

基础化工行业周报（20250303-20250309）

关注新疆煤化工资本开支及 EPC 招标进程

- 2025 年有望成为此轮新疆煤化工项目 EPC 招标元年。**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。2024 年开始至今，新疆煤化工多个重点项目如国能哈密煤制油项目、三个国家发改委预审赋码通过的煤制气项目、山能化工煤制烯烃等均进入设计阶段，2025 年有望密集进入 EPC 招标。近期国家能源局发布《2025 年能源工作指导意见》，其中提出大力提升能源安全保障能力，夯实能源安全保障基础，特别提到推进煤制油气重大项目建设，我们判断从国家政策和企业动向来看，2025 年有望成为此轮新疆煤化工 EPC 招标元年，相关标的：东华科技、三维化学、中国化学，中石化炼化工程等。
- 本周乙二胺、硫磺、乙烷涨幅居前。**1) 乙二胺 (+13.6%)：本周乙二胺市场均价为 1.3 万元/吨，环比+13.6%。从供应看，乙二胺某检修工厂恢复开工，装置开工不满，场内其他工厂开工稳定，多交付前期订单，市场供应偏紧；从需求看，下游订单拿货积极性尚可，市场交投氛围良好；2) 硫磺 (+13.4%)：本周硫磺市场均价为 1972.6 元/吨，环比+13.4%。中石化各地区资源点继续大幅挺涨，长江港口现货价格连日猛涨，给国产炼厂涨价提供强力支撑，叠加下游用户积极采购，各地区资源点库存低位，价格自然调涨跟进；3) 乙烷 (+8.8%)：本周乙烷市场均价为 29.3 美分/加仑，环比+8.8%。国产气方面，因前期价格不断上涨后，下游承接乏力，且周初雨雪天气影响下，运输半径减少，厂家出货阻力增加，市场重心走跌，随后下游买涨不买跌情绪滋生后，接货情绪愈发低迷。
- 关注有机硅行业：短期联合减产叠加旺季将至，中长期供需格局改善中。**1) 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。2) 本周 AI 赋能机器人成为市场热点。有机硅材料在机器人中的应用主要体现在关节密封以及硅胶填充物上，其中亲肤/人用硅胶主要为高温液体胶，国内供应商主要为新安股份、合盛硅业、东岳硅材、兴发集团等；密封和胶黏剂主要供应商为硅宝科技、回天新材等。3) 供需：中期来看，本轮新产能已经投放完毕，25 年行业无新增产能；而下游如硅油、硅橡胶、硅树脂等需求端增长强劲，此外如新能源车、光伏等需求提升也将显著带来有机硅的需求增长，我们看好有机硅行业格局有望优化。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)

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：wuyu1@hcyjs.com
执业编号：S0360524010002

联系人：陈俊新

邮箱：chenjunxin@hcyjs.com

联系人：王玉

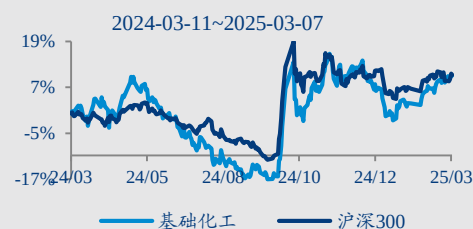
邮箱：wangyu5@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	486	0.06
总市值(亿元)	43,312.13	4.31
流通市值(亿元)	38,299.03	4.79

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	4.4%	29.4%	13.1%	
相对表现	3.1%	7.3%	1.4%	



相关研究报告

《新疆周报（20250224-20250302）：《2025 年能源工作指导意见》发布：推进煤制油气重大项目建设》

2025-03-03

《能源周报（20250224-20250302）：多空交织，本周油价震荡下行》

2025-03-02

《基础化工行业周报（20250224-20250302）：看好

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。

国产轮胎的消费者认知及品牌逐步提升；关注春耕需求拉动下的化肥板块行情》

2025-03-02

- ❑ 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.....	18
（一）行业跟踪—轮胎：原材料高位回落，海运费下降明显	18
（二）行业跟踪—农化：近期粮价企稳，海外磷肥价格反弹	22
（三）行业跟踪—磷化工：政策利好出台，关注磷化工行业格局变化.....	29
（四）行业跟踪—煤化工：关注新疆煤化工的产业投资机会	35
（五）行业跟踪—氯碱：近期烧碱价格呈上涨趋势	40
（六）行业追踪—聚氨酯：本周聚合 MDI 及 TDI 价格下跌.....	45
（七）行业追踪—民营大炼化：本周原油价格下跌，PX 价格下跌	48
（八）行业追踪—C2、C3 及 C4：本周乙烯价格下跌，丙烯价格上涨.....	50
（九）行业追踪—钛白粉：本周钛白粉价格上涨	54
（十）行业跟踪—化纤：本周涤纶长丝价格下降	56
（十一）行业跟踪—氟化工：本周制冷剂 R32 价格上涨.....	59
（十二）行业追踪—硅化工：本周工业硅价格下跌	62
（十三）行业跟踪—改性塑料：本周市场平稳运行	64
（十四）行业追踪—食品及饲料添加剂：本周 VA 价格下跌，VE 价格下跌.....	66
四、交易数据.....	70
五、风险提示.....	72

图表目录

图表 1	本周华创化工行业指数 86.11，环比-0.02%，同比-11.31%	13
图表 2	行业价差百分位为过去 10 年的 2.68%，环比-0.90%	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下行（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	16
图表 10	本周价差涨跌幅居前的品种	17
图表 11	本周开工率最高/涨幅居前的品种	17
图表 12	中国出口集装箱运费变化	21
图表 13	泰国出口集装箱运费变化	21
图表 14	本周华创化工轮胎原材料指数环比-0.67%	21
图表 15	本周天然橡胶价格环比下降	21
图表 16	本周炭黑价格持平	22
图表 17	本周国内半钢胎/全钢胎开工率环比上行/上行	22
图表 18	国内乘用车 1 月销量同比+0.83%	22
图表 19	国内商用车 1 月销量同比-10.35%	22
图表 20	本周化肥价格分位数 39.2%，价差分位数 23.7%	26
图表 21	本周化肥库存分位数 31.9%，平均开工率 68.93%	26
图表 22	本周农药价格分位数 0%	27
图表 23	本周农药库存分位数 67%	27
图表 24	本周农药原药指数环比上涨	27
图表 25	本周除草剂指数环比上涨	27
图表 26	本周杀虫剂原药指数环比上涨	27
图表 27	本周杀菌剂指数环比上涨	27
图表 28	本周草甘膦价格环比持平（万/吨）	28
图表 29	本周菊酯价格环比持平（万/吨）	28
图表 30	代森锰锌价格环比持平（万/吨）	28
图表 31	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）	28
图表 32	本周尿素价格下行（元/吨）	28
图表 33	本周磷酸一铵价格上行（元/吨）	28

图表 34	本周磷酸二铵价格小幅上行（元/吨）	29
图表 35	本周复合肥价格上行（元/吨）	29
图表 36	本周钾肥价格上行（元/吨）	29
图表 37	本周氯化铵价格上行（元/吨）	29
图表 38	本周磷化工价格分位数 37.5%，价差分位数 17.8%.....	33
图表 39	本周磷化工库存分位数 31.9%，平均开工率 46.88%.....	33
图表 40	本周磷矿石价格企稳（元/吨）	34
图表 41	本周黄磷市场价格上行（元/吨）	34
图表 42	本周磷酸价格企稳（元/吨）	34
图表 43	本周磷酸氢钙价格上行（元/吨）	34
图表 44	本周磷酸铁价格企稳（万元/吨）	34
图表 45	本周磷酸铁锂价格企稳（万元/吨）	34
图表 46	本周工业一铵价格上行（元/吨）	35
图表 47	本周磷酸铁开工率小幅上行，磷酸铁锂开工率上行	35
图表 48	本周煤化工行业价格/价差分位数分别为 25.6%/26.4%.....	39
图表 49	本周煤化工库存分位数为 51.5%，平均开工率为 63.75%.....	39
图表 50	本周尿素价格环比下行（元/吨）	39
图表 51	本周合成氨价格环比上行（元/吨）	39
图表 52	本周甲醇价格环比上行（元/吨）	39
图表 53	本周 DMF 价格下行（元/吨）	39
图表 54	本周二甲醚价格环比下行（元/吨）	40
图表 55	本周炭黑价格环比上行（元/吨）	40
图表 56	本周醋酸价格环比下行（元/吨）	40
图表 57	本周醋酸库存环比上行（天）	40
图表 58	本周氯碱价格分位数 11.3%，价差分位数 20.0%.....	43
图表 59	本周氯碱库存分位数 48.1%；平均开工率 80.28%.....	43
图表 60	本周电石法 PVC 价格下行（元/吨）	43
图表 61	本周乙烯法 PVC 价格下行（元/吨）	43
图表 62	本周片碱（烧碱）价格下行（元/吨）	44
图表 63	本周山东地区纯碱价格（联碱法）下行（元/吨）	44
图表 64	本周纯碱开工率下行	44
图表 65	本周纯碱库存减少（万吨）	44
图表 66	本周浮法玻璃日熔量增加（万吨/日）	44
图表 67	本周浮法玻璃库存增加（天）	44
图表 68	本周 PVC 库存上行（万吨）	45

图表 69	本周电石库存上行（万吨）	45
图表 70	本周聚氨酯板块价格分位数 13%，价差分位数 23%	47
图表 71	本周聚氨酯板块库存分位数 30%	47
图表 72	本周聚合 MDI 价格下跌（元/吨）	47
图表 73	本周纯 MDI 价格下跌（元/吨）	47
图表 74	本周 TDI 价格下跌（元/吨）	47
图表 75	本周软泡聚醚价格下跌（元/吨）	47
图表 76	本周石化板块价格/价差分位数分别 32%/27%	49
图表 77	本周石化板块库存分位数 40%	49
图表 78	本周国际原油价格下跌（美元/桶）	49
图表 79	本周石脑油-原油价差收窄（美元/吨）	49
图表 80	本周汽油价差扩宽（元/吨）	50
图表 81	本周柴油价差扩宽（元/吨）	50
图表 82	本周 PX 价差持平（美元/吨）	50
图表 83	本周乙烯价差扩宽（美元/吨）	50
图表 84	上周美国炼厂开工率下滑（%）	50
图表 85	上周 EIA 商业原油库存上升（百万桶）	50
图表 86	本周乙烯-石脑油价差扩宽（元/吨）	52
图表 87	本周乙烯-乙烷价差收窄（元/吨）	52
图表 88	本周乙二醇价格下跌（元/吨）	52
图表 89	本周环氧乙烷价格持平（元/吨）	52
图表 90	本周 PDH 价差扩宽（元/吨）	54
图表 91	本周丙烯酸价格下跌（元/吨）	54
图表 92	本周丙烯酸丁酯价格下跌（元/吨）	54
图表 93	本周丁酮价格下跌（元/吨）	54
图表 94	本周钛白粉板块价格分位数 47%，价差分位数 8.2%	55
图表 95	本周钛白粉库存分位数 71%、开工率为 81%	55
图表 96	本周钛白粉价格上涨（元/吨）	56
图表 97	本周钛精矿价格不变（元/吨）	56
图表 98	本周化纤板块价格分位数 29.8%，价差分位数 42.3%	57
图表 99	本周化纤库存分位数 60.6%	57
图表 100	本周 PTA 价格下滑	57
图表 101	本周涤纶长丝 POY 价格持平	57
图表 102	本周粘胶长丝价格持平	57
图表 103	本周粘胶短纤价格持平	57

图表 104	本周氨纶价格提升	58
图表 105	本周涤纶短纤价格持平	58
图表 106	本周涤纶长丝 POY 库存天数提升	58
图表 107	本周粘胶短纤库存天数提升	58
图表 108	本周氨纶库存天数提升	58
图表 109	本周涤纶长丝开工率提升	58
图表 110	本周粘胶短纤开工率持平	59
图表 111	本周氨纶开工率提升	59
图表 112	本周织造开工率提升	59
图表 113	本周坯布库存持平	59
图表 114	本周氟化工板块价格分位数 54%，价差分位数 45%.....	61
图表 115	本周氟化工板块库存天数分位数 48%，开工率指数 44%.....	61
图表 116	本周萤石价格不变（元/吨）	61
图表 117	本周 R22 价格不变（元/吨）	61
图表 118	本周 R32 价格上涨（元/吨）	62
图表 119	本周 R125 价格不变（元/吨）	62
图表 120	本周 R134a 价格不变（元/吨）	62
图表 121	本周 PVDF 价格不变（元/吨）	62
图表 122	本周硅化工板块价格分位数 15%，价差分位数 18%.....	64
图表 123	本周硅化工库存天数分位数 54%，开工率指数 48%.....	64
图表 124	本周金属硅价格下降（元/吨）	64
图表 125	本周有机硅 DMC 价格不变（元/吨）	64
图表 126	本周普通级三氯氢硅价格不变（元/吨）	64
图表 127	本周沉淀法白炭黑价格不变（元/吨）	64
图表 128	本周 PBAT 价格持平（元/吨）	66
图表 129	本周 BOPP-18 μ 价格环比下滑（元/吨）	66
图表 130	本周 PC/ABS 价格环比下滑（元/吨）	66
图表 131	本周 LDPE 价格环比下滑（元/吨）	66
图表 132	本周食品及饲料添加剂价格分位数 16%.....	69
图表 133	本周食品及饲料添加剂库存分位数 48%.....	69
图表 134	蛋氨酸本周价格环比下跌（元/千克）	69
图表 135	VD ₃ 本周价格环比持平（元/千克）	69
图表 136	VA 本周价格环比下跌（元/千克）	70
图表 137	VE 本周价格环比下跌（元/千克）	70
图表 138	本周三氯蔗糖价格环比持平（万元/吨）	70

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

一、投资策略

本周华创化工行业指数 86.11，环比-0.02%，同比-11.31%；行业价格百分位为过去 10 年的 27.02%，环比-0.01%；行业价差百分位为过去 10 年的 2.68%，环比-0.90%；行业库存百分位为过去 5 年的 94.29%，环比+0.57%；行业开工率为 68.03%，环比+1.77%。本周价差涨幅居前的品种有：顺酐价差(+288.7%)、涤纶 FDY 现金流(+137.1%)、涤纶 POY 现金流(+76.3%)、PET(+14.2%)、腈纶短纤(+12.5%)；本周价差跌幅居前的品种有：丙烯腈价差(-61.5%)、二甲醚(-53.8%)、磷酸二铵(-42.2%)、DMF(-39.8%)、丙烯酸丁酯价差(-17.5%)。本周库存分位最低的五大品种：磷酸一铵(0.0%)、磷酸铁(0.4%)、聚四氟乙烯(0.6%)、丙烯腈(1.4%)、新戊二醇(5.2%)；本周库存分位跌幅居前的品种有：丙烯酸(-17.7%)、丙烯酸丁酯(-8.4%)、PTA(-7.9%)、液碱(-5.9%)、涤纶短纤(-4.2%)。本周开工率最高的五大品种：敌草隆(253.1%)、吡虫啉(198.8%)、辛醇(115.9%)、石脑油(107.0%)、百草枯(104.5%)；本周开工率提升居前的品种有：敌草隆(+183.7pct)、吡虫啉(+139.8pct)、百草枯(+48.2pct)、氯化钾(+42.6pct)、DMF(+10.0pct)。

赛轮轮胎同小米汽车合作开发赛道高性能轮胎，看好国产轮胎的品牌提升逐步兑现在估值端。2月27日晚小米发布SU7 Ultra量产车，引发市场广泛关注，同期赛轮集团公众号发布其与小米汽车合作，开发赛道高性能轮胎Podium Track PT01，现已在“小米有品”官方商城上线，定价2450元/条。复盘外资轮胎的品牌发展历史，依托本土汽车工业的发展并实现中高端配套是提升轮胎品牌的重要路径。对标本次发布会SU7 Ultra配套的为倍耐力P-Zero第五代高性能轮胎，公司虽未直接配套，但和小米汽车的合作研发及赛道高性能产品落地彰显了公司的产品力及研发实力，公司高性能产品实力得到背书。结合近期公司拟增资并控股华东汽车试验场，未来预期将进一步在轮胎性能研发及配套等方面发力，我们看好公司与小米等主机厂的合作持续推进，后续有望推动新车配套落地等更多进展。轮胎作为汽车唯一的品牌外露零部件，且作为重要的安全件，外资企业多年积累的品牌认知根深蒂固，并伴随巨大的品牌溢价。依托中国汽车品牌的逐步觉醒，结合国产轮胎品质已到位及国货意识觉醒的大背景，我们看好国产轮胎的消费者认知会逐步提升，估值端有望得到兑现。

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。

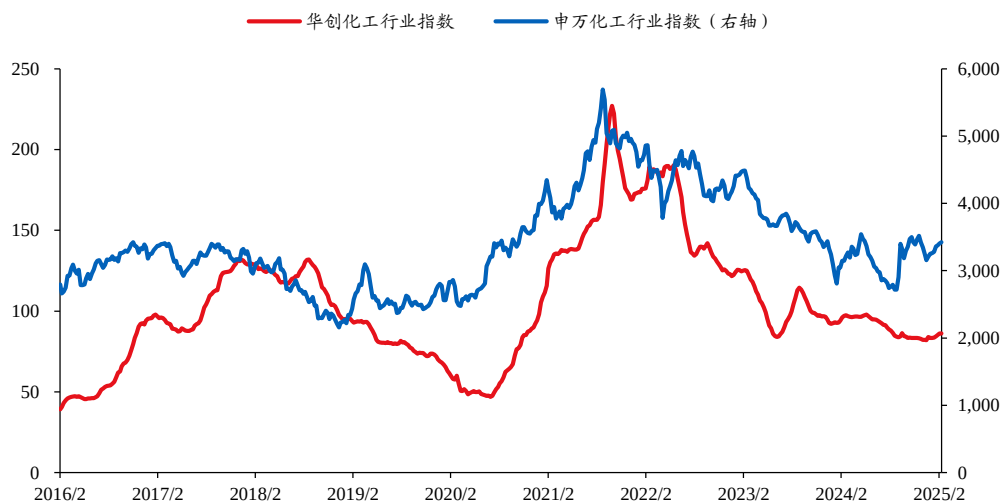
为资源再定价，这是一个方向性的选择。以2020年为元年起点。展望未来的5-10年，我们需要做一个方向性的判断：资源端优势将会凸显并且放大。随着碳中和、能耗双控、产能指标各种供给端控制措施的联合限制，我们将看到一些资源禀赋布局领先的企业，尤其是地方国企，在煤化工、盐化工、磷化工等传统行业或者在工业硅、电石等产能逐渐资源属性化的行业，都会展现出更强的竞争优势。而依托于较好资源禀赋的国企，在近年来逐渐深化的国企改革中也有望焕发更强的生命力。

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

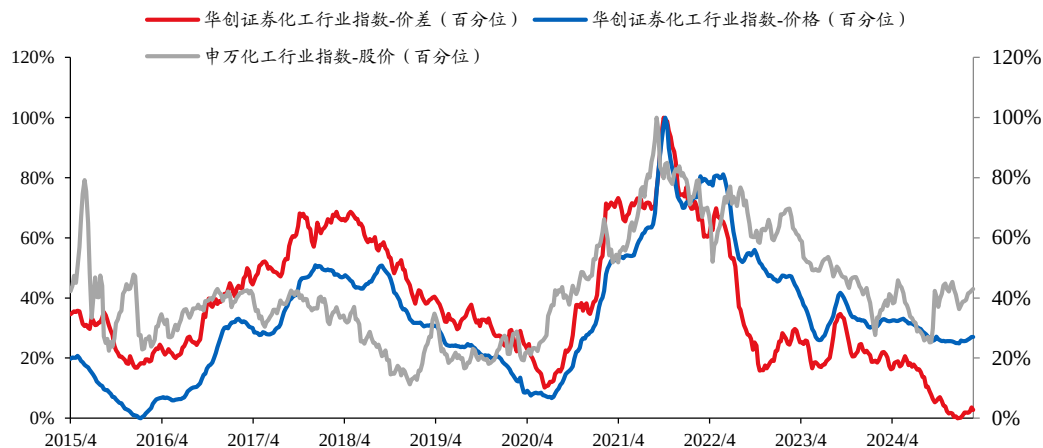
本周华创化工行业指数 **86.11**，环比-0.02%，同比-11.31%；行业价格百分位为过去 10 年的 27.02%，环比-0.01%；行业价差百分位为过去 10 年的 2.68%，环比-0.90%；行业库存百分位为过去 5 年的 94.29%，环比+0.57%；行业开工率为 68.03%，环比+1.77%。

图表 1 本周华创化工行业指数 86.11，环比-0.02%，同比-11.31%



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 2.68%，环比-0.90%



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	贵金属	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
2025/3/8	27.02%	26.65%	32.21%	25.64%	14.53%	29.85%	11.29%	37.46%	53.87%	15.14%	39.23%	46.51%	0.12%	16.37%
2025/3/1	27.03%	26.65%	33.09%	25.78%	13.85%	30.32%	11.06%	36.59%	53.74%	15.16%	37.96%	46.04%	0.00%	16.66%
2025/2/22	26.52%	26.35%	33.83%	24.79%	14.36%	30.98%	11.15%	35.59%	52.30%	15.39%	33.43%	44.34%	0.14%	17.00%
2025/2/15	26.16%	26.13%	34.17%	23.72%	14.57%	31.28%	11.15%	35.35%	52.11%	15.39%	31.22%	43.21%	0.30%	17.00%
2025/2/8	25.72%	25.87%	34.00%	23.18%	14.75%	30.92%	11.17%	35.03%	52.04%	15.02%	29.90%	42.45%	0.42%	17.05%
2025/2/1	25.62%	25.81%	33.62%	23.29%	14.48%	30.84%	11.34%	35.00%	51.84%	15.02%	30.00%	42.45%	0.43%	17.30%
2025/1/25	25.61%	25.81%	33.55%	23.29%	14.46%	30.89%	11.09%	35.23%	51.84%	15.02%	30.25%	42.45%	0.42%	17.30%
2025/1/18	25.88%	25.96%	34.53%	23.20%	14.34%	30.93%	10.52%	36.08%	50.36%	15.07%	31.29%	42.45%	0.45%	17.81%

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
2025/3/8	2.68%	26.06%	26.71%	26.40%	22.77%	42.27%	20.00%	17.85%	44.67%	18.20%	23.71%	8.25%
2025/3/1	3.58%	26.31%	26.76%	27.12%	23.16%	40.32%	20.24%	18.45%	44.65%	18.19%	25.53%	9.96%
2025/2/22	2.10%	25.89%	27.22%	24.81%	23.55%	38.52%	21.14%	18.12%	43.78%	18.37%	24.52%	10.94%
2025/2/15	1.80%	25.80%	27.76%	22.95%	24.14%	38.66%	20.97%	18.12%	44.82%	18.37%	24.02%	10.94%
2025/2/8	1.84%	25.81%	28.61%	22.27%	24.38%	39.62%	20.81%	18.11%	44.77%	17.80%	24.42%	8.04%
2025/2/1	1.90%	25.83%	28.94%	22.47%	23.77%	39.30%	20.42%	18.25%	44.69%	17.80%	25.18%	8.04%
2025/1/25	0.87%	25.54%	27.50%	22.49%	23.75%	39.60%	20.06%	18.46%	44.69%	17.80%	25.28%	7.12%
2025/1/18	0.14%	25.33%	26.95%	22.35%	23.18%	39.24%	19.17%	19.81%	42.88%	17.88%	27.21%	7.12%

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
2025/3/8	94.29%	46.38%	40.05%	51.49%	29.71%	60.58%	48.06%	31.87%	47.82%	54.13%	31.86%	71.07%	66.93%	47.79%
2025/3/1	93.72%	46.23%	40.02%	51.22%	27.99%	58.93%	49.20%	38.50%	45.79%	53.48%	38.25%	70.30%	59.81%	45.06%
2025/2/22	94.08%	46.32%	40.74%	53.54%	27.44%	58.41%	48.72%	38.90%	44.00%	52.83%	39.68%	72.04%	59.46%	41.40%
2025/2/15	92.85%	46.00%	40.42%	52.95%	29.12%	56.14%	49.03%	38.28%	42.17%	54.07%	41.19%	72.25%	59.86%	37.87%
2025/2/8	92.15%	45.81%	40.91%	52.70%	30.95%	54.60%	48.84%	37.64%	40.73%	53.44%	41.33%	72.41%	59.74%	36.66%
2025/2/1	80.01%	42.59%	36.78%	48.66%	36.08%	44.95%	43.96%	36.71%	38.27%	46.04%	38.22%	70.62%	59.59%	35.52%
2025/1/25	64.56%	38.49%	34.16%	40.94%	34.85%	40.94%	35.22%	29.29%	40.01%	46.16%	33.30%	69.27%	52.61%	28.51%
2025/1/18	64.16%	38.39%	32.00%	42.74%	35.06%	41.45%	35.60%	31.75%	39.58%	45.66%	33.74%	69.14%	48.39%	27.87%

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
2025/3/8	87.49%	68.03%	76.77%	63.75%	72.37%	81.53%	80.28%	46.88%	44.50%	47.55%	68.93%	81.14%	69.98%	74.98%
2025/3/1	71.84%	66.27%	76.98%	62.34%	71.78%	81.11%	80.32%	47.02%	41.48%	47.93%	62.63%	80.23%	47.69%	73.68%
2025/2/22	64.68%	65.46%	77.29%	61.37%	72.27%	79.97%	79.32%	45.28%	39.77%	47.13%	62.83%	77.57%	47.69%	70.58%
2025/2/15	58.89%	64.80%	77.75%	61.34%	73.62%	78.50%	79.33%	40.79%	37.20%	49.46%	60.67%	77.50%	46.18%	67.23%
2025/2/8	48.96%	63.68%	77.88%	60.85%	73.34%	75.72%	79.59%	36.98%	36.21%	46.92%	60.32%	75.43%	42.59%	66.17%
2025/2/1	49.97%	63.80%	77.81%	60.61%	74.45%	73.19%	79.41%	38.06%	35.47%	47.36%	59.99%	75.17%	47.82%	66.92%
2025/1/25	56.67%	64.55%	77.80%	61.61%	72.94%	73.47%	79.99%	41.49%	37.87%	48.12%	59.81%	78.66%	49.82%	67.66%
2025/1/18	63.43%	65.32%	76.28%	62.28%	71.58%	77.00%	80.09%	44.04%	37.09%	49.14%	60.28%	78.56%	51.19%	74.45%

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下行（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：欧佩克+增产计划打压，国际油价震荡下跌。周初，美国将撤销雪佛龙在委内瑞拉运营的许可，加之市场关注美国对加墨加征关税对供应端影响，供应受限担忧情绪支撑油价上涨，美油回至 70 关口上方。周中后期，伊拉克很快恢复库尔德斯坦地区石油出口，欧佩克+声明称确定从 4 月开始增产，供应增加预期打压，加之美国对加墨加征关税政策生效，以及美国关税政策引发的贸易冲突，可能抑制经济活动和能源需求，同时上周美国原油库存激增，多重利空因素施压下，国际油价连跌四个交易日，美油、布油相继跌破 70 关口。

动力煤：下游买货积极性难提，动力煤市场价格走跌。产地方面：本周随着重要会议召开，煤矿高度重视安全问题，有少部分煤矿停产检修，还有少数煤矿因搬家倒面短期停产，煤炭供应量略有收缩，但多数煤矿保持正常生产，整体供应情况较为稳定。终端需求未有明显提升，下游维持刚需采买节奏，厂家及贸易商出货效果不佳，各环节库存高位运行，市场观望情绪较浓，暂无利好因素提振，多数煤矿降低市场报价促进出货，有个别煤矿销售情况良好，排队车辆较多，报价窄幅上行。现阶段供大于求，利空影响较多，煤炭市场价格涨跌互现，跌势为主。

根据我们的数据库，本周价格涨幅居前的品种有：乙二胺(+13.6%)、硫磺(+13.4%)、乙烷(+8.8%)、丙草胺(+7.1%)、工业一铵(+4.2%); 本周价格跌幅居前的品种有：丙烯腈(-8.7%)、维生素 A(-5.6%)、丙环唑(-5.3%)、DMF(-5.0%)、石脑油(-4.4%)。

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	乙二胺	13.6%	1.3	1.1	万元/吨	1	丙烯腈	-8.7%	9020.0	9880.0	元/吨
2	硫磺	13.4%	1972.6	1740.0	元/吨	2	维生素 A	-5.6%	104.8	111.0	元/千克
3	乙烷	8.8%	29.3	26.9	美分/加仑	3	丙环唑	-5.3%	7.2	7.6	万元/吨
4	丙草胺	7.1%	3.8	3.5	万元/吨	4	DMF	-5.0%	3970.8	4180.0	元/吨
5	工业一铵	4.2%	6260.7	6007.1	元/吨	5	石脑油	-4.4%	632.7	661.7	美元/吨
6	双氧水	3.7%	649.0	626.0	元/吨	6	吡蚜酮	-4.2%	11.5	12.0	万元/吨
7	烯草酮	3.1%	8.3	8.0	万元/吨	7	丙烯酸丁酯	-3.9%	9900.0	10300.0	元/吨
8	磷酸氢钙	3.0%	2960.4	2873.2	元/吨	8	维生素 E	-3.6%	132.4	137.4	元/千克
9	氯化铵	3.0%	399.2	387.6	元/吨	9	TDI	-3.5%	12480.0	12933.3	元/吨
10	三氯乙酰氯	2.9%	0.7	0.7	万元/吨	10	WTI 原油	-3.5%	67.3	69.7	美元/桶

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：

乙二胺（+13.6%）：本周乙二胺市场均价为 1.3 万元/吨,环比+13.6%。从供应看，乙二胺某检修工厂恢复开工，装置开工不满，场内其他工厂开工稳定，多交付前期订单，市场供应偏紧；从需求看，下游询单拿货积极性尚可，市场交投氛围良好；从原料看，一乙醇胺市场持稳运行，下游按需拿货，乙二胺成本端稳定支撑。

硫磺（+13.4%）：本周硫磺市场均价为 1972.6 元/吨,环比+13.4%。中石化各地区资源点继续大幅挺涨，长江港口现货价格连日猛涨，给国产炼厂涨价提供强力支撑，叠加下游用户积极采购，各地区资源点库存低位，价格自然调涨跟进。

乙烷（+8.8%）：本周乙烷市场均价为 29.3 美分/加仑,环比+8.8%。国产气方面，因前期价格不断上涨后，下游承接乏力，且周初雨雪天气影响下，运输半径减少，厂家出货阻力增加，市场重心走跌，随后下游买涨不买跌情绪滋生后，接货情绪愈发低迷，且近期山西个别工厂复工，市场供应逐步增加，市场成交跌势不减；进口气方面：受国内价格冲击，高价成交不畅，且近期船货增加，拖累市场。

跌幅居前的产品基本面分析如下：

丙烯腈（-8.7%）：本周丙烯腈市场均价为 9020.0 元/吨,环比-8.7%。周内双原料价格涨跌互现，丙烯腈生产成本较上周同期窄幅提升，成本端支撑有所加强；供需方面，周内山东地区存装置重启且负荷恢复较高水平，丙烯腈行业产能利用率创新高，整体装置负荷已接近 9 成，市场供应增量明显，虽进入三月份以来，下游需求有所改善，但整体需求增量远不及供应增量。

维生素 A（-5.6%）：本周维生素 A 市场均价为 104.8 元/千克,环比-5.6%。价格下跌明显，目前贸易渠道 7-8 月货源参考成交价在 93-95 元/公斤,10 月份以后货源参考成交价在 96-102 元/公斤，部分临期货源成交价趋向 90 元/公斤左右。厂家方面，主流厂家暂无报价，2 月 24 日浙江医药停止报价，2 月 26 日新和成停止报价。

DMF（-5.0%）：本周 DMF 市场均价为 3971 元/吨,环比-5.0%。周内江西、贵州及湖北地带前期停车及重启装置陆续恢复，山东地区虽有装置降，但涉及产能偏小，整体供应仍在逐步增加，受此利空消息影响，市场交投氛围偏淡，局部库存逐步增加。为能缓解出

货及库存压力，部分 DMF 厂家采取降价吸单及大单优惠等措施。

本周价差涨幅居前的品种有：顺酐价差(+288.7%)、涤纶 FDY 现金流(+137.1%)、涤纶 POY 现金流(+76.3%)、PET(+14.2%)、腈纶短纤(+12.5%)；本周价差跌幅居前的品种有：丙烯腈价差(-61.5%)、二甲醚(-53.8%)、磷酸二铵(-42.2%)、DMF(-39.8%)、丙烯酸丁酯价差(-17.5%)。

图表 10 本周价差涨跌幅居前的品种

	周度价差涨幅前 10	涨幅	本周	上周	单位		周度价差跌幅前 10	跌幅	本周	上周	单位
1	顺酐价差	288.7%	372	96	元/吨	1	丙烯腈价差	-61.5%	550	1429	元/吨
2	涤纶 FDY 现金流	137.1%	40	17	元/吨	2	二甲醚	-53.8%	-228	-148	元/吨
3	涤纶 POY 现金流	76.3%	215	122	元/吨	3	磷酸二铵	-42.2%	122	211	元/吨
4	PET	14.2%	746	653	元/吨	4	DMF	-39.8%	382	635	元/吨
5	腈纶短纤	12.5%	6311	5612	元/吨	5	丙烯酸丁酯价差	-17.5%	870	1054	元/吨
6	联碱法	11.3%	365	328	元/吨	6	PVC-电石法	-16.9%	397	478	元/吨
7	涤纶 DTY 现金流	10.8%	440	397	元/吨	7	软泡聚醚价差	-16.0%	613	729	元/吨
8	磷酸氢钙	10.4%	924	837	元/吨	8	烯烃	-15.4%	540	638	元/吨
9	电石法 PVA	8.6%	2145	1976	元/吨	9	乙烯-乙烷价差	-8.4%	2532	2764	元/吨
10	乙烯-石脑油价差	8.4%	259	239	美元/吨	10	石脑油价差	-7.5%	140	151	美元/吨

资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

本周开工率最高的五大品种：敌草隆(253.1%)、吡虫啉(198.8%)、辛醇(115.9%)、石脑油(107.0%)、百草枯(104.5%)；本周开工率提升居前的品种有：敌草隆(+183.7pct)、吡虫啉(+139.8pct)、百草枯(+48.2pct)、氯化钾(+42.6pct)、DMF(+10.0pct)。

图表 11 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	敌草隆	253.1%	69.3%	100.0%	1	敌草隆	183.7%	253.1%	69.3%
2	吡虫啉	198.8%	58.9%	100.0%	2	吡虫啉	139.8%	198.8%	58.9%
3	辛醇	115.9%	115.9%	99.8%	3	百草枯	48.2%	104.5%	56.3%
4	石脑油	107.0%	107.0%	73.3%	4	氯化钾	42.6%	70.5%	27.9%
5	百草枯	104.5%	56.3%	100.0%	5	DMF	10.0%	49.9%	39.9%
6	粘胶长丝	92.0%	92.0%	87.5%	6	R134a	7.0%	44.4%	37.4%
7	聚合 MDI	91.3%	88.1%	90.8%	7	麦芽酚	6.6%	76.8%	70.3%
8	聚合 MDI	91.3%	88.1%	90.8%	8	磷酸铁锂	4.7%	54.6%	49.9%
9	锦纶长丝	91.2%	90.7%	94.9%	9	R32	4.7%	53.6%	49.0%
10	氯化铵	91.1%	93.7%	86.7%	10	丙烯腈	4.6%	88.3%	83.7%

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

赛轮轮胎同小米汽车合作开发赛道高性能轮胎，看好国产轮胎的品牌提升逐步兑现在估值端。2月27日晚小米发布SU7 Ultra量产车，引发市场广泛关注，同期赛轮集团公众号发布其与小米汽车合作，开发赛道高性能轮胎Podium Track PT01，现已在“小米有品”官方商城上线，定价2450元/条。复盘外资轮胎的品牌发展历史，依托本土汽车工业的发展并实现中高端配套是提升轮胎品牌的重要路径。对标本次发布会SU7 Ultra配套的为倍耐力P-Zero五代高性能轮胎，公司虽未直接配套，但和小米汽车的合作研发及赛道高性能产品落地彰显了公司的产品力及研发实力，公司高性能产品实力得到背书。结合近期公司拟增资并控股华东汽车试验场，未来预期将进一步在轮胎性能研发及配套等方面发力，我们看好公司与小米等主机厂的合作持续推进，后续有望推动新车配套落地等更多进展。轮胎作为汽车唯一的品牌外露零部件，且作为重要的安全件，外资企业多年积累的品牌认知根深蒂固，并伴随巨大的品牌溢价。依托中国汽车品牌的逐步觉醒，结合国产轮胎品质已到位及国货意识觉醒的大背景，我们看好国产轮胎的消费者认知会逐步提升，估值端有望得到兑现。

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。

天然橡胶市场成交一般，价格先涨后跌。截至3月6日，天然橡胶市场日均价17050元/吨，较上周尾（2.28）17233元/吨下跌183元/吨，跌幅1.06%。本周前期，期货盘面震荡上行，从原材料供应来看，海外各橡胶产区已陆续停割，国内尚未开割，全球橡胶产量减少，海外原材料价格支撑，本周后期，受宏观面影响，期货盘面大幅下行，加之下游轮胎企业需求一般，且港口库存累库延续，贸易商仍存销售压力，据了解，国内云南近期试割开始，原材料价格支撑将逐步减弱。后市预测：天然橡胶供应方面：海外各橡胶产区陆续停割，国内云南进入试割期，全球橡胶产量减少，海外胶水价格坚挺。需求方面：本周，轮胎成本压力有所缓解，但整体仍处于较高水平，节后轮胎企业库存水平普遍高于节前，出货情况一般，对原材料需求仍旧较弱。

原料市场走势波动，炭黑市场价格走势暂维持。本周炭黑市场价格走势暂维持，场内高低位运行均存，N330主流商谈价格暂时参考7700-8000元/吨，市场均价与上周相比暂无波动。本周煤焦油市场波动较为明显，安徽、山东地区走势上涨，山西等地呈现下行走势，市场接货心态有所转变，对于后市看空情绪有存。周内炭黑行业开工波动较小，零星减产，同时亦有企业计划近日复产，但整体看供应较为稳定。下游方面市场接单较为谨慎，市场对于高位抵触情绪有存，短期内多刚需补库为主，市场氛围表现博弈。综合看，炭黑市场价格走势短期内维稳。供应方面：本周期内炭黑行业开工微幅调整为主，

市场波动不大，场内供应较为稳定。后续时至月中旬，待大会以及供暖季结束后，部分市场存有减产、检修预期，届时行业开工或呈现下调。**后市预测：**根据分析，炭黑市场价格下周偏强博弈，N330 主流商谈价格参考范围为 7700-8200 元/吨，场内高低位可能均存。煤焦油市场走势多看空预期，场内支撑减弱，然炭黑供应方面可能减少，供应端小幅利好。不过下游市场虽然开工相对稳定，但市场询单意向较为一般，市场博弈的氛围更为明显。综合看，炭黑市场价格走势延续偏强博弈。

近期海运费持续松动下探。据彭博数据显示，截至 3 月 7 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 2636、3166、4320 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 2650 美元/FEU、6300 美元/FEU、6000 美元/FEU。

本周国内半钢胎/全钢胎开工率环比小幅上行/小幅上行。本周国内半钢胎开工率为 82.78%，同比/环比分别+4.22/+0.27 个百分点；全钢胎开工率 68.78%，同比/环比分别-0.87/+0.21 个百分点。

乘联会数据显示，2025 年 2 月第 4 周（2.24-2.28）乘用车日均销量 9.45 万辆，当周日均销量同比+46%。据中汽协统计，2025 年 1 月国内乘用车销量 213.30 万辆，环比-31.64%。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。

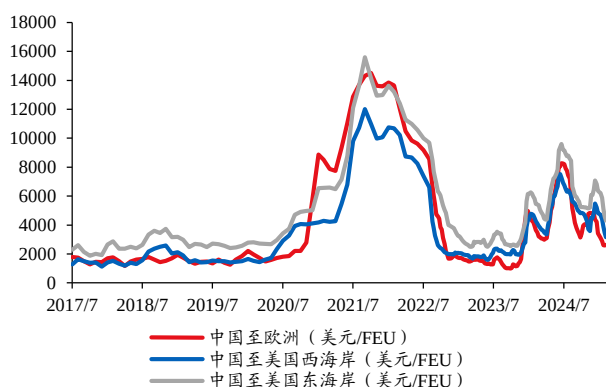
3、森麒麟（002984.SZ）：智能制造水平领先国内，海外新增产能规模大。公司目前拥有青岛、泰国两大工厂，其中青岛工厂设计产能为1200万条，泰国工厂设计产能为1600万条半钢胎+200万条全钢胎，近年产销率及产能利用率均维持在较高水平。**公司为行业内领先的轮胎智能制造企业，智能制造成果入选国家工信部“2018年制造业与互联网融合发展试点示范项目”等项目。**公司智能工厂用工少、人效高、产品一次合格率高，未来完全具备在欧美发达国家建立“无人工厂”的实力。智能制造带来人效的提高、产品一致性的保障，是未来轮胎行业的发展趋势。**公司高性能轮胎产品主攻中高端市场，产品性能优势明显。**公司产品在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

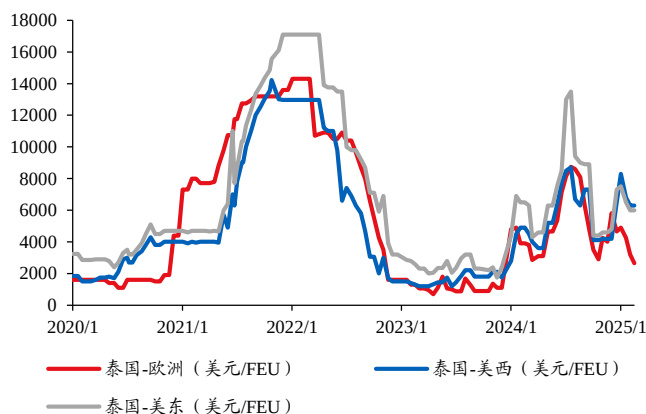
耕商用车轮胎领域多年，产品覆盖卡客车轮胎、工程机械轮胎、农业机械轮胎、工业车辆轮胎、特种车辆轮胎五大领域共 3000 多个规格品种，产品性能领先、性价比优势突出，是全国乃至全球商用轮胎规格品种最为齐全的轮胎制造企业之一。公司现有贵阳扎佐和越南龙江两个生产基地，产能达 1028 万条。公司新增产能越南二期的 90 万条高性能全钢子午线轮胎产能于 23 年末达产，剩余 5 万条农业子午胎正在产品测试；扎佐四期第一阶段 20 万条/年非公路胎产能于 23 年 6 月试产，并于 2023 年末达产，第二阶段后续将陆续投产。2023 年公司越南公司完成轮胎产/销分别 128.05/125.64 万条，同比分别 +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 12 中国出口集装箱运费变化



图表 13 泰国出口集装箱运费变化



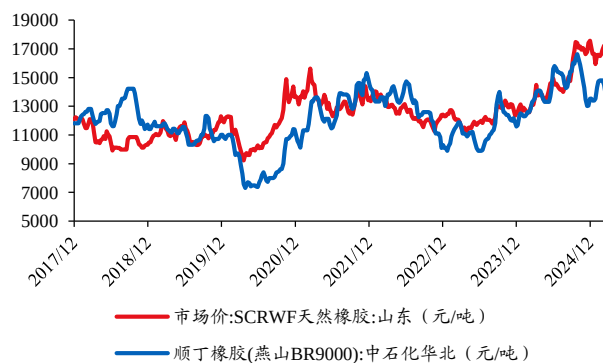
资料来源：Wind, Bloomberg, 华创证券

资料来源：TNSC, 华创证券

图表 14 本周华创化工轮胎原材料指数环比-0.67%



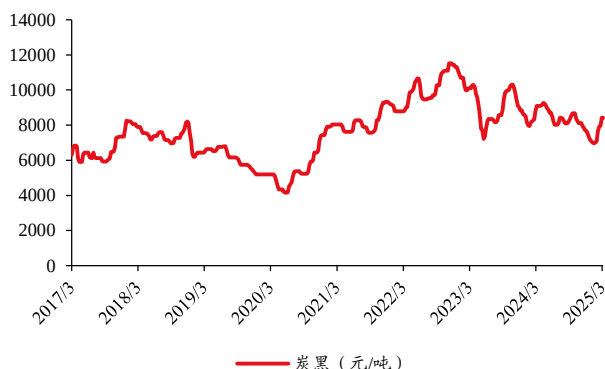
图表 15 本周天然橡胶价格环比下降



资料来源：Wind, 百川盈孚, 华创证券

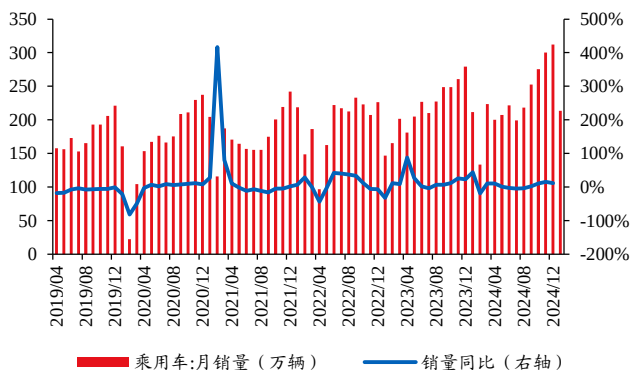
资料来源：Wind, 中国橡胶信息贸易网, 华创证券

图表 16 本周炭黑价格持平



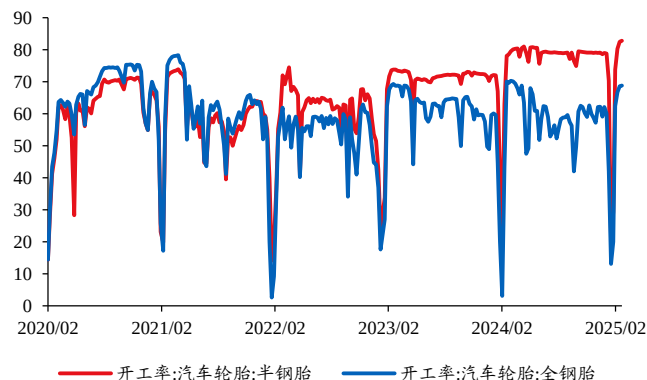
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 18 国内乘用车 1 月销量同比+0.83%



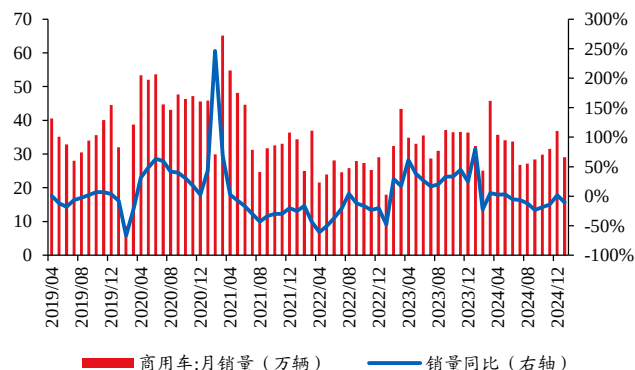
资料来源：Wind，中汽协，华创证券

图表 17 本周国内半钢胎/全钢胎开工率环比上行/上行



资料来源：Wind，中国橡胶信息贸易网，华创证券

图表 19 国内商用车 1 月销量同比-10.35%



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-2.0%、+2.6%、+0.6%、+2.7%。根据 Wind 数据，截至 3 月 8 日，国内尿素市场均价 1802 元/吨，环比-2.0%，同比-20.9%；国内磷酸一铵市场均价 3301 元/吨，环比+2.6%，同比+8.1%；磷酸二铵市场均价 3325 元/吨，环比+0.6%，同比-9.4%；国内氯化钾市场均价 3190 元/吨，环比+2.7%，同比+33.2%。

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上涨。本周(2025-03-08)华创能源化工农药价格指数环比上周+0.11%，报 89.41 点。其中，除草剂原药价格指数报 91.89 点，环比+0.08%；杀虫剂原药价格指数报 92.26 点，环比+0.05%；杀菌剂原药价格指数报 83.40 点，环比+0.04%；中间体指数报 90.99 点，环比+0.41%。本周草甘膦价格环比持平。本周草甘膦价格 2.29 万元

/吨，环比持平。**供应方面：**西南某企业开工不满，华中某工厂部分装置检修，华东一企业维持停车状态，**需求方面：**需求端表现弱稳，场内观望气氛浓郁，下游客户多持谨慎态度，按需采购。**本周草铵膦价格环比持平。**本周草铵膦价格 4.55 万元/吨，环比持平。**供应方面：**国内主流工厂装置开工良好，华东、西北等部分中小工厂维持停车状态，行业库存高位市场供应始终保持充足。**需求方面：**需求持续低迷，下游询单观望，采购谨慎，难以提振草铵膦价格。

复合肥市场价格继续上行，新单观望情绪浓厚。本周（2025.2.28-2025.3.6）国内复合肥市场价格继续上行，前期原料迅速上涨，成本坚挺支撑下，部分厂家报价追涨 50-150 元/吨，部分暂停报价、单议为主，但价格上涨向终端传导较为缓慢，故经销商观望心态浓厚，高价新单成交稀少，截至今日（3 月 6 日）3*15 氯基市场均价 2462 元/吨，较上周末涨幅 3.40%；3*15 硫基市场均价 2917 元/吨，较上周末涨幅 2.35%。45 含量硝硫基平衡肥出厂价格参考 3150-3450 元/吨，个别厂家报价上调 50-100 元/吨，新单灵活成交，出货氛围尚可。少量肥企出台夏季玉米肥预收价格政策，40 含量高氮肥出厂价格参考 1900-2150 元/吨，大小厂价差较大，新单成交观望为主。**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 51.97%，较上周提升 0.81%，开工基本稳定。当前大厂多保持中等偏高负荷开工，少部分满开，小厂多保持正常开车，保供春耕用肥。后续关注重污染天气预警对局部复合肥工厂开工的影响。**需求方面：**春耕用肥旺季，市场集中走货当中，当前多地春肥到货量在 7-8 成左右，东北地区 6-7 成左右，货源陆续向基层下沉。同时，肥企预收重心逐渐转移至夏季玉米肥，少量价格政策出台，经销商谨慎观望操作，新单成交有限。

本周大豆现货价格小幅下行，玉米现货价格上行。截至 3 月 8 日，国内大豆平均现货价 3866 元/吨，周环比-0.44%；玉米平均现货价 2227 元/吨，周环比+0.65%。期货价格方面，本周 CBOT 玉米期货收盘价 457.13 美分/蒲式耳，周环比-6.2%，年同比+5.7%；CBOT 大豆收盘价 1013.25 美分/蒲式耳，周环比-2.6%，年同比-12.7%；小麦期货收盘价 546.69 美分/蒲式耳，周环比-5.1%，年同比+0.7%。**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：**本周玉米市场供应呈现地域差异。东北地区继续增储支撑粮商挺价心态，但随着气温回暖，潮粮面临化冻风险，粮源分散入市，玉米供应情况较为稳定；山东地区周内突发大范围雨雪天气，粮源装车受限流通量下降，后期随着天气转好，玉米逐步恢复上量，但总体供应较上周减少。**需求方面：**饲料方面，当前仍处消费淡季，养殖企业二育零星补栏，生猪市场震荡偏弱调整，对玉米支撑力度有限。部分大型饲企原料库存充足，采购增量不大，少量签订优质玉米订单为主；加工方面，各生产企业原料库存仍有一定缺口待补充，但由于近期原料价格涨势明显，导致企业生产利润缩水，对高价原料采购热情稍有减退。**2）大豆，供应方面：**基层售粮进度加快，各产区余粮比例进一步降低。本周中储粮暂未组织国产大豆竞价销售，且据市场消息，地储拍卖或将延迟进行，现阶段市场供应压力有所缓解。**需求方面：**本周国产大豆需求表现依然偏强，油厂榨利相对可观，且进口大豆供应紧张，油厂纷纷采购低价油豆进行压榨。预计本周国内大豆压榨量 160 万吨，周环比减少 37 万吨，较去年同期减少 18 万吨，较近三年同期均值增加 3 万吨。

展望 2025 年，对于化肥行业，1）从宏观层面看，2024 年诸如小麦、玉米等农产品价格震荡下行，农户种植需求能否跟进预计将成为 2025 年影响市场持续性的主因。但同时，全球地缘政治不确定性仍存，同时海外粮油库存仍较紧张，农产品的刚需属性及各国提升粮食战略库存的强烈需求，预计将继续支撑农业基本面。此外，以红海地区为代表的区域地缘冲突预计仍是短期化肥及其原料市场的主要影响因素之一。化肥及其原料运费依然高位，尤其对原料进口市场存在一定影响。**2）从具体化肥品种看：氮肥方面，**当前

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

相关公司：

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

2、云图控股 (002539.SZ)：公司是国内复合肥龙头企业，当前国内磷矿资源稀缺，黄磷、磷酸一铵等行业的准入及监管趋严，公司上游填平补齐，树立起较高壁垒，将受益于行业竞争格局的持续改善。当前公司子公司雷波凯瑞拥有 1.8 亿吨已探明的磷矿储量，目前牛牛寨东段矿山 400 万吨产能在建。**公司“资源+产业链”战略布局已逐步形成，我们看好公司持续强化竞争优势。**我们认为公司过去几年较高的资本开支，体现在资源端和产能

端的积累，有望兑现为未来业绩的高成长性。当前公司复合肥产能已达 705 万吨，2023 年内新增 155 万吨产能，并具备磷酸一铵 43 万吨、纯碱+氯化铵 60 万吨、黄磷 6 万吨、硝酸钠和亚硝酸钠 10 万吨、磷酸铁 5 万吨等年产能。当前公司荆州新能源公司 15 万吨粉状水溶性复合肥项目+铁岭嘉施利公司 30 万吨复合肥项目处于在建阶段，同时雷波基地规划建设 400 万吨/年的磷矿采矿工程，目前正在进行矿山建设。我们看好公司持续秉承“资源+产业链”的战略布局，填平补齐复合肥氮、磷产业链，并沿着产业链向下游布局，持续强化成本控制和产业协同优势。

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

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

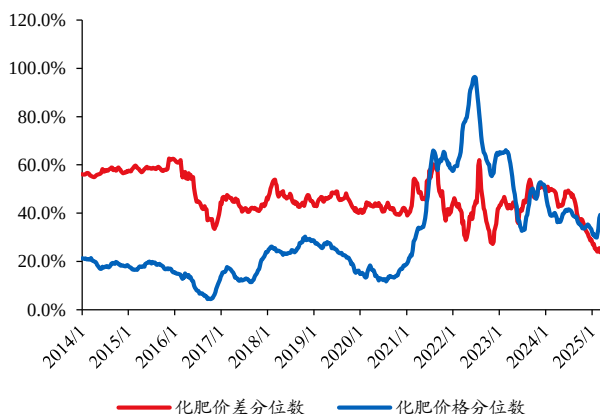
5、盐湖股份（000792.SZ）：公司是国内钾肥龙头，是国内最大的钾肥生产企业，钾肥设计产能达到 500 万吨。钾肥行业属于资源开发型产业，资源和产能分布高度集中的格局导致钾肥行业成为典型的寡头垄断行业，行业内企业数量较少，市场竞争不够充分。公司钾锂资源需求具备刚性，有望维持高景气，同时能够依托盐湖资源，进行相应资源开发。**锂资源业务未来大有可为。**伴随国内电动化进程持续提速，锂资源需求大幅增长，而目前我国碳酸锂自给率仅 30% 左右，进口依赖明显。公司是国内盐湖提锂的龙头企业，其卤水所能实现的远期产能在 20 万吨/年左右。目前公司控股 51.4% 的蓝科锂业 1 万吨碳酸锂老产线已达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

6、扬农化工（600486.SH）：公司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、嘧菌酯等多个农药项目。

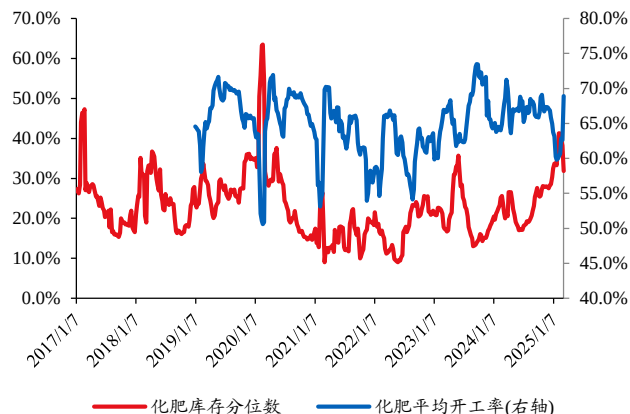
8、利尔化学（002258.SZ）：公司为国内除草剂行业的领先企业，拥有国内最大氯代吡啶类除草剂研发及生产基地，为国内的草铵膦龙头企业。短期看广安基地丙炔氟草胺项目有望利好公司；目前着手草铵膦 MDP 并线工作，预计生产成本将大幅优化。待扩建 3000 吨 L-草铵膦项目达产后，公司将成为全球最大草铵膦原药企业，护城河显著。

图表 20 本周化肥价格分位数 39.2%，价差分位数 23.7%



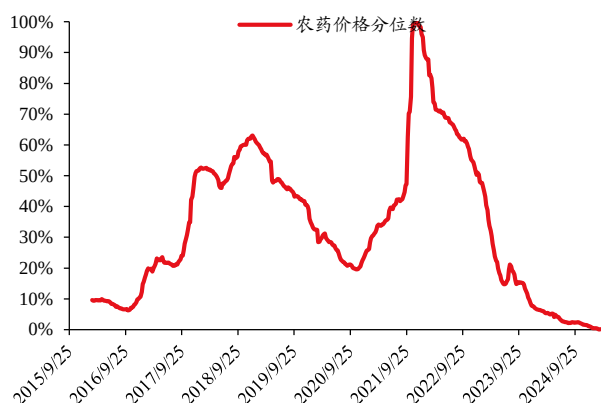
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 21 本周化肥库存分位数 31.9%，平均开工率 68.93%



资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 22 本周农药价格分位数 0%



资料来源: Wind, 中农立华, 华创证券

图表 23 本周农药库存分位数 67%



资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 24 本周农药原药指数环比上涨



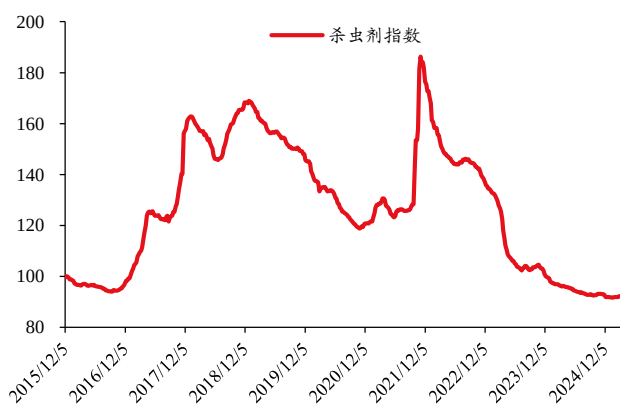
资料来源: 中农立华, 华创证券

图表 25 本周除草剂指数环比上涨



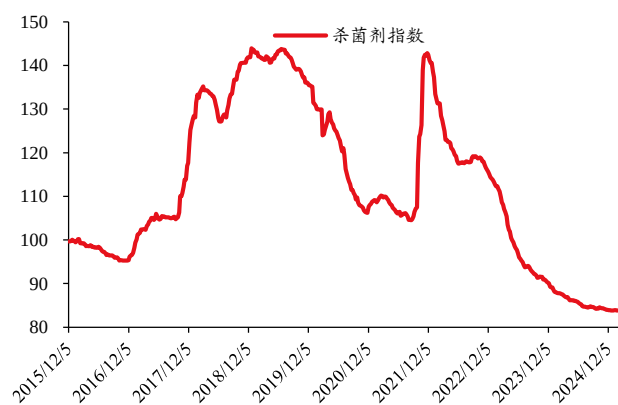
资料来源: 中农立华, 华创证券

图表 26 本周杀虫剂原药指数环比上涨



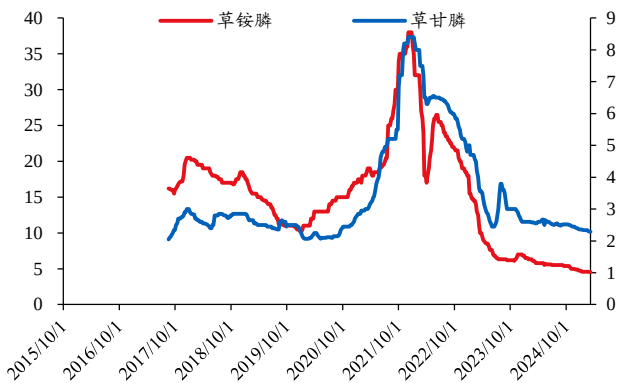
资料来源: 中农立华, 华创证券

图表 27 本周杀菌剂指数环比上涨



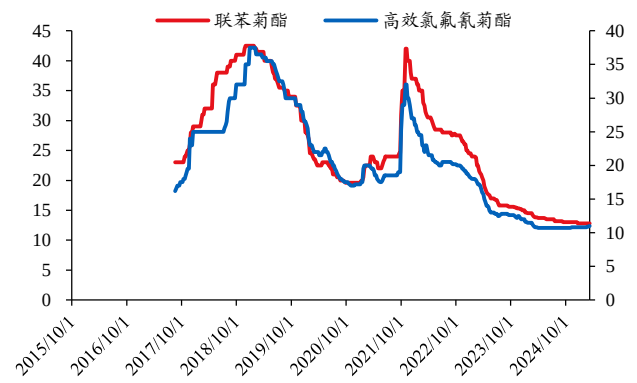
资料来源: 中农立华, 华创证券

图表 28 本周草甘膦价格环比持平（万/吨）



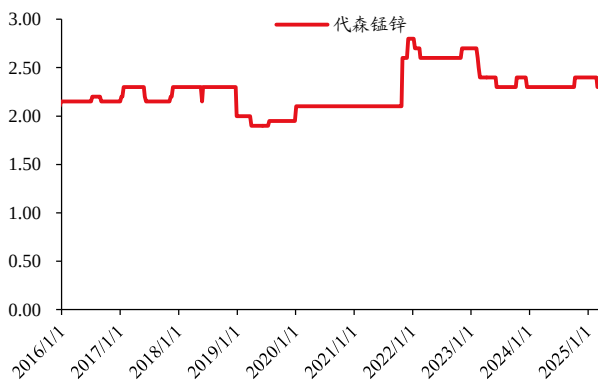
资料来源：中农立华，华创证券

图表 29 本周菊酯价格环比持平（万/吨）



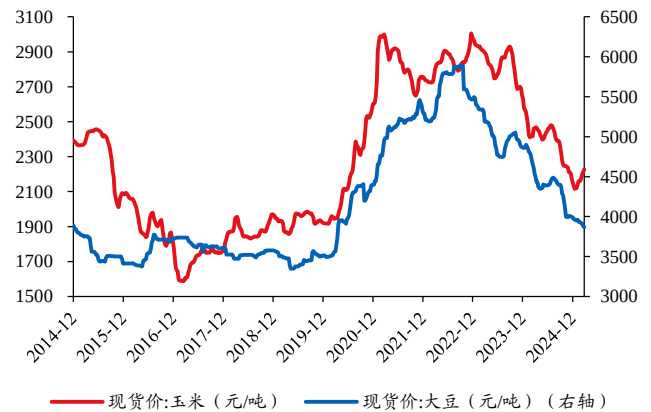
资料来源：中农立华，华创证券

图表 30 代森锰锌价格环比持平（万/吨）



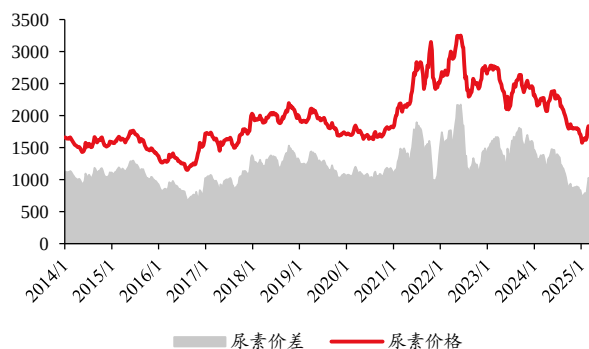
资料来源：中农立华，华创证券

图表 31 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）



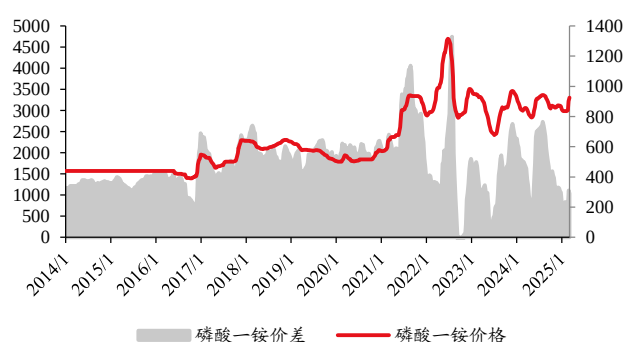
资料来源：Wind，隆众化工，华创证券

图表 32 本周尿素价格下行（元/吨）



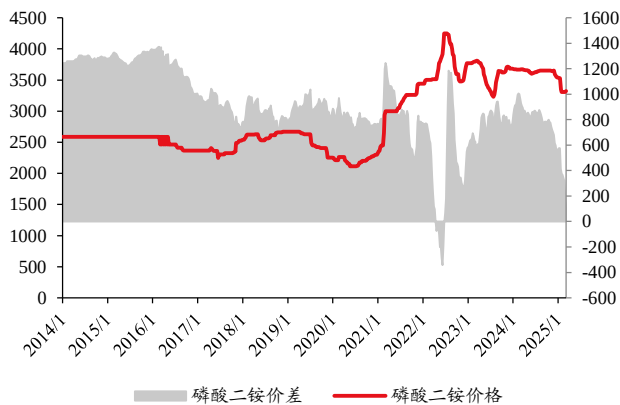
资料来源：Wind，隆众化工，华创证券

图表 33 本周磷酸一铵价格上行（元/吨）



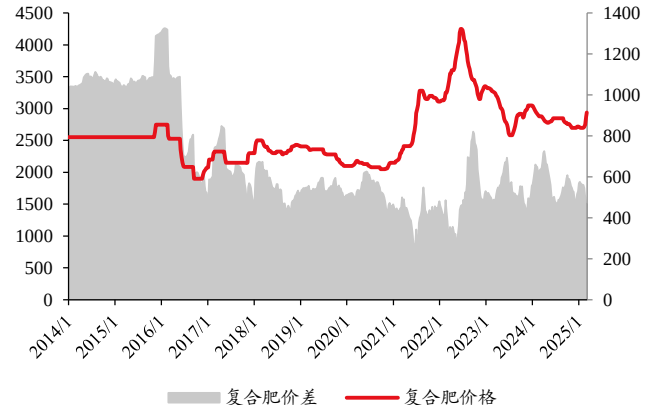
资料来源：Wind，隆众化工，华创证券

图表 34 本周磷酸二铵价格小幅上行（元/吨）



资料来源：Wind，隆众化工，华创证券

图表 35 本周复合肥价格上行（元/吨）



资料来源：Wind，隆众化工，华创证券

图表 36 本周钾肥价格上行（元/吨）



资料来源：Wind，隆众化工，华创证券

图表 37 本周氯化铵价格上行（元/吨）



资料来源：Wind，隆众化工，华创证券

（三）行业跟踪—磷化工：政策利好出台，关注磷化工行业格局变化

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

颗粒度细致的重点工程，我们看好在政策引领之下磷化工行业开启高质量发展之路。相关标的或因此受益：云天化、兴发集团、川发龙蟒、川恒股份、新洋丰、云图控股、湖北宜化等。

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

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

磷矿石市场弱稳运行，价格博弈为主。本周（2025 年 2 月 28 日至 2025 年 3 月 6 日），磷矿石市场弱稳运行，价格博弈为主。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。本周根据近期东北、华北磷矿市场变化，北方地区磷精粉出厂价格上涨 10 元/吨。**供应方面：**在供应方面，云贵川和北方地区磷矿石正常生产，湖北地区本周陆续恢复开采，磷矿石现货或小幅增加，但对标下游整体需求，供应仍偏紧呈现。**需求方面：**在需求方面，目前磷肥市场对原料采购多维持自身需求，场内实单商谈偏弱。整体需求平稳为主，成交仍偏少。近期磷铵市场在原料硫磺带动下被动上涨后，对磷矿心态形成一定支撑，但主流购销双方目前仍在博弈当中。

黄磷市场供应小幅增加，价格持续推涨。本周（2025.02.28-2025.03.06）黄磷市场供应小幅增加，价格持续推涨。**供给方面：**本周黄磷供应量较上周小幅增加。预计 3 月 1 日-3 月 7 日期间产量 15815 吨，同上一周（2 月 22 日-2 月 28 日）产量 15155 吨相比增加了 4.35%。**需求方面：**本周黄磷需求仍以下游刚需补货为主。考虑到黄磷供应呈增加趋势，业内对后市持看跌心态，所以黄磷采购商持续保持谨慎心态，按需少量补货，粗略评估，下游黄磷库存处于低位水平，故有刚需带动市场成交。

热法磷酸市场观望氛围浓厚，主流价格暂稳整理。本周（2025.2.28-2025.3.6）热法磷酸市场观望氛围浓厚，主流价格暂稳整理。截至本周四，国内热法磷酸市场均价为 6733 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。据百川盈孚不完全统计，预计第 10 周（3.1-3.7）热法磷酸产量 22960 吨，同上一周（2.22-2.28）相比增加了 2.04%。**需求方面：**内销市场，本周内销市场下游需求表现清淡，企业基本保持压机询单，采购多刚需维系；出口市场，据市场反馈，近期海运费稍有下降，部分企业出口订单充足，重心发运已签订单。

成本端继续助力，磷酸氢钙市场行情再度提涨。本周（2025.2.28-2025.3.6）成本端继续助力，磷酸氢钙市场行情再度提涨。截至发稿，磷酸氢钙市场均价为 3006 元/吨，较上周同期相比上涨 3.94%。本周产业链上游硫磺价格宽幅猛涨，硫酸多区域价格维持涨势，磷酸氢钙成本端再度助力，厂家报价上调，但由于当前磷酸氢钙市场价格较高，加之需求端前期订单有待消化，场内新单交投氛围表现较为清淡。**供应方面：**本周磷酸氢钙市场周度产量约 48650 吨，环比下降约 5.99%，开工率约 49.64%，较上周下降了约 4.72%。2 月 26 日云南地区一主流磷酸氢钙厂家装置停车检修，目前仍在检修中，促使本周磷酸氢钙市场产量、开工下滑，另外近期贵州地区一厂家装置负荷小幅提高，其余在产厂家装置运行正常。**需求方面：**下游备货基本结束，目前主要以消化订单为主，加之当前市场价格较高，下游采购意愿较低。

各企业执行订单为主，整体开工小幅拉涨。本周（2025.2.28 -2025.3.6）原料硫酸亚铁价格高位运行，磷酸铁企业报价坚挺。截止到 3 月 6 日，磷酸铁市场均价在 10500 元/吨，较上周同期价格持平。上游原料价格报价坚挺，头部企业生产相对稳定，开工率依旧位于高位，中小企业各家情况不一，整体开工率对比上周小幅回暖。**磷酸铁供需方面：**本周头部磷酸铁企业开工稳定，中小企业多按长协订单刚需生产，对比 2 月来看，本月整体市场开工有所拉高。终端新能源市场小幅回暖，叠加电芯厂去库存基本结束，3 月下游电芯厂预计增加对下游铁锂的采购量，磷酸铁企业受其带动，本月整体排产上行。**磷酸铁锂供需方面：**本周头部铁锂厂装置稳定运行，开工维系高位，部分企业满产满销。中小企业多按长协订单刚需生产为主，开工率依旧处于较低水平。下游需求预计小幅回暖，电芯厂对铁锂采购量增加，再加上 3 月工作日较 2 月多，预计 3 月铁锂供应量将会小幅增加。动力方面，终端新能源市场小幅回暖，叠加电芯厂去库存基本结束，3 月下游电芯厂预计增加对铁锂的采购量，铁锂需求利好渐起。储能方面，国内储能招标项目依旧竞争火热，储能出海利好市场，铁锂需求依旧旺盛。

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。

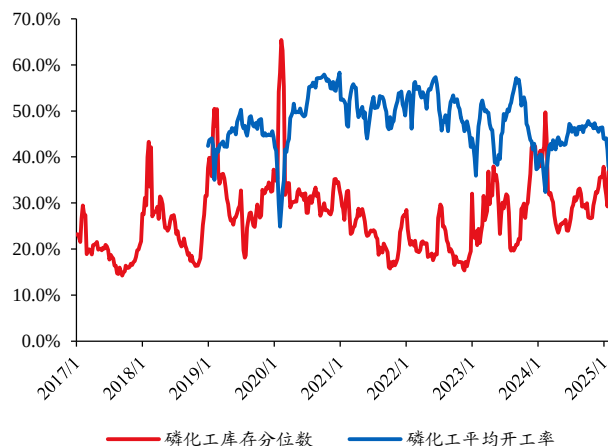
5、川恒股份（002895.SZ）：公司主营业务为磷酸及磷酸盐产品的生产销售，已形成矿山开采、磷酸盐产品生产、磷化工技术创新、伴生资源开发利用、磷石膏建筑材料等为一体的磷化工循环经济产业群。公司的资源储备充足，目前联合控制的磷矿储量为 5.3 亿吨，当前拥有 300 万吨/年品位较高的磷矿石产能，控股及参股公司在建或规划有 750 万吨/年新增磷矿产能。公司生产技术领先，使用半水法湿法磷酸工艺，生产成本低、技术壁垒高。未来公司将由传统化工产品向材料等新产品转型，主要新产品包括净化磷酸、无水氟化氢、磷酸铁等。2021 年 9 月 16 日，公司公告与福泉市人民政府签订《项目投资合作协议》，拟在福泉市投资建设“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 38 本周磷化工价格分位数 37.5%，价差分位数 17.8%



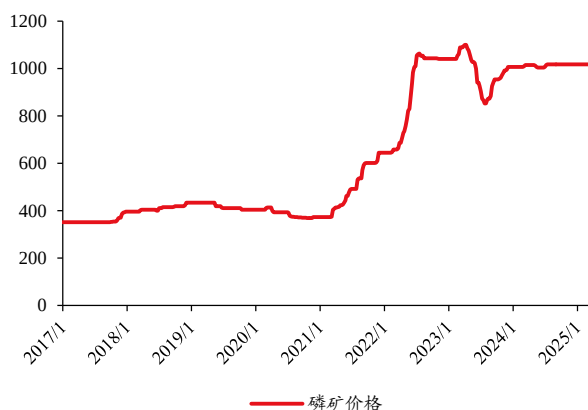
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 39 本周磷化工库存分位数 31.9%，平均开工率 46.88%



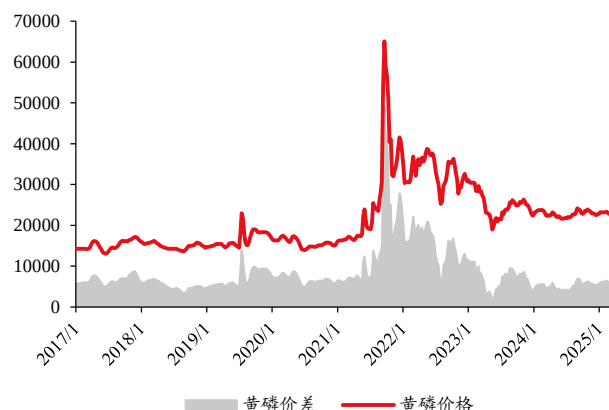
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 40 本周磷矿石价格企稳（元/吨）



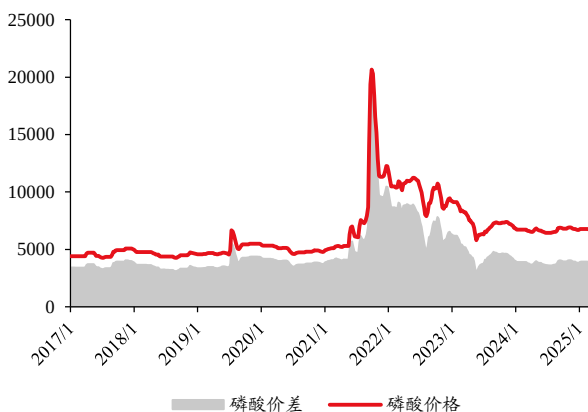
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 41 本周黄磷市场价格上行（元/吨）



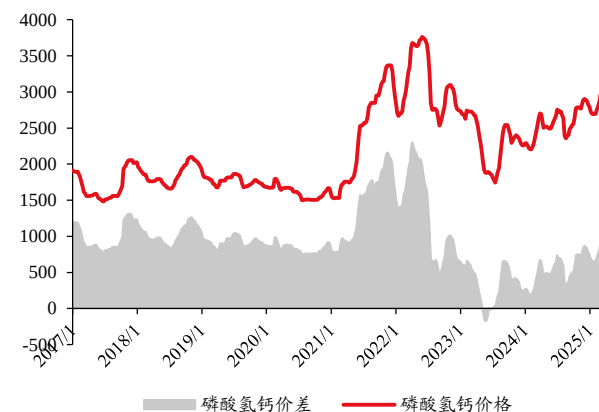
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 42 本周磷酸价格企稳（元/吨）



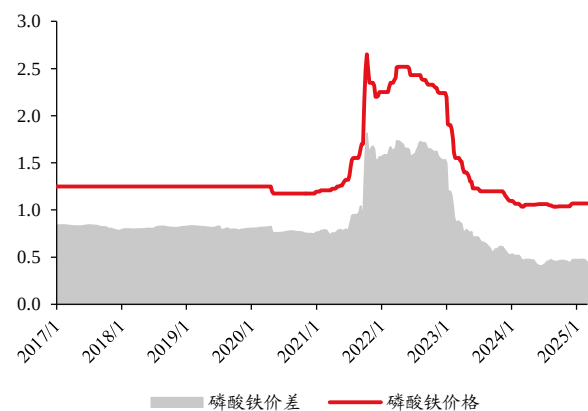
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 43 本周磷酸氢钙价格上行（元/吨）



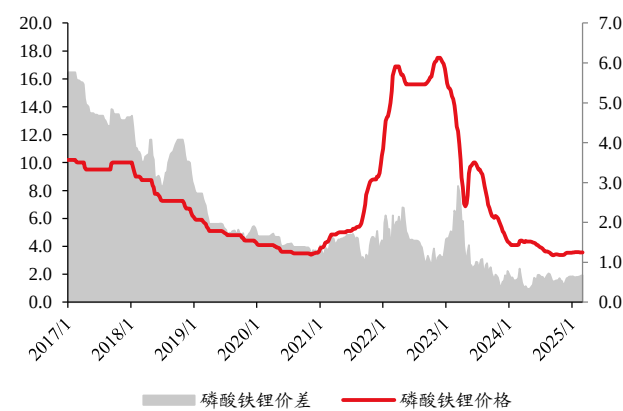
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 44 本周磷酸铁价格企稳（万元/吨）



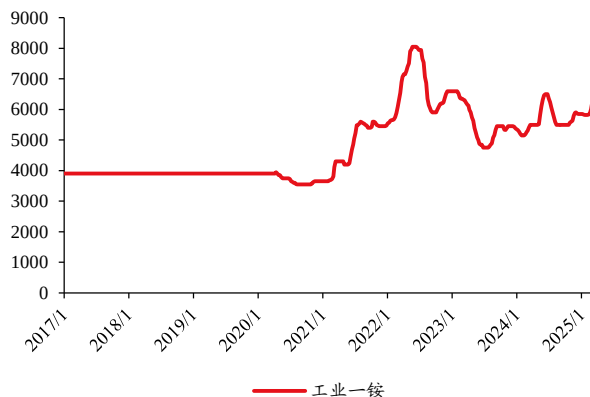
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 45 本周磷酸铁锂价格企稳（万元/吨）



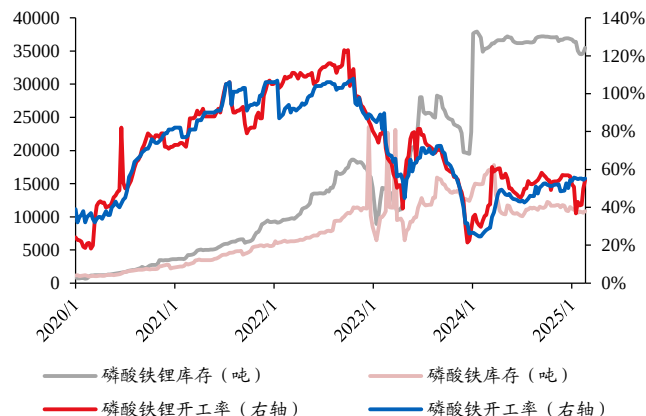
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 46 本周工业一铵价格上行（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 47 本周磷酸铁开工率小幅上行，磷酸铁锂开工率上行



资料来源：百川盈孚，华创证券

（四）行业跟踪—煤化工：关注新疆煤化工的产业投资机会

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

现代煤化工及相应技术对我国实现碳中和目标具有重要意义。考虑到我国的资源禀赋，完全摒弃煤化工而发展天然气及其他如生物质等清洁能源并不具备可行性，较为可行的方向是通过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。

下游拿货节奏放缓，尿素价格稳中伴降。截至本周四，尿素市场均价为1832元/吨，较上周下跌24元/吨，较上周下跌1.29%。主产区山东及两河中小颗粒主流成交价在1730-1810元/吨，较上周下跌25-90元/吨不等。本周初尿素日产回升至20万吨以上，且在国储货源陆续投放的预期下，市场供应压力进一步增加。随着供应压力增加及高价抵触情绪升温，市场成交氛围转淡，待订单充足的企业报价暂时坚挺，面临收单压力企业开始降

价促单。另外部分地区小麦返青肥备货进入收尾阶段，叠加降雪天气影响，农业需求较为分散，复合肥厂及胶板厂虽开工率较高，但高价抑制新单成交，加之环保管控影响，工业需求有下滑预期，对原料采购积极性不高。整体来看，上下游心态僵持博弈，尿素价格弱势下行。直至今日期货止跌反弹，在带动现货成交氛围升温，部分工厂收单好转，甚至停收。尽管短期价格承压，但旺季预期仍存支撑，尿素价格震荡运行为主。**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 51.97%，较上周提升 0.81%，开工基本稳定。当前大厂多保持中等偏高负荷开工，少部分满开，小厂多保持正常开车，保供春耕用肥。本周国内三聚氰胺周产量约达 3.12 万吨，环比上周产量增加 4.37%。今日（3 月 6 日）国内三聚氰胺日产 4470 吨，较去年同期减少 365 吨，开工率为 62.64%，较上周同期提升 3.29%。农业端，安徽、河南等地小麦返青肥进入收尾阶段，农业需求较为分散，工业端开工稳中有升，对原料以刚需采购为主。整体来看，下游拿货积极性降低，尿素需求有所放缓。

合成氨市场区域化运行，周中价格松动回落。截止到本周四，合成氨市场均价为 2464 元/吨，较上周四均价上涨 30 元/吨，涨幅 1.23%，主产区价格区间在 2350-2600 元/吨。本周合成氨市场灵活涨跌，随着前期检修装置陆续恢复，合成氨主产区供应回升，部分高价出货承压，各地价格陆续松动下行；西南市场受区域内招标新价引导，加之需求预期提升利好，推涨明显。**供应方面：**百川盈孚统计，第 10 周商品氨量 24 万吨左右，环比减少 1.4%。北方地区，陕西龙门恢复外销，山西华鑫放量恢复正常，山西亚鑫停车检修，预计近日恢复；华东地区，山东明水装置恢复，安庆石化装置故障短停，目前已恢复外销，安徽华尔泰装置临停尚未恢复；华中地区供应增量，部分需外发消耗，河南晋开装置转产尿素，液氨暂停外销，河南神马龙安装置投产出货，河南金大地装置 3.6 停车检修，暂停外采，湖北凯龙楚兴、宜化等临停装置均已恢复；川渝市场供应预期增量，四川南塔装置预计于 3.8 恢复，大英釜峰装置预计于 8.10 恢复，龙蟒装置预计于 3.11 停车检修，且增加外采。**需求方面：**化肥方面，随着春耕用肥的临近，化肥市场稳步推进，尿素价格窄幅走跌，对合成氨市场带动有限；磷复肥市场平稳运行，行业开工窄幅波动，对原料合成氨采购偏谨慎。化工方面：己内酰胺、丙烯腈市场跌势持续，行业开工小幅提升，对原料合成氨仍刚需采购。**后市预测：**供需面僵持博弈，合成氨市场稳中松动。供应方面，山西及陕西等地均有部分前期检修装置预计于下周恢复，北方地区供应存增量预期，山东地区部分临时增量厂家存恢复预期，四川地区下周重启及检修交替运行装置较多，需求增量预期大于供应增量，对区域内价格存利好带动。需求方面，春耕用肥旺季，磷肥行业开工仍有提升预期，复合肥行业开工预期稳定；化工方面，己内酰胺、丙烯腈市场偏弱整理，对原料合成氨维持刚需采购。综合来看，合成氨市场交投氛围仍偏谨慎，主产区供需端预计趋于宽松，预计下周合成氨市场稳中向下松动，合成氨主产区出厂参考 2300-2600 元/吨。需关注各地供应波动、下游拿货情绪变化。

甲醇市场延续上涨行情，交投氛围转向谨慎。本周甲醇市场延续上涨行情，交投氛围转向谨慎。甲醇市场均价由 2228 元/吨涨至 2279 元/吨，上调 51 元/吨，涨幅 2.29%。西北地区甲醇市场价格涨跌均有，调整幅度在 10-60 元/吨左右；山东地区甲醇市场价格窄幅上调，幅度在 25-50 元/吨左右；华中地区甲醇市场价格走势上行，调整幅度在 30-85 元/吨左右；西南地区甲醇市场价格上涨，调整幅度在 20-40 元/吨左右；华北地区甲醇市场价格走势上行，调整幅度在 20-60 元/吨左右。港口方面，近期甲醇期货主力盘面走势坚挺，甲醇港口市场价格随盘调整，调整幅度在 10-70 元/吨左右。

市场利空消息不减，DMF 价格跌势难止。本周 DMF 市场供应端仍呈上涨趋势，但市场需求释放并不明显，整体供需处于相对失衡状态，部分厂家为促进出货持续降价接单。目前山东主流价格参考 3700-3800 元/吨左右现汇，全国市场承兑送到均价在 3875 元/吨

上下浮动，较上周价格下调 225 元/吨，跌幅 5.49%。周内甲醇主力期货盘面呈上行趋势，港口价格随盘上涨，业者持货意愿偏强。正值春检，安徽、河南及西北均有装置检修，市场供应窄幅缩紧，与此同时西北地区主力下游烯烃持续外采甲醇，市场成交重心持续拉涨，厂家在低库存支撑下价格挺涨氛围浓郁，然下游行业利润传导欠佳，业者追高能力有限，因此周内涨幅不及前期水平。另一原料合成氨价格涨势逐步趋缓，周内装置波动相对频繁，然市场恢复装置偏多，北方供应利好逐步消散，厂家调价较为谨慎。然两湖及西南地区供应支撑尚存，区域内交投较为平和，周初低价仍持续上探。后期受外围利空消息影响，价格多在低位徘徊，局部市场虽有回落，但前期出货顺畅，整体价格下滑幅度不大。整体来看周内原料端市场仍呈上行趋势。周内江西、贵州及湖北地带前期停车及重启装置陆续恢复，山东地区虽有装置降，但涉及产能偏小，整体供应仍在逐步增加，受此利空消息影响，市场交投氛围偏淡，局部库存逐步增加。为能缓解出货及库存压力，部分 DMF 厂家采取降价吸单及大单优惠等措施。降后局部低价成交顺畅，库存虽有缓解，但外围低价持续刺激市场，短期内市场暂无实质性利好提振下，价格多在低位震荡。市场价格参考：华东地区江苏市场主流价格参考 3700-3950 元/吨左右承兑送到，浙江市场主流价格在 3950-4150 元/吨左右承兑送到；华南 DMF 含税国产货商谈 3800-4200 元/吨附近；华北 DMF 含税国产货商谈 3600-3800 元/吨附近（承兑送到）。

供应端释放利好消息，醋酸价格先抑后扬。本周醋酸均价较上周下探，截至本周四国内醋酸市场均价为 2740 元/吨，较上周同期市场均价相比下探 34 元/吨，跌幅约 1.23%。本周醋酸市场价格走势先抑后扬，周初虽然华南地区主流厂家装置延续检修，但其他地区装置均正常开车，市场现货供应充裕，同时终端需求颓势难改，在供需端均表现利空的局势下醋酸市场成交重心下移。随后西北地区主流厂家装置开始降负，且预计长期无现货外售，供应端释放利好，西北地区醋酸价格直冲 3000 元/吨全场高价，其余厂家跟随小推，但整周终端需求清淡局面并无好转，终端用户无追高意愿，价格涨势也因此受限。**供应方面：**本周醋酸整体开工较上周上调 4.50%，为 77.26%。本周醋酸产量约为 211575 吨，较上周环比上探 6.18%。装置情况：河北地区新装置出货量暂时稳定，华中地区检修装置本周恢复正常运行，华南地区检修装置延续。**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 57.22%，较上周同期下调 0.94%。本周下游平均开工率继续下降，终端对于醋酸需求量延续颓势并且短期难以缓解。

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：

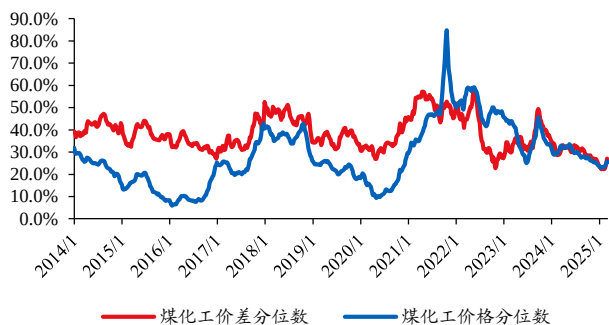
1、宝丰能源（600989.SH）公司主营烯烃+焦炭两大业务，烯烃主要盈利水平随油煤价差波动，双焦目前处于历史盈利底部。内蒙烯烃项目投资建设按计划顺利推进，新疆项目环评信息首次公示。2024年5月内蒙子公司完成银团贷款业务办理，保障了内蒙项目建设后续资金需求；内蒙项目已完成投资付现70%。项目建设方面，2024年7月1日动力装置1#锅炉顺利点火，首套装置将按计划于10月投入试生产；2024年7月，根据新疆准东国家级经济技术开发区官网，新疆宝丰煤基新材料有限公司煤炭清洁高效转化耦合植入绿氢制低碳化学品和新材料示范项目环境影响评价公众参与第一次公示。建设内容包括4×100万吨/年甲醇制烯烃。新疆作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

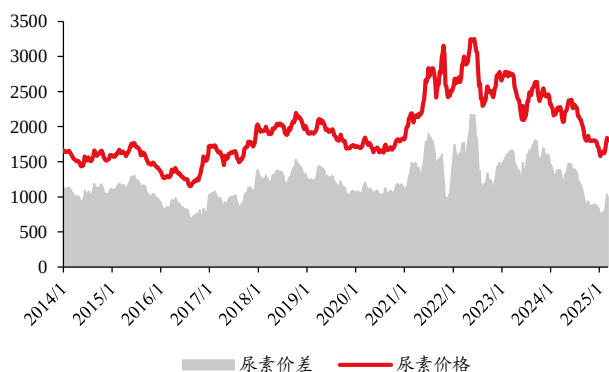
4、江苏索普（600746.SH）公司拥有煤化工、精细化工、基础化工三条产业链，为国内首家打通煤炭—甲醇—醋酸羰基化路线的企业，技术积累深厚，拥有120万吨/年的醋酸产能，同时配套有30万吨/年醋酸乙酯生产能力，为醋酸行业上市龙头。结合公司业绩及醋酸价格持续上涨，公司有望充分受益，同时公司新项目投产后，醋酸的生产成本将进一步下降，醋酸行业景气为公司带来的业绩弹性较大。2024年前三季度公司实现营业收入49.5亿元，同比+26.2%，实现归母净利润2.1亿元，同比+239.7%。

图表 48 本周煤化工行业价格/价差分位数分别为 25.6%/26.4%



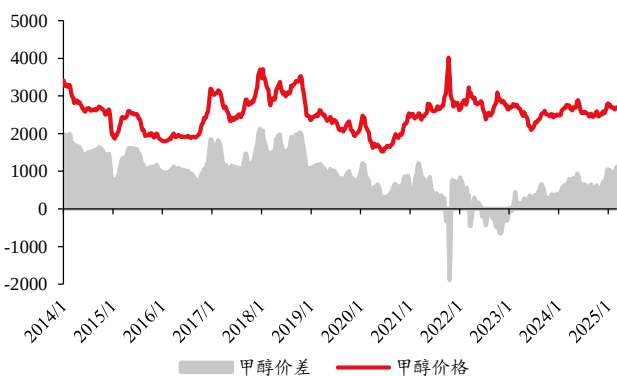
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 50 本周尿素价格环比下行（元/吨）



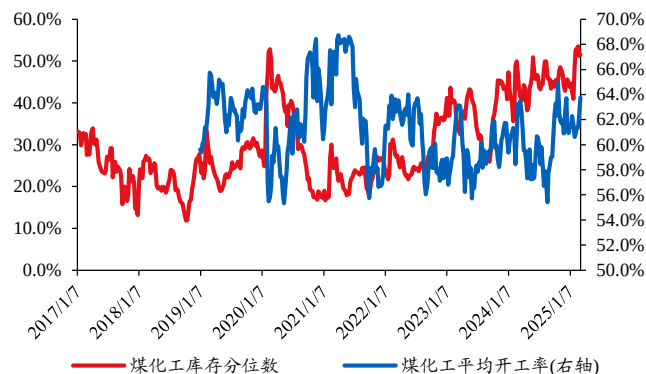
资料来源：隆众石化，华创证券

图表 52 本周甲醇价格环比上行（元/吨）



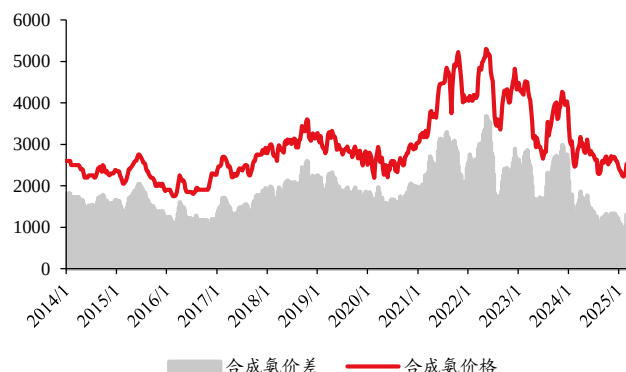
资料来源：Wind，华创证券

图表 49 本周煤化工库存分位数为 51.5%，平均开工率为 63.75%



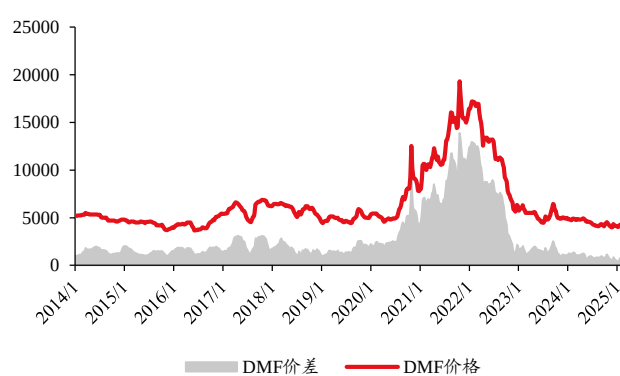
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 51 本周合成氨价格环比上行（元/吨）



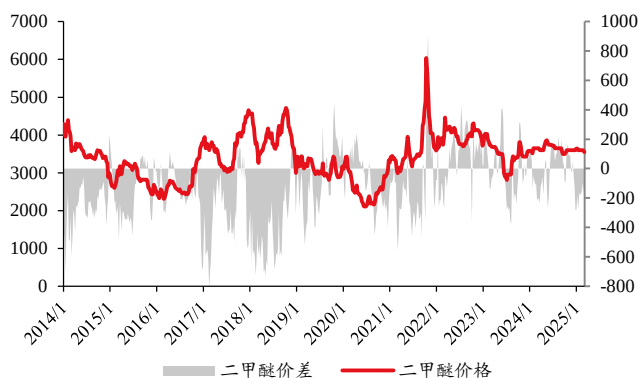
资料来源：隆众石化，华创证券

图表 53 本周 DMF 价格下行（元/吨）



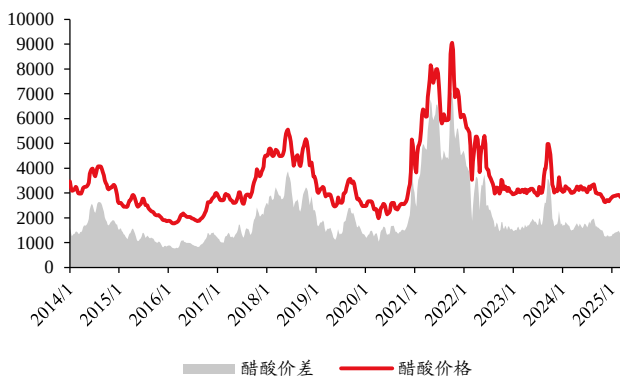
资料来源：隆众石化，华创证券

图表 54 本周二甲醚价格环比下行（元/吨）



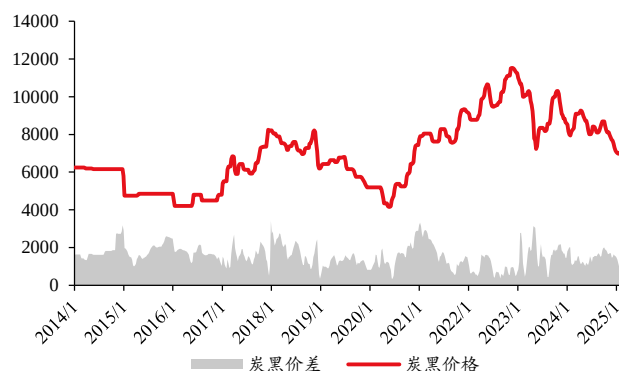
资料来源：Wind，华创证券

图表 56 本周醋酸价格环比下行（元/吨）



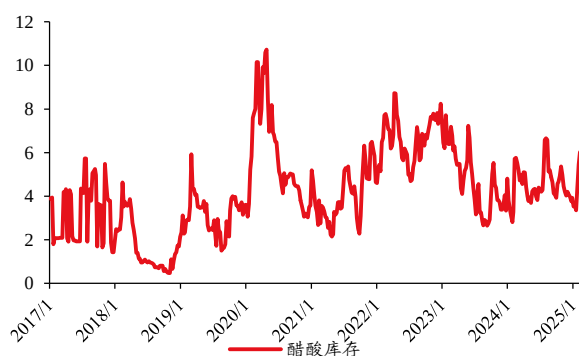
资料来源：Wind，华创证券

图表 55 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 本周醋酸库存环比上行（天）



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

供应趋紧，电石市场行情强势上行。本周国内电石市场行情强势上行。截至稿前，中国电石市场均价约为 2823 元/吨，较上周同期均价相比上涨了 1.73%。周内宁夏及乌海地区电石贸易出厂价格累计上调 150 元/吨，今日价格约在 2600 元/吨附近；下游采购企业电石到厂价格则多观望为主，个别企业零星调涨。近期陕西地区不乏配套电石炉检修的情况，电石外采量增加，电石企业出货较为顺畅，库存无忧；且 2 月末期限电的余温未尽，近两日限电影响再度加深，场内电石供应量骤减，上周五至今宁夏乌海地区电石出厂价格实现三连涨。反观下游 PVC，受现货市场疲弱影响 PVC 企业亏损较重，加之当前各企业电石到货量尚可支撑当前基本开工，下游电石到厂价格多观望为主。本周四川地区电石企业开工仍处于低位水平，省内外采购均有，电石价格跟随西北市场行情上行为主。

供应方面：本周电石行业整体开工率约为 69.30%，较上周相比负荷下降了 1.53%。近两日内蒙古地区限电政策加深，据百川盈孚统计，4-5 日内蒙古地区限电影响近 8000 吨；湖北地区于上周检修的电石炉已恢复正常，其他地区电石企业开工变动不大。因此综合来看本周场内电石供应量减少。

需求方面：本周国内电石法 PVC 市场整体行情先扬后抑，但后期跌幅较大。现货市场价格弱势下行为主，贸易商随行就市，场内点价报盘居多，但下游需求跟进较为谨慎，市场观望情绪愈发浓郁。周内电石法 PVC 企业开工基本维持稳定。据百川盈孚统计，本周电石法 PVC 装置开工约为 80.82%。

多重利空围追堵截，PVC 行情先涨后跌。本周国内电石法 PVC 市场整体行情先扬后抑，

且后期跌幅较大，基本回吐前期涨幅，本周现货市场价格较上周窄幅下跌，截至发稿日电石法 PVC 市场均价为 4770 元/吨，较上周同期均价下跌 22 元/吨，跌幅 0.46%。**供应方面：**本周电石法 PVC 企业检修计划正常进行中，乙烯法 PVC 部分前期检修装置已恢复运行，整体来看本周 PVC 开工负荷稍有回升，场内流通货源仍处过剩状态。据统计，本周电石法 PVC 装置开工 83.11%。乙烯法 PVC 装置开工 77.64%。**需求方面：**本周下游房地产行业开工基建有限，终端制品企业开工低位，PVC 需求颓势依旧。

国内片碱市场价格走势下行，市场供应充裕。截止到 2025 年 3 月 6 日，中国固体烧碱（注：各地库提价格，含税）价格 3922 元/吨，比较 2025 年 2 月 27 日价格下调 139 元/吨，跌幅 3.42%。**片碱供应方面：**当前陕西地区片碱装置仍未恢复正常生产，其他片碱装置基本维持正常生产状态，市场货源供应较为充裕。**需求方面：**近期氧化铝市场开工暂无明显变化，对烧碱需求温和，后期需多关注广西、河北地区部分新增产能进度；其他部分非铝下游企业开工有逐步提升预期。整体来看，预计后期市场需求将有增涨。**液碱供应方面：**下周有氯碱企业检修相对有限，预计氯碱企业整体负荷依旧维持高位状态，产量较本周变化有限。**需求方面：**氧化铝近期广西地区部分新增产能开始投产，此外河北地区尚有新建产能项目计划 3 月底实现投料，但具体进度仍需跟进，整体上氧化铝对液碱需求较为积极；非铝下游本周逐步回暖，价格上涨下，拿货心态积极，预计下周液碱下游需求整体有增量可能。

期货盘面回落明显，纯碱现货大稳小动。本周国内纯碱现货市场挺价为主，个别价格略有回调。截止到本周四，当前轻质纯碱市场均价为 1428 元/吨，较上周四价格上涨 0.14%；重质纯碱市场均价为 1509 元/吨，较上周四价格持平。周内前期纯碱现货市场仍挺价运行为主，各碱厂报盘价格高位，调涨心态积极，但下游对新价格接受度一般，多持观望态度；后随着期货盘面价格不断回落，加之碱厂略高价格出货情况不佳，华东、华中、西北个别碱厂报盘价格稍有回调，纯碱现货市场氛围略有转弱。供应端来看，本周产量有明显下滑，周内湖南碱厂停车检修，内蒙古产能大厂开始轮检，整体开工率走势下行，周产量降至 70 万吨以下，行业整体库存量亦略有下降。综合来看，周初纯碱现货仍维持挺价运行，但随着期货盘面下行，加之下游拿货积极性不高，碱厂新单成交情况一般，场内略高价格有所回调，纯碱市场心态转弱。**供应方面：**截止到 2025 年第 10 周，据百川盈孚统计，中国国内纯碱总产能为 4405 万吨（包含长期停产企业产能 375 万吨），装置运行产能共计 4030 万吨（共 21 家联碱工厂，运行产能共计 1940 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：**纯碱市场挺价运行，下游对略高价格接受度一般，拿货积极性不高，需求牵制加之期货盘面回落，周内后期纯碱略有价格有所回落。重碱下游平板玻璃领域阳江明轩鸿泰一线（3 月 1 日）出产品，醴陵旗滨三线（3 月 1 日）点火暂未产出产品；光伏玻璃市场需求好转下企业暂停冷修堵窑计划，本周新增一条产线冷修，然该线此前已处于保窑状态，冷修对产量无影响。

展望 2025 年，氯碱行业需求端极大程度取决于内需刺激政策，特别是 PVC 年均仅约 10% 出口，同时下游约 50-60% 与地产竣工端相关。当前电石法 PVC 价格、价差分别处 2014 年以来的 4.4%、17.0% 分位，库存则处 2017 年以来 82% 分位，可见需求弱势使得 PVC 行业累库严重，进而价格价差被极大压制。据百川盈孚统计至 2025 年末电石法 PVC 新增产能约 465 万吨，占当前有效产能约 16.2%，行业供给过剩压力仍存。对于烧碱，需求方面，当前液碱、片碱行业开工分别为 82.1%、70.7%，库存分别处 2017 年以来 53.2%、3.6% 分位。由于其下游相对 PVC 更为分散，同时主力需求氧化铝由于近年来新增产能较多，对需求拉动明显。根据中国有色金属工业协会的数据，今年前三季度国内氧化铝产量达到 6313 万吨，同比+2.4%，创下新高。展望 2025 年，预计国内氧化铝新增产能将超

过 1000 万吨，将对烧碱需求形成强有力的拉动。供给方面，据百川盈孚统计至 2025 年末国内片碱新增产能约为 142.5 万吨，占当前有效产能约 20%，但预计投产时间大都集中于 2025 年底。故而我们相对看好 2025 年烧碱的供需格局及盈利水平的持续性。

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

相关公司：

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

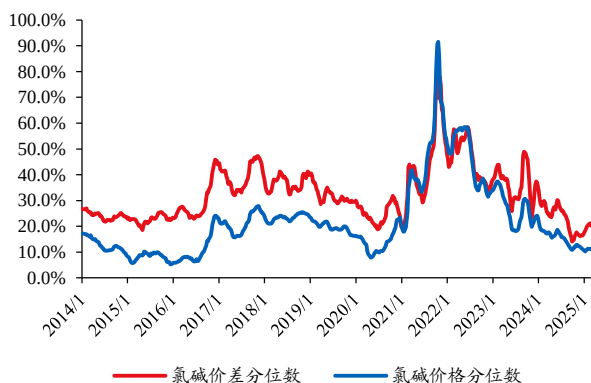
2、新疆天业（600075.SH）：公司是新疆生产建设兵团第八师的大型国有企业，当前已形成较为完整的“自备电力→电石→聚氯乙烯树脂及副产品→电石渣及其他废弃物制水泥”一体化绿色环保型循环经济产业链。目前公司拥有 PVC 产能 134 万吨（含 114 万吨通用树脂、10 万吨特种树脂、10 万吨糊树脂）、烧碱产能 97 万吨、电石产能 213 万吨、水泥产能 405 万吨等，同时自备两个发电厂。公司一体化产业链配套完善，上游自备热电厂，地处新疆享有丰富、优质的煤炭资源；下游电石实现对 PVC 生产的自供，可保证生产运营的平稳。公司于内部持续优化管理、改善资产质量；于外部顺应“双碳”目标，发挥循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

3、ST 中泰（002092.SZ）：公司是化工细分产业链龙头，拥有完整循环经济产业链。公司从氯碱化工出发，发展为拥有“煤炭—热电—氯碱化工—粘胶纤维—粘胶纱”循环经济产

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

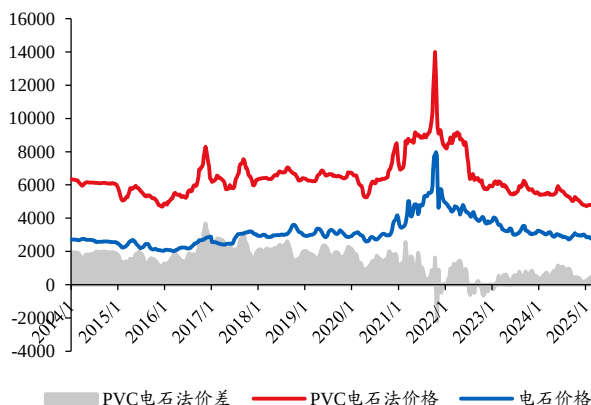
4、三友化工（600409.SH）：公司具备 340 万吨纯碱产能，行业无新增产能且老产能有望逐渐退出，在行业供需紧平衡下，有望随下游房地产、玻璃等行业的持续回暖迎来周期性上涨。公司拥有烧碱产能 53 万吨（自用率 80%，用于粘胶短纤生产）、粘胶短纤产能 78 万吨、有机硅产能 20 万吨、PVC 产能 51 万吨（糊树脂 8 万吨+粉树脂 43 万吨）等。受益于循环经济模式，公司业务板块在行业内成本及能耗较低，当前已围绕“两碱一化”完成产业布局，未来将继续稳步扩张，并走差异化路线，逐步实现从基础化工向精细化工。

图表 58 本周氯碱价格分位数 11.3%，价差分位数 20.0%



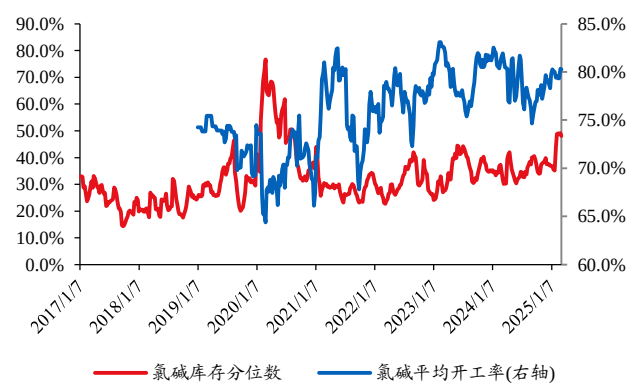
资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 60 本周电石法 PVC 价格下行（元/吨）



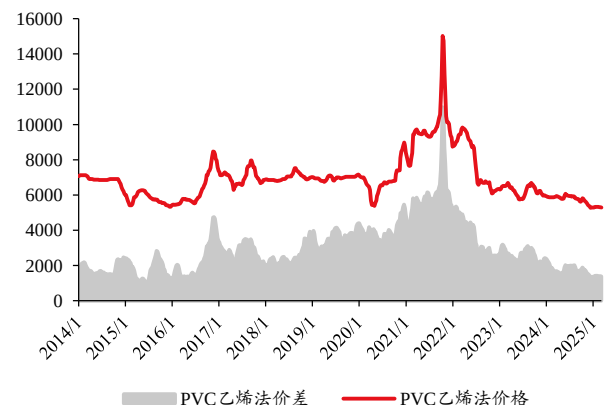
资料来源：Wind，华创证券

图表 59 本周氯碱库存分位数 48.1%；平均开工率 80.28%



资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 61 本周乙烯法 PVC 价格下行（元/吨）



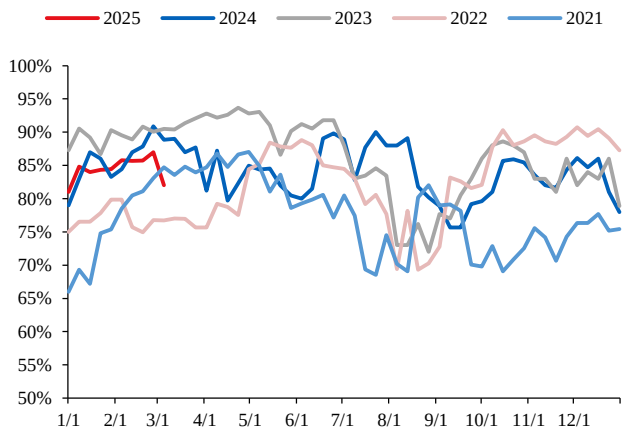
资料来源：Wind，华创证券

图表 62 本周片碱（烧碱）价格下行（元/吨）



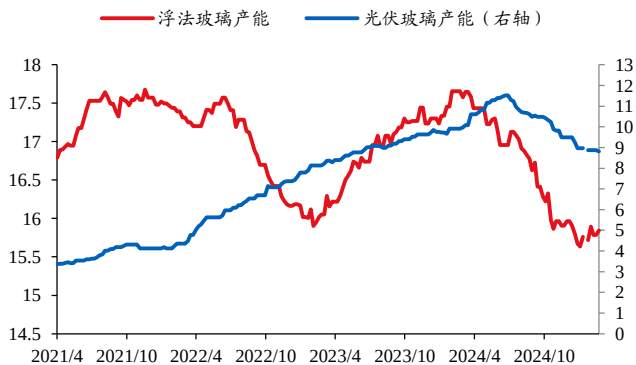
资料来源：Wind，华创证券

图表 64 本周纯碱开工率下行



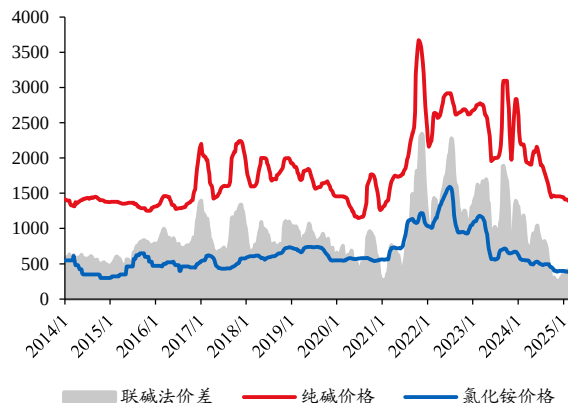
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 66 本周浮法玻璃日熔量增加（万吨/日）



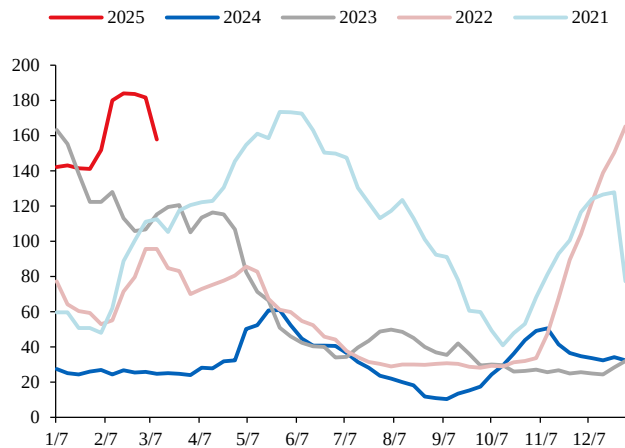
资料来源：卓创资讯，华创证券

图表 63 本周山东地区纯碱价格（联碱法）下行（元/吨）



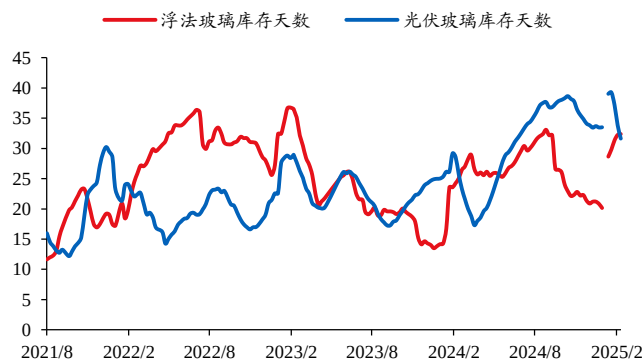
资料来源：Wind，华创证券

图表 65 本周纯碱库存减少（万吨）



资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 67 本周浮法玻璃库存增加（天）



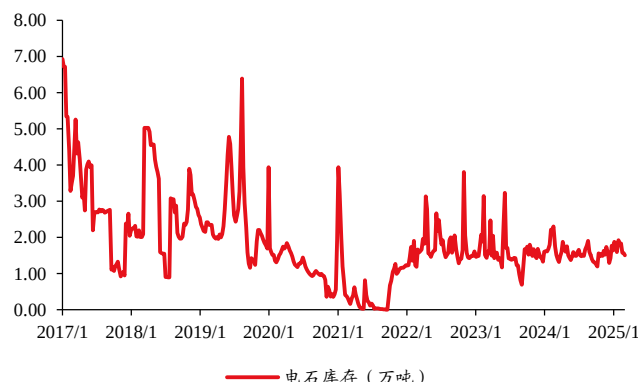
资料来源：卓创资讯，华创证券

图表 68 本周 PVC 库存上行（万吨）



资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 69 本周电石库存上行（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 价格下跌

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

本周 MDI 综合价格下跌。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：**终端启动缓慢，整体需求端跟进能力有限。北方下游外墙保温管道需求仍未完全恢复，对原料释放仍需时间；而南方下游需求亦是刚需跟进，整体消化能力欠佳。下游冷链相关及板材行业亦是消耗订单为主，加上部分仍有原料库存尚待消化，因而入市采购情绪不高，对原料跟进能力较弱。下游大型家电厂生产稳定跟进，对原料按照合约量跟进；中小型企业订单仍待释放，多按单生产为主，对原料消耗能力提升有限。对于高价原料，其他下游亦是采购谨慎。综合来看，下游企业开工缓慢，整体订单跟进不足，对原料消耗能力有限。**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。**需求面：**下游氨纶开工 7 成左右，工厂出货情况一般，下游用户消化前期涨幅为主，仅少量按需跟进；下游 TPU 开工 5-6 成左右，下游实际需求跟进一般，成品库存偏高；下游鞋底原液及浆料开工 5-6 成，开工率较为稳定，但终端订单增量有限。截至 2025 年 3 月 7 日，本周 MDI 行业开工率 91.3%，较上周+3.2pct，年同比+24.9%；行业库存 5.8 万吨，较上周持平，年同比+112.8%。本周 MDI 综合价格 18197 元/吨，较上周-1.7%，年同比+0.7%；MDI 综合价差 10482 元/吨，较上周-3.0%，年同比+15.5%。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 市场价格下跌。供应方面：本周 TDI 产量小幅下降，整体开工率 87%附近。新疆工厂装置临停，福建工厂装置中高负荷运行，甘肃 15 万吨装置计划于 3 月 9 日开始检修，预计检修 10 天左右，其他工厂开工负荷正常。**需求方面：**目前 TDI 市场价格低位，下游接受程度良好，但因终端需求跟进动力不足，下游订单数量有限，叠加场上看跌情绪不减，故成交仍以合约单及刚需散单为主。截至 2025 年 3 月 7 日，本周 TDI 行业开工率 87.2%，较上周-2.6pct，年同比+4.8%；行业库存 1.5 万吨，较上周+6.8%，年同比+152.1%。本周 TDI 综合价格 12480 元/吨，较上周-3.5%，年同比-27.5%；TDI 综合价差 7063 元/吨，较上周-6.5%，年同比-35.5%。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。

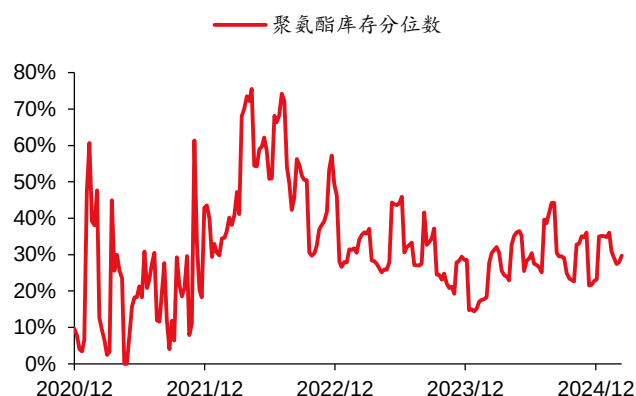
2、沧州大化（600230.SH）：公司为国内领先的 TDI 生产商，经过多年的发展，在引进瑞典国际化工技术的基础上，进行了一系列技术改造，并获得了部分自主知识产权，在国内 TDI 生产领域具有重要地位。公司当前拥有 TDI 产能 15 万吨/年，同时 26.5 万吨/年新增产能持续推进中。此外，公司现有 10 万吨/年 PC、及配套的 16 万吨/年烧碱产能，造气原料气等相关产业链相衔接，上下游原料相配套的生产规模，与目前国内同行业相比具有较强的规模优势。

图表 70 本周聚氨酯板块价格分位数 13%，价差分位数 23%



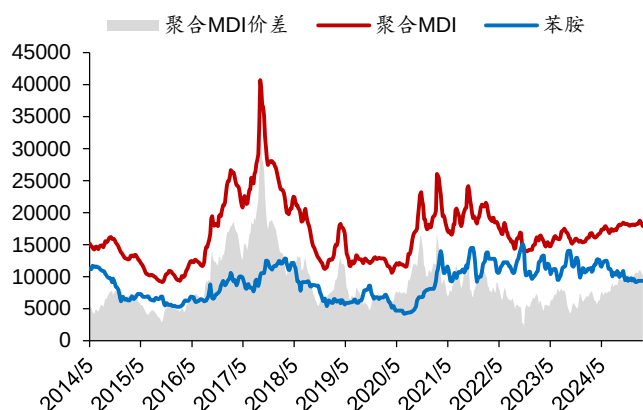
资料来源：Wind，华创证券

图表 71 本周聚氨酯板块库存分位数 30%



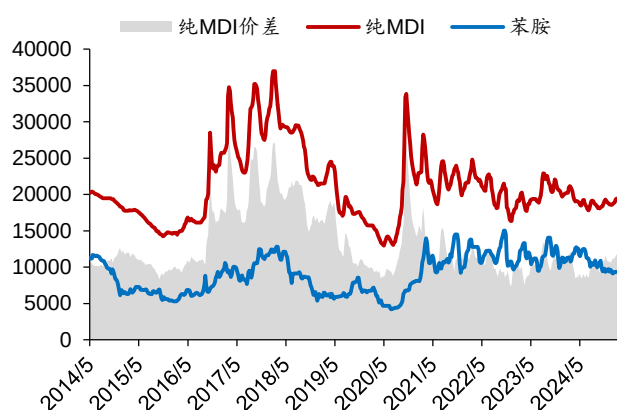
资料来源：Wind，华创证券

图表 72 本周聚合 MDI 价格下跌（元/吨）



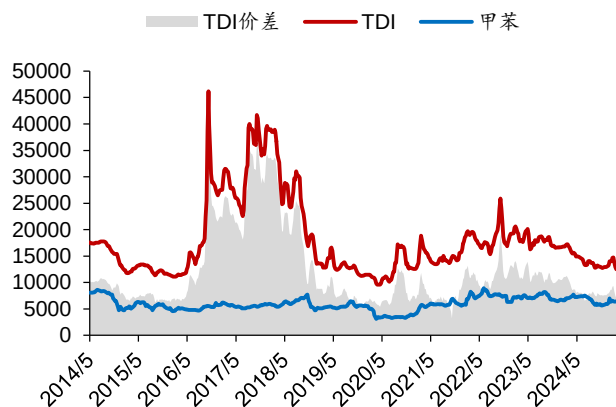
资料来源：Wind，华创证券

图表 73 本周纯 MDI 价格下跌（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 74 本周 TDI 价格下跌（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 75 本周软泡聚醚价格下跌（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

（七）行业追踪—民营大炼化：本周原油价格下跌，PX 价格下跌

碳中和大背景下，存量炼能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，但大部分处于待批复状态，可以预见，高耗能、高排放炼油项目的审批权限及要求将进一步提升，后续规划项目获批的不确定性显著增强，行业供给约束逐步显现。据 2021 年版《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平》要求，各地要明确改造升级和淘汰时限（一般不超过 3 年）以及年度改造淘汰计划，在规定时限内将能效改造升级到基准水平以上，力争达到能效标杆水平，对于不能按期改造完毕的项目进行淘汰。现有民营大炼化产能，有望凭借一体化的禀赋在存量博弈中进一步获取竞争优势。

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

本周原油价格下跌。本周欧佩克+增产计划打压，国际油价震荡下跌。周初，美国将撤销雪佛龙在委内瑞拉运营的许可，加之市场关注美国对加墨加征关税对供应端影响，供应受限担忧情绪支撑油价上涨，美油回至 70 关口上方。周中后期，伊拉克很快恢复库尔德斯坦地区石油出口，欧佩克+声明称确定从 4 月开始增产，供应增加预期打压，加之美国对加墨加征关税政策生效，以及美国关税政策引发的贸易冲突，可能抑制经济活动和能源需求，同时上周美国原油库存激增，多重利空因素施压下，国际油价连跌四个交易日，美油、布油相继跌破 70 关口。总体看，与上周末价格相比，本周末油价呈下跌走势；与上周均价相比，本周均价环比下跌。

本周 PX 价格下跌。供应方面：截至 3 月 6 日，国内 PX 市场开工在 86.82%，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：**周内三套 PTA 装置按计划检修，涉及产能 640 万吨，其行业开工率跌幅明显，PX 需求端支撑走弱。

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 76 本周石化板块价格/价差分位数分别 32%/27%



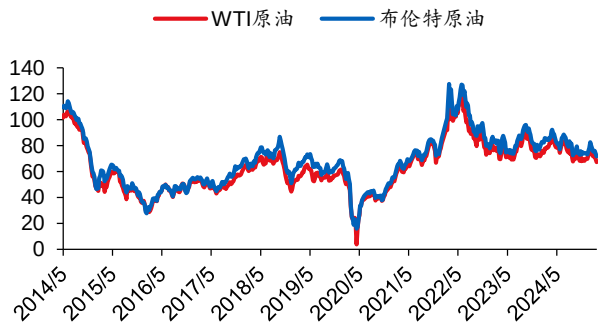
资料来源：Wind，华创证券

图表 77 本周石化板块库存分位数 40%



资料来源：Wind，华创证券

图表 78 本周国际原油价格下跌（美元/桶）



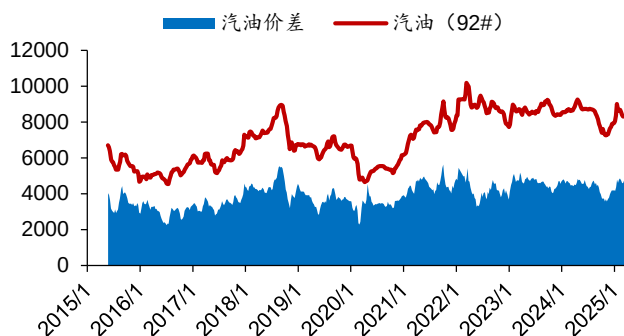
资料来源：Wind，华创证券

图表 79 本周石脑油-原油价差收窄（美元/吨）



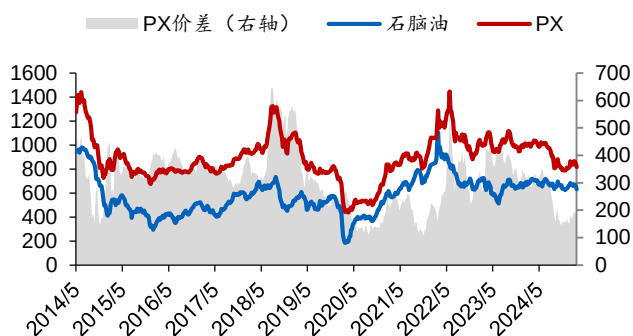
资料来源：Wind，华创证券

图表 80 本周汽油价差扩宽（元/吨）



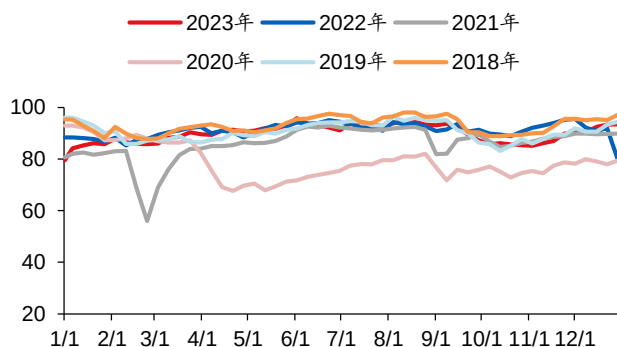
资料来源: Wind, 华创证券

图表 82 本周 PX 价差持平（美元/吨）



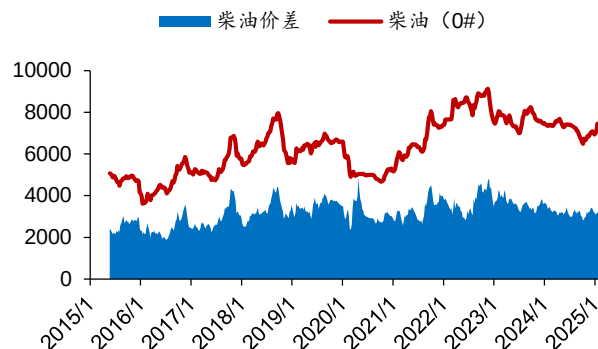
资料来源: Wind, 华创证券

图表 84 上周美国炼厂开工率下滑（%）



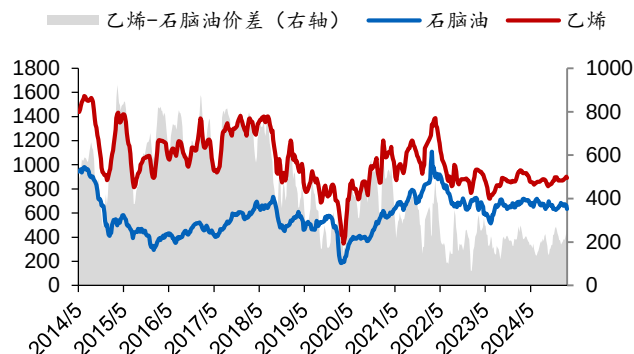
资料来源: Wind, 华创证券

图表 81 本周柴油价差扩宽（元/吨）



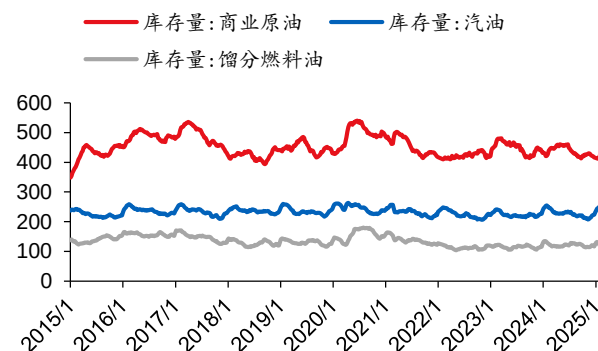
资料来源: Wind, 华创证券

图表 83 本周乙烯价差扩宽（美元/吨）



资料来源: Wind, 华创证券

图表 85 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：本周乙烯价格下跌，丙烯价格上涨

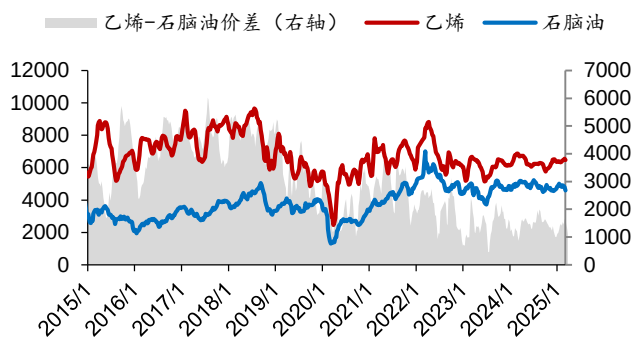
本周乙烯价格下跌。供应端：古雷石化产能 80 万吨/年装置于 2025 年 3 月 1 日停车检修，预计时间持续 15 天左右；宁波富德产能 28 万吨/年装置 2025 年 2 月 13 日停车检修，持续至 2025 年 3 月 1 日结束；上海石化产能 30 万吨/年 2#装置于 1 月 1 日停车检修，持续至 2025 年 3 月 1 日结束；

修，初步预计检修 90 天左右；金诚石化产能 60 万吨/年装置于 2024 年 9 月中下旬投料开车，10 月初停车，重启时间待定；万华化学（二期）产能 120 万吨/年装置预计 2025 年一季度投产。**需求端：**聚乙烯价格弱势整理，商家适当让利出货。目前长期检修装置：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、中沙石化、上海石化、独山子石化。业者看空情绪不减，苯乙烯行情继续探底。国内工厂与码头仍在排库，苯乙烯下游提货较慢，需求持续欠佳，市场供应充裕。苯乙烯装置开工水平在 75%附近。原油市场走跌，乙二醇市场延续弱势。国际油价持续下挫，宏观悲观气氛延续，乙二醇基本面利好支撑不足，市场走势下行。乙二醇行业整体开工率约为 66.75%，其中乙烯制开工率约为 67.73%。交投刚需进行，环氧乙烷价格平稳运行。近期环氧乙烷行业产能利用率稍增，市场供应相对宽松；终端市场施工缓慢，下游单体企业刚需跟进，整体行情稳定进行。PVC 期货大幅跳水，终端需求跟进谨慎。乙烯法 PVC 整体开工负荷大体平稳，截至目前乙烯法 PVC 整体开工负荷约 76.09%，下游企业询价积极性未有提升，拿货意愿不高，实际成交不及预期。截至 2025 年 3 月 8 日，本周乙烷价格 29.26 美分/加仑，环比上周上涨 2.36 美分/加仑；乙烯 CFR 价格 892 美元/吨，环比上周-9 美元/吨；本周石脑油制乙烯价差 1883 元/吨，环比上周上涨 145 元/吨；乙烷裂解制乙烯价差 2532 元/吨，环比上周下跌 232 元/吨。

本周乙二醇价格下跌。供应方面：本周乙二醇企业平均开工率约为 66.68%，其中乙烯制开工负荷约为 67.70%，合成气制开工负荷约为 65.00%。本周宁波一套 50 万吨装置出料，新疆一套 15 万吨装置出料，个别装置降负，整体来看，供应增量有限，行业开工水平较高。**需求方面：**终端迟迟没有新订单下达，对原料补货行为受限，聚酯产销数据平平，需求端对乙二醇维持刚需才买，本周聚酯整体开工率维持在 87%附近。截至 2025 年 3 月 8 日，本周乙二醇均价 4609 元/吨，环比上周-45 元/吨；乙烯制乙二醇价差 722 元/吨，环比上周-5 元/吨。

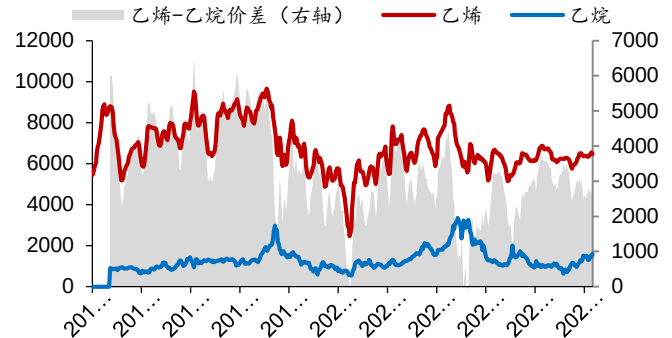
本周环氧乙烷价格持平。供应方面：本周环氧乙烷供应较上周增加。周内扬子石化 27 万吨/年环氧乙烷装置于 3 月 3 日稳定出产品；富德能源 16 万吨/年环氧乙烷装置于 3 月 5 日稳定出产品；另有部分厂家根据自身出货情况灵活调整负荷，局部地区现货供应宽裕。**需求方面：**现阶段终端需求未见起色，下游厂商出货受阻，需求端表现偏淡。周内聚羧酸减水剂单体市场成本面支撑暂稳，需求端复苏力度有限，供需面相对平衡。华东地区下游基建行业支撑，需求相对平稳；东北地区因气候因素，工程进度滞后，市场成交以低价订单为主。周内氯化胆碱市场底部无支撑，下游交投清淡，业者刚需采买，市场供需维持平衡状态，部分地区有下调趋势，山东市场 50%玉米芯载体商谈参考价格在 3600 元/吨左右，河北市场 50%玉米芯载体商谈参考价格 3250 元/吨左右。表面活性剂市场走势坚挺，周内非离子表面活性剂 AEO-9 价格 12800 元/吨，较上周价格上涨 0.79%，阴离子表面活性剂 AES 价格在 9800 元/吨，较上周价格上涨 1.55%。聚乙二醇市场整体行情并不乐观，实质需求释放不足，多维持刚需交投。周内乙醇胺市场涨跌互现：一乙醇胺市场区域走势不一，华东市场稳定，周内主力下游采购跟进，市场价格稳定；华南地区市场价格上行。二乙醇胺市场稳中小涨，周内部分下游刚需采买，实单成交价格微涨，二乙醇胺市场价格小幅上涨。三乙醇胺市场震荡下行，部分低品质货源对外报盘下调，市场价格重心下移，加之考虑到场内高价货源偏离市场价格较多，取消高价纳入参考范围影响下，三乙醇胺市场价格下行。截至目前华东地区一乙醇胺主流参考价 7450-7600 元/吨；二乙醇胺主流参考价 6350-6600 元/吨；三乙醇胺 99%主流参考价 7050-7200 元/吨，个别高价 7300 元/吨。（备注：一、二乙醇胺价格为短途送到价）截至 2025 年 3 月 8 日，本周环氧乙烷均价 7000 元/吨，环比上周持平；环氧乙烷价差 2271 元/吨，环比上周+49 元/吨。

图表 86 本周乙烯-石脑油价差扩宽（元/吨）



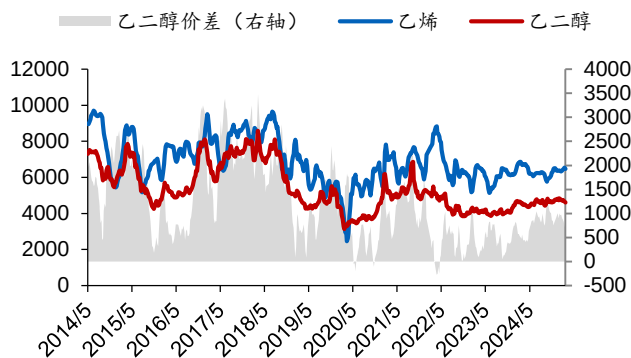
资料来源：Wind，华创证券

图表 87 本周乙烯-乙烷价差收窄（元/吨）



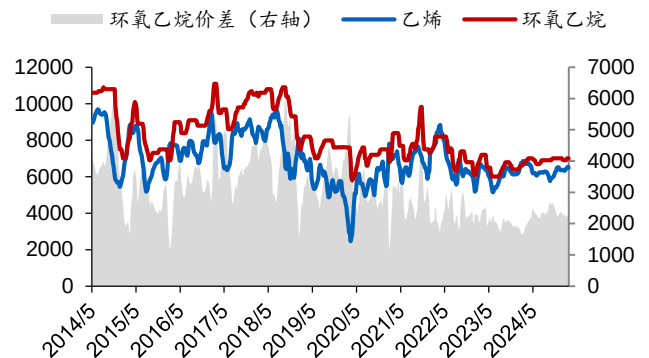
资料来源：Wind，Bloomberg，华创证券

图表 88 本周乙二醇价格下跌（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 89 本周环氧乙烷价格持平（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

本周丙烯价格上涨。供应方面：三江化工丙烯装置于 2024 年 12 月 28 日停车检修，持续至 2025 年 2 月 28 日结束；宁波富德丙烯装置于 2 月 13 日停车检修，持续至 2025 年 3 月 1 日结束；中安联合丙烯装置于 2 月 15 日停车检修，持续至 2 月 23 日结束；鑫泰石化丙烯装置于 2 月 19 日停车检修，重启时间待定；广西华谊丙烯装置于 2 月 11 日停车检修，重启时间待定；场内现货供应可控，供应面支撑一般。**需求方面：**本周丙烯下游产品市场价格延续跌势，聚丙烯期现货市场弱势整理，丙酮、丙烯腈以及丙烯酸等下游产品价格继续下滑，汇丰粉料重启提负，渤化聚丙烯提负，利华益丙烯腈重启，上海赛科丙烯腈提负，鑫岳环丙提负，嘉宏环丙存重启计划，盛虹环丙停车消缺，上海西萨以及高桥酚酮装置停车；下游工厂多刚需为主，后期部分下游厂家买盘积极性略有回升。截至 2025 年 3 月 8 日，丙烷价格 607 美元/吨，环比上周-9 美元/吨；丙烯市场均价 6820 元/吨，环比上周+20 元/吨；本周 PDH 价差 1534 元/吨，环比上周+102 元/吨。

本周丙烯酸价格下跌。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、福建滨州、万华化学、泰兴昇科、江苏三木和广西华谊丙烯酸部分装置停工检修中。本周装置变动较小，供需博弈延续。其中丙烯酸甲酯场内现货供应偏紧，浙江卫星甲酯开工负荷下降。山东某厂丙烯酸氧化装置负荷降低，本周丙烯酸场内开工负荷下滑。需求方面：国内胶带母卷行业开工率较上周相比变化不大，胶带母卷行业开工维持 5 成附近，部分胶带母卷企业正常生产，新单释放有限，市场货源供应充裕。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 3 月 8

日，丙烯酸价格 8000 元/吨，环比上周+160 元/吨；本周丙烯酸价差 3090 元/吨，环比上周-170 元/吨。丙烯酸丁酯均价 9900 元/吨，环比上周-400 元/吨；本周丙烯酸丁酯价差 870 元/吨，环比上周-184 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 54.24%。周内在产企业所属稳定运行，部分装置检修，暂未重启，丁酮市场供应量充足，供应面利好支撑有限。**需求方面：**下游生产企业开工低位，市场采购积极性一般，对丁酮高价格的接受度不高，维持刚需采买策略，市场实单成交仍待释放，需求偏弱，抑制丁酮市场价格。截至 2025 年 3 月 8 日，丁酮均价 7460 元/吨，环比上周-175 元/吨；本周丁酮价差 1960 元/吨，环比上周-89 元/吨。

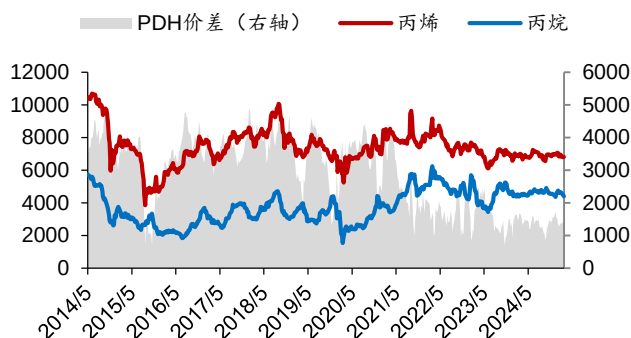
展望 2025 年：1）C2 产业来看，当前乙烯原料多元化、轻质化趋势明显，国内仍有较大进口替代空间。相比于传统工艺路线，乙烷裂解工艺在乙烯收率、经济效益、投资强度、能耗及副产资源方面均具备显著优势，核心竞争力持续增强；而美国乙烷自身供需宽松的格局又决定了乙烷价格或长期维持相对低位，乙烷裂解价差或将延续高景气态势。24 年下半年以来，乙烷价格快速回落，24H1 乙烷均价约 19.2 美分/加仑，24Q3 进一步跌至 15.7 美分，同比下降约 46%。目前北半球主要国家天然气补库结束，预计天然气价格将趋于稳定，乙烷价格亦有望回落。据 EIA 预测，2024 年美国乙烷净出口量约 50 万桶/天，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

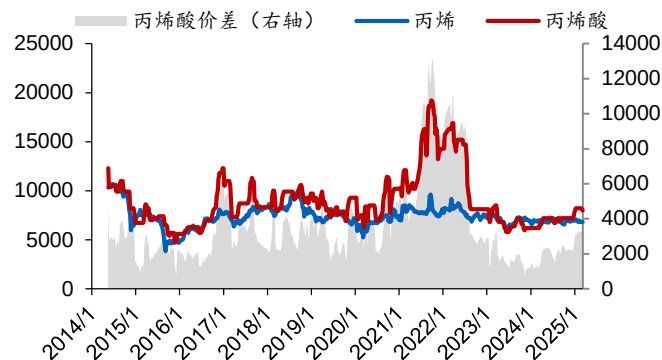
2、齐翔腾达（002408.SZ）：作为丁酮和顺酐行业全球龙头，国内市占率高达 50%和 30%以上，出口占国内出口比例高达 70%和 50%。齐翔腾达正在积极扩大甲乙酮和顺酐产能固优势，发展供应链业务弥补原材料短板，引进排他性国外先进技术建设环氧丙烷和丙烷脱氢等项目。甲乙酮作为环保性有机溶剂，其行业地位将逐渐提高并可能逐步取代苯类等毒性较高的传统溶剂；限塑令带来生产 PBS、PNAT 等可降解塑料制品的需求将会提升，顺酐潜在需求空间扩大。因此基于受益行业景气提升和全产业链产能布局，公司将开启新一轮成长。

图表 90 本周 PDH 价差扩宽（元/吨）



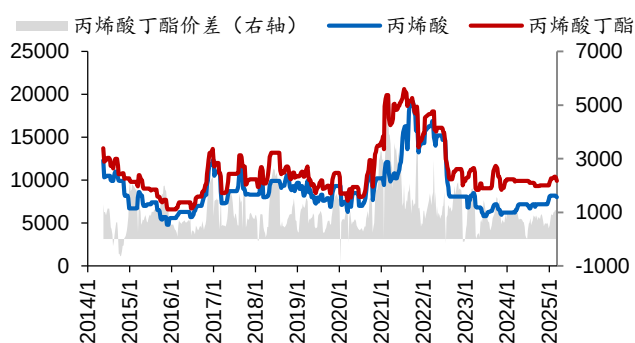
资料来源：Wind，华创证券

图表 91 本周丙烯酸价格下跌（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 92 本周丙烯酸丁酯价格下跌（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 93 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：本周钛白粉价格上涨

本周钛精矿价格不变。本周钛精矿（TK46）价格为 2217 元/吨，周环比持平。成本端，本周攀枝花钛中矿由于原料紧缺，开工拉低，现货不足的情况下，低价货源逐渐消失，市场上大多成交都是 1470 元/吨以上，成本面存在一定支撑。供应端，国内矿方面，目前攀矿大厂控制供应端较为灵活，根据市场行情，灵活、及时控制原矿收放，以达到保价效果。现下攀矿市场虽然需求未能达到预期，但由于原料紧缺，供应也略显不足，所以供需关系处于弱平衡状态，市场价格也随之有所上浮。需求端，受终端市场疲软及成本压力传导不畅影响，高价接受度低迷，叠加主力下游钛白粉需求恢复滞后、钛渣生产受电力成本上涨抑制，整体需求延续弱势运行格局。

本周钛白粉价格上涨。本周金红石型钛白粉市场主流报价为 1.47 万元/吨，周环比+0.5%。成本端，国内酸价持续大幅上涨。供应端，本周，相对上周市场供应保持动态平衡，出口订单仍在排队发货，龙头企业接单增加，自身生产效率有意提高，甚至可达 8% 的月度超额增产。其余大部分在产厂家的开工基本也接近满开状态，少数小规模生产企业有停产检修安排。行业整体周度开工率在增减相互抵消之后变动幅度并不明显，大小厂家的供应情况出现两极分化。需求端，市场采购活跃度回升，需求跟进阶段性转好。

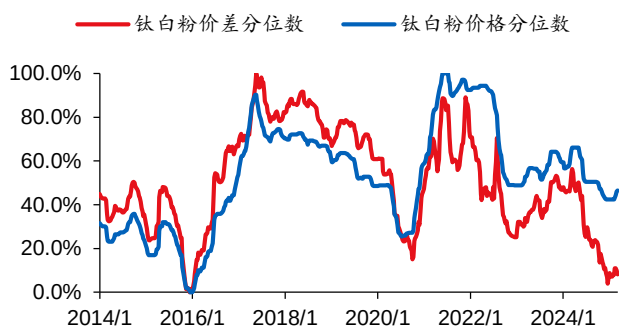
展望 2025 年：从钛白粉国内下游消费结构来看，59% 流向涂料市场，24% 为塑料行业消纳，10% 是造纸行业。2024 年来看，钛白粉下游消费主力市场涂料行业受国内地产竣工数据下行影响，总体需求向下。但由于国内钛白粉企业具有较强的成本优势，叠加海外

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：

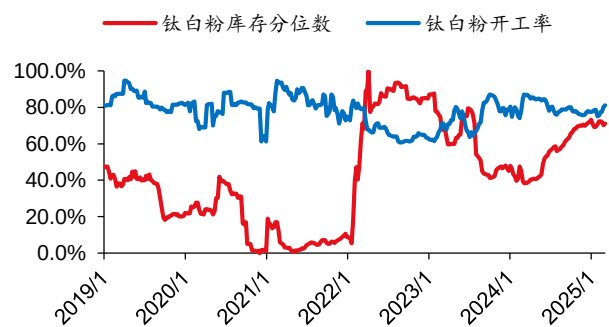
龙佰集团（002601.SZ）：1）公司是国内钛白粉龙头企业，也是国内钛产业链最为完整的企业。经过几十年的发展，目前公司已拥有钛白粉产能 151 万吨（硫酸法 65 万吨，氯化法 66 万吨），产能规模为国内第一、全球第三，产能规模屡创新高。公司通过自备钛矿、硫酸等配套原料，降低了钛白粉的制备成本；同时得益于规模优势，公司钛白粉完全成本显著领先于行业平均水平。未来，随着公司生产规模的不断扩张和工艺技术不断完善，公司成本有望进一步降低，捍卫成本护城河。2）钛白粉行业稳健发展，竣工面积有望恢复并拉动行业需求复苏。全球涂料、塑料等行业稳定发展，使钛白粉需求维持稳健增长趋势。未来，伴随国内地产政策有望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 94 本周钛白粉板块价格分位数 47%，价差分位数 8.2%



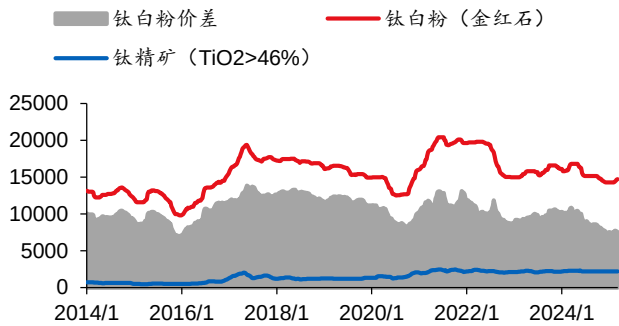
资料来源：Wind，华创证券

图表 95 本周钛白粉库存分位数 71%、开工率为 81%



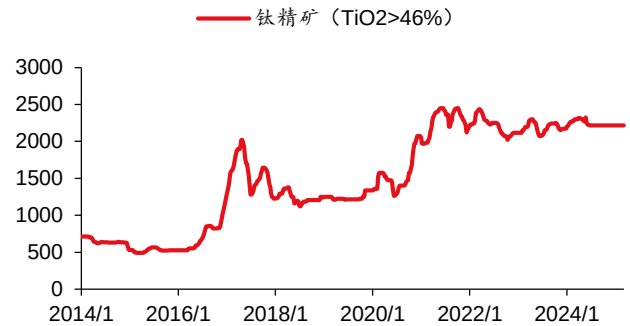
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 96 本周钛白粉价格上涨（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 97 本周钛精矿价格不变（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

（十）行业跟踪——化纤：本周涤纶长丝价格下降

涤纶长丝价格下降。原料端，本周聚合成本下降。供应端，本周萧山及江阴地区各有装置开工提升，市场整体供应量继续增加。需求端，截至 3 月 6 日江浙地区化纤织造综合开机率为 67.76%，本周下游开工继续提升，纺织市场订单较前期有所增加，多以轻薄面料为主，但整体体量仍显不足，叠加织企急于出货兑现，坯布低价内卷十分严重，盈利空间受到严重挤压，对原丝价格尚存抵触心理，多等待低价购进时机，内需暂无显著好转；同时美国方面关税持续加码，成本波动不可控的因素增加，定价变得愈发困难，下游接单谨慎，且外贸订单下达有限。截至 3 月 8 日，POY、FDY、DTY 库存天数分别为 25.1、30.5、33.6 天，环比上周+（2.1 天、0.6 天、0.6 天）；涤纶长丝开工率 92.6%，环比上周+0.8pct；POY 均价 7175 元/吨，环比上周持平；POY 现金流 214.6 元/吨，环比上周+92.9 元/吨。

氨纶市场价格上涨。原料端，本周氨纶成本面支撑微减弱，主原料 PTMEG 市场价格稳定，辅原料纯 MDI 市场价格微降，成本面压力减少。供应端，西南地区一工厂少量投料生产中；福建地区一工厂装置重启，部分开工在 9 成至满开，部分开工在 4-8 成不等，个别工厂全停。需求端，下游开机提升中，下游用户按需跟进为主。截止到发稿前张家港地区棉包市场，开 5-6 成左右；义乌诸暨包纱市场开 4 成左右；海宁平布不倒绒平布开 6-7 成；福建地区主流花边经编市场开 5 成左右；常熟地区下游圆机市场 4-5 成左右；江阴圆机纱线陆续开 4-5 成；浙江萧绍圆机市场 4 成左右；广东地区下游经编开工 4-5 成，圆机开 4-5 成左右。截至 3 月 8 日，氨纶库存天数 47.50 天，环比上周+0.80 天；开工率 82%，环比上周+1pct；氨纶 40D 均价 24200 元/吨，环比上周+400 元/吨；价差 10630 元/吨，环比上周+448.6 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

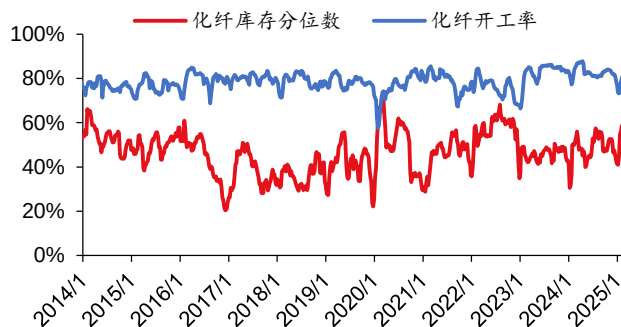
面。2) 氨纶: 2024 年氨纶行业仍承受一定供给端的压力, 全年新增产能预计 15.2 万吨, 同时主原料 PTMEG 价格走低, 成本端支撑减弱。截至目前, 我们统计氨纶价格分位数已处于 10 年来底部, 价差分位数为 9%, 处于 10 年来底部水平; 氨纶库存分位数为 80%, 处于 10 年来偏高水平。展望后续, 除华峰、晓星、恒申新增产能外, 其他企业新增产能均有投放滞后预期, 氨纶价格有望触底反弹。

图表 98 本周化纤板块价格分位数 29.8%，价差分位数 42.3%



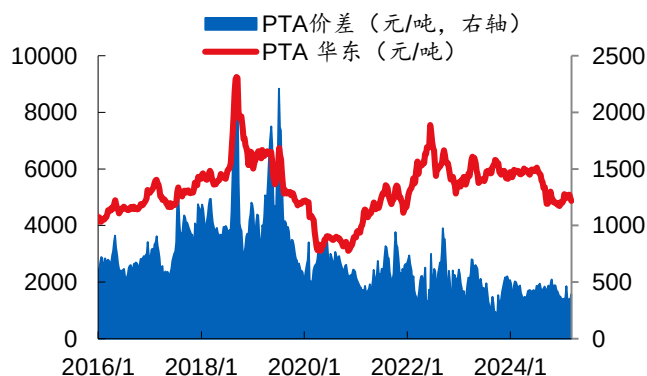
资料来源: Wind, 华创证券

图表 99 本周化纤库存分位数 60.6%



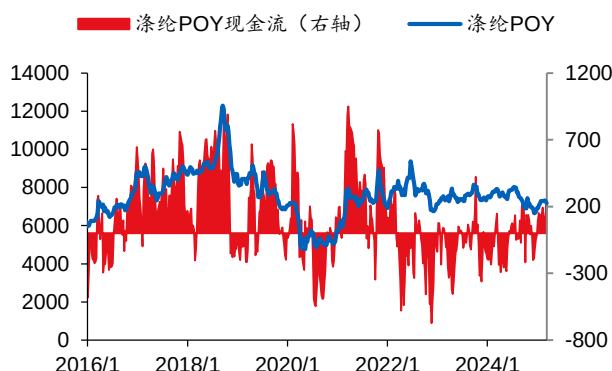
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 100 本周 PTA 价格下滑



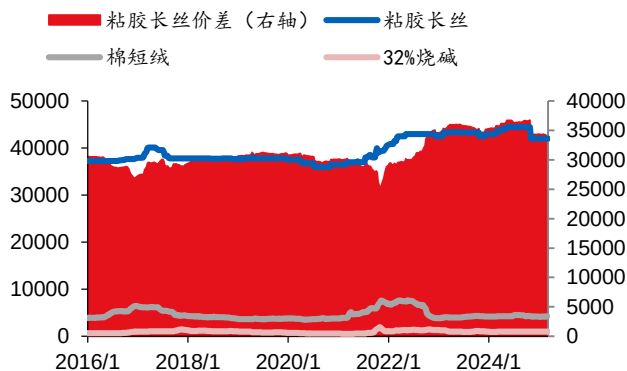
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 101 本周涤纶长丝 POY 价格持平



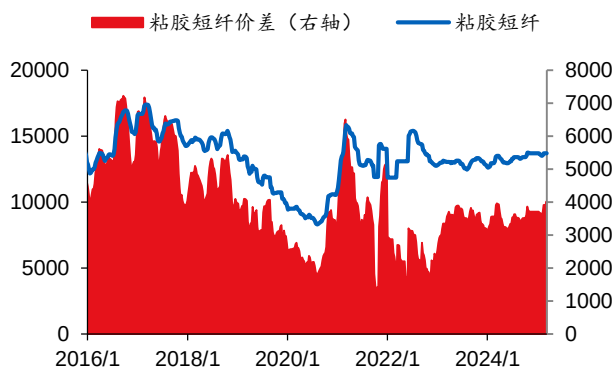
资料来源: Wind, 华创证券

图表 102 本周粘胶长丝价格持平



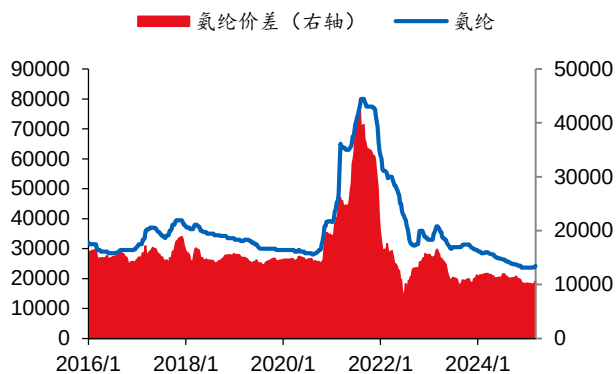
资料来源: Wind, 华创证券

图表 103 本周粘胶短纤价格持平



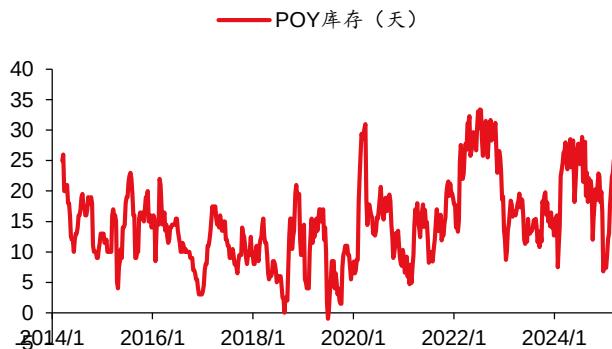
资料来源: Wind, 华创证券

图表 104 本周氨纶价格提升



资料来源: Wind, 华创证券

图表 106 本周涤纶长丝 POY 库存天数提升



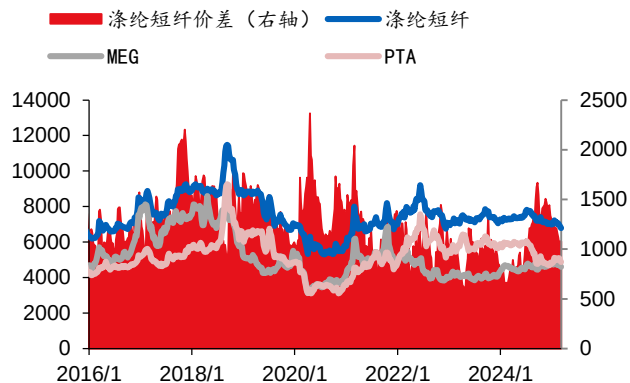
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 108 本周氨纶库存天数提升



资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 105 本周涤纶短纤价格持平



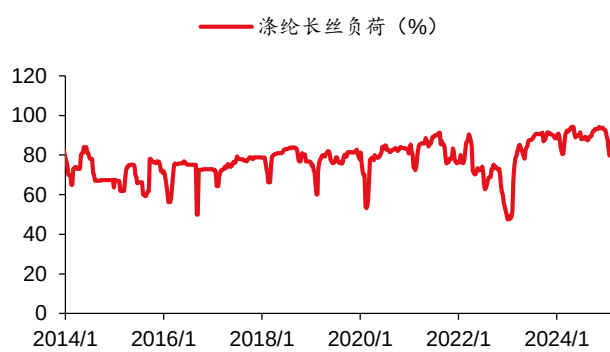
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 107 本周粘胶短纤库存天数提升



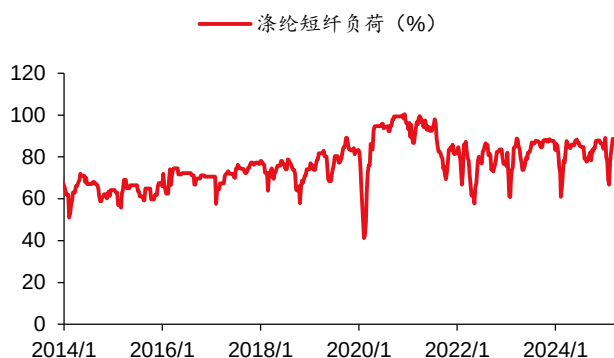
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 109 本周涤纶长丝开工率提升



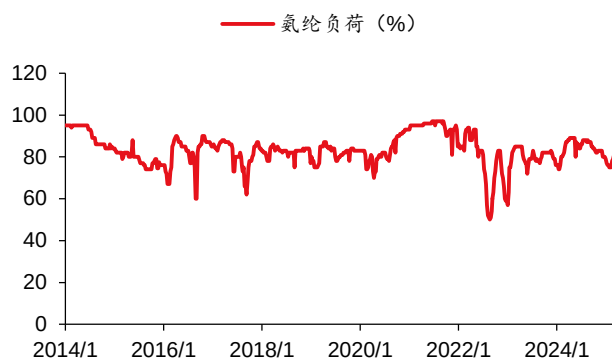
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 110 本周粘胶短纤开工率持平



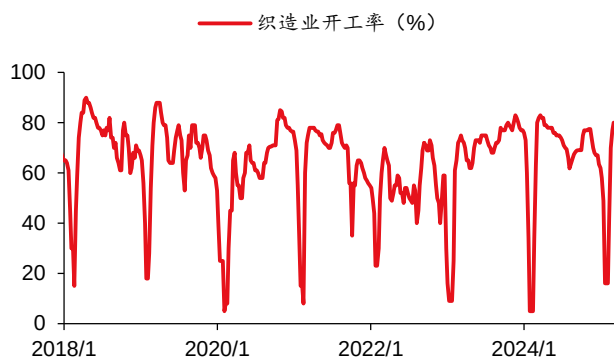
资料来源：CCFEI，华创证券

图表 111 本周氨纶开工率提升



资料来源：CCFEI，华创证券

图表 112 本周织造开工率提升



资料来源：Wind，华创证券

图表 113 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 R32 价格上涨

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

本周萤石价格不变。本周国内 97%湿粉市场价格 3790 元/吨，周环比持平。供应端：供应端呈现产量环比小幅回升但整体开工仍处低位、区域分化明显的格局，北方受气候及两会停工拖累，南方部分复产但原矿库存有限，叠加进口受阻，场内货源偏紧态势未改，供应增量释放仍受制约。需求端：需求端呈现分化格局，氢氟酸因节后补库及新价落地采购回暖、支撑需求回升，但氟化铝成本承压及冶金出口疲弱拖累整体需求释放，市场整体稳中向好但受制于下游利润瓶颈及外部利空抑制。

本周制冷剂 R32 价格上涨。R22：本周报价 35000 元/吨，周环比不变。**供应端，**厂家装置正常运行，配额削减下供给略显紧张。**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 45000/44500/45000 元/吨，其中 R32 周环比分别为+1.1%，

R125、R134a 周环比不变。**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**，3 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 价格降低。本周 6F 国内市场均 6.15 万元/吨，周环比-1.6%。成本端，碳酸锂期货价格节后状态一般，价格稳中走弱。供给端，本周产量基本保持水平状态。大部分企业延续月末生产状态，生产水平变化不大。大厂生产有计划进行提升，进行持续性爬坡，产量提升。小厂维持生产与成本之间微妙平衡，对提产积极性不高。近期暂无企业进行相关投产或复产计划，行业产能稳定。行业整体生产较为平稳，开工持续处于高位。需求端，下游企业订单需求有限，大部分已签月度长单。部分小厂对询价活动积极，但实际购买水平有限，订单量微小。终端压价活动持续，对企业生产积极性有所打压，部分企业对生产较为消极，对原料采购不利。

本周 PVDF 价格不变。本周锂电级 PVDF 报价 5 万元/吨，周环比持平；涂料级 PVDF 报价 5.7 万元/吨，周环比不变。成本端，R142b 制冷剂市场延续涨势，市场看涨情绪积极，行业景气度持续。供需方面，本周下游行业需求提振有限，电池厂复产进度缓慢，锂电市场刚性需求虽有所增长，但涨幅未能匹配 PVDF 扩产速度，产能利用率偏低。涂料市场表现相对较好，但对整体需求的拉动作用有限，短期来看市场难言利好。

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：

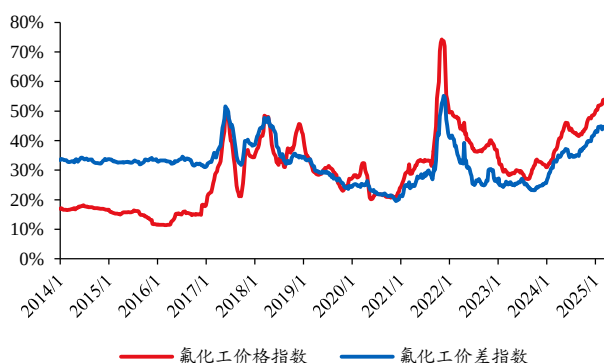
1、巨化股份（600160.SH）：公司为国内制冷剂全产业链布局龙头企业。公司于二代、三代制冷剂领域具备较强竞争力，并拥有 PVDF、PVDC、PTFE 等氟橡塑成熟产能，未来将有 R32、PVDC、PTFE 等在建产能继续释放。公司与国家大基金合资中巨芯公司专注于湿电子化学品及电子特气的研发生产，为国内领先的电子化学品生产企业。公司在三代制冷剂发力较多，预计随着三代制冷剂配额落地，公司有望占据最大配额份额。公司 2024 年前三季度实现营收 179.06 亿元，同比+11.83%；归母净利润为 12.58 亿元，同比+68.40%。

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 114 本周氟化工板块价格分位数 54%,价差分位数 45%



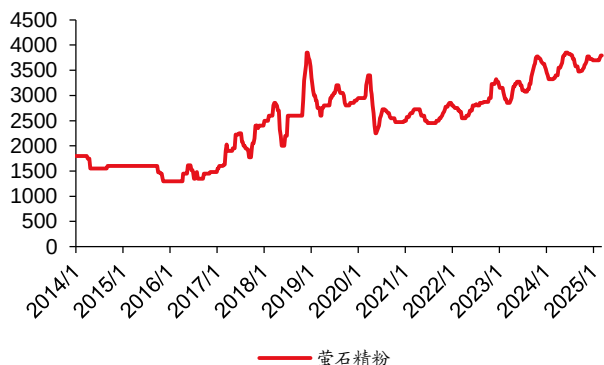
图表 115 本周氟化工板块库存天数分位数 48%,开工率指数 44%



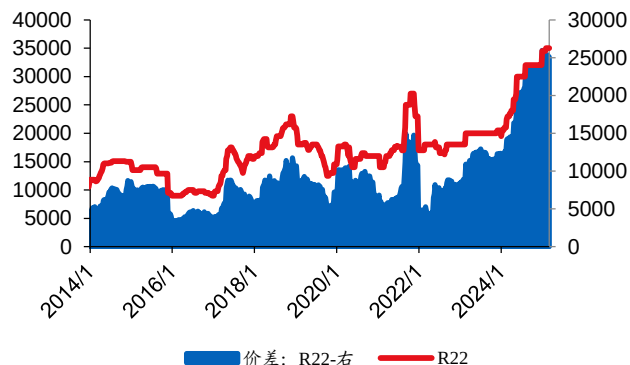
资料来源: Wind, 华创证券

资料来源: Wind, 华创证券

图表 116 本周萤石价格不变 (元/吨)

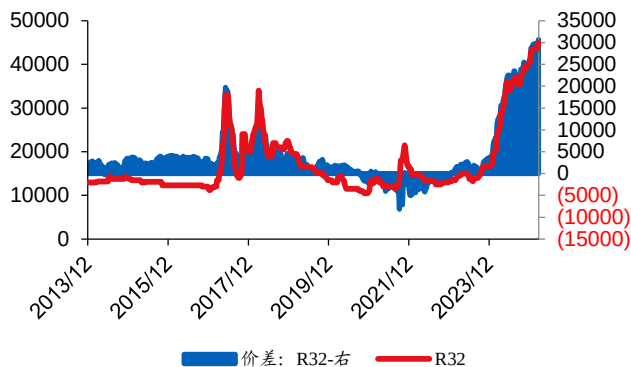


图表 117 本周 R22 价格不变 (元/吨)

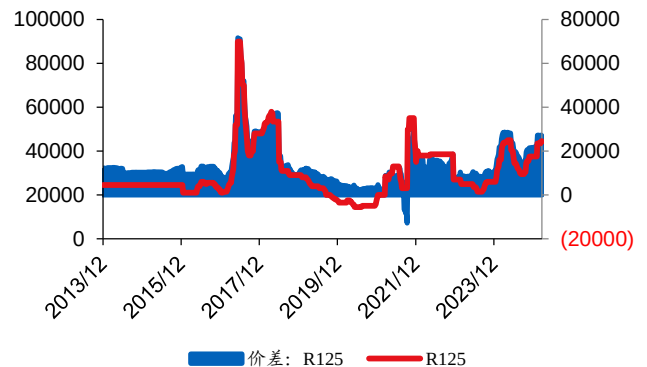


资料来源: 百川盈孚, 华创证券

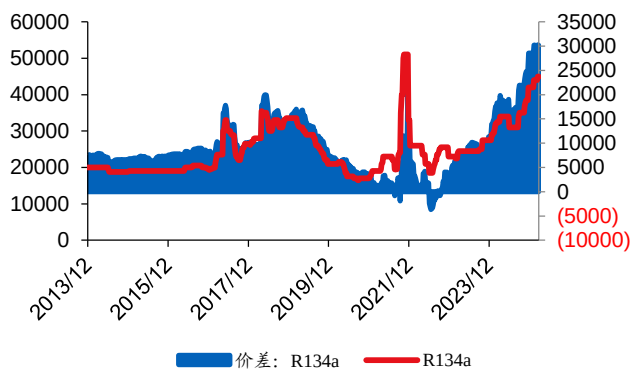
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 118 本周 R32 价格上涨（元/吨）


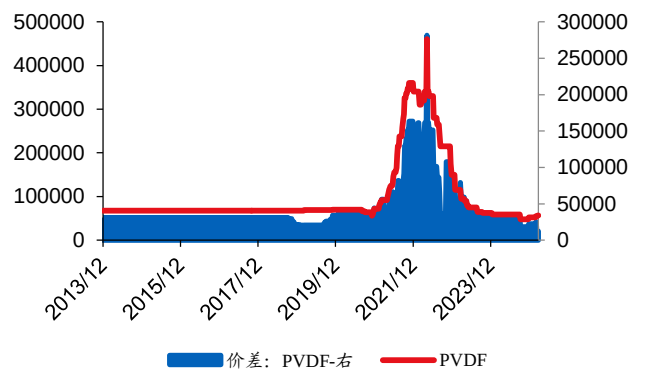
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 119 本周 R125 价格不变（元/吨）


资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 120 本周 R134a 价格不变（元/吨）


资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 121 本周 PVDF 价格不变（元/吨）


资料来源：百川盈孚，华创证券

（十二）行业追踪—硅化工：本周工业硅价格下跌

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

本周金属硅市场价格下降。本周中国金属硅:441#报价为 1.104 万元/吨，周环比-0.4%。成本端，台塑焦市场价格本周存在小幅下跌。电极市场价格变动不大，硅用煤价格近期持续下降，神木混合煤跌至 1000 元/吨左右。整体来看本周成本压力尚可。供给端，本周新疆、内蒙地区金属硅开炉减少，但是仅涉及 2 台硅炉且短时间内将恢复开工。云南地区减少 1 台炉子，短期不会恢复。四川当前仅余 3 家开工，前期计划于 3 月底前点火开工的个别厂家，或延期至 4 月中旬。短期内，整体行业供应依旧集中在北方，预计 3 月份金属硅产量 30-35 万吨之间。需求端，本周下游有机硅单体厂继续落实减产计划，对金属硅采购较少；多晶硅方面暂未有增产计划，对金属硅需求稳定；本周美国政府再宣布对中国输美商品加征 10% 关税，这一举措导致大盘的震荡，但实际上对中国金属硅出口的影响不大。

本周有机硅 DMC 市场价格不变。本周有机硅 DMC 市场均价 1.40 万元/吨,周环比持平。成本端,金属硅价格较上周略低,甲醇市场延续上涨行情。供应端,有机硅单体企业 16 家,本周国内总体开工率在 69%左右,市场大多数企业维持降负生产状态。需求端,需求端整体表现疲软。

本周三氯氢硅市场价格不变。本周普通级三氯氢硅报价为 3000 元/吨,周环比持平。成本端,本周硅粉市场价格小幅走跌,液氯市场价格上涨。供应端,据反馈当前三氯氢硅企业开工负荷变动不大。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 19.23%。需求端,受多晶硅企业订单洽谈期影响,短期接单量有限,但下游涨价预期及终端抢装支撑企业挺价心态,市场成交维持高位,需求暂稳但新增释放动力不足。

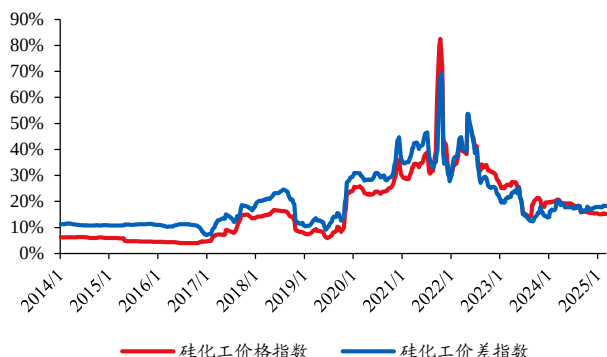
展望 2025 年:2024 年工业硅价格总体一路下跌但跌幅不大,当前价格较年初下降 23%。一方面是硅煤、石油焦等原料下跌导致的成本下行,另一方面,下游有机硅受地产影响对工业硅需求有一定拖累,其中前者影响相对更多,龙头合盛硅业目前工业硅单吨成本已优化至 9000 元/吨左右。截至目前,工业硅价格分位数为 3%,价差分位数为 1%,价格价差已经触底,展望 2025 年,由于工业硅是高能耗低产值的品种,如果供给侧有一定的优化政策推动,价格有望迎来弹性。有机硅方面,当前价格较年初跌 9%,年内来看,有机硅分别在 1 月初、3 月初、9 月初迎来小幅上涨,但涨价周期持续相对较短。在有机硅的消费结构中,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

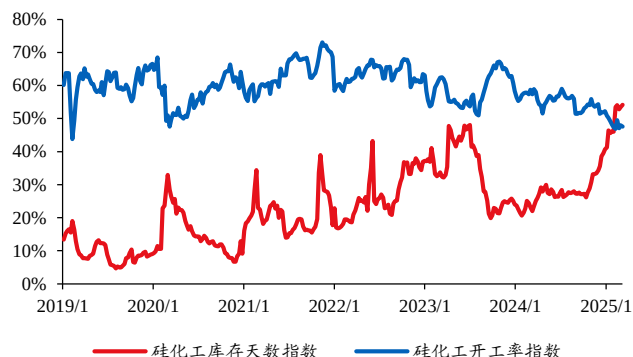
1、合盛硅业 (603260.SH): 公司是国内硅基新材料领域龙头,工业硅产能 119 万吨,全球第一。未来工业硅下游多晶硅需求将在光伏行业驱动下确定性增长,而在“碳中和”政策背景下,工业硅行业将进一步向龙头合盛集中,行业景气度有望迎来持续改善,中长期坚定看好。此外,公司云南昭通 80 万吨工业硅+80 万吨有机硅项目有望再造一个合盛。项目将分两期进行,其中 1 期 40 万吨工业硅有望在 2023 年中投产。公司在云南扩张成功将大幅扩大公司市场份额和行业话语权,龙头地位将进一步稳固。公司 2024 年前三季度实现营收 203.71 亿元,同比+2.44%,实现归母净利润 14.54 亿元,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 122 本周硅化工板块价格分位数 15%，价差分位数 18%



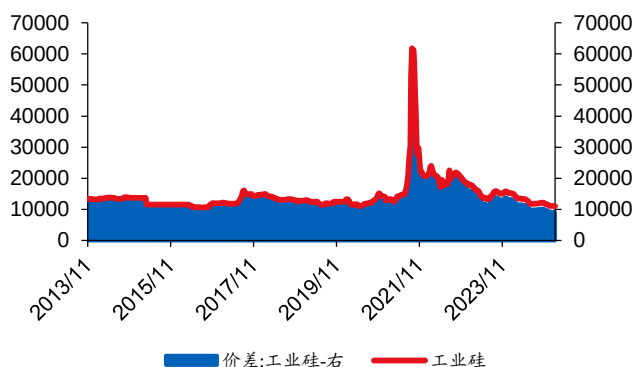
图表 123 本周硅化工库存天数分位数 54%，开工率指数 48%



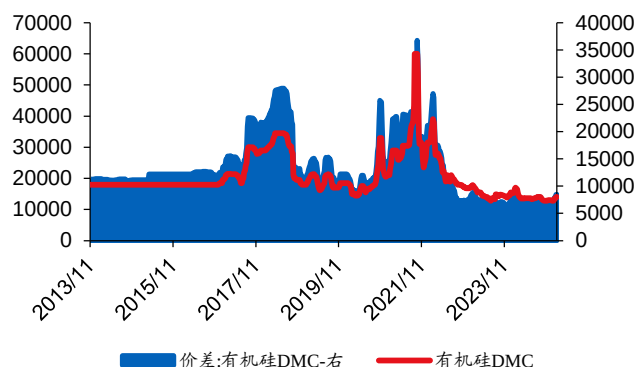
资料来源：Wind、华创证券

资料来源：Wind、华创证券

图表 124 本周金属硅价格下降（元/吨）



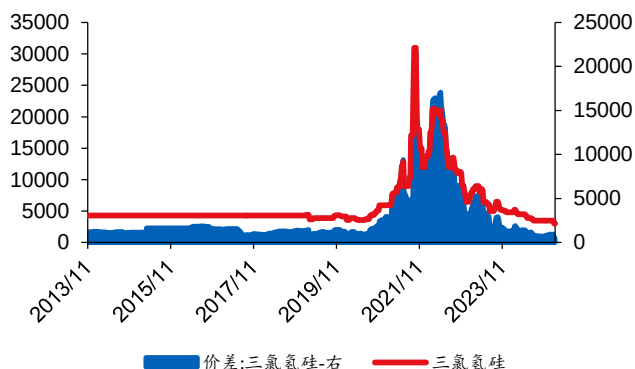
图表 125 本周有机硅 DMC 价格不变（元/吨）



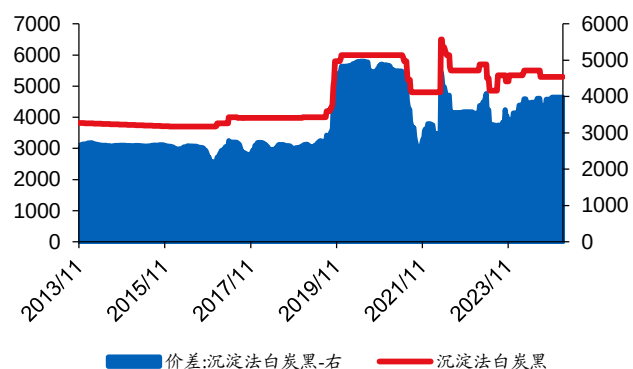
资料来源：Wind、华创证券

资料来源：百川盈孚、华创证券

图表 126 本周普通级三氯氢硅价格不变（元/吨）



图表 127 本周沉淀法白炭黑价格不变（元/吨）



资料来源：Wind、华创证券

资料来源：Wind、华创证券

（十三）行业跟踪—改性塑料：本周市场平稳运行

本周 BOPP 膜价格环比持平。本周国内市场 BOPP-18 μ 光膜均价 9300 元/吨，周环比下滑 0.85%。成本方面：周内原油价格延续跌势，聚丙烯粒料价格微微上行，原料面涨跌不

一，生产承压。**供给方面**：现阶段所属膜企产量较为稳定，周内产量较上周下降 0.69%，场内供应量充裕，目前行业开工较为平稳，本周国内 BOPP 开工负荷率预计在 64.27%。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 1 万元/吨，周环比持平。**原料方面**：本周原料价格下跌。主要原料己二酸价格周环比-3.08%、BDO 价格周环比-1.47%，PTA 价格周环比-2.13%。**供需方面**：周内 PBAT 市场氛围平稳，个别企业装置恢复生产，供应量有所提高，停车企业主出库存，需求端来看，未有积极因素听闻，市场交投保持平淡，供需矛盾仍存；周内主要原料 BDO，己二酸及 PTA 价格皆持续下滑，原料的再次降价，缓解了 PBAT 市场部分压力。整理来看，市场整体行情淡稳，库存压力较大，下游多持观望状态，现仅刚需拿货，场内价格暂稳僵持。

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：

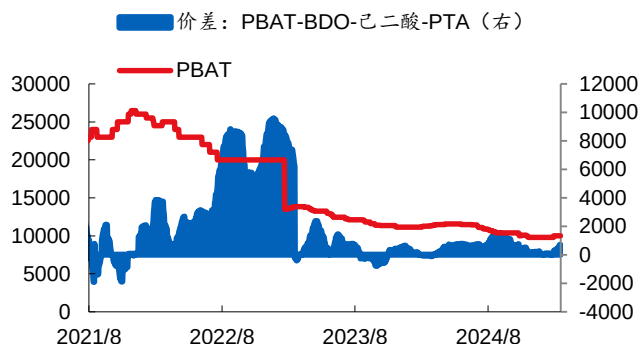
1、金发科技（600143.SH）：公司是改性塑料、可降解塑料、特种塑料龙头，截止 2023 年底，公司拥有改性塑料产能合计为 273.6 万吨、可降解塑料（PBAT/PBS/PLA 等）产能合计 21 万吨。公司自 1993 年开始从事改性塑料行业，随着家电、汽车行业“以塑代钢”、“以塑代木”趋势的推进，公司继续改性塑料产能建设，当前国内外在建产能 59.02 万吨。可降解塑料方面，公司早在 2001 年开始布局，目前掌握 PBAT、PLA、PBS 等多条路线及多种差异化系列产品。公司当前具备 21 万吨完全生物降解塑料产能，且正在建设 1 万吨生物基 BDO 产能。公司宁波金发、辽宁金发石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

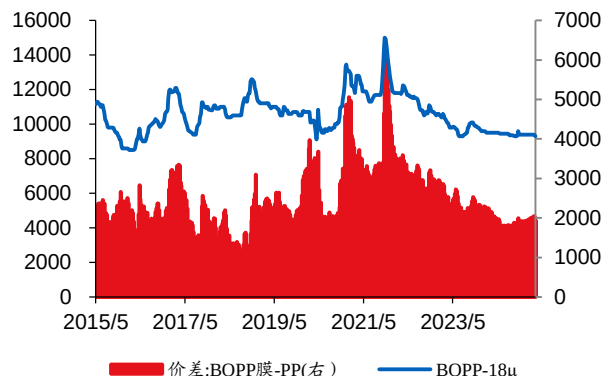
+30.08%；实现归母净利润 4.66 亿元，同比+8.23%。2024H1 实现营业收入 93.27 亿元，同比+17.58%；实现归母净利润为 2.75 亿元，同比+9.59%。

图表 128 本周 PBAT 价格持平（元/吨）



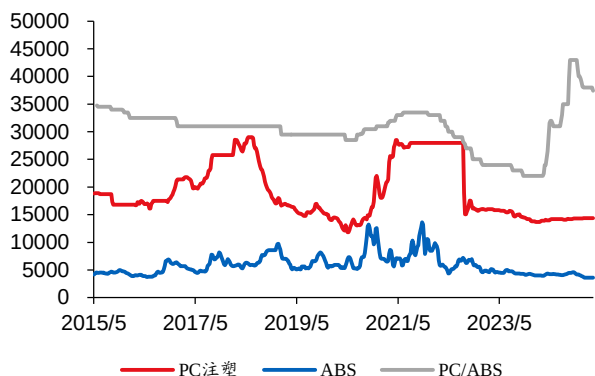
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 129 本周 BOPP-18μ 价格环比下滑（元/吨）



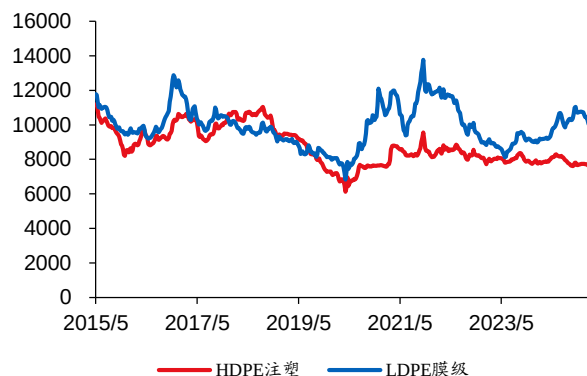
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 130 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 131 本周 LDPE 价格环比下滑（元/吨）



资料来源：百川盈孚，华创证券

（十四）行业追踪—食品及饲料添加剂：本周 VA 价格下跌，VE 价格下跌

维生素：期待需求复苏，行业景气度有望反转。2021 年 9 月，国内有关“能耗双控”的政策密集出台，地方加强对于高耗能企业用电总量的限制。海外市场对于国内政策高度敏感，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底部，目前下游生猪养殖正处于去库阶段，待养殖端去库完成，生猪养殖盈利将有所恢复。2024 年，生猪价格开始修复下游对价格的接受度在提升，帝斯曼近一年的停产和部分工厂的关闭使得部分产品供给边际收缩，加上库存的低位，行业挺价决心坚决，维生素价格有望修复。

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

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

本周，维生素 A、E 价格环比下跌、下跌。本周，维生素 A 价格为 104.80 元/千克，环比-5.59%，同比+25.06%，维生素 E 价格为 132.40 元/千克，环比-3.64%，同比+100.91%。本周维生素整体市场购销气氛依然清淡，VA、VE、VC 市场行情延续弱势运行，VC 部分厂家价格持续阴跌。供需博弈下，业内对后市交投信心不足，叠加下游买涨不买跌心态影响，持续采购压价，促使维生素部分产品行情持续偏弱运行。

本周，蛋氨酸价格环比下跌。据博亚和讯数据，本周，蛋氨酸市场均价 21.02 元/千克，环比下跌。厂家方面：本周国内核心工厂释放坚挺信号，通知客户签单价，且下周提价 10%，并公布 7 月下旬至 8 月上旬检修计划。下游饲料厂需求偏弱，暂观望为主，无较大采购意愿。经销商方面：本周经销商市场以稳为主，工厂释放坚挺信号后，市场仅低端价格收紧，主流价格稳定。

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。供应面：三氯蔗糖主力生产企业均正常生产，由于需求不振，降库存在一定难度，不过考虑到后期行业大概率有减产操作，压力相对可控。需求面：下游食品饮料行业消费提振助力一般，场内成交小单刚需主导。海外市场提前备货充足，外贸订单较前期明显回落。

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。供应面：安赛蜜安徽大厂正常排产，江苏地区厂家开工欠佳，行业平均开工率在 65%左右，不过整体供应偏宽松。需求面：安赛蜜需求端表现清淡，货源多以出口为主，国内交投气氛平平，中下游市场维持刚需拿货节奏。库存方面，本周，安赛蜜库存 818 吨，环比+0.99%。

本周，甲基、乙基麦芽酚价格环比、上升。本周，甲基、乙基麦芽酚价格分别为 10.00、8.00 万/吨，环比持平、+0.50%。供应方面：麦芽酚开工率继续提升，不过库存压力不大，目前行业平均开工在 75%左右，部分小厂停车转做贸易。库存方面，本周，麦芽酚库存 428 吨，环比持平。

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

地产品或迎需求爆发带来的价格短期大幅上行。4) **木糖醇**，2024 年华康股份宣布收购豫鑫糖醇，收购完成后，行业集中度将进一步提升，产品价格有望抬升。

相关公司：

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

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

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

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

5、金禾实业（002597.SZ）：公司前身是来安县化肥厂，成立于 1974 年，2006 年以后进入食品添加剂行业，目前安赛蜜、三氯蔗糖和甲乙基麦芽酚均为全球龙头，规模效应显著。公司目前三氯蔗糖、安赛蜜和麦芽酚产能处于行业领先地位。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。

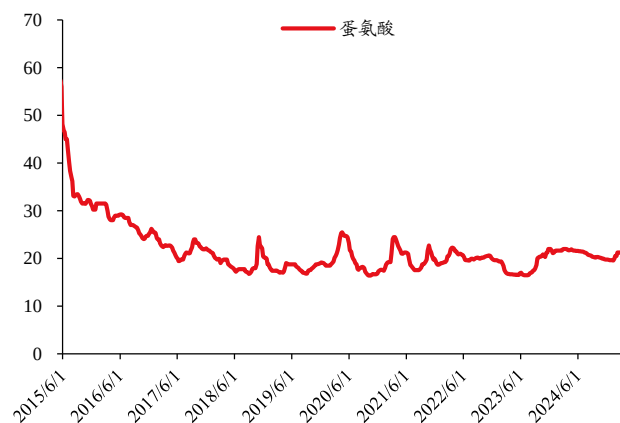
6、三元生物（301206.SZ）：公司成立于 2007 年，是国内较早开始工业化生产赤藓糖醇的企业，自成立以来专注深耕赤藓糖醇产品十余年，先后攻克菌种选育、配方优化、发酵控制、结晶提取等多个环节的工艺难题，逐步发展成为世界赤藓糖醇行业内产能最大、产销量最多、产品质量领先的龙头企业。公司是国内赤藓糖醇龙头，海外客户包括莎罗雅、Hhoya B.V、美国 TIH、ADM 等知名品牌，近年来随着国内代糖理念盛行，代糖饮料蓬勃发展，公司国内业务占比逐年提升，下游客户包括元气森林、农夫山泉等知名品牌。

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、

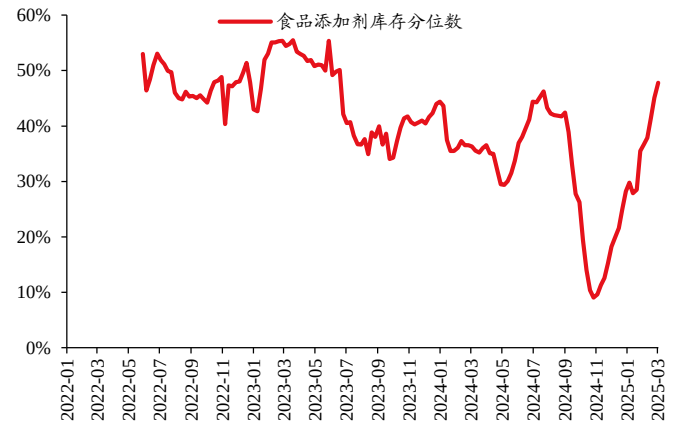
淀粉糖产品研发、生产、销售的高新技术企业。公司在功能性糖醇行业内拥有良好口碑，已与玛氏箭牌、亿滋、不凡帝、费列罗、好时、好丽友、可口可乐、百事可乐、康师傅、农夫山泉、娃哈哈、蒙牛等国内外知名食品饮料行业企业建立良好的长期合作关系，产品销往国内市场及欧洲、美洲、亚洲等全球主要国家和地区。目前已发展成为全球主要的木糖醇和晶体山梨糖醇生产企业之一。

图表 132 本周食品及饲料添加剂价格分位数 16%

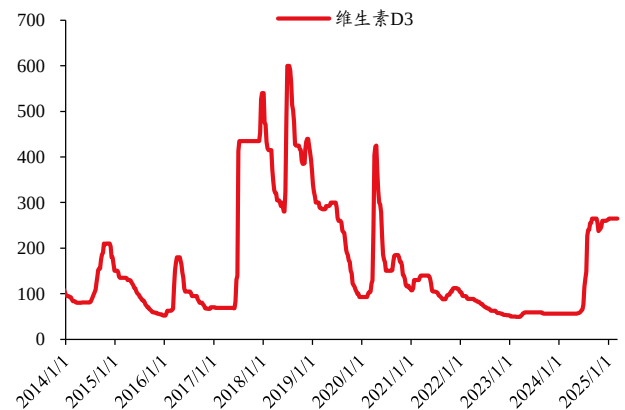

资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 134 蛋氨酸本周价格环比下跌（元/千克）


资料来源：博亚和讯，华创证券

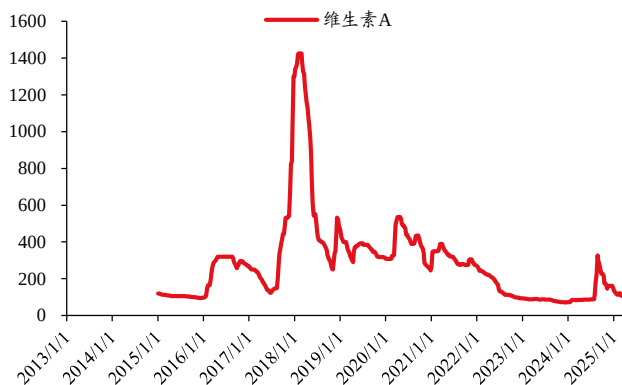
图表 133 本周食品及饲料添加剂库存分位数 48%


资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

图表 135 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 136 VA 本周价格环比下跌 (元/千克)



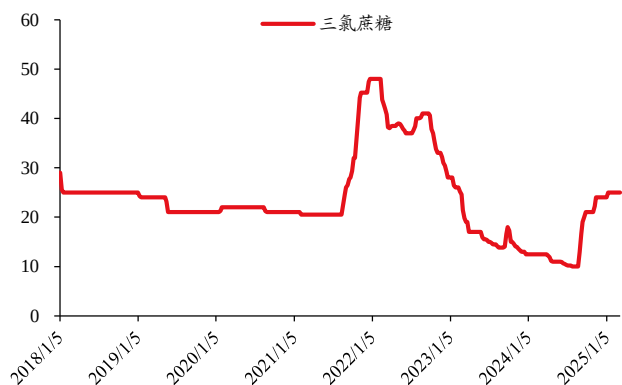
资料来源: 博亚和讯, 华创证券

图表 137 VE 本周价格环比下跌 (元/千克)



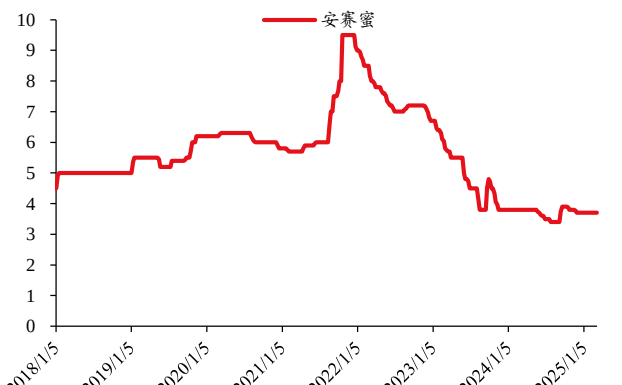
资料来源: 博亚和讯, 华创证券

图表 138 本周三氯蔗糖价格环比持平 (万元/吨)



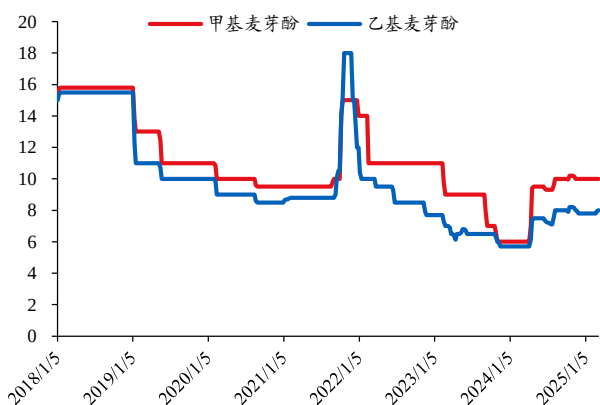
资料来源: 百川资讯, 华创证券

图表 139 本周安赛蜜价格环比持平 (万元/吨)



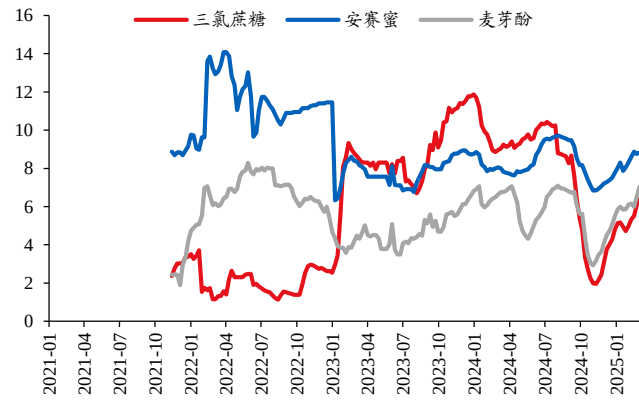
资料来源: 百川资讯, 华创证券

图表 140 本周麦芽酚价格环比上升 (万元/吨)



资料来源: 百川资讯, 华创证券

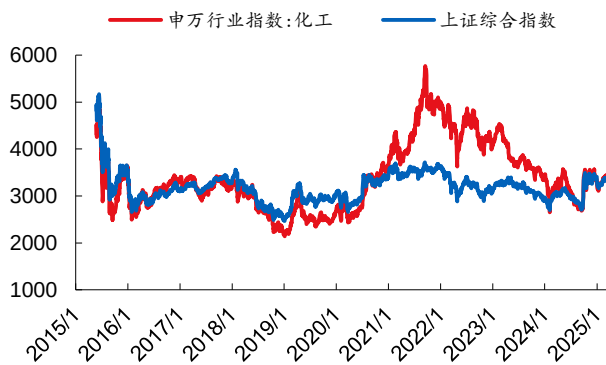
图表 141 本周三氯蔗糖库存环比上升 (吨)



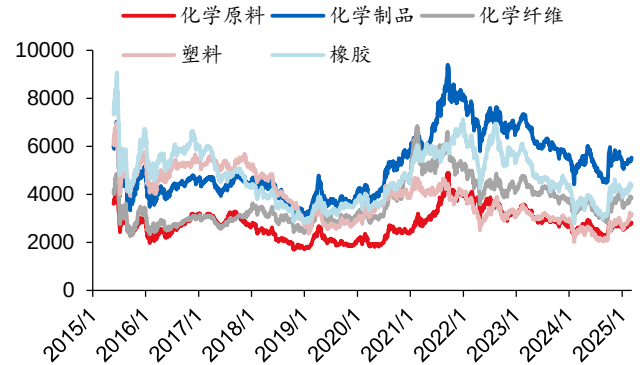
资料来源: 百川资讯, 华创证券

四、交易数据

本周 (3月3日-3月7日), 申万化工行业指数+2.3%, 跑赢同期上证综合指数 0.7%。申万化工各二级子行业多数上涨, 其中 SW 化学原料+1.9%, SW 化学制品+2.9%, SW 化学纤维+1.2%, SW 塑料+2.3%, SW 橡胶+2.1%。

图表 142 本周申万化工指数上涨


资料来源：Wind，华创证券

图表 143 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：ST 南化、金瑞矿业、嘉澳环保、永太科技、苏利股份；跌幅居前的个股为：至正股份、广聚能源、光华科技、辉丰股份、黑猫股份；本周换手率居前的个股为：日科化学、航锦科技、道氏技术、科斯伍德、神剑股份。

图表 144 本周涨跌幅居前的个股

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	600301.SH	ST 南化	25.05%	1	603991.SH	至正股份	-14.31%
2	600714.SH	金瑞矿业	24.47%	2	000096.SZ	广聚能源	-13.95%
3	603822.SH	嘉澳环保	21.41%	3	002741.SZ	光华科技	-8.81%
4	002326.SZ	永太科技	20.72%	4	002496.SZ	辉丰股份	-7.55%
5	603585.SH	苏利股份	18.64%	5	002068.SZ	黑猫股份	-6.39%

资料来源：Wind，华创证券

图表 145 本周换手率居前的个股

代码	股票名称	周平均换手率(%)	过去半年平均换手率	换手率变化幅度
600589.SH	广东榕泰	23.42%	5.24%	18.18%
603683.SH	晶华新材	16.01%	5.60%	10.41%
000818.SZ	航锦科技	15.78%	5.61%	10.17%
300409.SZ	道氏技术	15.73%	8.11%	7.61%
002917.SZ	金奥博	15.56%	9.06%	6.50%
002326.SZ	永太科技	13.05%	2.67%	10.38%
603086.SH	先达股份	12.81%	4.41%	8.40%
002741.SZ	光华科技	12.24%	9.46%	2.78%
300446.SZ	乐凯新材	12.08%	7.22%	4.86%
300530.SZ	达志科技	11.64%	3.86%	7.78%

资料来源：Wind，华创证券

图表 146 各行业产品价差一览

产品	价格类别	产品价格公式	单位	本周价差	上周价差	上月价差	上季价差	去年同期	近一周	近一月	近一季	年同比
石化行业												
钛白粉行业	钛白粉	钛白粉-钛精矿-钛酸	元/吨	7536	7654	7522	7562	10750	-1.5%	0.2%	-0.3%	-29.9%
化纤	PET	PET-PTA-MEG	元/吨	746	653	599	450	694	14.2%	9.0%	6.0%	-18.6%
涤纶短纤-PTA-MEG	涤纶短纤-PTA-MEG	涤纶短纤-0.855*PTA-0.335*MEG	元/吨	215	1077	1158	1416	773	0.3%	-7.0%	-17.5%	81.3%
涤纶POY-PTA-MEG	涤纶POY-PTA-MEG	涤纶POY-0.855*PTA-0.335*MEG-1250	元/吨	1215	122	133	155	148	76.3%	-36.5%	201.6%	-228.4%
涤纶FDY-PTA-MEG	涤纶FDY-PTA-MEG	涤纶FDY-0.855*PTA-0.335*MEG-1750	元/吨	40	17	118	10	198	137.1%	-85.8%	268.7%	-135.3%
涤纶DTY-PTA-MEG	涤纶DTY-PTA-MEG	涤纶DTY-0.855*PTA-0.335*MEG-2750	元/吨	440	397	338	335	348	10.8%	10.8%	6.8%	-3.7%
PA6	PA6-己内酰胺	PA6-己内酰胺	元/吨	1755	1660	1813	1340	295	5.4%	5.4%	4.2%	19.9%
PA66	PA66-己二酸	PA66-0.65*己二酸	元/吨	12398	12288	12288	12570	16284	0.1%	1.5%	2.9%	-22.8%
粘胶短纤	粘胶短纤-溶解浆-烧碱	粘胶短纤-1.03*溶解浆-0.6*32%烧碱/0.32	元/吨	4020	3917	3680	3711	3957	2.6%	6.4%	-0.8%	-6.2%
粘胶长丝	粘胶长丝-1.4*溶解浆-0.6*32%烧碱/0.32	粘胶长丝-1.4*溶解浆-0.6*32%烧碱/0.32	元/吨	33375	33375	34303	33759	35724	-0.5%	-0.5%	-0.1%	-4.4%
涤纶-PMEG+MDM	涤纶-PMEG+MDM	涤纶-0.8*PTA-MEG-0.1*MDM	元/吨	10830	10181	10034	10117	11884	4.4%	1.5%	1.5%	-15.6%
腈纶短纤	腈纶短纤-0.93*丙烯腈	腈纶短纤-0.93*丙烯腈	元/吨	5511	5612	5370	5507	5229	12.5%	5.1%	-32.6%	5.3%
电石法PVA	PVA-电石-醋酸	PVA-1.86*(1.1*电石+0.71*醋酸)-0.085*醋酸	元/吨	2145	1976	1964	2215	1727	8.6%	0.8%	-11.5%	28.3%
水相法PVA	PVA-电石-醋酸	PVA-1.86*(0.42*电石+0.71*醋酸)-0.085*醋酸	元/吨	2877	2656	2790	2911	2620	8.3%	-4.9%	-4.0%	11.1%
聚酯行业	聚合MDI的价差	聚合MDI-苯胺-甲苯-液氨	元/吨	11022	10561	10853	9902	7788	-3.4%	-2.7%	9.6%	27.1%
MDI的价差	MDI-苯胺-甲苯-液氨	MDI-0.78*苯胺-0.2*甲苯-0.3*液氨	元/吨	11136	11136	11382	11617	12088	-2.2%	-2.0%	6.8%	-10.0%
TDI的价差	TDI-甲苯-液氨	TDI-0.6*甲苯-1*液氨	元/吨	708	759	7557	7557	7957	-6.5%	-6.5%	22.1%	-31.1%
硬泡聚醚的价差	硬泡聚醚-叔戊内酯	硬泡聚醚-0.7*叔戊内酯	元/吨	858	884	1056	690	988	-3.0%	-16.3%	53.0%	-30.1%
软泡聚醚的价差	软泡聚醚-叔戊内酯	软泡聚醚-0.75*叔戊内酯	元/吨	813	729	893	590	448	-16.0%	-18.4%	51.4%	31.8%
环氧氯丙烷的价差	环氧氯丙烷-乙烷	环氧氯丙烷-0.7*乙烷+0.2*丙烷	元/吨	2335	2382	2297	2192	2136	2.1%	1.3%	2.0%	20.1%
环氧丙烷的价差	环氧丙烷-丙烷	环氧丙烷-0.85*丙烷	元/吨	2109	2096	1918	2675	3097	0.6%	9.3%	-28.3%	-13.6%
TPU的价差	TPU-复合MDI-己二酸	TPU-0.31*复合MDI-0.58*己二酸	元/吨	3851	3660	3436	3933	3138	5.2%	6.5%	-13.5%	26.6%
PTMEG的价差	PTMEG-BDO	PTMEG-1.36*BDO	元/吨	2382	2319	2241	2076	3052	2.7%	3.5%	8.0%	-32.0%
BDO的价差	BDO-电石-甲苯	BDO-1.2*电石-2*甲苯	元/吨	2439	2505	2559	2744	3328	-2.7%	-2.1%	-6.8%	-17.6%
石化下游	石脑油-原油	石脑油-原油/7.33	美元/吨	140	151	135	125	124	-7.5%	11.6%	8.4%	0.8%
汽油的价差	汽油-原油	汽油-原油/7.33+运费	美元/吨	4611	4611	4862	4111	285	-2.8%	-5.2%	18.4%	-8.4%
柴油的价差	柴油-原油	柴油-原油/7.33+运费	美元/吨	3318	3318	3318	3118	3266	3.8%	1.1%	-3.0%	4.7%
PX的价差	PX-石脑油	PX-石脑油	美元/吨	185	184	183	161	286	0.4%	0.7%	13.4%	-43.6%
PTA的价差	PTA-PIA	PTA-0.66*PX+汇率	元/吨	954	909	945	939	1140	5.0%	-3.9%	0.6%	-17.6%
乙烷-石脑油的价差	乙烷-石脑油	乙烷-石脑油	元/吨	258	239	270	243	219	8.4%	1.3%	21.0%	10.9%
乙烷-乙烷的价差	乙烷-乙烷	乙烷-1.3*(7.45*乙烷+200)*汇率	元/吨	2532	2764	2765	2944	3589	-8.4%	0.0%	-6.1%	-18.0%
丙烷-丙烷	丙烷-丙烷	丙烷-1.2*丙烷+汇率	元/吨	1534	1432	1368	1564	1671	7.1%	4.6%	-12.5%	-6.4%
HDPE-乙烷	HDPE-乙烷	HDPE-乙烷	元/吨	1822	1755	1934	1838	1663	3.8%	-9.3%	5.2%	10.6%
乙烷-乙烷的价差	乙烷-乙烷	乙烷-1.0*乙烷	元/吨	815	727	893	590	448	-16.0%	-18.4%	51.4%	31.8%
醋酸-乙烷的价差	醋酸-乙烷	醋酸-乙烷-0.42*乙烷-0.71*醋酸	元/吨	1431	1352	1181	1216	1525	5.8%	14.5%	-2.9%	50.9%
EVA的价差	EVA-醋酸-乙烷	EVA-0.28*醋酸-0.6*乙烷-0.72*乙烷	元/吨	5028	4884	4328	3793	5338	3.0%	12.8%	14.1%	28.9%
PP-丙烷	PP-丙烷	PP-丙烷	元/吨	830	850	870	650	410	-2.4%	21.4%	15.1%	-21.1%
丙烯腈-丙烷-液氨	丙烯腈-丙烷-液氨	丙烯腈-1.05*丙烷-0.5*液氨	元/吨	3388	3388	3774	617	817	-61.5%	-57.8%	247.8%	19.3%
丙烯酸酯的价差	丙烯酸酯-丙烷	丙烯酸酯-0.72*丙烷	元/吨	3090	3264	3196	2174	1153	-5.3%	2.1%	47.0%	88.6%
丙烯酸丁酯的价差	丙烯酸丁酯-丙烷	丙烯酸丁酯-0.6*丙烷+0.6*正丁醇	元/吨	870	1054	1000	568	1176	-17.5%	5.4%	76.1%	-51.7%
丁腈-C4	丁腈-C4	丁腈-C4	元/吨	5920	5834	7234	6004	6004	0.0%	0.0%	-20.1%	-20.1%
丁腈-C4	丁腈-C4	丁腈-C4	元/吨	1960	2049	2554	1946	2850	-4.4%	-19.3%	31.2%	-31.7%
丁腈-1.1*C4	丁腈-1.1*C4	丁腈-1.1*C4	元/吨	372	96	56	255	645	-288.7%	-83.0%	120.5%	-60.5%
MTBE-C4+0.36*丙醇	MTBE-C4+0.36*丙醇	MTBE-C4+0.36*丙醇	元/吨	1469	1516	1359	1316	1149	7.0%	-14.0%	17.9%	-44.6%
正丁醇-丙醇	正丁醇-丙醇	正丁醇-0.62*丙醇	元/吨	2822	3031	3192	3894	3471	-7.0%	1.4%	-6.3%	-18.0%
辛醇-丙醇	辛醇-丙醇	辛醇-0.7*丙醇	元/吨	2766	2990	3095	3774	7183	-1.5%	-1.5%	-19.6%	-47.5%
煤化工	HF-萤石	HF-2.2*萤石-2.72*硫酸	元/吨	1837	1837	1681	1496	1501	0.0%	9.3%	22.8%	22.4%
R22	R22-三氟甲烷-HF	R22-1.5*三氟甲烷-0.5*HF	元/吨	25095	25125	25363	23813	14050	-0.1%	-1.1%	6.6%	78.6%
R32	R32-三氟甲烷-HF	R32-1.8*三氟甲烷-0.85*HF	元/吨	30707	30207	29665	26552	12784	1.7%	3.5%	22.1%	140.2%
R134a	R134a-三氟乙烷-HF	R134a-1.3*三氟乙烷-0.8*HF	元/吨	30159	30257	30106	28157	18319	-0.3%	0.2%	5.6%	64.6%
R125	R125-五氟乙烷-HF	R125-1.41*五氟乙烷-0.6*HF	元/吨	26655	27278	27278	21619	28431	-1.5%	1.2%	24.2%	10.4%
PVDF	PVDF-R142b	PVDF-1.67*107-R142b	元/吨	12328	12328	22516	22516	33090	0.0%	0.0%	-45.3%	-62.7%
PTFE	PTFE-R22	PTFE-1.8*R22	元/吨	-21000	-21000	-15600	-4100	21000	0.0%	0.0%	-34.6%	-612.2%
GF	GF-玻璃微-+HF	GF-0.26*玻璃微-2.4*HF	元/吨	14371	15379	15997	13906	15664	-6.6%	-10.2%	3.3%	-8.3%
煤化工	工业硅-硅石	工业硅-2.8*硅石	元/吨	9164	9204	9294	10064	13034	-0.4%	-1.4%	-8.9%	-29.7%
三氯氢硅	三氯氢硅-工业硅	三氯氢硅-0.23*工业硅	元/吨	9461	452	931	754	1371	2.0%	-50.5%	-38.9%	-66.4%
有机硅DMC-工业硅	有机硅DMC-工业硅	有机硅DMC-0.5*工业硅	元/吨	8480	8460	7215	6830	9545	0.2%	17.5%	24.2%	-11.2%
有机硅白炭黑	有机硅白炭黑-硅石-纯碱	有机硅白炭黑-0.97*硅石-0.48*纯碱	元/吨	3980	3980	3980	3980	3761	0.0%	0.0%	0.0%	5.8%
新材料原料	BOPP-18μ	BOPP-PP	元/吨	2039	2039	1995	1991	2152	-0.4%	1.8%	6.3%	-5.7%
PBAT	PBAT-PTA-AA-BDO	PBAT-0.634PTA-0.36*AA-0.6*BDO	元/吨	593	546	317	535	38	86.7%	10.8%	1448.5%	
煤化工	合成氨-无烟煤	合成氨-1.5*无烟煤	元/吨	1328	1305	927	1315	1513	1.8%	40.8%	-29.5%	-13.1%
甲醇	甲醇-动力煤	甲醇-2.25*动力煤	元/吨	1150	1049	598	682	674	6.7%	7.2%	43.5%	124.4%
二甲醚	二甲醚-甲醇	二甲醚-1.4*甲醇	元/吨	508	-228	-148	508	1659	-5.6%	16.5%	-454.4%	1.2%
醋酸	醋酸-0.55*甲醇	醋酸-0.55*甲醇	元/吨	1321	1430	1422	1682	1485	0.6%	10.9%	-13.6%	6.0%
醋酸酐	醋酸酐-1*甲醇	醋酸酐-1*甲醇	元/吨	2865	2918	2836	2854	3120	-1.8%	2.9%	-0.6%	-8.5%
尿素	尿素-煤焦油	尿素-1.65*煤焦油	元/吨	1354	1334	1885	1489	1276	1.5%	35.5%	-33.8%	16.7%
DMF-甲醇	DMF-甲醇	DMF-1*甲醇+0.35*合成氨	元/吨	715	635	946	635	946	-39.8%	-18.1%	-8.6%	-19.1%
尿素	尿素-甲醇	尿素-1.0*甲醇	元/吨	992	1028	763	883	1383	-3.5%	34.8%	-13.6%	-36.2%
乙二醇	乙二醇-煤头	乙二醇-1.3*动力煤-2.4*煤头	元/吨	1753	1778	1661	1767	1195	-1.4%	7.0%	13.2%	22.8%
双氧水	双氧水-合成气	双氧水-220*合成气 (规格/1500+0.1)	元/吨	508	485	412	461	651	4.7%	17.8%	-10.6%	-29.2%
烧碱	烧碱-电石	烧碱-2.7*电石	元/吨	540	638	562	1028	1077	-15.4%	13.5%	-45.3%	-4.5%
煤化工	PVC-电石	PVC-1.4*电石-0.85*盐酸	元/吨	397	478	428	177	712	-16.9%	11.8%	141.3%	-75.1%
PVC-电石法	PVC-电石	PVC-0.5*电石	元/吨	1383	1395	1411	1417	1639	-0.9%	-1.1%	-0.4%	-13.6%
氯碱(离子)	氯碱-烧碱	氯碱(离子)-1.65*烧碱	元/吨	1472	1472	3594	3688	3594	-3.8%	-3.8%	19.8%	0.0%
氯碱(液)	氯碱-氯化氢-烧碱-动力煤	氯碱-1.2*氯化氢-1.2*烧碱-0.3*动力煤-0.35*液氨	元/吨	365	328	407	269	803	11.3%	-19.4%	51.3%	-66.5%
氯碱(液)	氯碱-烧碱-动力煤	氯碱-1.5*烧碱-0.48*动力煤-1.5*石灰石	元/吨	640	603	565	558	984	6.1%	6.8%	1.2%	-43.3%
BDO	BDO-电石	BDO-1.2*电石-2.2*甲醇	元/吨	2386	2504	2534	2501	3136	-6.7%	-1.2%	1.3%	-20.2%
化肥	尿素	尿素-无烟煤	元/吨	342	1028	763	883	1383	-3.5%	34.8%	-13.6%	-36.2%
磷酸一铵	磷酸一铵-烧碱-硫酸-合成氨	磷酸一铵-1.8*烧碱-0.43*硫酸-0.13*合成氨	元/吨	290	310	224	300	484	-6.6%	38.6%	-32.1%	-31.9%
磷酸二铵	磷酸二铵-烧碱-硫酸-合成氨	磷酸二铵-1.9*烧碱-0.45*硫酸-0.15*合成氨	元/吨	122	211	366	615	927	-42.2%	-42.4%	-30.5%	-33.6%
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	467	448	560	484	637	-4.3%	-20.0%	15.6%	-24.0%
煤化工	磷酸一铵	磷酸一铵-烧碱-硫酸-合成氨	元/吨	290	310	224	300	484	-6.6%	38.6%	-32.1%	-31.9%
磷酸二铵	磷酸二铵-烧碱-硫酸-合成氨	磷酸二铵-1.9*烧碱-0.45*硫酸-0.15*合成氨	元/吨	122	211	366	615	927	-42.2%	-42.4%	-30.5%	-33.6%
黄磷	黄磷-焦炭	黄磷-焦炭-1.4*焦炭	元/吨	6358	6049	6360	5542	5012	5.1%	-3.4%	13.0%	10.6%
磷酸氢钙	磷酸氢钙-烧碱	磷酸氢钙-2*烧碱	元/吨	924	837	662	867	425	10.4%	26.6%	-23.7%	104.1%
磷酸铁	磷酸铁-工业-净化磷酸-硫酸亚铁	磷酸铁-0.75*工业-0.2*净化磷酸-2.5*硫酸亚铁-0.42*双氧水	万元/吨	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	-4.3%	-3.3%	-4.4%	-3.2%
磷酸铁锂	磷酸铁锂-磷酸铁-硫酸亚铁	磷酸铁锂-0.55*磷酸铁-0.25*硫酸亚铁	万元/吨	0.7	0.7	0.6	0.8	0.8	1.2%	5.5%	5.4%	-28.8%
塑料原料	异丁烯	异丁烯-多聚异丁烯-三乙炔-液氨-黄磷-异丁烯	元/吨	137	193	74	315	2042	2.2%	16.0%	-37.4%	-109.7%

资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

五、风险提示

安全事故影响开工；技术路线快速迭代；逆全球化背景下的产业脱钩。

能源化工团队介绍

组长、首席分析师：杨晖

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

高级分析师：郑轶

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

高级分析师：王鲜俐

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

研究员：吴宇

同济大学管理学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王玉

上海交通大学管理科学与工程硕士。2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：陈俊新

清华大学工学学士、硕士。2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	郑璐丹	销售经理		zhengjundan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeyang@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
	张晨奕	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

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