

基础化工行业周报 (20250310-20250316)

春耕旺季来临，补库拉动需求，重视农药涨价行情

- **春耕旺季来临，补库拉动需求，重视农药涨价行情。**2024年下半年，海外巨头的去库基本完成，库存进入低位水平。从2024年前三个季度上市公司的产销数据来看大部分公司的产销量同比实现上升，部分公司的销量增幅超过50%，另一方面农药的出口量指数也印证了海外拿货的积极性。2025年上半年，在春耕旺季的拉动下，需求有望边际走强。另一方面，国内农药主要是非专利药，在目前的粮价情况下，海外农民对价格更低的非专利药更加青睐，非专利药对专利药的替代也有助于国内厂家销量的提升。在需求的拉动下，从百菌清、代森锰锌到阿维菌素、甲维盐再到现在的烯草酮、毒死蜱、多菌灵及菊酯，多种产品的价格在不断迎来上涨，近期草甘膦行业反内卷专题会议在京召开，在旺季的刺激下，沉默已久的草甘膦也有望看到转机，届时将刺激其他农药产品价格复苏。考虑在市场普遍对油价预期偏弱的现实，与粮价挂钩的低位化工品——农药迎来了配置期。建议关注：扬农化工（菊酯）、广信股份（多菌灵）、兴发集团（草甘膦）、江山股份（草甘膦）、善水科技（四氯吡啶）、利民股份（阿维菌素、甲维盐）、苏利股份（百菌清）、先达股份（烯草酮）、丰山集团（毒死蜱）、新农股份（毒死蜱）。
- **本周 R142b、氟氯菊酯、硫磺涨幅居前。**1) R142b (+20.0%): 本周 R142b 市场均价为 30000.0 元/吨,环比+20.0%。制冷剂 R142b 价格高位坚挺,内贸配额削减明显,供应紧张情绪升级,企业惜售心理增强,实单成交重心上移,市场价格区间上移至 28000-30000 元/吨; 2) 氟氯菊酯 (+15.4%): 本周氟氯菊酯市场均价为 7.5 万元/吨,环比+15.4%。供应方面: 场内仅个别工厂开工正常,排单生产完成前期订单,市场供应紧缺。需求方面: 下游市场行情持稳,下游采购商按需采购,市场整体交投氛围平稳。成本方面: 上游中间体醚醛价格上涨、贲亭酸甲酯价格稳定,对成本支撑偏强。后市预测: 从市场反馈看,氟氯菊酯成本支撑偏强,行业开工低位,市场供应偏少,因反倾销影响,中国对印度氟氯菊酯进口量减少,利好国产氟氯菊酯市场,预计后市价格或将高位运行; 3) 硫磺 (+12.1%): 本周硫磺市场均价为 2212.0 元/吨,环比+12.1%。国产硫磺继续宽幅上涨。长江港口现货价格高位,下游用户积极采购国产硫磺,支撑各地区炼厂定价连续宽幅上调。
- **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。
- **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,如果减负达成一致,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

推荐 (维持)

华创证券研究所

证券分析师: 杨晖

邮箱: yanghui@hcyjs.com
 执业编号: S0360522050001

证券分析师: 郑轶

邮箱: zhengyi@hcyjs.com
 执业编号: S0360522100004

证券分析师: 王鲜俐

邮箱: wangxianli@hcyjs.com
 执业编号: S0360522080004

证券分析师: 吴宇

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

联系人: 陈俊新

邮箱: chenjunxin@hcyjs.com

联系人: 王玉

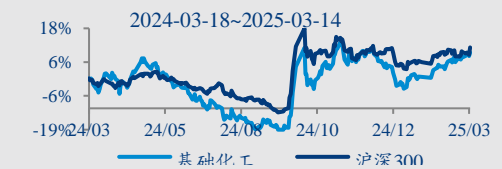
邮箱: wangyu5@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	486	0.06
总市值(亿元)	44,033.89	4.32
流通市值(亿元)	38,981.17	4.79

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	4.8%	34.3%	12.2%	
相对表现	3.1%	7.5%	-0.3%	



相关研究报告

《能源周报 (20250303-20250309): OPEC+宣布 4 月增产, 本周油价下行》

2025-03-09

《新疆周报 (20250303-20250309): 本周新疆指数环比+1.58%, 陕煤示范项目基础设计审查会召开》

2025-03-09

《化工行业新材料周报 (20250303-20250309): 全球首款通用型 Agent 产品 Manus 问世; 深圳发布具身智能机器人“18 条”》

2025-03-09

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) 为煤化工项目提供服务的卖水人，包括了伴随煤炭开采的民爆服务雪峰科技、广东宏大、易普力和提供煤炭运输服务的公司等；3) 为煤化工建设提供服务的铲子股，包括煤化工设计、总包、建设、设备：东华科技、中国化学、航天工程、中泰股份、福斯达等；4) 新疆本地的国企/兵团企业有望迎来改革深化发展机遇：立新能源、青松建化、天富能源、新疆天业等。
- 新材料，策略主线建议关注：1) 延续了供给的反抗的思考，我们关注在行业供给出清尤其是欧洲产能退出后导致竞争格局优化的品种，如维生素之类，但考虑到大品类未来新疆煤化工发展及潜在的供给增速依然较高，我们把目标更多投向小品类化工品；2) 在技术上实现突破，并且在估值上有空间的新材料公司，在市场流动性充沛的阶段有望表现出更强的进攻性：蓝晓科技、瑞丰新材、华恒生物等。
- 新世界，策略主线建议关注：1) 产能实现出海，实现全球化布局的轮胎板块：赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎等；2) 全球再工业化的过程中，亚非拉城镇化率提高带来需求边际，进而拉动相关化工品的直接/间接需求，包括制冷剂、钛白粉等。
- **风险提示：**安全事故影响开工；技术路线快速迭代；逆全球化背景下的产业脱钩。

目 录

一、 投资策略.....	9
二、 主要化工品价格及价差变化.....	14
三、 基础化工细分子行业跟踪.....	19
(一) 行业跟踪—轮胎：原材料高位回落，海运费下降明显.....	19
(二) 行业跟踪—农化：近期粮价企稳，海外磷肥价格反弹.....	23
(三) 行业跟踪—磷化工：政策利好出台，关注磷化工行业格局变化.....	30
(四) 行业跟踪—煤化工：关注新疆煤化工的产业投资机会.....	36
(五) 行业跟踪—氯碱：近期 PVC 及烧碱价格以震荡为主.....	41
(六) 行业追踪—聚氨酯：本周聚合 MDI 及 TDI 价格下跌.....	46
(七) 行业追踪—民营大炼化：本周原油价格下跌，PX 价格下跌.....	49
(八) 行业追踪—C2、C3 及 C4：本周乙烯价格下跌，丙烯价格上涨.....	52
(九) 行业追踪—钛白粉：本周钛白粉价格上涨.....	56
(十) 行业跟踪—化纤：本周涤纶长丝价格下降.....	58
(十一) 行业跟踪—氟化工：本周制冷剂 R142b 价格上涨.....	61
(十二) 行业追踪—硅化工：本周工业硅价格下跌.....	64
(十三) 行业跟踪—改性塑料：本周市场平稳运行.....	66
(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.....	68
四、 交易数据.....	72
五、 风险提示.....	74

图表目录

图表 1	本周华创化工行业指数 86.36，环比+0.31%，同比-11.80%	14
图表 2	行业价差百分位为过去 10 年的 0.00%，环比-2.77%	14
图表 3	细分行业价格百分位一览	14
图表 4	细分行业价差百分位一览	15
图表 5	细分行业库存百分位一览	15
图表 6	细分行业开工率一览	15
图表 7	本周布伦特原油价格下行（美元/桶）	16
图表 8	本周动力煤价格下行（元/吨）	16
图表 9	本周价格涨跌幅居前的品种	16
图表 10	本周价差涨跌幅居前的品种	18
图表 11	本周开工率最高/涨幅居前的品种	18
图表 12	中国出口集装箱运费变化	22
图表 13	泰国出口集装箱运费变化	22
图表 14	本周华创化工轮胎原材料指数环比-1.39%	22
图表 15	本周天然橡胶价格环比下降	22
图表 16	本周炭黑价格下降	23
图表 17	本周国内半钢胎/全钢胎开工率环比上行/上行	23
图表 18	国内乘用车 2 月销量同比+36.2%	23
图表 19	国内商用车 2 月销量同比+25.0%	23
图表 20	本周化肥价格分位数 40.8%，价差分位数 19.8%	27
图表 21	本周化肥库存分位数 36.6%，平均开工率 68.7%	27
图表 22	本周农药价格分位数 0%	28
图表 23	本周农药库存分位数 61%	28
图表 24	本周农药原药指数环比下跌	28
图表 25	本周除草剂指数环比下跌	28
图表 26	本周杀虫剂原药指数环比上涨	28
图表 27	本周杀菌剂指数环比下跌	28
图表 28	本周草甘膦价格环比持平（万/吨）	29
图表 29	本周菊酯价格环比持平（万/吨）	29
图表 30	代森锰锌价格环比持平（万/吨）	29
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）	29
图表 32	本周尿素价格小幅上行（元/吨）	29
图表 33	本周磷酸一铵价格上行（元/吨）	29

图表 34	本周磷酸二铵价格小幅上行（元/吨）	30
图表 35	本周复合肥价格上行（元/吨）	30
图表 36	本周钾肥价格小幅下行（元/吨）	30
图表 37	本周氯化铵价格上行（元/吨）	30
图表 38	本周磷化工价格分位数 38.2%，价差分位数 15.6%	34
图表 39	本周磷化工库存分位数 37.3%，平均开工率 47.2%	34
图表 40	本周磷矿石价格企稳（元/吨）	35
图表 41	本周黄磷市场价格上行（元/吨）	35
图表 42	本周磷酸价格小幅上行（元/吨）	35
图表 43	本周磷酸氢钙价格上行（元/吨）	35
图表 44	本周磷酸铁价格企稳（万元/吨）	35
图表 45	本周磷酸铁锂价格小幅上行（万元/吨）	35
图表 46	本周工业一铵价格上行（元/吨）	36
图表 47	本周磷酸铁开工率小幅上行，磷酸铁锂开工率上行	36
图表 48	本周煤化工行业价格/价差分位数分别为 27.5%/26.2%	40
图表 49	本周煤化工库存分位数为 50.3%，平均开工率为 61.94%	40
图表 50	本周尿素价格环比上行（元/吨）	40
图表 51	本周合成氨价格环比上行（元/吨）	40
图表 52	本周甲醇价格环比上行（元/吨）	40
图表 53	本周 DMF 价格下行（元/吨）	40
图表 54	本周二甲醚价格环比持平（元/吨）	41
图表 55	本周炭黑价格环比下行（元/吨）	41
图表 56	本周醋酸价格环比下行（元/吨）	41
图表 57	本周醋酸库存环比上行（天）	41
图表 58	本周氯碱价格分位数 11.6%，价差分位数 18.8%	44
图表 59	本周氯碱库存分位数 48.2%；平均开工率 80.15%	44
图表 60	本周电石法 PVC 价格下行（元/吨）	45
图表 61	本周乙烯法 PVC 价格下行（元/吨）	45
图表 62	本周片碱（烧碱）价格上行（元/吨）	45
图表 63	本周山东地区纯碱价格（联碱法）持平（元/吨）	45
图表 64	本周纯碱开工率下行	45
图表 65	本周纯碱库存减少（万吨）	45
图表 66	本周浮法玻璃日熔量持平（万吨/日）	46
图表 67	本周浮法玻璃库存持平（天）	46
图表 68	本周 PVC 库存增进（万吨）	46

图表 69	本周电石库存减少（万吨）	46
图表 70	本周聚氨酯板块价格分位数 12%，价差分位数 23%	48
图表 71	本周聚氨酯板块库存分位数 29%	48
图表 72	本周聚合 MDI 价格下跌（元/吨）	48
图表 73	本周纯 MDI 价格下跌（元/吨）	48
图表 74	本周 TDI 价格下跌（元/吨）	49
图表 75	本周软泡聚醚价格下跌（元/吨）	49
图表 76	本周石化板块价格/价差分位数分别 32%/26%	51
图表 77	本周石化板块库存分位数 40%	51
图表 78	本周国际原油价格下跌（美元/桶）	51
图表 79	本周石脑油-原油价差上涨（美元/吨）	51
图表 80	本周汽油价差上涨（元/吨）	51
图表 81	本周柴油价差上涨（元/吨）	51
图表 82	本周 PX 价差下跌（美元/吨）	52
图表 83	本周乙烯价差下跌（美元/吨）	52
图表 84	上周美国炼厂开工率上升（%）	52
图表 85	上周 EIA 商业原油库存上升（百万桶）	52
图表 86	本周乙烯-石脑油价差扩宽（元/吨）	53
图表 87	本周乙烯-乙烷价差收窄（元/吨）	53
图表 88	本周乙二醇价格下跌（元/吨）	54
图表 89	本周环氧乙烷价格持平（元/吨）	54
图表 90	本周 PDH 价差扩宽（元/吨）	55
图表 91	本周丙烯酸价格持平（元/吨）	55
图表 92	本周丙烯酸丁酯价格持平（元/吨）	56
图表 93	本周丁酮价格持平（元/吨）	56
图表 94	本周钛白粉板块价格分位数 47%，价差分位数 0.0%	57
图表 95	本周钛白粉库存分位数 72%、开工率为 82%	57
图表 96	本周钛白粉价格上涨（元/吨）	58
图表 97	本周钛精矿价格不变（元/吨）	58
图表 98	本周化纤板块价格分位数 29.2%，价差分位数 43.4%	59
图表 99	本周化纤库存分位数 61.3%	59
图表 100	本周 PTA 价格下滑	59
图表 101	本周涤纶长丝 POY 价格下滑	59
图表 102	本周粘胶长丝价格持平	59
图表 103	本周粘胶短纤价格下滑	59

图表 104	本周氨纶价格持平	60
图表 105	本周涤纶短纤价格持平	60
图表 106	本周涤纶长丝 POY 库存天数提升	60
图表 107	本周粘胶短纤库存天数下滑	60
图表 108	本周氨纶库存天数提升	60
图表 109	本周涤纶长丝开工率提升	60
图表 110	本周粘胶短纤开工率下滑	61
图表 111	本周氨纶开工率提升	61
图表 112	本周织造开工率持平	61
图表 113	本周坯布库存持平	61
图表 114	本周氟化工板块价格分位数 54%，价差分位数 44%.....	63
图表 115	本周氟化工板块库存天数分位数 48%，开工率指数 47%.....	63
图表 116	本周萤石价格不变（元/吨）	63
图表 117	本周 R22 价格不变（元/吨）	63
图表 118	本周 R32 价格不变（元/吨）	64
图表 119	本周 R125 价格不变（元/吨）	64
图表 120	本周 R134a 价格不变（元/吨）	64
图表 121	本周 PVDF 价格不变（元/吨）	64
图表 122	本周硅化工板块价格分位数 15%，价差分位数 18%.....	66
图表 123	本周硅化工库存天数分位数 54%，开工率指数 47%.....	66
图表 124	本周金属硅价格下降（元/吨）	66
图表 125	本周有机硅 DMC 价格不变（元/吨）	66
图表 126	本周普通级三氯氢硅价格不变（元/吨）	66
图表 127	本周沉淀法白炭黑价格不变（元/吨）	66
图表 128	本周 PBAT 价格提升（元/吨）	68
图表 129	本周 BOPP-18 μ 价格环比持平（元/吨）	68
图表 130	本周 PC/ABS 价格环比下滑（元/吨）	68
图表 131	本周 LDPE 价格环比下滑（元/吨）	68
图表 132	本周食品及饲料添加剂价格分位数 16%.....	71
图表 133	本周食品及饲料添加剂库存分位数 48%.....	71
图表 134	蛋氨酸本周价格环比上涨（元/千克）	71
图表 135	VD ₃ 本周价格环比持平（元/千克）	71
图表 136	VA 本周价格环比下跌（元/千克）	72
图表 137	VE 本周价格环比下跌（元/千克）	72
图表 138	本周三氯蔗糖价格环比持平（万元/吨）	72

图表 139	本周安赛蜜价格环比持平（万元/吨）	72
图表 140	本周麦芽酚价格环比持平（万元/吨）	72
图表 141	本周三氯蔗糖库存环比上升（吨）	72
图表 142	本周申万化工指数上涨	73
图表 143	本周申万化工二级子行业多数上涨	73
图表 144	本周涨跌幅居前的个股	73
图表 145	本周换手率居前的个股	73
图表 146	各行业产品价差一览	74

一、投资策略

本周华创化工行业指数 86.36，环比+0.31%，同比-11.80%；行业价格百分位为过去 10 年的 26.85%，环比+0.13%；行业价差百分位为过去 10 年的 0.00%，环比-2.77%；行业库存百分位为过去 5 年的 95.21%，环比-1.18%；行业开工率为 67.69%，环比-0.28%。根据我们的数据库，本周价格涨幅居前的品种有：R142b(+20.0%)、氯氟菊酯(+15.4%)、硫磺(+12.1%)、甲酸(+8.7%)、多菌灵(+6.9%)；本周价格跌幅居前的品种有：2-氯吡啶(-16.0%)、二氯喹啉酸(-10.7%)、2,2-联吡啶(-9.1%)、马拉硫磷(-8.2%)、三聚氯氰(-7.4%)。本周价差涨幅居前的品种有：草甘膦(+62.5%)、涤纶 DTY 现金流(+20.8%)、PET(+16.3%)、丙烯酸丁酯价差(+13.8%)、三氯氢硅(+13.5%)；本周价差跌幅居前的品种有：磷酸二铵(-129.3%)、丙烯腈价差(-77.4%)、PVDF(-72.5%)、磷酸一铵(-40.4%)、PVC-电石法(-37.9%)。本周开工率最高的五大品种：辛醇(115.9%)、石脑油(107.0%)、涤纶长丝(94.9%)、丁醇(94.0%)、涤纶短纤(92.2%)；本周开工率提升居前的品种有：丙烯酸(+7.5pct)、醋酸乙烯(+6.4pct)、R134a(+5.3pct)、R32(+5.0pct)、麦芽酚(+4.7pct)。

春耕旺季来临，补库拉动需求，重视农药涨价行情。2024 年下半年，海外巨头的去库基本完成，库存进入低位水平。从 2024 年前三个季度上市公司的产销数据来看大部分公司的产销量同比实现上升，部分公司的销量增幅超过 50%，另一方面农药的出口量指数也印证了海外拿货的积极性。2025 年上半年，在春耕旺季的拉动下，需求有望边际走强。另一方面，国内农药主要是非专利药，在目前的粮价情况下，海外农民对价格更低的非专利药更加青睐，非专利药对专利药的替代也有助于国内厂家销量的提升。在需求的拉动下，从百菌清、代森锰锌到阿维菌素、甲维盐再到现在的烯草酮、毒死蜱、多菌灵及菊酯，多种产品的价格在不断迎来上涨，近期草甘膦行业反内卷专题会议在京召开，在旺季的刺激下，沉默已久的草甘膦也有望看到转机，届时将刺激其他农药产品价格复苏。考虑在市场普遍对油价预期偏弱的现实，与粮价挂钩的低位化工品——农药迎来了配置期。建议关注：扬农化工（菊酯）、广信股份（多菌灵）、兴发集团（草甘膦）、江山股份（草甘膦）、善水科技（四氯吡啶）、利民股份（阿维菌素、甲维盐）、苏利股份（百菌清）、先达股份（烯草酮）、丰山集团（毒死蜱）、新农股份（毒死蜱）。

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。

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。

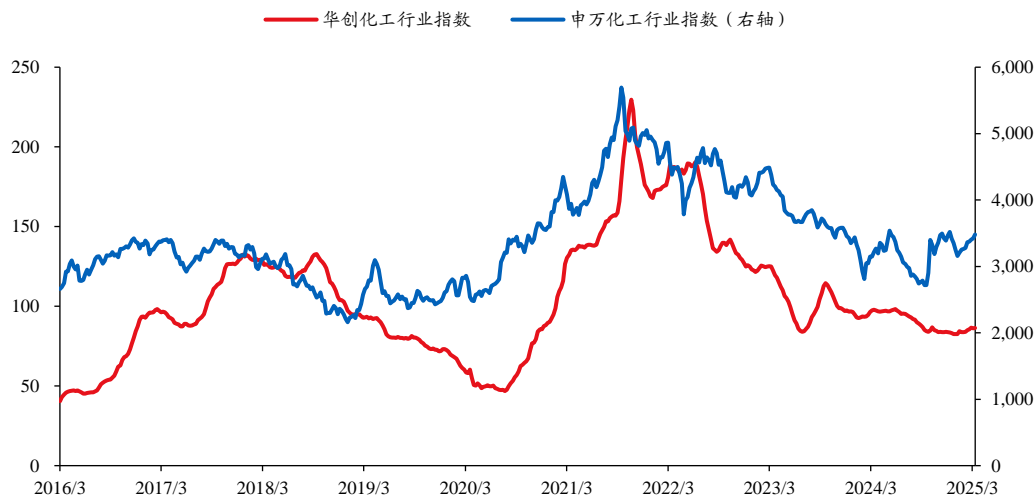
为资源再定价，这是一个方向性的选择。以2020年为元年起点。展望未来的5-10年，我们需要做一个方向性的判断：资源端优势将会凸显并且放大。随着碳中和、能耗双控、产能指标各种供给端控制措施的联合限制，我们将看到一些资源禀赋布局领先的企业，尤其是地方国企，在煤化工、盐化工、磷化工等传统行业或者在工业硅、电石等产能逐渐资源属性化的行业，都会展现出更强的竞争优势。而依托于较好资源禀赋的国企，在近年来逐渐深化的国企改革中也有望焕发更强的生命力。

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

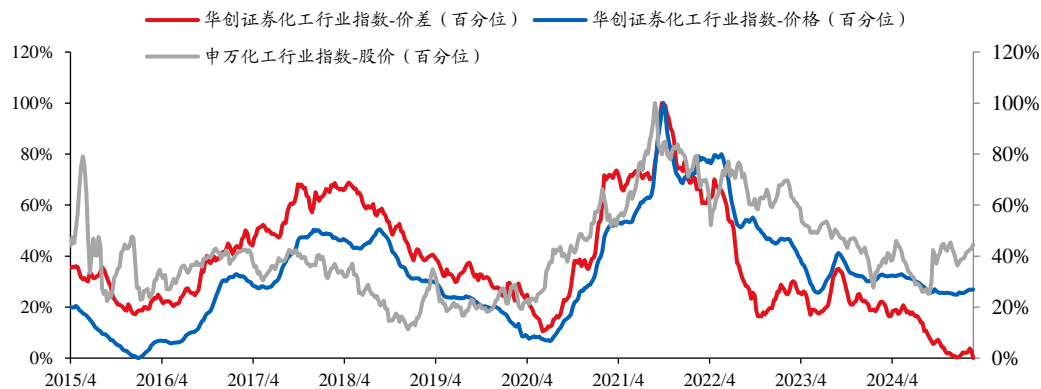
本周华创化工行业指数 86.36，环比+0.31%，同比-11.80%；行业价格百分位为过去 10 年的 26.85%，环比+0.13%；行业价差百分位为过去 10 年的 0.00%，环比-2.77%；行业库存百分位为过去 5 年的 95.21%，环比-1.18%；行业开工率为 67.69%，环比-0.28%。

图表 1 本周华创化工行业指数 86.36，环比+0.31%，同比-11.80%



资料来源: Wind, 华创证券

图表 2 行业价差百分位为过去 10 年的 0.00%，环比-2.77%



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	纯碱	化肥	钛白粉	农药	食品及饲料添加剂
2025/3/15	26.85%	26.72%	31.64%	26.23%	14.53%	29.24%	11.57%	38.17%	53.85%	15.01%	40.83%	46.98%	0.06%	16.16%
2025/3/8	26.71%	26.63%	32.12%	26.16%	13.26%	29.85%	11.32%	37.47%	53.87%	15.14%	40.18%	46.51%	0.12%	16.39%
2025/3/1	26.95%	26.78%	33.09%	26.28%	13.85%	30.32%	11.08%	36.59%	53.74%	15.16%	38.89%	46.04%	0.00%	16.69%
2025/2/22	26.46%	26.48%	33.83%	25.30%	14.36%	30.98%	11.17%	35.59%	52.30%	15.39%	34.38%	44.34%	0.14%	17.02%
2025/2/15	26.10%	26.26%	34.17%	24.22%	14.57%	31.28%	11.18%	35.35%	52.11%	15.39%	32.18%	43.21%	0.30%	17.02%
2025/2/8	25.67%	26.00%	34.00%	23.70%	14.75%	30.92%	11.19%	35.03%	52.04%	15.02%	30.87%	42.45%	0.42%	17.08%
2025/2/1	25.56%	25.94%	33.62%	23.80%	14.48%	30.84%	11.37%	35.00%	51.84%	15.02%	30.96%	42.45%	0.43%	17.32%
2025/1/25	25.56%	25.94%	33.55%	23.80%	14.46%	30.89%	11.11%	35.23%	51.84%	15.02%	31.21%	42.45%	0.42%	17.32%

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
2025/3/15	0.00%	25.31%	26.05%	27.54%	23.03%	43.41%	18.81%	15.64%	44.09%	18.38%	19.83%	0.00%
2025/3/8	2.77%	26.10%	26.56%	27.41%	22.76%	42.21%	19.71%	17.05%	44.64%	18.33%	22.31%	10.89%
2025/3/1	3.85%	26.41%	26.76%	28.10%	23.16%	40.26%	19.98%	17.67%	44.90%	18.32%	24.17%	12.56%
2025/2/22	2.36%	25.99%	27.22%	25.78%	23.55%	38.45%	20.88%	17.34%	44.03%	18.50%	23.16%	13.51%
2025/2/15	2.05%	25.90%	27.76%	23.92%	24.14%	38.59%	20.71%	17.34%	45.06%	18.50%	22.66%	13.51%
2025/2/8	2.10%	25.91%	28.61%	23.24%	24.38%	39.55%	20.54%	17.33%	45.01%	17.93%	23.06%	10.70%
2025/2/1	2.16%	25.93%	28.94%	23.43%	23.77%	39.22%	20.15%	17.48%	44.93%	17.93%	23.81%	10.70%
2025/1/25	1.14%	25.64%	27.50%	23.46%	23.75%	39.53%	19.79%	17.69%	44.93%	17.93%	23.92%	9.80%

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
2025/3/15	95.21%	46.70%	39.86%	50.30%	29.14%	61.29%	48.17%	37.30%	48.49%	54.44%	36.64%	72.16%	61.09%	48.14%
2025/3/8	96.40%	47.01%	40.01%	51.49%	29.71%	60.58%	48.06%	37.77%	47.50%	53.54%	37.79%	71.07%	66.99%	47.79%
2025/3/1	93.10%	46.13%	39.98%	51.22%	27.99%	58.93%	49.20%	38.33%	45.49%	52.90%	38.08%	70.30%	59.86%	45.06%
2025/2/22	93.46%	46.23%	40.69%	53.54%	27.44%	58.41%	48.72%	38.73%	43.71%	52.26%	39.52%	72.04%	59.51%	41.40%
2025/2/15	92.24%	45.90%	40.37%	52.95%	29.12%	56.14%	49.03%	38.11%	41.88%	53.50%	41.02%	72.25%	59.91%	37.87%
2025/2/8	91.54%	45.72%	40.86%	52.70%	30.95%	54.60%	48.84%	37.46%	40.44%	52.88%	41.16%	72.41%	59.79%	36.66%
2025/2/1	79.48%	42.50%	36.74%	48.66%	36.08%	44.95%	43.96%	36.52%	38.00%	45.53%	38.04%	70.62%	59.64%	35.52%

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。

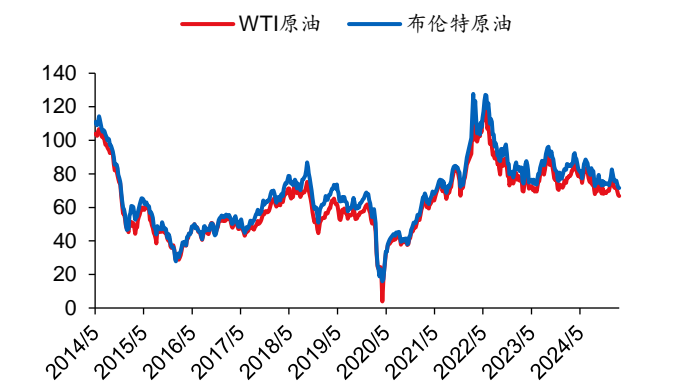
图表 6 细分行业开工率一览

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
2025/3/15	83.33%	67.69%	77.34%	61.94%	71.24%	82.01%	80.15%	47.18%	46.98%	47.12%	68.68%	81.89%	62.13%	75.61%
2025/3/8	85.79%	67.97%	76.77%	63.75%	72.37%	81.53%	80.28%	47.00%	44.50%	47.55%	69.05%	81.14%	68.05%	74.98%
2025/3/1	75.65%	66.80%	76.98%	62.34%	71.78%	81.11%	80.32%	47.02%	41.48%	47.93%	62.63%	80.23%	61.11%	73.68%
2025/2/22	68.83%	66.02%	77.41%	61.37%	72.27%	79.97%	79.32%	45.28%	39.77%	47.13%	62.83%	77.57%	61.11%	70.58%
2025/2/15	63.26%	65.37%	77.94%	61.34%	73.62%	78.50%	79.33%	40.79%	37.20%	49.46%	60.67%	77.50%	59.60%	67.23%
2025/2/8	52.75%	64.16%	77.57%	60.85%	73.34%	75.72%	79.59%	36.98%	36.21%	46.92%	60.32%	75.43%	56.01%	66.17%
2025/2/1	54.05%	64.31%	77.70%	60.61%	74.45%	73.19%	79.41%	38.06%	35.47%	47.36%	59.99%	75.17%	61.24%	66.92%
2025/1/25	60.03%	65.00%	77.32%	61.61%	72.94%	73.47%	79.99%	41.49%	37.87%	48.12%	59.81%	78.66%	63.24%	67.66%

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：美国成品油库存下降，国际油价震荡上涨。周前期美国对加墨加征的关税政策再次推迟一个月，特朗普政府考虑在关键航道拦截伊朗油轮以打击伊朗石油供应链，加之俄罗斯表态如果市场失衡，OPEC+可能逆转增产决定，国际油价上涨。周中后期美国关税政策加重了投资者对全球经济及需求的担忧，且美国股市大跌加剧恐慌情绪，国际油价跌至年内新低；但技术面反弹需求，EIA 月报预计油价将从跌势中回升，且美元走软支撑，加之 EIA 上周美国成品油库存下降，国际油价低位回升，布油回至 70 关口上方。

煤炭：阶段性需求释放，下游库存仍高企。产地方面：周内大部分煤矿维持正常生产，多以保障长协发运为主，有少数煤矿搬家倒面停产，煤炭供应量略有收缩，但煤炭整体货源量相对充足。近期下游冶金、化工等终端需求略有释放，采购情况较好，叠加前期港口价格上行，站台贸易商补库需求好转，煤矿库存有所下降，价格持续小幅上涨。但随着煤炭价格上涨，下游对高价煤接受度有限，港口情绪回落，部分贸易商存观望情绪，部分煤矿拉煤车减少，煤炭价格持续上涨动力不足。

根据我们的数据库，本周价格涨幅居前的品种有：R142b(+20.0%)、氯氟菊酯(+15.4%)、硫磺(+12.1%)、甲酸(+8.7%)、多菌灵(+6.9%)；本周价格跌幅居前的品种有：2-氯吡啶(-16.0%)、二氯喹啉酸(-10.7%)、2,2-联吡啶(-9.1%)、马拉硫磷(-8.2%)、三聚氯氰(-7.4%)。

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	R142b	20.0%	30000.0	25000.0	元/吨	1	2-氯吡啶	-16.0%	2.1	2.5	万元/吨
2	氯氟菊酯	15.4%	7.5	6.5	万元/吨	2	二氯喹啉酸	-10.7%	12.5	14.0	万元/吨
3	硫磺	12.1%	2212.0	1972.6	元/吨	3	2,2-联吡啶	-9.1%	3.5	3.9	万元/吨
4	甲酸	8.7%	3416.7	3142.9	元/吨	4	马拉硫磷	-8.2%	2.8	3.1	万元/吨
5	多菌灵	6.9%	3.5	3.3	万元/吨	5	三聚氯氰	-7.4%	1.3	1.4	万元/吨
6	甜菜宁	6.3%	8.5	8.0	万元/吨	6	醚菌酯	-6.9%	27.0	29.0	万元/吨
7	3-氯基吡啶	5.9%	3.6	3.4	万元/吨	7	敌草快	-5.9%	1.6	1.7	万元/吨
8	三氯吡氧乙酸丁氧基乙酯	4.2%	5.0	4.8	万元/吨	8	乙虫腈	-5.6%	42.5	45.0	万元/吨
9	1,2,4-三氯唑	3.8%	2.8	2.7	万元/吨	9	维生素 E	-4.8%	126.0	132.4	元/千克
10	氯化铵	3.5%	413.0	399.2	元/吨	10	二乙胺	-4.7%	1.0	1.1	万元/吨

资料来源：Wind，百川盈孚，华创证券

涨幅居前的产品基本面分析如下：

R142b (+20.0%)：本周 R142b 市场均价为 30000.0 元/吨，环比+20.0%。制冷剂 R142b 价格高位坚挺，内贸配额削减明显，供应紧张情绪升级，企业惜售心理增强，实单成交重心上移，市场价格区间上移至 28000-30000 元/吨。

氯氟菊酯 (+15.4%)：本周氯氟菊酯市场均价为 7.5 万元/吨，环比+15.4%。供应方面：场内仅个别工厂开工正常，排单生产完成前期订单，市场供应紧缺。需求方面：下游市场行情持稳，下游采购商按需采购，市场整体交投氛围平稳。成本方面：上游中间体醚醛价格上涨、贵亭酸甲酯价格稳定，对成本支撑偏强。后市预测：从市场反馈看，氯氟菊酯成本支撑偏强，行业开工低位，市场供应偏少，因反倾销影响，中国对印度氯氟菊酯进口量减少，利好国产氯氟菊酯市场，预计后市价格或将高位运行。

硫磺 (+12.1%)：本周硫磺市场均价为 2212.0 元/吨，环比+12.1%。国产硫磺继续宽幅上涨。长江港口现货价格高位，下游用户积极采购国产硫磺，支撑各地区炼厂定价连续宽幅上调。山东地区，主力炼厂经过连续追涨，与地炼厂价差逐渐缩小，而地炼液硫价格涨势仍存，虽然下游用户对于高价难免心存抵触，但当前地炼仍有减产，且港口液硫到货有限，因此随着下游刚需持续释放，地炼出货暂无压力，价格得以不断推涨。东北、西北地区，在周边炼厂全面上涨带动下，区域内炼厂价格同样宽幅挺涨。

跌幅居前的产品基本面分析如下：

敌草快 (-5.9%)：本周敌草快市场均价 1.6 万元/吨，同比-5.9%。成本方面：上游原料溴素价格上涨，联吡啶价格下跌，综合看，敌草快生产成本减少；供应方面：华东某新增产能装置投产，其余主流工厂维持降负荷运行，实时供应增加；需求方面：需求端表现弱稳，下游客户保持询单，海外订单陆续释放，但市场供强需弱的格局依旧存在，利好不足。

维生素-E (-4.8%)：本周维生素 E 市场均价为 126 元/kg，环比-4.8%。3 月 12 日，巴斯夫更新 VE 重新启动时间，表示维生素 E 的生产重启计划已定于 5 月中旬，早于原定计划（7 月初），并表示重新开始生产并不意味着不可抗力可以解除，并强调，重启生产后需要数周至数月的时间才能确保业务恢复如常，包括补充全球、地区和当地的库存水平。巴斯夫 VE 复产时间提前，叠加近期市场需求、行情不佳，引发业内对后市的担忧，促使价格快速下降。

本周价差涨幅居前的品种有：草甘膦(+62.5%)、涤纶 DTY 现金流(+20.8%)、PET(+16.3%)、丙烯酸丁酯价差(+13.8%)、三氯氢硅(+13.5%)；本周价差跌幅居前的品种有：磷酸二铵(-129.3%)、丙烯腈价差(-77.4%)、PVDF(-72.5%)、磷酸一铵(-40.4%)、PVC-电石法(-37.9%)。

图表 10 本周价差涨跌幅居前的品种

	周度价差涨幅前 10	涨幅	本周	上周	单位		周度价差跌幅前 10	跌幅	本周	上周	单位
1	草甘膦	62.5%	-345	-213	元/吨	1	磷酸二铵	-129.3%	-22	75	元/吨
2	涤纶 DTY 现金流	20.8%	531	440	元/吨	2	丙烯腈价差	-77.4%	125	550	元/吨
3	PET	16.3%	867	746	元/吨	3	PVDF	-72.5%	3393	12328	元/吨
4	丙烯酸丁酯价差	13.8%	990	870	元/吨	4	磷酸一铵	-40.4%	149	250	元/吨
5	三氯氢硅	13.5%	523	461	元/吨	5	PVC-电石法	-37.9%	247	397	元/吨
6	聚乙烯价差	12.1%	2043	1822	元/吨	6	DMF	-24.6%	202	267	元/吨
7	磷酸氢钙	9.4%	1011	924	元/吨	7	乙烯-乙烷价差	-11.1%	2252	2532	元/吨
8	PDH 价差	8.1%	1657	1534	元/吨	8	乙烯-石脑油价差	-10.9%	233	262	美元/吨
9	涤纶短纤	7.6%	1161	1080	元/吨	9	聚丙烯价差	-10.8%	740	830	元/吨
10	TPU 价差	7.1%	4134	3860	元/吨	10	钛白粉	-10.3%	6762	7536	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: 辛醇(115.9%)、石脑油(107.0%)、涤纶长丝(94.9%)、丁醇(94.0%)、涤纶短纤(92.2%); 本周开工率提升居前的品种有: 丙烯酸(+7.5pct)、醋酸乙烯(+6.4pct)、R134a(+5.3pct)、R32(+5.0pct)、麦芽酚(+4.7pct)。

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	辛醇	115.9%	115.9%	99.8%	1	丙烯酸	7.5%	69.9%	62.4%
2	石脑油	107.0%	107.0%	73.3%	2	醋酸乙烯	6.4%	67.8%	61.4%
3	涤纶长丝	94.9%	92.6%	100.0%	3	R134a	5.3%	49.7%	44.4%
4	丁醇	94.0%	94.0%	85.7%	4	R32	5.0%	58.6%	53.6%
5	涤纶短纤	92.2%	88.6%	86.1%	5	麦芽酚	4.7%	81.5%	76.8%
6	粘胶长丝	92.0%	92.0%	87.5%	6	涤纶短纤	3.6%	92.2%	88.6%
7	聚酯聚合	91.5%	88.9%	91.4%	7	R125	3.1%	45.7%	42.6%
8	锦纶长丝	91.2%	91.2%	94.9%	8	聚酯瓶片	3.0%	68.5%	65.5%
9	丙烯腈	89.6%	88.3%	79.4%	9	双氧水	2.7%	62.9%	60.2%
10	新戊二醇	88.4%	90.0%	92.9%	10	聚酯聚合	2.6%	91.5%	88.9%

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。

基本面偏弱，天然橡胶价格下跌。截至3月13日，天然橡胶市场日均价16800元/吨，较上周尾（3.7）17150元/吨下跌350元/吨，跌幅2.04%。在原材料供应方面，国内云南开始试割，国外各橡胶产区陆续停割，海外原材料供应偏紧，不过，近期海外胶水价格有所下跌，原材料支撑减弱。本周港口库存累库延续，加之盘面持续下行，货商报盘价格下调，但低价出货意愿不高，橡胶下游轮胎企业整体出货情况一般，刚需补货，多方多持观望态度。后市预测：天然橡胶供应方面：国内云南开始试割，但尚未开割，海外泰国进入减产季，另外泰国雷雨天气预期导致上游供给可能偏紧。需求方面：轮胎企业终端市场需求疲软，经销商多以消化现有库存为主，市场实际成交价格上行阻力较大。

原料价格下滑，炭黑市场价格向下。本周炭黑市场价格走势向下，场内更低位运行，N330主流商谈价格暂时参考7500-7800元/吨，市场均价与上周相比下调200元/吨。本周原料市场价格走势向下，场内调整幅度相对明显，炭黑原料端支撑欠佳。当前炭黑市场承压，市场出货为主，暂时消化库存，市场心态依旧博弈，目前报盘依旧坚挺，但下游市场谨慎观望。尤其下行市场情况下，场内信心略显不足，采购愈加谨慎。综合看，炭黑市场价格走势僵持偏弱运行。供应方面：本周期内炭黑行业开工呈现下调走势，且调整幅度较为明显，一方面是两会以及供暖季即将结束影响，另一方面产销压力偏高，企业的生产积极性受阻，故本周期调整幅度较大，具体来看，东北、华北、华东表现较为明显，其他

地区暂稳观望。**后市预测：**根据分析，炭黑市场价格下周延续下行，N330 主流商谈价格参考范围为 7300-7600 元/吨，场内高低位可能均存。煤焦油市场价格走势延续下滑，虽然焦炭开工仍存下滑预期，但下游方面检修减产情况亦存，整体供需局面无明显改变。目前下游市场走势承压，下行市场询单更为谨慎，对于高位原料抵触情绪较浓，市场博弈氛围仍在继续。整体看，炭黑市场价格走势弱势僵持。

近期海运费持续松动下探。据彭博数据显示，截至 3 月 14 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 2512、3906、4038 美元/FEU，对比 7 月初分别高点的 8267、7512、9612 美元/FEU，高位向下松动显著；本周泰国至欧洲、美西、美东集装箱运价分别为 3200 美元/FEU、5800 美元/FEU、5200 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 83.17%，同比/环比分别+3.62/+0.39 个百分点；全钢胎开工率 69.11%，同比/环比分别-1.24/+0.33 个百分点。

乘联会数据显示，2025 年 3 月第 1 周（3.3-3.9）乘用车日均销量 4.04 万辆，当周日均销量同比+14%。据中汽协统计，2025 年 2 月国内乘用车销量 181.53 万辆，环比-14.89%。2024 年 1-12 月国内乘用车累计销量 2755.22 万辆，同比+5.91%。商用车方面，2024 年 1-12 月国内累计销量 387.35 万辆，同比-3.96%。

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。

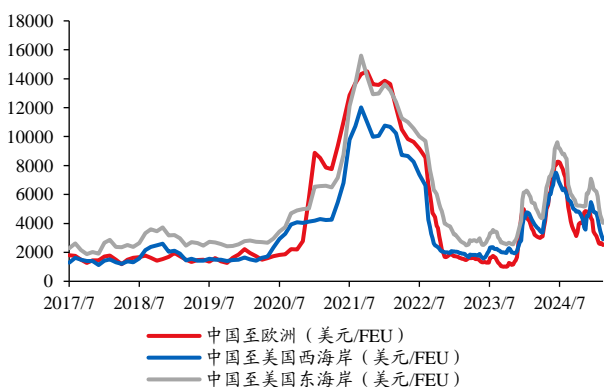
3、森麒麟（002984.SZ）：智能制造水平领先国内，海外新增产能规模大。公司目前拥有青岛、泰国两大工厂，其中青岛工厂设计产能为1200万条，泰国工厂设计产能为1600万条半钢胎+200万条全钢胎，近年产销率及产能利用率均维持在较高水平。**公司为行业内领先的轮胎智能制造企业，智能制造成果入选国家工信部“2018年制造业与互联网融合发展试点示范项目”等项目。**公司智能工厂用工少、人效高、产品一次合格率高，未来完全具备在欧美发达国家建立“无人工厂”的实力。智能制造带来人效的提高、产品一致性的保障，是未来轮胎行业的发展趋势。**公司高性能轮胎产品主攻中高端市场，产品性能优势明显。**公司产品在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



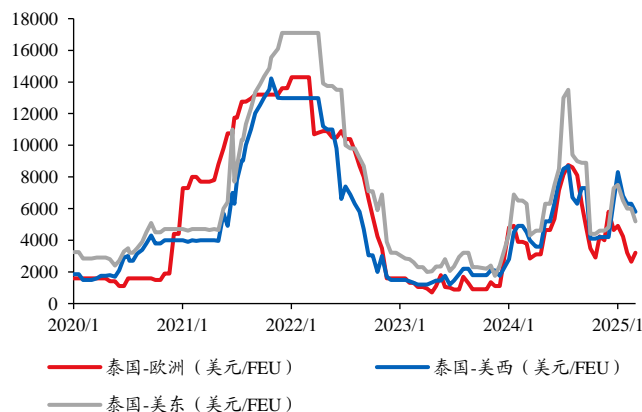
资料来源: Wind, Bloomberg, 华创证券

图表 14 本周华创化工轮胎原材料指数环比-1.39%



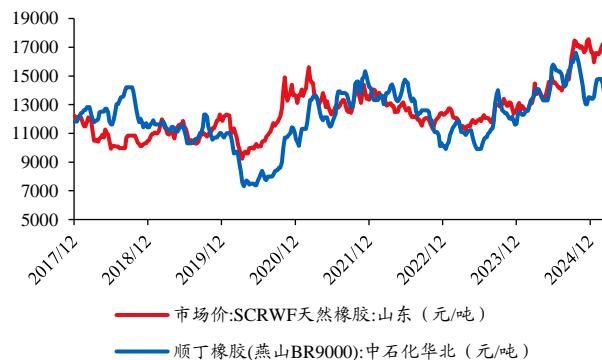
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 13 泰国出口集装箱运费变化



资料来源: TNSC, 华创证券

图表 15 本周天然橡胶价格环比下降



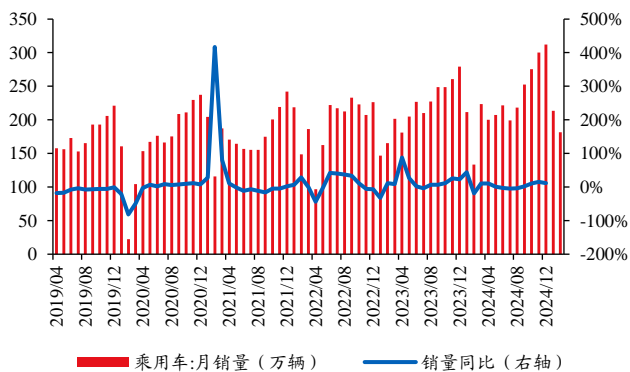
资料来源: Wind, 中国橡胶信息贸易网, 华创证券

图表 16 本周炭黑价格下降



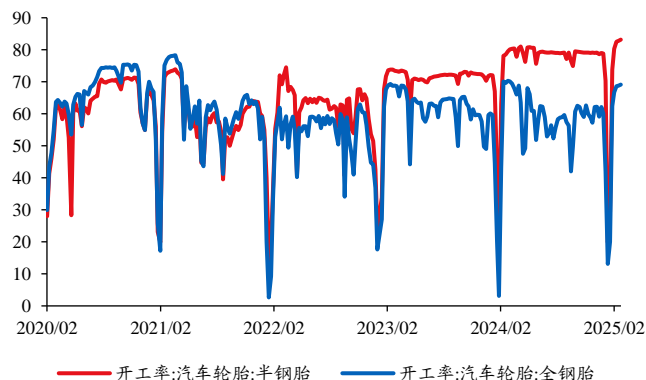
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 18 国内乘用车 2 月销量同比+36.2%



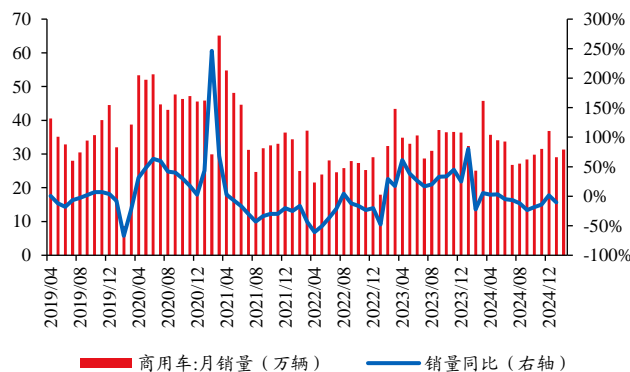
资料来源: Wind, 中汽协, 华创证券

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 2 月销量同比+25.0%



资料来源: Wind, 中汽协, 华创证券

(二) 行业跟踪—农化: 近期粮价企稳, 海外磷肥价格反弹

本周国内单质肥价格呈上行趋势, 尿素、磷酸一铵、磷酸二铵、氯化钾分别环比+0.2%、+0.4%、+0.7%、-0.7%。根据 Wind 数据, 截至 3 月 15 日, 国内尿素市场均价 1806 元/吨, 环比+0.2%, 同比-20.7%; 国内磷酸一铵市场均价 3316 元/吨, 环比+0.4%, 同比+8.4%; 磷酸二铵市场均价 3350 元/吨, 环比+0.7%, 同比-8.8%; 国内氯化钾市场均价 3168 元/吨, 环比-0.7%, 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下跌。本周(2025-03-15)华创能源化工农药价格指数环比上周-0.06%, 报 89.36 点。其中, 除草剂原药价格指数报 91.81 点, 环比-0.08%; 杀虫剂原药价格指数报 92.36 点, 环比+0.10%; 杀菌剂原药价格指数报 83.36 点, 环比-0.05%; 中间体指数报 90.80 点, 环比-0.21%。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、华中部分主流工厂开工不满，其余主流企业大多正常运行，市场供应充足。**需求方面：**需求端表现淡稳，临近上海展会召开，市场观望氛围浓郁，南美等海外客户询单频频，采购谨慎，按需拿货。**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：**国内主流工厂维持正常运行，华东、西北等部分中小工厂装置停车，市场供应相对需求依旧良好。**需求方面：**需求端表现弱稳，下游采购商保持询单，正常采购，但行业库存高位，供应端销售压力大。

复合肥市场挺价观望，新单成交节奏放缓。本周（2025.3.7-2025.3.13）国内复合肥市场挺价观望，成本波动收窄，复合肥厂家调价频率放缓，继续上涨乏力，随着前期低价订单执行出货，复合肥价格重心继续向高位整理，截至今日（3月13日）3*15氯基市场均价2491元/吨，较上周末涨幅1.18%；3*15硫基市场均价2935元/吨，较上周末涨幅0.62%，实单成交有限。45含量硝硫基平衡肥出厂价格参考3200-3500元/吨，新单灵活成交，出货氛围尚可。夏季玉米肥新价及政策出台有所增多，跟随成本小幅上调，40含量高氮肥出厂价格参考1950-2200元/吨，市场价格较为混乱，经销商观望谨慎操作。**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52.30%，较上周提升0.33%，肥厂以销定产为主，河北、河南等局部因两会或环保原因影响的限产装置陆续恢复正常开工。大厂多保持中等偏高负荷开工，小厂多保持正常开车，保供春耕用肥。**需求方面：**春肥市场保持稳定发运节奏，仍以执行前期订单出货为主，新单成交活跃度有限，部分厂家继续限量或暂停接单，挺价心态延续。夏季玉米肥新价出台增多，大小厂价差较大，经销商观望谨慎操作，肥厂预收推进缓慢。

本周大豆现货价格小幅下行，玉米现货价格上行。截至3月15日，国内大豆平均现货价3857元/吨，周环比-0.23%；玉米平均现货价2256元/吨，周环比+1.32%。期货价格方面，本周CBOT玉米期货收盘价466.75美分/蒲式耳，周环比+1.6%，年同比+6.2%；CBOT大豆收盘价1008.50美分/蒲式耳，周环比-0.7%，年同比-15.5%；小麦期货收盘价559.00美分/蒲式耳，周环比+2.0%，年同比+3.4%。**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：**本周玉米市场供应延续紧张局面。国内主产地玉米售粮进度较快，基层余粮日渐消耗，持粮主体对优质粮存有挺价情绪，对后市期望值较高导致出货速度缓慢，玉米市场流通量较少，供应短缺情况仍较为明显，不过周后期山东地区上量稍有恢复，玉米供应局地阶段性宽松。**需求方面：**饲料方面，养殖利润微薄企业抗价情绪升温，部分大企控制生猪出栏量，猪价窄幅走高，对玉米稍有利好支撑。饲企受市场积极情绪带动，增加远期订单数量，玉米需求短时增加；加工方面，多数下游产品利润不佳甚至亏损，加工企业开工意愿稍有降低，但企业库存低位仍需补充，支撑企业采购积极性。2) **大豆，供应方面：**基层售粮进度加快，各产区豆源所剩无几。本周中储粮暂未组织国产大豆竞价销售，但据市场消息，地方储备拍卖即将展开，将增加一部分豆源供应。另外据海关统计，2025年1-2月进口大豆数量约1360.6万吨，同比增加4.4%。**需求方面：**本周国产大豆需求有所下滑，榨利回落，油厂采购心态谨慎。另外气温回升，南方蔬菜上市且价格低廉，对于豆制品具有一定替代作用。预计本周国内大豆压榨量167万吨，周环比增加15万吨，较去年同期增加7万吨，较近三年同期均值增加13万吨。

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。

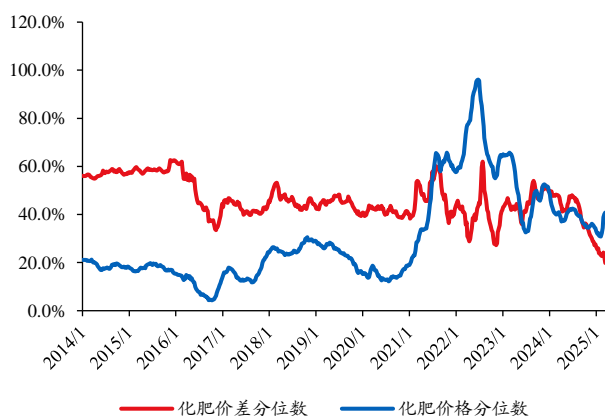
5、盐湖股份（000792.SZ）：公司是国内钾肥龙头，是国内最大的钾肥生产企业，钾肥设计产能达到 500 万吨。钾肥行业属于资源开发型产业，资源和产能分布高度集中的格局导致钾肥行业成为典型的寡头垄断行业，行业内企业数量较少，市场竞争不够充分。公司钾锂资源需求具备刚性，有望维持高景气，同时能够依托盐湖资源，进行相应资源开发。**锂资源业务未来大有可为。**伴随国内电动化进程持续提速，锂资源需求大幅增长，而目前我国碳酸锂自给率仅 30% 左右，进口依赖明显。公司是国内盐湖提锂的龙头企业，其卤水所能实现的远期产能在 20 万吨/年左右。目前公司控股 51.4% 的蓝科锂业 1 万吨碳酸锂老产线已达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

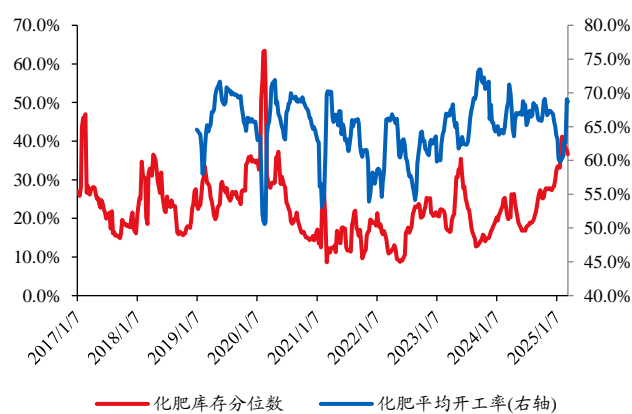
8、利尔化学 (002258.SZ): 公司为国内除草剂行业的领先企业, 拥有国内最大氯代吡啶类除草剂研发及生产基地, 为国内的草铵膦龙头企业。短期看广安基地丙炔氟草胺项目有望利好公司; 目前着手草铵膦 MDP 并线工作, 预计生产成本将大幅优化。待扩建 3000 吨 L-草铵膦项目达产后, 公司将成为全球最大草铵膦原药企业, 护城河显著。

图表 20 本周化肥价格分位数 40.8%, 价差分位数 19.8%



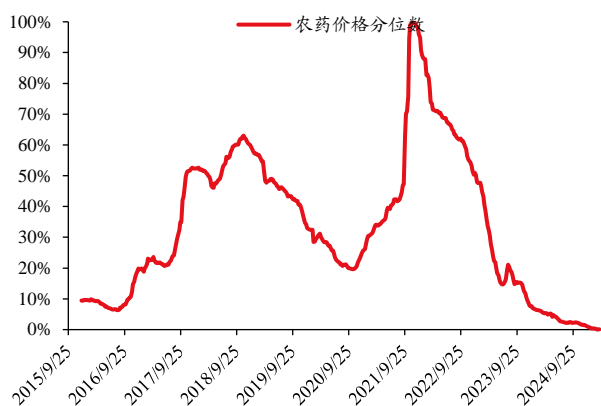
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 21 本周化肥库存分位数 36.6%, 平均开工率 68.7%



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 61%



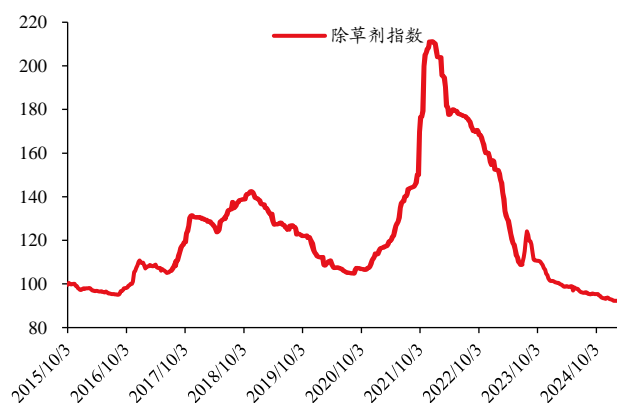
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 24 本周农药原药指数环比下跌



资料来源: 中农立华, 华创证券

图表 25 本周除草剂指数环比下跌



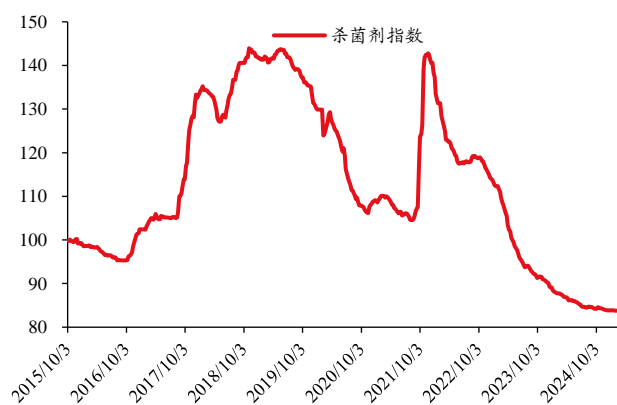
资料来源: 中农立华, 华创证券

图表 26 本周杀虫剂原药指数环比上涨



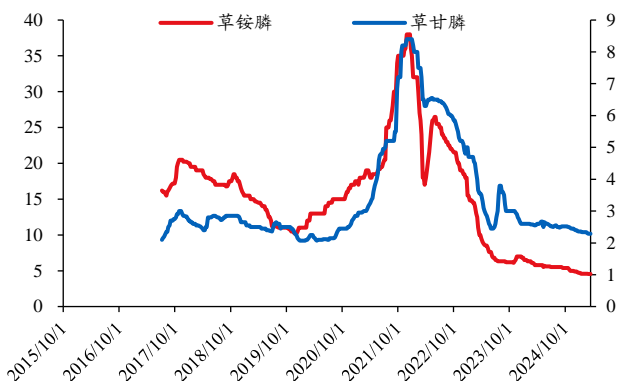
资料来源: 中农立华, 华创证券

图表 27 本周杀菌剂指数环比下跌



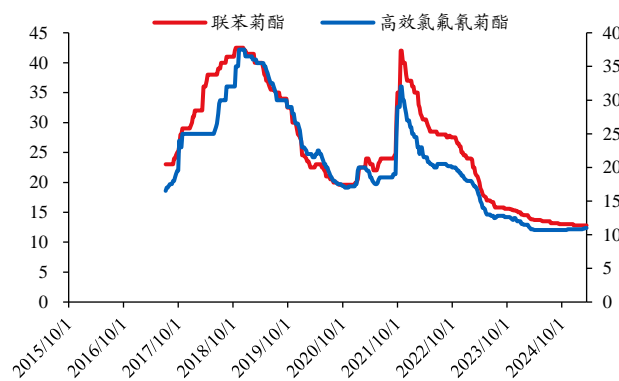
资料来源: 中农立华, 华创证券

图表 28 本周草甘膦价格环比持平 (万/吨)



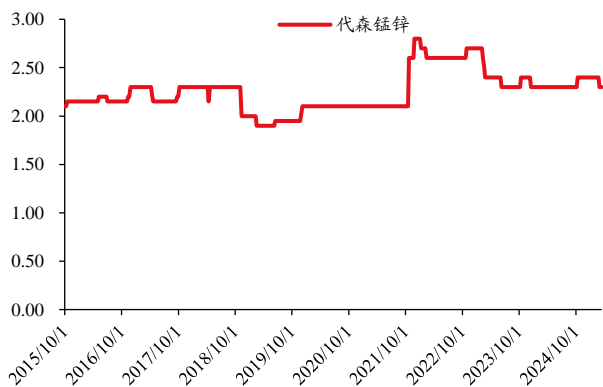
资料来源: 中农立华, 华创证券

图表 29 本周菊酯价格环比持平 (万/吨)



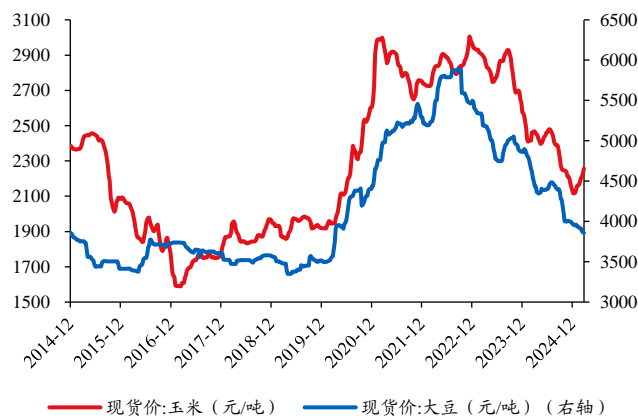
资料来源: 中农立华, 华创证券

图表 30 代森锰锌价格环比持平 (万/吨)



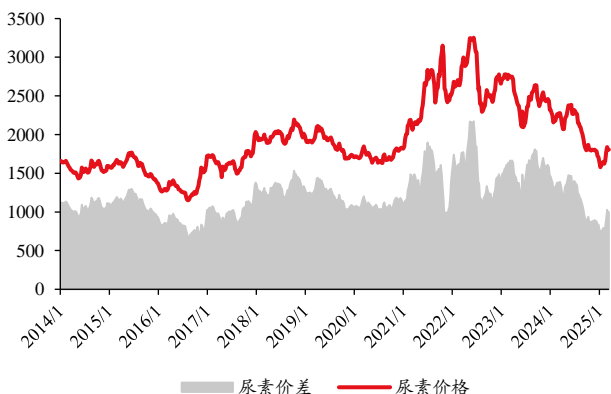
资料来源: 中农立华, 华创证券

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)



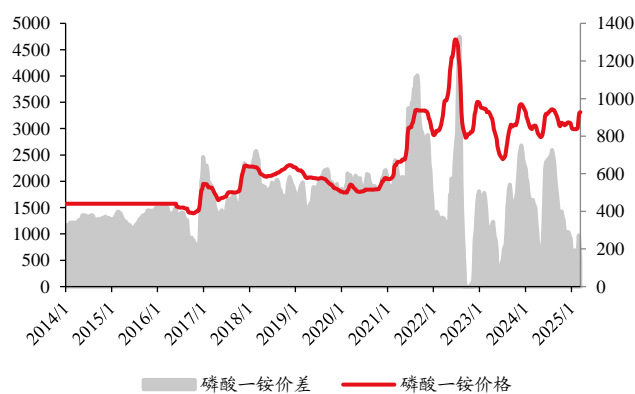
资料来源: Wind, 隆众化工, 华创证券

图表 32 本周尿素价格小幅上行 (元/吨)



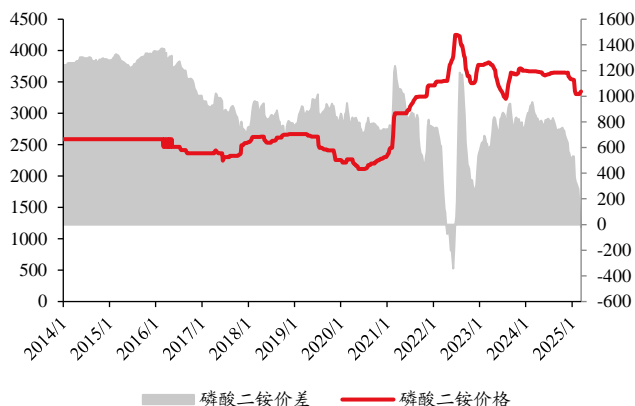
资料来源: Wind, 隆众化工, 华创证券

图表 33 本周磷酸一铵价格上行 (元/吨)

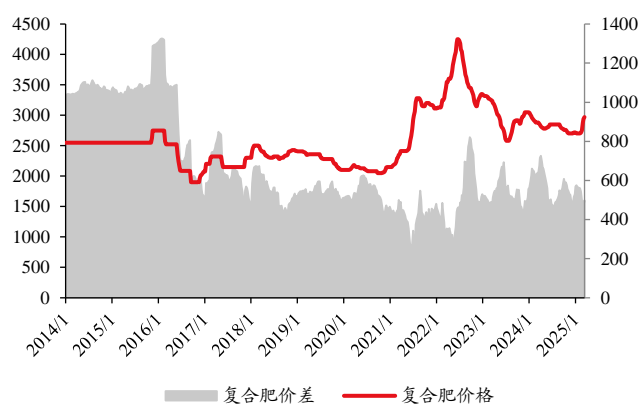


资料来源: Wind, 隆众化工, 华创证券

图表 34 本周磷酸二铵价格小幅上行（元/吨）



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

资料来源: Wind, 隆众化工, 华创证券

图表 36 本周钾肥价格小幅下行（元/吨）



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

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。

磷矿石市场成交偏少，价格观望整理为主。本周（2025年3月7日至2025年3月13日），磷矿石市场成交偏少，价格观望整理为主。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。本周湖北、云贵川地区价格僵持，北方磷矿因外围入市采购价格上涨20元/吨。**供应方面：**在供应方面，除湖北地区部分企业刚刚恢复开采外，国内其他各主产区矿石运输正常，均有少量成交存在。另外，云南地区矿石主要省内消化，贵州开阳、瓮安磷矿流通存在一定限制，且国内部分主流矿企开采自用为主，仅少量外售，进一步加剧磷矿供应紧张的情况。整体来看，目前国内矿企现货库存偏低，整体供应偏紧呈现。**需求方面：**在需求方面，本周磷铵价格上行，需求面对国内磷矿市场有一定提振作用。春耕用肥时间临近，农需刚需将继续释放，但由于磷矿市场价格博弈，短时磷肥端维持刚需采买状态，多观望为主，小单成交。

黄磷市场现货货源偏紧，价格继续小幅推涨。本周（2025.03.07-2025.03.13）黄磷市场现货货源偏紧，价格继续小幅推涨。**供给方面：**本周黄磷供应量较上周小幅增加。预计3月8日-3月14日期间产量16200吨，同上一周（3月1日-3月7日）产量15815吨相比增加了2.34%。**需求方面：**本周黄磷下游企业仍以少量刚需补货为主，由于黄磷价格涨跌波动频繁，下游企业此前也以刚需采购为主，原料库存低位，抗风险能力较低，为保证生产，仍有采购需求。但是由于黄磷价格不断推涨，下游企业成本压力逐渐增大，采购积极性不高，以少量小单为主。

热法磷酸成本支撑坚挺，新单成交价格重心小幅上移。本周（2025.3.7-2025.3.13）热法磷酸成本支撑坚挺，新单成交价格重心小幅上移。截至本周四，国内热法磷酸市场均价为6783元/吨，较上周同期相比上涨50元/吨，涨幅0.74%。**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11周（3.8-3.14）热法磷酸产量24060吨，同上一周（3.1-3.7）相比增加了4.79%。**需求方面：**据市场反馈，本周热法磷酸市场需求表现不佳，下游企业对热法磷酸高价存抵触心理，压价询盘心态难改，采购多刚需维系，

市场新单交投氛围清淡。

磷酸氢钙市场行情高位盘整，新单成交氛围清淡。本周（2025.3.7-2025.3.13）磷酸氢钙市场行情高位盘整，新单成交氛围清淡。截至发稿，磷酸氢钙市场均价为 3074 元/吨，较上周同期相比上涨 2.26%。本周磷酸氢钙成本端支撑作用继续增强，但需求端刚需有限，加上当前磷酸氢钙市场价格较高，采购风险较大，下游观望情绪较浓，整体交投积极性不佳。**供应方面：**本周磷酸氢钙市场周度产量约 44500 吨，环比下降约 8.23%，开工率约 46.75%，较上周减少了约 2.89%。原料硫酸供应紧张加上成本风险较大，本周云南地区部分磷酸氢钙厂家装置短时进入停车检修状态，其余地区个别厂家装置负荷有所下降，促使场内产量、开工下滑。**需求方面：**终端养殖行情需求不佳，饲料企业销售不及预期，加之当前磷酸氢钙市场价格较高，采购风险较大，下游心态“躺平”，采购意愿较低，备货期延长。

终端需求有所缓解，大多数企业开工转好。本周（2025.3.7-2025.3.13）终端需求有所缓解，大多企业开工情况转好。截止到 3 月 13 日，磷酸铁市场均价在 10500 元/吨，较上周同期价格持平。本周磷酸铁市场呈现出积极态势，场内需求旺盛，头部企业开工率高位运行，中小企业开工对比上月也有提高。**磷酸铁供需方面：**本周磷酸铁产量较上周小幅增长，头部企业开工高位，多数企业报价稳定运行，目前市场供应已基本恢复正常水平。据了解，下游动力市场回暖，3 月终端需求增量明显，电芯厂对铁锂的需求提升，带动磷酸铁需求。**磷酸铁锂供需方面：**本周铁锂供应量较上周有所上涨，周内个别先前停产的企业恢复生产。下游需求预计回暖，电芯厂对铁锂采购量增加，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正常生产为主，开工率有所上升。上月部分企业多选择在 2 月进行维保，进入三月也逐步复工复产，综合来看，3 月排产量有较大幅度上涨。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，铁锂储能端需求依旧旺盛。动力方面，终端新能源市场回暖，叠加电芯厂去库存基本结束，3 月下游电芯厂增加对铁锂的采购量，铁锂需求利好渐起。

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。

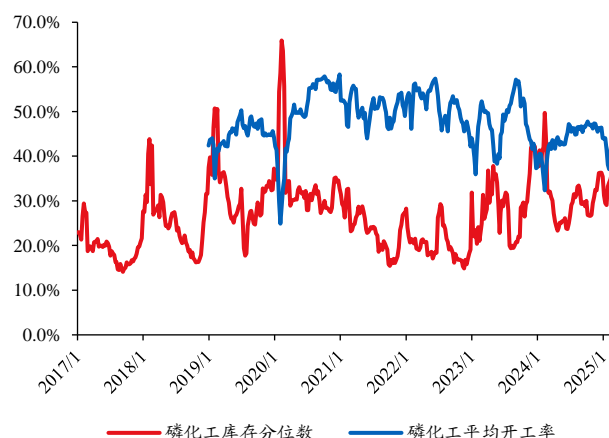
5、川恒股份 (002895.SZ): 公司主营业务为磷酸及磷酸盐产品的生产销售，已形成矿山开采、磷酸盐产品生产、磷化工技术创新、伴生资源开发利用、磷石膏建筑材料等为一体的磷化工循环经济产业群。公司的资源储备充足，目前联合控制的磷矿储量为 5.3 亿吨，当前拥有 300 万吨/年品位较高的磷矿石产能，控股及参股公司在建或规划有 750 万吨/年新增磷矿产能。公司生产技术领先，使用半水法湿法磷酸工艺，生产成本低、技术壁垒高。未来公司将由传统化工产品向材料等新产品转型，主要新产品包括净化磷酸、无水氟化氢、磷酸铁等。2021 年 9 月 16 日，公司公告与福泉市人民政府签订《项目投资合作协议》，拟在福泉市投资建设“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 38.2%，价差分位数 15.6%



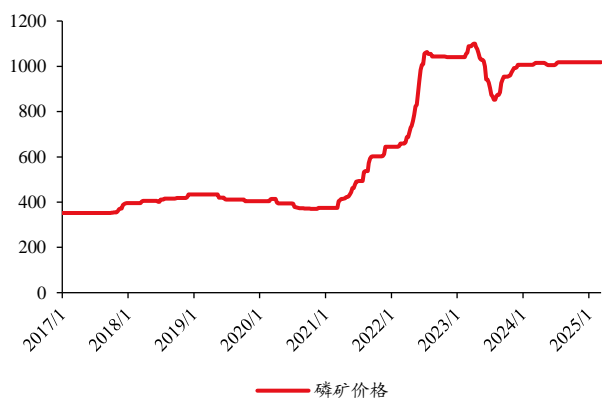
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 39 本周磷化工库存分位数 37.3%，平均开工率 47.2%



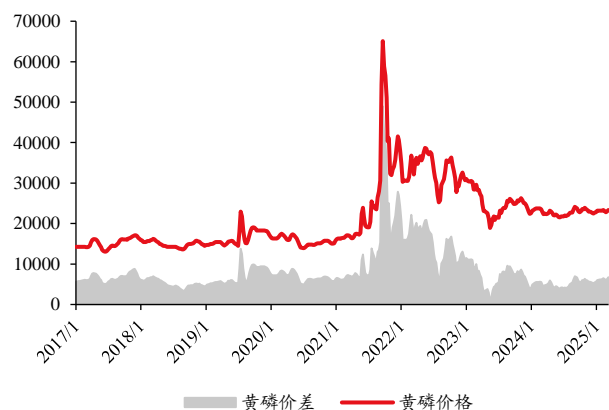
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 40 本周磷矿石价格企稳 (元/吨)



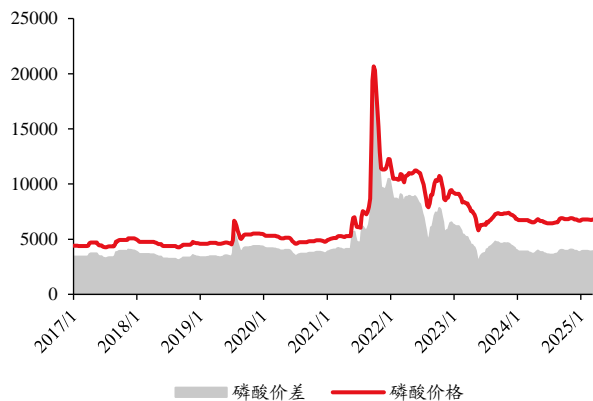
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 41 本周黄磷市场价格上行 (元/吨)



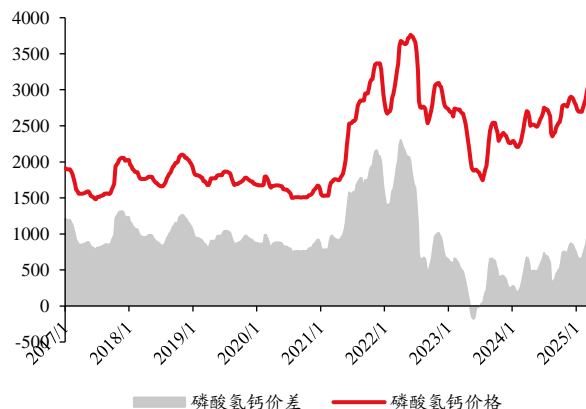
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 42 本周磷酸价格小幅上行 (元/吨)



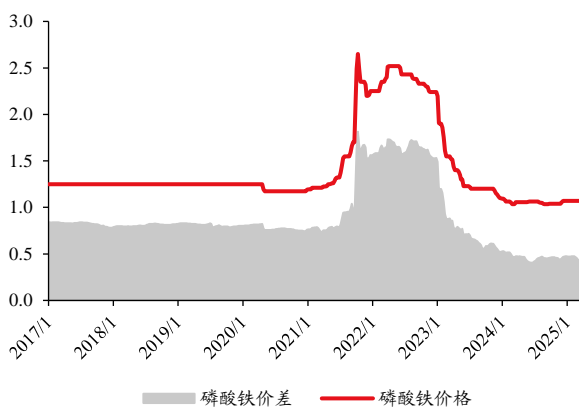
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 43 本周磷酸氢钙价格上行 (元/吨)



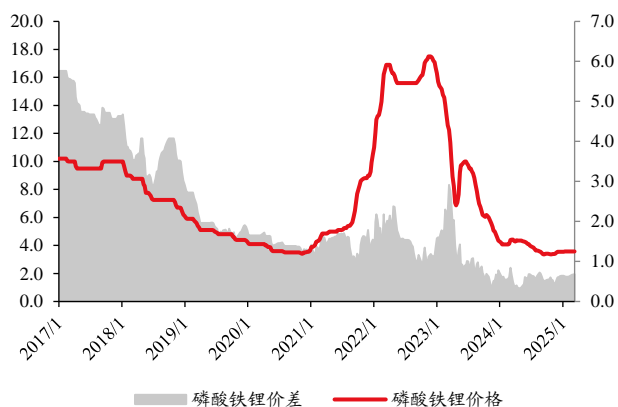
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 44 本周磷酸铁价格企稳 (万元/吨)



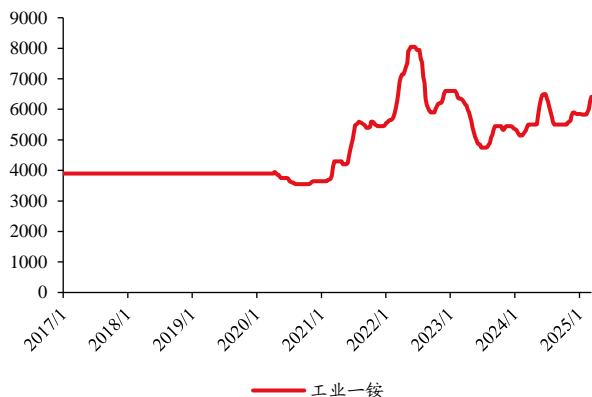
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 45 本周磷酸铁锂价格小幅上行 (万元/吨)



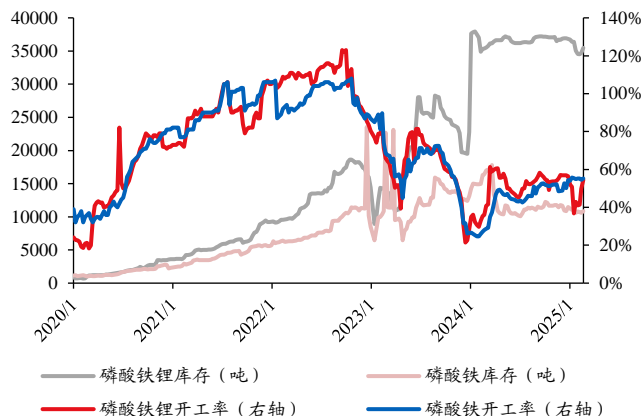
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

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

市场观望情绪浓厚, 尿素价格震荡运行。截至本周四, 尿素市场均价为 1833 元/吨, 较上周上涨 1 元/吨, 涨幅 0.05%。主产区山东及两河中小颗粒主流成交价在 1730-1820 元/吨, 较上周窄幅调整 10-20 元/吨。周初受出口放松预期影响, 下游拿货积极性改善, 加之尿素期货价格拉涨, 带动现货市场交投气氛回暖, 生产企业接单情况明显改善, 山东、山西、河南等地工厂报价普遍上调 10-30 元/吨。但下游对高价货源接受度有限, 市场追涨

动能不足，调价后新单成交不及预期，后半周待发订单不足的企业开始采取小幅让利策略，市场价格重心有所回落。当前小麦返青肥需求进入收尾阶段，农业需求出现阶段性空档。工业端复合肥厂及板材厂开工虽有回升，但对尿素仍保持逢低采购的节奏，需求支撑走弱。但考虑到春耕需求将陆续释放，旺季预期仍有支撑，短期内市场观望心态依旧浓厚，尿素价格区间震荡。

供应端利好支撑仍存，合成氨价格偏强震荡。截止到本周四，合成氨市场均价为 2514 元/吨，较上周四均价上涨 50 元/吨，涨幅 2.03%，主产区价格区间在 2350-2700 元/吨。本周受两会期间环保管控影响，河北及山东等多地焦化企业限产，加之山东华鲁临时短停、山西及安徽等地部分前期检修装置推迟恢复，局部供应端利好支撑下，厂家出货顺畅，价格持续窄幅推涨，但部分下游对高价渐生抵触情绪，业者整体操作偏谨慎。**供应方面：**百川盈孚统计，第 11 周商品氨量 23.7 万吨左右，环比减少 1.38%。北方地区供应恢复，关中地区部分前期检修装置恢复外销，山西亚鑫推迟至下周恢复，山东华鲁装置短停，外销缩减，且受两会期间环保管控影响，河北及山东等地部分焦化企业限产，外销缩减；华东地区供应缩减，安徽曙光装置恢复，运行不稳，少量外销，安徽华尔泰装置 3.3 临停尚未恢复，江苏德邦液氨部分自用，外销减量；华中地区供应波动较小，河南金大地装置 3.6 停车检修，暂停外采，预计至 3.20 左右恢复，河南中鸿装置推迟至 3 月底恢复；湖北地区供应充足，部分需外发消耗；西南市场供应窄幅波动，四川南塔恢复出货，云南解化装置周中短停，目前已恢复出货。**需求方面：**化肥方面，春耕用肥时间临近，化肥市场按序发运为主，尿素市场区间震荡，对合成氨市场提振有限；磷复肥市场气氛平静，行业开工持续小幅回升，对原料合成氨维持刚需采购为主。化工方面：己内酰胺、丙烯腈市场弱势整理，行业开工波动有限，合成氨市场需求端疲态难改。**后市预测：**合成氨市场观望不减，价格区间震荡。供应方面，山西亚鑫装置推迟至下周恢复，山东华鲁预计于本周末恢复外销，北方地区供应端利好有限，四川地区部分装置有检修预期，且计划外采增量，对区域内交投氛围或存利好提振。需求方面，春肥市场保持稳定发运节奏，磷复肥行业开工预期持续小幅提升；化工方面，己内酰胺、丙烯腈市场价格逐步触底，行业开工或有下滑，合成氨市场需求端或延续疲软态势。综合来看，合成氨市场交投不一，厂家或根据自身出货情况灵活调价，短时受局部供应端利好支撑，局部低价或仍有补涨，但随着价格涨至高位，下游或存抵触情绪，对后续价格上行存一定利空制约，且待各地检修装置陆续恢复后，部分高价或有下行预期。预计下周合成氨市场窄幅震荡调整，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。

甲醇市场价格冲高后回落，下游接货情绪欠佳。本周甲醇市场均价由 2279 元/吨涨至 2291 元/吨，上调 12 元/吨，涨幅 0.53%。西北地区甲醇市场价格涨跌均有，调整幅度在 10-90 元/吨左右；山东地区甲醇市场价格窄幅上调，幅度在 10-60 元/吨左右；华中地区甲醇市场价格走势上行，调整幅度在 15-30 元/吨左右；西南地区甲醇市场价格上涨，调整幅度在 15-20 元/吨左右；华北地区甲醇市场价格走势上行，调整幅度在 30 元/吨左右。港口方面，近期甲醇期货主力盘面区域性走势，甲醇港口市场价格随盘调整，调整幅度在 10-40 元/吨左右。

供需面稍有缓解，DMF 价格小幅回升。本周 DMF 市场暂无明显空好指向，周初山东装置虽有降负操作，但南方个别装置恢复满产，相互对冲下供应缩量并不明显，但周内需求端有所释放，利好消息提振下厂家价格窄幅回升。目前山东主流价格参考 3750-3850 元/吨左右现汇，全国市场承兑送到均价在 3925 元/吨上下浮动，较上周价格上调 50 元/吨，涨幅 1.29%。周内甲醇冲高回落，周初主力期货市场走势坚挺，与此同时主产区部分装置陆续传出春检计划，且企业库存多处于安全低位，供应缩量预期下业者挺涨气氛较为浓郁，场内竞拍多为溢价成交。随着甲醇价格推涨，下游行业利润持续收缩，用户对高价资

源抵触情绪偏浓，加之部分主力下游烯烃厂传停车计划，业者心态理性回落，场内竞价存流拍现象，市场成交多存压价操作，但前期厂家接单顺畅，库存多处于低位状态，厂家心态稍有支撑，因此价格下行幅度不大。另一原料合成氨价格逐步探涨，周初山东个别装置短停，与此同时河北部分装置受环保管控影响装置负荷窄幅下降，皖南地区部分装置延迟恢复，供应利好提振下山东及河北价格持续回升。涨后南方市场交投氛围尚可，加之江苏、福建等地外售两缩减，华东地区价格持续推涨，带动两湖地区上行，但随着环保管控结束，区域内降负装置逐步回归，市场利好逐步消散，业者心态理性回落，合成氨涨势逐渐趋稳。DMF 整体原料端市场仍呈上行趋势。周初 DMF 行业价格偏低，利润持续亏损，个别企业在长期负利状态下被迫停车，与此同时山东主力装置临时降负，局部供应压力有所缓解，然前期重启装置恢复满产，相互对冲下供应端缩量并不明显。周内原料市场持续上涨，DMF 厂家持续下行意愿不强，下游厂商存低价采买心态，需求端稍有释放。市场低价接单顺畅，场内库存缓幅降低，且 DMF 企业利润长期倒挂，多重消息影响下厂家挺价心态较为浓郁，但行业开工偏高，DMF 厂家探涨幅度不大。市场价格参考：华东地区江苏市场主流价格参考 3750-4100 元/吨左右承兑送到，浙江市场主流价格在 4100-4200 元/吨左右承兑送到；华南 DMF 含税国产货商谈 3850-4250 元/吨附近；华北 DMF 含税国产货商谈 3650-3850 元/吨附近（承兑送到）。

供应端利好消息出尽，醋酸价格先稳后跌。本周醋酸市场价格先稳后跌均价较上周小幅上探，截至本周四国内醋酸市场均价为 2762 元/吨，较上周同期市场均价相比上探 22 元/吨，涨幅约 0.80%。周度初期西北和山东地区装置检修的利好消息提前释放继续支撑市场心态，各厂家报盘坚挺运行，然随着西北供应端利好出尽，西北地区主流厂家库存有所累积，故厂家为顺利排库价格有所下跌。周度中期山东地区主流厂家宣布延期检修计划，市场利空心态下放，同时终端一直处于低迷的状态，市场新单难觅，加之考虑到近期煤炭价格偏低，自有原料甲醇企业整体醋酸成本压力不大，部分厂家存有让利空间，故在终端需求低迷的拖拽下，市场成交重心连续走低。**供应方面：**本周醋酸整体开工较上周上调 0.14%，为 77.40%。本周醋酸产量约为 211960 吨，较上周环比上探 0.18%。装置情况：河北地区新装置出货量暂时稳定，华南地区检修装置延续，其余厂家装置无太大变动。**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 60.65%，较上周同期上调 3.44%。虽然本周下游整体开工率小幅上涨，但开工平均负荷依旧处于中低位，对于醋酸消耗有限，近期醋酸市场现货供应量保持充裕基调，可见需求面对于醋酸市场缺乏明确利好支撑。

展望 2025 年，主流煤化工产品预计仍将处于供给偏过剩的格局，据百川盈孚统计至 2025 年末预计合成氨/甲醇/尿素/醋酸/乙二醇等主要煤化工产品将较当前新增约 120/1100/600/460/890 万吨产能，分别占当前有效产能的 2%/10%/8%/38%/32%；如有机胺 DMF 等产品虽暂无新增产能统计，但当前行业开工仅 45%，供给仍偏过剩。2021-2022 年的高盈利表现推动行业加大资本开支，投向新增产能或设备升级改造，同时如传统石化、煤炭公司也切入煤化工赛道，进一步加剧行业竞争。**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：

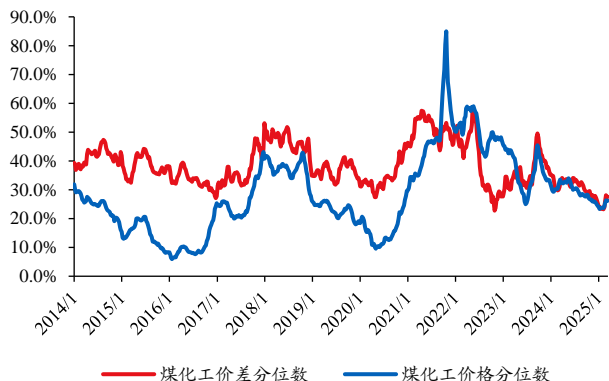
1、宝丰能源（600989.SH）公司主营烯烃+焦炭两大业务，烯烃主要盈利水平随油煤价差波动，双焦目前处于历史盈利底部。内蒙烯烃项目投资建设按计划顺利推进，新疆项目环评信息首次公示。2024年5月内蒙子公司完成银团贷款业务办理，保障了内蒙项目建设后续资金需求；内蒙项目已完成投资付现70%。项目建设方面，2024年7月1日动力装置1#锅炉顺利点火，首套装置将按计划于10月投入试生产；2024年7月，根据新疆准东国家级经济技术开发区官网，新疆宝丰煤基新材料有限公司煤炭清洁高效转化耦合植入绿氢制低碳化学品和新材料示范项目环境影响评价公众参与第一次公示。建设内容包括4×100万吨/年甲醇制烯烃。新疆作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

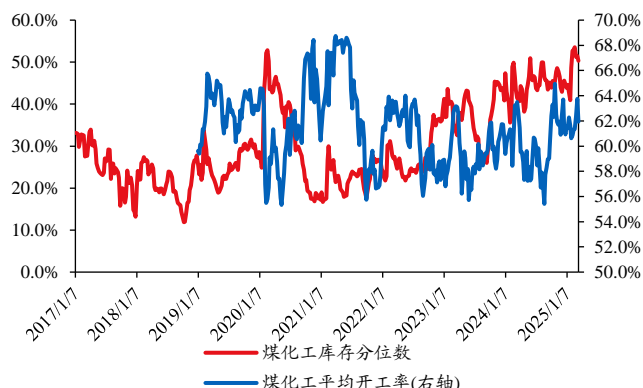
3、鲁西化工（000830.SZ）公司是集精细化工产品 and 化肥生产、装备制造安装及化工研究设计于一体的综合性化工企业。公司原为专营尿素及氮肥的化工企业，逐步扩展至复合肥、精细化工及化工新材料产品。中国中化拟通过国有股权无偿划转方式取得中化集团及中国化工集团100%的股权，中国中化通过中化集团下属控股公司鲁西集团和中化投资间接控制鲁西化工9.3亿股股份（占鲁西化工总股本的48.93%）。鲁西化工的控股股东仍为中化投资，实际控制人仍为国务院国资委。2024年上半年公司实现营业收入140.4亿元，同比+21.6%，实现归母净利润11.7亿元，同比+503.7%。

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 27.5%/26.2%



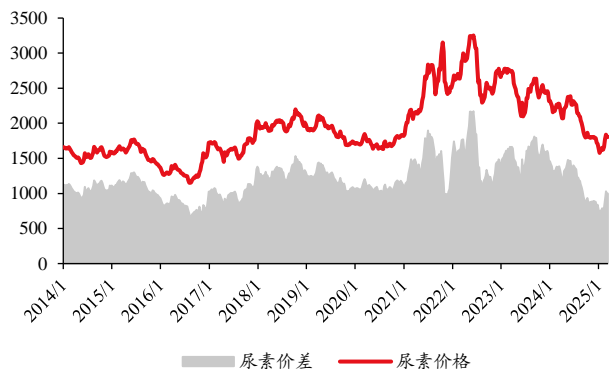
图表 49 本周煤化工库存分位数为 50.3%，平均开工率为 61.94%



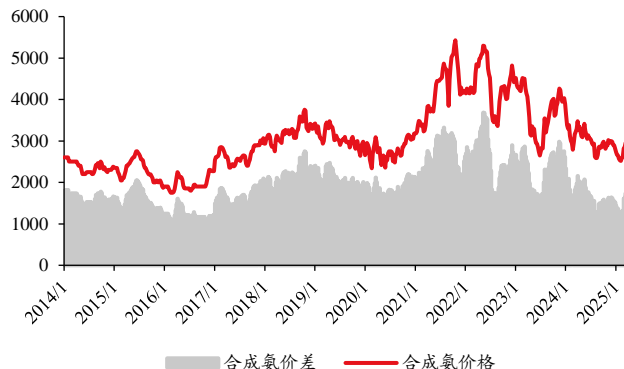
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 50 本周尿素价格环比上行 (元/吨)



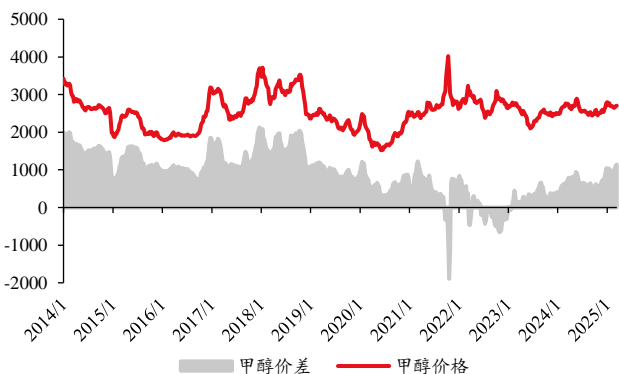
图表 51 本周合成氨价格环比上行 (元/吨)



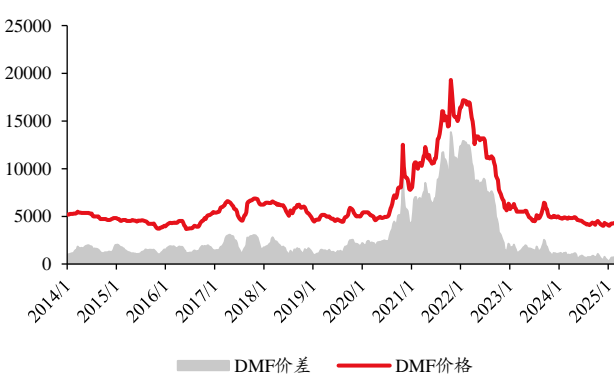
资料来源: 隆众石化, 华创证券

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)



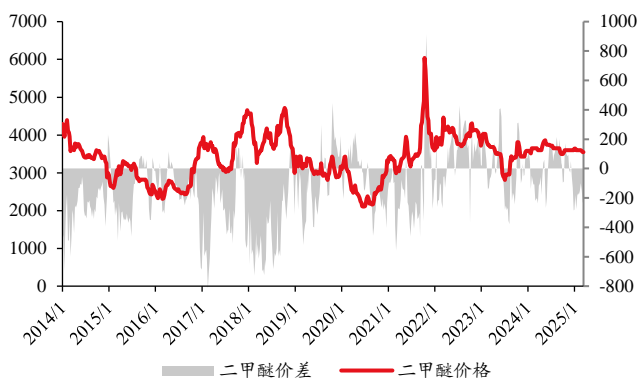
图表 53 本周 DMF 价格下行 (元/吨)



资料来源: Wind, 华创证券

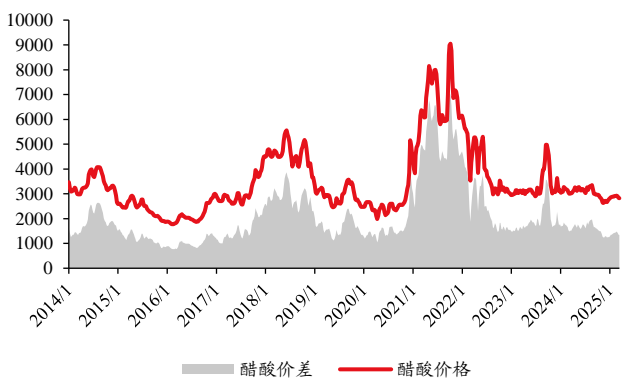
资料来源: 隆众石化, 华创证券

图表 54 本周二甲醚价格环比持平 (元/吨)



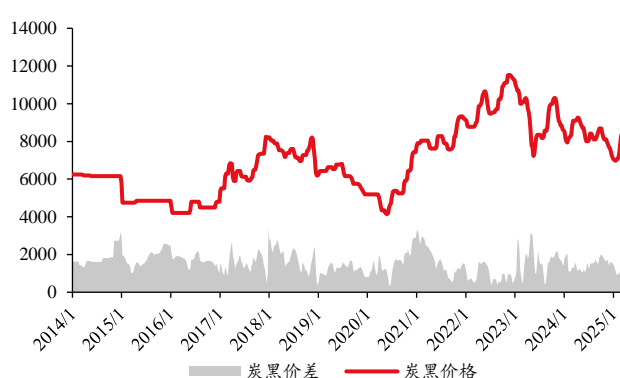
资料来源: Wind, 华创证券

图表 56 本周醋酸价格环比下行 (元/吨)



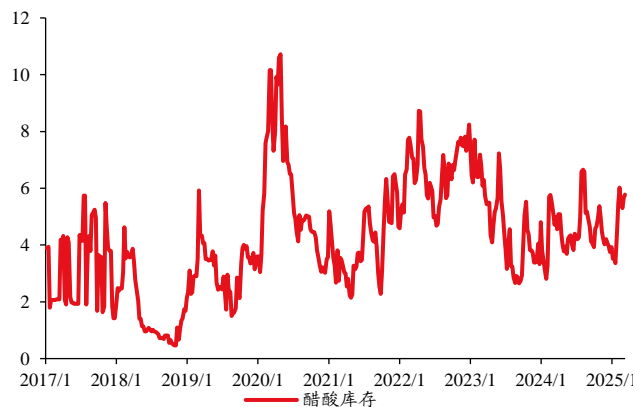
资料来源: Wind, 华创证券

图表 55 本周炭黑价格环比下行 (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 PVC 及烧碱价格以震荡为主

供不应求态势犹存, 电石市场行情涨势汹汹。本周国内电石市场行情持续走高。截至稿前, 中国电石市场均价约为 2909 元/吨, 较上周同期均价相比上涨了 3.05%。周内宁夏及乌海地区电石贸易出厂价格累计上调 100 元/吨, 今日价格约在 2700 元/吨附近; 山东、河南、河北、东北、陕西、山西、湖北等地电石到厂价格上调 50-100 元/吨。在前期限电的影响下, 场内电石供应量已然偏紧, 纵使周内限电影响减轻, 但由于宁夏及内蒙古地区装置检修情况居多。周内甘肃、安徽地区电石用量虽有缩减, 却未能撼动电石供不应求的局面, 周内宁夏乌海地区电石价格不断挑战新高度。奈何下游 PVC 企业行情表现偏弱, 对电石价格心存抵触, 但迫于电石到货量缩减不得不做出让步。本周四川地区电石企业开工处于低位水平, 省内外采购均有, 虽然整体需求量缩减, 但也不能改变电石采购价格上行的境况。**供应方面:** 本周电石行业整体开工率约为 70.20%, 较上周相比负荷上调了 1.3%。周内内蒙古地区限电影响减轻, 然内蒙古及宁夏地区电石炉检修情况颇多, 此外陕西地区亦有因成本原因电石炉降负的情况。因此本周电石开工未有大幅提升, 场内供应依旧处于偏紧状态。**需求方面:** 本周国内电石法 PVC 市场整体行情跌跌不休, 现货市场周内价格宽幅下落。政策端未有实质性利好引导, 同时场内参与者预期落空、PVC 基本面弱势难改、上游产能过剩、生产企业竞争压力较大、03 合约交割以及外资流入、空单加仓等利空因素叠加, 致使本周 PVC 市场行情走势偏弱。周内电石法 PVC 企业开

工多维持稳定，甘肃地区不乏小幅检修情况，但影响不大。据百川盈孚统计，本周电石法 PVC 装置开工约为 80.63%。

PVC 期现连连下挫，市场悲观情绪丛生。本周国内电石法 PVC 市场整体行情跌跌不休，现货市场周内价格宽幅下落，截至发稿日电石法 PVC 市场均价为 4707 元/吨，较上周同期均价下跌 63 元/吨，跌幅 1.32%。**供应方面：**本周电石法 PVC 生产企业检修与恢复计划并存，乙烯法 PVC 前期检修装置于本周逐渐恢复运行，整体来看 PVC 开工负荷走势小幅上升，产量供应有所增多，供应端仍显强势。据统计，本周电石法 PVC 装置开工 83.40%。乙烯法 PVC 装置开工 82.10%。**需求方面：**本周下游跟进谨慎，需求基本维持前期水平，除刚需外难见明显放量。

国内片碱市场成交价格下行，碱厂出货较为顺畅。截止到 2025 年 3 月 13 日国内固体烧碱（注：各地库提价格，含税）平均价格 3875 元/吨，比较 2025 年 3 月 6 日价格下调 47 元/吨，跌幅 1.2%。**片碱供应方面：**近期国内片碱生产企业基本维持正常生产，片碱市场整体货源供应较为旺盛。另外陕西地区片碱装置计划开车，后期片碱市场供应呈增量趋势。**需求方面：**近日部分氧化铝进行检修以及西南地区传出检修计划，但对烧碱采购情绪暂未有明显影响，刚需采购为主；其他部分非铝下游企业生产开工情况一般，对片碱采购需求维持偏弱状态。整体来看，预计下游对烧碱采购需求表现淡稳为主。**液碱供应方面：**下周有氯碱企业检修情况增加，主要集中在山东地区，其余地区厂家维持稳定生产，预计氯碱企业整体负荷高位整理，产量较本周小幅缩减。**需求方面：**氧化铝开工整体维持稳势，价格或持续走弱，山东地区有氧化铝厂家后期需求有缩量预期，仍需关注河北地区 3 月底新建产能项目进程，整体上氧化铝对液碱需求或有减少可能；非铝随液碱价格逐步走高，拿货情绪趋于谨慎，预计下周液碱下游需求整体情绪转淡。

碱厂接单情况放缓，纯碱现货价格运行偏弱。本周国内纯碱现货市场价格弱势整理运行，部分碱厂报盘有所下探，企业多根据自身情况灵活调整。截止到本周四，当前轻质纯碱市场均价为 1428 元/吨，较上周四价格持平；重质纯碱市场均价为 1509 元/吨，较上周四价格持平。周内纯碱现货市场价格区间整理运行，碱厂报盘价格弱势调整，纯碱期货盘面震荡下行，期限商低价出货，碱厂新单成交情况较为一般，华东、华中部分碱厂新价出台窄幅让利，区域市场价格低价有所松动；西北、西南地区价格波动有限，区域市场价格暂未，碱厂观望情绪较浓。供应端，本周因部分碱厂装置检修降负，市场开工率走势持续下行，局部地区提货偏紧，行业库存储量小幅下调，但现货市场利好支撑有限，场内供大于求局势难以改善。整体来看，纯碱现货市场氛围仍有所转弱。**供应方面：**截止到 2025 年第 11 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：**本周纯碱市场价格弱势僵持，期货盘面低位震荡，下游厂商对高价货源接受度有限，采购跟进较为谨慎，周内纯碱厂家新单签订情况不佳。重碱下游，平板玻璃领域需求情况暂无改善，终端增量订单不足，平板玻璃价格持续走弱，采购维持刚需跟进；光伏玻璃市场供应有所增加，周内新增两条点火产线，涉及产能约 2400 吨/日，且听闻前期堵窑减产产线有所恢复，市场需求情况将进一步跟踪。

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。

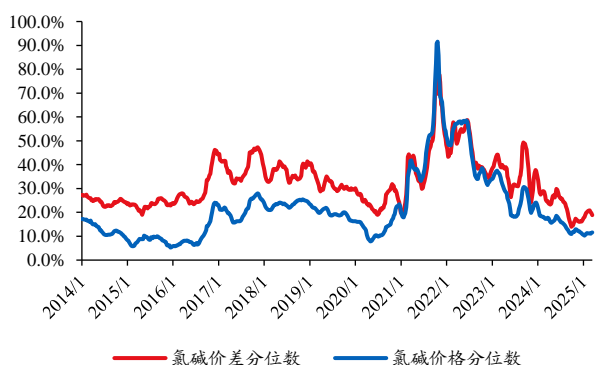
2、新疆天业（600075.SH）：公司是新疆生产建设兵团第八师的大型国有企业，当前已形成较为完整的“自备电力→电石→聚氯乙烯树脂及副产品→电石渣及其他废弃物制水泥”一体化绿色环保型循环经济产业链。目前公司拥有 PVC 产能 134 万吨（含 114 万吨通用树脂、10 万吨特种树脂、10 万吨糊树脂）、烧碱产能 97 万吨、电石产能 213 万吨、水泥产能 405 万吨等，同时自备两个发电厂。公司一体化产业链配套完善，上游自备热电厂，地处新疆享有丰富、优质的煤炭资源；下游电石实现对 PVC 生产的自供，可保证生产运

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。

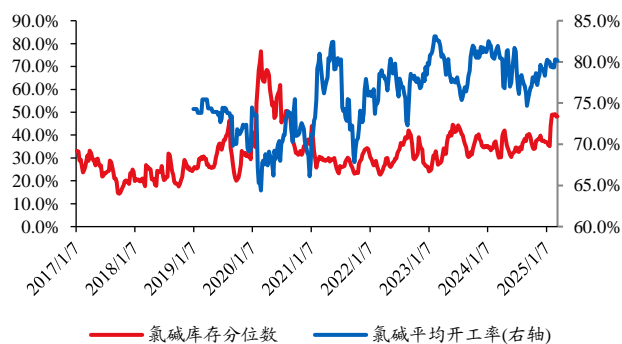
4、三友化工 (600409.SH): 公司具备 340 万吨纯碱产能，行业无新增产能且老产能有望逐渐退出,在行业供需紧平衡下,有望随下游房地产、玻璃等行业的持续回暖迎来周期性上涨。公司拥有烧碱产能 53 万吨(自用率 80%，用于粘胶短纤生产)、粘胶短纤产能 78 万吨、有机硅产能 20 万吨、PVC 产能 51 万吨(糊树脂 8 万吨+粉树脂 43 万吨)等。受益于循环经济模式,公司业务板块在行业内成本及能耗较低,当前已围绕“两碱一化”完成产业布局,未来将继续稳步扩张,并走差异化路线,逐步实现从基础化工向精细化工。

图表 58 本周氯碱价格分位数 11.6%，价差分位数 18.8%



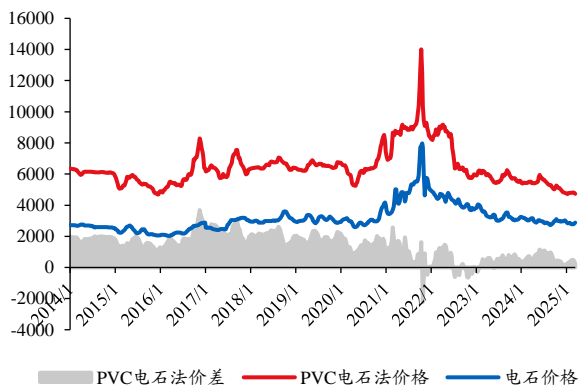
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 59 本周氯碱库存分位数 48.2%；平均开工率 80.15%



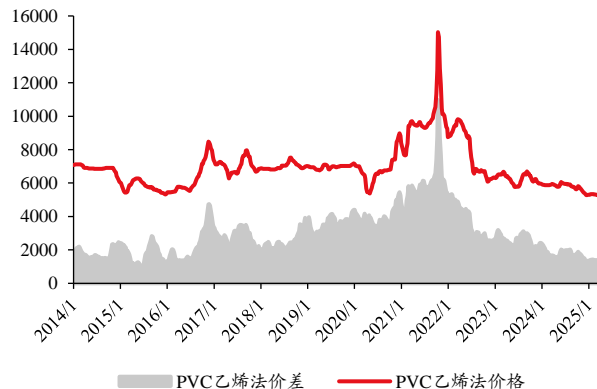
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

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 61 本周乙烯法 PVC 价格下行 (元/吨)



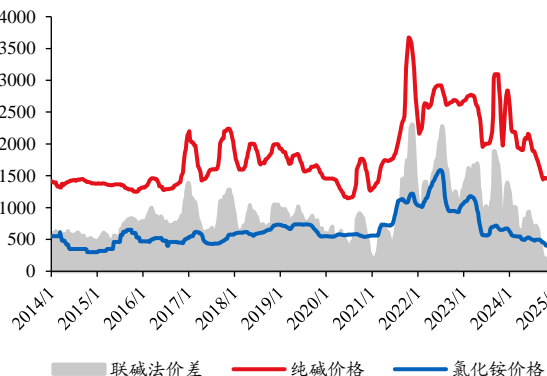
资料来源: Wind, 华创证券

图表 62 本周片碱 (烧碱) 价格上行 (元/吨)



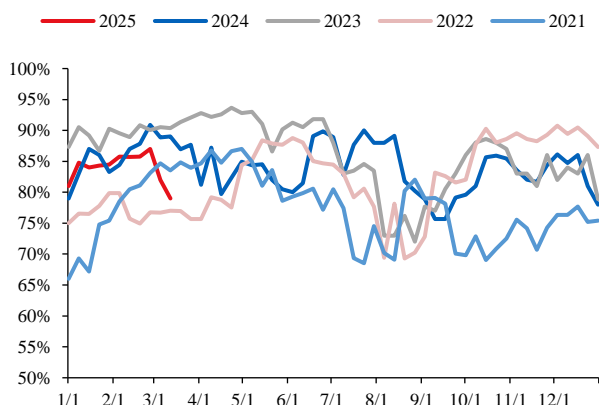
资料来源: Wind, 华创证券

图表 63 本周山东地区纯碱价格 (联碱法) 持平 (元/吨)



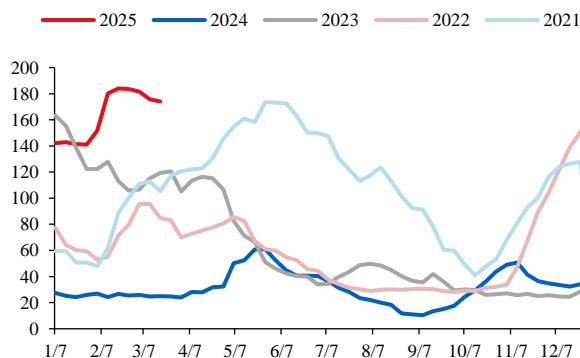
资料来源: Wind, 华创证券

图表 64 本周纯碱开工率下行



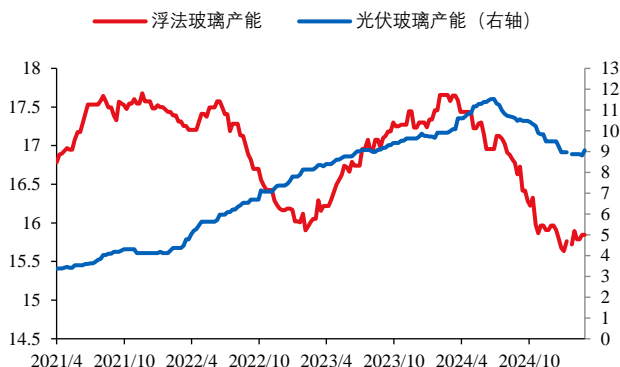
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 65 本周纯碱库存减少 (万吨)



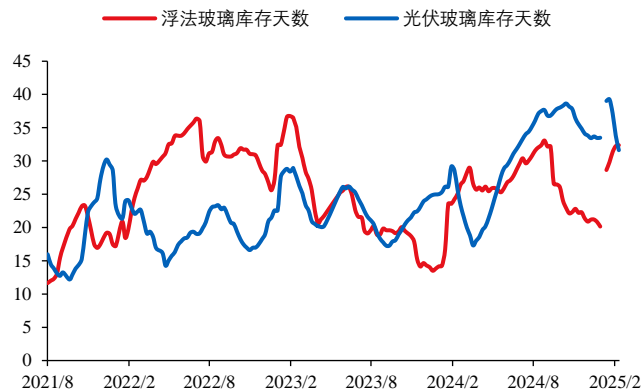
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 66 本周浮法玻璃日熔量持平 (万吨/日)



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 67 本周浮法玻璃库存持平 (天)



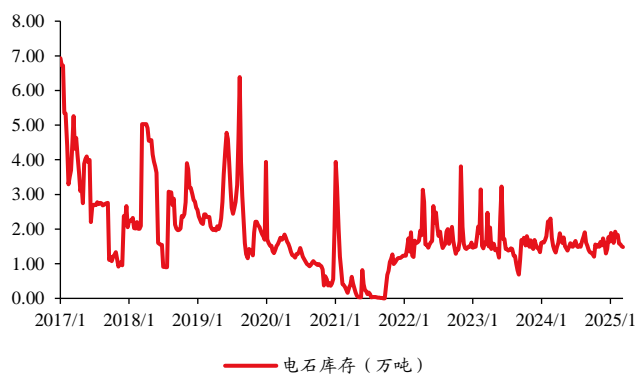
资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 68 本周 PVC 库存增进 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 69 本周电石库存减少 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 华创证券

(六) 行业追踪—聚氨酯: 本周聚合 MDI 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:** 欧洲鹿特丹亨斯迈 47 万吨/年 MDI 装置预计 3 月 12 日开始检修, 为期 40 天左右; 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; 美国巴斯夫年产 40 万吨 MDI 装置计划从 3 月初进入停车检修状态, 为期一个月; 美国亨斯迈年产 50 万吨 MDI 装置计划从 3 月初陆续停车检修, 为期一个月。**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; 而南方下游多消耗订单为主, 对原料采购情

绪不佳，多维持按需采购。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，多接单生产为主，对原料消耗能力提升有限。其他行业需求释放缓慢，对原料释放支撑有限。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：**欧洲鹿特丹亨斯迈 47 万吨/年 MDI 装置预计 3 月 12 日开始检修，为期 40 天左右；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；美国巴斯夫年产 40 万吨 MDI 装置计划从 3 月初进入停车检修状态，为期一个月；美国亨斯迈年产 50 万吨 MDI 装置计划从 3 月初陆续停车检修，为期一个月。**需求面：**下游氨纶开工 8 成左右，场内现货供应充足，下游用户按需跟进为主，市场交投氛围一般，市场价格僵持；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，整体开工仍保持低负荷运行，需求端消耗能力不足，工厂仍存出货压力，因而对原料消化能力缓慢。综上所述，整体需求端消化能力较弱，对原料采购情绪难有释放。截至 2025 年 3 月 14 日，本周 MDI 行业开工率 92.2%，较上周+0.9pct，年同比+26.1%；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 17622 元/吨，较上周-3.0%，年同比-0.6%；MDI 综合价差 10194 元/吨，较上周-2.5%，年同比+18.6%。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 产量减少，整体开工率 77%附近。新疆工厂装置短停 4 天左右，福建工厂装置中高负荷运行，甘肃 15 万吨装置于 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：**周初价格低位刺激下游少量补仓，交投短暂升温；随后伴随价格反弹，下游对高价抵触情绪升温，叠加补货周期结束，采购回归刚需，市场成交缩量。外贸市场略有改善，出口订单以刚需小单为主，但增量有限，对国内市场支撑力度较弱。截至 2025 年 3 月 14 日，本周 TDI 行业开工率 77.7%，较上周-9.5pct，年同比-6.6%；行业库存 1.4 万吨，较上周-8.7%，年同比+130.3%。本周 TDI 综合价格 12400 元/吨，较上周-0.6%，年同比-26.5%；TDI 综合价差 7186 元/吨，较上周+1.5%，年同比-31.9%。12 月 TDI 出口量 4.0 万吨，同比+78.3%。

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

相关公司：

1、万华化学（600309.SH）：公司为全球领先 MDI 企业，扩产 MDI 产能有序进行中、大乙烯项目平稳推进，未来产业链布局及原料保障进一步增强，发展潜力突出。万华化工

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

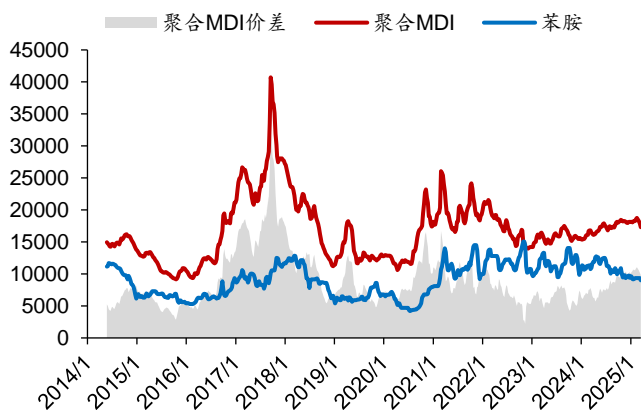
2、沧州大化 (600230.SH): 公司为国内领先的 TDI 生产商,经过多年的发展,在引进瑞典国际化工技术的基础上,进行了一系列技术改造,并获得了部分自主知识产权,在国内 TDI 生产领域具有重要地位。公司当前拥有 TDI 产能 15 万吨/年,同时 26.5 万吨/年新增产能持续推进中。此外,公司现有 10 万吨/年 PC、及配套的 16 万吨/年烧碱产能,造气原料气等相关产品链相衔接,上下游原料相配套的生产规模,与目前国内同行业相比具有较强的规模优势。

图表 70 本周聚氨酯板块价格分位数 12%, 价差分位数 23%



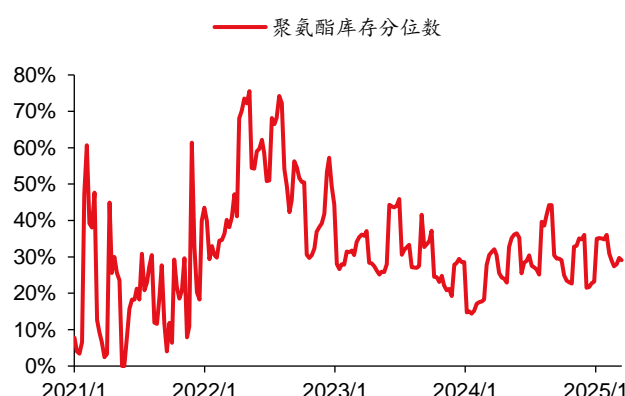
资料来源: Wind, 华创证券

图表 72 本周聚合 MDI 价格下跌 (元/吨)



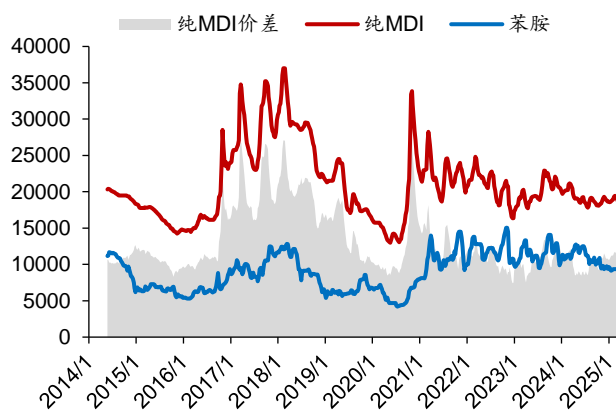
资料来源: Wind, 华创证券

图表 71 本周聚氨酯板块库存分位数 29%



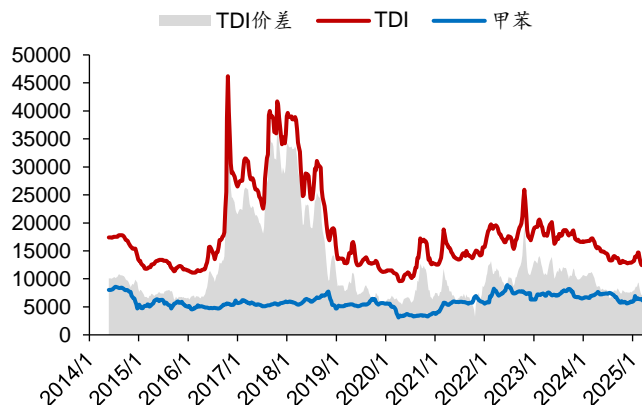
资料来源: Wind, 华创证券

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

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

本周原油价格下跌。本周美国成品油库存下降，国际油价震荡上涨。周前期，美国对加墨加征的关税政策再次推迟一个月，特朗普政府考虑在关键航道拦截伊朗油轮以打击伊朗石油供应链，加之俄罗斯表态如果市场失衡，OPEC+ 可能逆转增产决定，国际油价上涨。周中后期，美国关税政策加重了投资者对全球经济及需求的担忧，且美国股市大跌，恐慌情绪不利市场，国际油价跌至年内新低；但技术面反弹需求，EIA 月报预计油价将从跌势中回升，且美元走软支撑，加之 EIA 上周美国成品油库存下降，国际油价低位回升，布油回至 70 关口上方。总体来看，与上周末价格相比，本周末油价呈上涨走势；但与上周均价相比，本周均价环比下跌。

本周 PX 价格下跌。供应方面：截至 3 月 13 日，国内 PX 市场开工在 87.72%，周内未有 PX 装置存在明显变动，但上周一 PX 装置负荷稍有提升，故周内 PX 产量有所增加。需

求方面：周内未有 PTA 装置存在变动，但受上周一 PTA 装置重启影响，其行业开工率整体走高，PX 需求端支撑尚可

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%/26%



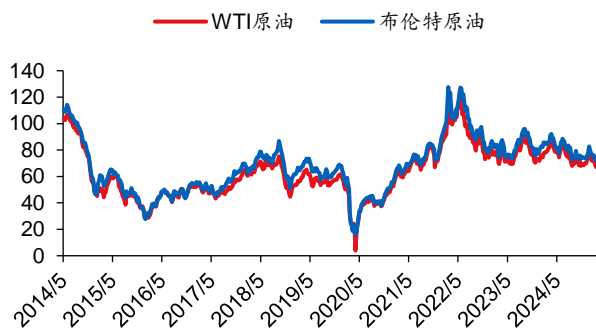
资料来源: Wind, 华创证券

图表 77 本周石化板块库存分位数 40%



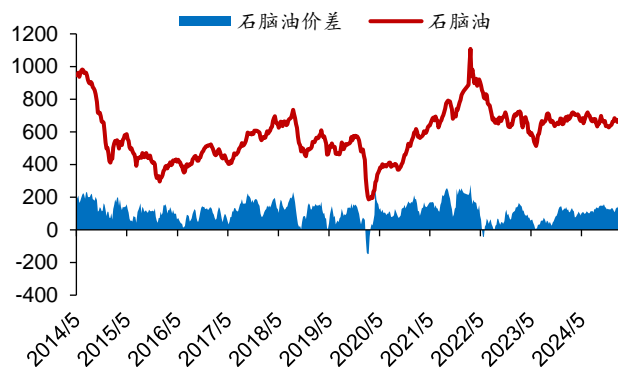
资料来源: Wind, 华创证券

图表 78 本周国际原油价格下跌 (美元/桶)



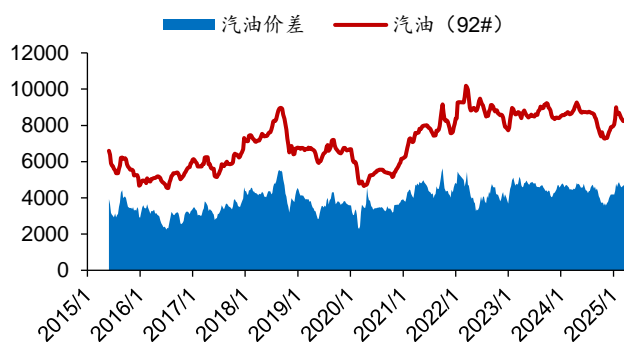
资料来源: Wind, 华创证券

图表 79 本周石脑油-原油价差上涨 (美元/吨)



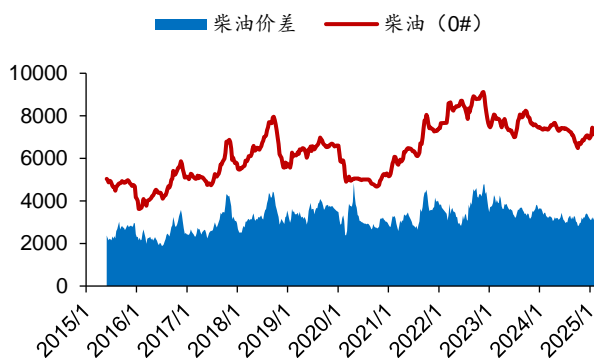
资料来源: Wind, 华创证券

图表 80 本周汽油价差上涨 (元/吨)



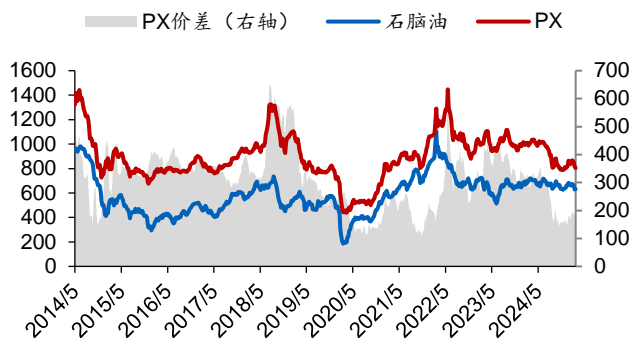
资料来源: Wind, 华创证券

图表 81 本周柴油价差上涨 (元/吨)



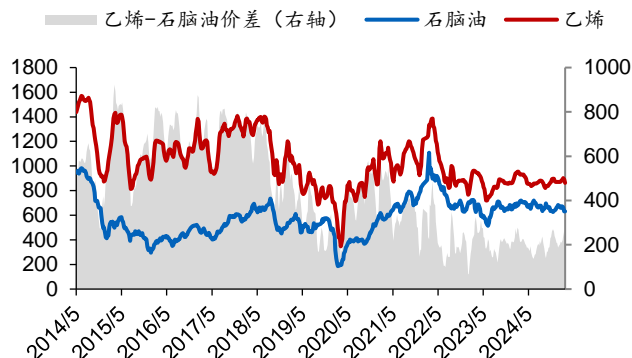
资料来源: Wind, 华创证券

图表 82 本周 PX 价差下跌 (美元/吨)



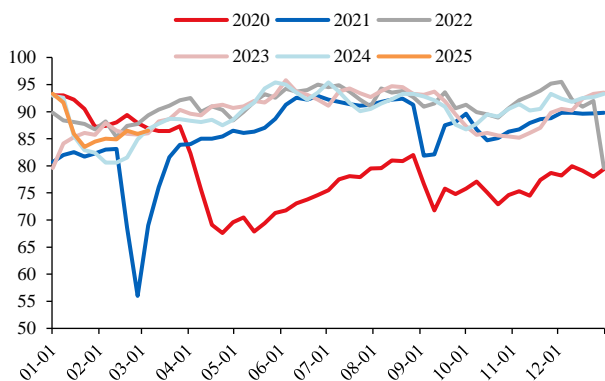
资料来源: Wind, 华创证券

图表 83 本周乙烯价差下跌 (美元/吨)



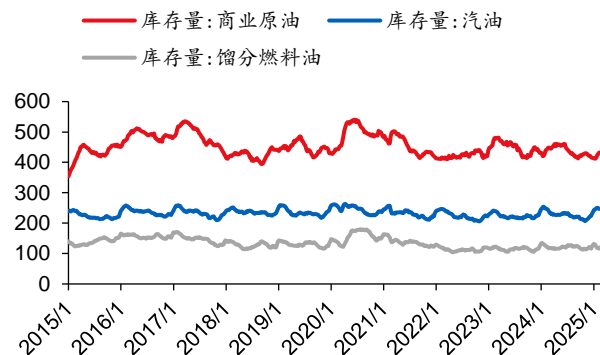
资料来源: Wind, 华创证券

图表 84 上周美国炼厂开工率上升 (%)



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

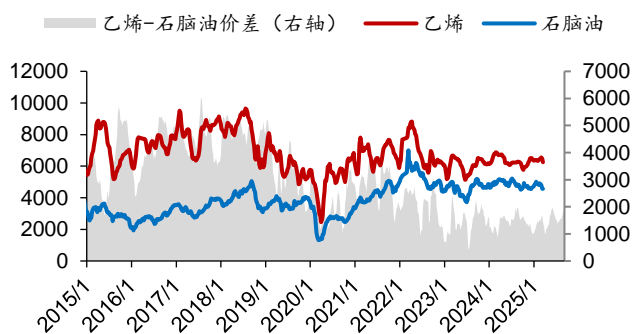
本周乙烯价格下跌。供应端: 古雷石化产能 80 万吨/年裂解装置于 2025 年 3 月 1 日停车检修, 预计时间持续 15 天左右; 上海石化产能 30 万吨/年 2#裂解装置于 1 月 1 日停车检修, 初步预计检修 90 天左右; 金诚石化产能 60 万吨/年装置于 2024 年 9 月中下旬投料开车, 10 月初停车, 重启时间待定。**需求端:** 聚乙烯价格弱势调整, 下游补库能力有限。目前长期检修装置: 北方华锦、沈阳化工、海国龙油、齐鲁石化、连云港石化、抚顺石化, 具体开车时间暂不确定; 短期检修: 万华化学、裕龙石化、浙江石化、中化泉州、上海金菲、天津某企业、浙江石化、中韩石化。苯乙烯弱势结构难以翻转, 业者出货操作为主。苯乙烯华东码头小幅降库, 但国内工厂与码头排库压力仍存, 个别下游与终端提货仍较慢, 需求欠佳, 供应充裕, 苯乙烯装置开工水平在 69%附近。市场利好支撑不足, 乙二醇市场价格延续跌势。下游补货心态谨慎, 供需面表现一般, 乙二醇行业整体开工率约为 66.39%, 其中乙烯制开工率约为 68.24%。市场产销氛围一般, 环氧乙烷价格平稳运行。现阶段环氧乙烷装置波动有限, 生产企业库存压力不大, 合约平稳出货, 现货水平不高, 下游需求维持稳定, 刚需跟进为主, 整体行情平稳运行。PVC 期现跌跌不休, 下游需求视若无睹。乙烯法 PVC 整体开工负荷波动有限, 截至目前乙烯法 PVC 整体开工负荷约 81.45%, 货源充足, 暂无供应压力, 下游企业询价拿货意愿未有明显变化, 需求萎靡不振, 市场成交氛围清淡。截至 2025 年 3 月 15 日, 本周乙烷价格

30.26 美分/加仑, 环比上周+1.00 美分/加仑; 乙烯 CFR 价格 864 美元/吨, 环比上周-28 美元/吨; 本周石脑油制乙烯价差 1691 元/吨, 环比上周-212 元/吨; 乙烷裂解制乙烯价差 2252 元/吨, 环比上周-280 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 66.71%, 其中乙烯制开工负荷约为 67.40%, 合成气制开工负荷约为 64.86%。本周新疆两套装置停车, 涉及产能 35 万吨, 贵州一套 30 万吨装置短停, 合成气制乙二醇装置整体开工下降, 乙烯制装置开工保持高位。**需求方面:** 本周聚酯整体开工率继续提升, 目前在 91%附近, 不过纺厂订单不足, 对上游利好支撑不足, 乙二醇市场仍以刚需为主。截至 2025 年 3 月 15 日, 本周乙二醇均价 4504 元/吨, 环比上周-105 元/吨; 乙烯制乙二醇价差 750 元/吨, 环比上周+27 元/吨。

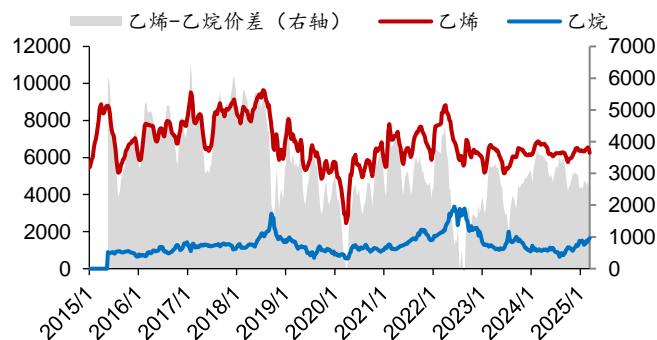
本周环氧乙烷价格持平。供应方面: 本周环氧乙烷供应无明显波动。周内环氧乙烷在产装置生产稳定, 部分厂家根据自身出货情况灵活调整负荷, 整体供应情况稳定。古雷石化环氧乙烷装置预计 3 月 20 日左右重启; 远东联新产能投产时间待定; 上海石化装置或于 4 月初重启; 4 月扬巴石化、中沙天津、中海壳牌存检修预期。**需求方面:** 周内原料环氧乙烷持稳观望, 下游厂商虽成本存一定支撑, 然终端需求市场行情清淡, 下游厂商出货僵持。周内聚羧酸减水剂单体市场整体交投偏淡, 现阶段聚羧酸减水剂利润低位, 且有厂家处于亏损边缘, 整体市场氛围缺乏利好提振。周中后期有部分厂家调高报盘价格, 然其他厂家是否跟涨有待进一步跟进。周内氯化胆碱市场业者稳价心态较强, 对成本端价格走势保持观望, 目前氯化胆碱开工相对稳定, 供需博弈仍在进行, 山东市场 50% 玉米芯载体商谈参考价格在 3700 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。表面活性剂市场区间盘整, 周内非离子表面活性剂 AEO-9 价格 13100 元/吨, 较上周价格上涨 2.34%, 阴离子表面活性剂 AES 价格在 9900 元/吨, 较上周价格上涨 1.02%。聚乙二醇厂家以销定产, 市场需求询盘氛围一般, 对环氧乙烷多维持按需采购。周内乙醇胺市场稳中偏弱: 一乙醇胺市场小幅上涨, 周内主力下游刚需采购跟进, 工厂排单较多支撑下, 暂无让利意愿, 实单成交小幅上涨, 市场价格上行。二乙醇胺市场持稳整理, 工厂交接前期订单为主, 市场实单成交有限, 市场价格暂无变化。三乙醇胺市场稳中偏弱, 终端需求恢复缓慢, 订单衔接不足下, 部分持货商让利出货, 三乙醇胺市场价格小幅下行。截至目前华东地区一乙醇胺主流参考价 7550-7600 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 7000-7200 元/吨。截至 2025 年 3 月 15 日, 本周环氧乙烷均价 7000 元/吨, 环比上周持平; 环氧乙烷价差 2432 元/吨, 环比上周+161 元/吨。

图表 86 本周乙烯-石脑油价差扩宽 (元/吨)

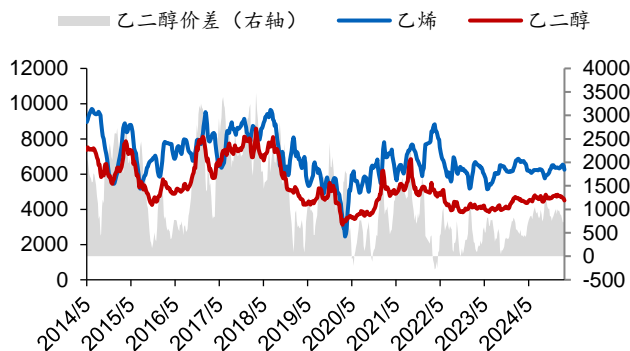


资料来源: Wind, 华创证券

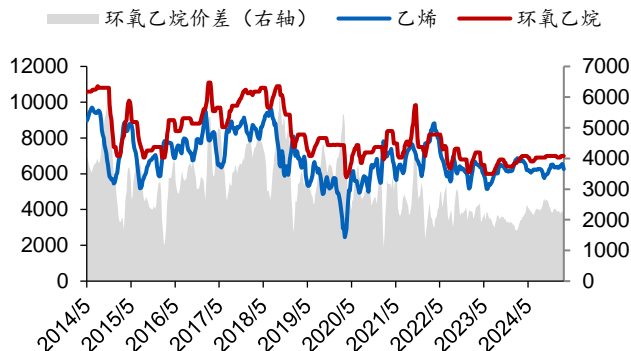
图表 87 本周乙烯-乙烷价差收窄 (元/吨)



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：海伟石化丙烯装置于 2024 年 11 月 13 日停车检修，持续至 2025 年 3 月 12 日结束；东华能源宁波一期丙烯装置于 3 月 11 日停车检修，重启时间待定；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；广西华谊丙烯装置于 2 月 11 日停车检修，重启时间待定；场内现货供应有所变化，供应面支撑由强转弱。**需求方面：**本周丙烯下游产品市场价格震荡下行，聚丙烯期现货市场持续低位，环丙、丙烯酸、丙烯腈以及丙酮等下游产品价格有所下跌，三江粉料装置小幅提负，嘉宏环丙装置释放重启预期，东华宁波一期 PP 装置停车，海伟 PP 装置重启，宏业装置降负，凯日粉料逐步停车，个别酚酮装置重启，卫星丙烯酸装置轮修，后期下游需求放缓，相对拖拽丙烯市场心态。截至 2025 年 3 月 15 日，丙烷价格 604 美元/吨，环比上周-2 美元/吨；丙烯市场均价 6910 元/吨，环比上周+90 元/吨；本周 PDH 价差 1657 元/吨，环比上周+124 元/吨。

本周丙烯酸价格持平。供应方面：目前，场内丙烯酸厂家装置情况：山东恒正、沈阳蜡化、中海油惠州、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，场内观望氛围仍浓厚，市场交投气氛偏淡，供需博弈仍存。**需求方面：**国内胶带母卷行业开工率较上周相比略有下降，胶带母卷行业开工维持 5 成附近，部分胶带母卷企业维持降负生产，新单跟进不足，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 15 日，丙烯酸价格 8000 元/吨，环比持平；本周丙烯酸价差 3025 元/吨，环比上周-65 元/吨。丙烯酸丁酯均价 9900 元/吨，环比持平；本周丙烯酸丁酯价差 990 元/吨，环比上周+120 元/吨。

本周丁酮价格持平。供应方面：本周丁酮装置平均开工率较上周持平，本周平均开工率为 54.24%。周内产企业多数稳定运行，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：**下游市场价格弱势维稳，成本面支撑有限，供给面市场整体平稳，开工变化不大，下游采购多刚需为主，贸易商多看空心态，需求难见提升。整体来看，需求端不利于丁酮价格走强。截至 2025 年 3 月 15 日，丁酮均价 7460 元/吨，环比持平；本周丁酮价差 1918 元/吨，环比上周-42 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

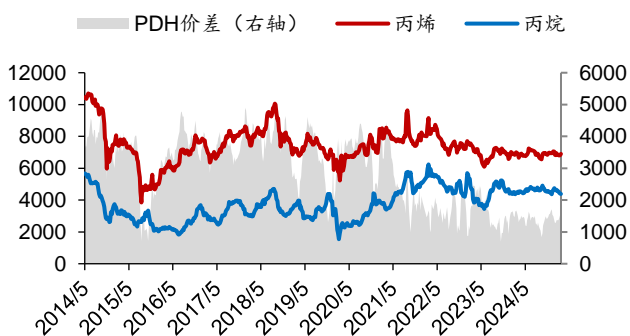
的格局又决定了乙烷价格或长期维持相对低位，乙烷裂解价差或将延续高景气态势。24年下半年以来，乙烷价格快速回落，24H1 乙烷均价约 19.2 美分/加仑，24Q3 进一步跌至 15.7 美分，同比下降约 46%。目前北半球主要国家天然气补库结束，预计天然气价格将趋于稳定，乙烷价格亦有望回落。据 EIA 预测，2024 年美国乙烷净出口量约 50 万桶/天，较 2023 年增加约 3 万桶/天，而乙烷产量预计将较 2023 年增加 10 万桶/天，考虑到美国本土暂无新增裂解设施投放，则乙烷供应有望进一步趋于宽松，25 年乙烷价格有望继续维持低位，C2 产业链景气有望延续。**2) C3 产业来看**，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。

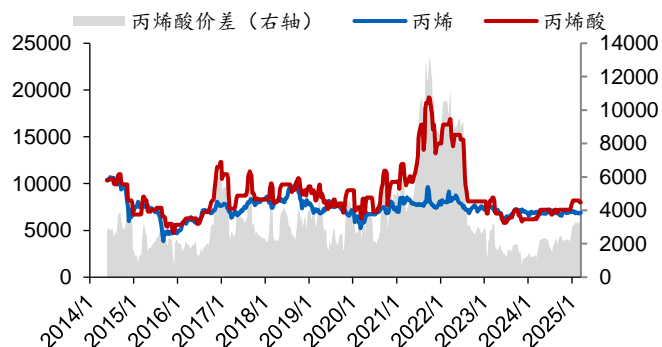
2、齐翔腾达 (002408.SZ)：作为丁酮和顺酐行业全球龙头，国内市占率高达 50% 和 30% 以上，出口占国内出口比例高达 70% 和 50%。齐翔腾达正在积极扩大甲乙酮和顺酐产能固优势，发展供应链业务弥补原材料短板，引进排他性国外先进技术建设环氧丙烷和丙烷脱氢等项目。甲乙酮作为环保性有机溶剂，其行业地位将逐渐提高并可能逐步取代苯类等毒性较高的传统溶剂；限塑令带来生产 PBS、PNAT 等可降解塑料制品的需求将会提升，顺酐潜在需求空间扩大。因此基于受益行业景气提升和全产业链产能布局，公司将开启新一轮成长。

图表 90 本周 PDH 价差扩宽 (元/吨)



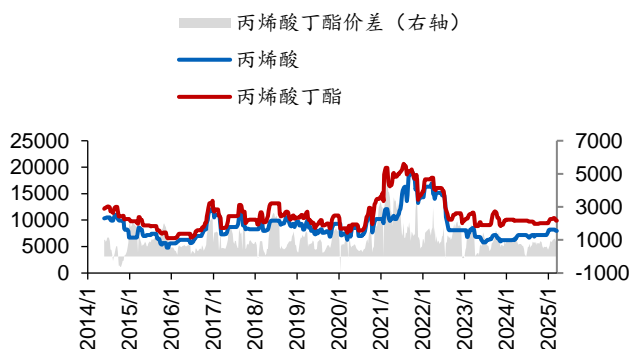
资料来源：Wind，华创证券

图表 91 本周丙烯酸价格持平 (元/吨)



资料来源：Wind，华创证券

图表 92 本周丙烯酸丁酯价格持平（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 93 本周丁酮价格持平（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

（九）行业追踪—钛白粉：本周钛白粉价格上涨

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，本周钛中矿价格维持稳定运行，本周一一直稳定在 1450-1500 元/吨之间，优质钛中矿市场成交价基本稳定在 1500 元/吨，部分指标稍差的也有低于 1450 元/吨的价格成交。供应端，国内矿方面，本周攀矿大厂开始逐步外放原矿，但由于前期控矿力度较大，暂时供应端劣势还未明显表现，只不过持货商信心不稳，下游压价力度加大，供需两端僵持下来，供应端略显劣势，场内开始出现低价货源。目前供应端控制较为灵活，后续也不排除继续控矿保价的情况存在。需求端，终端需求始终不见明显好转，主力下游钛白粉龙头企业近期发函调涨，或能提振市场信心；北方高钛渣厂受电费上涨影响开工受限，对于高度矿的需求骤降。

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 1.478 万元/吨，周环比+0.3%。成本端，硫酸市场多重利好，价格继续呈上行走势。供应端，鉴于前期出口订单还在稳定生产交付过程中，厂家目前多数没有停产检修情况，但在开工企业当中，年产能超过 20 万吨的厂家基本保持 7-8 成左右开工率。其余中型厂家接单排产，开工同样未实现满产，产能利用率基本在 7 成左右。少数产能在 5 万吨以下小厂开工在 9 成左右并将自产的粗品粉料转售给大中型厂家做后处理。需求端，受涨价预期影响，下游部分买方开始采购下单，但整体未达“金三银四”旺季预期。

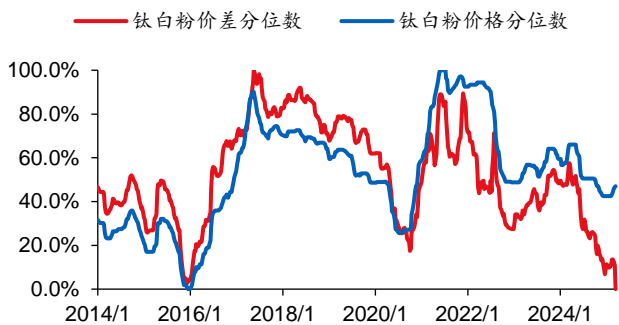
展望 2025 年：从钛白粉国内下游消费结构来看，59%流向涂料市场，24%为塑料行业消纳，10%是造纸行业。2024 年来看，钛白粉下游消费主力市场涂料行业受国内地产竣工数据下行影响，总体需求向下。但由于国内钛白粉企业具有较强的成本优势，叠加海外亚非拉地区地产崛起，国内钛白粉出口大增。根据海关数据，2024 年 1-9 月钛白粉出口 144.02 万吨，同比+14.8%。出口需求增长总体抵消了国内地产竣工面积下滑，因此 2024 年钛白粉的价格价差总体稳定。钛白粉逐渐成为全球定价的品种。此外，2024 年 6 月，钛白粉行业遭遇欧洲反倾销税制裁，欧盟对龙佰集团及其下公司加征 39.7%关税；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：

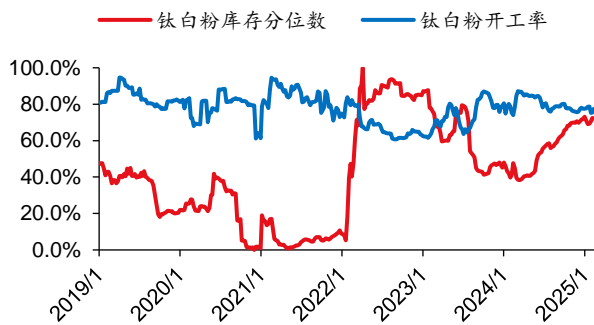
龙佰集团 (002601.SZ): 1) 公司是国内钛白粉龙头企业，也是国内钛产业链最为完整的企业。经过几十年的发展，目前公司已拥有钛白粉产能 151 万吨（硫酸法 65 万吨，氯化法 66 万吨），产能规模为国内第一、全球第三，产能规模屡创新高。公司通过自备钛矿、硫酸等配套原料，降低了钛白粉的制备成本；同时得益于规模优势，公司钛白粉完全成本显著领先于行业平均水平。未来，随着公司生产规模的不断扩张和工艺技术不断完善，公司成本有望进一步降低，捍卫成本护城河。2) 钛白粉行业稳健发展，竣工面积有望恢复并拉动行业需求复苏。全球涂料、塑料等行业稳定发展，使钛白粉需求维持稳健增长趋势。未来，伴随国内地产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 0.0%



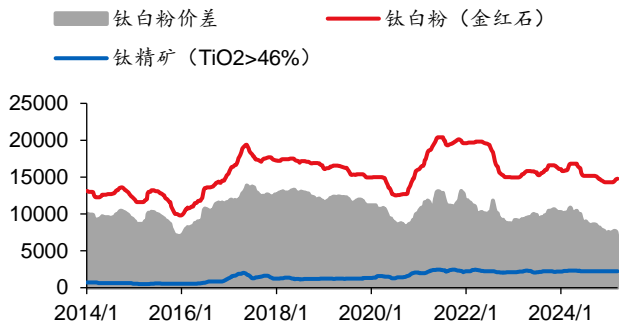
资料来源: Wind, 华创证券

图表 95 本周钛白粉库存分位数 72%、开工率为 82%



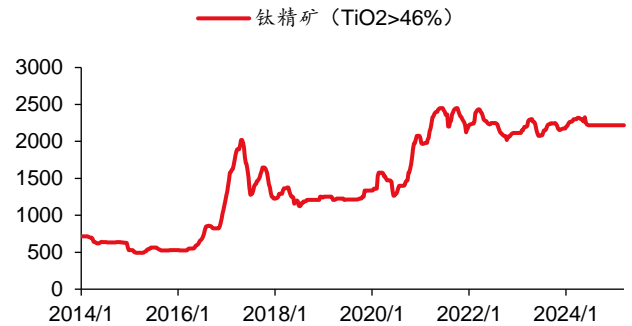
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

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

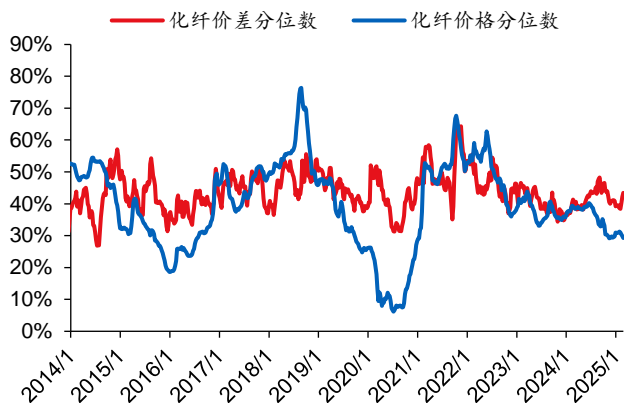
涤纶长丝价格下降。原料端，本周聚合成本下降。供应端，本周存有部分装置开工提升，市场整体供应量继续增加。需求端，截至3月13日江浙地区化纤织造综合开机率为67.76%，本周下游整体开工运行平稳，国内目前春夏轻薄面料询单气氛略有改善，但整体下体体量暂无明显提升，市场织造企业接单表现较为分化，因织企成品库存偏高，常规坯布价格有所下探，利润受损严重，且织造客户回款压力仍存，存有资金压力，对于薄利新单承接意愿偏低；而外贸方面，受美国二次增加关税影响，新单下达疲弱依旧，且织企出于关税成本考虑，接单谨慎。截至3月15日，POY、FDY、DTY库存天数分别为25.5、31.5、33.1天，环比上周（+0.4天、+1.0天、-0.5天）；涤纶长丝开工率94.9%，环比上周+2.3pct；POY均价7050元/吨，环比上周-125元/吨；POY现金流211.1元/吨，环比上周-3.5元/吨。

氨纶市场价格持平。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，华东地区一工厂提负生产，部分开工在9成至满开，部分开工在4-8成不等，个别工厂全停。需求端，下游开机缓慢提升中，下游用户随用随采为主。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15日，氨纶库存天数49.10天，环比上周+1.60天；开工率83%，环比上周+1pct；氨纶40D均价24200元/吨，环比上周持平；价差10715元/吨，环比上周+79.3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，

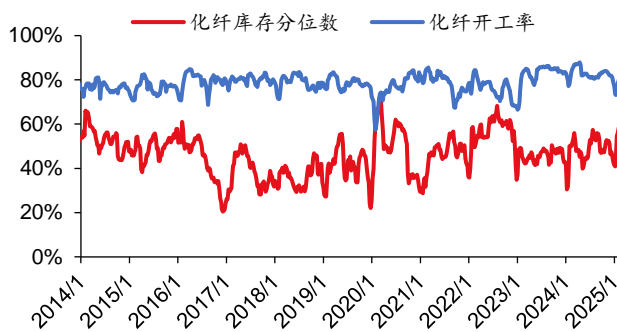
同时主原料 PTMEG 价格走低, 成本端支撑减弱。截至目前, 我们统计氨纶价格分位数已处于 10 年来底部, 价差分位数为 9%, 处于 10 年来底部水平; 氨纶库存分位数为 80%, 处于 10 年来偏高水平。展望后续, 除华峰、晓星、恒申新增产能外, 其他企业新增产能均有投放滞后预期, 氨纶价格有望触底反弹。

图表 98 本周化纤板块价格分位数 29.2%, 价差分位数 43.4%



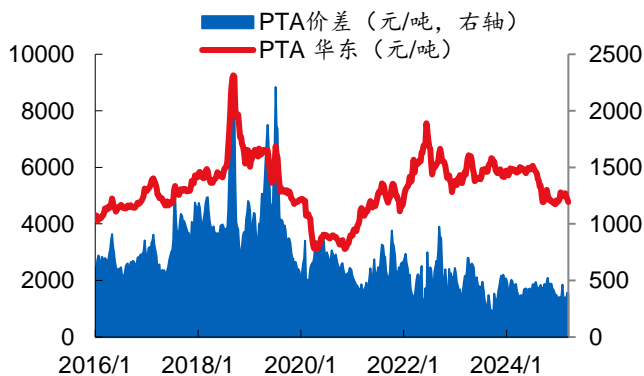
资料来源: Wind, 华创证券

图表 99 本周化纤库存分位数 61.3%



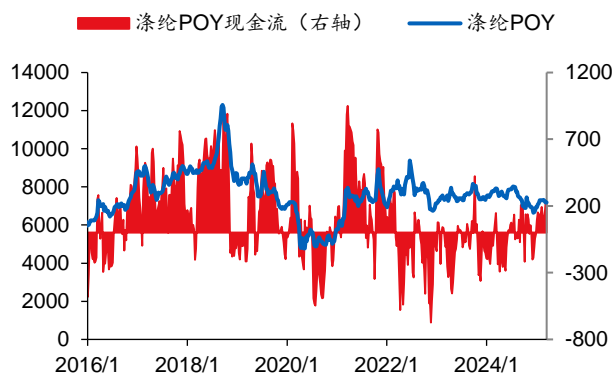
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 100 本周 PTA 价格下滑



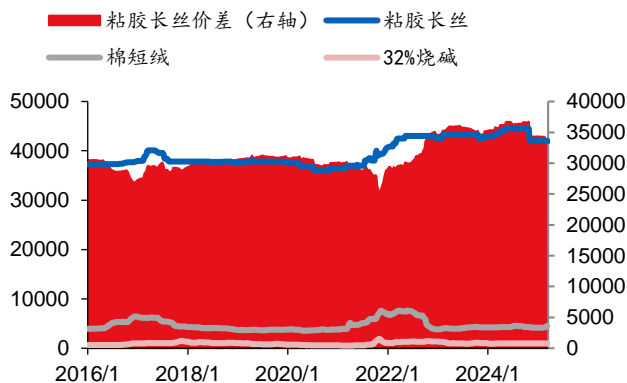
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 101 本周涤纶长丝 POY 价格下滑



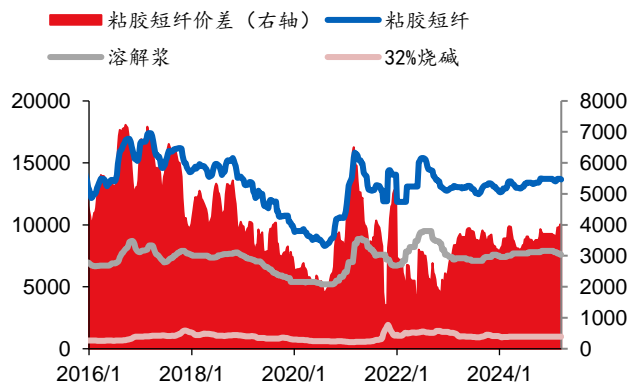
资料来源: Wind, 华创证券

图表 102 本周粘胶长丝价格持平



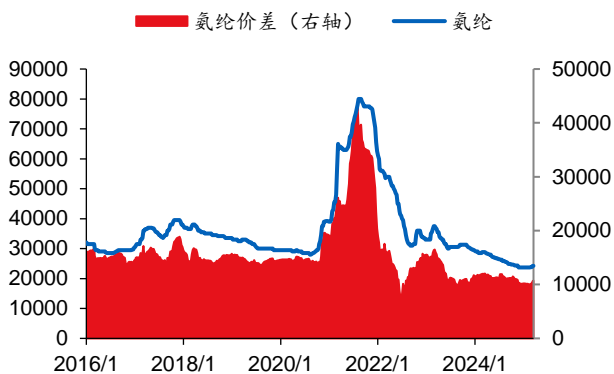
资料来源: Wind, 华创证券

图表 103 本周粘胶短纤价格下滑



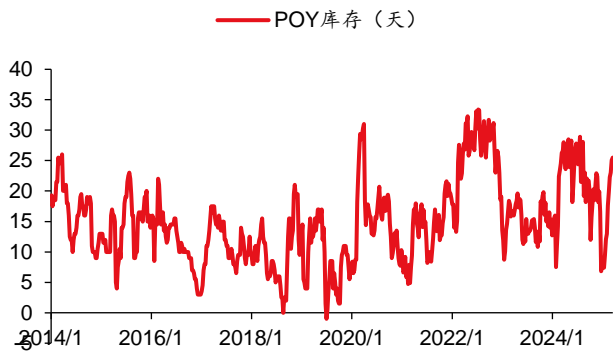
资料来源: Wind, 华创证券

图表 104 本周氨纶价格持平



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



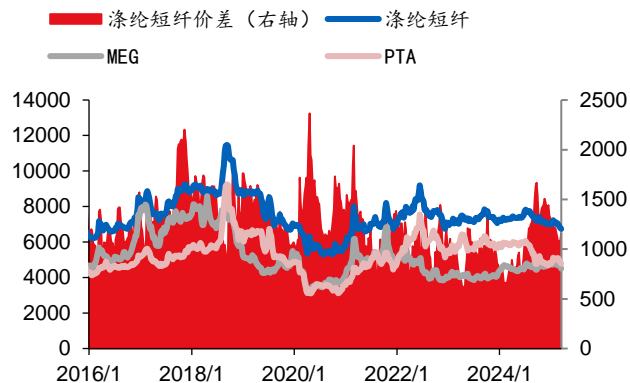
资料来源: CCFEI, 华创证券

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



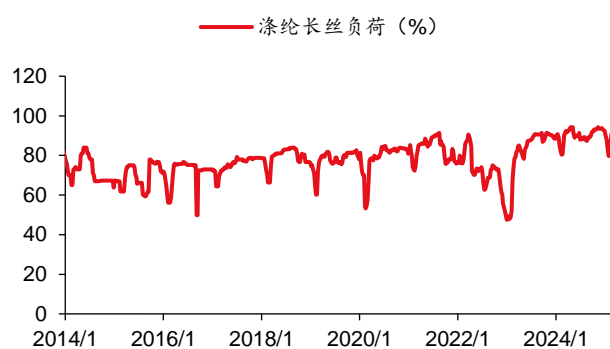
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 107 本周粘胶短纤库存天数下滑



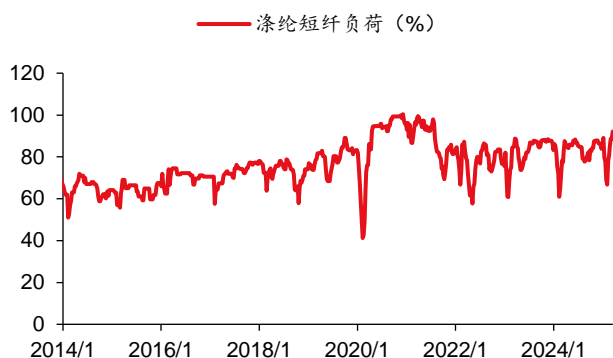
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 109 本周涤纶长丝开工率提升



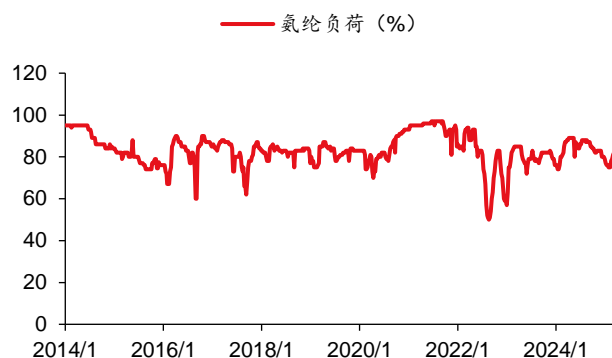
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 110 本周粘胶短纤开工率下滑



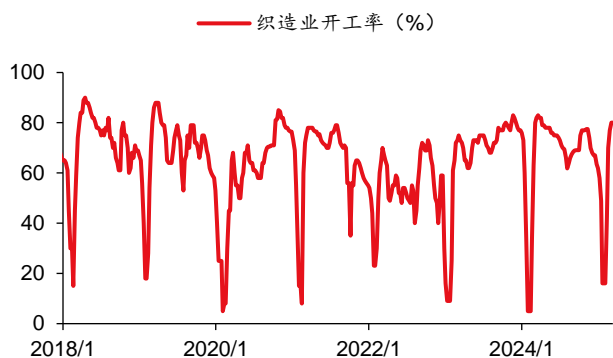
资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 111 本周氨纶开工率提升



资料来源: CCFEI, 华创证券

图表 112 本周织造开工率持平



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 R142b 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: 本周国内萤石产量为 44809 吨, 较上周上涨 5.22%。矿山选厂逐步开机复产, 整体开工仍处低位运行, 开工低迷情况短期难改, 场内供应提升有限。需求端: 本周萤石市场需求总体偏稳运行, 月中各厂家新单交投表现较为清淡, 交付前期订单为主。新单成交多稳价, 场内观望商议情绪偏浓。

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, 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 6.05 万元/吨，周环比-1.6%。成本端，本周六氟磷酸锂成本相较上周变化幅度不明显，对价格影响较小。供给端，本周产量基本保持水平状态。大部分企业维持前期生产水平，部分企业各基地生产线有所调整，优先使用老基地产线，部分产线暂停。大厂生产爬坡稍有放缓，产量未明显提升。小厂维持生产与成本之间微妙平衡，对提产积极性不高。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。月初订单多以签订完毕，市场成交订单减少，主要以零散订单为主。终端市场需求相较前期有所增长，但不及往年增幅，与企业预期出现偏差。近期市场未出现明显回暖现象，现状短期内变化不大。

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，制冷剂 R142b 市场延续涨势，货源紧张局面短期难以缓解，企业惜售情绪增强，多封盘不报，预计价格将继续上行。原料端供应紧张对 PVDF 成本形成支撑。供需方面，本周下游需求提振有限，尽管供应端增速较快，头部企业维持高开工率，但难以平衡供应增量，产能利用率偏低。锂电、光伏等行业需求增长缓慢，短期内市场难言实质性利好。

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：

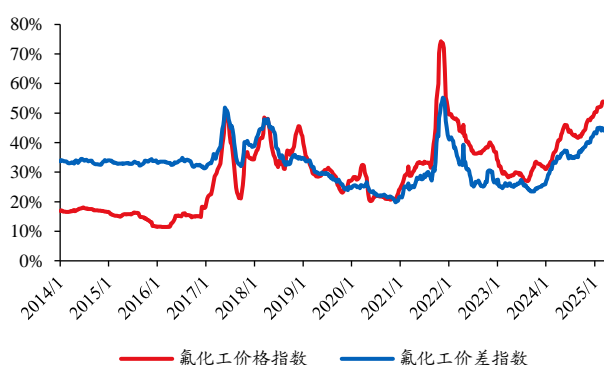
1、巨化股份（600160.SH）：公司为国内制冷剂全产业链布局龙头企业。公司于二代、三代制冷剂领域具备较强竞争力，并拥有 PVDF、PVDC、PTFE 等氟橡塑成熟产能，未来将有 R32、PVDC、PTFE 等在建产能继续释放。公司与国家大基金合资中巨芯公司专注于湿电子化学品及电子特气的研发生产，为国内领先的电子化学品生产企业。公司在三代制冷剂发力较多，预计随着三代制冷剂配额落地，公司有望占据最大配额份额。公司 2024 年前三季度实现营收 179.06 亿元，同比+11.83%；归母净利润为 12.58 亿元，同比+68.40%。

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

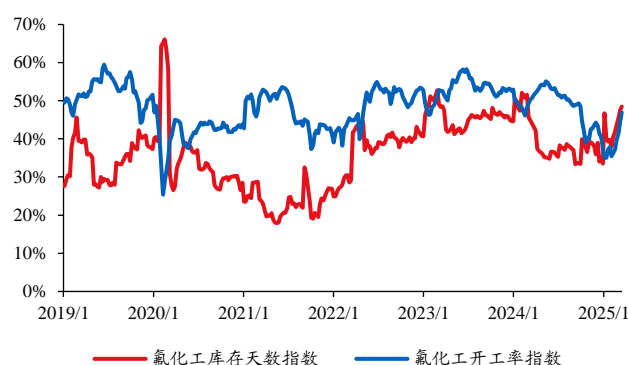
级 PVDF 方面,国内企业技术虽落后于海外企业,但国内企业掌握原材料 R142b 的生产,且产能扩张速度高于海外企业。在下游锂电池需求高速增长背景下,国内 PVDF 企业有望先于海外公司占领缺口市场。公司是国内 PVDF 企业中较早介入锂电级 PVDF 领域的企业之一,在客户认证方面领先同业。

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 44%



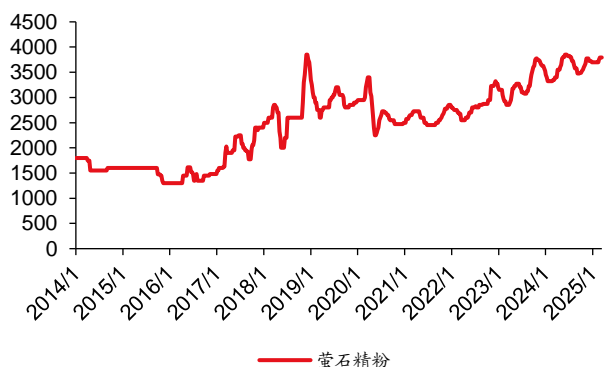
图表 115 本周氟化工板块库存天数分位数 48%,开工率指数 47%



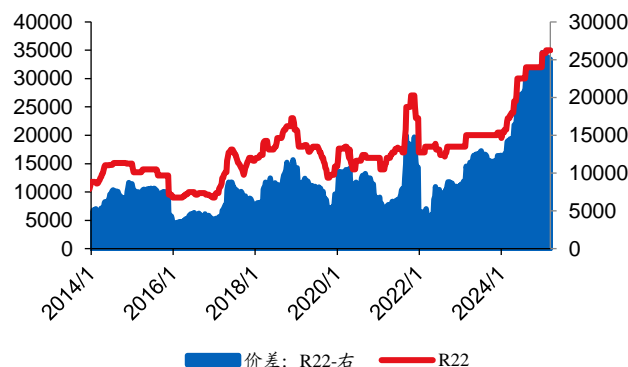
资料来源: Wind, 华创证券

资料来源: Wind, 华创证券

图表 116 本周萤石价格不变 (元/吨)



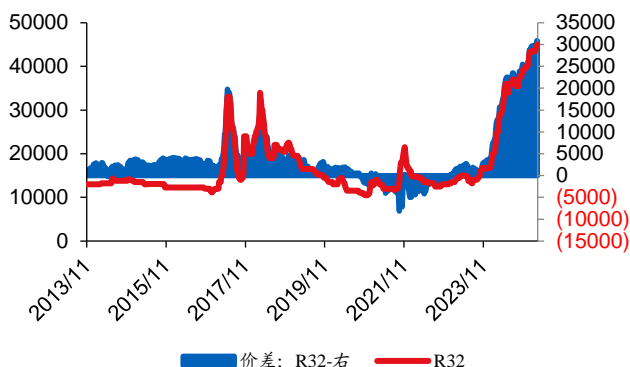
图表 117 本周 R22 价格不变 (元/吨)



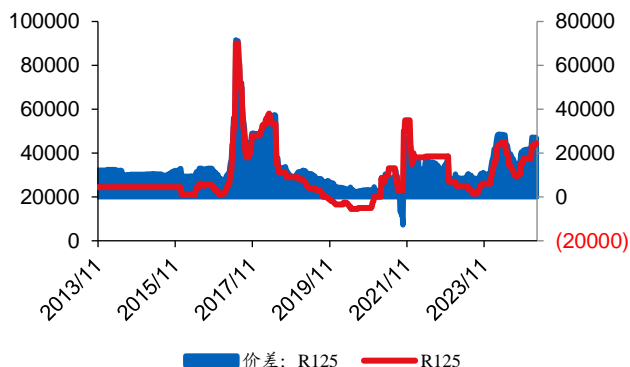
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 118 本周 R32 价格不变 (元/吨)



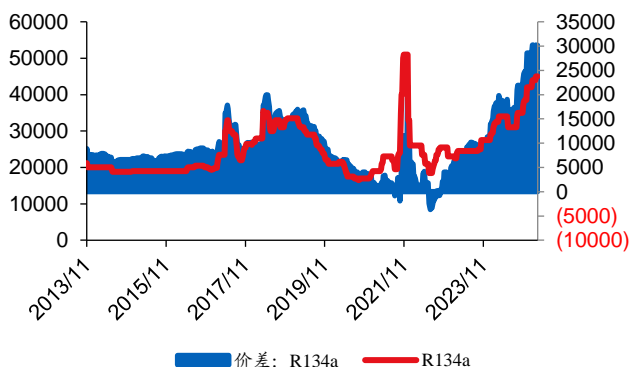
图表 119 本周 R125 价格不变 (元/吨)



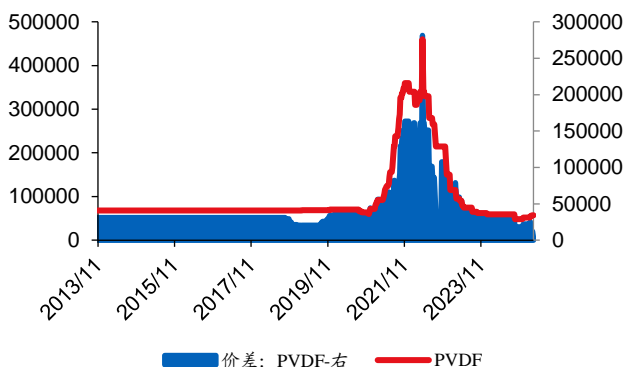
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 120 本周 R134a 价格不变 (元/吨)



图表 121 本周 PVDF 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

(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 1.077 万元/吨, 周环比-2.4%。成本端, 硅煤市场价格继续走弱, 榆林动力煤整体出厂含税价格在 800 元/吨出头, 北方大炉型整体以降本增效为主, 新疆硅煤价格坚挺, 成本下降不大。供给端, 目前北方企业有个别硅炉开始减产检修, 而目前由于有企业同步开工生产, 所以整体周产量变动幅度较小。预计 3 月份金属硅开工稳定, 产量 30-35 万吨之间波动, 而西北地区 97 硅生产企业开工则有下滑趋势, 个别企业由于成本倒挂而无奈停产。需求端, 本周下游行业需求较为稳定, 有机硅及多晶硅方向开工变化较少, 主流多晶硅厂家近期少有采购订单出台。期现商需求也较为偏弱, 整体以出货心态较多。

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, 金属硅价格降低, 甲醇市场价格冲高后回落。供应端, 有机硅单体企业 16 家,

本周国内总体开工率在 68%左右，市场大多数企业维持降负生产状态。需求端，市场整体僵持，需求表现一般。

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，本周硅粉市场价格保持稳定，液氯价格持稳为主。供应端，据反馈当前三氯氢硅企业开工负荷稍有上涨。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 19.70%。需求端，整体表现平稳，多晶硅市场成交价格持稳，订单量较少，下游需求集中在组件环节，涨价传导难度较大；气相白炭黑市场坚挺运行，下游硅烷需求一般，整体市场缺乏涨价动力，预计维持稳定。

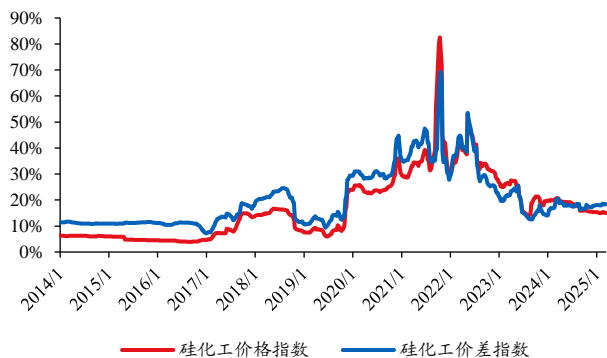
展望 2025 年：2024 年工业硅价格总体一路下跌但跌幅不大，当前价格较年初下降 23%。一方面是硅煤、石油焦等原料下跌导致的成本下行，另一方面，下游有机硅受地产影响对工业硅需求有一定拖累，其中前者影响相对更多，龙头合盛硅业目前工业硅单吨成本已优化至 9000 元/吨左右。截至目前，工业硅价格分位数为 3%，价差分位数为 1%，价格价差已经触底，展望 2025 年，由于工业硅是高能耗低产值的品种，如果供给侧有一定的优化政策推动，价格有望迎来弹性。有机硅方面，当前价格较年初跌 9%，年内来看，有机硅分别在 1 月初、3 月初、9 月初迎来小幅上涨，但涨价周期持续相对较短。在有机硅的消费结构中，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

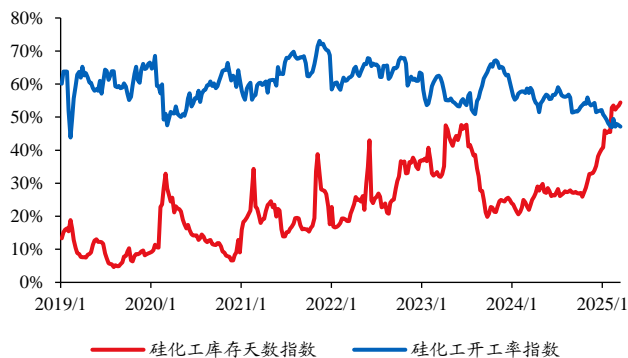
1、合盛硅业（603260.SH）：公司是国内硅基新材料领域龙头，工业硅产能 119 万吨，全球第一。未来工业硅下游多晶硅需求将在光伏行业驱动下确定性增长，而在“碳中和”政策背景下，工业硅行业将进一步向龙头合盛集中，行业景气度有望迎来持续改善，中长期坚定看好。此外，公司云南昭通 80 万吨工业硅+80 万吨有机硅项目有望再造一个合盛。项目将分两期进行，其中 1 期 40 万吨工业硅有望在 2023 年中投产。公司在云南扩张成功将大幅扩大公司市场份额和行业话语权，龙头地位将进一步稳固。公司 2024 年前三季度实现营收 203.71 亿元，同比+2.44%，实现归母净利润 14.54 亿元，同比-33.42%。

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%



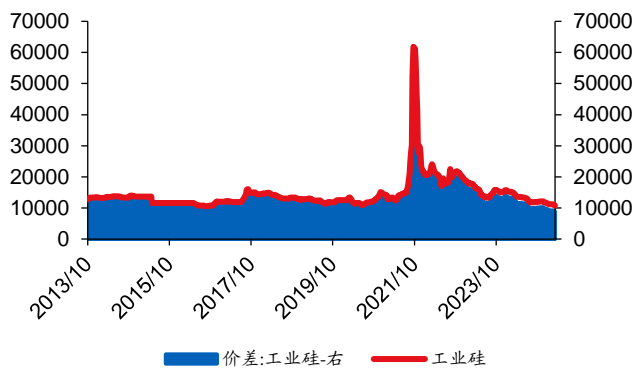
图表 123 本周硅化工库存天数分位数 54%，开工率指数 47%



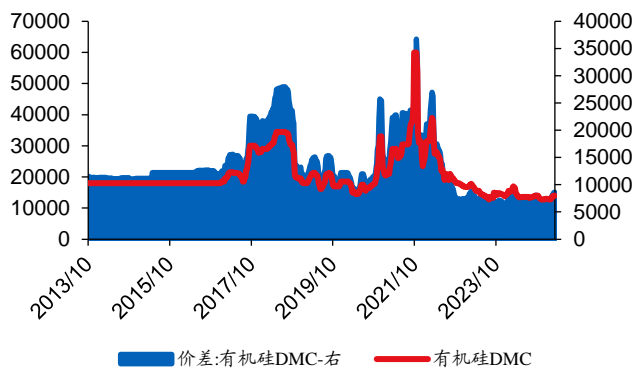
资料来源: Wind、华创证券

资料来源: Wind、华创证券

图表 124 本周金属硅价格下降 (元/吨)



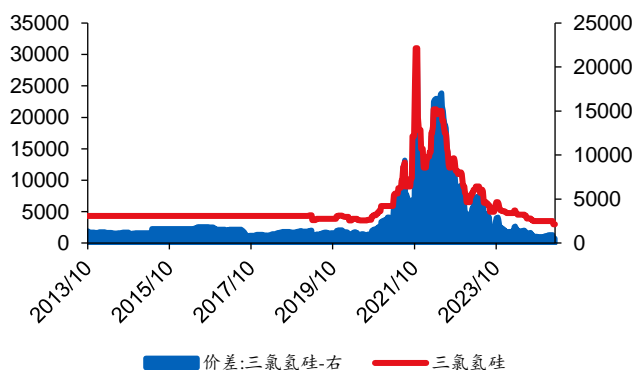
图表 125 本周有机硅 DMC 价格不变 (元/吨)



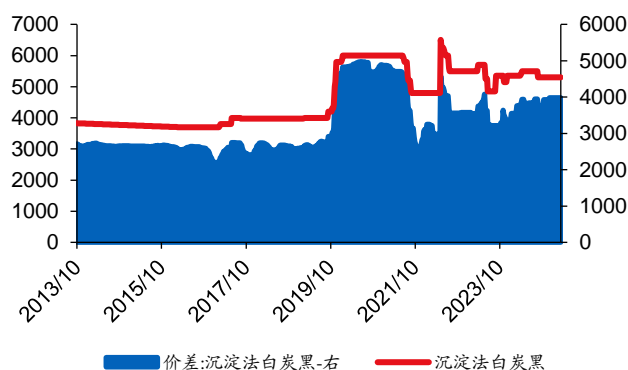
资料来源: Wind、华创证券

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, 周环比持平。**成本方面:** 周内原油价格震荡上行, 聚丙烯粒料价格暂稳整理, 原料面窄幅震荡。**供给方面:** 现阶段所属膜企产量较为平稳, 周内产量较上周上涨 0.28%, 场内现货资源充

足，多数装置稳定开工，本周国内 BOPP 开工负荷率预计在 64.45%。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 1.01 万元/吨，周环比+0.43%。**原料方面：**本周原料价格下跌。主要原料己二酸价格周环比-2.36%、BDO 价格周环比-1.84%，PTA 价格周环比-2.15%。**供需方面：**周内 PBAT 原料面持续走势下行，主要原料 BDO，己二酸及 PTA 价格走势下行，近期原料接连降价，PBAT 市场压力虽存但有所缓解；供应端，在产企业装置稳定生产，个别停车企业近期存开车计划，目前行业继续积极出库为主；需求端，下游基本按需跟进，整体市场交投氛围平淡。整理来看，虽市场供应仍充裕，需求改善有限，但成本面承压，多数企业长期亏损。

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。

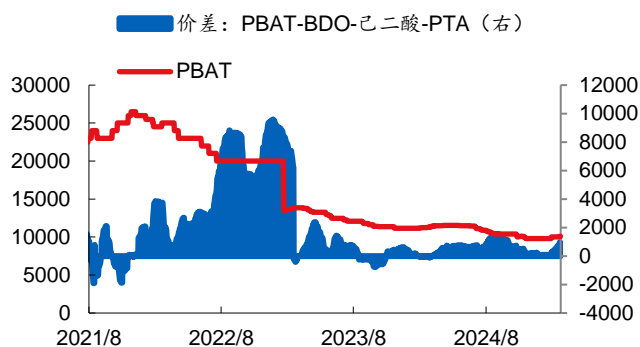
相关公司：

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%。

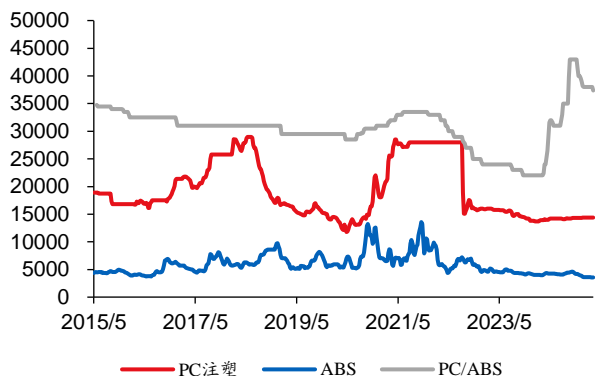
3、国恩股份（002768.SZ）：公司以改性塑料起家，逐步拓展至高分子复合材料、体育草坪、光电材料、空心胶囊等领域。公司于 2021 年开始进军可降解塑料领域，已成功开发出包括 PLA、PBAT、PBS、热塑性淀粉塑料在内的多种生物可降解改性塑料。目前 5 万吨可降解塑料产能已经于 2021 年下半年投产，产品涵盖食品包装、吸管、购物袋、食品餐盒餐具、一次性纸巾、湿巾等多领域。公司 2023 年实现营业收入 174.39 亿元，同比+30.08%；实现归母净利润 4.66 亿元，同比+8.23%。2024H1 实现营业收入 93.27 亿元，同比+17.58%；实现归母净利润为 2.75 亿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

图表 128 本周 PBAT 价格提升 (元/吨)



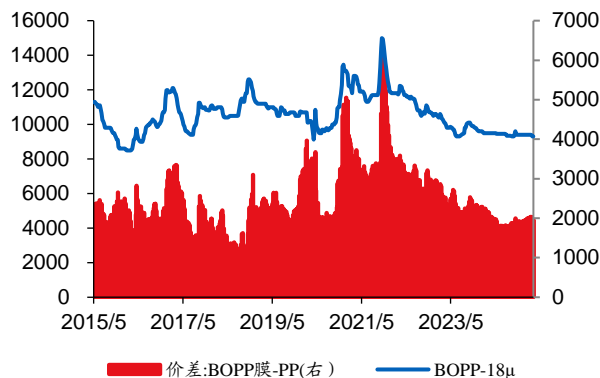
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 130 本周 PC/ABS 价格环比下滑 (元/吨)



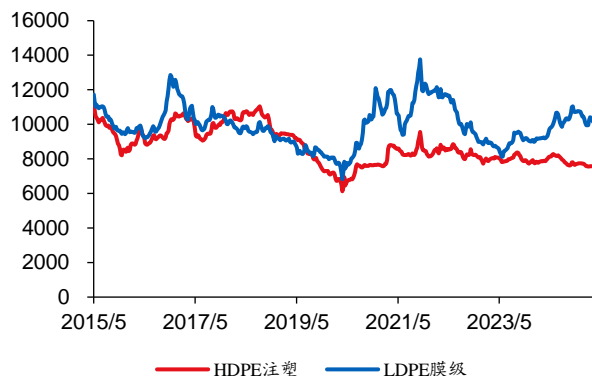
资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 129 本周 BOPP-18μ 价格环比持平 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 华创证券

图表 131 本周 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100.80元/千克，环比-3.82%，同比+19.29%，维生素E价格为126.00元/千克，环比-4.83%，同比+82.34%。本周巴斯夫发布路德维希港工厂复产时间，激发市场看空心态，维生素A、E市场价格延续下跌，生物素、泛酸钙、B2和叶酸市场成交偏弱。

本周，蛋氨酸价格环比上涨。据博亚和讯数据，本周，蛋氨酸市场均价21.25元/千克，环比+1.09%。厂家方面：3月7日，国内核心工厂发布提价10%。促进下游执行前期合同订单，但新签订单不多，部分集团客户少量高价签单，但后续提货情况有待观望。经销商方面：本周经销商市场价格上涨，因国内核心工厂控盘提价，经销商跟随工厂推涨价格，但市场拉涨有限，下游对高价接受困难，刚需采购为主。

本周，三氯蔗糖价格环比持平。本周，三氯蔗糖价格25.00万元/吨，环比持平。供给方面，目前三氯蔗糖市场货源供应充足，主力企业均正常生产，由于后期有停车计划，企业需要预留库存。需求方面，看涨预期下，部分买盘的询盘积极性提升，但持货商惜售且终端需求并无明显改善，市场整体成交放量有限。库存方面，本周，三氯蔗糖库存685吨，环比+8.21%。

本周，安赛蜜价格环比持平。本周，安赛蜜价格3.70万/吨，环比持平。供应方面，安赛蜜开工基本平稳，安徽大厂正常排产，江苏地区开工一般，行业平均开工率在65%左右，整体供应偏宽松。需求方面，淡季行情下安赛蜜终端需求释放有限，加之春季前海外市场已经大量备货，安赛蜜成交以刚需为主。库存方面，本周，安赛蜜库存802吨，环比-1.96%。

本周，甲基、乙基麦芽酚价格环比、持平。本周，甲基、乙基麦芽酚价格分别为10.00、8.00万/吨，环比持平、持平。供应方面，麦芽酚复工企业基本均恢复满负荷，目前行业平均开工在78%左右，乙基麦芽酚前期货紧稍有缓解，甲基麦芽酚货源充足。需求方面，终端消费市场缺乏活力，下游跟进节奏维持刚需。库存方面，本周，麦芽酚库存423吨，环比-1.17%。

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+提价下强势反弹，鉴于麦芽酚行业玩家在2024年保持了长期的默契，三氯蔗糖行业玩家的默契度在提升，食品添加剂玩家有杜绝恶性价格战的迹象，预计2025年三氯蔗糖产品价格有望高位维持。**2) 安赛蜜**，新进入者的产能开工仍处于低位，产品价格或保持低位震荡。**3) 阿洛酮糖**，产品在粮价下跌时有所回落，2025年的关键仍在审批的落地与否，若审批落

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

相关公司：

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

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

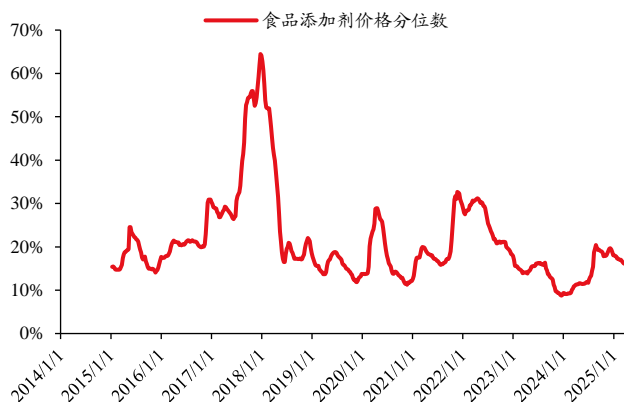
5、金禾实业（002597.SZ）：公司前身是来安县化肥厂，成立于1974年，2006年以后进入食品添加剂行业，目前安赛蜜、三氯蔗糖和甲基麦芽酚均为全球龙头，规模效应显著。公司目前三氯蔗糖、安赛蜜和麦芽酚产能处于行业领先地位。在消费升级背景下，减糖趋势驱动代糖市场容量持续扩容，第四、五代代糖对蔗糖和前三代代糖形成替代。需求端方面，代糖概念爆火催生甜味剂需求增长，金禾实业是国内唯一一家同时拥有安赛蜜和三氯蔗糖并实现稳定量产的生产企业，充分受益行业高景气度，对食用蔗糖和前三代代糖形成替代。供给端方面，金禾实业凭借成熟技术和一体化产业链大规模扩产，提升市场占有率，降低生产成本，促使公司产品维持高毛利率水平，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 133 本周食品及饲料添加剂库存分位数 48%



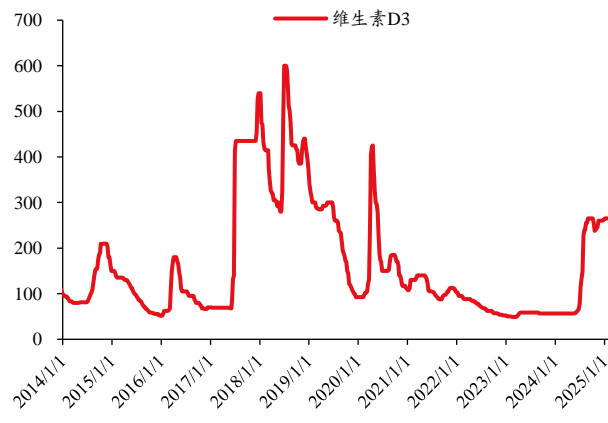
资料来源: Wind, 百川盈孚, 华创证券

图表 134 蛋氨酸本周价格环比上涨 (元/千克)



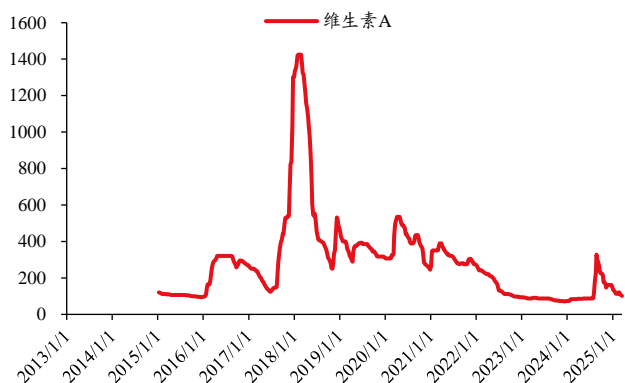
资料来源: 博亚和讯, 华创证券

图表 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)



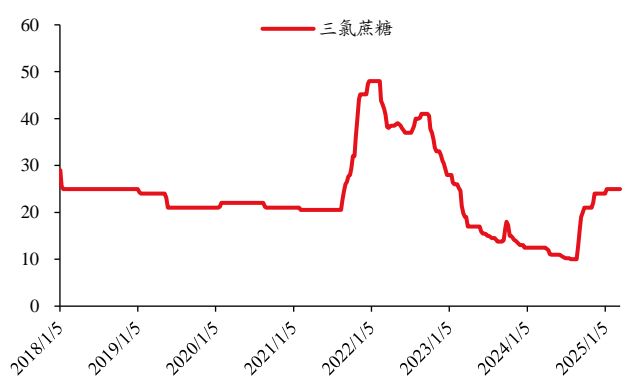
资料来源: 博亚和讯, 华创证券

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)



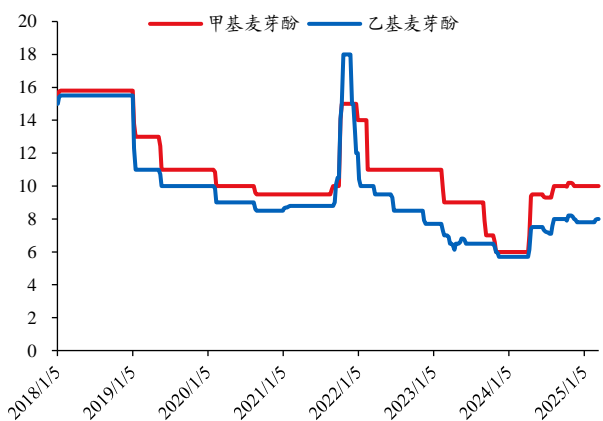
资料来源: 百川资讯, 华创证券

图表 139 本周安赛蜜价格环比持平 (万元/吨)



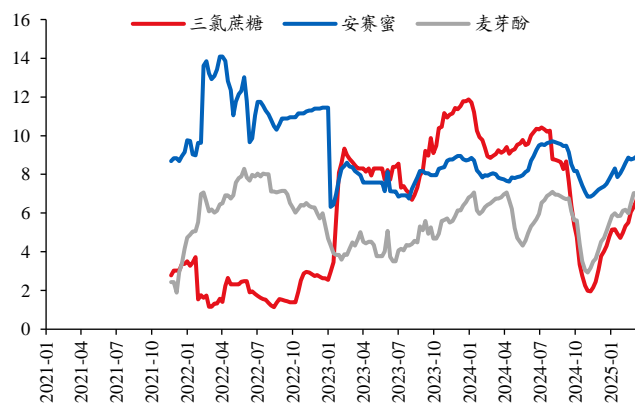
资料来源: 百川资讯, 华创证券

图表 140 本周麦芽酚价格环比持平 (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)



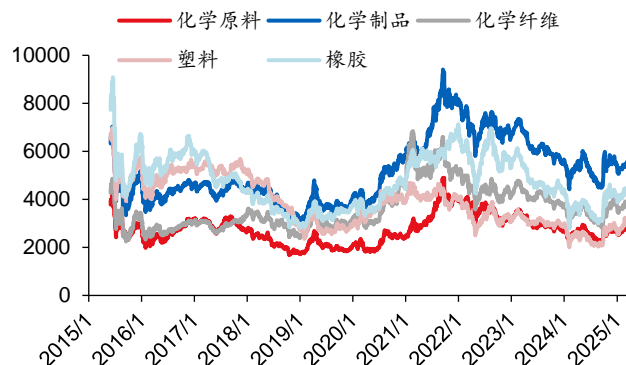
资料来源: 百川资讯, 华创证券

四、交易数据

本周 (3月10日-3月14日), 申万化工行业指数+1.6%, 跑赢同期上证综合指数 0.2%。申万化工各二级子行业多数上涨, 其中 SW 化学原料+1.3%, SW 化学制品+1.1%, SW 化学纤维-0.1%, SW 塑料+1.7%, SW 橡胶+1.6%。

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: 澳洋健康、诺普信、神剑股份、ST 南化、金路集团; 跌幅居前的个股为: 百傲化学、丰山集团、横河模具、容大感光、航锦科技; 本周换手率居前的个股为: 广东榕泰、神剑股份、ST 昌九、航锦科技、红星发展。

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	002172.SZ	澳洋健康	18.08%	1	603360.SH	百傲化学	-14.06%
2	002215.SZ	诺普信	16.03%	2	603810.SH	丰山集团	-7.83%
3	002361.SZ	神剑股份	13.66%	3	300539.SZ	横河模具	-7.44%
4	600301.SH	ST 南化	12.82%	4	300576.SZ	容大感光	-6.41%
5	000510.SZ	金路集团	12.14%	5	000818.SZ	航锦科技	-5.81%

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	24.11%	6.25%	17.86%
002361.SZ	神剑股份	19.89%	8.73%	11.16%
600228.SH	ST 昌九	17.78%	9.01%	8.77%
000818.SZ	航锦科技	17.16%	6.30%	10.86%
600367.SH	红星发展	14.72%	5.53%	9.19%
600714.SH	金瑞矿业	13.46%	4.54%	8.92%
300067.SZ	安诺其	13.38%	12.01%	1.37%
600301.SH	ST 南化	12.31%	4.07%	8.24%
002917.SZ	金奥博	10.50%	9.47%	1.04%
600470.SH	六国化工	10.18%	5.90%	4.28%

资料来源: Wind, 华创证券

图表 146 各行业产品价格差一览

产品	价格类别	产品价格公式	单位	本周均价	上周均价	上月均价	上季均价	去年同期	近一周	近一月	近一季	年同比
钛白粉行业												
钛白粉	钛白粉-钛酸酐-硫酸	钛白粉-2.3%钛酸酐-4%硫酸	元/吨	6762	7536	7722	7450	10854	-10.3%	-12.4%	-9.2%	-37.7%
化纤												
PET	PET-PTA-MEG	PET-0.855*PTA-0.335*MEG	元/吨	867	746	510	612	680	16.3%	45.3%	-16.8%	-9.9%
涤纶短纤	涤纶短纤-PTA-MEG	涤纶短纤-0.855*PTA-0.335*MEG	元/吨	1161	1080	1114	1442	796	7.6%	-3.1%	-22.8%	81.3%
涤纶POY细旦高	涤纶POY-PTA-MEG	涤纶POY-0.855*PTA-0.335*MEG-1250	元/吨	211	215	129	(108)	(29)	-1.6%	66.7%	219.6%	-265.5%
涤纶POY细旦低	涤纶POY-PTA-MEG	涤纶POY-0.855*PTA-0.335*MEG-1750	元/吨	36	40	49	(5)	76	-8.8%	-18.7%	192.2%	-169.7%
涤纶DTY细旦高	涤纶DTY-PTA-MEG	涤纶DTY-0.855*PTA-0.335*MEG-2250	元/吨	531	440	354	287	321	20.8%	24.3%	-23.1%	-10.4%
PA6	PA6-己内酰胺	PA6-己内酰胺	元/吨	1730	1750	1500	1830	1700	-1.1%	16.7%	-18.0%	7.6%
PA66	PA66-己二胺	PA66-0.65*己二胺	元/吨	12368	12398	12221	12438	16508	-0.2%	1.4%	-1.7%	-24.7%
粘胶短纤	粘胶短纤-粘胶浆-烧碱	粘胶短纤-1.03*粘胶浆-0.6*32%烧碱/0.32	元/吨	3970	4020	3917	3711	3944	-1.2%	2.6%	5.6%	-5.9%
粘胶长丝	粘胶长丝-粘胶浆-烧碱	粘胶长丝-1.4*粘胶浆-0.6*32%烧碱/0.32	元/吨	33536	33575	34252	34313	35694	-0.1%	2.0%	-0.2%	-3.9%
氨纶	氨纶-PTMEG-MDI	氨纶-0.8*PTMEG-0.2*MDI	元/吨	10715	10636	10010	10133	12043	0.7%	6.3%	-1.2%	-15.9%
腈纶短纤	腈纶短纤-丙烯腈	腈纶短纤-0.93*丙烯腈	元/吨	6590	6311	4028	5405	5114	6.6%	56.7%	-25.5%	5.7%
腈纶长丝	PVA-电石-醋酸	PVA-1.86*(1.1*电石-0.71*醋酸)-0.085*醋酸	元/吨	2165	2145	1953	2289	1559	0.9%	9.8%	-14.7%	46.8%
乙炔法PVA	PVA-电石-醋酸	PVA-1.86*(0.42*乙炔-0.71*醋酸)-0.085*醋酸	元/吨	3041	2877	2736	2988	2659	5.7%	5.2%	-8.4%	12.4%
聚氨酯												
聚合MDI价差	聚合MDI-苯胺-甲苯-液氨	聚合MDI-0.78*苯胺-0.2*甲苯-0.3*液氨	元/吨	9857	10178	11060	9922	7286	3.3%	-8.0%	10.7%	37.2%
纯MDI价差	纯MDI-苯胺-甲苯-液氨	纯MDI-0.78*苯胺-0.2*甲苯-0.3*液氨	元/吨	10979	11107	11738	10750	11643	-1.8%	-5.4%	9.2%	-7.7%
TDI价差	TDI-甲苯-液氨	TDI-0.62*甲苯-1.1*液氨	元/吨	7186	7083	9327	7658	10554	1.5%	2.1%	21.8%	-27.4%
硬泡聚氨酯价差	硬泡聚氨酯-环氧丙烷	硬泡聚氨酯-0.7*环氧丙烷	元/吨	865	858	972	860	934	0.8%	-11.7%	13.0%	-7.9%
软泡聚氨酯价差	软泡聚氨酯-环氧丙烷	软泡聚氨酯-0.75*环氧丙烷	元/吨	575	613	872	760	424	6.8%	-29.7%	14.7%	79.2%
环氧乙烷价差	环氧乙烷-乙烯	环氧乙烷-0.73*乙烯-1*水	元/吨	2476	2330	2278	2299	1997	6.3%	2.3%	-0.9%	15.1%
环氧丙烷价差	环氧丙烷-丙烯	环氧丙烷-0.85*丙烯	元/吨	1923	2109	1941	2508	3159	8.8%	8.7%	-22.6%	-20.6%
TPU价差	TPU-聚醚MDI-己二胺	TPU-1.31*聚醚MDI-0.53*己二胺	元/吨	4134	3660	3416	3917	2419	7.1%	14.5%	-12.8%	-14.6%
PTMEG价差	PTMEG-BDO	PTMEG-1.36*BDO	元/吨	2465	2387	2280	2076	3052	3.3%	4.7%	9.8%	-32.0%
BDO价差	BDO-电石-甲醇	BDO-1.2*电石-2*甲醇	元/吨	2374	2435	2530	2740	3240	2.3%	-3.7%	-7.7%	-14.0%
石化塑料												
石脑油价差	石脑油-原油	石脑油-原油*7.33	美元/吨	141	137	147	125	133	3.2%	-7.2%	18.4%	-6.3%
汽油价差	汽油-原油	汽油-原油*4.76	美元/吨	4702	4664	4726	4188	4466	0.8%	-1.3%	12.8%	-6.2%
柴油价差	柴油-原油	柴油-原油*7.33*汇率	元/吨	3483	3445	3260	3369	3284	1.1%	3.7%	-3.2%	2.6%
FX价差	FX-石脑油	FX-石脑油	美元/吨	172	188	192	154	284	-8.1%	-2.4%	24.4%	-45.6%
PTA价差	PTA-FX	PTA-0.66*FX-汇率	元/吨	934	954	906	906	1074	2.6%	5.1%	2.2%	-15.6%
乙烯-石脑油价差	乙烯-石脑油	乙烯-石脑油	美元/吨	233	262	260	260	215	-10.9%	25.3%	-19.7%	21.0%
乙烯-乙烷价差	乙烯-乙烷	乙烯-1.3*(1.45*乙烷+200)*汇率	元/吨	2252	2532	2697	3025	3574	-11.1%	-6.1%	-10.8%	-15.4%
HDPE价差	HDPE-乙烯	HDPE-乙烯	元/吨	1957	1534	1367	1559	1625	8.1%	12.2%	12.3%	-4.1%
LDPE价差	LDPE-乙烯	LDPE-乙烯	元/吨	2043	1822	1857	1840	1758	12.1%	-1.9%	0.9%	4.7%
LLDPE价差	LLDPE-乙烯	LLDPE-乙烯	元/吨	750	722	878	853	560	3.8%	-17.8%	3.0%	52.4%
聚丙烯价差	聚丙烯-丙烯	聚丙烯-1.05*丙烯-0.5*液氨	元/吨	1400	1431	1250	1184	2375	4.1%	14.5%	5.6%	-50.1%
聚乙烯价差	聚乙烯-乙烯	聚乙烯-1.2*乙烯-0.71*液氨	元/吨	5198	5028	4241	3703	5438	3.4%	18.6%	14.5%	-31.9%
PP-丙烯	PP-丙烯	PP-丙烯	元/吨	740	830	800	900	734	-10.8%	3.8%	-11.1%	22.6%
丙酮价差	丙酮-丙烯-液氨	丙酮-1.05*丙烯-0.5*液氨	元/吨	125	550	3260	1149	830	-77.8%	-83.1%	183.8%	37.3%
丙烯酸价差	丙烯酸-丙烯	丙烯酸-0.72*丙烯	元/吨	3025	3090	3268	2196	1484	-2.1%	-5.3%	46.8%	42.9%
丙烯酸丁酯价差	丙烯酸丁酯-丙烯酸-正丁醇	丙烯酸丁酯-0.6*丙烯酸-0.6*正丁醇	元/吨	990	870	1022	610	1170	13.8%	-14.9%	67.5%	-45.0%
丁二烯价差	丁二烯-C4	丁二烯-C4	元/吨	5683	5920	7103	5143	6096	-4.0%	-16.7%	38.1%	-15.6%
丁腈价差	丁腈-C4	丁腈-C4	元/吨	1918	1960	1780	1803	2746	-2.1%	-11.5%	23.8%	-24.3%
腈腈价差	腈腈-C4	腈腈-1.1*C4	元/吨	374	386	-8	-3	769	-3.1%	37.0%	501.7%	-100.4%
MTBE价差	MTBE-C4-甲醇	MTBE-0.64*C4-0.36*甲醇	元/吨	1269	1409	1246	1312	2498	-9.9%	13.0%	-5.0%	-47.5%
丁醇价差	正丁醇-丙烯	正丁醇-0.62*丙烯	元/吨	2566	2822	3183	3141	3854	-9.1%	11.4%	1.3%	-18.0%
异丙醇价差	异丙醇-丙烯	异丙醇-0.7*丙烯	元/吨	2753	2766	3215	3485	6551	-0.3%	-14.0%	-7.7%	-42.3%
氟化工												
HF	HF-萤石	HF-2.2*萤石-2.72*液氨	元/吨	1633	1633	1675	1466	1311	0.0%	-2.5%	11.4%	24.5%
R22	R22-三氟甲烷-HF	R22-1.5*三氟甲烷-0.5*HF	元/吨	20500	20995	25263	25338	14005	-0.2%	-1.2%	6.4%	78.9%
R32	R32-三氟甲烷-HF	R32-1.2*三氟甲烷-0.85*HF	元/吨	30743	30905	29611	29588	12784	-0.5%	3.8%	18.4%	140.5%
R134a	R134a-三氟乙烷-HF	R134a-1.4*三氟乙烷-0.8*HF	元/吨	30159	30159	30045	28557	18319	0.0%	3.0%	6.6%	64.6%
R125	R125-五氟乙烷-HF	R125-1.41*五氟乙烷-0.86*HF	元/吨	26573	26855	26969	21619	28151	-1.1%	-1.5%	22.9%	-5.6%
PFOP	PFOP-R142b	PFOP-1.67*1.07*142b	元/吨	3393	12328	25516	22516	30410	22.5%	-62.7%	-84.9%	-83.8%
PTFE	PTFE-R22	PTFE-1.8*R22	元/吨	-21000	-21000	-21000	4100	4100	0.0%	0.0%	-34.6%	-61.2%
6F	6F-四氟乙烯-HF	6F-0.28*四氟乙烯-2.4*HF	元/吨	13434	14371	16270	15036	18541	-6.5%	-17.4%	-10.7%	-27.5%
硅化工												
工业硅	工业硅-硅石	工业硅-2.8*硅石	元/吨	8894	9164	9294	9904	12754	-2.9%	-4.3%	-10.2%	-30.3%
三氯氢硅	三氯氢硅-工业硅	三氯氢硅-0.23*工业硅	元/吨	523	461	931	791	1835	13.5%	-43.8%	-33.9%	-71.5%
有机硅DMC	有机硅DMC-工业硅	有机硅DMC-0.5*工业硅	元/吨	8615	8480	7915	691	9385	1.6%	8.8%	24.7%	8.2%
沉淀白炭黑	沉淀白炭黑-硅石-纯碱	沉淀白炭黑-0.97*硅石-0.48*纯碱	元/吨	3980	3980	3980	3980	3764	0.0%	0.0%	0.0%	5.7%
磷化工												
BOPP-18μ	BOPP-PP	BOPP-0.99*PP	元/吨	1966	1947	2017	1918	2141	1.0%	-2.5%	2.5%	-8.2%
PBAT	PBAT-PTA-AA-BDO	PBAT-0.634PTA-0.36*AA-0.6*BDO	元/吨	881	811	307	413	#N/A		187.1%	113.0%	#N/A
合成氨	合成氨-无烟煤	合成氨-1.5*无烟煤	元/吨	1735	1638	1300	1727	1868	5.9%	26.0%	-16.0%	-18.1%
甲醇	甲醇-动力煤	甲醇-2.25*动力煤	元/吨	1136	1120	981	790	721	1.4%	14.2%	24.1%	9.7%
二甲醚	二甲醚-甲醇	二甲醚-1.4*甲醇	元/吨	-241	-228	-153	-53	-201	-5.5%	-48.6%	-187.8%	73.5%
醋酸	醋酸-甲醇	醋酸-0.55*甲醇	元/吨	1332	1351	1436	1237	1512	-1.4%	-6.0%	16.1%	-18.2%
醋酸甲酯	醋酸-甲醇	醋酸-0.68*甲醇	元/吨	2814	2865	2815	2763	3258	-1.8%	1.8%	1.9%	-15.2%
苯胺	苯胺-煤油	苯胺-1.65*煤油	元/吨	1393	1354	1635	1326	1326	2.9%	39.2%	-40.5%	23.4%
DMF	DMF-甲醇	DMF-1*甲醇-0.35*合成氨	元/吨	202	267	691	595	994	24.6%	-61.3%	16.2%	-40.1%
尿素	尿素-液氨	尿素-1.0*液氨	元/吨	996	992	802	880	1387	0.4%	23.7%	-2.9%	-36.6%
乙二胺	乙二胺-煤油	乙二胺-1.3*动力煤-2.4*煤油	元/吨	1652	1753	1698	1533	1268	-5.8%	3.3%	10.7%	20.9%
双氧水	双氧水-合成气	双氧水-2.20*合成气 (煤油/1500+0.1)	元/吨	509	508	405	455	736	0.2%	25.5%	-11.0%	-38.1%
硫酸	硫酸-甲醇	硫酸-2.7*甲醇	元/吨	494	540	623	826	1075	-8.4%	-13.5%	-24.5%	-23.2%
氯碱												
PVC-电石法	PVC-电石	PVC-1.4*电石-0.85*盐酸	元/吨	247	397	479	96	531	-37.9%	-17.0%	401.1%	-82.0%
PVC-乙炔法	PVC-乙炔	PVC-0.5*乙炔	元/吨	1361	1383	1396	1343	1665	-1.6%	-0.9%	3.9%	-19.3%
烧碱(折百)	烧碱-原盐	烧碱(折百)-1.65*原盐	元/吨	3407	3472	3736	3113	2868	-1.9%	-7.1%	20.0%	8.6%
氯碱价差	纯碱-氯化铵-烧碱-动力煤	纯碱+1.2*氯化铵-1.2*烧碱-0.3*动力煤-0.35*液氨	元/吨	241	257	274	196	668	-6.1%	-6.2%	40.0%	-70.7%
纯碱	纯碱-液氨-动力煤	纯碱-1.5*液氨-0.48*动力煤-1.5*石灰石	元/吨	646	640	568	409	981	0.9%	12.6%	0.0%	-42.0%
BDO	BDO-电石	BDO-1.2*电石-2*甲醇	元/吨	2240	2386	2572	2448	3058	6.1%	-7.3%	5.1%	-19.9%
化肥												
尿素	尿素-液氨	尿素-1.0*液氨	元/吨	996	992	802	880	1387	0.4%	23.7%	-2.9%	-36.6%
磷酸一铵	磷酸一铵-磷矿-硫酸-合成氨	磷酸一铵-1.8*磷矿-0.43*硫酸-0.13*合成氨	元/吨	149	250							

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
	郑珺丹	销售经理		zhengjundan@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570
汪丽燕		高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
张嘉慧		高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
王春丽		高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
王越		高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
温雅迪		销售经理		wenyadi@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	张晨奕	销售经理		zhangchenhuan@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@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	wange@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