

基础化工

报告日期：2025年04月08日

关税对化工行业影响

——化工行业深度报告

投资要点

□ 特朗普 2.0 下美国对华关税大幅提升

据 PIIE，2018 年到 2020 年即特朗普 1.0 期间中国出口到美国关税持续增长，2020 年到 2024 年中国出口到美国关税一直维持在 21.2% 左右。2025 年以来即特朗普 2.0 时期，美国已分别于 2 月 4 日和 3 月 4 日落地对华加征 10% 关税，若此次宣布的 84% 税率落地，则中国出口到美国关税将超过 120%。

□ 化工直接影响有限，需关注间接影响

作为全球化工大国，中国化工产品直接出口比例不高，其中 2024 年化学原料与制品出口金额占行业营收比例仅 6.05%，大部分以下游制品方式出口。若下游行业受关税影响出口美国受阻，将对化工品内需造成不利影响。目前，我国纺织、家电、家具等对美敞口相对较高，上游化纤、聚氨酯、制冷剂等化工品或受间接影响。同时，2018 年中美贸易摩擦升级后，部分下游企业加速海外布局，但此次美国对等关税涉及众多国家，例如越南被加征 46% 高额关税，因此部分出海企业或将受损，进而导致部分非对美出口化工品需求受损。

□ 重点行业及产品分析

针对重点行业及产品，我们通过中国产能占比、对美敞口、行业集中度、开工率、关税豁免情况、油价敏感度、受到中国对美加税影响等维度进行分析，得出结论，此次受关税影响程度由高到低依次是气头化工/聚氨酯/化纤/制冷剂/轮胎/农药，维生素暂无影响，而国内成核剂龙头则受益于中国对美加税。在受影响行业中，行业龙头具有一体化及海外基地布局等优势，同时在生产经营上具有更大调整空间，因此有望进一步降低关税风险。

□ 行业观点：政策发力，内需有望复苏

在美国对华关税大幅提升背景下，出口压力增大，外需承压，预计政府将会继续加大经济刺激力度；在政策加持下，内需有望复苏。因此，我们看好受益内需的磷肥（高股息率龙头云天化），钾肥（亚钾国际量价齐升），民爆龙头（广东宏大、江南化工、易普力）；需求刚性供给收缩的维生素龙头（新和成、浙江医药、花园生物、能特科技）；AI 和芯片材料细分龙头（东材科技、新宙邦、圣泉集团）；以及受益中国对美加征关税的成核剂龙头呈和科技。

□ 风险提示

原材料价格波动风险、需求不及预期风险、安全事故风险、关税政策变化不及预期风险。

行业评级：看好(维持)

分析师：李辉

执业证书号：S1230521120003
lihui01@stocke.com.cn

分析师：汤永俊

执业证书号：S1230523120009
tangyongjun@stocke.com.cn

分析师：陈海波

执业证书号：S1230523030004
chenhaibo@stocke.com.cn

分析师：李佳骏

执业证书号：S1230524090001
lijiajun@stocke.com.cn

分析师：沈国琼

执业证书号：S1230524100001
shenguoqiong@stocke.com.cn

相关报告

- 《政策发力，内需有望复苏》
2025.03.21
- 《Q4 业绩环比承压，看好内需复苏机会》
2025.01.15
- 《2025 年基础化工行业风险
排雷手册》
2024.12.10

正文目录

1 特朗普关税政策变化分析	4
2 直接影响有限，需关注间接影响	4
3 重点行业及产品分析	6
3.1 聚氨酯：MDI 全球供需平衡，短期出口至美承压，长期影响可控	6
3.2 化纤：全球地位较难撼动，行业盈利下行空间不大	8
3.3 气头化工：对美加税及油价下行致盈利承压，关注相关商品豁免机会	9
3.4 轮胎：美国高度依赖进口，在墨西哥美国等区域有布局企业有望受益	10
3.5 农药：中国在全球地位难以撼动，预计关税影响相对可控	11
3.6 制冷剂：直接出口无实质影响，间接出口或有影响但占比较低	12
3.7 维生素：中国产能无可替代，豁免对等关税	14
3.8 呈和科技：关税政策下受益标的，国产成核剂龙头乘势而上	15
3.8.1 中美关税政策受益者，成核剂国产进程有望加速	15
3.8.2 深耕高分子材料助剂领域，不断突破成就行业领先	15
3.8.3 南沙项目扩建，公司产能迎来增长	16
4 投资建议	17
5 风险提示	17

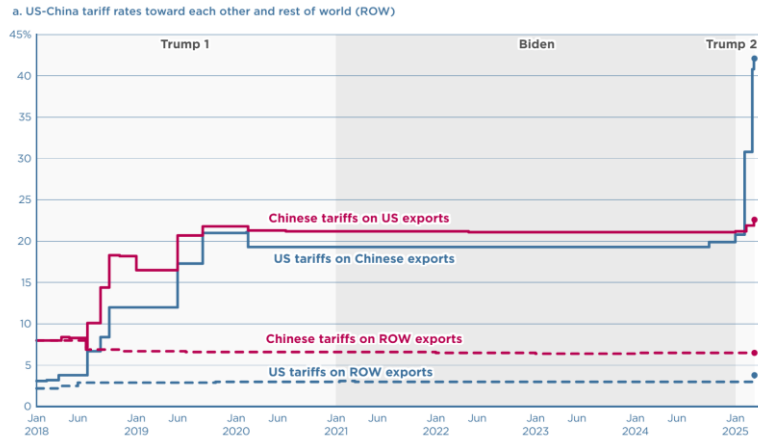
图表目录

图 1: 中美贸易关税情况.....	4
图 2: 2024 年中国出口的主要化工品构成.....	4
图 3: 2024 年美国自中国进口的主要化工品占比.....	4
图 4: 对等关税加征幅度.....	5
图 5: 近几年中国越南美国间出口额快速增长.....	6
图 6: 2024 年越南出口美国产品构成.....	6
图 7: 中国出口越南化纤金额呈增长趋势.....	6
图 8: 2024 年中国出口越南软泡聚醚数量大幅提升.....	6
图 9: 中国聚合 MDI 出口分布 (2024 年).....	7
图 10: 全球 MDI 产能分布及此次对等关税加征情况.....	7
图 11: 国内冰箱出口占比较高 (2024 年).....	7
图 12: 全球白电产能大国 2025 年输美关税加征情况.....	7
图 13: 涤纶长丝行业盈利近年处于低位.....	8
图 14: 我国丙烷对外依存度高 (2024 年).....	9
图 15: 2024 年美国半钢轮胎进口数量占比情况 (%).....	10
图 16: 2024 年美国全钢轮胎进口数量占比情况 (%).....	10
图 17: 2019 年以来各个国家出口到美国半钢轮胎均价 (美元/条).....	10
图 18: 美国主要农药进口国家变化.....	11
图 19: 美国是全球第二大农药消费国 (单位: 万吨).....	11
图 20: 2018 年后中国占美国农药进口比例波动下降.....	11
图 21: 24 年中国农药出口量创历史新高.....	12
图 22: 2022 年中国拥有全球近 70% 的农药原药产能.....	12
图 23: 中国农药出口美国占整体比例较低.....	12
图 24: 24 年 1-10 月中国制冷剂直接出口美国占比 8%.....	13
图 25: 24 年 1-10 月中国制冷剂出口美国产品情况.....	13
图 26: 我国家用空调销量全球占比达 80%.....	13
图 27: 我国家用空调需求占我国总产量.....	13
图 28: 全球制冷剂配额受《蒙特利尔议定书》基加利修正案控制.....	14
图 29: 中国 2023 年含氟制冷剂占全球主导地位.....	14
图 30: 大部分维生素主要用于动物饲料.....	14
图 31: 全球饲料产量每年 2%-3% 增长.....	14
图 32: 公司进入成熟快速发展阶段.....	15
图 33: 公司产品处在产业链中游.....	16
表 1: 我国纺织服装对美出口比例较高.....	8
表 2: 公司产品品类介绍.....	15
表 3: 公司产能情况.....	16
表 4: 重点行业及产品指标分析.....	17

1 特朗普关税政策变化分析

依据 PIIE，2018 年到 2020 年即特朗普 1.0 期间中国出口到美国关税持续增长，2020 年到 2024 年中国出口到美国关税一直维持在 21.2%左右。2025 年以来即特朗普 2.0 时期，美国已分别于 2 月 4 日和 3 月 4 日落地对华加征 10%关税，若此次宣布的 84%税率落地，则中国出口到美国关税将超过 120%。

图1：中美贸易关税情况

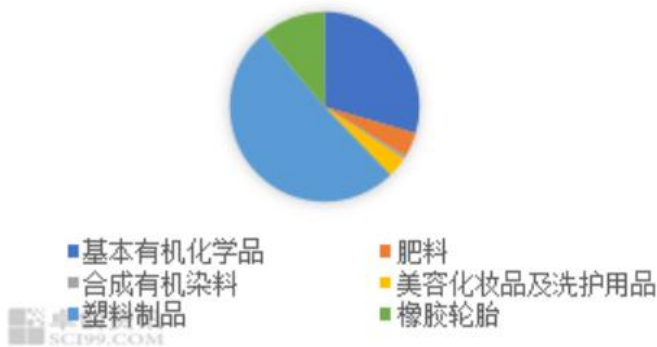


资料来源：PIIE，浙商证券研究所

2 直接影响有限，需关注间接影响

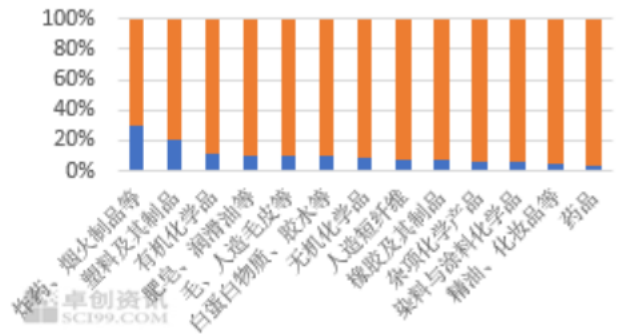
2024 年，中国化学原料与制品行业规模以上企业实现收入 9.2 万亿，橡胶塑料制品行业实现收入 3.03 万亿，化纤行业实现收入 1.17 万亿，出口金额分别为 5564/4618/696 亿，出口比例分别为 6.05%/15.22%/5.96%。化学成品及相关产品的出口额约为 18672 亿元，同比增长 2.3%。从出口结构来看，中国出口的主要化工品为塑料制品、基本有机化学品和橡胶轮胎，据中国海关数据显示，2024 年出口额分别达到 7549 亿元、4360 亿元和 1644 亿元，较去年同期增长了 6.7%、8%和 5.2%。其中，硫酸铵、聚酯、聚丙烯、磷酸氢二胺等产品出口量较高。

图2：2024 年中国出口的主要化工品构成



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图3：2024 年美国自中国进口的主要化工品占比



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

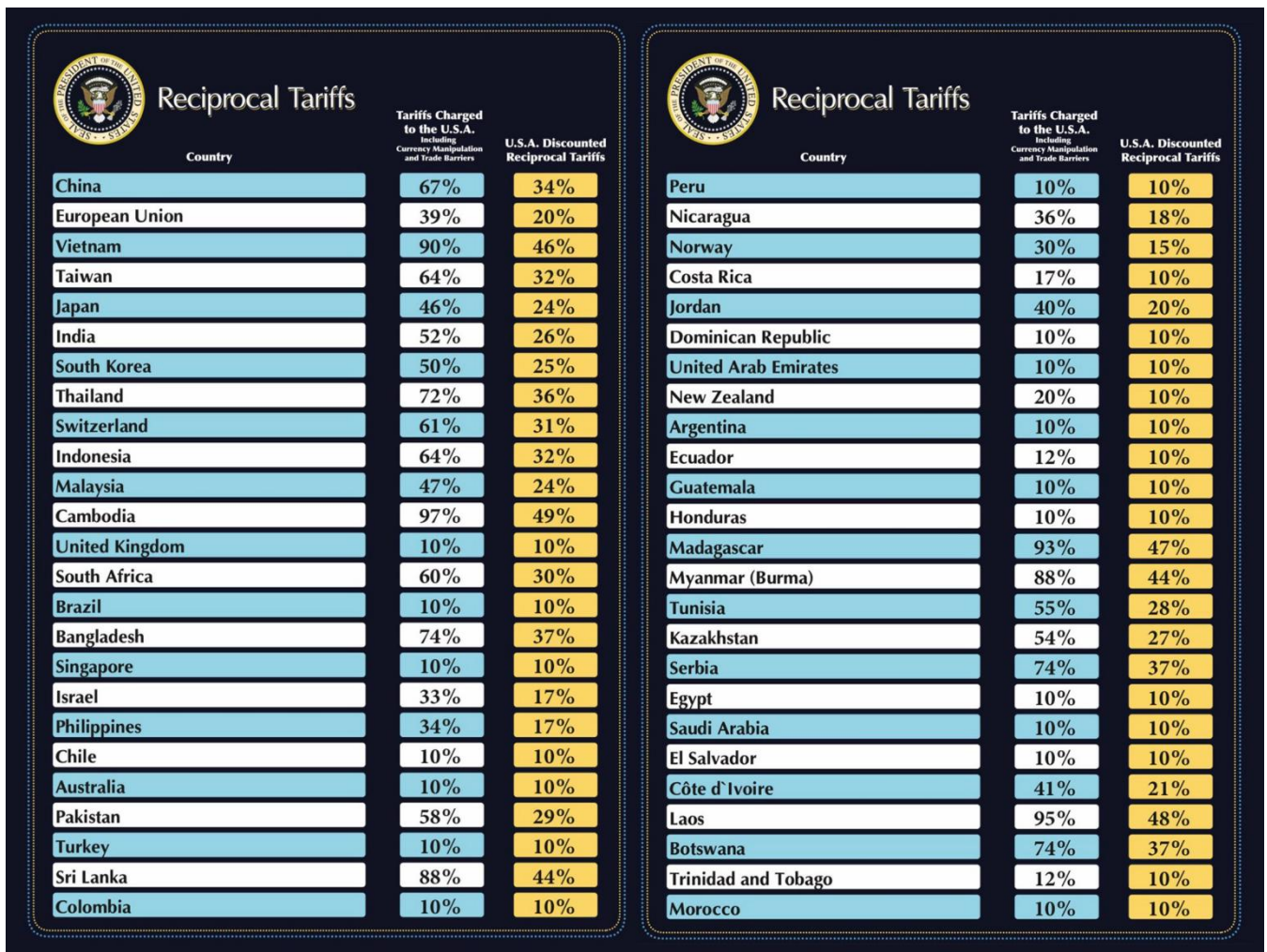
关税直接冲击有限。作为全球化工大国，中国化工产品直接出口比例不高，大部分以下游制品方式出口，其中橡胶塑料制品出口比例较高。由于此前美国已经对中国轮胎加征关税，因此直接出口美国的主要是塑料及其制品。

间接影响较大。中国化工品直接出口比例不高，但是若下游行业受关税影响出口美国受阻，也将对化工品内需造成不利影响。目前，我国纺服、家电等对美出口比例相对较高，上游化纤、聚氨酯、制冷剂等化工品或受间接影响。

对等关税覆盖面广，出海企业也将受损。18 年中美贸易摩擦升级后，部分下游企业加速海外布局。由于化工行业对能源、技术和产业链配套要求较高，出海难度较大，下游企业海外布局带动上游化工品出口需求增加。但此次美国对等关税涉及众多国家，部分出海企业也将受损，或将导致部分非对美出口化工品需求受损。

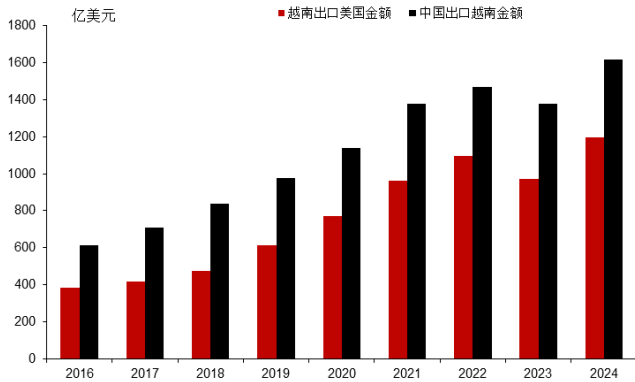
4 月 2 日特朗普宣布“对等关税”，对全球贸易伙伴施加最低 10%，最高 49% 的“对等关税”。对等关税的幅度是在现有基础上叠加的净增量，其中对中国加的对等关税为 34%，欧盟为 20%，英国为 10%，瑞士为 31%，印度为 26%，韩国为 25%，日本为 24%，越南为 46%。

图4：对等关税加征幅度



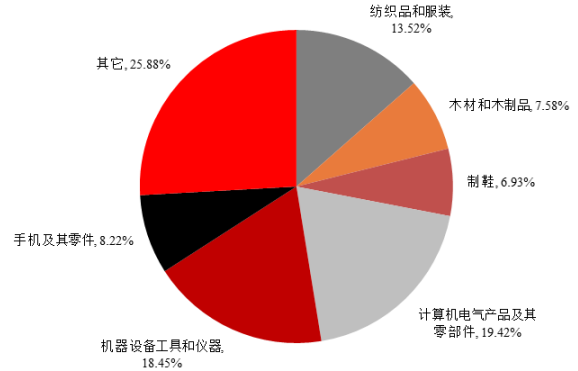
资料来源：White House，浙商证券研究所

图5: 近几年中国越南美国间出口额快速增长



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

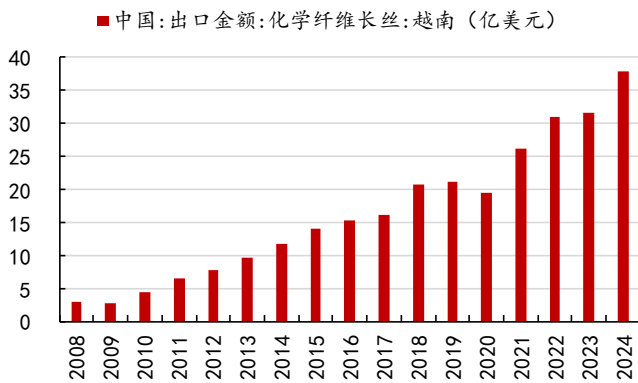
图6: 2024年越南出口美国产品构成



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

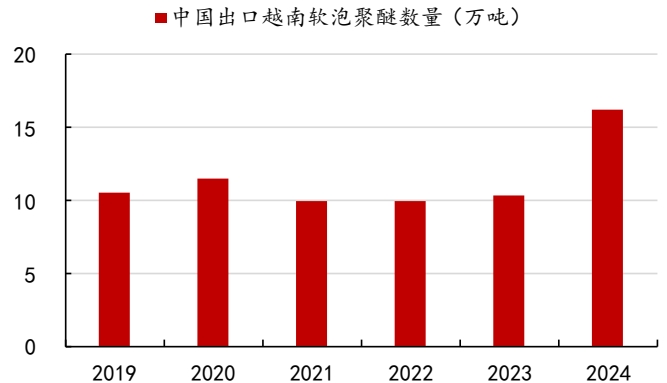
2024年越南对美出口1196亿美元,其中手机及其零部件占比8.22%,计算机电器产品及其零部件占比19.42%,机器设备工具和仪器占比18.45%,纺织服装占比13.52%,木材和木制品占比7.58%,鞋类占比6.93%。美国对越南加征对等关税,或将导致越南纺织服装上游化纤,鞋类上游的聚氨酯等需求下降,影响我国对其出口需求。

图7: 中国出口越南化纤金额呈增长趋势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 2024年中国出口越南软泡聚醚数量大幅提升



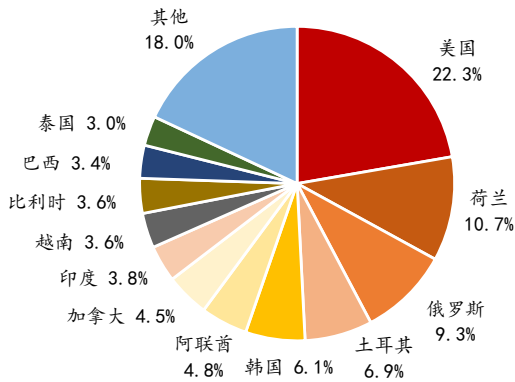
资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

3 重点行业及产品分析

3.1 聚氨酯: MDI全球供需平衡, 短期出口至美承压, 长期影响可控

MDI对美存部分敞口, 此轮加税或致出口至美难度加大。美国是MDI需求大国, 2024年需求量达183万吨, 而其本土仅拥有157万吨MDI产能, 即使考虑装置90%开工率, 仍有近40万吨缺口需通过进口满足。中国是美国MDI进口主要来源国, 2024年我国聚合MDI对美出口量达26.8万吨, 占国内产量比例高达12.3%。目前, 中国/欧洲/美国/韩国/日本MDI产能占比分别为45%/24%/14%/8%/4%, 欧洲、美国等部分产能前期因不具成本优势开工水平略低, 此次美国加征对等关税将使欧洲、美国产能相对中国分别具备64%、84%的关税优势。若以18000元/吨价格作参考, 欧洲、美国产能在美国市场将分别获得11520、15120元/吨的关税成本优势, 中国MDI产品直接出口美国难度加大。

图9：中国聚合 MDI 出口分布（2024 年）



资料来源：百川盈孚，浙商证券研究所

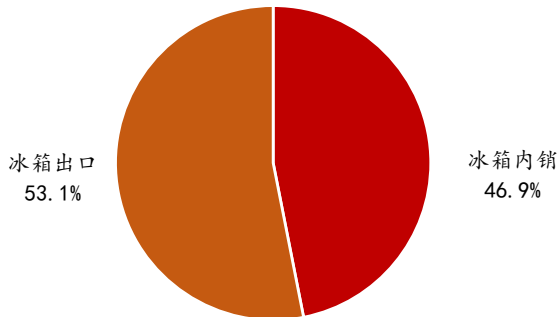
图10：全球 MDI 产能分布及此次对等关税加征情况

国家/地区	MDI 产能 (万吨)	MDI 产能占比	对等关税加征情况
中国	495	45.2%	84%
欧洲	266	24.3%	20%
美国	157	14.3%	—
韩国	86	7.9%	25%
日本	47	4.3%	24%
沙特	40	3.7%	10%
伊朗	4	0.4%	—

资料来源：百川盈孚，White House，浙商证券研究所

下游家电等对美敞口较大，或短期拖累聚氨酯国内需求。聚氨酯下游主要包括冰箱冷柜、软体家具、鞋底原液等领域，均为出口导向型行业。以冰箱为例，据产业在线，2024 年我国冰箱产量达 9770 万台，出口量达 5188 万台，出口占产量比例高达 53.1%，其中出口至美国占总出口 15%左右。此次对等关税的加征将一定程度削弱国内及东南亚冰箱厂商的竞争优势，部分美国订单或逐步向关税更低的土耳其、墨西哥等国家转移，进而拖累聚氨酯等上游原料在国内及东南亚地区的需求。

图11：国内冰箱出口占比较高（2024 年）



资料来源：IFind，产业在线，浙商证券研究所

图12：全球白电产能大国 2025 年输美关税加征情况

主要国家	对等关税加征情况
中国	84%
泰国	37%
印度	27%
土耳其	10%
墨西哥	25%
韩国	26%
波兰	20%
意大利	20%
越南	46%
印度尼西亚	32%

资料来源：产业在线，浙商证券研究所

MDI 全球供需平衡，长期看关税只改变贸易流向。从全球维度看，MDI 行业新增产能主要集中在万华化学手中，整体释放较为有序，行业供需整体平衡。因此，无论是对美国直接出口承压、还是下游产业转移拖累内需都是短期影响，从长期看只是贸易流向的改变。一方面，若国内厂商让出美国市场，必然有其他地区出现缺口；另一方面，部分下游产业若从国内转移至其他地区，国内厂商也可积极开拓新市场弥补内需走弱。万华化学作为全球 MDI 龙头，综合优势显著，同时公司可通过匈牙利 BC 工厂向美国供货，一定程度降低关税带来的影响。

3.2 化纤：全球地位较难撼动，行业盈利下行空间不大

化纤直接出口至美比例较低，或受下游纺服间接影响。我国是化纤主要生产国，但化纤直接出口至美比例相对较低，其中涤纶长丝、锦纶纤维出口占产量比例分别为 8.6%、7.9%，出口至美占国内总出口的比例分别为 0.1%、0.5%，因此更多是加工成纺织品和服装后再进行出口。2024 年，我国纺织服装行业营收达 36687 亿元，纺织服装出口额为 21428 亿元，占比高达 58%；其中，纺织服装出口至美金额达 508 亿美元，占总出口比例达 17%。此轮美国加征对等关税，对中国及越南等东南亚国家执行较高税率，将对国内及东南亚纺织服装行业带来一定冲击，间接对涤纶长丝等化纤产品造成影响。

表1：我国纺织服装对美出口比例较高

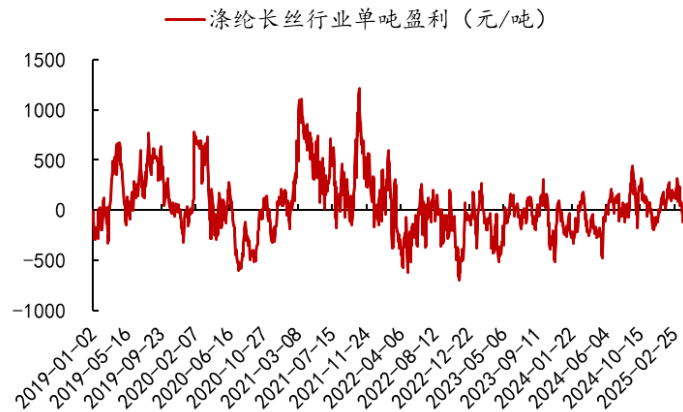
纺织服装出口情况（2024）	
纺织服装行业营收（亿元）	36687
纺织服装出口额（亿元）	21428
纺织服装出口占比（%）	58%
纺织服装对美国出口金额（亿美元）	508
美国占出口比例（%）	17%

资料来源：Wind，卓创资讯，浙商证券研究所

加税或抑制美国部分纺服消费，但国内化纤全球地位较难撼动。需求维度，若国内及东南亚纺服企业维持 FOB 价格不变，新增关税将转嫁至美国消费者，在美国消费者纺服需求预算不变情况下，消费量或有所下行。供给维度，高关税将削弱我国及东南亚纺服产品在美竞争优势，部分美国订单或转移至低关税地区，但目前涤纶长丝为代表的化纤产能全球占比近 80%，具有显著优势，且新产能建设需要较长周期，因此即使下游纺服订单发生转移，涤纶长丝等需求仍需国内厂商满足。

涤纶长丝盈利下行空间较小，需求走弱有望促行业走向协同。同时，从盈利角度，涤纶长丝等化纤盈利近年基本处于历史低位，我们认为即使在纺服需求走弱预期下，行业盈利进一步下行空间不大。同时，涤纶长丝行业集中度高，若外部环境变化带动需求走弱，有望倒逼行业龙头走向协同，改善行业盈利。

图13：涤纶长丝行业盈利近年处于低位

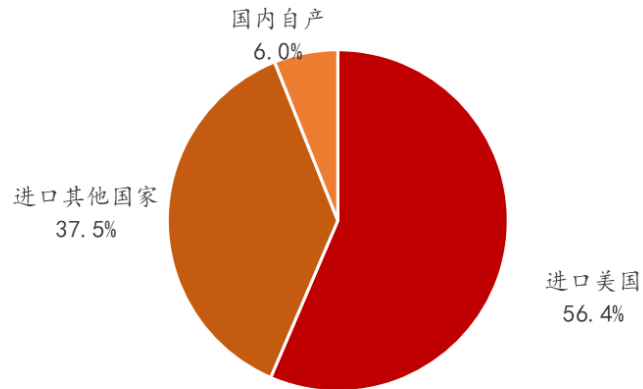


资料来源：百川盈孚，浙商证券研究所

3.3 气头化工：对美加税及油价下行致盈利承压，关注相关商品豁免机会

对美加征关税及油价下跌或致国内气头化工成本及产品价格两端承压。4月9日，国务院关税则委员会发布公告，对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征84%关税。目前，国内丙烷、乙烷等能源气体对美进口依存度较高，2024年国内丙烷需求量达3067.4万吨，其中2931.7万吨需通过进口满足，从美进口量为1731.4万吨，占国内丙烷总进口及总需求比例分别达59.1%和56.4%，处于较高水平。因此，未来若对原产于美国的丙烷等产品征收进口关税，国内气头化工将面临原料成本抬升的风险；同时，受OPEC+突然逆转减产策略、美国关税政策冲击全球贸易预期影响，近期油价大幅回落，石化相关产品价格也存下行压力，因此气头化工在原料成本及产品价格两端均承压。

图14：我国丙烷对外依存度高（2024年）



资料来源：百川盈孚，浙商证券研究所

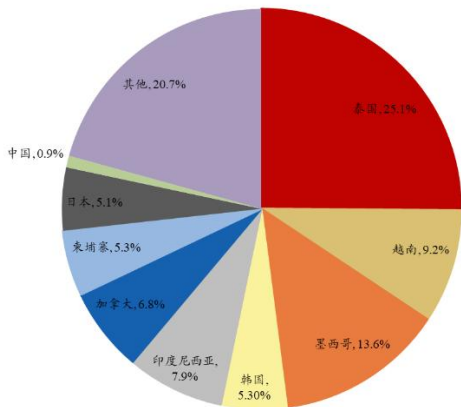
乙烷价格有望下跌对冲关税风险，关注后续关税豁免机会。乙烷方面，2024年中国从美国进口约460万吨乙烷，占美国乙烷出口总量的53%，中国是目前为数不多具有大规模接收美国乙烷能力的买家。因此，若乙烷被加征进口关税，美国乙烷出口将面临严重受阻，为维持出口渠道通畅，美国离岸价有望下调，与关税成本形成对冲。同时，我们认为乙烷获得关税豁免概率较大，一方面，我国乙烷进口来源单一，短期较难找到替代；另一方面，乙烷在国家绿色转型中具有重要地位，国家对烯烃原料轻质化发展也是引导和鼓励态度，此前2024年12月底国务院关税则委员会就曾公告将乙烷进口关税税率从原来的2%下调至1%。

卫星化学：C3一体化布局提升抗风险能力，C2多举措降低关税风险。卫星化学是国内轻烃龙头，C3方面，除PDH外，公司向下游布局了聚丙烯、丙烯酸及酯、SAP、高分子乳液等一系列深加工产品，上下游配套完善将有效提升抗风险能力。C2方面，公司乙烷主要来自美国，目前对原产于美国的进口商品加征关税尚未正式生效，公司目前已制定三套方案：一是积极与相关部门反应，争取乙烷不列入加征关税清单；二是如列入加征清单，公司将第一时间争取豁免；三是如对乙烷加征关税，公司将采取来料加工、乙烯换货等业务模式应对加征84%关税的影响，据公司方案测算全部采用来料加工模式，主要增加产品出口的物流费用，预计增加成本3%-5%，将关税影响降到较低水平。

3.4 轮胎：美国高度依赖进口，在墨西哥美国等区域有布局企业有望受益

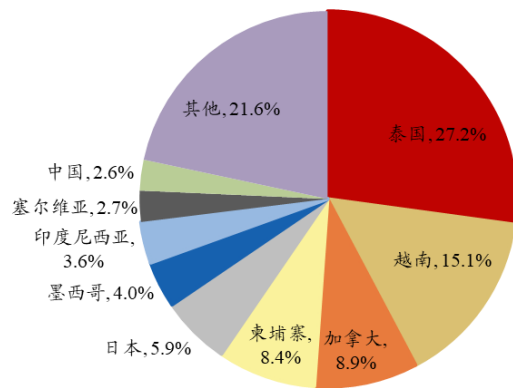
美国轮胎高度依赖进口，东南亚等为主要出口区域。据 USTMA 数据，2024 年美国半钢轮胎需求 2.65 亿条，进口 1.69 亿条，进口比例高达 63.7%。半钢轮胎主要从泰国、墨西哥、越南、印度尼西亚、加拿大、柬埔寨、韩国、日本等国家进口，占比分别为 25.1%、13.6%、9.2%、7.9%、6.8%、5.3%、5.3%、5.1%。全钢轮胎方面，2024 年美国轻卡及全钢需求 0.73 亿条，进口 0.59 亿条，进口比例高达 81.0%。全钢轮胎主要从泰国、越南、加拿大、柬埔寨、日本、墨西哥、印度尼西亚等国家进口，占比分别为 27.2%、15.1%、8.9%、8.4%、5.9%、4.0%、3.6%。

图15：2024年美国半钢轮胎进口数量占比情况（%）



资料来源：USITC，浙商证券研究所

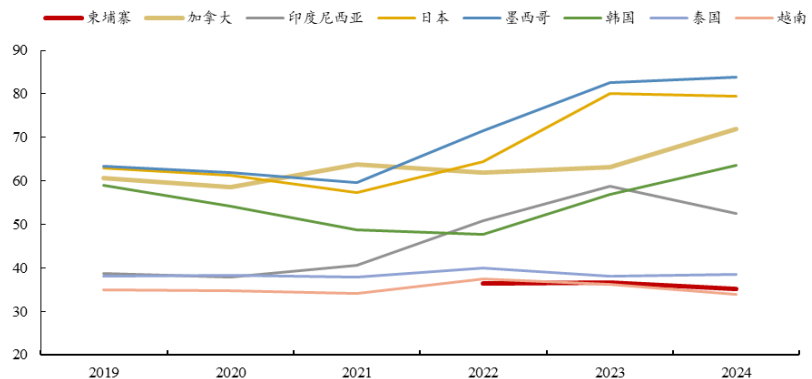
图16：2024年美国全钢轮胎进口数量占比情况（%）



资料来源：USITC，浙商证券研究所

美国拟对轮胎加征关税，在美国墨西哥等区域轮胎或有望受益。美国发布文件拟自 4 月 3 日开始对进口汽车和汽车零部件（含轮胎）加征 25% 的关税，除根据 USMCA（美墨加协定）享受优惠待遇的区域，其他所有区域出口到美国的轮胎都加征 25% 关税。上述关税政策下，在墨西哥（赛轮轮胎等）以及美国本土有轮胎产能布局的公司有望直接受益，长期来看关税政策或将推动美国终端轮胎价格上涨，消费降级背景下东南亚等高性价比轮胎依然有望保持较高市占率。

图17：2019年以来各个国家出口到美国半钢轮胎均价（美元/条）

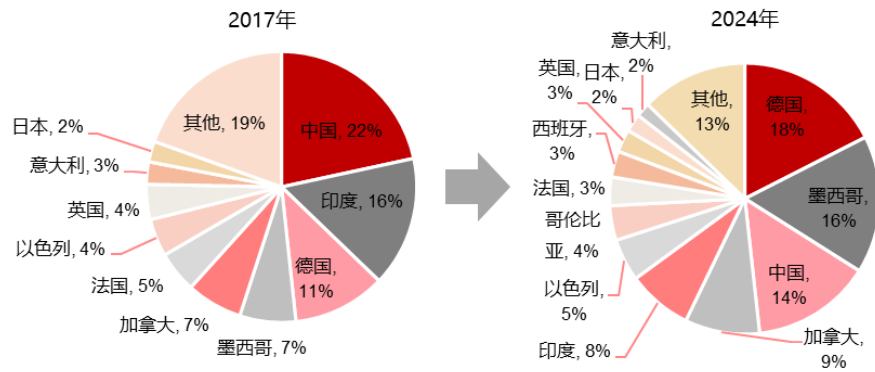


资料来源：USITC，浙商证券研究所

3.5 农药：中国在全球地位难以撼动，预计关税影响相对可控

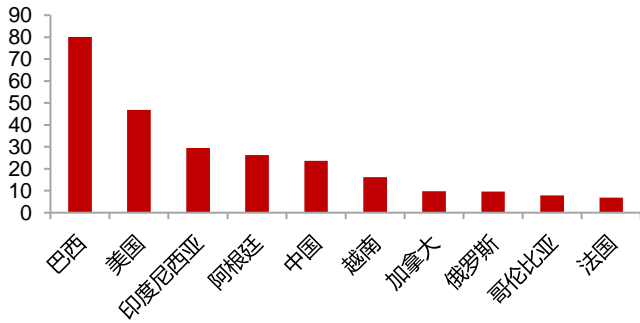
美国为全球重要农药消费国，近几年我国占美国农药进口比例波动下滑。根据 statista 统计，2022 年，全球农药消费量为 369 万吨，其中美国以 46.8 万吨的消费量位居第二，是全球的重要农药消费国。从美国的主要农药进口国家来看，中国、印度、德国、墨西哥、加拿大位居前列。其中中国自 2018 年后受美国对中国农药加关税、反倾销税和反补贴税影响，中国对美国农药出口整体呈现下滑趋势（20-21 年期间因为海外停摆占比提升）。

图18：美国主要农药进口国家变化



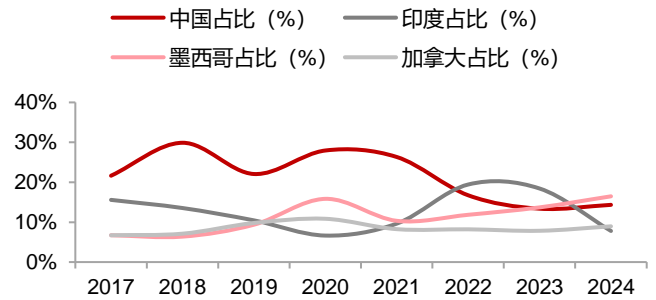
资料来源：UN Comtrade、浙商证券研究所

图19：美国是全球第二大农药消费国（单位：万吨）



资料来源：statista、浙商证券研究所 注：2022 年

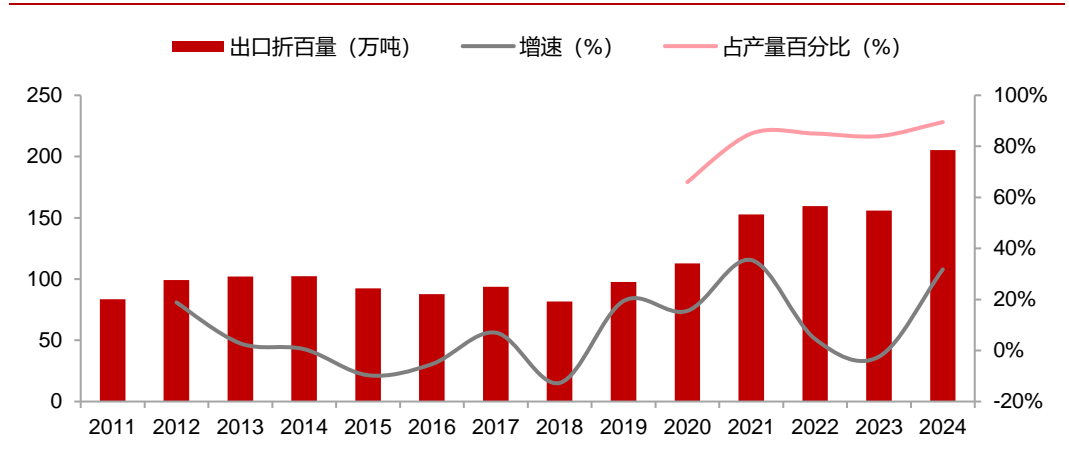
图20：2018年后中国占美国农药进口比例波动下降



资料来源：UN Comtrade、浙商证券研究所

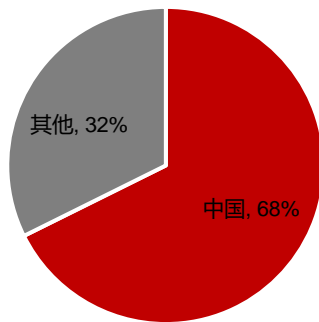
中国农药出口依然强劲，全球地位难以撼动。2024 年，中国农药产量（折百量，下同）230 万吨，同比增长 32%，出口 205 万吨，占整体产量的 90%。近两年我国农药在美国市场的份额有所下降，但与之相对的是，我国出口量持续创新高，表明了中国农药行业的强大竞争力。展望后续，如果高额关税落地，我们预计影响仍相对可控，主要基于以下几点：1) 我国供应美国以原药为主，下游跨国制剂厂商通过转口贸易或者通过不同市场的供应链管理保证了我国原药的正常出口；2) 相比原药，登记等门槛形成的最终价格较高，且部分农药产品属于豁免清单。当前，我国农药产业仍处于周期低谷，且考虑到我国拥有全球近 70% 的农药原药产能及强大的成本优势，我国农药全球地位难以撼动。

图21: 24年中国农药出口量创历史新高



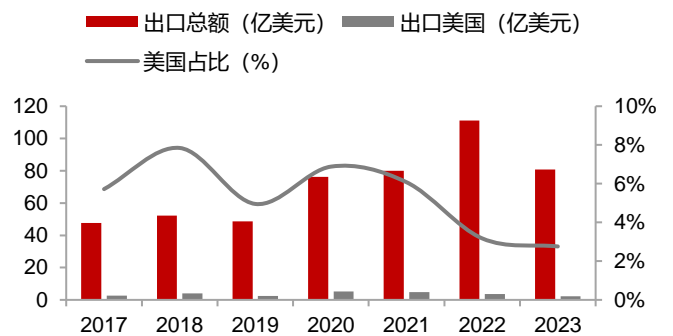
资料来源: 中国农药行业协会、浙商证券研究所

图22: 2022年中国拥有全球近70%的农药原药产能



资料来源: statista、Wind、浙商证券研究所

图23: 中国农药出口美国占整体比例较低

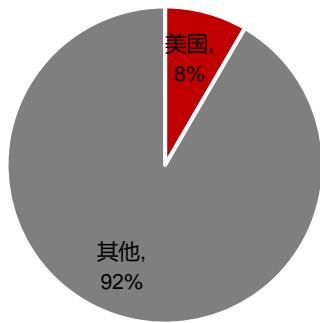


资料来源: UN Comtrade、浙商证券研究所

3.6 制冷剂: 直接出口无实质影响, 间接出口或有影响但占比较低

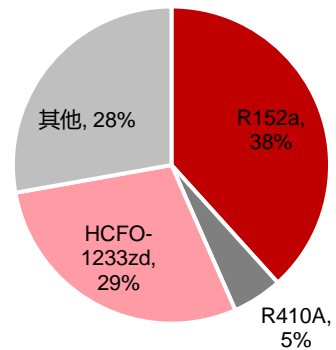
美国加征关税影响对于国内制冷剂直接出口并无实质影响。2021年美国“AIM法案”针对18种HFC化合物明确减排要求, 美国环境保护局(EPA)配额分配方法利于美国减少产品进口, 且从中国出口到美国的HFCs产品已经受到了高额的反倾销反补贴关税及301关税的限制, 反倾销反补贴关税和301关税叠加适用, 高额税率阻碍从中国进口。HFO系列国内生产企业主要为美国企业霍尼韦尔以及科慕。其他相关制冷剂出口量微乎其微, 由此美国加征关税影响对于国内制冷剂直接出口并无实质影响。

图24: 24年1-10月中国制冷剂直接出口美国占比8%



资料来源: 氟化工产业园、海关总署、浙商证券研究所

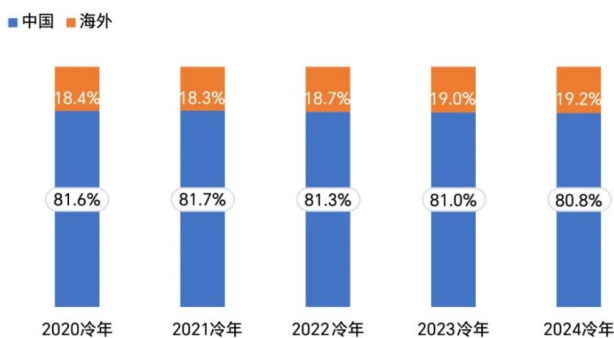
图25: 24年1-10月中国制冷剂出口美国产品情况



资料来源: 氟化工产业园、海关总署、浙商证券研究所

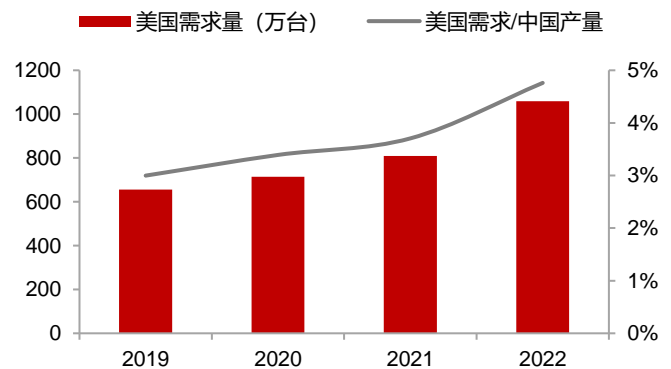
间接出口或有影响但占整体产量比例较低。自2025年4月9日起,我国输美白色家电产品适用的关税税率极有可能攀升至55.8%-112.2%的高位区间,其中空调和冰箱冷柜产品的关税普遍将达到80%左右,预计会对未来中国家电出口美国市场产生影响。但整体而言,我国在全球家用空调市场份额维持在80%左右,市场地位稳固,相比而言,美国空调需求占比相对较低,对制冷剂内贸需求或有一定影响,但影响有限。此外,目前中国是全球最大的HFCs生产、消费和出口国。根据《蒙特利尔议定书》基加利修正案,HFCs产品供给配额受限,且当前四代制冷剂因为技术、价格等原因短期难以完全替代三代制冷剂,中国制冷剂企业具备较高话语权。

图26: 我国家用空调销量全球占比达80%



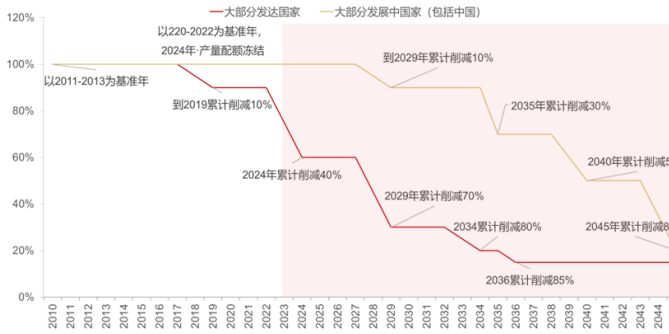
资料来源: 产业在线、浙商证券研究所

图27: 美国家用空调需求占我国总产量



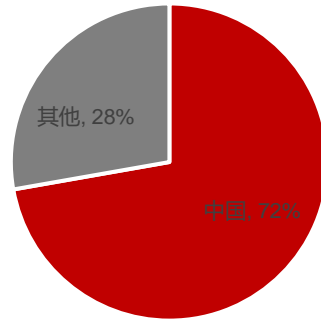
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图28: 全球制冷剂配额受《蒙特利尔议定书》基加利修正案控制



资料来源:《蒙特利尔议定书》基加利修正案、浙商证券研究所

图29: 中国 2023 年含氟制冷剂占全球主导地位



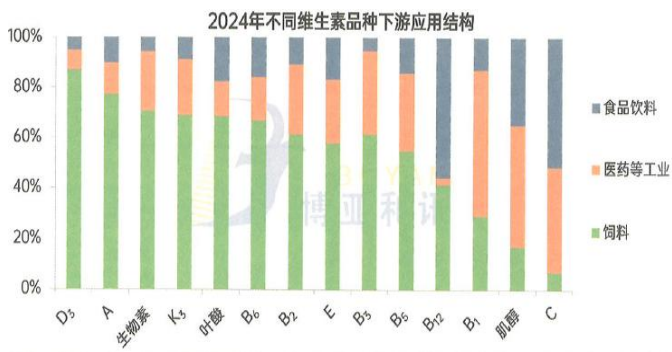
资料来源: 制冷快报、Mordor Intelligence、浙商证券研究所

3.7 维生素: 中国产能无可替代, 豁免对等关税

中国维生素产能全球占比 8 成。中国是全球维生素最大生产国, 特别是维生素 B 族、维生素 E、维生素 C 和维生素 A 等品种, 在全球市场中占据重要地位。2023 年中国维生素产量约 43.5 万吨, 同比增长 3.9%, 占全球总产量的 84.40%。其中出口量 31.5 万吨, 保障了全球维生素供应。

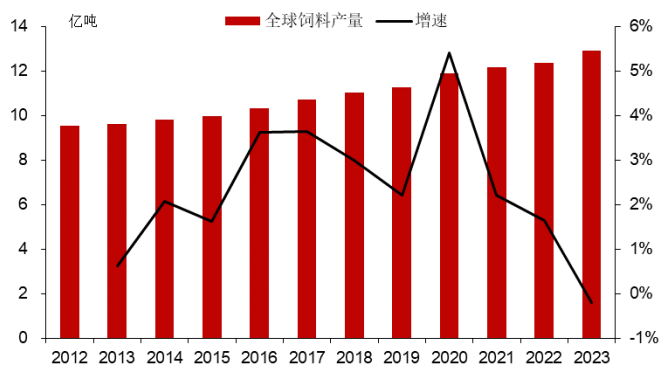
维生素需求刚性。维生素产品在饲料畜牧、医药化妆品和食品饮料三个领域应用广泛, 除了维生素 B12、B1、C、肌醇等少数品种外, 大部分维生素品种在饲料畜牧中的应用所占比例超过 60%。全球饲料产量年均增长 2%-3%, 因此维生素需求也保持刚性增长。

图30: 大部分维生素主要用于动物饲料



资料来源: 博亚和讯、浙商证券研究所

图31: 全球饲料产量每年 2%-3%增长



资料来源: 博亚和讯、浙商证券研究所

此次对等关税对维生素豁免。维生素中国产能占全球比重 8 成, 除中国外主要是欧洲企业如巴斯夫、帝斯曼、安迪苏等, 部分维生素仅有中国生产。欧洲厂商装置老化, 能源成本上升, 市场内份额持续萎缩。2024 年 2 月全球龙头帝斯曼宣布出售包括维生素在内的动物营养部门, 巴斯夫 7 月底再次发生事故, VAVE 宣布不可抗力, 预计到 25 年下半年才能复产。维生素需求刚性, 供给收缩, 行业集中度高, 因此我们预计关税对维生素价格影响较小, 厂家完全可以通过涨价转嫁关税成本。

3.8 呈和科技：关税政策下受益标的，国产成核剂龙头乘势而上

3.8.1 中美关税政策受益者，成核剂国产进程有望加速

根据美国官方消息以及中国官方信息。美国东部时间 2025 年 4 月 8 日，美国政府宣布对中国商品加征 84% 的额外关税；北京时间 2025 年 4 月 9 日，经国务院批准，国务院关税税则委员会公布公告，中国自 2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分起，对原产于美国的所有进口商品加征 84% 关税。中美两国贸易战进一步加剧；

关税的变动对于商品的进出口、供需、价格造成较大的影响，部分行业 and 商品可能迎来较大难题，但对于部分产品和行业却是另一种利好；

根据呈和科技公司公告，以及 LP information 公司的研究报告显示，全球主要的成核剂厂商有美利肯、艾迪科、巴斯夫等，全球前三大厂商占有约 61% 的市场份额；其中北美是全球最大的成核剂市场，占有约 33% 的市场份额，之后是中国和日本，两者合计占有约 40% 市场份额；同时 2023 年中国的成核剂进口替代率仅为 30%，预计到 2025 年国产替代率仅为 34%，国产替代仍有较大增长空间；同时由于差异化竞争的原因，国产成核剂价格一直低于进口成核剂价格。

由于突发的关税问题，海外成核剂厂商出于维护利润的考量可能将会将新增的 84% 关税通过涨价的方式向下游进行传导；同时下游厂商由于海外成核剂涨价以及顺应核心产品国产化的趋势，将加大对于国产成核剂的采购，从而加速成核剂的国产化替代；

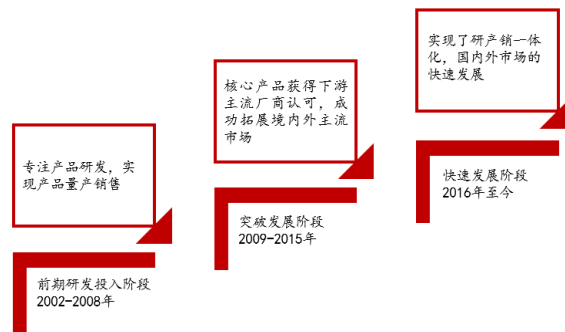
我们认为：

- 1、由于海外成核剂可能通过涨价的方式向下传导关税，国产成核剂有望跟涨；
- 2、下游厂商由于价格、国产化趋势等因素加大国产产品采购，成核剂国产化率有望加速提升；

3.8.2 深耕高分子材料助剂领域，不断突破成就行业领先

高分子助剂应用广泛，公司高速发展。公司主营产品包括成核剂、合成水滑石和 NDO 复合助剂三大类型高分子材料助剂产品，是高性能树脂材料和改性塑料的关键添加材料。产品因具有安全和环保特性被广泛应用，包括食品接触材料、医疗器械、医药包装、婴幼儿用品等领域。公司业务历经三个发展阶段：（1）2002 年至 2008 年：通过自主研发，公司成功开发和量产销售成核剂产品，（2）2009 年至 2015 年：公司实现了成核剂、合成水滑石等重要产品的研发生产突破，并成功拓展中石化、中海壳牌、北欧化工等境内外企业客户（3）2016 年至今：公司实现三大系列产品的研产销一体化。

图32： 公司进入成熟快速发展阶段



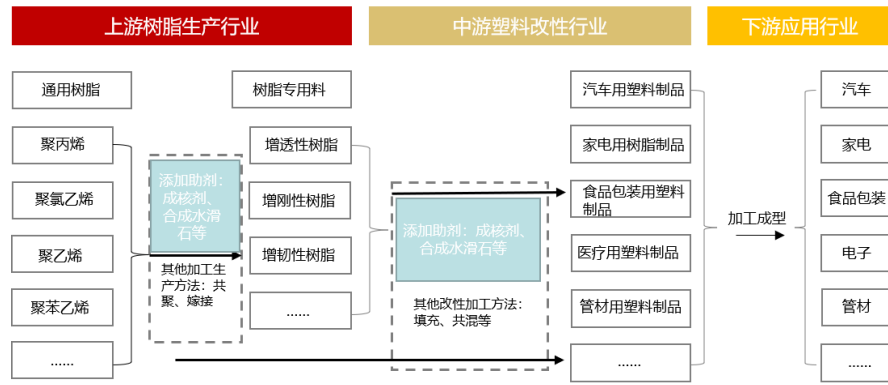
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表2： 公司产品品类介绍

产品大类	产品系列	直接下游	终端应用领域
成核剂	透明成核剂	能源化工企业、树脂改性加工企业等	食品接触材料、医疗器械、婴幼儿用品、家居家电用品等
	增刚成核剂		汽车部件、家居家电用品等
	β晶型增韧成核剂		医疗器械、汽车部件、锂电池材料、家具家电用品、建筑材料等
合成水滑石	通用合成水滑石	PVC热稳定剂加工企业、树脂改性加工企业、能源化工企业	食品接触材料、医疗器械、医药包装、婴幼儿用品、建筑材料等
	高透明合成水滑石	PVC热稳定剂加工企业、树脂改性加工企业	食品接触材料、医疗器械、医药包装、婴幼儿用品、家居家电用品等
	阻燃合成水滑石	阻燃剂生产企业	
NDO复合助剂	多种类型复合助剂	能源化工企业、树脂改性加工企业	多种应用领域

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图33：公司产品处在产业链中游



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.8.3 南沙项目扩建，公司产能迎来增长

根据公司2023年年报，当前公司白云厂区拥有产能35400吨，其中成核剂28660吨，合成水滑石19140吨，抗氧剂5800吨，NDO复核助剂9800吨；同时为了满足下游市场日益增长的需求，公司投建南沙工厂合计产能22200吨，其中成核剂16900吨，合成水滑石5300吨；南山工厂完成后，公司将合计拥有57600吨产能（2024年投产）；

表3：公司产能情况

主要厂区和项目	产品	设计产能	合计产能
广州白云工厂	成核剂	28660	57600
	合成水滑石	19140	
	NDO复核助剂	9800	
广州南沙工厂	成核剂	16900	22200
	合成水滑石	5300	
科澳化学	抗氧剂	5800	5800

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

我们认为：

- 1、 公司是国内呈和科技龙头企业，是成核剂国产化率提高的最大受益标的；
- 2、 南沙项目投产，为公司提供稳定的成核剂生产线，有望大量承接新订单；

3、海外成核剂如果涨价，公司产品同样也具备跟涨的潜力；

4 投资建议

针对重点行业及产品，我们通过中国产能占比、对美敞口、行业集中度、开工率、关税豁免情况、油价敏感度、受到中国对美加税影响等维度进行分析，得出结论，此次受关税影响程度由高到低依次是气头化工/聚氨酯/化纤/制冷剂/轮胎/农药，维生素暂无影响，而国内成核剂龙头则受益于中国对美加税。在受影响行业中，行业龙头具有一体化及海外基地布局等优势，同时在生产经营上具有更大调整空间，因此有望进一步降低关税风险。

行业方面，在美国对华关税大幅提升背景下，出口压力增大，外需承压，预计政府将会继续加大经济刺激力度；在政策加持下，内需有望复苏。因此，我们看好受益内需的磷肥（高股息率龙头云天化），钾肥（亚钾国际量价齐升），民爆龙头（广东宏大、江南化工、易普力）；需求刚性供给收缩的维生素龙头（新和成、浙江医药、花园生物、能特科技）；AI和芯片材料细分龙头（东材科技、新宙邦、圣泉集团）；以及受益中国对美加征关税的成核剂龙头呈和科技。

表4：重点行业及产品指标分析

重点行业及产品	中国产能全球占比	对美敞口	行业集中度(全球)	当前开工率	关税是否豁免	油价敏感度	中国对美加税影响
MDI	45%	占直接出口 22%，占间接出口 15%	CR5 90%	88%	否	较高	—
涤纶长丝	79%	占直接出口 0.1%，占间接出口 17%	国内 CR6 76%	92%	否	较高	—
轮胎	30%	东南亚占美国进口 40%，美国总需求 25%	CR3 27%	半钢 80%/全钢 66%	否	较低	—
制冷剂	70%	占直接出口 8%，占间接出口 5%	CR4 70%	配额下基本满产	部分	较低	—
农药	70%	占直接出口 3%，美国需求占全球 13%	终端制剂 CR4 65%	60%	部分	较低	—
维生素	80%			65%	是	较低	—
气头化工		—				较高	较为负面
成核剂		—				较低	正面

资料来源：百川盈孚，White House，浙商证券研究所

5 风险提示

原材料价格波动风险。行业公司经营业绩密切受到产品价格和对应原材料价格波动的影响，如果原料价格大幅上涨，而产品售价滞后调整，将会对行业盈利水平构成影响。

需求不及预期风险。行业下游需求受到宏观环境等因素影响，存在不确定性。此外，一些新项目及新产品能否落地及量产取决于行业内公司自身技术实力、市场需求变化，存在新项目或新产品需求不及预期的风险。

安全事故风险。化工企业生产所需部分原料、半成品为危险化学品，在运输、储存、生产环节均存在发生危险化学品事故的风险。如果出现因操作不当以及自然灾害等原因造成意外安全事故，会影响生产经营的正常进行。

关税政策变化不及预期风险。关税政策变化调整较快，建议关注变化不及预期风险。

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>