

政策发力，内需有望复苏

——基础化工行业2025年2季度策略

行业评级：看好

2025年3月19日

分析师	李辉	汤永俊	陈海波	李佳骏	沈国琼
邮箱	lihui01@stocke.com.cn	tangyongjun@stocke.com.cn	chenhaibo@stocke.com.cn	lijiajun@stocke.com.cn	shenguoqiong@stocke.com.cn
证书编号	S1230521120003	S1230523120009	S1230523030004	S1230524090001	S1230524100001

目录

CONTENTS

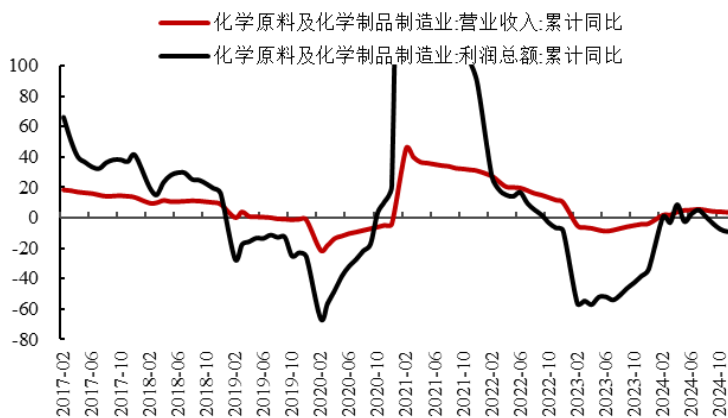
- 01 行业回顾：油价下跌，复工需求弱于预期
- 02 行业展望：出口压力增大，期待政策发力内需有望复苏
- 03 投资策略：看好维生素、化纤、磷钾肥、进口替代新材料等，关注政策催化的地产链
- 04 重点公司推荐
- 05 风险提示

01

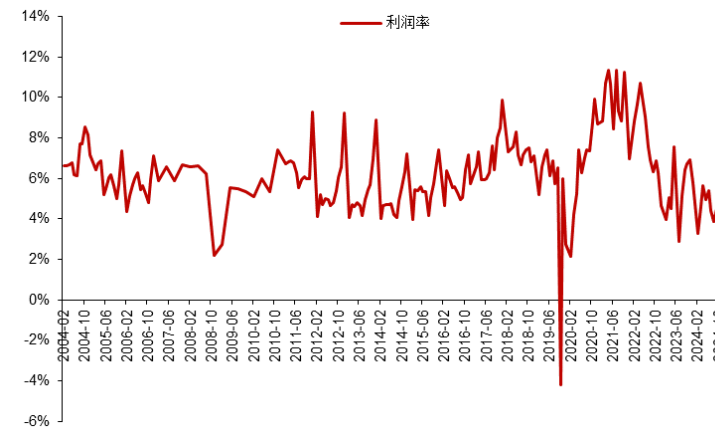
**行业回顾：油价下跌，复工需求
弱于预期**

- 2024年基础化工行业分别实现营收和利润9.2万亿和4250亿，同比增长4.2%和下滑8.6%。行业利润率4.62%降至历史低位。
- 油价下行，内需不振，化工CCPI价格指数24年5月阶段见顶后持续下行。今年初至今跌0.42%同比降7.64%。PPI持续下行，2月PPI跌至-2.7%，其中化学原料和制品为-3.6%，化纤为-4%，橡胶塑料为-1.4%。降幅逐渐收窄。

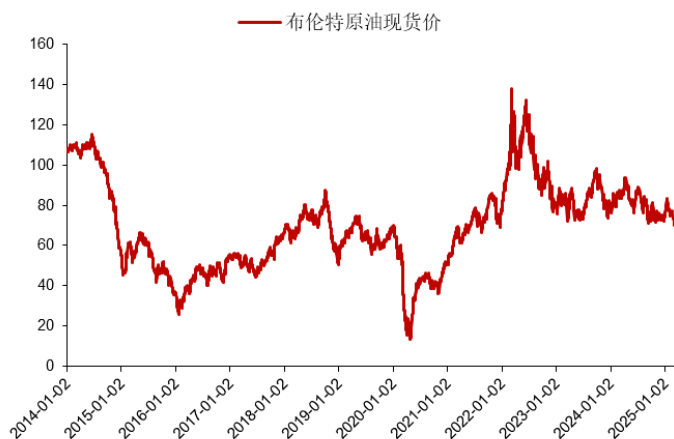
图：化工行业24年增收不增利（%）



图：化工行业利润率降至历史低位（%）



图：油价持续回落（美元/桶）



图：化工PPI持续回落（%）



图：化工品价格指数持续下跌



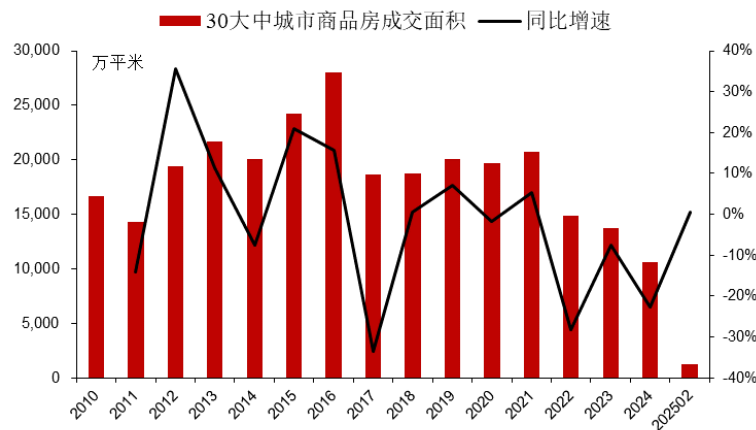
地产：2025年前2月，我国30大城市新房销售面积1219万平，同比增长0.56%，深圳、北京、广州二手房成交同比明显改善

家电：以旧换新政策拉动，家电各大类产量均不同程度增长。2024年，彩电产量同比增长4.6%，空调同比增长9.7%，冰箱增长8.3%，洗衣机增长8.8%。

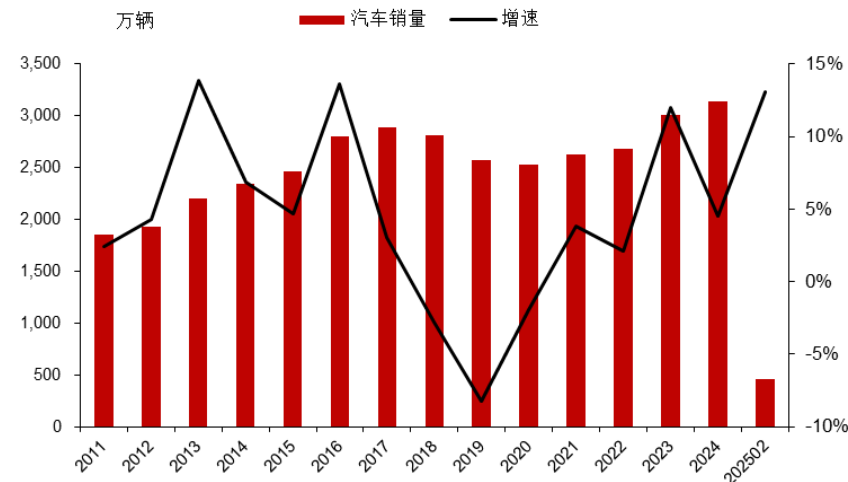
汽车：2025年前2月，中国汽车销量455.2万辆，同比增长13.1%

纺织服装：2024年纺服行业收入同比增速2.8%，增速企稳回升。

图：30大城市新房销售企稳



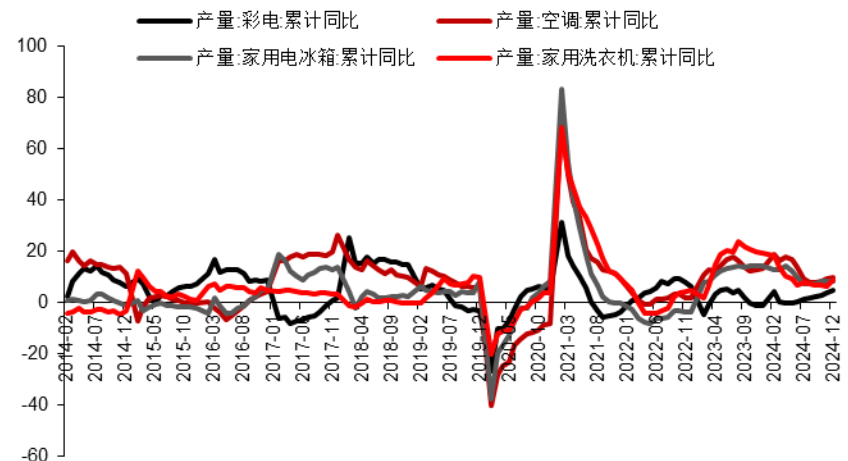
图：汽车产量平稳增长（万辆，%）



图：纺织服装行业低速增长



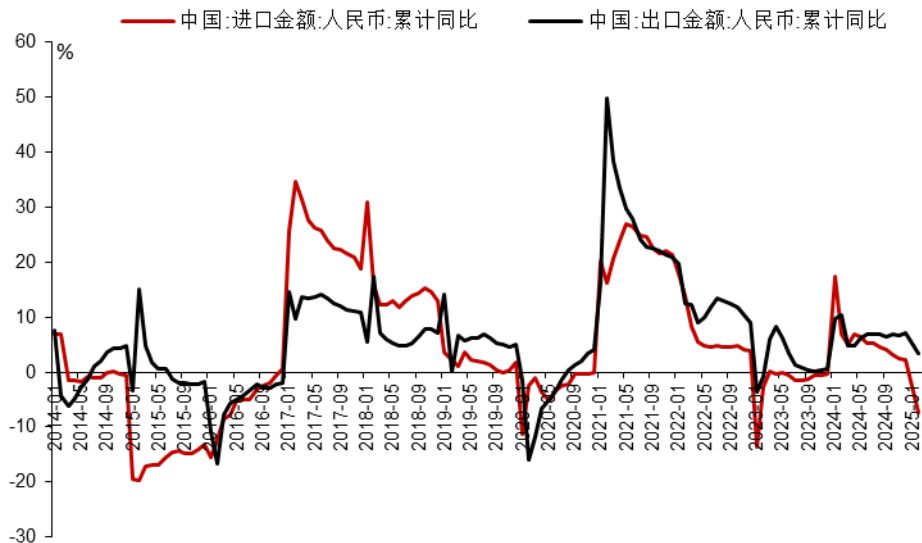
图：家电产量增速回升（%）



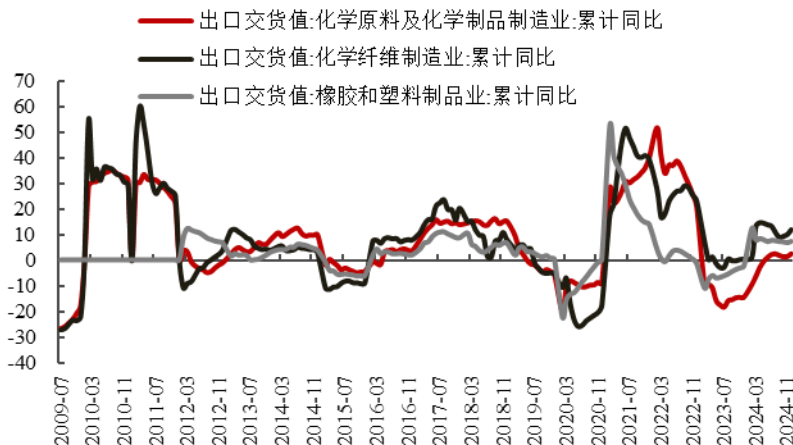
据海关总署数据，25年前2月中国人民币计价出口金额3.88万亿元，同比增长3.4%，进口金额2.66万亿，同比下降7.3%。

24年中国化工行业出口增速企稳。化学原料及制品、化学纤维和塑料橡胶制品分别增长2.7%/12.1%/7.3%。随着中美贸易摩擦加剧，预计25年化工品出口增速或将回落。

图：24年中国出口依然保持韧性



图：中国化工行业出口增速企稳（%）



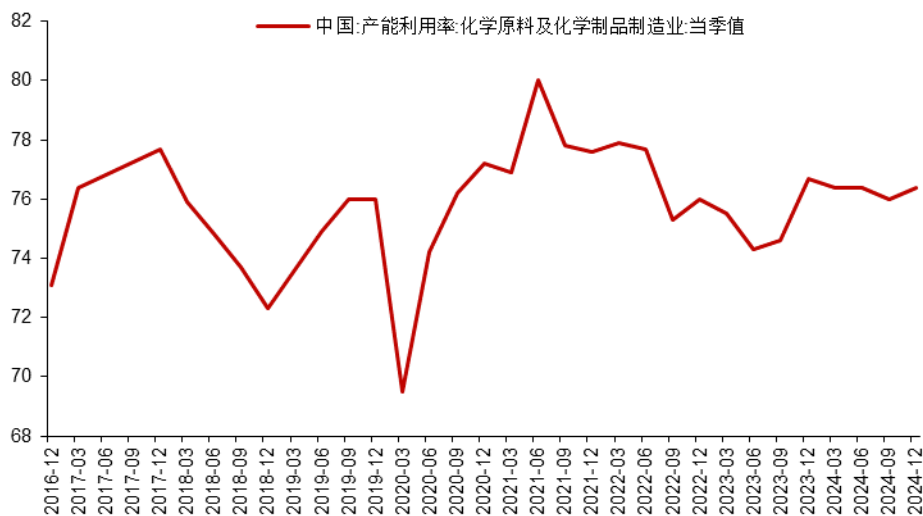
据统计局数据，24年化学原料与制品行业固定资产投资同比增长8.6%，化纤行业投资同比增长4.7%，增速较近3年明显回落。

24年化学原料与制品行业开工率76.3%，略高于17年至今均值75.8%。随着投资增速放缓，财政发力拉动内需复苏，行业开工率预计有望见底回升

图：投资增速有望见顶回落



图：投资放缓+内需复苏，行业开工率有望见底回升



02

**Q2展望：出口压力增大，期待政
策发力内需有望复苏**

表1：特朗普贸易政策

国家	具体内容
加拿大、墨西哥	特朗普于当地时间2月1日签署行政令，对进口自墨加两国的产品加征25%的关税。2月3日，特朗普宣布对两国加征关税措施暂缓30天实施，并继续进行谈判。2月10日，特朗普继续签署行政令，宣布对所有进口至美国的钢铁和铝征收25%关税。当地时间3月6日，美国总统特朗普签署对墨西哥和加拿大关税的修正案，使符合“美国-墨西哥-加拿大协定”（美墨加协定）的产品免征关税，直至4月2日。
中国	美国总统特朗普1日签署行政令，对进口自中国的商品加征10%的关税。美国东部时间3月3日，美方宣布以芬太尼等问题为由，自3月4日起对中国输美产品再次加征10%关税

贸易政策

资料来源：央视新闻，浙商证券研究所

表2：特朗普能源政策。

宣布美国将再次退出旨在应对气候变化的《巴黎协定》。

宣布美国首次在全国范围内进入能源紧急状态。根据行政令，联邦政府机构有权动用应急权加快能源生产和能源基础设施建设。行政令还鼓励在联邦政府土地和水域进行能源勘探和生产。

终结拜登政府“绿色新政”。根据行政令，所有联邦机构被要求立即暂停以拜登政府时期通过的两项法案为依据拨付资金，包括为建设电动汽车充电站提供资金。

资料来源：新华社，浙商证券研究所。

美国总统特朗普2025年2月1日签署行政令，对进口自中国的商品加征10%的关税。美国东部时间3月3日，美方宣布以芬太尼等问题为由，自3月4日起对中国输美产品再次加征10%关税。上述关税落地，短期将对我国商品出口造成一定压力。

此外特朗普另一竞选主张是恢复积极的石油和天然气开发，要扩大国内石油和天然气生产和出口。近期特朗普正积极谈论如何结束俄乌冲突，俄乌冲突缓和预期下，全球油价有所下行。油价下行将拖累化工品价格表现，煤化工和气头化工品等价差也会受到影响。

时间	部门	内容
2024年9月24日	央行、金融监管总局、证监会	降低存款准备金率和政策利率，降低存量房贷利率，创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展，发布促进并购重组的措施等
2024年9月29日	中国人民银行等	降准、降低存量房贷利率、统一房贷最低首付比例、研究允许政策行、商业银行贷款支持有条件企业市场化收购房企土地等
2024年10月8号	国家发改委	系统落实一揽子增量政策
2024年10月12日	财政部	宣布一揽子增量政策举措即将推出，以加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展
2024年10月17日	五部联合发声	取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准；降低住房公积金贷款利率、降低住房贷款的首付比例、降低存量贷款利率、降低“卖旧买新”换购住房的税费负担；新增实施100万套城中村改造和危旧房改造、年底前将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿等
2024年11月8日	全国人大常委会	安排6万亿元债务限额置换地方政府存量隐性债务；从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元；2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。
2024年11月13日	税务总局	将各地区土地增值税预征率下限统一降低0.5个百分点。调整后，东部地区为1.5%，中部和东北地区为1%，西部地区为0.5%。
2025年3月7日	2025政府工作报告	安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新
2025年3月16日	中共中央办公厅、国务院办公厅	发布《提振消费专项行动方案》，提到要用好超长期特别国债资金，支持地方加力扩围实施消费品以旧换新，同时要持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造

2024年9月以来，国家多部门出台了一系列政策，拟加大宏观政策逆周期调节力度，进一步扩大内需，促进房地产市场止跌回稳等。

25年3月，2025年政府工作报告提到将安排超长期特别国债3000亿元用于支持消费品以旧换新。3月16日中共中央办公厅等发布《提振消费专项行动方案》，提到要用好超长期特别国债资金，支持地方加力扩围实施消费品以旧换新；持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造等。随着上述地产和消费刺激政策逐渐落地，内需有望进一步复苏。

截至25年3月19日，当前申万基础化工整体板块PE(TTM)、PB分别为22.8倍、1.88倍，PE处于历史70.8%分位数水平，PB处于历史15.4%分位数水平，我们认为市场已经反应基本面的悲观预期。

图：化工行业PE走势



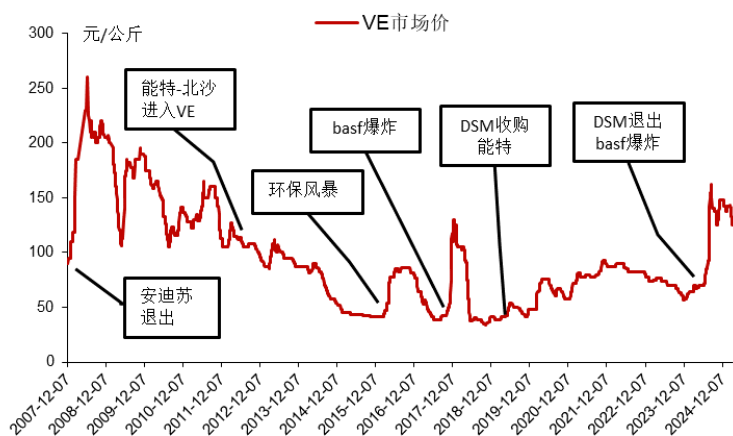
图：化工行业PB走势



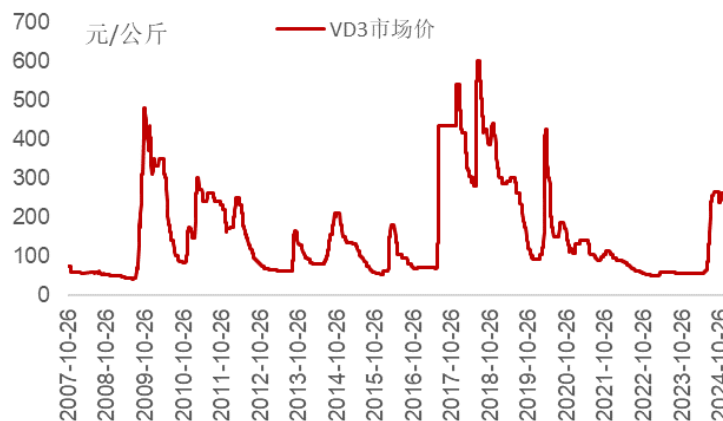
03

投资策略：看好维生素、化纤、磷钾肥、进口替代新材料等，关注政策催化的地产链

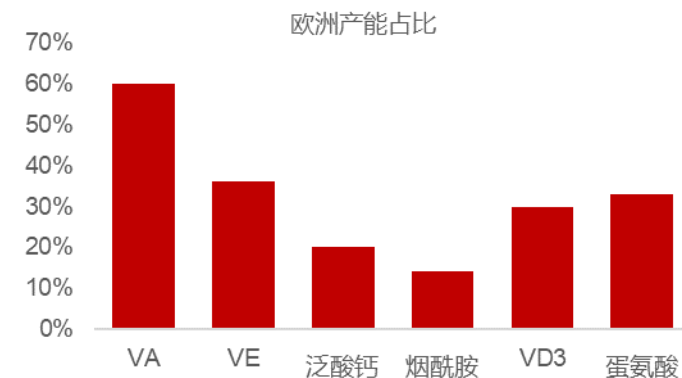
图：VE价格历史走势回顾



图：24年VD3价格高位运行



图：VA、VE、VD3和蛋氨酸欧洲产能占比较高



图：巴斯夫VAVE不可抗力

时间	内容
2024年7月29日	巴斯夫路德维希港基地发生爆炸
2024年8月1日	不排除VA、VE不可抗力事件发生
2024年8月7日	宣布VA、VE不可抗力
2024年8月21日	VA、VE装置启动可能在2025年1月之后
2024年10月17日	预计VA在25年4月初，VE在25年7月初恢复生产

需求稳定，维生素的大行情主要由供给驱动。

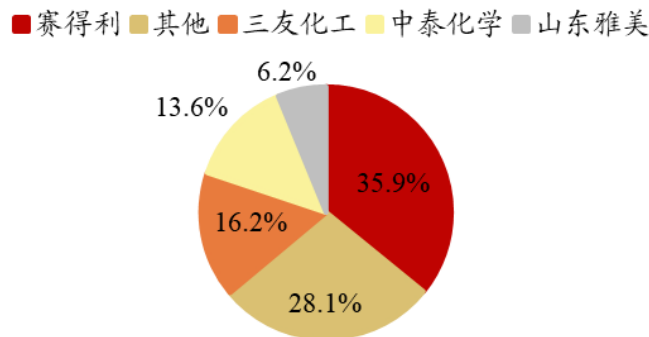
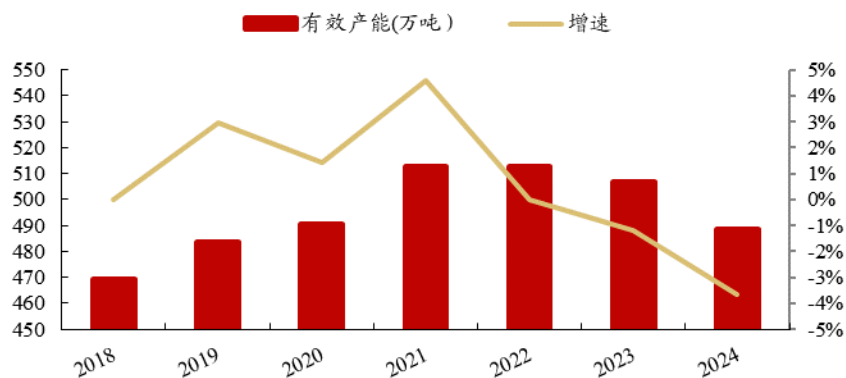
欧洲装置老化，运行不稳定，BASF多次发生事故，导致VAVE价格大幅上涨。目前VA\VE\VD3和蛋氨酸欧洲产能占比较高。

DSM拟退出，BASF事故且装置老化，看好VE和VD3价格。受益标的：新和成、浙江医药、能特科技、花园生物

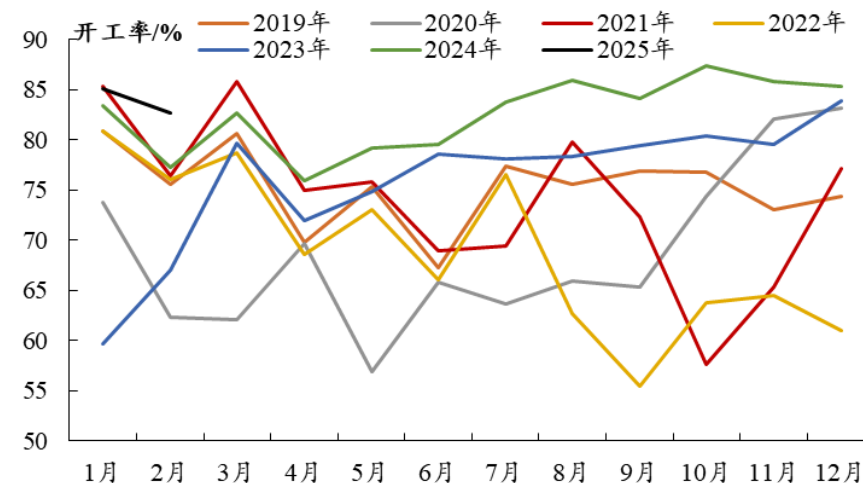
3.2

粘胶短纤：高开工低库存，看好行业盈利修复

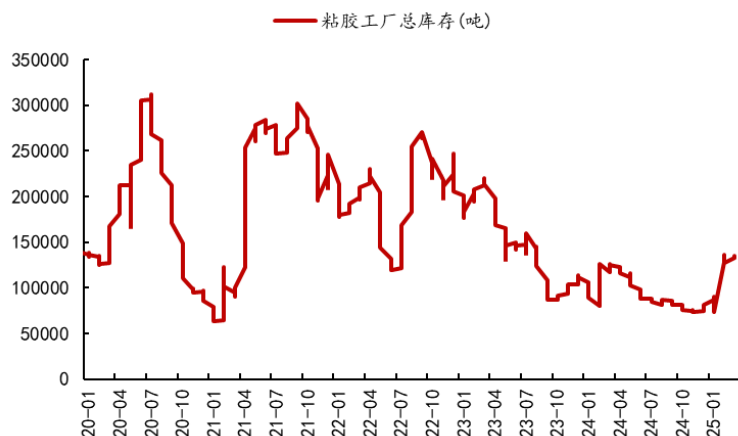
图：21年至今粘胶短纤行业无新增产能（万吨，%） 图：粘胶行业供给集中度高（2024年）



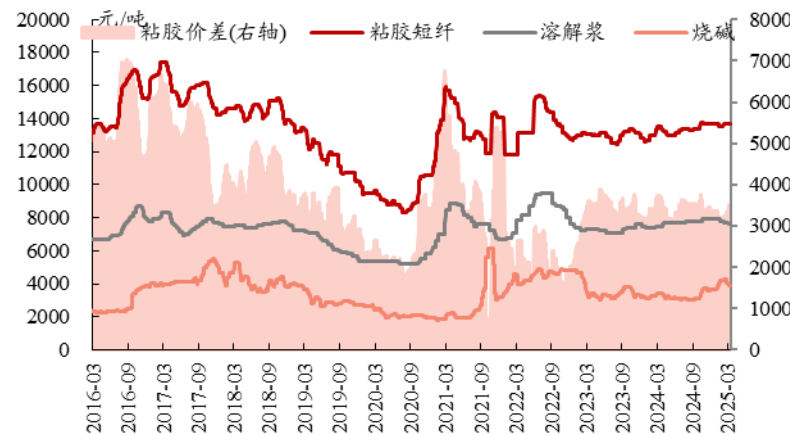
图：24年至今开工率处于同期高位



图：粘胶库存处于偏低水平（吨）



图：看好粘胶盈利修复（元/吨）



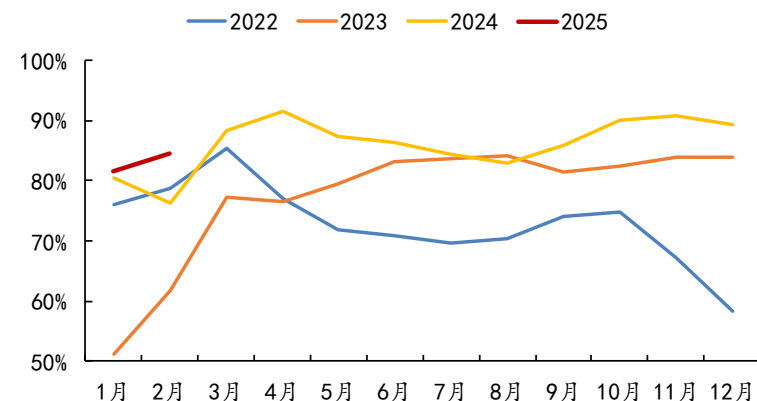
粘胶短纤行业集中度高，且近年无新增产能。24年以来高开工低库存运行，看好粘胶盈利修复。推荐三友化工、关注中泰化学。

●资料来源：万得，百川盈孚，浙商证券研究所

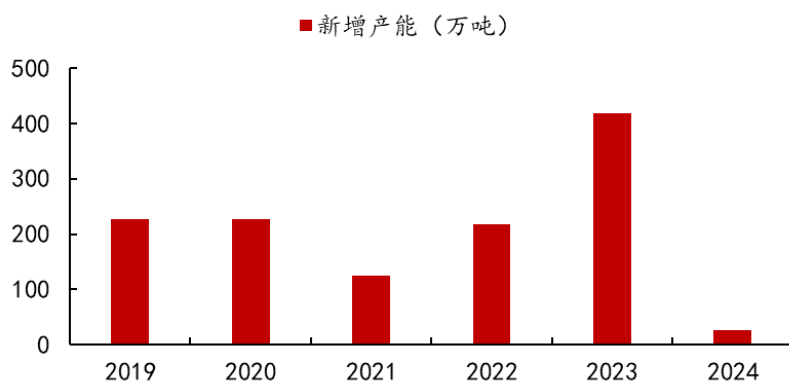
涤纶长丝产能扩张放缓：2024年开始，涤纶长丝产能扩张逐步放缓，其中2024年行业新增产能不到30万吨，而行业开工率已升至历史高位。

供需改善背景下，看好涤纶25Q2景气向上：展望2025年，供给端，由于前一年新增产能较少、同时开工率向上提升空间不大，因此长丝产量增长幅度较为有限；需求端，在政策刺激下，纺服内需有望改善，供需优化背景下，看好涤纶长丝中长期景气向上。而随着下游春夏装订单逐步下达，涤纶长丝价差有望在25Q2持续回升。推荐桐昆股份、新凤鸣。

图：2024年涤纶长丝开工率升至近年高位



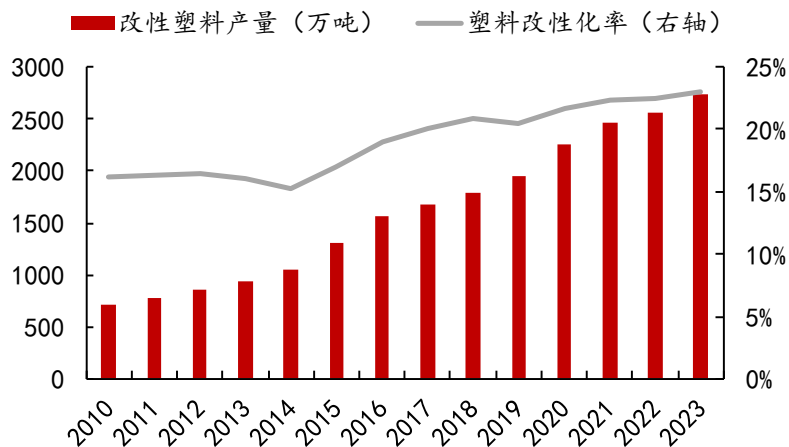
图：2024年行业新增产能放缓



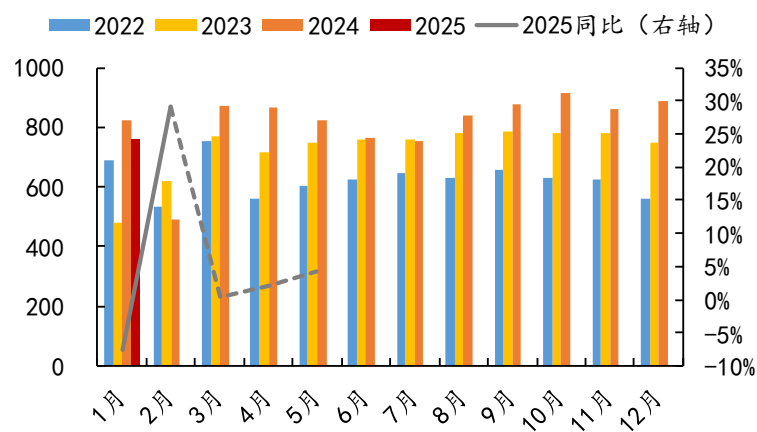
表：涤纶长丝景气长期向上

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
产能 (万吨/年)	3555	3679	3897	4316	4343	4493	4648
开工率 (%)	77.6%	81.9%	72.6%	74.5%	85.5%	87.2%	89.0%
产量 (万吨)	2759.5	3014.9	2830.8	3216.0	3712.7	3919.2	4137.1
进口量 (万吨)	6.0	6.4	5.7	4.3	4.5	4.0	3.6
出口量 (万吨)	221.1	234.4	268.4	335.4	318.5	337.6	357.9
表观消费量 (万吨)	2544.3	2786.9	2568.1	2884.0	3398.7	3585.6	3782.8
同比增速 (%)		9.54%	-7.85%	12.30%	17.85%	5.50%	5.50%

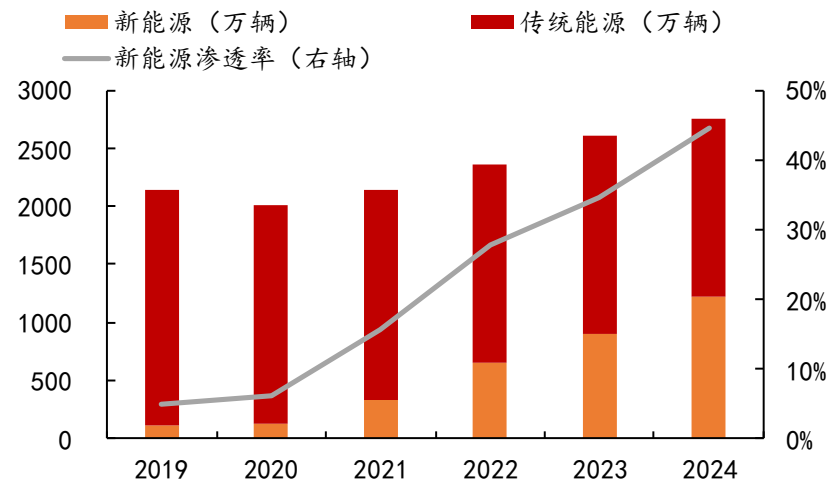
图：国内塑料改性化率仍不高（万吨，%）



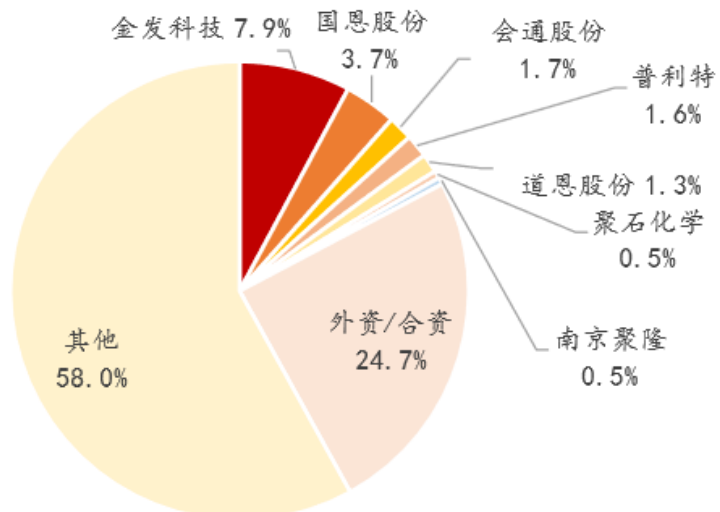
图：国内冰箱产量同比高增（万台，%）



图：国内新能源乘用车产量快速提升



图：改性塑料龙头市占率仍有较大提升空间（2023年）



以旧换新驱动改性塑料需求稳增长：改性塑料下游主要包括家电、汽车、通讯、电子电气等，随着国内以旧换新等消费刺激政策陆续出台，国内家电、新能源车、电子等消费有望提升，进而带动上游改性塑料需求稳步增长。

机器人、低空带来新增量：低空经济、机器人的高速发展给改性塑料行业带来需求新增量，同时更具更优性能、更高附加值的PEEK、PPS等材料使用比例也将进一步提升。

看好行业龙头高速成长：目前，国内改性塑料龙头企业市占率较低，金发科技在国内市占率仅7.9%。随着国内头部企业综合竞争力持续提升，有望对外资形成有效替代；同时，随着下游家电等纷纷出海，上游改性塑料企业也有望逐步提升海外市场份额，实现高速增长。推荐金发科技，关注会通股份、沃特股份、国恩股份、江苏博云等。

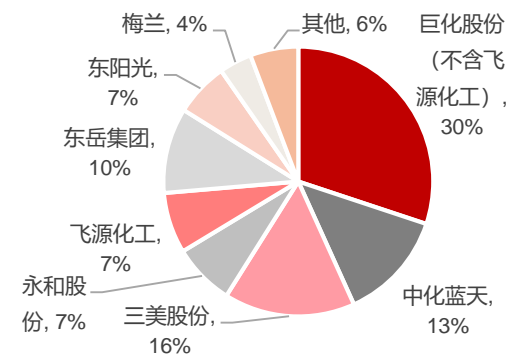
国内氟制冷剂需求量预计稳步提升。受益于以旧换新政策延续，国内空调预计保持稳步增长，此外，随着新能源汽车渗透率提升，带动汽车行业整体增长，均对制冷剂需求形成较强支撑。

二代配额加速收缩，三代有望受益。根据《蒙特利尔议定书》及《基加利法案》，三代制冷剂进入削减配额周期，发展中国家逐渐削减二代制冷剂。目前三代制冷剂行业产能集中度高，供需紧平衡下，产品价格中枢有望持续上行。建议关注巨化股份、东岳集团、三美股份、永和股份、金石资源等。

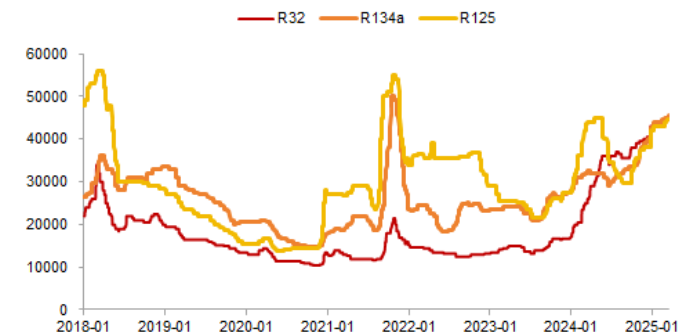
表：国内制冷剂市场整体需求预测

		2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	
冰箱	空调产量（万台）	21065	21836	22247	24487	19508	20483	31046	
	新空调	制冷剂新装充注量（kg/台）	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
		新产空调制冷剂需求（万吨）	19.0	19.7	20.0	22.0	17.6	18.4	28.1
	维修	空调维修量（万台）	11632	12967	13234	13342	13441	13540	13922
		制冷剂维修充注量（万吨）	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
		维修空调制冷剂需求（万吨）	10.5	11.7	11.9	12.0	12.1	12.2	12.5
汽车	汽车产量（万台）	2463	2653	2748	3011	3128	3285	3491	
	新车	制冷剂新装充注量（kg/台）	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70
		新车制冷剂需求（万吨）	1.7	1.9	1.9	2.1	2.2	2.3	2.4
	维修	汽车维修量（万台）	5468	5884	6237	6424	6617	6815	7084
		制冷剂维修充注量（万吨）	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70
		维修汽车空调制冷剂需求（万吨）	3.8	4.1	4.4	4.5	4.6	4.8	5.0
冰箱冷柜	冰箱产量（万台）	9015	8992	8664	8751	8839	8927	8893	
	冰箱	制冷剂新装充注量（kg/台）	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
		新产冰箱制冷剂需求（万吨）	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
	冷柜	冷柜产量（万台）	3042	2906	2260	2283	2306	2329	2186
		制冷剂新装充注量（kg/台）	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
		新产冷柜制冷剂需求（万吨）	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
发泡剂等	发泡剂等制冷剂需求（万吨）	9.9	10.6	10.8	11.5	10.3	10.7	13.5	
出口	制冷剂出口需求（万吨）	36.6	35.1	37.0	38.9	40.8	42.8	44.0	
	合计	82.2	83.7	86.7	91.6	88.3	91.9	106.3	

图：三代制冷剂产能相对集中



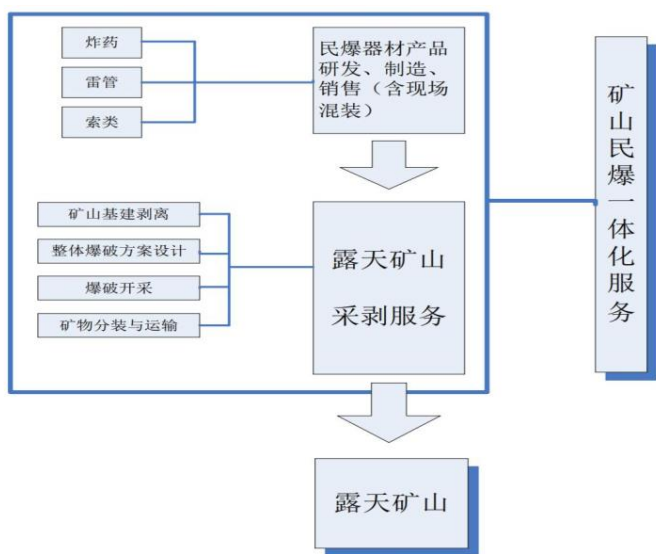
图：三代制冷剂价格明显抬升（元/吨）



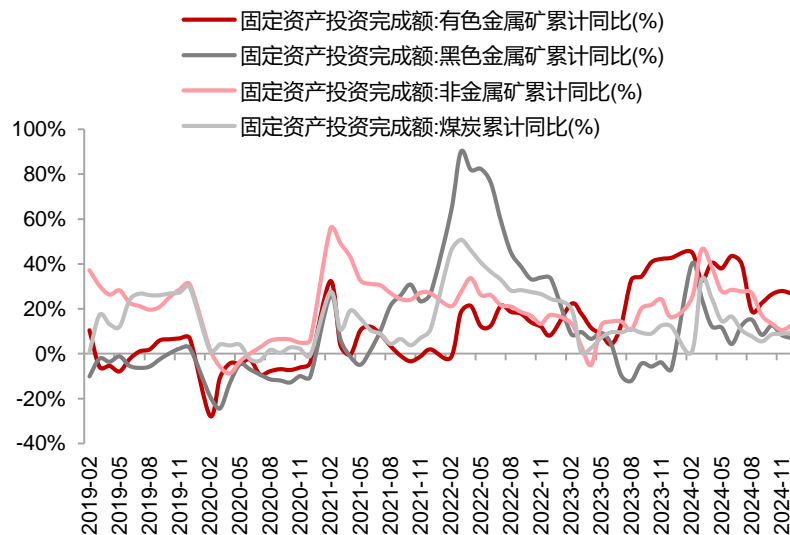
民爆是受管控的基础性行业。1) 民爆物品 70%左右用于煤炭、金属和非金属三类矿山的开采，有望受益于内需提振。2) 民爆器材具有易燃、易爆、高危等特点，我国实行许可证制度，行业具有高准入、强监管、区域性等特征。

行业供需共振，价值有望重估。政策驱动叠加一体化布局，龙头企业陆续完成重大资产重组。25年作为十四五收官之年，混装炸药占比目标或驱动行业集中度加速提升。建议重点关注江南化工、易普力、广东宏大、雪峰科技等。

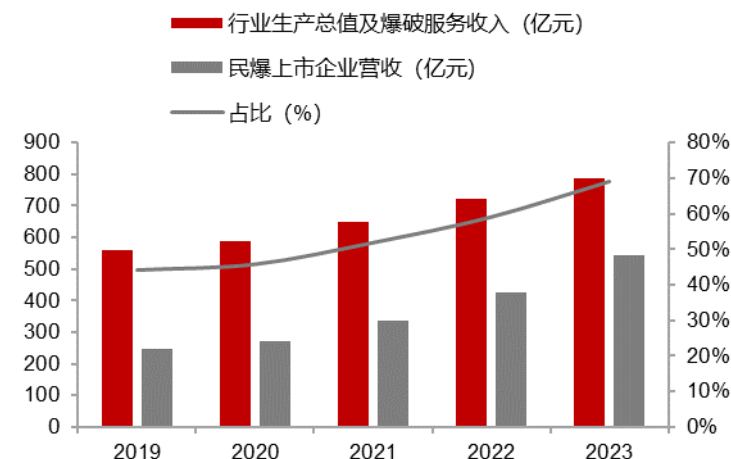
图：矿山民爆一体化服务模式



图：国内资源品固定资产投资完成额增速有所提升



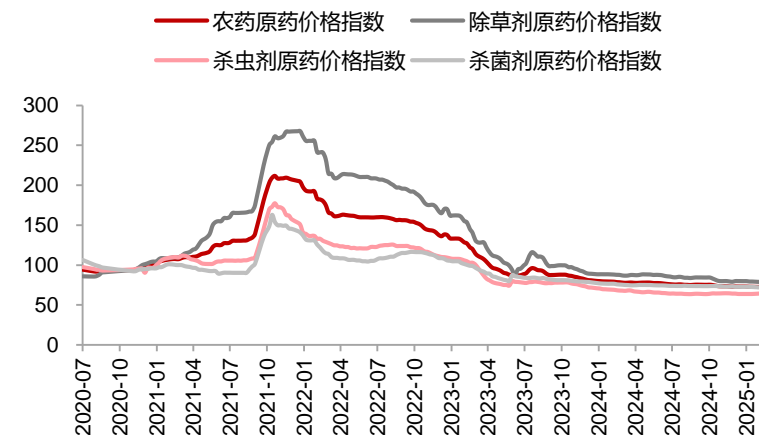
图：行业集中度逐年提升



海外库存去化基本结束，原药企业盈利预计边际好转。农药终端需求相对稳定，随着海外渠道库存去化基本结束，需求从受到压制的状态往正常状态的回归也将会带来温和的需求恢复，目前部分品种陆续涨价或为行业反转的先导指标。

中国创制药发展迅速，未来业绩有望逐步兑现。我国农药正在经历世界加工厂向自我创造的转变。2022年英文通用名获WHO和ISO批准的农药新品种中，中国创制的农药品种占比达到了46.7%。我们预计未来几年国内农药创制药企业的业绩将逐步兑现，建议重点关注扬农化工、江山股份、先达股份、利民股份、中旗股份等。

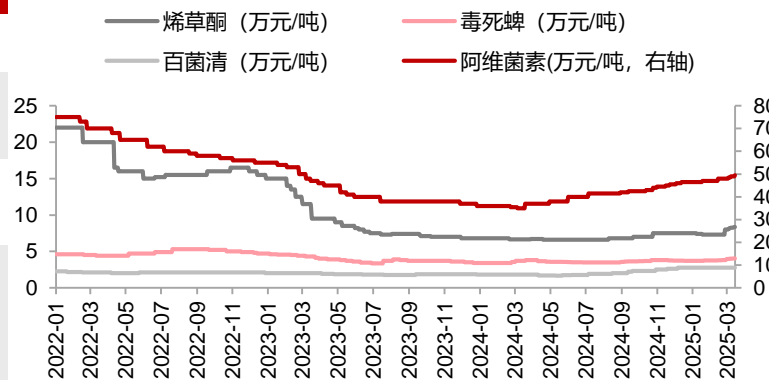
图：农药原药价格指数基本见底



图：草甘膦反内卷会议

项目	目标
构建一套科学的长效机制	有效应对当前及未来可能面临的各种风险与挑战，确保草甘膦行业的稳定发展
建立并实施科学合理的市场机制	强化对市场供需关系的精准调控。通过引导资源向高效、环保的生产环节流动，有效替代当前低效无序的市场竞争模式，促进产业的优化升级和健康发展
深化行业自律与行政监管的有机结合，形成多方行为的监督与管理，打击不正当竞争行为，维护公平竞争的市场环境	充分利用行政手段、市场机制和技术手段，加强对市管的有机结合，形成多方行为的监督与管理，打击不正当竞争行为，维护公平竞争的市场环境
积极借用现代化技术手段	如大数据、人工智能、物联网等，对产能结构进行优化升级，解决行业发展中面临的实际难题。通过智能化改造、数字化转型，提高生产效率，降低能耗与排放，实现产能结构的绿色化、智能化转型，为草甘膦行业的可持续发展注入新的活力

图：部分农药产品价格逐步回暖



表：2022年ISO和WHO新公布的15种农药品种，中国占据近半壁江山

英文通用名	中文名	CAS 登录号	批准标准 ^a	开发公司	类别	专利申请日 ^b
mivorianer	米伏拉纳	2021230-37-3	WHO INN	美国礼来公司	杀虫杀螨剂	2012-05-08
modoflaner	—	1414642-93-5	WHO INN	日本三井化学农业公司	杀虫杀螨剂	2018-09-19
tigolaner	替戈拉纳	1621436-41-6	WHO INN	德国拜耳动保公司	杀虫杀螨剂	2014-02-03
umifoxolaner	尤米伏拉纳	2021230-37-3	WHO INN	法国梅里亚公司 ^c	杀虫杀螨剂	2017-08-25
spirobudifen	螺螨双酯	1305319-70-3	ISO 1750	浙江宇龙生物科技股份有限公司	杀螨剂 ^d	2011-01-07
tiorantriliprofe	硫虫酰胺	1442448-92-1	ISO 1750	浙江宇龙生物科技股份有限公司	杀虫剂	2013-01-25
flufenoximacil	氟草啶	2759011-88-4	ISO 1750	青岛清原农冠作物科学有限公司	除草剂	2020-12-11
pyriflubenzoxim	氟啶啶草醚	2760545-39-7	ISO 1750	江苏省农药工程应用研究中心有限公司	除草剂	2013-07-22
fluchloraminopyr	氟氯氨基草酸 ^e	2445980-81-2	ISO 1750	青岛清原农冠作物科学有限公司	除草剂	2019-12-20
iptriazopyrid	异丙三唑吡啶	1994348-72-9	ISO 1750	日本日产化学公司	除草剂	2014-05-30
flusulfimam	氟磺草胺	2428458-82-4	ISO 1750	青岛清原农冠作物科学有限公司	除草剂	2019-10-23
flupyroxystrobin	—	114077-75-7	ISO 1750	先正达公司	杀虫剂 ^f	1987-03-31
ledprona	—	2433753-68-3	ISO 1750	美国绿光生物科技公司	杀虫剂	2019-11-08
broclozone	溴噁草松	2766607-82-1	ISO 1750	青岛清原农冠作物科学有限公司	除草剂	N/A ^g
indolauxipyr	—	1628702-28-2	ISO 1750	美国科迪华农科	除草剂	2014-03-12

资料来源：中国农药工业协会、浙商证券研究所

●资料来源：iFind、中农立华、农药资讯网、浙商证券研究所

表1：2024年以来国家出台的相关房地产政策

时间	发布来源	具体细则	主要内容
2024.01.05	住房和城乡建设部、金融监管总局	城市房地产融资协调机制	为优质房地产融资提供保障，加快文件处理进度
2024.01.24	中国人民银行办公厅、国家金融监督管理总局	关于做好经营性物业贷款管理的通知	经营性物业贷款可用于偿还优质房企存量债务
2024.02.20	中国人民银行		5年期以上LPR下降25基点
2024.04.30	中央政治局会议	乘势而上，巩固和增强经济回升向好态势	统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施
2024.05.17	中国人民银行	全国层面房贷利率政策下限取消	自2024年5月18日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%，5年以下（含5年）和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325%。
2024.05.17	中国人民银行、国家金融监督管理局	关于调整个人住房贷款最低首付比例政策的通知	对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%。
2024.9.24	中国人民银行	降息降准货，币政策发力支持稳增长	降低存量房贷利率，二套房最低首付比例15%。
2024.10.12	财政部	促进房地产市场止跌回稳，严控增量、优化存量、提高质量	叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳。
2024.10.17	住房和城乡建设部、财政部、自然资源部、人民银行、金融监管总局	四个取消、四个降低、两个增加	四个取消：取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。 四个降低：降低住房公积金贷款利率；降低住房贷款的首付比例，统一一套、二套房贷最低首付比例到15%；降低存量贷款利率；降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。 两个增加：新增实施100万套城中村改造和危旧房改造、将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿。
2024.11.13	财政部、税务总局、住房和城乡建设部	关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告	所有城市契税分界线调整至140平方米，一线城市不再执行单独的二套契税和非普增值税政策
2024.11.13	税务总局	关于降低土地增值税预征率下限的公告	对个人销售已购买2年以上（含2年）住房一律免征增值税，将各地区土地增值税预征率下限统一降低0.5个百分点。除保障性住房外，东部地区省份预征率下限为1.5%，中部和东北地区省份预征率下限为1%，西部地区省份预征率下限为0.5%。

2024年以来相关部门对于地产的政策支持持续落实，房地产景气度有望迎来回暖：

5月17日，中国人民银行联合国家金融监督管理总局下调首套房首付比例至15%，二套房首付比例至25%，公积金贷款利率下调0.25%；

11月13日，财政部、税务总局、住房和城乡建设部降低房地产交易契税和增值税。

浙商地产团队预测：2025年新开工和竣工面积同比增速-10%，较2024年降幅明显收窄；销售面积及金额同比-5%，销售均价维稳；

图：纯碱价格近期有所下滑（元/吨）



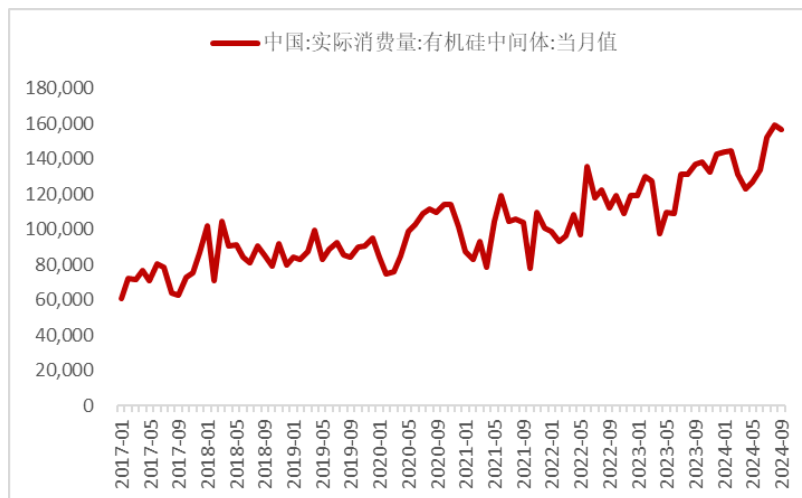
图：PVC价格低位波动（元/吨）



图：钛白粉价格有所下降（元/吨）

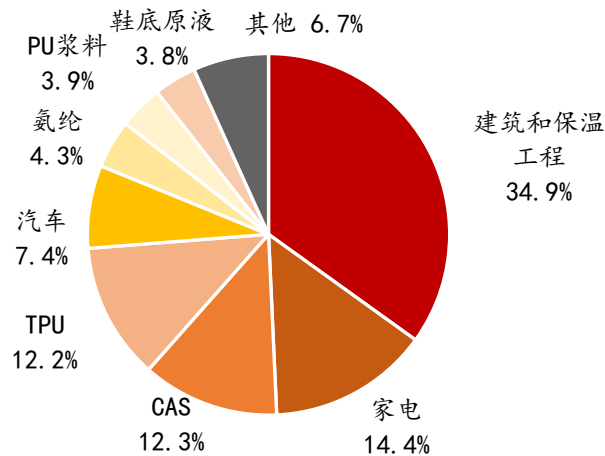


图：有机硅实际消费量保持中枢增长趋势（吨）

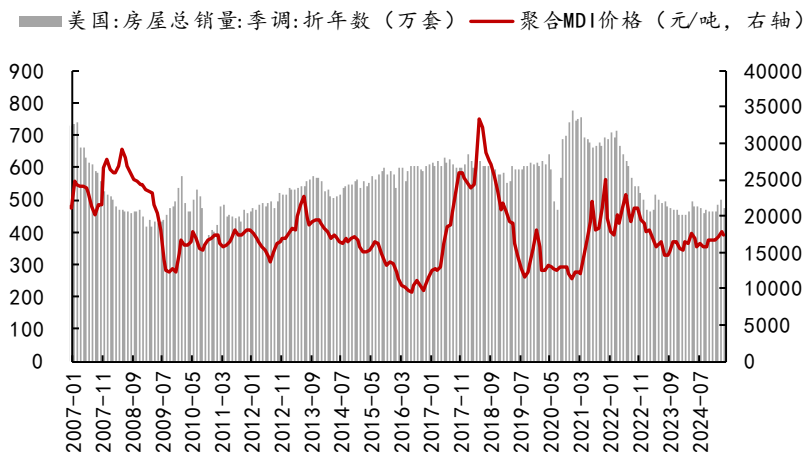


重质纯碱下游主要为平板玻璃，有机硅DMC下游主要为建筑胶，钛白粉下游主要为涂料，PVC下游主要为管材；2021年以来，由于房地产整体景气度低迷，地产高关联化工品价格呈现中枢大幅下移的情况；截止到2024年11月15日，重质纯碱/钛白粉/PVC相较于2021年高点价格分别下滑58%/30%/64%，当前整体价格水平处于近7年历史低位，行业景气度低迷；进入2024年随着相关政策发布，国家刺激房地产市场，部分产品景气度迎来回暖；我们认为，后续随着房地产相关政策稳步实施，玻璃、建筑胶、涂料、管材需求增长，同时相关化工品纯碱、钛白粉、PVC景气度有望迎来修复；

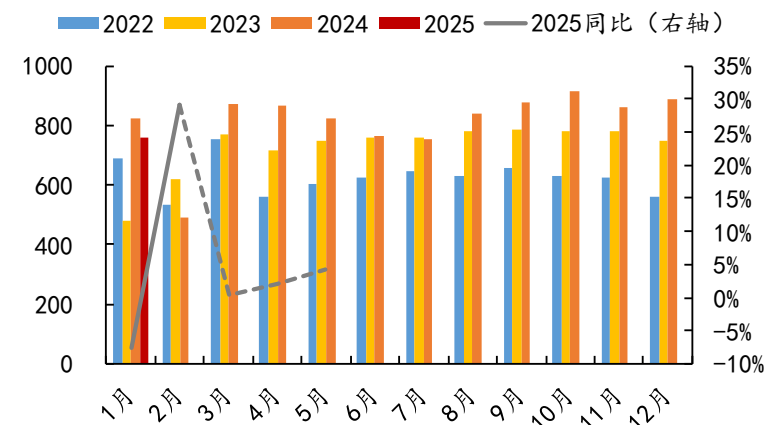
图：全球MDI应用分布（2022）



图：聚合MDI价格与美国房屋销量呈正相关



图：国内冰箱产量同比高增（万台，%）

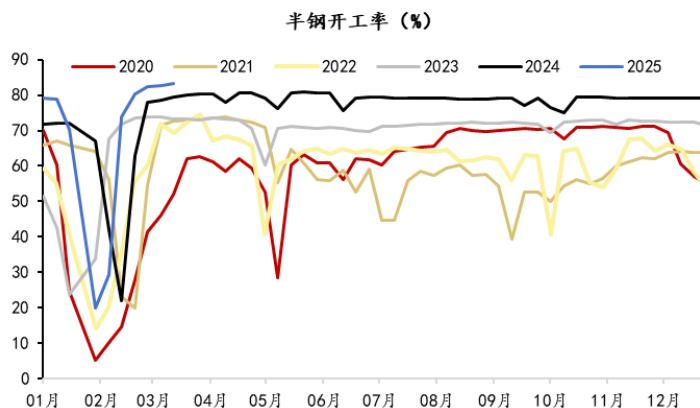


地产、汽车驱动需求向上，看好MDI景气中高位维持：需求端，建筑和保温工程是MDI下游第一大应用领域，主要用于欧美房地产市场，欧美降息有望带动地产修复，从而改善海外MDI需求。同时，2024年下半年以来，国内稳地产政策频出，有望推动涂料、胶粘剂、家居等竣工端品类需求提升；同时，受消费补贴政策驱动，国内家电、汽车需求也有望持续改善，进而带动国内MDI需求增速回升。供给端，行业新增产能主要集中在万华化学手中，整体释放较为有序，看好MDI景气中高位维持，推荐万华化学。

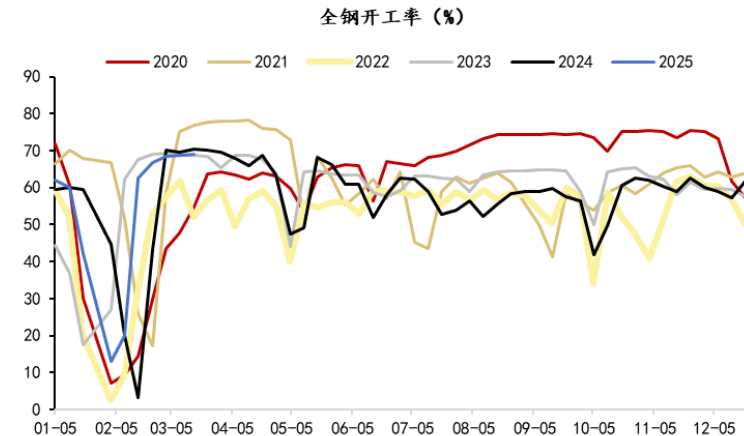
2024年轮胎需求旺盛，全年我国轮胎出口累计同比增加5.0%。其中半钢开工率处于近年同期高位，全钢开工率仍有一定提升空间，25年轮胎旺盛需求有望延续。

24年四季度以来原材料指数，海运费指数均有所回落，当前轮胎行业需求旺盛，海外新产能放量有望驱动各公司业绩增长。推荐赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟、通用股份。

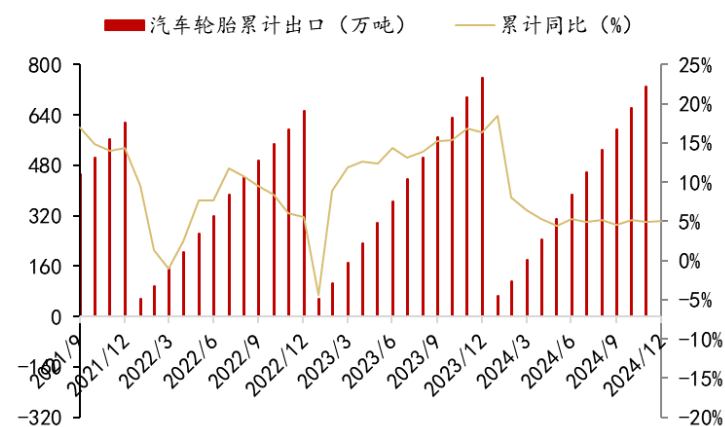
图：半钢需求旺盛，开工率处于近年历史高位（%）



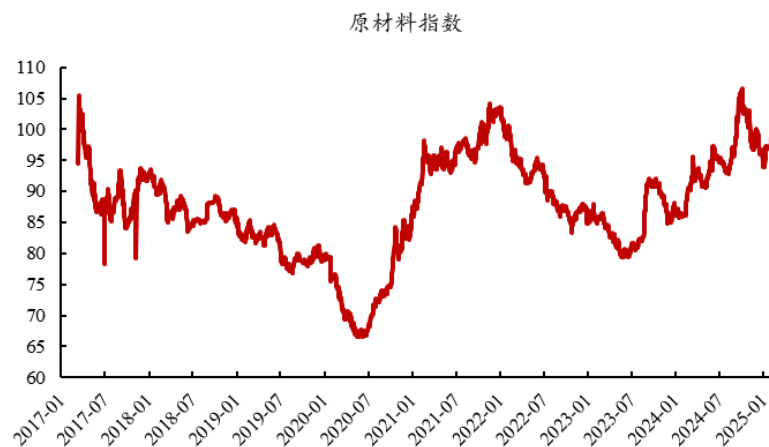
图：全钢开工率仍有较大提升空间（%）



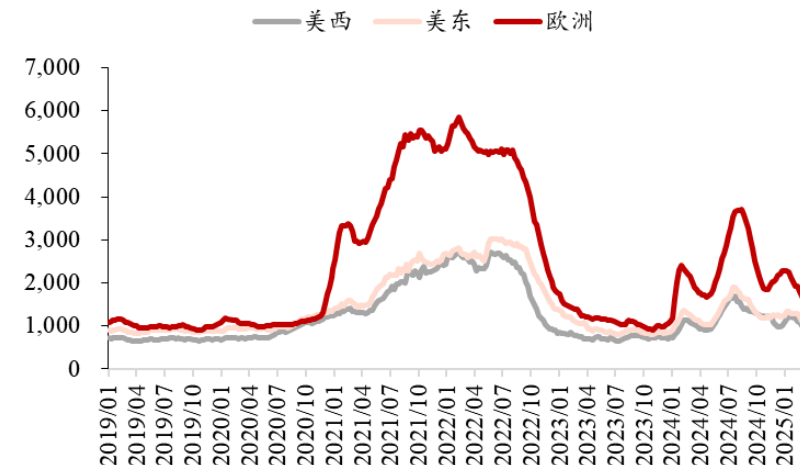
图：24年1-12月我国汽车轮胎出口累计同比增5.0%



图：近期原材料价格指数有所回落（元/吨）



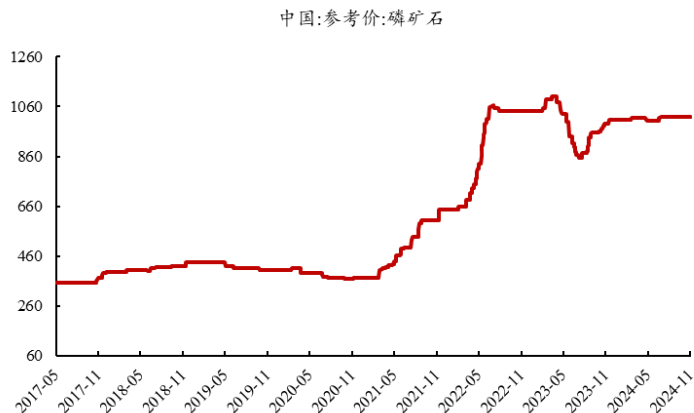
图：24年8月以来中国出口集装箱运价指数逐渐回落



●资料来源：wind，百川盈孚，中汽协，浙商证券研究所

3.12 磷化工：磷矿石高景气维持，上市公司业绩出彩

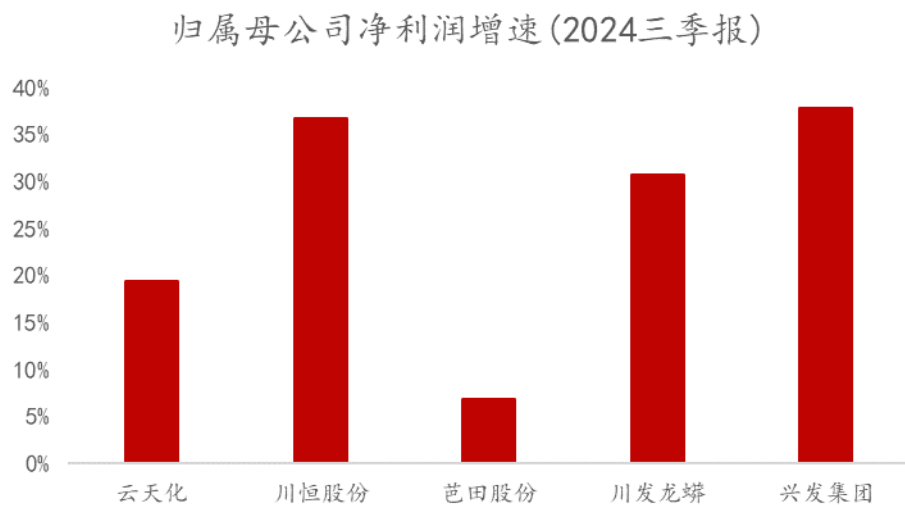
图：磷矿石价格高景气维持（元/吨）



图：磷矿石未来供需预测(万吨)

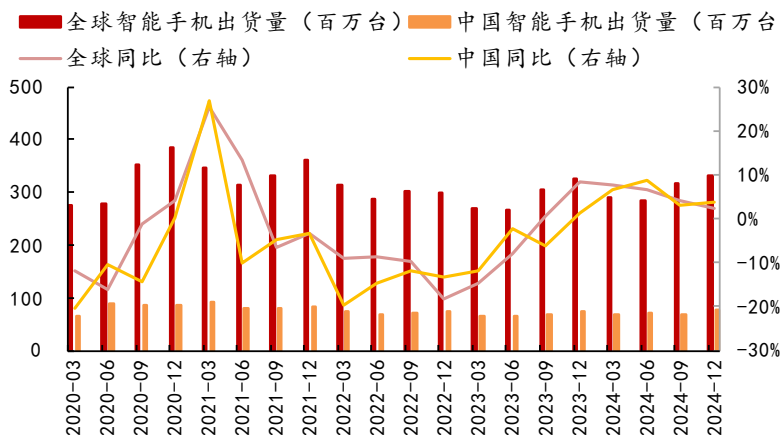
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
供给端	9612.35	8962.02	10309.18	10866.46	10581.83	10979.15	11507.15	12640.15	13676.15	14411.15
需求端	9558.50	8877.87	10234.36	10762.94	10717.24	11098.76	11569.68	12258.68	13062.29	14043.08
供需差	53.85	84.15	74.82	103.52	(135.41)	(119.61)	(62.53)	381.47	613.86	368.07

图：24年前三季度主要磷化工企业整体业绩表现亮眼

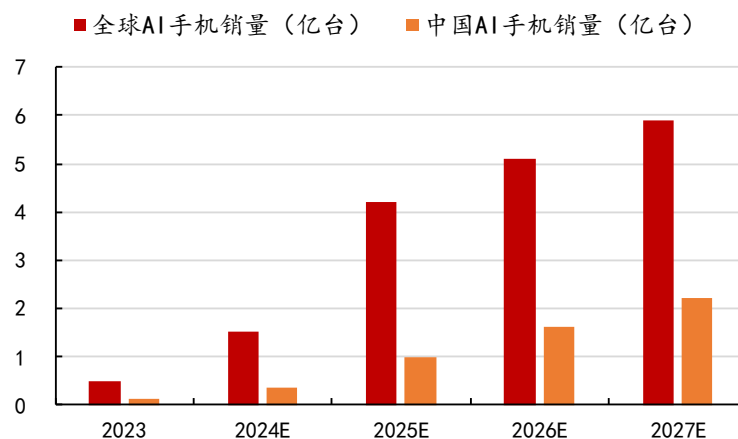


近年来由于磷矿石供需紧张，价格持续维持高位，整体磷化工板块企业利润呈现快速增长状态，并且纷纷扩建上游磷矿石产能；但后续由于环保监管，新增矿山开采难度大等问题，新建磷矿石产能释放较慢；同时需求端由于新能源电池需求增长，对于磷酸铁需求增长从而带动磷矿石消耗，磷矿石未来几年供需仍然维持紧张状态；初步估算，预期在2026年之前磷矿石供需呈现供小于求状态，价格有望高位维持。其中云天化、芭田股份等在业绩扩张的同时，加大对于投资者的回报，分红率在行业中保持领先状态。

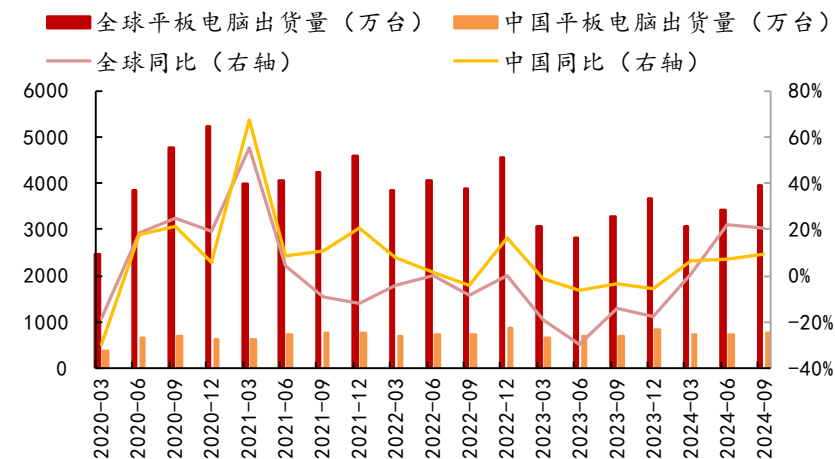
图：全球及国内智能手机需求复苏



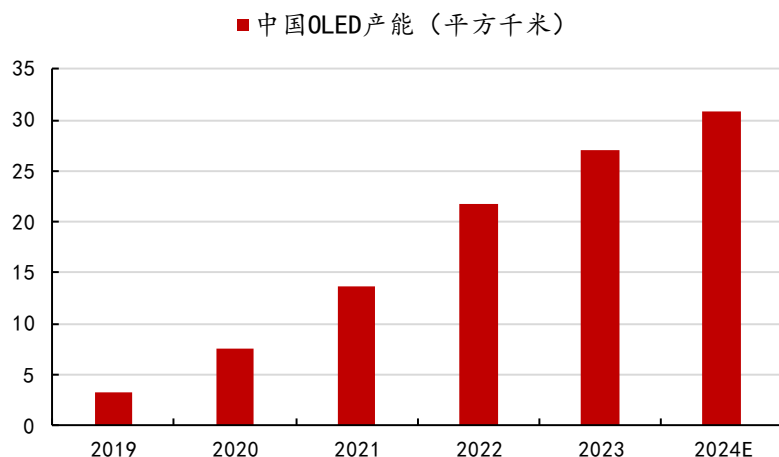
图：AI手机销量快速提升



图：全球及国内平板电脑需求复苏



图：中国OLED产能快速提升



消费电子复苏，AI应用有望引领新成长：2024年消费电子终端需求逐步复苏，其中2024Q3国内智能手机/平板电脑出货量分别6878/768万台，同比+3.2%/9.3%。未来，随着AI与手机等智能终端持续融合，有望引领消费电子新一轮成长。

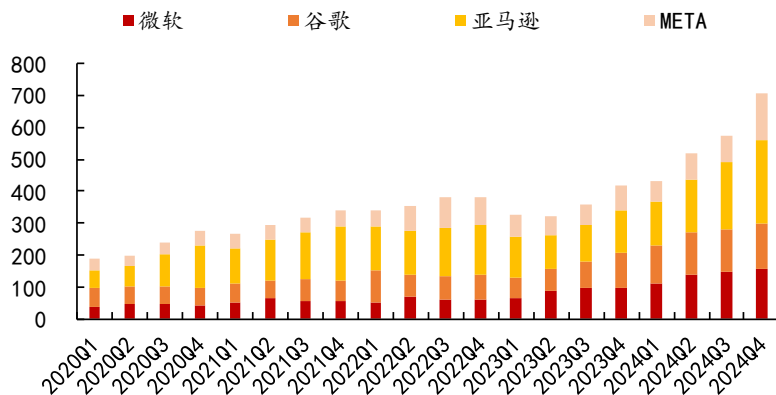
国内OLED面板产能加速扩张：随着下游对高分辨率、柔性显示等提出更高要求，OLED在消费电子终端渗透率持续提升，国内OLED面板产能也迎来加速扩张。

随着消费电子复苏、OLED面板产能快速扩张，上游电子化学品、功能膜、OLED材料也有望迎来发展机遇。推荐东材科技（光学基膜）、瑞联新材（液晶及OLED材料），关注莱特光电（OLED材料）、万润股份（液晶及OLED材料）、长阳科技（反射膜全球龙头）等。

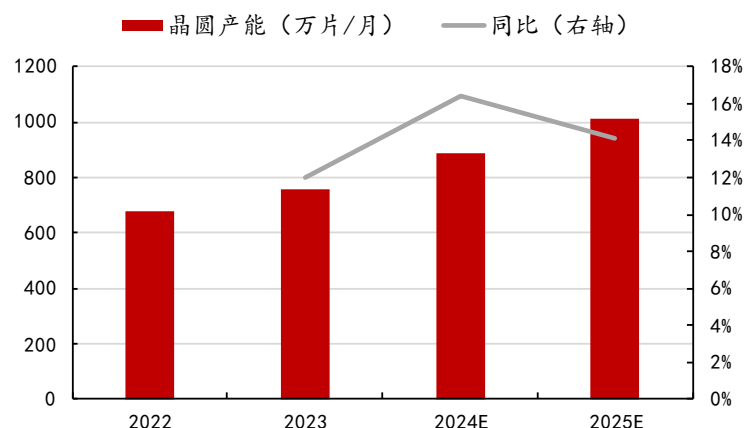
AI带动高频高速材料需求高增：近年，AI的快速发展及相关技术的实现需要强大的算力支持，AI服务器作为算力的载体，需求量有望快速增长，进而带动PCB需求提升。AI服务器由于需要处理大量数据和信号，因此对覆铜板提出高频高速、超低损耗的性能要求，这也将带动上游高频高速树脂及电子级硅微粉需求放量。推荐东材科技（高频高速树脂）、圣泉集团（高频高速树脂），关注联瑞新材（电子级硅微粉）。

国内半导体快速发展，材料国产替代正当时：近年，国内IC产业发展迅速，其中晶圆产能也呈快速扩张趋势，据SEMI，中国大陆晶圆产能有望从2022年的679万片/月扩至2025年的1010万片/月，年均复合增速达14.2%。半导体产业的高速发展，也将带动上游材料需求的快速增长，目前电子特气等较多半导体材料国产化率仍处较低水平，进口替代仍有较大空间。推荐新宙邦（芯片用氟化液国内唯一供应商，半导体化学品细分龙头）、金宏气体（电子特气+电子大宗气体国内龙头）。

图：北美四大云商资本开支上行（亿美元）



图：国内晶圆产能高速增长



图：国内半导体材料国产替代仍有较大空间

材料	国产化率	材料	国产化率
电子气体	40%	靶材	<10%
湿电子化学品	35%	硅片	<10%
封装材料	<30%	光刻胶	5%
抛光材料	<15%	掩模版	<1%

04

重点公司推荐

表：重点公司盈利预测

细分行业	证券代码	证券名称	收盘价（元）	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE			PB
			2025/03/20		2024E/A	2025E	2026E	2024E/A	2025E	2026E	
聚氨酯	600309.SH	万华化学	68.33	2145	130.3	180.8	211.3	16.5	11.9	10.2	2.3
煤化工	600989.SH	宝丰能源	17.48	1282	63.4	114.0	132.5	20.2	11.2	9.7	3.0
	600426.SH	华鲁恒升	21.76	462	46.2	55.9	63.8	10.0	8.3	7.2	1.5
维生素	002001.SZ	新和成	21.61	664	60.7	78.5	93.9	10.9	8.5	7.1	2.5
烯烃	002648.SZ	卫星化学	21.35	719	60.8	68.4	93.9	11.8	10.5	7.7	2.4
轮胎	601058.SH	赛轮轮胎	15.03	494	43.3	52.8	59.1	11.4	9.4	8.4	2.7
	601966.SH	玲珑轮胎	18.10	265	21.8	24.5	28.3	12.2	10.8	9.4	1.2
	002984.SZ	森麒麟	25.34	262	22.8	24.1	28.3	11.5	10.9	9.3	2.1
钛白粉	002601.SZ	龙佰集团	18.25	435	32.0	40.0	48.6	13.6	10.9	9.0	1.9
磷化工	600096.SH	云天化	22.20	407	52.1	53.3	54.5	7.8	7.6	7.5	1.9
	300037.SZ	新宙邦	34.46	260	11.6	18.6	24.9	22.3	14.0	10.4	2.8
精细化工	600143.SH	金发科技	12.12	320	9.7	16.0	21.1	32.9	20.0	15.2	1.8
	600486.SH	扬农化工	53.20	216	12.8	17.1	20.9	16.9	12.6	10.3	2.1
	000683.SZ	远兴能源	5.74	215	25.3	28.1	33.9	8.5	7.6	6.3	1.5
	000893.SZ	亚钾国际	25.12	232	7.3	13.4	22.3	32.0	17.4	10.4	2.0
	002226.SZ	江南化工	5.72	152	9.1	11.3	12.9	16.7	13.4	11.7	1.6
	600409.SH	三友化工	5.62	116	4.9	8.7	10.3	23.7	13.4	11.3	0.8
	688106.SH	金宏气体	18.57	90	2.0	4.6	5.9	44.8	19.5	15.2	3.0
	601208.SH	东材科技	9.42	84	3.1	4.6	6.4	27.1	18.3	13.1	1.9
	603867.SH	新化股份	26.47	50	2.5	3.6	5.1	19.6	13.8	9.8	2.3

●资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：（部分已出24年业绩快报以公司公告为准，其他盈利预测均为浙商化工预测）

宏观经济风险

倘若贸易战等因素反复带来宏观经济增速回落，出行和生产活动下降或将导致化工品需求下滑，带来商品价格下行风险。

原材料价格波动风险

上游原材料价格的剧烈波动会扰乱企业的生产节奏，给企业的成本管控以及产品定价带来压力，从而影响企业的利润。

技术路线迭代风险

今年以来合成生物学等工艺得到市场广泛关注，倘若技术持续革新，或将影响当前部分化工行业竞争格局。

环保政策风险

日益趋严的环保政策和环保督查或将导致化工企业生产停产或减产。

安全事故风险

安全事故等不可抗力因素会导致供需失衡，影响企业生产及盈利能力。

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

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>