流	-33.3%	129	193	元/吨
5	烯烃	10.9%	623	562	元/吨	5	MTBE 价差	-19.0%	1246	1539	元/吨
6	有机硅 DMC	9.7%	7915	7215	元/吨	6	PA6	-17.2%	1500	1813	元/吨
7	磷酸氢钙	9.1%	722	662	元/吨	7	PET	-14.9%	510	599	元/吨
8	腈纶短纤	8.6%	4028	3710	元/吨	8	磷酸一铵	-9.2%	203	224	元/吨
9	石脑油价差	8.2%	146	135	美元/吨	9	丁酮价差	-9.0%	2323	2554	元/吨
10	合成氨	7.9%	1000	927	元/吨	10	硬泡聚醚价差	-8.0%	972	1056	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：磷酸铁(0.3%)、聚四氟乙烯(0.6%)、丙烯腈(0.8%)、毒死蜱(2.7%)、顺酐(6.8%)；本周库存分位跌幅居前的品种有：钛精矿(-11.6%)、辛醇(-11.0%)、环氧丙烷(-10.3%)、黄磷(-7.2%)、丁二烯(-6.9%)。

图表 11 本周库存分位值最低/跌幅居前的品种

	周度库存分位值最小 10	分位值	本周	上周	单位		周度库存分位跌幅前 10	跌幅	本周	上周	单位
1	磷酸铁	0.3%	1.47	1.44	天	1	钛精矿	-11.6%	7.90	9.09	天
2	聚四氟乙烯	0.6%	1.78	1.60	天	2	辛醇	-11.0%	1.34	1.97	天数
3	丙烯腈	0.8%	0.38	0.37	天数	3	环氧丙烷	-10.3%	0.57	0.62	天数
4	毒死蜱	2.7%	0.94	1.28	天	4	黄磷	-7.2%	10.82	12.32	天
5	顺酐	6.8%	0.36	0.34	天数	5	丁二烯	-6.9%	0.28	0.32	天数
6	新戊二醇	7.1%	2.01	2.05	天数	6	煤焦油	-6.0%	1.64	1.75	天
7	聚合 MDI	7.5%	1.05	1.05	天数	7	氨纶	-4.2%	46.50	49.00	天
8	纯 MDI	7.7%	1.07	1.05	天数	8	腈纶	-4.2%	24.00	25.00	天
9	片碱	8.0%	2.94	2.88	天	9	甲苯	-3.5%	0.91	0.97	天数
10	氢氟酸	8.4%	3.89	3.93	天	10	粘胶短纤	-3.4%	14.50	16.00	天

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(115.9%)、百菌清(107.6%)、石脑油(107.0%)、丁醇(94.0%)、粘胶长丝(92.0%)；本周开工率提升居前的品种有：百草枯(+15.1pct)、磷酸氢钙(+11.9pct)、锦纶长丝(+11.0pct)、涤纶长丝(+7.0pct)、复合肥(+7.0pct)。

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	115.9%	115.9%	99.8%	1	百草枯	15.1%	49.6%	34.5%
2	百菌清	107.6%	107.6%	100.0%	2	磷酸氢钙	11.9%	28.4%	16.5%
3	石脑油	107.0%	107.0%	73.3%	3	锦纶长丝	11.0%	79.0%	68.0%
4	丁醇	94.0%	94.0%	85.7%	4	涤纶长丝	7.0%	90.1%	83.1%
5	粘胶长丝	92.0%	92.0%	87.5%	5	复合肥	7.0%	76.0%	69.0%
6	锦纶切片	91.5%	91.5%	82.5%	6	黄磷	6.4%	50.6%	44.2%
7	聚乙烯	90.6%	91.8%	73.1%	7	热法磷酸	5.5%	29.1%	23.7%
8	涤纶长丝	90.1%	83.1%	91.2%	8	金属硅	5.0%	52.1%	47.1%
9	新戊二醇	90.1%	88.9%	96.1%	9	软泡聚醚	4.7%	60.0%	55.3%
10	TDI	88.5%	88.1%	96.2%	10	醋酸	4.6%	84.1%	79.5%

资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

三、基础化工细分子行业跟踪

（一）行业跟踪—轮胎：原材料高位回落，海运费下降明显

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

全球供应减少，天然橡胶走势震荡上行。截至2月13日，天然橡胶市场日均价17292元/吨，较上周尾上涨367元/吨，涨幅2.17%。目前港口库存有所增加，出货压力仍存，节后下游轮胎企业多以消耗库存为主，对原材料的采买状况不佳，橡胶现货市场成交偏弱。但近期泰国北部及越南割胶即将停止，全球产胶量进入季节性减少阶段，据市场了解，橡胶树多有病情发生，加剧橡胶产量的减少，胶水价格坚挺，受人民币汇率影响，近几日盘面大涨，厂家出货多挺价。**后市预测：**天然橡胶供应方面：海外泰国及越南即将停割，国内割胶，加之橡胶树多有病情发生，产量急剧减少，全球供应预计减少，橡胶原材料价格支撑。需求方面：随着轮胎企业的复工复产，企业产出量逐渐增多，不过终端需求启动需一定时间，市场渠道走货仍需一定促销政策指引。

原料走势坚挺，炭黑市场价格上调。本周炭黑市场价格走势偏强运行，市场仍存更高位推涨意向，N330主流商谈价格暂时参考6600-7200元/吨，高位报盘有存，但实际高位成交目前有限，市场均价与上周相比上调200元/吨。本周期内原料市场上涨明显，煤焦油招标结果表现强势，蒽油、乙烯焦油等亦呈现不同程度上探，炭黑成本端拉动较为明显。当前下游需求也在陆续恢复当中。虽然目前小单补库，价格表现较好，但长约仍待商谈。目前商家报盘上涨，挺价意愿较为强烈，市场博弈氛围浓。综合来看，炭黑市场价格走势偏强调整为主。**供应方面：**本周炭黑行业开工延续上调，个别前期检修企业恢复生产，零星提产，大部分维持平稳。具体来看，华东、西南开工均有上调，华北个别窄幅下调。**后市预测：**根据分析，炭黑市场价格下周延续上行，N330主流商谈价格参考范围为6800-7500元/吨，场内高低位可能均存。煤焦油市场预期偏强，其他原料价格亦存上探预期，成本端支撑。后续开工延续提升，场内供应充足。下游方面正月十五后开工陆续基本恢复，场内成本端、需求端拉动，炭黑报盘持续上调，虽然更高位实际成交目前有限，但业者心态较为坚挺，综合看，炭黑市场价格走势仍存上涨预期。

近期海运费持续松动下探。据彭博数据显示，截至2月15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2887、4392、5874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3200美元/FEU、6300美元/FEU、6000美元/FEU。

本周国内半钢胎/全钢胎开工率环比大幅上行/大幅上行。本周国内半钢胎开工率为73.85%，同比/环比分别+51.92/+44.47个百分点；全钢胎开工率62.45%，同比/环比分别+59.32/+42.42个百分点。开工率的大幅上行系春节假期节后复工影响。

乘联会数据显示，2025年2月第1周（2.03-2.09）乘用车日均销量2.65万辆，当周日均销量同比-31%。据中汽协统计，2024年12月国内乘用车销量312.00万辆，环比+11.75%。2023年1-12月国内乘用车累计销量2601.40万辆，同比+10.46%。其中，12月销量环比回升至279.2万辆，较去年同期上升23.27%。商用车方面，2023年1-12月国内累计销量403.32万辆，同比+22.23%，其中12月份销量为36.40万辆，同比+25.09%。

展望2025年，成本方面，海运费已逐步回归正常中枢、预计较2024年将边际走弱；原材料天然橡胶处于供需周期拐点，虽供给波动的风险及不确定性较大，但考虑到EUDR法案的推迟及油价中枢的影响，预计原材料进一步大幅上涨概率不大，或呈震荡向上趋势。而在海运费回归的大背景下，预计轮胎企业可逐步实现成本的传导。**需求方面**，从终端需求来看，轮胎零售市场的刚性极强，尤其对于当前市占率不高、同时在逐步进行全球化布局的国产头部轮胎企业而言，一方面其仍处于产能释放阶段、订单增量可观，另一方面子利润率提升之下其抗周期能力有望随之提升。同时，我们看好2025年的国内需求较2024年有望边际提升，特别是对于全钢胎及非公路轮胎等生产资料类型的轮胎产品；外需方面，我们认为海外轮胎消费降级趋势将持续演绎，特别是频发的贸易壁垒增加了海外用户的轮胎使用成本，而国产轮胎有望凭借性价比优势持续抢占外资份额。**然而，贸易壁垒是必须要关注的重要外部因素。**2024年的资本市场虽已交易过美国对中国制造业实行贸易壁垒的相关预期，但靴子的真正落地预计将在2025年。对于轮胎产业，一方面我们看到以美国为代表的欧美国家，甚至一些发展中国家在过去已对中国的轮胎产品加征过关税；另一方面，我们也能看到中国轮胎的制造实力与日俱增，与之形成对比的是欧美轮胎制造业的衰退，故而海外市场对国产轮胎的需求粘性在持续提升。同时，国内轮胎头部企业在加速海外工厂布局，逐步实现的全球化布局有望助力相关企业实现对贸易壁垒的脱敏。虽然我们无法阻止市场对包括轮胎在内的制造业出海链的悲观预期，但我们认为国产轮胎行业的价值也会在靴子落地之时回归，“让子弹再飞一会儿”。**最后，从中长期产业逻辑出发**，我们依然坚定看好：1）国产轮胎产品的结构升级趋势，其中最为看好巨胎和大尺寸半钢胎的市场及盈利前景，产品链条布局齐全、积极投入研发及产品结构升级的企业有望因此受益，实现盈利中枢的持续提升；2）国产新能源汽车渗透率提升对国产轮胎需求及品牌的拉动，以及相关企业从努力攻克及配套中高端企业和车型、提高研发及宣发费用、建设渠道销售网络等角度出发，积极推动品牌建设，国内有望诞生国际一流的轮胎品牌。

相关公司：

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

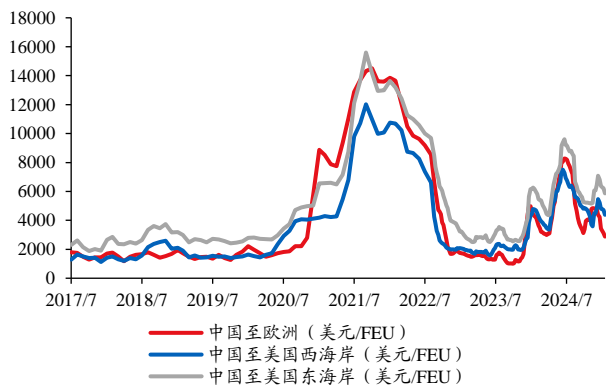
2、赛轮轮胎（601058.SH）：巨胎与“液体黄金”并进，盈利与估值共振。公司是国内轮胎行业的头部企业之一，轮胎产品畅销全球一百多个国家和地区。近两年公司盈利水平大幅提高，是国内增长最快的轮胎企业之一。**公司是国内轮胎龙头，产品布局完善，产能增量充足。**当前公司具备半钢胎产能约 6200 万条、全钢胎产能约 1500 万条、非公路轮胎产能 26 万吨，未来规划有柬埔寨二期、墨西哥、印尼、青岛董家口等项目，预计全部产能达产后公司产能将达到半钢胎 10300 万条、全钢胎 2600 万条、非公路轮胎 44.7 万吨。**公司非公路轮胎及巨胎产品具备领先身位，加速抢占外资份额。**不同于市场对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

3、森麒麟（002984.SZ）：智能制造水平领先国内，海外新增产能规模大。公司目前拥有青岛、泰国两大工厂，其中青岛工厂设计产能为 1200 万条，泰国工厂设计产能为 1600 万条半钢胎+200 万条全钢胎，近年产销率及产能利用率均维持在较高水平。**公司为行业内领先的轮胎智能制造企业，智能制造成果入选国家工信部“2018 年制造业与互联网融合发展试点示范项目”**等项目。公司智能工厂用工少、人效高、产品一次合格率高，未来完全具备在欧美发达国家建立“无人工厂”的实力。智能制造带来人效的提高、产品一致性的保障，是未来轮胎行业的发展趋势。**公司高性能轮胎产品主攻中高端市场，产品性能优势明显。**公司产品在权威测评中表现优异，同时经过了市场的检验。主攻中高端轮胎市场带来公司毛利率的提升，远超同业公司平均水平。**产能稳步释放，看好公司中长期利润及竞争力提升。**从长期看，双反税率的降低有利于实现海外工厂盈利能力的修复，公司有望凭借更加充沛的现金流来支撑长期的全球化布局，从根本上规避未来潜在的贸易风险。此外，目前公司摩洛哥 1200 万条半钢胎产能已投产运行，着力推进高端研发、持续提升智能制造水平，我们看好公司的中长期发展前景。

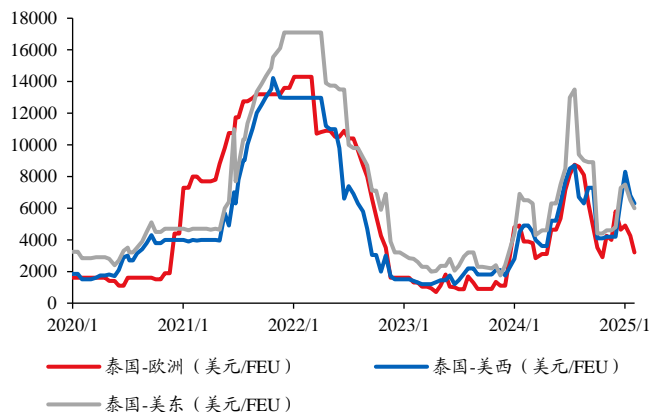
4、贵州轮胎（000589.SZ）：海外工厂投产提升资产回报率，公司管理质地优化。公司深耕商用车轮胎领域多年，产品覆盖卡客车轮胎、工程机械轮胎、农业机械轮胎、工业车辆轮胎、特种车辆轮胎五大领域共 3000 多个规格品种，产品性能领先、性价比优势突出，是全国乃至全球商用轮胎规格品种最为齐全的轮胎制造企业之一。公司现有贵阳扎佐和越南龙江两个生产基地，产能达 1028 万条。公司新增产能越南二期的 90 万条高性能全钢子午线轮胎产能于 23 年末达产，剩余 5 万条农业子午胎正在产品测试；扎佐四期第一阶段 20 万条/年非公路胎产能于 23 年 6 月试产，并于 2023 年末达产，第二阶段后续将陆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

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

图表 13 中国出口集装箱运费变化



图表 14 泰国出口集装箱运费变化



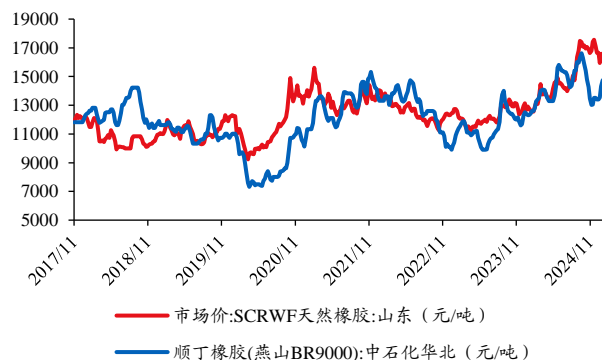
资料来源: Wind, Bloomberg, 华创证券

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+1.17%



图表 16 本周天然橡胶价格环比上升



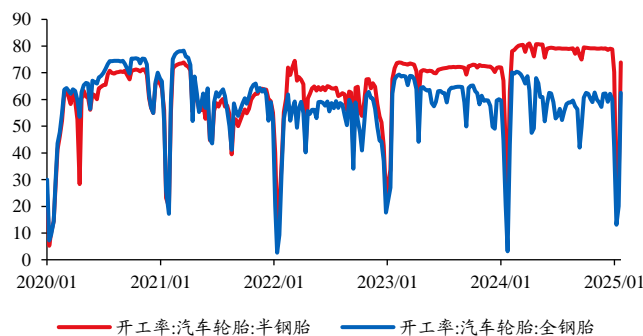
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

资料来源: Wind, 中国橡胶信息贸易网, 华创证券

图表 17 本周炭黑价格环比上行



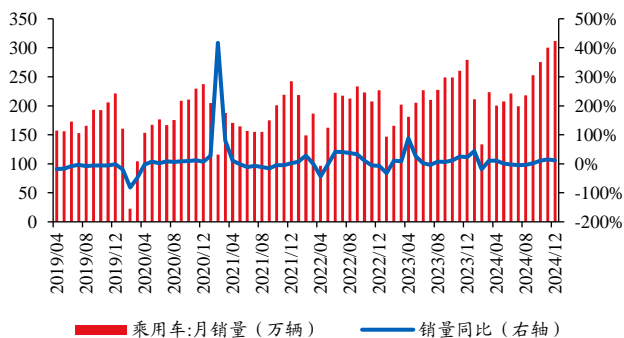
图表 18 本周国内半钢胎/全钢胎开工率环比上行/上行



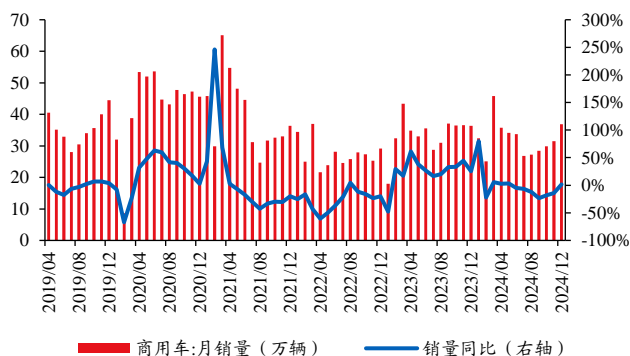
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

资料来源: Wind, 中国橡胶信息贸易网, 华创证券

图表 19 国内乘用车 12 月销量同比+11.75%



图表 20 国内商用车 12 月销量同比+1.26%



资料来源：Wind，中汽协，华创证券

资料来源：Wind，中汽协，华创证券

（二）行业跟踪—农化：近期粮价企稳，海外磷肥价格反弹

本周国内单质肥价格呈上行趋势，尿素、磷酸一铵、磷酸二铵、氯化钾分别环比+2.4%、0.0%、0.0%、+2.5%。根据 Wind 数据，截至 2 月 15 日，国内尿素市场均价 1662 元/吨，环比+2.4%，同比-25.2%；国内磷酸一铵市场均价 2988 元/吨，环比 0.0%，同比-0.6%；磷酸二铵市场均价 3306 元/吨，环比 0.0%，同比-9.9%；国内氯化钾市场均价 2630 元/吨，环比+2.5%，同比+1.2%。

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

本周农药价格指数环比下跌。本周(2025-02-15)华创能源化工农药价格指数环比上周-0.12%，报 89.59 点。其中，除草剂原药价格指数报 92.40 点，环比+0.15%；杀虫剂原药价格指数报 91.90 点，环比+0.07%；杀菌剂原药价格指数报 83.74 点，环比-0.09%；中间体指数报 90.39 点，环比-1.26%。本周草甘膦价格环比持平。本周草甘膦价格 2.34 万元/吨，环比持平。供应方面：西南、华中部分主流工厂开工不满，华东某企业维持停车状态，其余主流企业大多正常运行，市场供应良好。需求方面：需求端表现稳定，下游询单气氛良好，东南亚、欧洲、南美等地区客户询单积极，但采购谨慎，实际落地有限，需求好转有限。本周草铵膦价格环比持平。本周草铵膦价格 4.59 万元/吨，环比持平。供应方面：浙江检修企业恢复正常开工，西南某中小工厂装置负荷略微提高，华东、西北等部分中小工厂维持停车状态，其余主流企业正常运行，实时供应小幅增加。需求方面：需求表现淡稳，东南亚地区需求回暖，新单成交量较前期增加，国内市场逐渐启动，下游客户按需采购，但整体看，草铵膦市场依旧处于供强需弱的情况；据悉少量贸易商手中低价货源在市场内流通。

原料钾肥强势上涨带来支撑，本周复合肥市场走货改善。本周（2024.2.7-2024.2.13）国内复合肥市场价格稳中伴涨，主要受原料尿素及钾肥上涨带来的利好加持，部分厂家硫酸基肥报价上调 30-80 元/吨，南方市场调整居多，新单成交有限。截至今日（2 月 13 日）3*15 氯基市场均价 2320 元/吨，较上周末持平；3*15 硫基市场均价 2725 元/吨，较上周末涨幅 0.37%。45 含量硝硫基平衡肥出厂价格参考 3100-3400 元/吨，个别企业小幅上调报价。

小麦返青肥 35%CL（30-0-5）出厂参考 1350-1700 元/吨，区间窄幅整理。**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 34.13%，较上周末提升 5.12%。元宵节后，多数厂家装置恢复生产，同时运力恢复正常，春耕用肥需求陆续释放，经销商拿货积极性增加。**需求方面：**随着春耕用肥的临近，加之原料走势坚挺的局面下，本周市场交投活跃度及走货情况较上周改善较为明显，厂家前期订单走货为主，新单成交一般，经销商操作谨慎观望。

本周大豆现货价格小幅下行，玉米现货价格上行。截至 2 月 15 日，国内大豆平均现货价 3917 元/吨，周环比-0.26%；玉米平均现货价 2180 元/吨，周环比+0.75%。期货价格方面，本周 CBOT 玉米期货收盘价 491.15 美分/蒲式耳，周环比-0.1%，年同比+15.8%；CBOT 大豆收盘价 1037.60 美分/蒲式耳，周环比-2.1%，年同比-11.8%；小麦期货收盘价 581.85 美分/蒲式耳，周环比+0.8%，年同比不变。**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：**本周玉米市场供应维持紧张局面。国内多地气温利于粮源保管，加上中储粮增储支撑玉米市场，持粮主体囤粮惜售行为显著，出货量维持在低位，市场中粮源流通速率偏慢，玉米有效供应量不足。**需求方面：**饲料方面，养殖端出栏积极性总体偏高，消费需求冷清，供需继续施压，猪价向下走势，对玉米支撑作用较弱。饲料企业原料库存充足，但对优质玉米采购需求仍存，质优价高特征明显；加工方面，春节期间原料库存有所消耗，节后陆续恢复生产，加上潮粮逐步减少，为保证生产减少库存使用，采购积极性较高。**2) 大豆，供应方面：**节后市场购销较为活跃，各产区余粮比例降低，农户惜售情绪增强，贸易收购较难上量。本周黑龙江省进行 2021 年国产大豆竞价销售，数量共计 1.8 万吨，全部成交。**需求方面：**本周国产大豆需求较前期有所改善。节前下游备货量不高，导致节后出现集中补货，货源流通节奏加快。且豆粕价格走高，油厂榨利提升，对于高油大豆采购积极性提升。另外，市场预期进口大豆到港减少，进口大豆价格与国产豆价差缩窄，利好国产豆需求。预计本周国内大豆压榨量 195 万吨，周环比增加 149 万吨，较去年同期增加 192 万吨，较近三年同期均值增加 98 万吨。

展望 2025 年，对于化肥行业，1) 从宏观层面看，2024 年诸如小麦、玉米等农产品价格震荡下行，农户种植需求能否跟进预计将成为 2025 年影响市场持续性的主因。但同时，全球地缘政治不确定性仍存，同时海外粮油库存仍较紧张，农产品的刚需属性及各国提升粮食战略库存的强烈需求，预计将继续支撑农业基本面。此外，以红海地区为代表的区域地缘冲突预计仍是短期化肥及其原料市场的主要影响因素之一。化肥及其原料运费依然高位，尤其对原料进口市场存在一定影响。**2) 从具体化肥品种看：****氮肥方面，**当前国内冬储稳步推进进而企业库存已接近近 5 年来高位，而出口政策仍不清晰，同时据百川盈孚统计至 2025 年末预计尿素行业将新增约 600 万吨产能，供给端压力较大，故我们认为其价格或以区间震荡为主。后续需重点关注春肥需求拉动及出口政策的调整，以及落后工艺的产能退出进度。**磷肥方面，**2024 年磷矿石高景气支撑成本，叠加内外需均较为景气，其价格走势较强。我们预计 2025 年磷矿石价格仍将高位维持，同时考虑到行业几无新增产能且针对磷石膏等环节的环保检查日趋严格，叠加出口政策较为明确、配额执行情况好，海外用肥大国如印度、巴西的库存仍在近年来中枢水平以下，我们较为看好磷肥需求拉动+成本支撑+供给约束下，行业维持较高景气运行。**钾肥方面，**目前全球行业寡头垄断格局仍较稳定，随着 2024 年下半年以来国际市场价格陆续走低，如俄钾已再次试图通过联合限产实行挺价，故我们认为现阶段钾肥价格已基本见底。展望后市，其更加受益于全球经济作物需求的快速增长，行业虽有新增产能但供需格局仍较平衡，后续需关注老挝新增产能的释放节奏及地缘冲突演变的事件性影响。**复合肥方面，**随着国内氮肥和钾肥价格回归低位运行，原料价格的企稳运行预计将小幅增厚复合肥盈利空间，同时稳定终端复合肥采购需求，我们预计 2025 年国内复合肥企业产销将回归稳健增长。

对于农药行业，1)供给方面，2024年开始，部分品种的深度亏损已经导致了产能退出，但2025年，农药产能的投放仍在进行，氯虫苯甲酰胺、丙硫菌唑、精草铵膦等明星品种的产能建设如火如荼，预计农药行业供给的增速会有所降低。2)需求方面，海外库存对需求的压制已经基本消失，国内出口在2024年已恢复正常，考虑低粮价对种植端盈利的影响，下游在尽可能选择性价比更高的非专利药，预计2025年国内原药企业的需求将保持稳健的增长状态。3)价格方面，目前农药渠道端和用户端的周转有变快的趋势，下游采取小批量多批次的采购模式，批量化订单的缺乏导致了原药端难以根据下游的拿货节奏涨价，而种植端的低盈利状态则是涨价难以实现的核心因素，在未见种植端有盈利改善的迹象的前提下，预计2025年农药价格仍会保持低位震荡，价格波动主要表现为季节性的影响。

相关公司：

1、新洋丰（000902.SZ）：公司为国内磷复肥龙头企业，具有年产各类高浓度磷复肥逾800万吨的生产能力和320万吨低品位磷矿洗选能力，同时配套生产硫酸、合成氨、硫酸钾、硝酸等。公司具备一体化成本优势，自配180万吨磷酸一铵产能为全国第一。**复合肥景气周期上行，公司盈利能力将持续提升。**随着农产品价格将稳定上行。农户的种植收益和种植热情提升，需求驱动下化肥及复合肥行业将进入景气上行周期。公司作为行业龙头有着领先于同行的盈利能力，将进一步受益于复合肥利润空间的扩大而迎来盈利水平的持续提升。**公司上游产业链配套完善，成本优势显著。**公司磷酸一铵高度自给，同时具有磷矿石资源优势，环保压力下行业竞争格局基本已稳定并预期将持续向好。随着宜昌搬迁项目、合成氨技改项目的完成公司上游将进一步实现降本增效，巩固起自身的综合成本优势。预期合成氨新工艺扩建后将完全满足公司一年40万吨的自用需求，吨成本可节约600-700元。**产品升级+深耕服务，实现战略转型。**公司聚焦经济作物市场，深耕精细化服务，在产能扩张的同时新型复合肥占比持续提升，产品结构将向高附加值的精细化产品发展，并辅以“技术营销”等推广和服务手段，从单一的化肥制造商和销售商，向以服务为主的种植业解决方案提供商转型。

2、云图控股（002539.SZ）：公司是国内复合肥龙头企业，当前国内磷矿资源稀缺，黄磷、磷酸一铵等行业的准入及监管趋严，公司上游填平补齐，树立起较高壁垒，将受益于行业竞争格局的持续改善。当前公司子公司雷波凯瑞拥有1.8亿吨已探明的磷矿储量，目前牛牛寨东段矿山400万吨产能在建。**公司“资源+产业链”战略布局已逐步形成，我们看好公司持续强化竞争优势。**我们认为公司过去几年较高的资本开支，体现在资源端和产能端的积累，有望兑现为未来业绩的高成长性。当前公司复合肥产能已达705万吨，2023年内新增155万吨产能，并具备磷酸一铵43万吨、纯碱+氯化铵60万双吨、黄磷6万吨、硝酸钠和亚硝酸钠10万吨、磷酸铁5万吨等年产能。当前公司荆州新能源公司15万吨粉状水溶性复合肥项目+铁岭嘉施利公司30万吨复合肥项目处于在建阶段，同时雷波基地规划建设400万吨/年的磷矿采矿工程，目前正在进行矿山建设。我们看好公司持续秉承“资源+产业链”的战略布局，填平补齐复合肥、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。

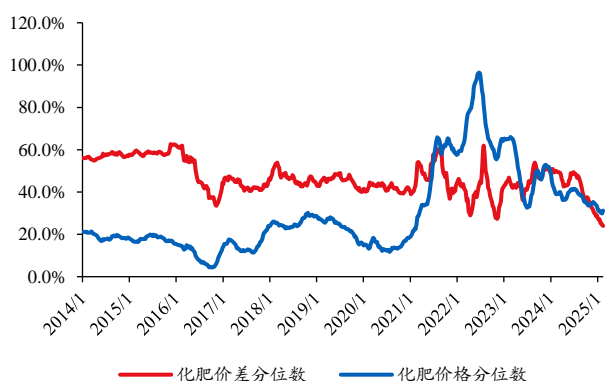
6、扬农化工（600486.SH）：公司为全球菊酯龙头企业，在草甘膦、麦草畏等原药领域也具备极强竞争力。2019 年公司完成对中化作物与沈阳农研院的收购，未来有望成为中化企业农药研发、生产及销售管理的核心平台，为两化整合下最大受益者之一。此后，中化国际、扬农集团与先正达集团签署《框架协议》，扬农集团将划归中化国际、中国中化集团门下，而公司将归属先正达集团，进而归属中国化工集团控制。先正达是全球第一大植保公司、第三大种子公司，同时也是公司菊酯、草甘膦等农化产品的长期客户。本次重大资产重组后，公司将迎来新的发展局面，有望继续发挥生产制造优势，受益于集团内部的资源整合和协同来扩展渠道和市场，承接更多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

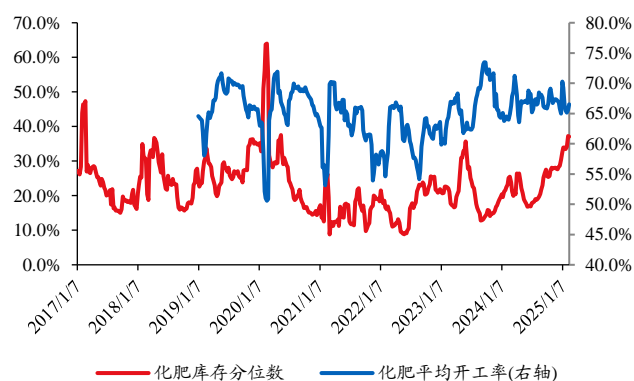
公害农产品生产推荐农药品种”名单。公司从关键生产工艺入手，加大技术开发与研究投入力度，不断提升产品质量水平和开发新产品新技术，主导产品凭借较好的产品质量和品牌形象具有较强的市场竞争力。公司未来项目储备丰富，产业链不断延伸，目前有茚虫威、噁草酮、噻嗪酮、啉菌酯等多个农药项目。

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 31.2%，价差分位数 24.0%



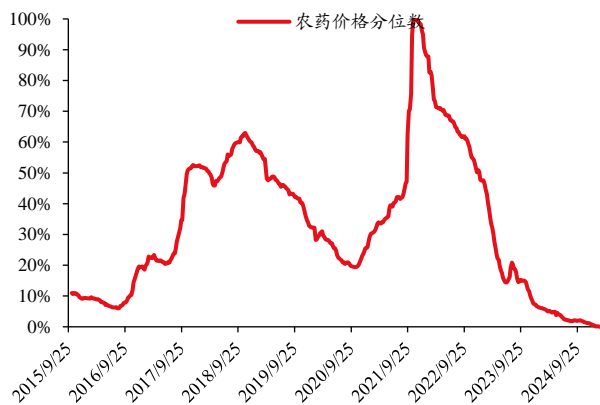
图表 22 本周化肥库存分位数 37.1%，平均开工率 66.5%



资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 23 本周农药价格分位数 0%



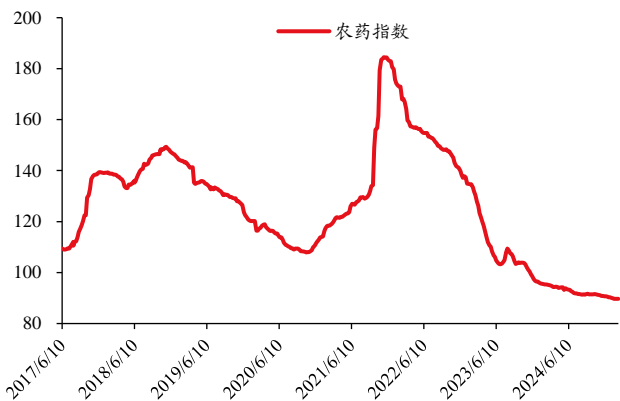
图表 24 本周农药库存分位数 63%



资料来源：Wind，中农立华，华创证券

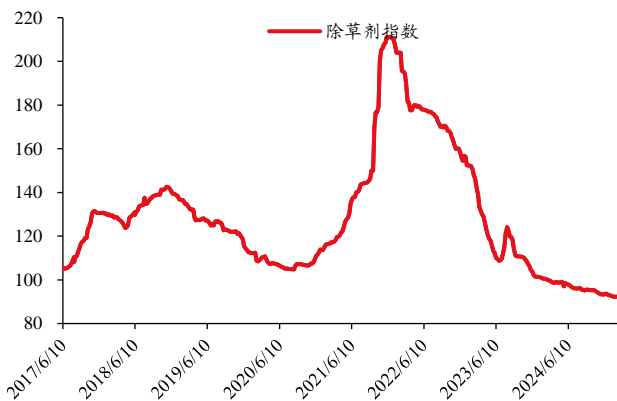
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 25 本周农药原药指数环比下跌



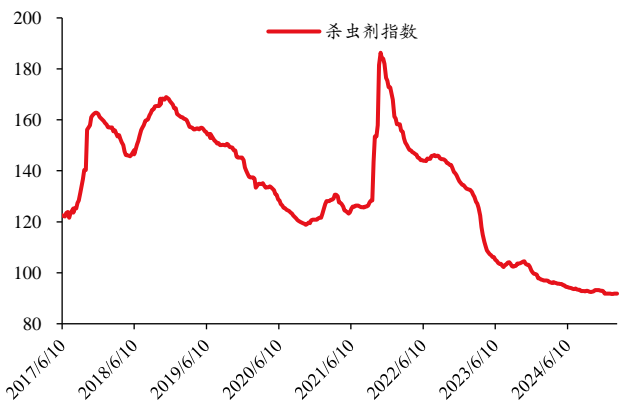
资料来源: 中农立华, 华创证券

图表 26 本周除草剂指数环比上涨



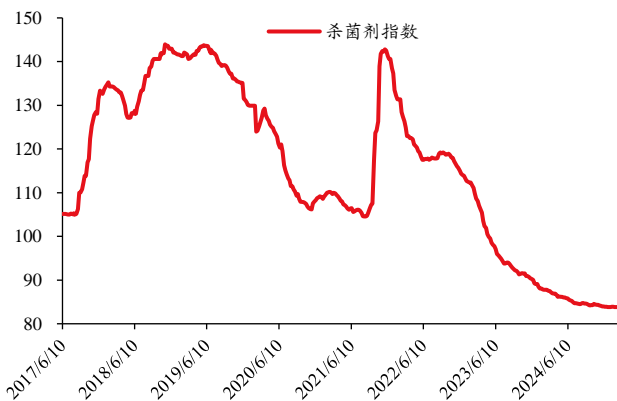
资料来源: 中农立华, 华创证券

图表 27 本周杀虫剂原药指数环比上涨



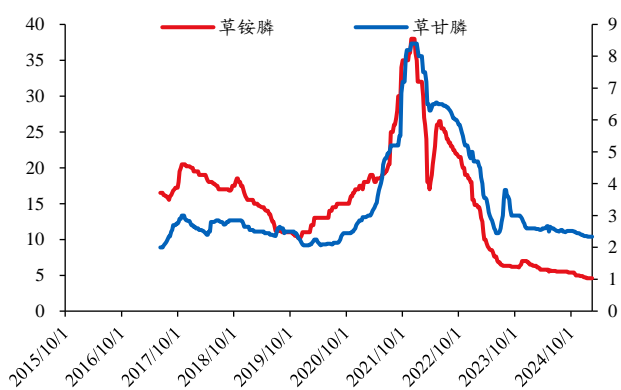
资料来源: 中农立华, 华创证券

图表 28 本周杀菌剂指数环比下跌



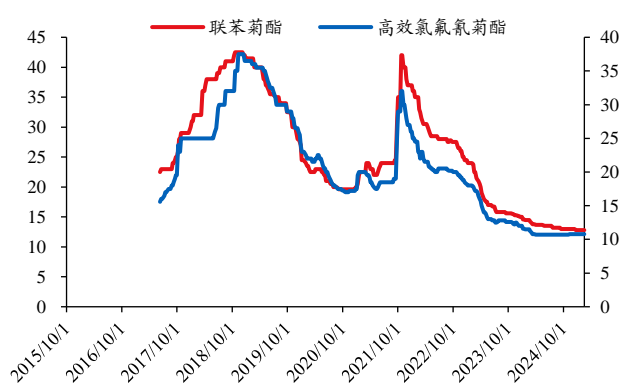
资料来源: 中农立华, 华创证券

图表 29 本周草甘膦价格环比持平 (万/吨)



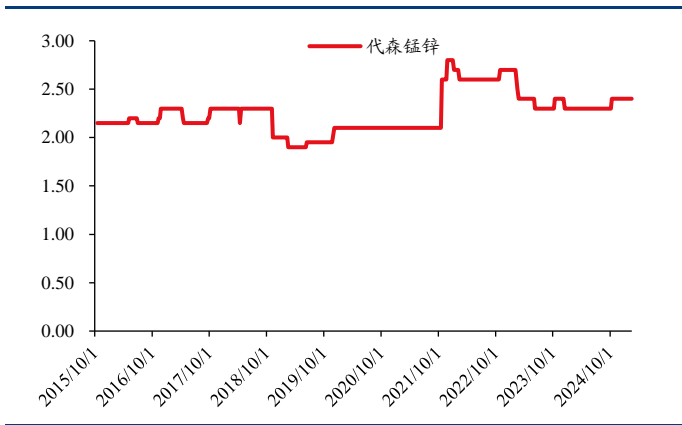
资料来源: 中农立华, 华创证券

图表 30 本周菊酯价格环比持平 (万/吨)



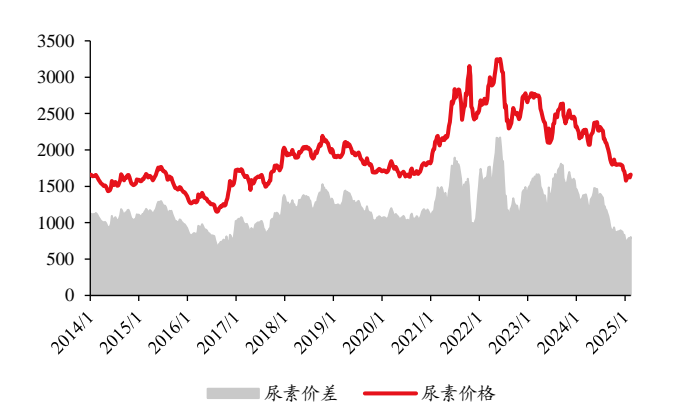
资料来源: 中农立华, 华创证券

图表 31 代森锰锌价格环比持平 (万/吨)



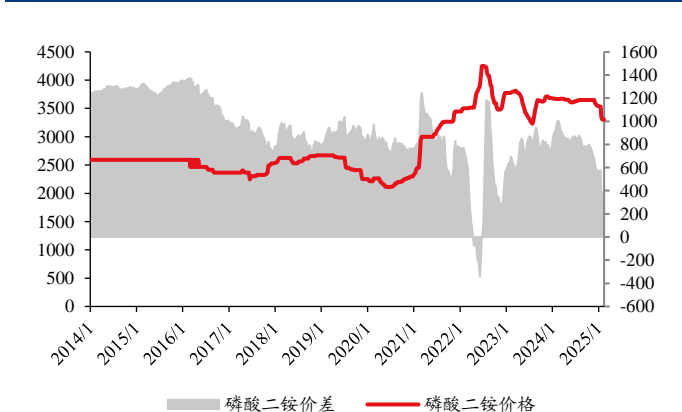
资料来源: 中农立华, 华创证券

图表 33 本周尿素价格上行 (元/吨)



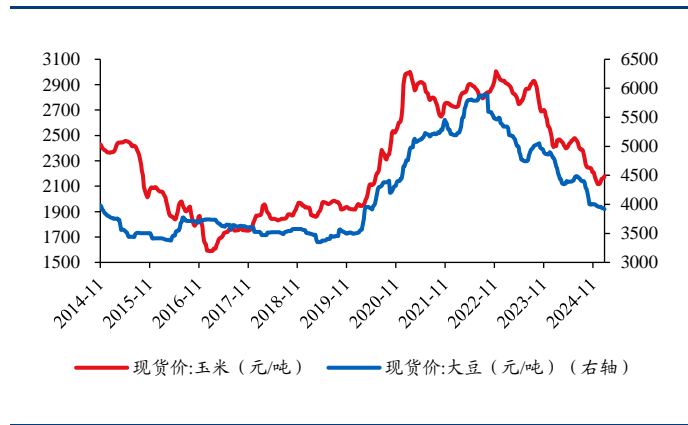
资料来源: Wind, 隆众化工, 华创证券

图表 35 本周磷酸二铵价格企稳 (元/吨)



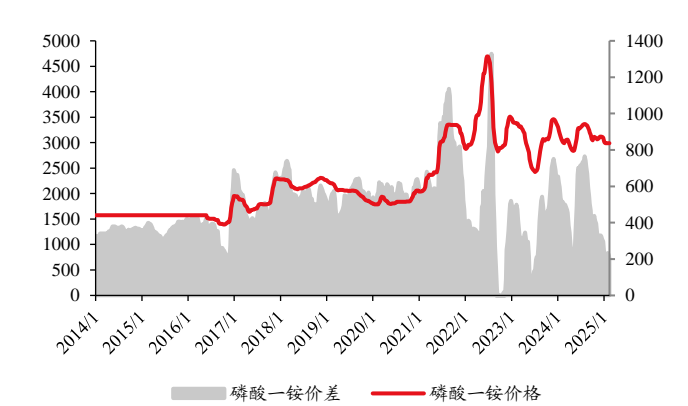
资料来源: Wind, 隆众化工, 华创证券

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



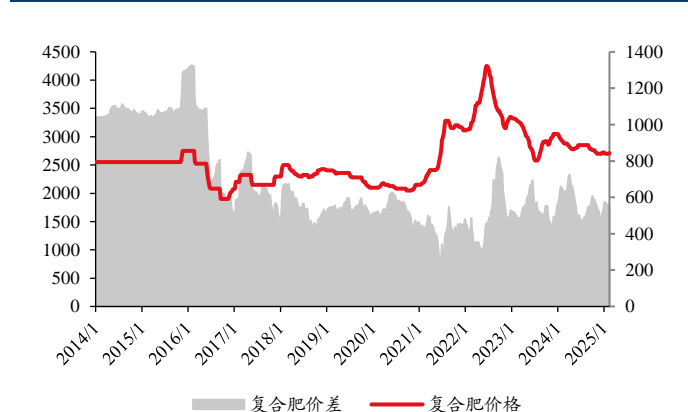
资料来源: Wind, 隆众化工, 华创证券

图表 34 本周磷酸一铵价格企稳 (元/吨)

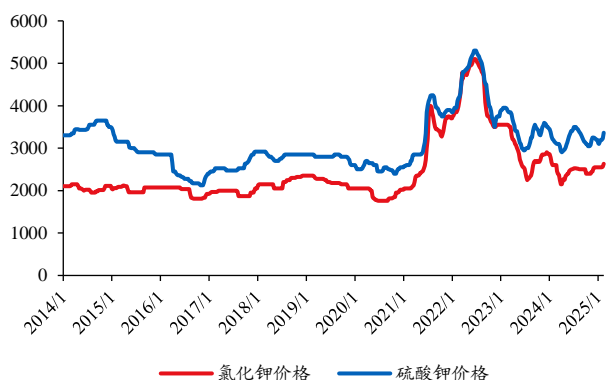


资料来源: Wind, 隆众化工, 华创证券

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 本周钾肥价格上行（元/吨）

图表 38 本周氯化铵价格小幅下行（元/吨）


资料来源：Wind，隆众化工，华创证券

资料来源：Wind，隆众化工，华创证券

（三）行业跟踪—磷化工：政策利好出台，关注磷化工行业格局变化

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

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

下游向新能源切入，与终端形成紧密绑定为发展关键。当前多家磷化工企业向下游延伸进行新能源的布局，对于磷酸铁和磷酸铁锂赛道，磷化工企业具备明显的资源及成本优

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

磷矿石市场逐步复采，下游需求偏弱呈现。本周（2025年2月7日至2025年2月13日），磷矿石市场逐步复采，下游需求偏弱呈现。30%品位的磷矿石市场均价为1018元/吨，28%品位的磷矿石市场均价为949元/吨，而25%品位的磷矿石市场均价为785元/吨，与上周同期相比，价格持平。本周北方地区33%品位磷精粉价格下调20-30元/吨。**供应方面：**在供应方面，磷矿石部分产区目前仍处于停采期，湖北主流企业预计两会结束后陆续恢复开采；云贵地区磷矿开采正常，但整体成交偏少；四川地区元宵节后逐步恢复生产；北方地区多数矿山开采正常，企业可对外接单。**需求方面：**在需求方面，磷肥厂家原料库存相对比较充足，且春节期间开工整体偏低，短期下游需求对磷矿市场支撑不足。节后市场恢复缓慢，暂无大量新成交情况，主流市场待磷都公司竞拍结束后参考定价。

黄磷价格先涨后稳，新单商谈气氛有偏弱趋势。本周（2025.02.07-2025.02.13）黄磷市场供应恢复缓慢，价格有小幅推涨现象，后期随着需求持续跟进不足，新单商谈气氛有偏弱趋势。**供给方面：**本周黄磷供应量较上周继续增加。预计2月8日-2月14日期间产量14280吨，同上一周（2月1日-2月7日）产量12460吨相比增加了14.61%。**需求方面：**本周黄磷下游企业仍以少量刚需补货为主，询单拿货积极性不高，再加上后半周黄磷价格有偏弱运行的预期，加重下游企业观望压价心态，部分采购商进一步延迟采购计划，新单成交难有增量。

热法磷酸市场供应增加，价格重心暂稳。本周（2025.2.7-2025.2.13）热法磷酸市场供应增加，价格重心暂稳。截至本周四，国内热法磷酸市场均价为6783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增加。主因本周多数春节停产企业陆续恢复生产。据百川盈孚不完全统计，预计第7周（2.8-2.14）热法磷酸产量19440吨，同上一周（2.1-2.7）相比增加了23.04%。**需求方面：**出口方面，据市场反馈，本周出口市场需求表现良好，部分企业外贸订单充足；内销市场，下游新能源行业开工良好，且热法-湿法价格接近，部分磷酸铁企业转购热法磷酸，磷酸盐市场开工恢复缓慢，对热法磷酸刚需有限。

磷酸氢钙市场签单重心上移，下游新单跟进缓慢。本周（2025.2.7-2025.2.13）磷酸氢钙市场签单重心上移，下游新单跟进缓慢。截至发稿，磷酸氢钙市场均价为2779元/吨，较上周同期相比上涨3.54%。本周硫酸上涨预期落实，磷酸氢钙厂家签单价上调，但由于当前市场价格较高，且部分客户手里尚有订单，下游对新价保持谨慎观望态度，场内新单成交推进缓慢。**供应方面：**本周磷酸氢钙市场周度产量约27050吨，环比上涨约71.75%，开工率约28.42%，较上周提高了约11.87%。本周磷酸氢钙市场开工陆续恢复，主要表现在本周云南地区2家企业装置复产，内蒙地区1家企业复产；另外，山东、广西地区1家企业计划今日复产。**需求方面：**由于当前磷酸氢钙市场价格较高，加上下游手里尚有合同，多以消化订单为主，场内新价推进缓慢，少量刚需补货跟进。

磷酸铁企业稳定开工，执行长单合约为主。本周（2025.2.7-2025.2.13）磷酸铁企业稳定开工，执行长单合约为主。截止到2月13日，磷酸铁市场均价在10500元/吨，较上周同期价格持平。当前企业按2月计划稳定生产，25年以旧换新政策延续，终端新能源汽车

市场持续发力，虽受春节假期影响，终端需求较上月小幅回落，但磷酸铁市场活跃度高位，下游对磷酸铁需求依旧旺盛。**磷酸铁供需方面：**目前大多企业已恢复正常生产状态，头部企业开工维系高位，部分企业上月检修，本月恢复正常生产，总体开工对比上月转好，供应量有所上升。二月份终端新能源汽车市场进入淡季，下游需求有所减弱，电芯厂对下游铁锂的采购小幅减量，铁锂供应量预计较上月有所下滑，部分铁锂企业下调2月排产。**磷酸铁锂供需方面：**周内企业陆续恢复生产，部分企业计划2月15日之后开工。在产企业多接单刚需生产为主。周内部分企业签下新订单，供应量有所上调，其余多持稳或下调排产。整体供应量较上周小幅增加。订单集中的头部企业装置开工率维系高位，中小企业各家情况不一。终端动力市场进入销售淡季，下游电芯厂多刚需生产，对铁锂的需求小幅减弱，部分铁锂企业跟随下调2月排产。

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。

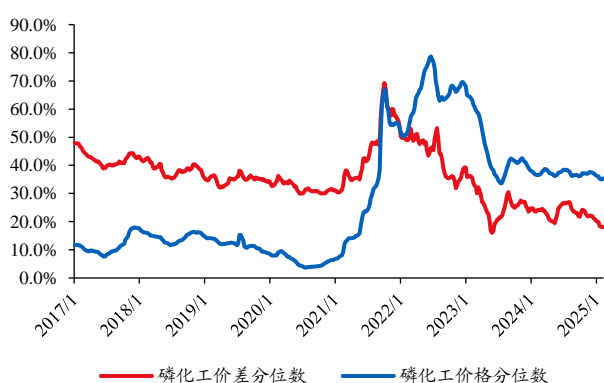
3、川发龙蟒（002312.SZ）：国内工业磷酸一铵规模最大的生产企业，也是粉状磷酸一铵国内的主要生产企业，产销量居国内前列。公司具有工业级磷酸一铵产能 40 万吨，2020 年产量约 36.5 万吨，毛利率 35%左右。公司过去的工铵销售对象主要为化肥企业生产高端水溶肥，从 2020 年起逐步开拓新能源下游客户，预期未来将实现客户结构和量的将持续突破。公司的肥料级磷酸一铵产能为 60 万吨；饲料级磷酸氢钙作为饲料品必备添加剂，业务稳定，产能 55 万吨；复合肥产能约 90 万吨，为配套生产的产品。公司上游资源储备丰富，自有磷矿产能约 115 万吨。21 年二季度公司定增引入四川发展（全资子公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

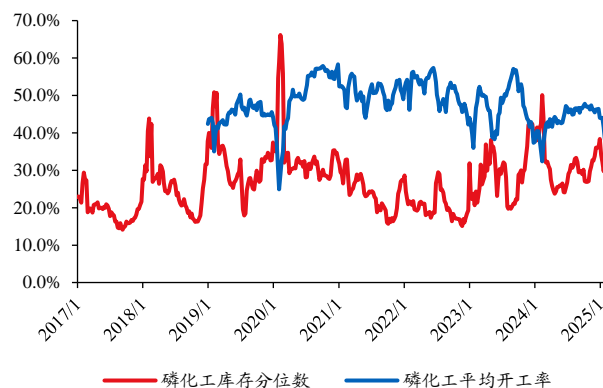
5、川恒股份（002895.SZ）：公司主营业务为磷酸及磷酸盐产品的生产销售，已形成矿山开采、磷酸盐产品生产、磷化工技术创新、伴生资源开发利用、磷石膏建筑材料等为一体的磷化工循环经济产业群。公司的资源储备充足，目前联合控制的磷矿储量为 5.3 亿吨，当前拥有 300 万吨/年品位较高的磷矿石产能，控股及参股公司在建或规划有 750 万吨/年新增磷矿产能。公司生产技术领先，使用半水法湿法磷酸工艺，生产成本低、技术壁垒高。未来公司将由传统化工产品向材料等新产品转型，主要新产品包括净化磷酸、无水氟化氢、磷酸铁等。2021 年 9 月 16 日，公司公告与福泉市人民政府签订《项目投资合作协议》，拟在福泉市投资建设“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 35.3%，价差分位数 18.1%



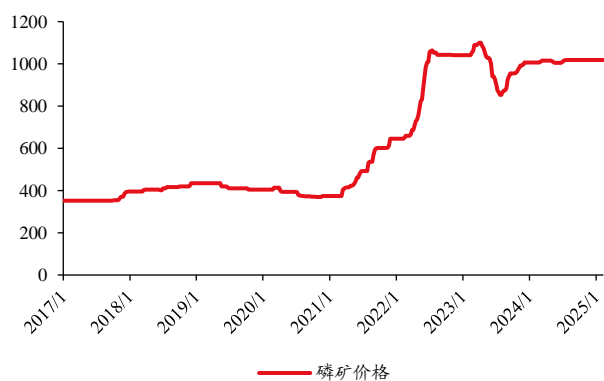
图表 40 本周磷化工库存分位数 34.8%，平均开工率 40.8%



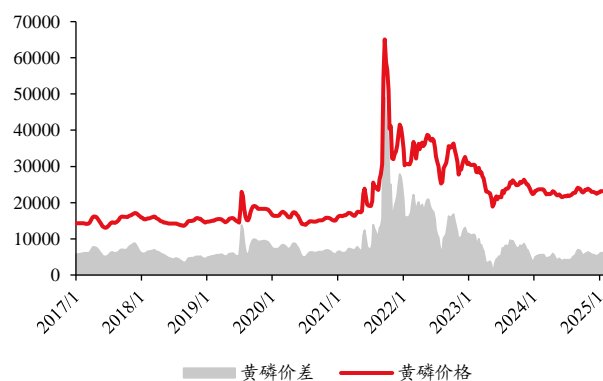
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 41 本周磷矿石价格企稳 (元/吨)



图表 42 本周黄磷市场价格上行 (元/吨)



资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

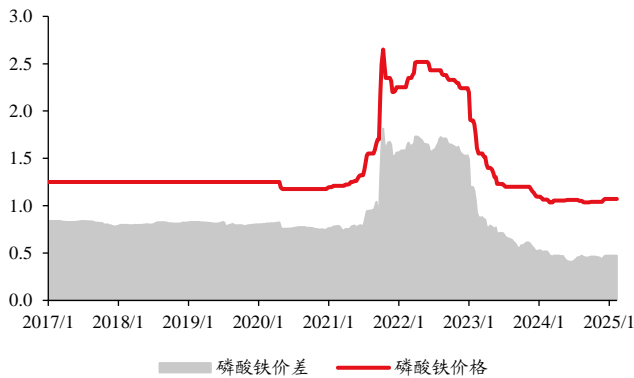
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 43 本周磷酸价格企稳 (元/吨)



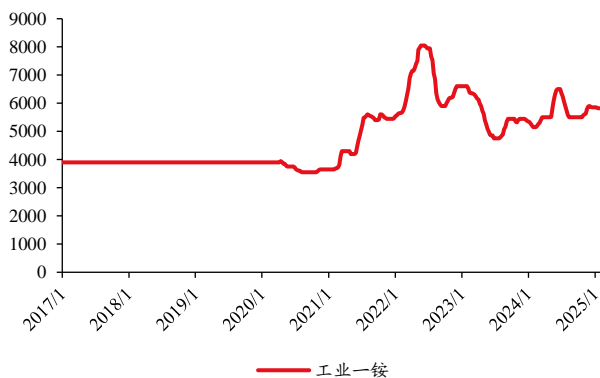
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 45 本周磷酸铁价格企稳 (万元/吨)



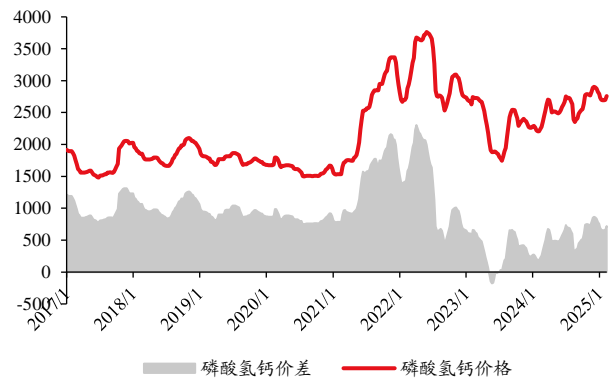
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 47 本周工业一铵价格小幅上行 (元/吨)



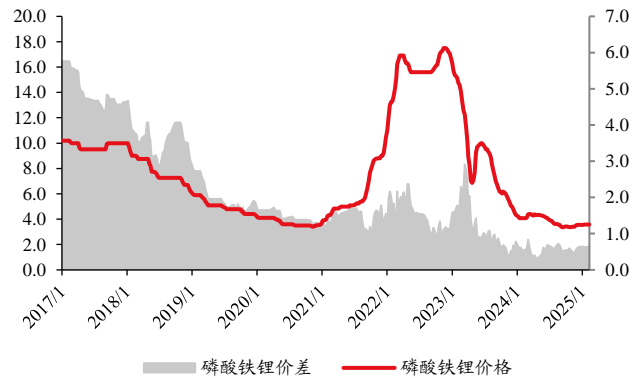
资料来源: Wind, 华创证券

图表 44 本周磷酸氢钙价格上行 (元/吨)



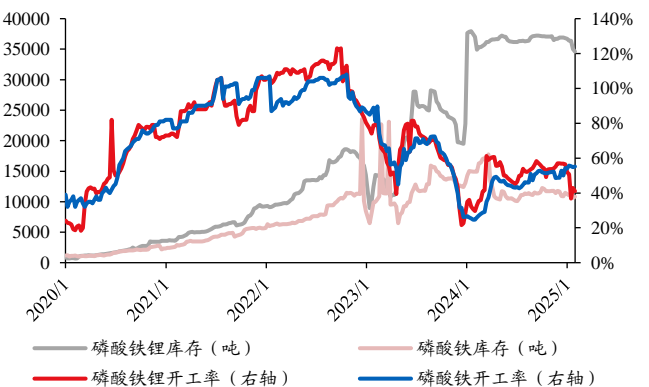
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 46 本周磷酸铁锂价格小幅下行 (万元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 48 本周磷酸铁开工率小幅上行, 磷酸铁锂开工率下行



资料来源: 百川盈孚, 华创证券

（四）行业跟踪—煤化工：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比已有装置进行效率的提升、对现有企业进行产品结构的调整来实现减排和固碳，故我们认为未来的行业发展趋势为现代煤化工对传统煤化工的替代。从国家政策定位看，发展现代煤化工是我国长期的发展战略，对煤炭资源清洁高效利用、推进国家中长期能源发展战略、达成“碳中和”目标具有非常重要的意义。同时，随着碳排放权交易的发展，高耗能行业的成本也将发生系统性提升，从而加速落后产能出清，行业将加速向龙头企业集中，强者恒强逻辑加强。碳达峰碳中和战略，表面上是对碳排放进行限制，实际上是力争通过有约束条件的发展，实现产业结构的不断优化。对于具体企业而言，一方面需不断提升自身工艺技术水平，降能减排，实现绿色化生产，减少碳排放相关成本；另一方面，需不断向下延伸产业链，提升产品附加值，降低单位产值的能耗成本。落后产能将会因高能耗高排放承担更多成本，盈利能力下降进而被迫被市场淘汰，而具有技术优势的企业不仅可以利用自身优势降低能耗，同时还可以出售自己的碳排放权，获得更多盈利。

本周尿素市场需求好转，尿素价格先跌后涨。本周市场需求好转，尿素行情先跌后涨，价格重心有所上移。截至本周四，尿素市场均价为1671元/吨，较上周上涨12元/吨，涨幅0.72%。主产区山东及两河中小颗粒主流成交价在1610-1690元/吨，较上周上涨20-50元/吨。周初由于期货走势不稳，市场信心不足，下游采购情绪较为谨慎，工厂新单成交情况不一，尿素价格涨跌互现；周中随着期货尿素价格出现明显上涨，带动尿素现货成交氛围好转，下游工农业需求持续跟进，工厂报价延续涨势。目前期货偏强运行支撑现货市场情绪，工厂报价多坚挺上行，但考虑到市场供大于求格局现状难改，加之近日国家出台了春耕化肥保供稳价措施，尿素价格反弹空间或较为有限。**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34.13%，较上周末提升5.12%。元宵节后，多数厂家装置恢复生产，同时运力恢复正常，春耕用肥需求陆续释放，经销商拿货积极性增加；本周国内三聚氰胺周产量约达2.96万吨，环比上周产量减少8.04%。2月13日国内三聚氰胺日产4110吨，较去年同期减少735吨，开工率为57.59%，较上周同期下降7.57%。本周随四川、山东、河南及湖北地区部分装置陆续检修，三聚氰胺周产量下滑明显，但市场整体供应依旧充足。本周工农业需求陆续跟进，尿素需求提升。后市预测：供应端，下周山东及四川均有装置计划检修，而同时海南、新疆、河南个别装置或将复产，尿素市场供应量或窄幅增加，日产量约在19.5-20万吨左右波动；需求端，随着春耕即将到来，农业需求陆续跟进，下游复合肥及板材企业陆续复工，对尿素采购有明显增量，尿素需求存继续增加预期。成本端，煤炭及天然气价格窄幅震荡，成本端变化较为有限。综合来看，短期内期货上行利好市场情绪，尿素企业成交好转，挺价意愿较强，而考虑到尿素市场供过于求格局依旧凸显，加之国家保供稳价措施出台，尿素市场上涨空间或将得到抑制。预计山东及两河中小颗粒主流成交在1610-1730元/吨。需继续关注期货

价格走势对现货市场情绪的影响。

装置检修情况增多，合成氨市场价格顺势上调。截止到本周四，合成氨市场均价为 2281 元/吨，较上周四均价上涨 60 元/吨，涨幅 2.7%，主产区价格区间在 2100-2450 元/吨。合成氨市场供需氛围好转，节后厂家陆续排库完成，出货及库存压力多不大，且受陕西、宁夏、河南、山东及两湖等地减量支撑，合成氨价格联动上调，但随着各地价格持续挺涨，下游抵触情绪渐生，场内观望情绪不减。**供应方面：**百川盈孚统计，第 7 周商品氨量 24.5 万吨左右，环比减少 3.3%。西北地区供应缩减，陕西龙门装置减量，陕化外采液氨，宁夏润丰装置 2.11 停车检修；华东局部减量，山东日月装置 2.11 临时短停，今日已恢复外销，安徽、福建等地供应多显宽松；华中地区供应缩减，河南晋开装置 2.10 装置短停，目前已恢复正常生产；湖北和远装置 2.6 停车检修，预计本周末恢复，湖南金牛装置 2.10 停车检修，2.12 已点火恢复，预计明日恢复出货；川渝市场供应恢复，达州玖源装置 2.10 点火恢复，预计近日恢复出货，四川玉龙、重庆建峰自用为主，液氨暂无外销；云贵水富云天化适量出氨。**需求方面：**化肥方面，尿素市场交投氛围尚可，本周价格上行为主，对合成氨市场支撑有限；磷复肥行业大稳小动，行业开工持续小幅提升，对原料合成氨需求有待提升。化工方面：己内酰胺延续涨势，丙烯腈市场价格走弱，行业开工持续回升，对原料合成氨按需采购为主。**后市预测：**合成氨市场窄幅震荡，价格灵活涨跌。供应方面，山西华鑫下游硝酸装置下周有检修计划，液氨外销预计增量；陕西、山东等地均有部分装置月底存检修计划；湖北和远、湖南金牛等装置多预计于本周末恢复，合成氨市场各地装置检修重启交替运行，但场内整体货源未见明显缺口，供应端支撑或有限。需求方面，随着春耕用肥的临近，化肥市场交投活跃度预计持续提升，磷复肥市场行情向好，行业开工预计持续提升；化工方面，己内酰胺市场预计延续上行趋势，丙烯腈市场走势或偏弱，行业开工预计窄幅波动，对原料合成氨多维持刚需采购。综合来看，合成氨市场基本面利好支撑有限，局部供应端虽短时利好仍存，但随着前期价格持续回涨，下游抵触情绪渐生，且下游化肥行业需求提升缓慢，场内供需博弈现象持续，厂家多根据自身出货情况灵活调价。预计下周合成氨市场窄幅震荡，合成氨主产区出厂参考 2100-2500 元/吨。需关注上下游装置波动、下游拿货情绪变化等。

甲醇市场价格走高后回落，下游采买积极性一般。本周甲醇市场均价由 2157 元/吨涨至 2172 元/吨，上调 15 元/吨，涨幅 0.70%。西北地区甲醇市场价格上涨，调整幅度在 10-90 元/吨左右；山东地区甲醇市场价格涨跌均有，幅度在 20-130 元/吨左右；华中地区甲醇市场价格走势下行，调整幅度在 5-40 元/吨左右；西南地区甲醇市场价格有涨有跌，调整幅度在 20-80 元/吨左右；华北地区甲醇市场价格走势下行，调整幅度在 15-90 元/吨左右。港口方面，近期甲醇期货主力盘面走势偏强，甲醇港口市场价格随盘调整，调整幅度在 5-30 元/吨左右。

市场供需面转好，DMF 价格逐步探涨。本周 DMF 业者入市采买积极性转好，与此同时部分厂家存集港操作，需求端有所释放，DMF 库存压力得到有效缓解，局部低价零星探涨。目前山东主流价格参考 4080-4100 元/吨左右现汇，全国市场承兑送到均价在 4275 元/吨上下浮动，较上周价格上调 150 元/吨，涨幅 3.64%。周初甲醇市场虽呈上探趋势，但下游原料储备充裕，且期货市场指向偏空业者心态理性回落，甲醇价格涨后回落。周内传统下游恢复进程偏缓，业者多逢低刚需入市，部分山东厂家仍以排库为主，价格多在位整理，然周内主力下游烯烃存外采操作，局部交投氛围较为活跃，与此同时部分甲醇装置存停车操作，利好消息提振下西北价格略有回涨，但近日期货市场走势不佳，业者心态理性回落，局部价格松动下滑，厂家多根据自身出货情况灵活调整。另一原料合成氨价格涨势逐步趋缓，随着各地运输逐步恢复，市场整体联动性增强，节后厂家排库较为顺畅，北方低价持续探涨，华中地区受下游适量补货支撑，厂家暂无库存压力下价格

随市上行，近日场内供应虽有缩减，但山西及河北供应端相对充裕，且下游需求回升缓慢，业者多维持刚需入市，对高价合成氨跟进能力有限，因此涨势逐步趋缓。目前山东DMF产能偏大，而山东甲醇价格走势偏弱，合成氨价格虽呈上行趋势，但利好不足以带动原料端价格上行，因此原料端市场仍呈弱势，DMF成本端价格窄幅缩紧。周内虽有个别停车装置恢复，但涉及产能不大，加之部分装置存停车操作，相互对冲下市场供应端压力有所缓解，受此利好消息带动，业者入市采买积极性偏高，且部分厂家存集港操作，DMF厂家库存压力得到有效缓解，局部低价持续推涨。市场价格参考：华东地区江苏市场主流价格参考4080-4100元/吨左右承兑送到，浙江市场主流价格在4100-4520元/吨左右承兑送到；华南DMF含税国产货商谈4250-4600元/吨附近；华北DMF含税国产货商谈3950-4250元/吨附近（承兑送到）。

北方地区供应压力较大，醋酸价格震荡下行。本周醋酸均价较上周小幅下探，截至本周四国内醋酸市场均价为2754元/吨，较上周同期市场均价相比下探13元/吨，跌幅约0.47%。本周醋酸市场供应端支撑存在差异化，各地区价格走势不一，北方市场由于节中库存累积明显，叠加河北新装置稳定出货冲击周边市场，故北方地区醋酸价格在供应端利空牵制下连续小跌，周度中期华东地区受此影响出货受阻，被迫下调价，西北地区库存一直无压力整周价格无变动。临近周末，市场新增供应端装置检修的利好消息，然业者心态不一，北方主流厂家报盘价格涨跌均有。**供应方面：**本周醋酸整体开工较上周上调4.60%，为84.12%。本周醋酸产量约为230356吨，较上周环比上探5.78%。装置情况：临近周末广西地区主流厂家装置检修，华中地区主流厂家装置周中中期不定开工负荷偏低，其余厂家开工保持稳定运行。**需求方面：**百川盈孚统计醋酸下游占比较高的8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56.50%，较上周同期上调7.82%。春节假期第二周，醋酸终端主流产品装置恢复进程较为明显，但由于节前厂家有所备货，目前让有部分库存可消耗，故对于醋酸市场利好支撑有限。

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。**从产业周期角度，我们看好于新疆发展煤化工的前景。**依托一带一路战略，新疆是中国向西发展的桥头堡，其重心从维稳转向经济发展后，针对新疆的开发势在必行。基于能源安全保障战略，中国必须依托自身资源禀赋以煤炭对原油和天然气进行进口替代，新疆从煤炭储备基地转为保供基地后其煤炭开采和利用将成为大趋势。新疆煤炭的产量预计将在十五五前实现大幅增长，并主要通过疆煤外运、疆电外送以及煤化工就地转化三种方式进行。当前，新疆发展煤化工底层基础逐渐完备：1)西气东输三、四线建成解决煤制气并网东送困难；2)针对新疆煤炭高碱高氯特性气化技术实现突破；3)全球首个应用二代技术直接液化煤制油项目在新疆开工建设。**我们看好新疆煤化工将迎来大规模投资建设，依托新疆优质煤炭资源、逐渐完备基础设施和工艺技术，新疆新型煤化工有望开启“黄金时代”。**

相关公司：

1、宝丰能源（600989.SH）公司主营烯烃+焦炭两大业务，烯烃主要盈利水平随油煤价差波动，双焦目前处于历史盈利底部。内蒙烯烃项目投资建设按计划顺利推进，新疆项目环评信息首次公示。2024年5月内蒙子公司完成银团贷款业务办理，保障了内蒙项目建设后续资金需求；内蒙项目已完成投资付现70%。项目建设方面，2024年7月1日动力装置1#锅炉顺利点火，首套装置将按计划于10月投入试生产；2024年7月，根据新疆

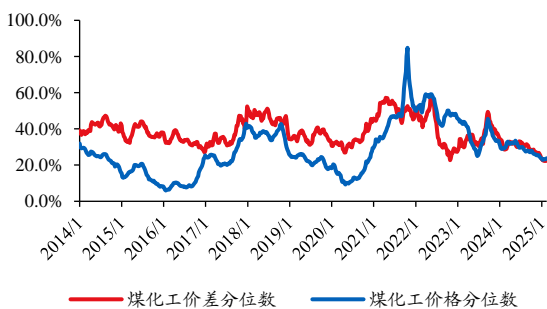
准东国家级经济技术开发区官网，新疆宝丰煤基新材料有限公司煤炭清洁高效转化耦合植入绿氢制低碳化学品和新材料示范项目环境影响评价公众参与第一次公示。建设内容包括 4×100 万吨/年甲醇制烯烃。新疆作为国内煤价+电价双重洼地，在疆开展煤制烯烃业务具有显著成本优势，看好公司新疆项目贡献业绩增长。

2、华鲁恒升 (600426.SH) 公司是煤化工行业龙头白马，专注于煤化工及石化品，建立了“一头多线、柔性联产”的模式，为国内主要的 DMF、丁辛醇、醋酸生产企业，拥有国内最大的单套煤制乙二醇装置。依托全厂煤气化模式，公司可根据利润适当调节产品产量，近两年来毛利率维持于 25%-30% 中枢水平。随新项目逐步落地，公司中长期增长具备充足动力。2023 年 11 月公司发布公告，荆州基地气体动力平台项目、合成气综合利用项目已打通全部流程，生产出合格产品，包含年产 100 万吨尿素、100 万吨醋酸、15 万吨混甲胺、15 万吨 DMF 的产能。荆州基地一期项目建成开车并运营达效，创下业内建设、开车、盈利最快新纪录。德州本部则同步推进新能源、新材料“两新”项目和平台优化技改项目，高端溶剂、等容量替代 3×480t/h 高效大容量燃煤锅炉等项目与去年 12 月底顺利投产，公司整体生产经营企稳向好。后续，荆州二期拟投资约 50.5 亿元建设四个项目，包含 20 万吨 BDO、16 万吨 NMP、3 万吨 PBAT、10 万吨醋酐、16 万吨蜜胺、80 万吨碳酸氢铵、52 万吨熔融尿素等产品。此外，公司 DMC、EMC、酰胺及尼龙新材料项目均如期推进。我们看好“异地谋新篇”的荆州基地及诸多高端化新材料产品的投建将助力公司实现中长期的高质量发展。

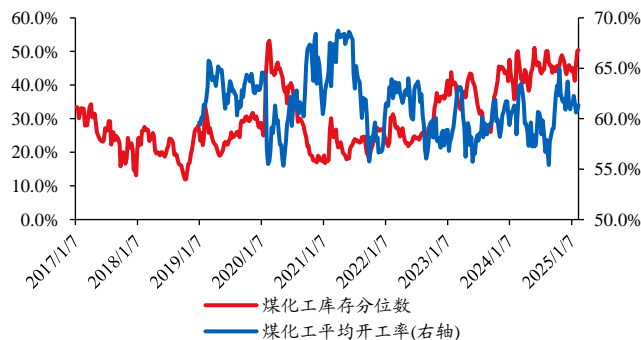
3、鲁西化工 (000830.SZ) 公司是集精细化工产品 and 化肥生产、装备制造安装及化工研究设计于一体的综合性化工企业。公司原为专营尿素及氮肥的化工企业，逐步扩展至复合肥、精细化工及化工新材料产品。中国中化拟通过国有股权无偿划转方式取得中化集团及中国化工集团 100% 的股权，中国中化通过中化集团下属控股公司鲁西集团和中化投资间接控制鲁西化工 9.3 亿股股份（占鲁西化工总股本的 48.93%）。鲁西化工的控股股东仍为中化投资，实际控制人仍为国务院国资委。2024 年上半年公司实现营业收入 140.4 亿元，同比+21.6%，实现归母净利润 11.7 亿元，同比+503.7%。

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%/22.9%



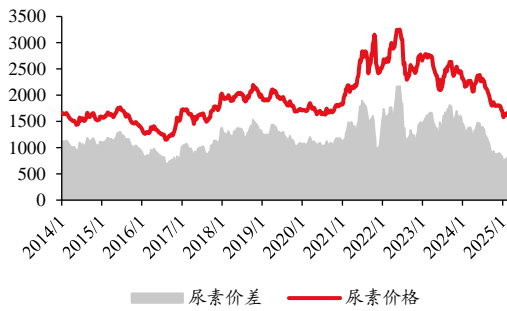
图表 50 本周煤化工库存分位数为 50.5%，平均开工率为 61.34%



资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

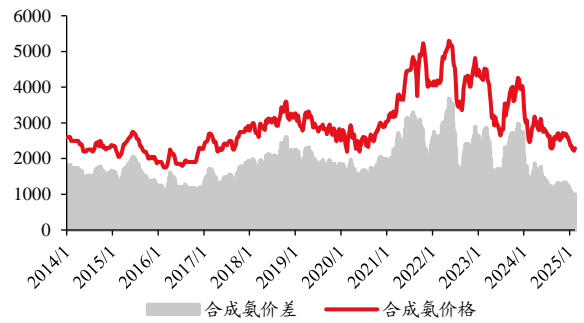
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 51 本周尿素价格环比上行 (元/吨)



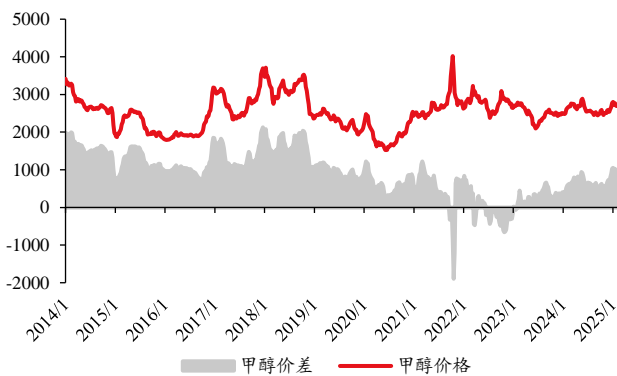
资料来源: 隆众石化, 华创证券

图表 52 本周合成氨价格环比上行 (元/吨)



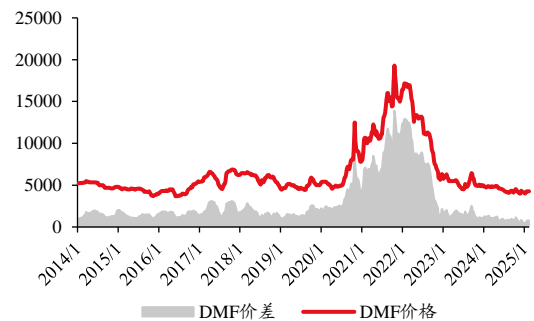
资料来源: 隆众石化, 华创证券

图表 53 本周甲醇价格环比下行 (元/吨)



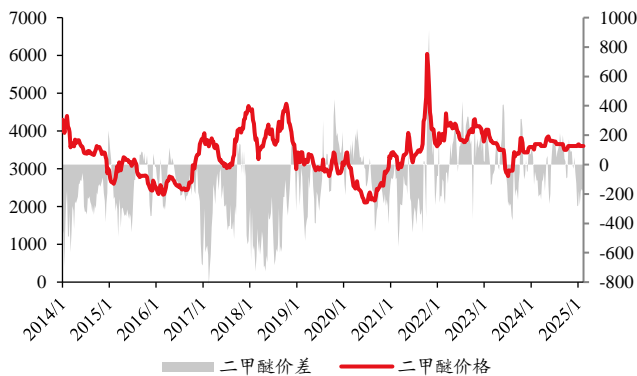
资料来源: Wind, 华创证券

图表 54 本周 DMF 价格上行 (元/吨)



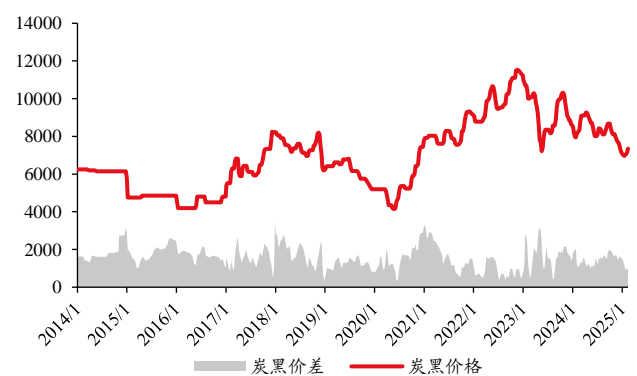
资料来源: 隆众石化, 华创证券

图表 55 本周二甲醚价格环比持平 (元/吨)

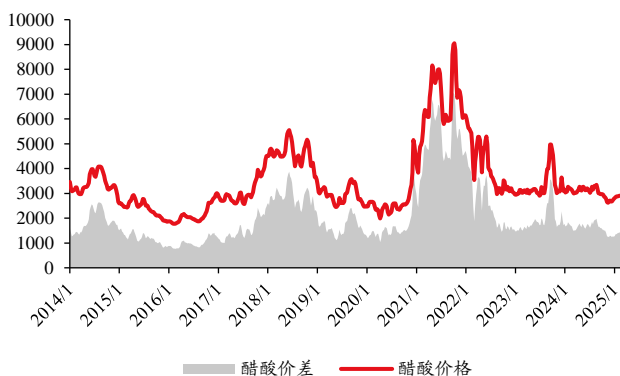


资料来源: Wind, 华创证券

图表 56 本周炭黑价格环比上行 (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)

图表 58 本周醋酸库存环比上行 (天)


资料来源: Wind, 华创证券

资料来源: Wind, 华创证券

(五) 行业跟踪—氯碱: 近期烧碱价格呈上涨趋势

下游电石到货居高, 电石市场行情弱势下行。本周(2025.2.7-2025.2.13)国内电石市场行情偏弱运行。截至稿前, 中国电石市场均价约为 2757 元/吨, 较上周同期均价相比下跌了 1.68%。周内宁夏及乌海地区电石贸易出厂价格变动不大, 目前约在 2400-2450 元/吨; 陕西、山西、河南、河北、山东、东北地区下游企业电石到厂价格累计下调 50-100 元/吨。周末至今原料兰炭价格两次下行, 但由于宁夏乌海地区电石出厂价格较低, 企业仍处于亏损之中。纵使宁夏地区有个别企业停炉, 却未能改变供过于求的格局。下游企业电石到货量日渐增多, 各地采购企业不断下调电石到厂价格, 而电石企业为保出货价格低位盘整, 然企业库存压力犹存。本周西南地区电石企业开工低位, 仍需从西北地区采购电石作为补充, 周内该地区电石采购价格暂无明显波动, 静待宁夏乌海地区电石企业指引。

供应方面: 本周电石行业整体开工率约为 72.89%, 较上周相比开工负荷下跌了 0.64%。据了解, 上周末内蒙古地区电石企业有限电发生, 但整体影响不大; 宁夏石嘴山以及中卫地区共涉及 3 台电石炉停炉, 影响产量也相对较小; 其他地区电石企业开工并未有明显波动, 综合来看本周电石行业开工微幅下调, 但场内电石供应量仍偏高。**需求方面:** 本周国内电石法 PVC 市场整体行情略显僵持。本周 PVC 期货盘面抑扬交错, 期价波动相对频繁, 不过终端需求未见明显起色, 生产企业出货不畅, 社会库存居高不下, 市场成交状态不容乐观, 企业开工多维持稳定。东北、山东地区个别 PVC 企业稍有波动。据百川盈孚统计, 本周电石法 PVC 装置开工约为 80.95%, 与上周相比变动不大。

PVC 期货上驱动力不足, 现货价格谨慎调涨。本周国内电石法 PVC 市场整体行情略显僵持, 现货市场周内价格震荡上行但涨幅微弱, 截至发稿日电石法 PVC 市场均价为 4800 元/吨, 较上周同期均价上涨 5 元/吨, 涨幅 0.10%。**供应方面:** 本周电石法 PVC 装置开工 83.22%。乙烯法 PVC 生产装置开工 74.54%。**需求方面:** 本周下游企业提货进程缓慢, 需求端疲态难改。

国内片碱市场价格走势上行, 企业出货顺畅。本周国内片碱市场价格走势上行, 企业出货顺畅。截止到 2025 年 2 月 13 日中国固体烧碱(注: 各地库提价格, 含税)价格 4243 元/吨, 比较 2025 年 2 月 6 日价格上调 22 元/吨, 涨幅 0.52%。**片碱供应方面:** 国内片碱企业生产情况稳定, 市场货源供应尚可, 另陕西地区碱厂预计近期恢复生产, 后期供应有增量预期。**需求方面:** 主力耗碱下游氧化铝铝方面近期价格走低, 不排除少量压减产能可能, 但受矿石影响, 对片碱采购仍较为积极; 非铝行业开工恢复进度较为缓慢, 现阶段以持稳拿货为主。预计近期整体需求端表现温和。**液碱供应方面:** 下周来看, 南方地

区氯碱企业检修规划较多，北方地区氯碱企业负荷相对维稳，整体上液碱产量较本周周不乏有减量可能。**需求方面：**氧化铝本周企业开工负荷略有下滑，下周预计企业负荷相对平稳，但有部分氧化铝备货预计逐步放缓，对液碱需求不乏有减量可能。非铝下游下周预计逐步复工，对液碱需求有好转预期。

供需压力下，纯碱现货价格下探。本周国内纯碱现货市场价格下探，行业内库存仍有增加。截止到本周四，当前轻质纯碱市场均价为 1387 元/吨，较上周四价格下跌 1.84%；重质纯碱市场均价为 1476 元/吨，较上周四价格下跌 1.01%。周内前期纯碱期货盘面走势偏强，期现商活跃度有所提高，但纯碱现货方面仍处弱势，华北碱厂新价出台价格走跌，华东、华中纯碱现货价格亦有走弱，西北地区纯碱价格区间整理运行为主，区域内纯碱库存量仍处高位。供应端来看，周内浙江某厂装置重启出料，河南某厂因故短停暂未恢复正常，另连云港地区新增产能投料预计近日出产品，本周纯碱产量维持在 72 万吨左右，行业库存量上涨至 184 万吨，纯碱市场供应端压力持续，需求端下游用户跟进较为谨慎，轻碱下游需求仍有待恢复，重碱领域维持刚需采购跟进为主，纯碱市场整体新单签订情况一般。综合来看，周内纯碱现货市场价格有所走跌，行业整体交投情况较为一般，仅个别企业出货尚可重碱控制接单，行业库存量高位难降，供需两端缺乏有效利好支撑，纯碱现货价格走势趋弱。**供应方面：**截止到 2025 年第 7 周，据百川盈孚统计，中国国内纯碱总产能为 4345 万吨（包含长期停产企业产能 375 万吨），装置运行产能共计 3970 万吨（共 20 家联碱工厂，运行产能共计 1880 万吨；11 家氨碱工厂，运行产能共计 1430 万吨；以及 3 家天然碱工厂，产能共计 660 万吨）。**需求方面：**轻碱下游需求仍有待恢复，重碱领域维持刚需采购跟进为主，纯碱市场整体新单签订情况一般。主力下游玻璃方面，光伏玻璃本周暂未听闻新增点火、放水产线；浮法玻璃 2 月 8 日成都南玻 900t/d 产线点火。

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

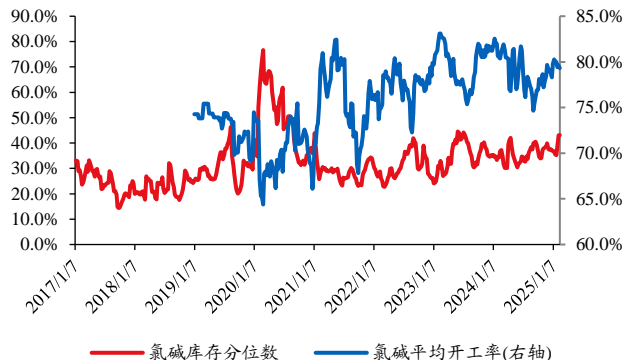
万吨、有机硅产能 20 万吨、PVC 产能 51 万吨（糊树脂 8 万吨+粉树脂 43 万吨）等。受益于循环经济模式,公司业务板块在行业内成本及能耗较低,当前已围绕“两碱一化”完成产业布局,未来将继续稳步扩张,并走差异化路线,逐步实现从基础化工向精细化工。

图表 59 本周氯碱价格分位数 11.2%，价差分位数 21.0%



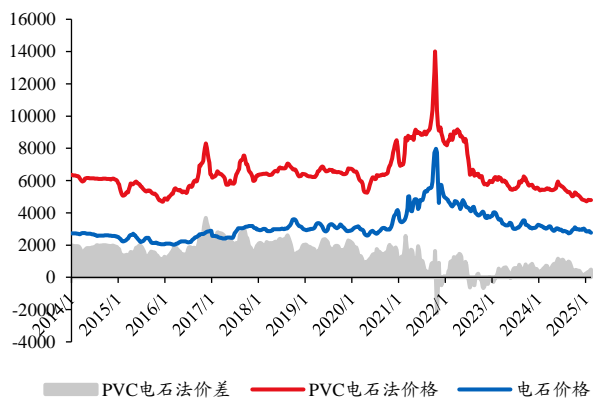
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 60 本周氯碱库存分位数 43.2%；平均开工率 79.33%



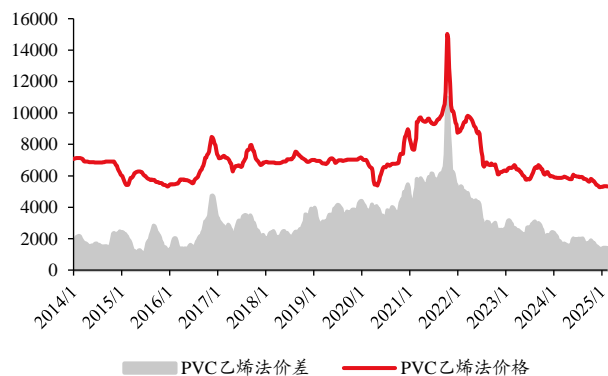
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 61 本周电石法 PVC 价格上行 (元/吨)



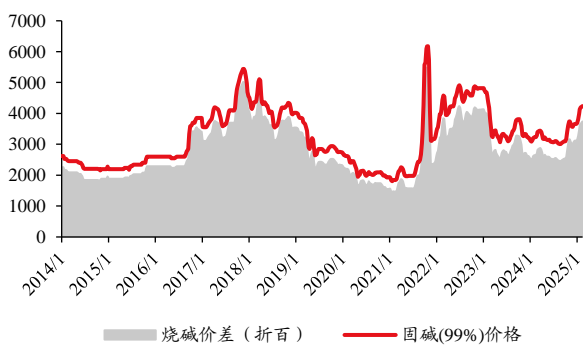
资料来源: Wind, 华创证券

图表 62 本周乙烯法 PVC 价格下行 (元/吨)



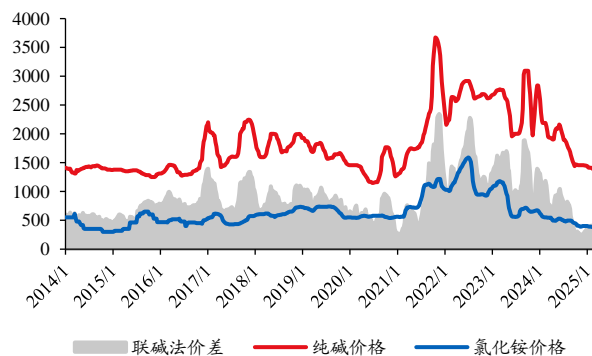
资料来源: Wind, 华创证券

图表 63 本周片碱（烧碱）价格上行 (元/吨)



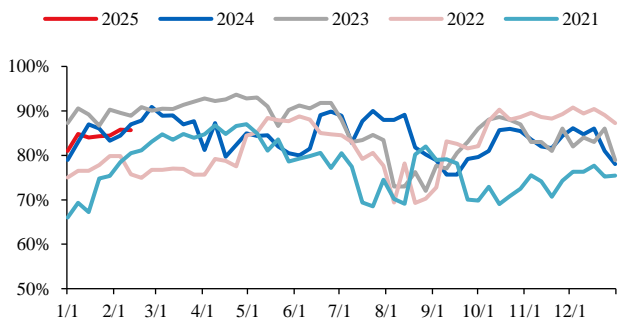
资料来源: Wind, 华创证券

图表 64 本周山东地区纯碱价格（联碱法）下行 (元/吨)



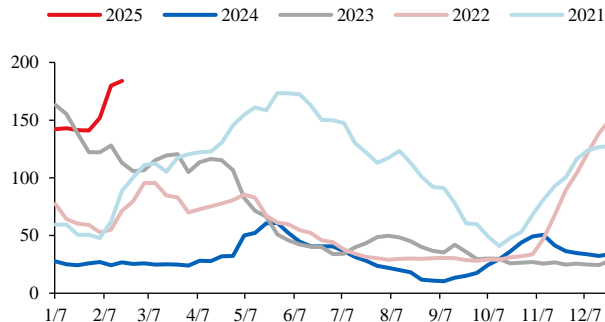
资料来源: Wind, 华创证券

图表 65 本周纯碱开工率小幅下行



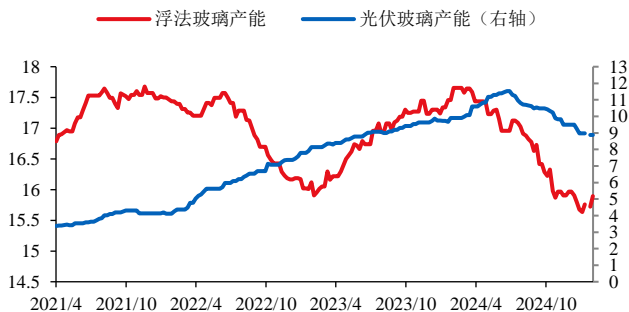
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 66 本周纯碱库存增加 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 67 本周浮法玻璃日熔量增加 (万吨/日)



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 68 本周浮法玻璃库存增加 (天)



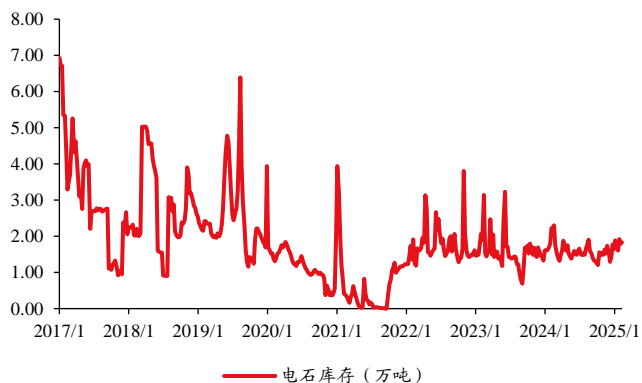
资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 69 本周 PVC 库存减少 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 70 本周电石库存持平 (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 及 TDI 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 MDI 综合价格上涨。从聚合 MDI 来看，供应面：韩国巴斯夫 25 万吨/年 MDI 装置于 2 月 9 日开始检修，为期一月左右；韩国锦湖厂家 41 万吨/年 MDI 装置于 2 月 9 日开始检修，预计持续时间为一个月左右。另科思创日本 MDI 装置（7 万吨/年）计划于 3 月检修，时长约 1 个月。**需求面：**节后归来，终端市场逐渐恢复正常，但场内实单成交有限，对原料消耗仍待释放。北方下游外墙保温管道受气温影响，需求多集中在 3 月份陆续复工复产；而南方终端需求缓慢恢复，对原料支撑有限。下游冷链相关及板材行业需求仍待进一步恢复，对原料需求释放不足。对于高价原料，其他下游亦是采购谨慎，场内交投买气欠佳。**从纯 MDI 来看，供应面：**韩国巴斯夫 25 万吨/年 MDI 装置于 2 月 9 日开始检修，为期一月左右；韩国锦湖厂家 41 万吨/年 MDI 装置于 2 月 9 日开始检修，预计持续时间为一个月左右。另科思创日本 MDI 装置（7 万吨/年）计划于 3 月检修，时长约 1 个月。**需求面：**下游氨纶开工 7 成左右，氨纶受终端纺织需求疲软拖累，原料采购谨慎；下游 TPU 开工 6-7 成左右，成品库存偏高，补货以刚需为主；下游鞋底原液及浆料开工 3-4 成，开工率较为稳定，刚需采购支撑市场。截至 2025 年 2 月 14 日，本周 MDI 行业开工率 89.6%，较上周持平，较年初+38.6%；行业库存 5.8 万吨，较上周持平，较年初+118.4%。本周 MDI 综合价格 18988 元/吨，较上周+1.0%，较年初+13.1%；MDI 综合价差 11277 元/吨，较上周+1.8%，较年初+45.0%。12 月聚合 MDI、纯 MDI 出口量分别为 10.1、0.9 万吨，合计同比+81.8%。

本周 TDI 市场价格上涨。供应方面：本周 TDI 产量稍有上涨，整体开工率 88%附近。新疆及福建工厂装置中高负荷运行，其他工厂开工负荷正常。**需求方面：**多数下游行业开工有待恢复，叠加终端客户抵触高价货源，且年前仍有备货尚未消化，故业者采买情绪不佳，跟进刚需为主。截至 2025 年 2 月 14 日，本周 TDI 行业开工率 88.5%，较上周+0.4pct，较年初+16.5%；行业库存 1.2 万吨，较上周-5.6%，较年初+138.0%。本周 TDI 综合价格 14740 元/吨，较上周+0.3%，较年初-11.7%；TDI 综合价差 9327 元/吨，较上周+1.3%，较年初-11.4%。12 月 TDI 出口量 4.0 万吨，同比+78.3%。

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%



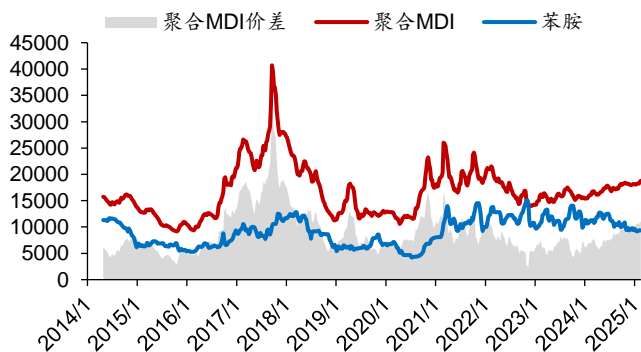
资料来源：Wind，华创证券

图表 72 本周聚氨酯板块库存分位数 36%



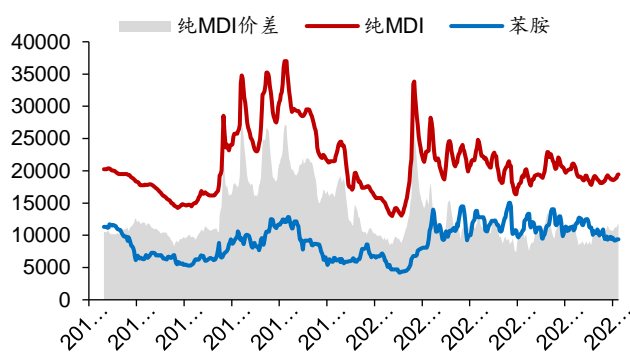
资料来源：Wind，华创证券

图表 73 本周聚合 MDI 价格下跌 (元/吨)



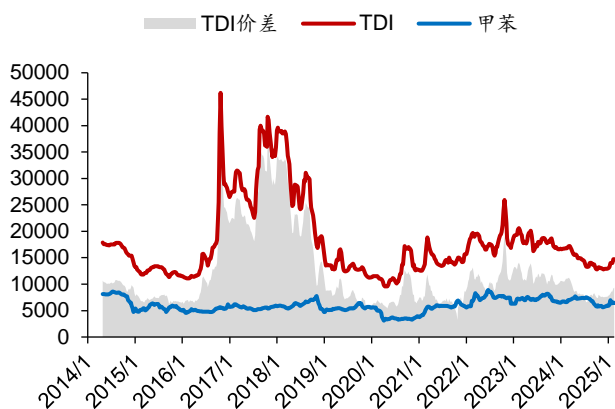
资料来源：Wind，华创证券

图表 74 本周纯 MDI 价格上涨 (元/吨)



资料来源：Wind，华创证券

图表 75 本周 TDI 价格上涨（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：本周原油价格上涨，PX 价格上涨

碳中和大背景下，存量炼能将充分受益于行业供给约束。根据国务院《2030 年前碳达峰行动方案》要求，化工行业需严格项目准入，严控新增炼油和传统煤化工生产能力，优化产能规模和布局，有效化解结构性过剩矛盾，到 2025 年，国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，主要产品产能利用率提升至 80%以上。国内 2020 年后炼油产能规划建设较多，但大部分处于待定未获批复状态，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。

本周原油价格上涨。本周关注美国对俄罗斯及伊朗制裁，国际油价震荡小涨。周初，美国总统特朗普重申提高美国石油产量以降低油价的承诺，国际油价延续上周末偏弱走势。周中期，美国财政部发布对伊朗航运、石油及能源公司制裁，伊朗应对制裁警告要关闭石油运输要道，加之 1 月初美国对俄罗斯石油制裁对原油供应造成了实质性影响，1 月俄罗斯石油产量下降且低于欧佩克目标，这引发市场对原油供应担忧情绪，国际油价反弹上涨，但涨幅受限于美国实施的新关税政策。周后期，美国原油库存增加，美联储暗示今年降息步伐放缓，叠加俄美总统就结束俄乌冲突进行会谈，多重利空打压下，国际油价回吐了前几日的大部分涨幅。

本周 PX 价格上涨。供应方面：截至 2 月 13 日，国内 PX 市场开工在 86.66%，周内未有 PX 装置存在明显变动，PX 市场供应基本稳定。需求方面：周内华南一 125 万吨 PTA 装置重启，目前已恢复稳定运行，其行业开工率整体提升，PX 需求端支撑偏好。

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 34%/28%



资料来源：Wind，华创证券

图表 78 本周石化板块库存分位数 41%



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)



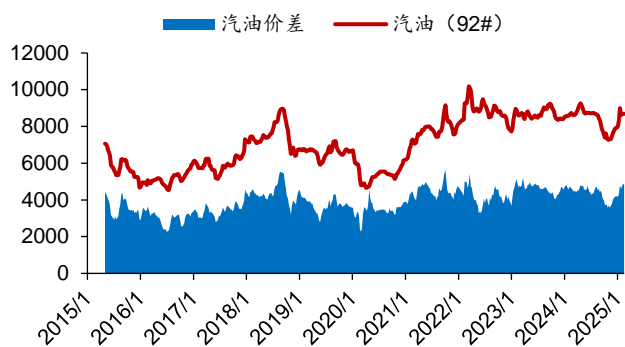
资料来源: Wind, 华创证券

图表 80 本周石脑油-原油价差扩宽 (美元/吨)



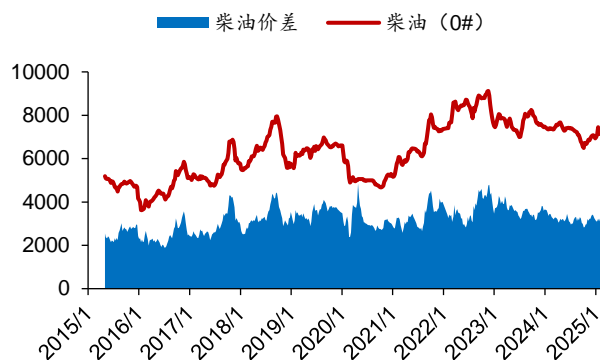
资料来源: Wind, 华创证券

图表 81 本周汽油价差收窄 (元/吨)



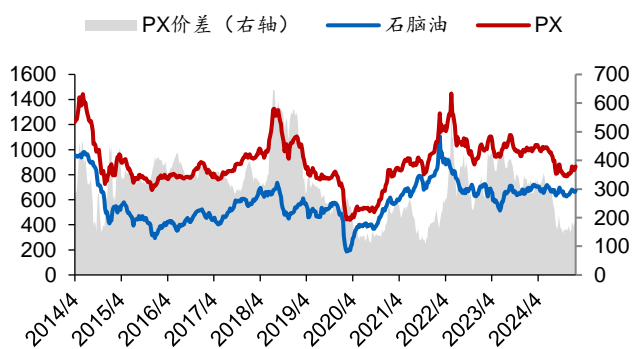
资料来源: Wind, 华创证券

图表 82 本周柴油价差收窄 (元/吨)



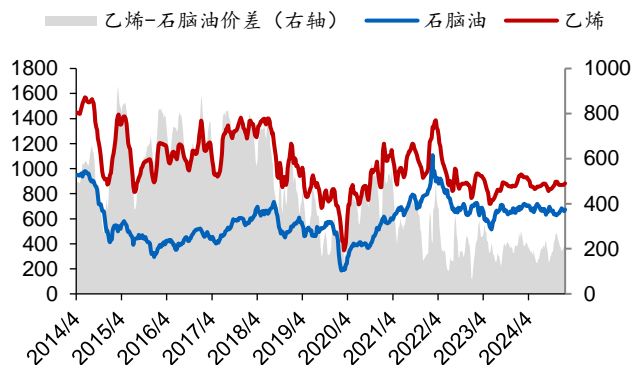
资料来源: Wind, 华创证券

图表 83 本周PX价差扩宽 (美元/吨)



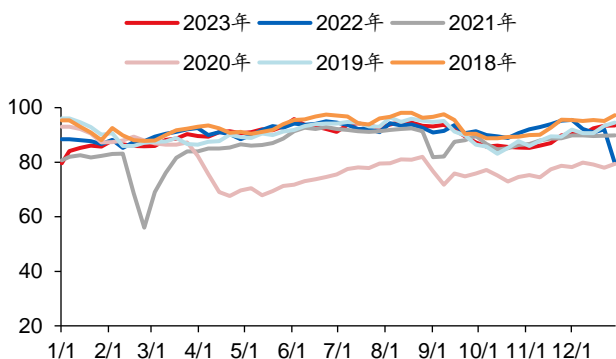
资料来源: Wind, 华创证券

图表 84 本周乙烯价差收窄 (美元/吨)



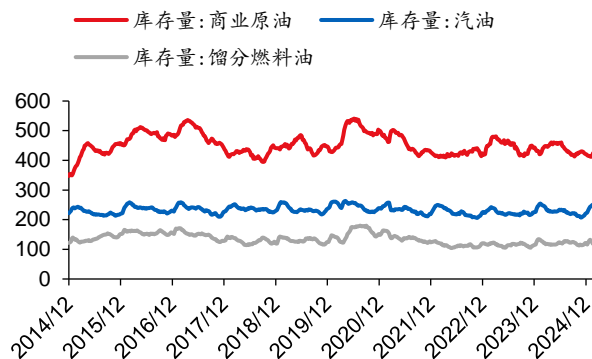
资料来源: Wind, 华创证券

图表 85 上周美国炼厂开工率上升（%）



资料来源: Wind, 华创证券

图表 86 上周 EIA 商业原油库存上升（百万桶）



资料来源: Wind, 华创证券

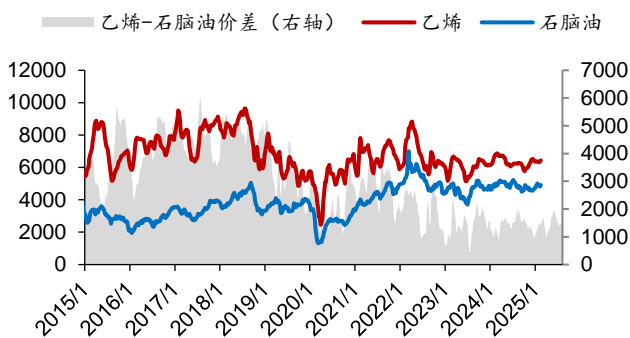
（八）行业追踪—C2、C3 及 C4：本周乙烯价格上涨，丙烯价格下跌

本周乙烯价格上涨。供应端：上海石化产能 30 万吨/年 2#石脑油裂解装置于 1 月 1 日停车检修，初步预计检修 90 天左右；金诚石化产能 60 万吨/年装置 2024 年 9 月中下旬投料开车，10 月初停车，重启时间待定；宁波富德产能 28 万吨/年煤制装置计划于 2025 年 2 月中旬停车检修，时间预计持续 10 天左右；万华化学（二期）产能 120 万吨/年装置预计于 2025 年一季度投产。**需求端：**聚乙烯价格小幅有涨，下游采购抵触高价。长期检修装置：北方华锦、沈阳化工、海国龙油、齐鲁石化、连云港石化、抚顺石化，具体开车时间暂不确定；短期检修：万华化学、裕龙石化。下游农膜开工率约为 28.50%。装置与出口消息提振，苯乙烯市场低开反弹。苯乙烯下游与终端基本复工，需求恢复，且未来终端三大白色家电依旧超预期排产，显性供需基本面相对健康。开工水平在 76% 左右。供应端利好支撑，乙二醇市场价格上涨。华东一套装置按计划检修，叠加市场传出多套装置后续减产消息，目前乙烯制开工率约为 71.18%。场内交投平淡，环氧乙烷市场走势平稳。终端消耗能力未有明显提升，下游行业开工仍维持低位，对原料刚需提货为主，环氧乙烷市场成交平稳推进。PVC 期货震荡偏强，现货价格局部小推。乙烯法 PVC 整体开工负荷暂无波动，截至发稿日乙烯法 PVC 整体开工负荷 72.56%，货源供应充裕，下游制品企业开工缓慢上行，整体需求仍显萎靡，实际交投反馈平平。截至 2025 年 2 月 15 日，本周乙烷价格 26.16 美分/加仑，环比上周+1.96 美分/加仑。乙烯 CFR 价格 883 美元/吨，环比上周+9 美元/吨；本周石脑油制乙烯价差 1534 元/吨，环比上周-19 元/吨；乙烷裂解制乙烯价差 2697 元/吨，环比上周-19 元/吨。

本周乙二醇价格上涨。供应方面：本周乙二醇企业平均开工率约为 70.05%，其中乙烯制开工负荷约为 71.81%，合成气制开工负荷约为 67.13%。周内华东一套 50 万吨装置如期停车，煤制两套 30 万吨装置降负检修，但多套装置在节假日期间有提负行为，市场供应总量增多。**需求方面：**聚酯装置陆续升温重启，行业开工率升高，对乙二醇采购量增加，但港口提货速度较慢，需求端刚需支撑。截至 2025 年 2 月 15 日，本周乙二醇均价 4744 元/吨，环比上周+26 元/吨；乙烯制乙二醇价差 878 元/吨，环比上周-20 元/吨。

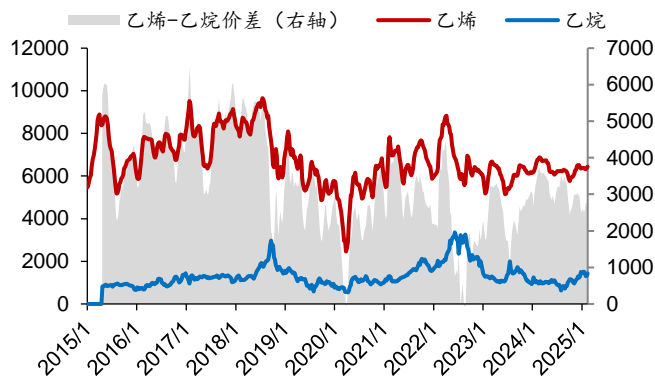
本周环氧乙烷价格持平。供应方面：富德能源与扬子石化或于下周末重启，其他炼厂稳定生产为主，预计下周市场供应量波动不大。**需求方面：**需求方面，终端企业基本复工，但下游优先消耗自身库存，仅少量备货，对环氧乙烷需求无明显回升，预计需求端利好作用有限。截至 2025 年 2 月 15 日，本周环氧乙烷均价 6900 元/吨，环比上周持平；环氧乙烷价差 2197 元/吨，环比上周-56 元/吨。

图表 87 本周乙烯-石脑油价差收窄 (元/吨)



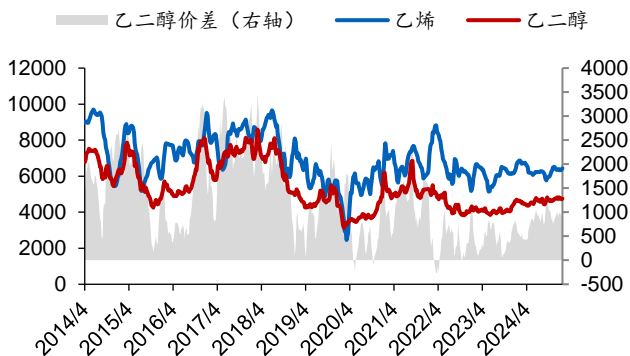
资料来源: Wind, 华创证券

图表 88 本周乙烯-乙烷价差收窄 (元/吨)



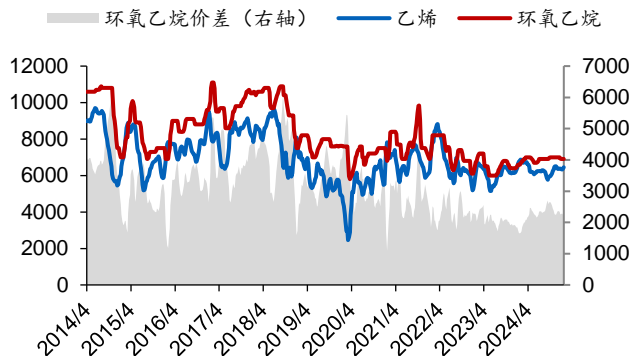
资料来源: Wind, Bloomberg, 华创证券

图表 89 本周乙二醇价格上涨 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 90 本周环氧乙烷价格持平 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

本周丙烯价格下跌。供应方面: 淄博海益丙烷脱氢装置于 1 月 30 日停车检修, 持续至 2 月 12 日结束; 维远化学丙烯装置于 2 月 12 日停车检修, 重启时间待定; 江苏瑞恒丙烯装置于 2 月 8 日临时停车, 持续至 2 月 8 日结束; 天津渤化装置于 2024 年 11 月 8 日停车检修, 预计 2025 年 2 月下旬重启; 神驰丙烯装置于 2 月 8 日停车检修, 重启时间待定; 多套丙烯装置波动, 业者刚需跟进。**需求方面:** 本周丙烯下游产品市场价格偏强运行, 聚丙烯期现货盘面低开震荡, 丙烯酸、环丙以及丙酮等产品价格震荡上行, 部分下游产品仍存一定利润空间, 英力士聚丙烯装置短停, 东营石化环丙装置检修, 中原石化、洛阳石化以及富德聚丙烯装置停车, 茂名石化以及三圆石化聚丙烯装置短停, 华谊聚丙烯、酚酮以及丁醇装置停车, 华东某厂家聚丙烯装置波动, 下游厂家择低询盘, 相对拖拽丙烯市场心态。截至 2025 年 2 月 15 日, 丙烷价格 626 美元/吨, 环比上周-12 美元/吨; 丙烯市场均价 6850 元/吨, 环比上周-100 元/吨; 本周 PDH 价差 1367 元/吨, 环比上周-1 元/吨。

本周丙烯酸价格持平。供应方面: 目前, 场内丙烯酸厂家装置情况: 山东恒正、沈阳蜡化、中海油惠州、扬子巴斯夫、兰州石化、广西华谊丙烯酸部分装置停工检修中; 近期装置变动: 泰兴金江丙烯酸丁酯装置上周末停工, 重启时间未知, 昨日广西华谊丙烯酸及酯装置全线停车检修, 预计持续 40-45 天。场内产能利用率收减, 工厂报盘坚挺, 供应端利好丙烯酸及酯市场价格。**需求方面:** 国内胶带母卷行业开工率较上周相比略有上升, 但幅度不大, 胶带母卷行业开工维持 3.6 成附近, 胶带母卷胶带母卷企业于初八开始陆续回归市场, 市场货源供应增加。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 2025 年 2 月 15 日，丙烯酸价格 8200 元/吨，环比上周持平；本周丙烯酸价差 3268 元/吨，环比上周+72 元/吨。丙烯酸丁酯均价 10400 元/吨，环比上周+100 元/吨；本周丙烯酸丁酯价差 1022 元/吨，环比上周+22 元/吨。

本周丁酮价格下跌。供应方面：本周丁酮装置平均开工率较上周下降，本周平均开工率为 56.05%。山东东明梨树周五停产换剂，预计 5 日左右。周内复产部分企业处于稳定运行状态，需求采购意愿较低，出货速度缓慢，供应面利好支撑有限。**需求方面：**下游市场需求疲软，谨慎观望为主，虽市场交投活跃度增加，但买盘稀少，持货商拿货意愿不佳，成交氛围冷淡，场内成交量处于低位，需求支撑偏弱。截至 2025 年 2 月 15 日，丁酮均价 7930 元/吨，环比上周-45 元/吨；本周丁酮价差 2323 元/吨，环比上周-231 元/吨。

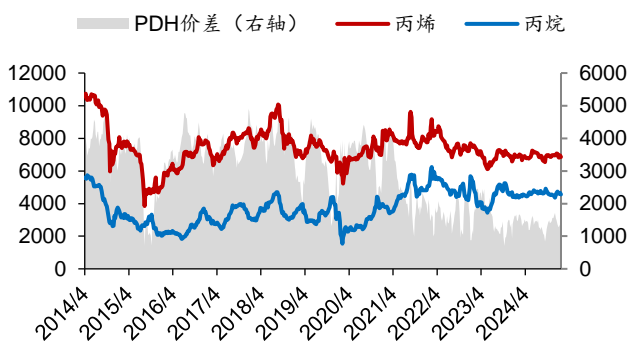
展望 2025 年：1) C2 产业来看，当前乙烯原料多元化、轻质化趋势明显，国内仍有较大进口替代空间。相比于传统工艺路线，乙烷裂解工艺在乙烯收率、经济效益、投资强度、能耗及副产资源方面均具备显著优势，核心竞争力持续增强；而美国乙烷自身供需宽松的格局又决定了乙烷价格或长期维持相对低位，乙烷裂解价差或将延续高景气态势。24 年下半年以来，乙烷价格快速回落，24H1 乙烷均价约 19.2 美分/加仑，24Q3 进一步跌至 15.7 美分，同比下降约 46%。目前北半球主要国家天然气补库结束，预计天然气价格将趋于稳定，乙烷价格亦有望回落。据 EIA 预测，2024 年美国乙烷净出口量约 50 万桶/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。

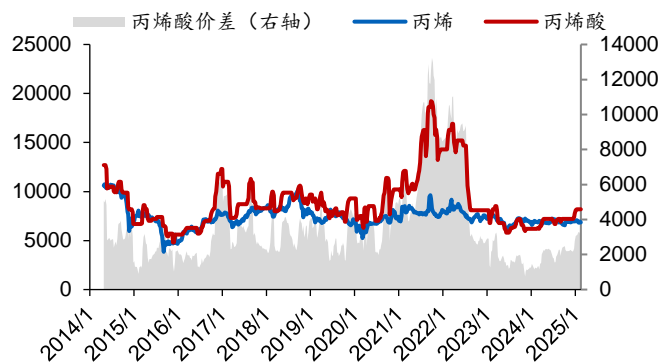
2、齐翔腾达 (002408.SZ)：作为丁酮和顺酐行业全球龙头，国内市占率高达 50%和 30%以上，出口占国内出口比例高达 70%和 50%。齐翔腾达正在积极扩大甲乙酮和顺酐产能固优势，发展供应链业务弥补原材料短板，引进排他性国外先进技术建设环氧丙烷和丙烷脱氢等项目。甲乙酮作为环保性有机溶剂，其行业地位将逐渐提高并可能逐步取代苯类等毒性较高的传统溶剂；限塑令带来生产 PBS、PNAT 等可降解塑料制品的需求将会提升，顺酐潜在需求空间扩大。因此基于受益行业景气提升和全产业链产能布局，公司将开启新一轮成长。

图表 91 本周 PDH 价差收窄（元/吨）



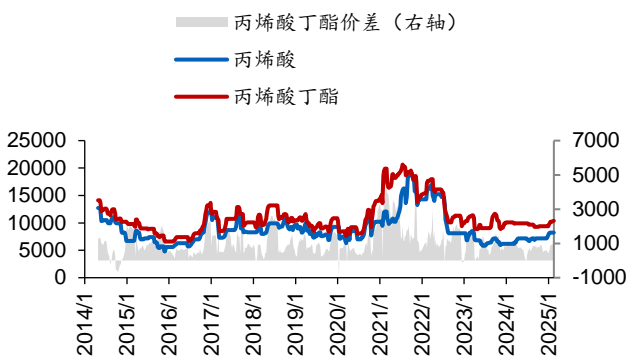
资料来源: Wind, 华创证券

图表 92 本周丙烯酸价格持平（元/吨）



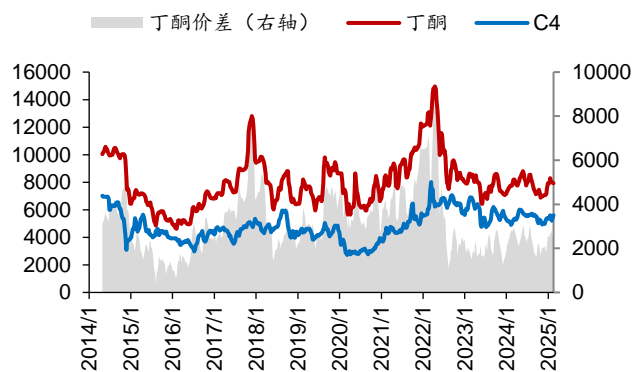
资料来源: Wind, 华创证券

图表 93 本周丙烯酸丁酯价格上涨（元/吨）



资料来源: Wind, 华创证券

图表 94 本周丁酮价格下跌（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，节后开工之后，钛中矿以交付节前订单为主，新单较少，受前期假期停工的影响，市场上可流通的优质钛中矿不多，价格上行，本周成本面存在一定支撑。供应端，国内矿方面，攀矿大厂上周五全面放开原矿限制，开始放量，且随着厂家陆续复工复产，市场开工逐渐走高，供应量暂时虽未表现出明显增加，但随着时间累积及需求端的不确定性，存在供应过剩的风险。需求端，本周下游入市询盘现象较上周相比明显增多，新单成交情况也有所好转，坐实了钛矿市场预期。

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，本周，原料端综合成本上扬。硫酸市场稳定为主，个别上行。供应端，本周，供应面华东地区存新增减产企业，其他地区企业多数生产节奏正常且维持较高负荷，所以行业供应量走降。同时物流已经全方位恢复，供方走货顺畅，企业出货频率环比加快。整体内贸部分新接单不足，主要是终端客户需求尚未完全苏醒，所以仅少数生产企业接单情况稍有起色，供应端观望情绪浓厚。需求端，本周市场仍处于复苏期，实际需求待恢复。

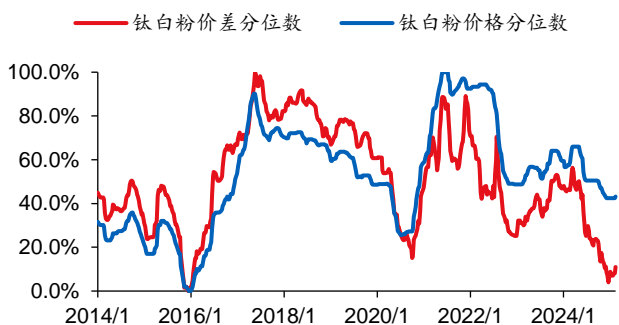
展望 2025 年：从钛白粉国内下游消费结构来看，59%流向涂料市场，24%为塑料行业消纳，10%是造纸行业。2024 年来看，钛白粉下游消费主力市场涂料行业受国内地产竣工数据下行影响，总体需求向下。但由于国内钛白粉企业具有较强的成本优势，叠加海外

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：

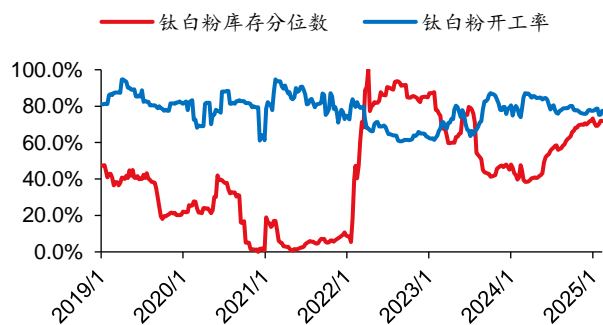
龙佰集团 (002601.SZ)：1) 公司是国内钛白粉龙头企业，也是国内钛产业链最为完整的企业。经过几十年的发展，目前公司已拥有钛白粉产能151万吨（硫酸法65万吨，氯化法66万吨），产能规模为国内第一、全球第三，产能规模屡创新高。公司通过自备钛矿、硫酸等配套原料，降低了钛白粉的制备成本；同时得益于规模优势，公司钛白粉完全成本显著领先于行业平均水平。未来，随着公司生产规模的不断扩张和工艺技术不断完善，公司成本有望进一步降低，捍卫成本护城河。2) 钛白粉行业稳健发展，竣工面积有望恢复并拉动行业需求复苏。全球涂料、塑料等行业稳定发展，使钛白粉需求维持稳健增长趋势。未来，伴随国内地产政策有望逐步趋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 43%，价差分位数 10.9%



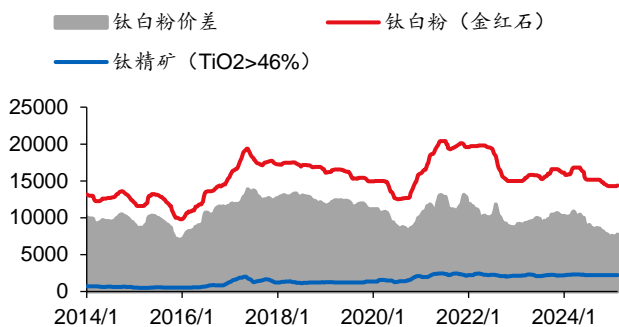
资料来源：Wind，华创证券

图表 96 本周钛白粉库存分位数 72%、开工率为 78%



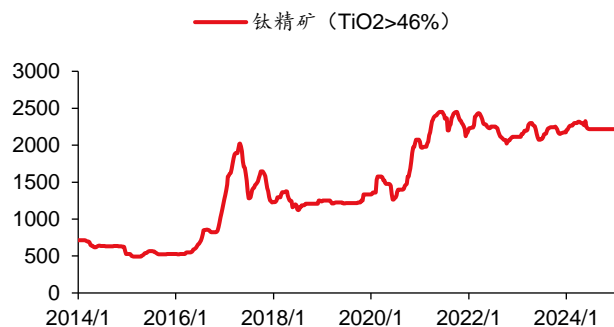
资料来源：百川盈孚，华创证券

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: 本周涤纶长丝价格上涨

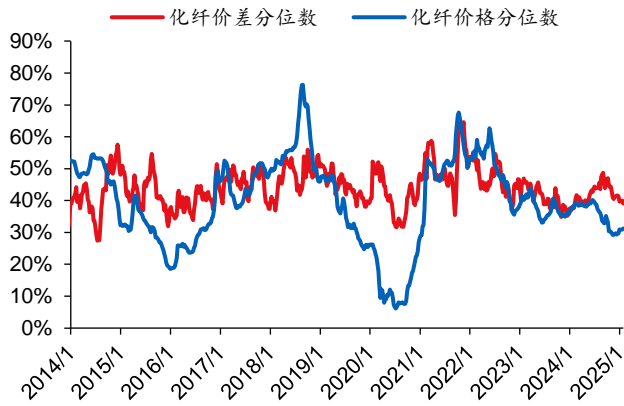
涤纶长丝价格上涨。原料端, 本周聚合成本先涨后跌。供应端, 本周多数前期检修工厂均已重启, 开工逐步提升, 另有一套厦门长丝装置停车检修, 但涉及产能较小, 长丝市场整体供应量大幅增加。需求端, 截至2月13日江浙地区化纤织造综合开机率为35.33%, 本周下游工人陆续返岗, 尤其在元宵节过后, 工厂复工复产速度加快, 但多数工厂反映新单接单情况一般, 开工多以生产年前订单为主, 且工厂年前多已完成原料备货, 生产多以消耗原有库存为主。截至2月15日, POY、FDY、DTY 库存天数分别为19.8、28.5、31.4天, 环比上周+(2.2天、2.5天、0.1天); 涤纶长丝开工率90.1%, 环比上周+7.0pct; POY 均价7325元/吨, 环比上周+25元/吨; POY 现金流128.7元/吨, 环比上周-64.3元/吨。

氨纶市场价格不变。原料端, 本周氨纶成本面支撑稍好, 主原料PTMEG 市场价格不变, 辅原料纯MDI 市场价格上行, 成本面压力微增。供应端, 华东地区三工厂装置有变化; 一工厂装置重启, 目前低负荷运行中; 一工厂提负生产; 西北地区一工厂提负生产; 部分开工在9成至满开, 部分开工在4-8成不等, 部分工厂全停。需求端, 下游开机小幅增加, 终端恢复缓慢恢复中。截止到发稿前张家港地区棉包市场, 开3-4成左右; 义乌诸暨包纱市场开2成左右; 海宁平布不倒绒平布开2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2成左右; 江阴圆机纱线陆续开2成; 浙江萧绍圆机市场开2成左右; 广东地区下游经编开工1-2成, 圆机开1-2成。截至2月15日, 氨纶库存天数46.5天, 环比上周-2.5天; 开工率78%, 环比上周+3pct; 氨纶40D 均价23700元/吨, 环比上周持平; 价差10006.7元/吨, 环比上周-27.6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,

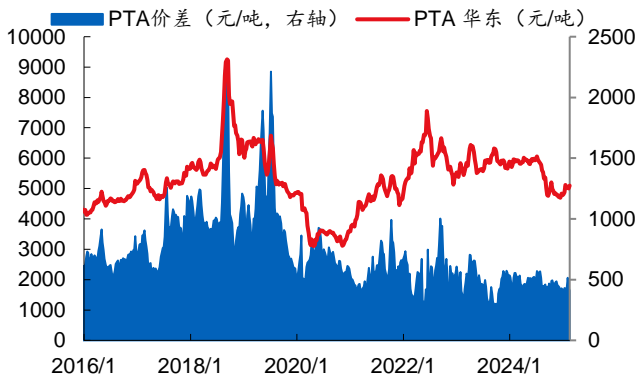
同时主原料 PTMEG 价格走低, 成本端支撑减弱。截至目前, 我们统计氨纶价格分位数已处于 10 年来绝对底部, 价差分位数为 9%, 处于 10 年来底部水平; 氨纶库存分位数为 80%, 处于 10 年来偏高水平。展望后续, 除华峰、晓星、恒申新增产能外, 其他企业新增产能均有投放滞后预期, 氨纶价格有望触底反弹。

图表 99 本周化纤板块价格分位数 31.3%, 价差分位数 39.1%



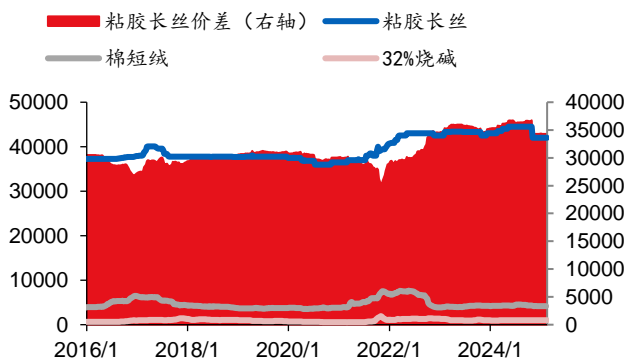
资料来源: Wind, 华创证券

图表 101 本周 PTA 价格提升



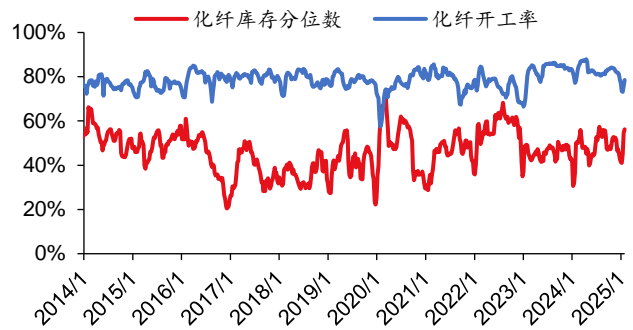
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 103 本周粘胶长丝价格持平



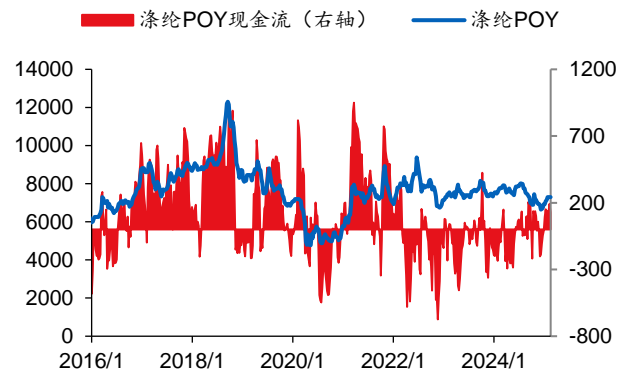
资料来源: Wind, 华创证券

图表 100 本周化纤库存分位数 56.1%



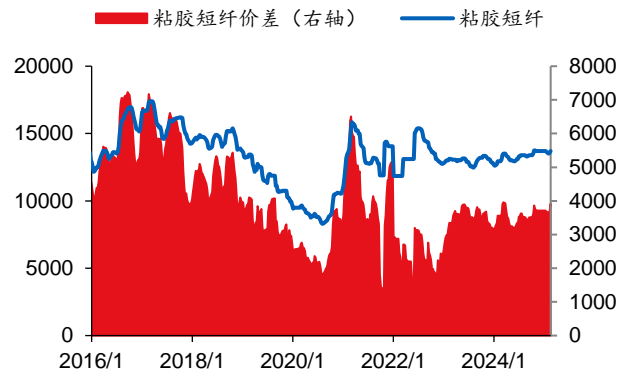
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 102 本周涤纶长丝 POY 价格提升



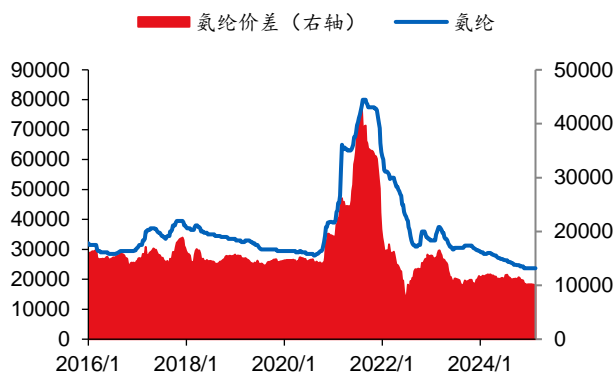
资料来源: Wind, 华创证券

图表 104 本周粘胶短纤价格提升



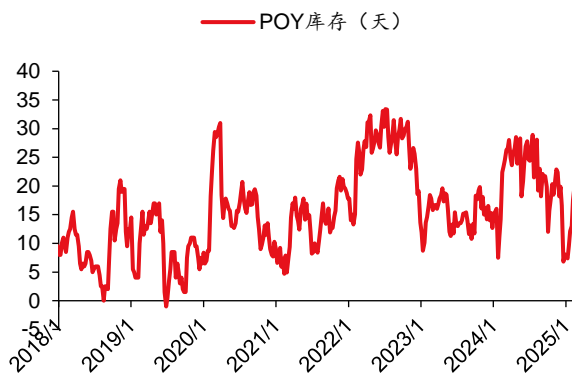
资料来源: Wind, 华创证券

图表 105 本周氨纶价格持平



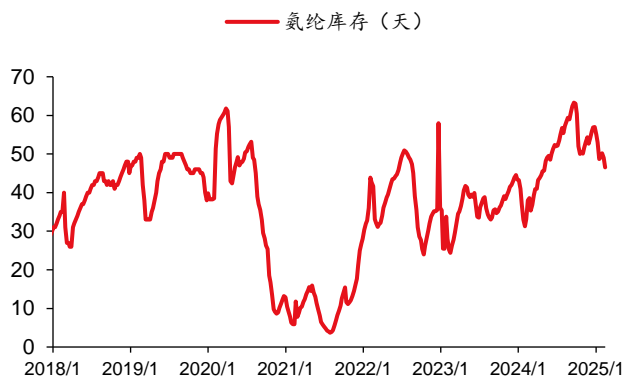
资料来源: Wind, 华创证券

图表 107 本周涤纶长丝 POY 库存天数提升



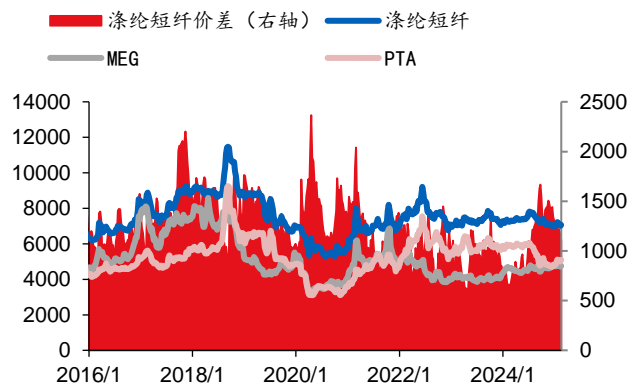
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 109 本周氨纶库存天数下滑



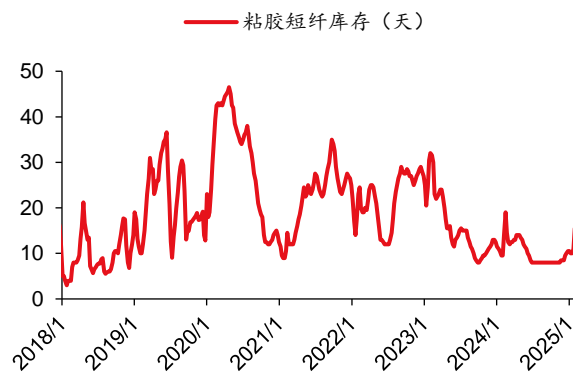
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 106 本周涤纶短纤价格持平



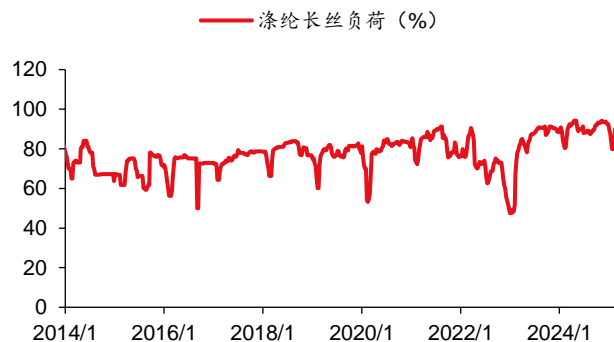
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 108 本周粘胶短纤库存天数下滑



资料来源: CCFEI, 华创证券

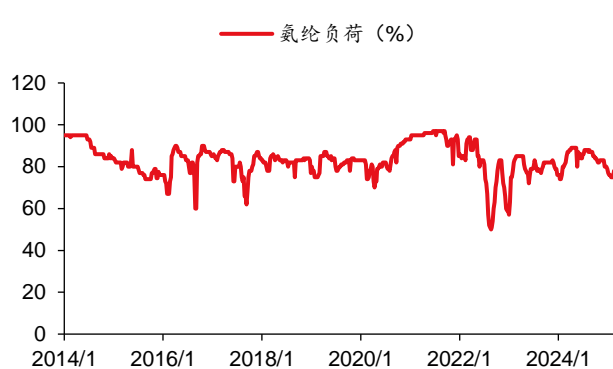
图表 110 本周涤纶长丝开工率提升



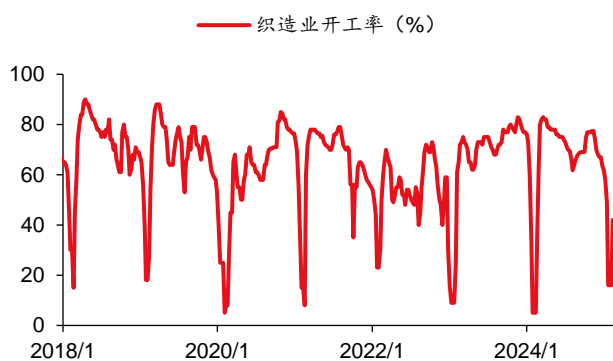
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 111 本周粘胶短纤开工率持平


资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 112 本周氨纶开工率提升


资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 113 本周织造开工率提升


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: 本周制冷剂价格不变

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

本周萤石价格不变。本周国内 97%湿粉市场价格 3700 元/吨, 较上周价格持平。供应端: 受天气政策等影响, 矿山复产困难, 原矿供应依旧表现偏紧。需求端: 春节结束后, 本周萤石下游市场整体稳中小幅增强, 与节前相比波动暂不明显。主受节后市场恢复节奏缓慢影响, 多地交投氛围仍显清淡, 多数厂家以交付前期订单为主, 仅贸易面有少量新单成交。

本周制冷剂价格不变。R22: 本周报价 35000 元/吨, 周环比不变。**供应端,** 厂家装置正常运行。**需求端,** 下游按需采购。**三代制冷剂方面, R32/R125/R134a** 本周报价分别 43500/43500/44000 元/吨, R32/R125/R134a 周环比均不变。**成本端,** 原料方面萤石原矿供应方面延续紧张格局。**供应端,** 伴随新一年配额启动, 行业信心充足, 看好后市涨价逐

步落地。**需求端**，1-2月空调及汽车排产持续旺盛，市场交投按需采购为主，工厂挺价意愿持续。

本周 6F 价格不变。本周 6F 国内市场均 6.25 万元/吨，周环比不变。成本端，碳酸锂期货价格节后状态不佳，价格不涨反跌，稳中走弱趋势持续。供给端，本周期间产量陆续恢复正产水平。春节假期影响逐步消散，大部分企业生产积极性较高。大厂由于节假日期间未停产，相关变化不明显。除个别企业计划本月检修影响生产外，一般企业开工水平偏高。行业整体生产持续爬坡，生产水平重回高位。需求端，下游大订单持续交付，新增订单寥寥。节后终端市场与预期有一定差距，企业普遍以消耗前期囤积库存为主。询价活动偏多，但实际成交订单零星。一般企业等待月底协商新单，短期内淡季影响仍存。

本周 PVDF 价格上涨。本周锂电级 PVDF 报价 5 万元/吨，周环比持平；涂料级 PVDF 报价 5.5 万元/吨，周环比上涨。成本端，本周 R142b 报价 1.65 万元/吨，周环比持平，行情有待进一步复苏。供给端，整体聚偏氟乙烯行业货源有所增加，场内库存保持合理区间，供大于求局面下开工相对低位，目前市场开工率在六成附近。需求端，当前下游行业需求提振有限，电池厂开工恢复缓慢，锂电市场整体刚性需求呈现一定增长趋势，但目前需求涨幅跟进有限，尚未跟上 PVDF 扩产涨幅，产能利用有限，短期来看市场难言利好。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：

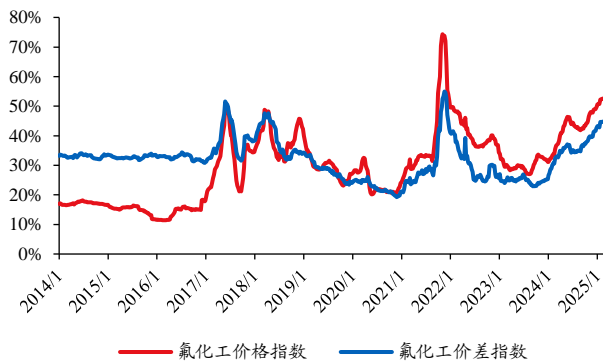
1、巨化股份（600160.SH）：公司为国内制冷剂全产业链布局龙头企业。公司于二代、三代制冷剂领域具备较强竞争力，并拥有 PVDF、PVDC、PTFE 等氟橡塑成熟产能，未来将有 R32、PVDC、PTFE 等在建产能继续释放。公司与国家大基金合资中巨芯公司专注于湿电子化学品及电子特气的研发生产，为国内领先的电子化学品生产企业。公司在三代制冷剂发力较多，预计随着三代制冷剂配额落地，公司有望占据最大配额份额。公司 2024 年前三季度实现营收 179.06 亿元，同比+11.83%；归母净利润为 12.58 亿元，同比+68.40%。

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的背景下，国内 PVDF 企业有望先于海外公司占领缺口市场。公司是国内 PVDF 企业中较早介入锂电级 PVDF 领域的企业之一，在客户认证方面领先同业。

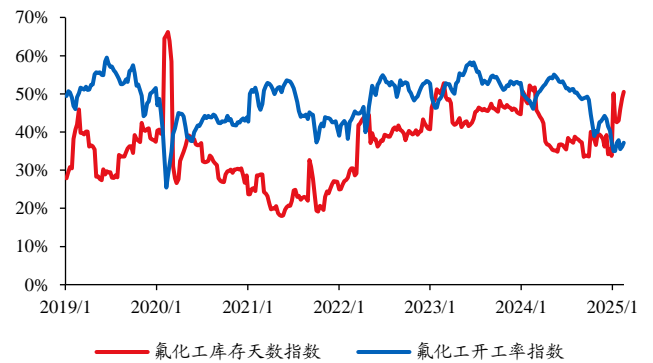
3、永和股份 (605020.SH)：由于不具备上游氯化物的布局，2022 年公司三代制冷剂处于亏损状态，2023 年有望实现制冷剂利润修复，目前公司拥有 18 万吨制冷剂产能。此外，公司在高端含氟高分子领域加速发展，随着新能源的快速放量，含氟高分子板块将赋予较大成长性。公司 2024 年前三季度实现营收 33.79 亿元，同比+4.64%；归母净利润 1.46 亿元，同比-9.63%。

图表 115 本周氟化工板块价格分位数 53%，价差分位数 45%



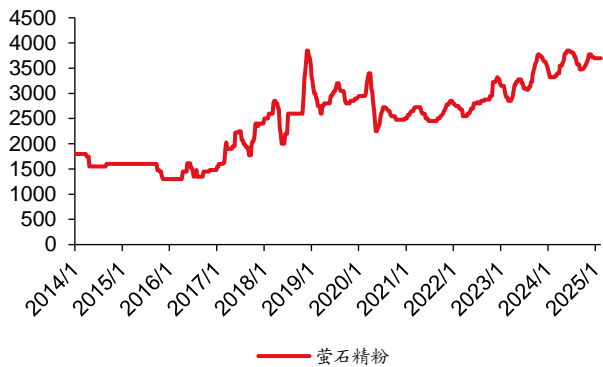
资料来源: Wind, 华创证券

图表 116 本周氟化工板块库存天数分位数 51%，开工率指数 37%



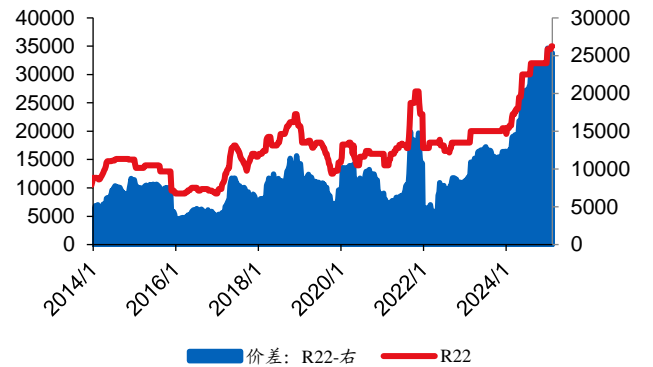
资料来源: Wind, 华创证券

图表 117 本周萤石价格不变 (元/吨)



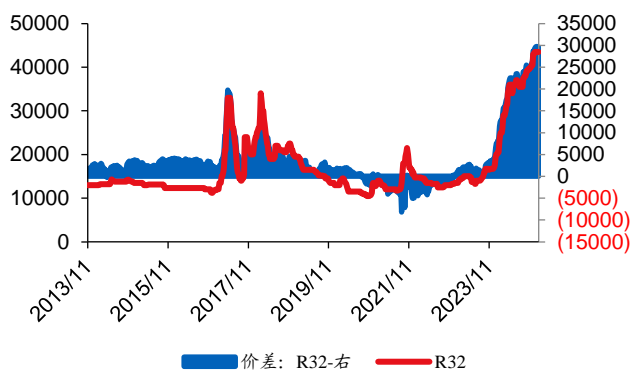
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 118 本周 R22 价格不变 (元/吨)



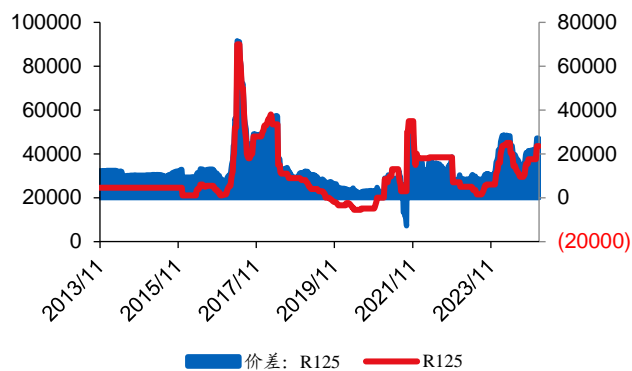
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 119 本周 R32 价格不变 (元/吨)



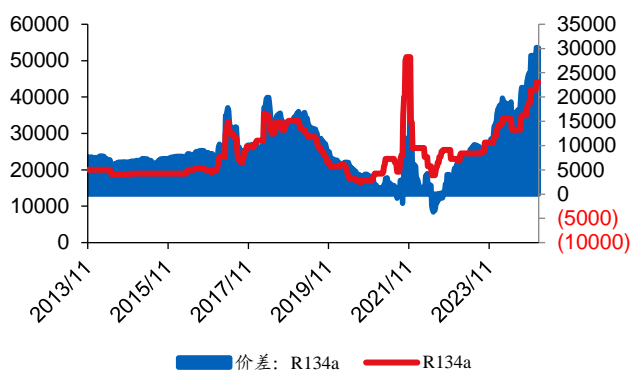
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 120 本周 R125 价格不变 (元/吨)



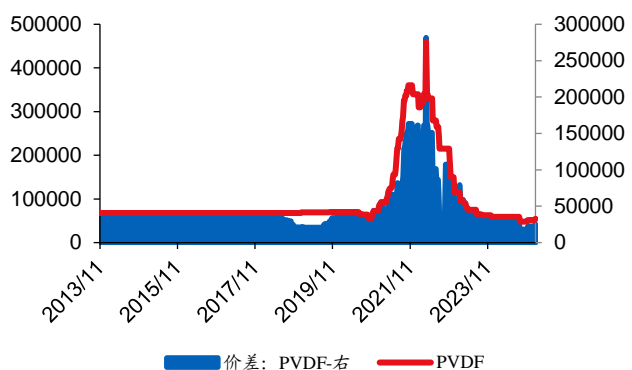
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 121 本周 R134a 价格不变 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 122 本周 PVDF 价格上涨 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 华创证券

(十二) 行业追踪—硅化工: 本周有机硅价格上涨

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 1.117 万元/吨, 周环比持平。成本端, 近期石油焦由于供应减少, 价格大幅上涨。供给端, 本周北方地区金属硅开炉小有增加, 新疆大厂检修产能恢复开工的步伐暂未提速, 预计恢复产能释放需要到 3 月份后, 内蒙、甘肃地区个别新硅炉有增开动作, 二月份整体行业开工率暂时回暖, 不过限于天数较短, 当月整体产量并未有大幅增加, 预计产量 29-31 万吨之间。需求端, 本周下游多晶硅及有机硅行业需求稳定。后续多晶硅开工或小有增加, 而有机硅可能会面临集中检修而导致对金属硅需求量有所减少, 预计后续开工小幅降低, 估计对需求影响 0.5-1 万吨之间, 铝合金方面近期有一定采购需求, 整体采购价格相对较低, 低品位金属硅需求价格全面下降至 1.1 万元/吨以内。

本周有机硅 DMC 市场价格上涨。本周有机硅 DMC 市场均价 1.35 万元/吨, 周环比+5.5%。

成本端，金属硅与上周价格相比持平，甲醇市场价格走高后回落。供应端，本周国内总体开工率在 77%左右，鲁西化工，浙江中天等多家企业维持降负生产状态。需求端，有机硅市场大幅拉涨，需求温和复苏。

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，本周国内液氯市场涨跌均有，碱企出货情况温和，成本端暂无压力。供应端，据反馈当前三氯氢硅企业开工负荷暂无明显波动。根据百川盈孚统计的 16 家企业中，总产能 92.22 万吨，整体开工水平在 18.70%。需求端，本周多晶硅现货市场成交价格暂稳，市场成交有所好转，但新签单量较少，下游采购情绪尚可；硅烷市场需求平稳。

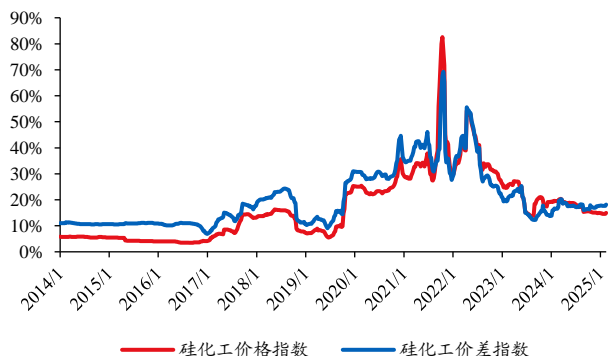
展望 2025 年：2024 年工业硅价格总体一路下跌但跌幅不大，当前价格较年初下降 23%。一方面是硅煤、石油焦等原料下跌导致的成本下行，另一方面，下游有机硅受地产影响对工业硅需求有一定拖累，其中前者影响相对更多，龙头合盛硅业目前工业硅单吨成本已优化至 9000 元/吨左右。截至目前，工业硅价格分位数为 3%，价差分位数为 1%，价格价差已经触底，展望 2025 年，由于工业硅是高能耗低产值的品种，如果供给侧有一定的优化政策推动，价格有望迎来弹性。有机硅方面，当前价格较年初跌 9%，年内来看，有机硅分别在 1 月初、3 月初、9 月初迎来小幅上涨，但涨价周期持续相对较短。在有机硅的消费结构中，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

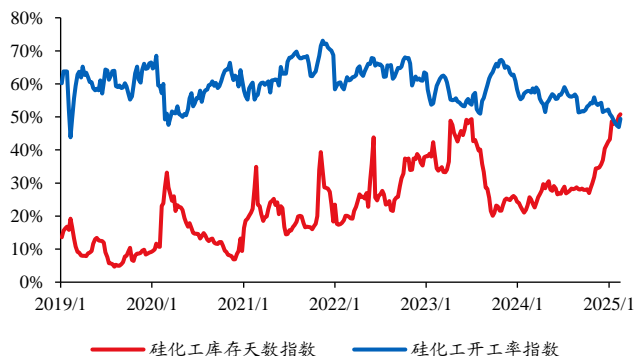
1、合盛硅业（603260.SH）：公司是国内硅基新材料领域龙头，工业硅产能 119 万吨，全球第一。未来工业硅下游多晶硅需求将在光伏行业驱动下确定性增长，而在“碳中和”政策背景下，工业硅行业将进一步向龙头合盛集中，行业景气度有望迎来持续改善，中长期坚定看好。此外，公司云南昭通 80 万吨工业硅+80 万吨有机硅项目有望再造一个合盛。项目将分两期进行，其中 1 期 40 万吨工业硅有望在 2023 年中投产。公司在云南扩张成功将大幅扩大公司市场份额和行业话语权，龙头地位将进一步稳固。公司 2024 年前三季度实现营收 203.71 亿元，同比+2.44%，实现归母净利润 14.54 亿元，同比-33.42%。

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 18%



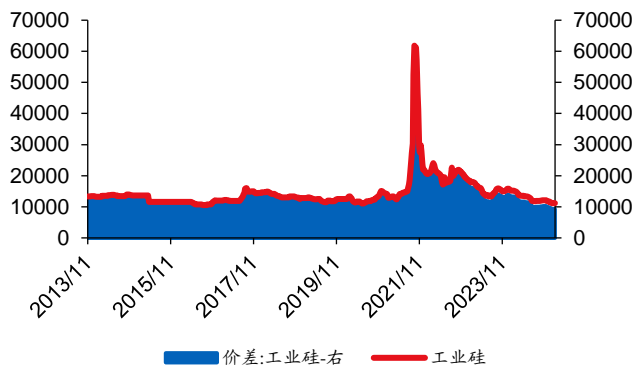
图表 124 本周硅化工库存天数分位数 51%，开工率指数 49%



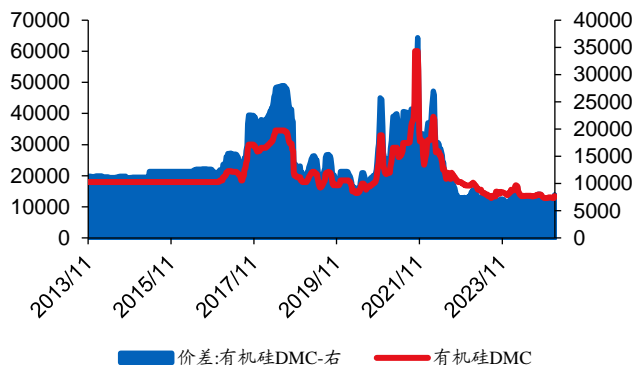
资料来源: Wind、华创证券

资料来源: Wind、华创证券

图表 125 本周金属硅价格不变 (元/吨)



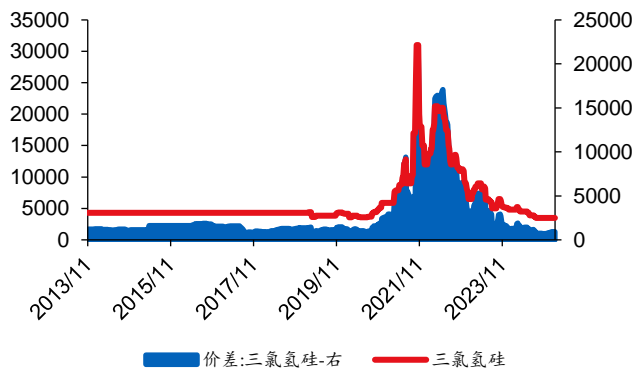
图表 126 本周有机硅 DMC 价格上涨 (元/吨)



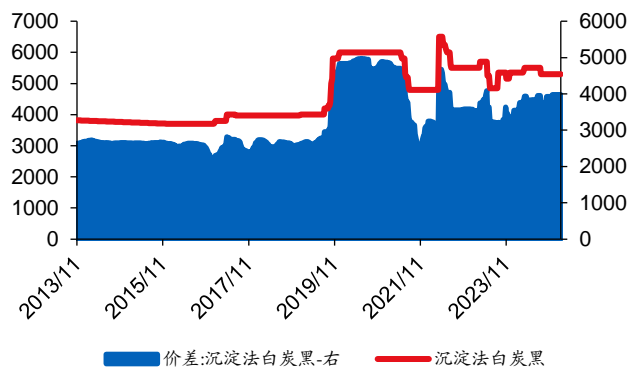
资料来源: Wind、华创证券

资料来源: 百川盈孚、华创证券

图表 127 本周普通级三氯氢硅价格不变 (元/吨)



图表 128 本周沉淀法白炭黑价格不变 (元/吨)



资料来源: Wind、华创证券

资料来源: Wind、华创证券

(十三) 行业跟踪—改性塑料: 本周市场平稳运行

本周 BOPP 膜价格环比持平。本周国内市场 BOPP-18μ 光膜均价 9400 元/吨, 周环比持平。**成本方面:** 周内原油价格先涨后跌, 聚丙烯粒料价格大稳小动, 原料面区间范围内波动, 成本支撑尚可。**供给方面:** 现阶段所属膜企产量呈现上行趋势, 周内产量较上周上涨 1.85%, 场内货源供应宽松, 节后部分装置恢复生产, 行业开工小幅提升。本周国内

BOPP 开工负荷率预计在 51.28%。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 市场均价 0.98 万元/吨，周环比持平。**原料方面：**本周原料价格涨跌不一。主要原料己二酸价格周环比-0.08%、BDO 价格周环比持平，PTA 价格周环比+2.97%。**供需方面：**周内 PBAT 市场整体变化不大，周内暂无新增产能释放，供应端延续稳定，个别企业存复产计划，多数企业多以出库为主；需求端较缓恢复，整体提振有限，成交氛围偏清淡，主流商谈重心淡稳；周内主要原料市场价格维持在高位水平 BDO 价格持稳，己二酸价格小幅下降，PTA 市场价格走势上行，整理来看，成本面压力增加，对市场支撑薄弱。

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。

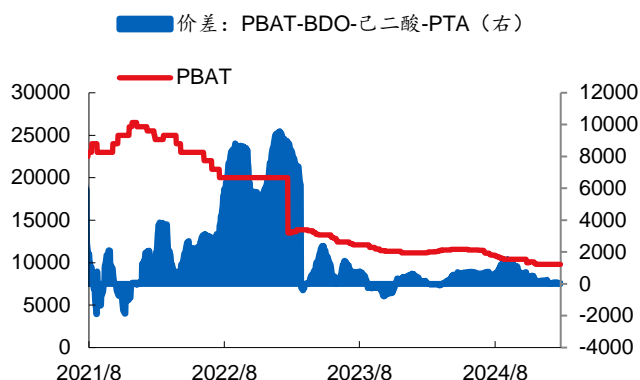
相关公司：

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%。

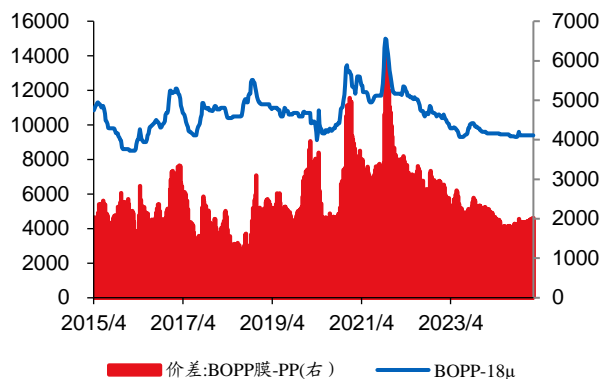
3、国恩股份（002768.SZ）：公司以改性塑料起家，逐步拓展至高分子复合材料、体育草坪、光电材料、空心胶囊等领域。公司于 2021 年开始进军可降解塑料领域，已成功开发出包括 PLA、PBAT、PBS、热塑性淀粉塑料在内的多种生物可降解改性塑料。目前 5 万吨可降解塑料产能已经于 2021 年下半年投产，产品涵盖食品包装、吸管、购物袋、食品餐盒餐具、一次性纸巾、湿巾等多领域。公司 2023 年实现营业收入 174.39 亿元，同比+30.08%；实现归母净利润 4.66 亿元，同比+8.23%。2024H1 实现营业收入 93.27 亿元，同比+17.58%；实现归母净利润为 2.75 亿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

图表 129 本周 PBAT 价格持平 (元/吨)



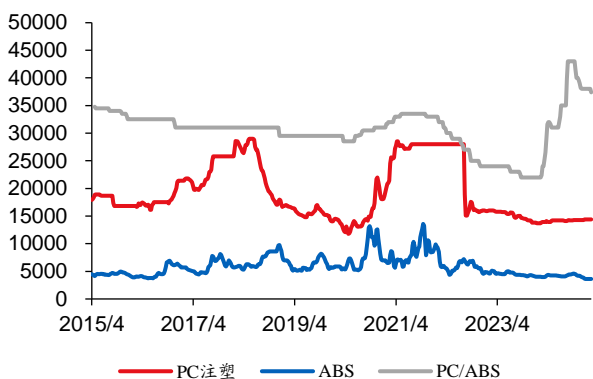
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 130 本周 BOPP-18μ 价格环比持平 (元/吨)



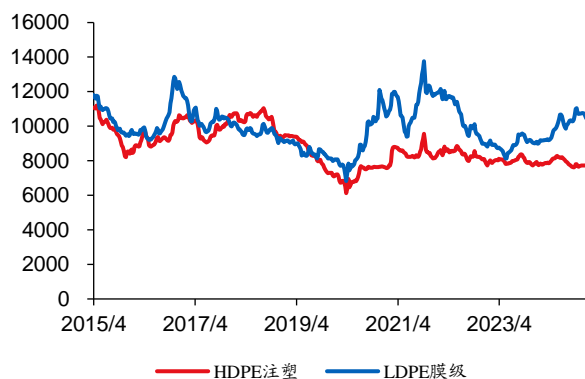
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

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 价格环比提升 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 华创证券

(十四) 行业追踪—食品及饲料添加剂: 本周 VA、VE 价格上涨

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

甜味剂: 健康消费理念下, 减糖趋势明确。随着消费者消费能力的提升和对健康饮食的关注, 无糖、低糖逐渐成为全球范围内饮食的新标准。为了抑制消费者过量摄入添加糖, 已有多个国家开始征收“糖税”。甜味剂作为食品添加剂能够赋予食品甜味, 而且不参与人体代谢循环, 仅提供极少热量甚至是零热量, 在满足消费者“食糖”需求的同时又契合“低糖”的健康饮食理念, 甜味剂逐渐取代传统蔗糖。人工代糖占据当前甜味剂市场的主导地位, “天然+人工”复配或成为未来主要趋势。甜味剂主要分为人工代糖、天然代糖和

糖醇三大类。从相关指标对比来看，人工代糖具有低热量、高甜价比的优势，因此目前全球甜味剂消费结构中仍以人工代糖为主，2020 年全球甜味剂消费结构中 70.59%是人工代糖。人工代糖目前虽然已经推出 5-6 代，其对人体健康的影响目前仍存在争议。“天然代糖/糖醇+人工代糖”复配模式成为当前主流饮料企业的选择，叠加天然代糖与糖醇的相对甜度较低，因此添加比例大，从而导致天然代糖的消费占比逐年提升。

本周，维生素 A、E 价格环比上涨、上涨。本周，维生素 A 价格为 120.5 元/千克，环比+7.11%，同比+43.45%，维生素 E 价格为 142.6 元/千克，环比+0.07%，同比+121.09%。春节前有工厂进入停产检修状态，春节后随着部分厂家检修计划公布，本周市场购销热度渐起，维生素 A、E、B1、B6 市场价格偏强上涨，询单热度增加，B2、K3、生物素、烟酰胺、C 和肌醇价格弱势下跌。

本周，蛋氨酸价格环比持平。据博亚和讯数据，本周，蛋氨酸市场均价 21.25 元/千克，环比持平。供给端：主流进口品牌提价及国内核心工厂不报不签，市场现货偏紧。需求端：本周蛋氨酸需求增加，下游前期囤货不多，有一定补货需求，供应端控盘操作不断，采刺激下游采购积极性

本周，三氯蔗糖价格环比持平。本周，三氯蔗糖价格 25.00 万元/吨，环比持平。供给方面，三氯蔗糖目前库存压力不大，福建停车企业计划周末恢复生产，其他大厂维持近满负荷生产，市场后续供应增加。需求方面，淡季行情下三氯蔗糖需求端难有明显放量，贸易商有一定观望情绪，下游消耗前期库存，场内成交刚需为主。库存方面，本周，三氯蔗糖库存 525 吨，环比+3.35%。

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，安徽大厂正常排产，江苏主力厂家开工欠佳，安赛蜜行业开工率在 65%左右，不过整体供应量偏充裕。需求方面，买盘归市缓慢加之节前备货充裕，市场询盘气氛清淡，仅个别小单补货需求支撑。库存方面，本周，安赛蜜库存 814 吨，环比+3.30%。

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，目前宁夏及北京企业麦芽酚装置停车中，预计下周恢复生产，安徽大厂满负荷运行，行业开工率 52%附近。需求方面，市场买气还未恢复，场内成交节奏偏缓。库存方面，本周，麦芽酚库存 364 吨，环比-2.93%。

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

相关公司：

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

2、花园生物（300401.SZ）：花园生物是全球销量领先的 VD3 生产企业，拥有 VD3 产能 3600 吨。此外，公司是除帝斯曼外唯一能够规模化生产 25-羟基 VD3 产品的企业，且生产工艺与荷兰帝斯曼的生物发酵法相比，具有较大的竞争优势，目前公司 25-羟基 VD3 产品的设计产能为年产 100 吨（粉），金西科技园将扩产至年产 1200 吨（粉）。公司可转债包含骨化醇类原料药项目、骨化醇类制剂项目、年产 6000 吨 VA 粉和 20000 吨 VE 粉项目、年产 5000 吨 VB6 项目、年产 200 吨生物素项目和高端仿制药研发等具体项目。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 17%



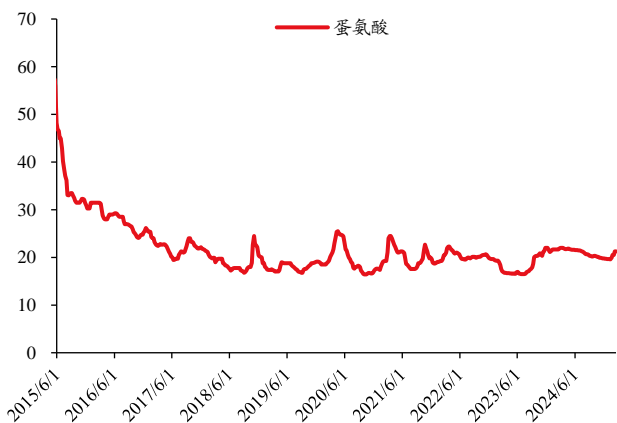
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 134 本周食品及饲料添加剂库存分位数 38%



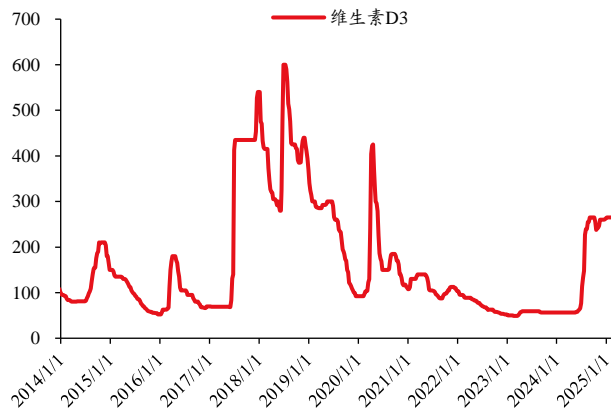
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 135 蛋氨酸本周价格环比持平 (元/千克)



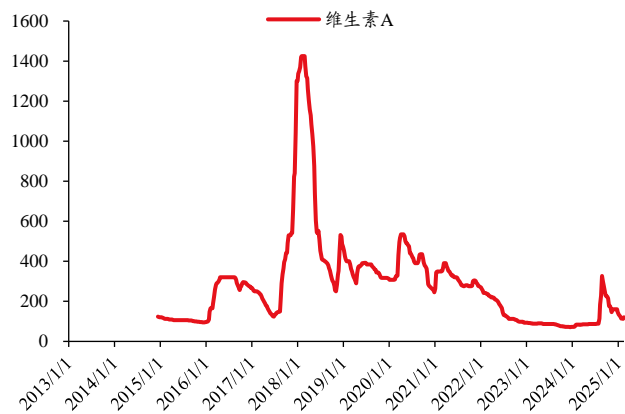
资料来源: 博亚和讯, 华创证券

图表 136 VD₃本周价格环比持平 (元/千克)



资料来源: 博亚和讯, 华创证券

图表 137 VA 本周价格环比上涨 (元/千克)



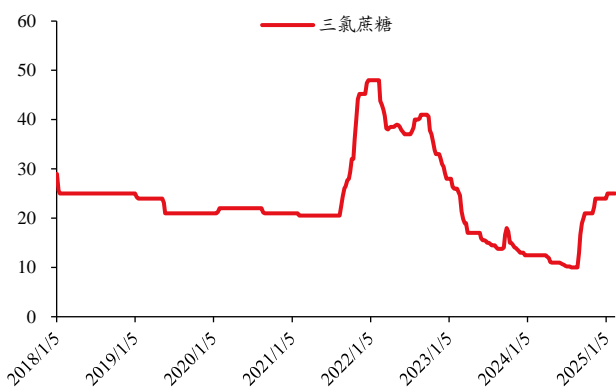
资料来源: 博亚和讯, 华创证券

图表 138 VE 本周价格环比上涨 (元/千克)



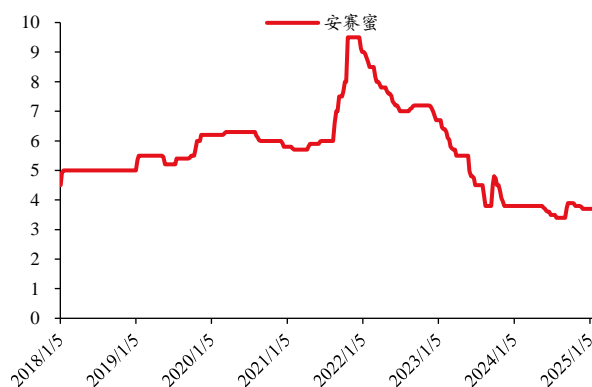
资料来源: 博亚和讯, 华创证券

图表 139 本周三氯蔗糖价格环比持平 (万元/吨)



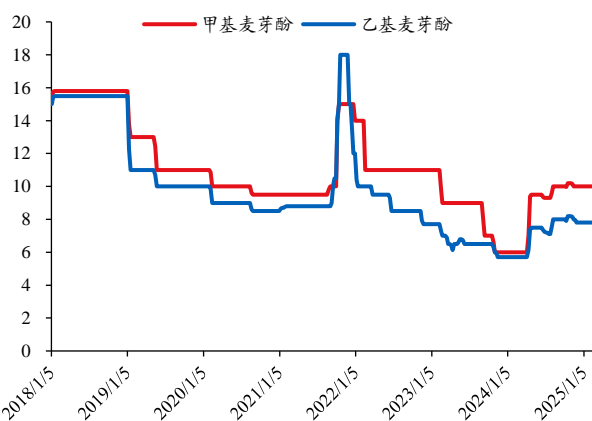
资料来源: 百川资讯, 华创证券

图表 140 本周安赛蜜价格环比持平 (万元/吨)



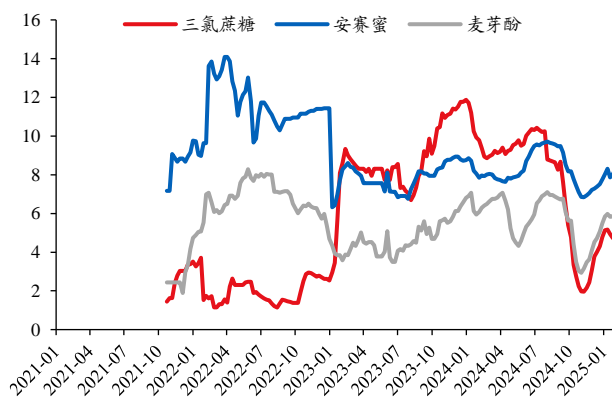
资料来源: 百川资讯, 华创证券

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升 (吨)



资料来源: 百川资讯, 华创证券

四、交易数据

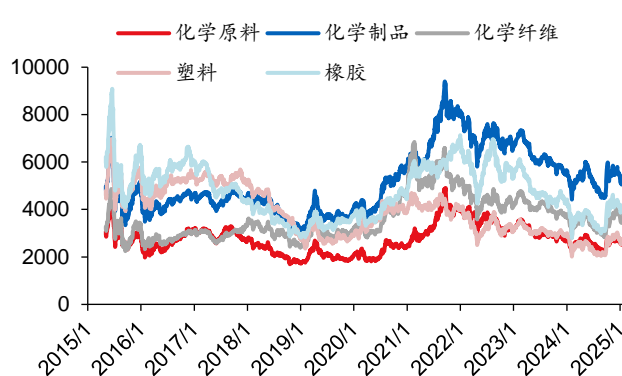
本周(2月8日-2月15日), 申万化工行业指数上涨 1.5%, 跑赢同期上证综合指数 0.2%。申万化工各二级子行业多数上涨, 其中 SW 化学原料上涨 3.8%, SW 化学制品上涨 1.2%, SW 化学纤维上涨 1.0%, SW 塑料上涨 1.3%, SW 橡胶上涨 0.6%。

图表 143 本周申万化工指数上涨



资料来源: Wind, 华创证券

图表 144 本周申万化工二级子行业多数上涨



资料来源: Wind, 华创证券

本周个股涨幅居前的公司为达志科技、航锦科技、杭州高新、先达股份、安诺其；跌幅居前的个股为嘉澳环保、氯碱化工、兴业股份、时代新材、南京化纤；本周换手率居前的个股为科斯伍德、东方材料、安诺其、杭州高新、金奥博。

图表 145 本周涨跌幅居前个股

涨跌排序	代码	股票名称	周涨跌幅(%)	跌幅排序	代码	股票名称	周涨跌幅(%)
1	300530.SZ	达志科技	47.8%	1	603822.SH	嘉澳环保	-10.3%
2	000818.SZ	航锦科技	47.2%	2	600618.SH	氯碱化工	-8.6%
3	300478.SZ	杭州高新	35.1%	3	603928.SH	兴业股份	-7.1%
4	603086.SH	先达股份	23.9%	4	600458.SH	时代新材	-6.3%
5	300067.SZ	安诺其	22.1%	5	600889.SH	南京化纤	-6.2%

资料来源: Wind、华创证券

图表 146 本周换手率偏离较大个股

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
300192.SZ	科斯伍德	30.1%	15.5%	14.6%
603110.SH	东方材料	26.9%	7.2%	19.7%
300067.SZ	安诺其	21.3%	10.7%	10.6%
300478.SZ	杭州高新	19.0%	5.2%	13.8%
002917.SZ	金奥博	18.9%	7.4%	11.5%
000818.SZ	航锦科技	15.1%	3.4%	11.7%
600589.SH	广东榕泰	13.3%	3.5%	9.8%
300684.SZ	中石科技	12.4%	10.4%	2.0%
002741.SZ	光华科技	11.2%	8.2%	3.0%
002094.SZ	青岛金王	10.9%	11.8%	-0.9%

资料来源: Wind、华创证券

图表 147 各行业产品价格差一览

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	上月价差	上月价差	去年同期	近一周	近一月
钛白粉行业											
钛白粉	钛白粉-钛精矿-硫酸	钛白粉-2.3*钛精矿-4*硫酸	元/吨	7722	7522	7458	7842	10167		2.7%	3.5%
化纤											
PET	PET-PTA-MEG	PET-0.855*PTA-0.335*MEG	元/吨	510	599	526	615	583		-14.9%	13.8%
涤纶短纤	涤纶短纤-PTA-MEG	涤纶短纤-0.855*PTA-0.335*MEG	元/吨	1114	1158	1230	1507	628		-5.8%	-5.9%
涤纶POY/低流量	涤纶POY-PTA-MEG	涤纶POY-0.855*PTA-0.335*MEG-1250	元/吨	129	193	60	57	29		93.3%	220.8%
涤纶DTY/低流量	涤纶DTY-PTA-MEG	涤纶DTY-0.855*PTA-0.335*MEG-1750	元/吨	49	118	(30)	107	27		-58.7%	49.1%
涤纶DTY/全流量	涤纶DTY-PTA-MEG	涤纶DTY-0.855*PTA-0.335*MEG-2250	元/吨	354	358	225	632	178		-1.2%	59.0%
PA6	PA6-己内酰胺	PA6-己内酰胺	元/吨	1500	1813	1980	1930	1750		-17.2%	-8.5%
PA66	PA66-己二胺	PA66-0.65*己二胺	元/吨	12221	12208	12306	13187	15000		0.1%	-0.8%
粘胶短纤	粘胶短纤-烧碱-烧碱	粘胶短纤-1.03*烧碱-0.6*32%烧碱/0.32	元/吨	3917	3680	3651	3711	3558		6.4%	0.8%
粘胶长丝	粘胶长丝-棉短绒-烧碱	粘胶长丝-1.4*棉短绒-0.6*32%烧碱/0.32	元/吨	34252	34277	34305	34217	35321		0.1%	-0.1%
氨纶	氨纶-PTMEG-纯MDI	氨纶-0.8*PTMEG-0.2*纯MDI	元/吨	10007	10034	10160	10880	11850		-1.2%	-1.2%
腈纶短纤-丙烯腈	腈纶短纤-丙烯腈	腈纶短纤-0.93*丙烯腈	元/吨	4028	3710	4317	5742	4649		8.6%	-14.1%
电石PVA	PVA-电石-醋酸	PVA-1.86*(1.1*电石+7*醋酸)-0.085*醋酸	元/吨	1953	1950	2004	2131	2688		-0.3%	22.2%
乙酸钠PVA	PVA-电石-醋酸	PVA-1.86*(0.42*乙酸钠+0.71*醋酸)-0.085*醋酸	元/吨	2736	2794	2842	2993	1438		-2.1%	-1.7%
聚氨酯											
聚合MDI价差	聚合MDI-甲苯-甲胺-液氨	聚合MDI-0.78*甲苯-0.2*甲胺-0.3*液氨	元/吨	11060	10853	10630	10096	6908		1.9%	2.1%
纯MDI价差	纯MDI-甲苯-甲胺-液氨	纯MDI-0.78*甲苯-0.2*甲胺-0.3*液氨	元/吨	11738	11617	11152	10946	11058		1.0%	4.2%
TDI价差	TDI-甲苯-液氨	TDI-0.62*甲苯-1.1*液氨	元/吨	9327	9208	8243	7625	11039		1.3%	11.7%
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	972	1056	856	560	942		-8.0%	23.4%
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	872	893	641	475	592		-2.4%	39.4%
环氧乙烷价差	环氧乙烷-乙烯	环氧乙烷-0.73*乙烯	元/吨	2278	2349	2453	1719	1919		-2.1%	-1.0%
环氧丙烷价差	环氧丙烷-丙烯	环氧丙烷-0.85*丙烯	元/吨	1941	1918	2094	2947	3246		1.2%	-8.4%
TPU价差	TPU-聚合MDI-己二胺	TPU-0.31*聚合MDI-0.58*己二胺	元/吨	3416	3436	3712	3904	3232		-0.6%	-7.4%
PTMEG价差	PTMEG-BDO	PTMEG-1.36*BDO	元/吨	2280	2241	2178	1940	3290		1.7%	2.9%
BDO价差	BDO-电石-甲胺	BDO-1.2*电石-2*甲胺	元/吨	2530	2559	2609	2920	3248		-1.1%	-1.9%
石化											
石脑油价差	石脑油-原油	石脑油-原油*7.33	美元/吨	146	135	107	136	126		8.2%	26.3%
汽油价差	汽油-原油	汽油-原油*7.33*汇率	元/吨	4850	4862	4782	3707	4628		-0.3%	1.7%
柴油价差	柴油-原油	柴油-原油*7.33*汇率	元/吨	3306	3318	3224	3233	3294		-0.4%	2.9%
PX价差	PX-石脑油	PX-石脑油	元/吨	193	182	156	311	311		5.6%	2.0%
PTA价差	PTA-PX	PTA-0.66*PX*汇率	元/吨	926	945	930	1022	1149		-2.1%	1.7%
乙烯-石脑油价差	乙烯-石脑油	乙烯-石脑油	美元/吨	210	213	188	231	245		-1.4%	13.5%
乙烯-乙烷价差	乙烯-乙烷	乙烯-乙烷*(7.45*汇率+200)*汇率	元/吨	2697	2165	2514	3017	3552		-2.5%	10.0%
丙烯价差	丙烯-丙烷	丙烯-1.2*丙烷*汇率	元/吨	1367	1368	1357	1404	1499		0.1%	0.9%
聚乙烯价差	HDPE-乙烯	HDPE-乙烯	元/吨	1857	1934	1925	2093	1580		-4.0%	0.5%
乙二醇价差	乙二醇-乙烯	乙二醇-0.6*乙烯	元/吨	878	899	997	856	570		-2.3%	-9.9%
聚酯乙价差	聚酯乙-乙二醇-乙苯	聚酯乙-0.42*乙二醇-0.71*乙苯	元/吨	1250	1181	1050	1030	2286		5.8%	12.5%
EVA价差	EVA-醋酸乙酯-乙烯	EVA-0.2*醋酸乙酯-0.72*乙烯	元/吨	4241	4328	4207	4166	4882		-2.0%	2.6%
聚丙烯价差	PP-丙烯	PP-丙烯	元/吨	800	700	620	870	683		14.3%	12.9%
丙烯酸价差	丙烯酸-丙烯-液氨	丙烯酸-1.05*丙烯-0.5*液氨	元/吨	3260	3388	2287	696	640		-3.8%	48.2%
丙烯酸甲酯价差	丙烯酸-丙烯	丙烯酸-0.72*丙烯	元/吨	3268	3196	3124	2246	1220		2.3%	2.3%
丙烯酸丁酯价差	丙烯酸-丁醇	丙烯酸-0.6*丁醇-0.6*正丁醇	元/吨	1022	1000	936	478	1040		2.2%	6.8%
丁二烯价差	丁二烯-C4	丁二烯-C4	元/吨	7103	7254	6933	5266	4992		-2.1%	4.6%
丁腈价差	丁腈-C4	丁腈-C4	元/吨	2023	2693	2026	2026	2775		-0.9%	-5.2%
顺酐价差	顺酐-C4	顺酐-1.1*C4	元/吨	8	561	312	312	2248		-10.0%	-25.4%
MTBE价差	MTBE-C4	MTBE-0.4*正丁醇-0.36*甲醇	元/吨	1246	1539	1485	1485	1399		-19.0%	2.6%
丁醇价差	正丁醇-丙烯	正丁醇-0.62*丙烯	元/吨	3183	2991	2869	3404	4612		6.4%	4.3%
辛醇价差	辛醇-丙烯	辛醇-0.7*丙烯	元/吨	3215	3035	2875	4844	7508		5.9%	5.6%
氟化工											
HF	HF-萤石	HF-2.2*萤石-2.72*硫酸	元/吨	1681	1681	1541	1782	1768		0.0%	9.1%
R22	R22-三氟甲烷-HF	R22-1.5*三氟甲烷-0.5*HF	元/吨	25363	25363	24913	23063	12600		0.0%	1.8%
R32	R32-二氟甲烷-HF	R32-1.8*二氟甲烷-0.85*HF	元/吨	29503	29665	29624	24828	8203		-0.5%	-0.4%
R134a	R134a-三氟乙烷-HF	R134a-1.4*三氟乙烷-0.8*HF	元/吨	30045	30106	28286	24777	17350		-0.2%	6.2%
R125	R125-五氟乙烷-HF	R125-1.41*五氟乙烷-0.86*HF	元/吨	26969	27251	21337	21318	21834		-1.0%	2.6%
PVDF	PVDF-R142b	PVDF-1.67*1.07*R142b	元/吨	25516	22516	18516	15616	30390		13.3%	13.3%
PTFE	PTFE-R22	PTFE-1.8*R22	元/吨	-21000	-21000	-20100	-15600	7700		0.0%	-4.5%
6F	6F-四氟化硅	6F-0.26*四氟化硅-2.4*HF	元/吨	16231	15997	9453	19222	17922		1.5%	1.3%
硅化工											
工业硅	工业硅-硅石	工业硅-2.8*硅石	元/吨	9294	9294	9294	10264	13354		0.0%	0.0%
三氯氢硅	三氯氢硅-工业硅	三氯氢硅-0.23*工业硅	元/吨	931	931	931	708	1297		0.0%	0.0%
有机硅DMC	有机硅DMC-工业硅	有机硅DMC-0.5*工业硅	元/吨	7915	7215	7315	6730	7685		9.7%	8.2%
沉淀白炭黑	沉淀白炭黑-硅石-烧碱	沉淀白炭黑-0.97*硅石-0.48*烧碱	元/吨	3980	3980	3923	3545	3545		0.0%	0.0%
改性塑料											
BOPP-18μ	BOPP-PP	BOPP-0.99*PP	元/吨	2017	2011	1971	1913	2241		0.3%	2.3%
PBAT	PBAT-PTA-AA-BDO	PBAT-0.634PTA-0.36*AA-0.6*BDO	元/吨	280	308	264	636	50			6.1%
煤化工											
合成氨	合成氨-无烟煤	合成氨-1.5*无烟煤	元/吨	1000	927	1060	1311	1146		7.9%	-12.5%
甲醇	甲醇-动力煤	甲醇-2.25*动力煤	元/吨	981	979	1026	584	624		0.2%	-4.6%
二甲醚	二甲醚-甲醇	二甲醚-1.4*甲醇	元/吨	-153	-178	-275	94	-109		13.9%	35.2%
醋酸	醋酸-甲醇	醋酸-0.55*甲醇	元/吨	1436	1422	1353	1249	1694		1.0%	5.1%
醋酸甲酯	醋酸-甲醇	醋酸-0.68*甲醇	元/吨	2815	2836	2771	2771	3674		-0.7%	2.4%
焦炭	焦炭-煤焦油	焦炭-1.65*煤焦油	元/吨	973	985	1148	1703	1112		-1.2%	-14.2%
DMF	DMF-甲醇	DMF-1*甲醇-0.35*合成氨	元/吨	796	775	555	654	1344		2.7%	39.8%
尿素	尿素-无烟煤	尿素-1.0*无烟煤	元/吨	802	763	750	883	1346		3.2%	1.7%
乙二胺	乙二胺-焦炭	乙二胺-1.5*焦炭+2.4*无烟煤	元/吨	1698	1661	1757	1292	1349		2.2%	-5.5%
双氧水	双氧水-220*合成气	双氧水-220*合成气(无烟煤/1500+0.1)	元/吨	405	412	434	467	524		-1.7%	-5.1%
烧碱	烧碱-电石	烧碱-2.7*电石	元/吨	623	562	357	1159	755		10.9%	57.4%
氯碱											
PVC-电石法	PVC-电石	PVC-1.4*电石-0.85*盐酸	元/吨	479	428	308	401	574		12.0%	38.8%
PVC-乙烯法	PVC-乙烯	PVC-0.5*乙烯	元/吨	1396	1411	1418	1558	1864		-1.1%	-0.5%
烧碱(折百)	烧碱-原盐	烧碱(折百)-1.65*原盐	元/吨	3736	3688	3456	3079	2647		1.3%	6.7%
联碱法	纯碱+氯化铵-原盐-动力煤	纯碱+1.2*氯化铵-1.2*原盐-0.3*动力煤-0.35*液氨	元/吨	3779	4074	365	231	1185		6.9%	11.6%
氨碱法	纯碱-原盐-动力煤	纯碱-1.5*原盐-0.48*动力煤-1.5*石灰石	元/吨	568	565	563	563	1223		0.7%	0.3%
BDO	BDO-电石	BDO-1.2*电石-2*甲胺	元/吨	2572	2534	2502	2612	3135		1.5%	1.3%
化肥											
尿素	尿素-无烟煤	尿素-1.0*无烟煤	元/吨	802	763	750	883	1346		5.2%	1.7%
磷酸一铵	磷酸一铵-磷矿-硫酸-合成氨	磷酸一铵-1.8*磷矿-0.4*硫酸-0.13*合成氨	元/吨	203	224	212	330	510		-2.2%	5.7%
磷酸二铵	磷酸二铵-磷矿-硫酸-合成氨	磷酸二铵-1.9*磷矿-0.45*硫酸-0.15*合成氨	元/吨	343	366	575	719	1006		-6.2%	-36.4%
复合肥	复合肥-尿素-磷酸一铵-氯化钾	复合肥-0.2*尿素-0.35*磷酸一铵-0.3*氯化钾	元/吨	545	560	567	531	624		-2.7%	-1.2%
磷化工											
磷酸一铵	磷酸一铵-磷矿-硫酸-合成氨	磷酸一铵-1.8*磷矿-0.4*硫酸-0.13*合成氨	元/吨	203	224	212	330	510		-2.2%	5.7%
磷酸二铵	磷酸二铵-磷矿-硫酸-合成氨	磷酸二铵-1.9*磷矿-0.45*硫酸-0.15*合成氨	元/吨	343	366	575	719	1006		-6.2%	-36.4%
磷酸	磷酸-磷矿	磷酸-2.8*磷矿	元/吨	3933	3933	3933	4050	3896		0.8%	0.0%
黄磷	黄磷-焦炭-磷矿	黄磷-1.9*焦炭-1.4*磷矿	元/吨	6460	6260	6115	5954	5571		3.2%	2.4%
磷酸铁	磷酸铁-磷酸铁-磷矿	磷酸铁-2*磷酸铁	元/吨	722	662	663	732	226		0.2%	0.2%
磷酸铁锂	磷酸铁-工业-净化磷酸-硫酸亚铁	磷酸铁-0.75*工业-1*净化磷酸-2.5*硫酸亚铁-0.42*双氧水	万元/吨	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5		-0.1%	0.3%
磷酸铁锂	磷酸铁-磷酸铁-硫酸锂	磷酸铁锂-0.95*磷酸铁-0.25*硫酸锂	万元/吨	0.6	0.6	0.6	0.4	0.5		1.3%	0.1%
草甘膦											
草甘膦	草甘膦-甲醇-多聚甲醛-三乙胺-液氨-黄磷-氢甲甘氨酸	草甘膦-1.32*甲醇-0.49*多聚甲醛-0.015*三乙胺-1.17*液氨-0.35*黄磷-1*氢甲甘氨酸	元/吨	62	(74)	(477)	667	13312		-210.6%	-117.1%

资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

五、风险提示

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：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
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
	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