



厚积薄发，化工周期新起点

化工行业2025年中期投资策略

金益腾（分析师）

证书编号：S0790520020002

邮箱：jinyiteng@kysec.cn

龚道琳（分析师）

证书编号：S0790522010001

邮箱：gongdaolin@kysec.cn

张晓锋（分析师）

证书编号：S0790522080003

邮箱：zhangxiaofeng@kysec.cn

毕 挥（分析师）

证书编号：S0790121070017

邮箱：bihui@kysec.cn

蒋跨跃（分析师）

证书编号：S0790523120001

邮箱：jiangkuayue@kysec.cn

徐正凤（分析师）

证书编号：S0790524070005

邮箱：xuzhengfeng@kysec.cn

宋梓荣（联系人）

证书编号：S0790123070025

邮箱：songzirong@kysec.cn

李思佳（联系人）

证书编号：S0790123070026

邮箱：lisijia@kysec.cn

2025年5月7日

国内供需改善+全球份额提升+原油价格下降，化工周期新起点有望开启

- ✓ **供给端**：从国内看，2024年以来行业固定资产投资增速已明显放缓，综合整治“内卷式”恶性竞争写入2025年度政府工作报告，供给端逐步迎来边际改善；从全球看，我国化工品全球市占率稳步提升，化工行业有望开启周期新起点。
 - ✓ **需求端**：外需冲击下，稳内需政策有望密集推出，内需有望稳步恢复。同时，美国发布一系列关税政策，或加剧全球经济衰退风险。
 - ✓ **成本端**：美国新关税政策宣布后，国际原油价格下行明显。国内煤炭安全稳定供应能力持续增强，2024年以来煤炭、天然气价格震荡下行。
 - **短期海外需求或受冲击，看好内需及供需格局优先改善相关行业标的：**
 - ✓ **制冷剂**：配额制下涨价行情仍将延续。推荐标的：巨化股份、三美股份、昊华科技、金石资源；受益标的：永和股份、东岳集团等。
 - ✓ **氨基酸**：对等关税计划推升豆粕、玉米价格偏强运行，支撑氨基酸需求增加。受益标的：梅花生物、星湖科技、阜丰集团等。
 - ✓ **民爆**：国内需求高速增长。推荐标的：雅化集团；受益标的：易普力、江南化工、广东宏大、国泰集团、保利联合、高争民爆、雪峰科技等。
 - ✓ **军工&新材料**：推荐标的：昊华科技、圣泉集团、东材科技；受益标的：泰和新材、中化国际、同益中、国瓷材料、金博股份等。
 - ✓ **农药化肥**：夯实粮食安全根基，国内化肥行业格局优化。推荐标的：盐湖股份、扬农化工、兴发集团、利民股份；受益标的：云天化、川恒股份、云图控股、藏格矿业、广信股份、江山股份等。
 - ✓ **铬盐**：金属铬及高温合金需求向上，带动铬盐产业链景气度提升。推荐标的：振华股份。
 - ✓ **有机硅**：供需拐点已至，盈利修复可期。推荐标的：合盛硅业、兴发集团、三友化工；受益标的：新安股份、东岳硅材等。
 - ✓ **乙二醇**：下游需求持续扩张，新增供给有限，景气有望上行。受益标的：万凯新材等。
 - ✓ **OLED**：终端应用百花齐放，国产OLED材料星火燎原。推荐标的：瑞联新材、万润股份；受益标的：莱特光电、奥来德等。
 - **中长期（三季度开始）看好化工在油价低位下，全球复苏背景下化工重启新一轮周期：**
 - ✓ **华鲁恒升**：公司当前多数主营产品价差分位数处于历史底部，伴随煤价下跌，部分产品景气修复，公司盈利有望持续抬升。
 - ✓ **大炼化**：看好油价跌后企稳时，炼化企业盈利向上。推荐标的：恒力石化、荣盛石化。
 - ✓ **长丝**：当前相关标的估值处于历史低位，短空长多，看好长丝中长期盈利弹性。推荐标的：新凤鸣（0.9-1.0倍PB）、桐昆股份（0.6-0.7倍PB）。
- 风险提示**：政策执行不及预期、原油及产品价格大幅波动、安全环保生产等；其他风险详见倒数第4页标注¹。

目 录

CONTENTS

- 《 1 》 国内供需改善+全球份额提升，化工周期新起点有望开启
- 《 2 》 短期海外需求或受冲击，看好内需相关标的
- 《 3 》 中长期看好华鲁恒升、大炼化、长丝企业底部利润抬升
- 《 4 》 盈利预测与投资建议
- 《 5 》 风险提示

1.1

供给端：综合整治“内卷式”恶性竞争，化工行业有望开启周期新起点

- 新一轮供给侧改革已经开启：
- 2024年3月5日，《2024年国务院政府工作报告》中提出单位GDP能耗降低2.5%左右的计划目标。

➢ 2024年7月，中共中央政治局会议提出强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。

➢ 2024年12月，中央经济工作会议再次提出综合整治“内卷式”竞争。

➢ 2025年，整治“内卷式”竞争被首次写入政府工作报告，在制度规则、方法路径上进一步明确了改革方向。同时，《2025年国务院政府工作报告》中提出单位GDP能耗降低3%左右的计划目标。
- 我们认为，化工本轮扩产已经进入尾声，行业发展由“要市占率”或将逐步向“要利润”过渡，通过淘汰落后产能、加强行业自律等手段，化工行业有望开启周期新起点。

表1：2016年至2025年，历年政府工作报告均对单位国内生产总值能耗及主要污染物排放量提出目标

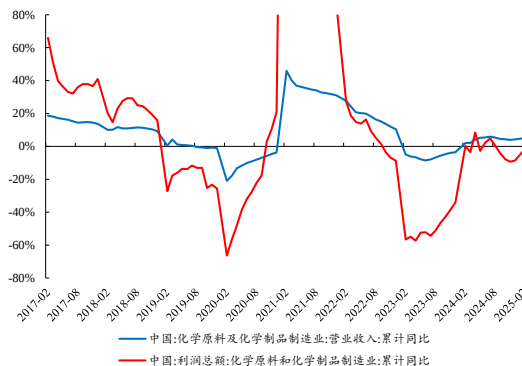
2016年		2017年		2018年		2019年		2020年	
计划指标	实际完成	计划指标	实际完成	计划指标	实际完成	计划指标	实际完成	计划指标	实际完成
单位国内生产总值能耗 下降3.4%以上 ，主要污染物排放继续减少。	-5%	单位国内生产总值能耗 下降3.4%以上 ，主要污染物排放量继续下降。	-3.70%	单位国内生产总值能耗 下降3%以上 ，主要污染物排放量继续下降。	-3.10%	单位国内生产总值能耗 下降3%左右 ，主要污染物排放量继续下降。	-2.60%	单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量 继续下降 ，努力完成“十三五”规划目标任务。	-0.10%
2021年		2022年		2023年		2024年		2025年	
计划指标	实际完成	计划指标	实际完成	计划指标	实际完成	计划指标	实际完成	计划指标	实际完成
单位国内生产总值能耗 降低3%左右 ，主要污染物排放量继续下降。	-2.70%	能耗强度目标在“十四五”规划期内 统筹考核 ， 并留有适当弹性 ，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制。	-0.10%	单位GDP能耗和主要污染物排放量 继续下降 ，重点控制化石能源消费，生态环境质量稳定改善。	-0.50%	单位国内生产总值能耗 降低2.5%左右 ，生态环境质量持续改善。	-3.8%（扣除原料用能和非化石能源消费量）	单位国内生产总值能耗 降低3%左右 ，生态环境质量持续改善。	-

数据来源：中国政府网、新京报公众号、开源证券研究所

■ 2024年，国内化工行业产能释放致产品价格震荡下行、盈利承压。2022年以来，化工行业面临需求收缩、供给冲击和预期转弱压力，运行走势呈现出自2021年高位回落态势。据Wind数据，由于产品价格下行，2024年化学原料及化学制品行业累计实现营收9.20万亿元，同比+4.20%；利润总额4,250亿元，同比-8.60%。2025年3月国内石油工业、化学工业PPI当月同比分别-4.5%、-2.8%；子行业中化学原料及化学制品、化学纤维、橡胶和塑料PPI当月同比分别-3.6%、-4.7%、-1.5%。

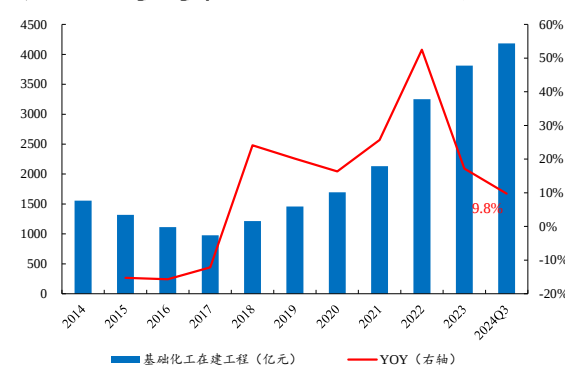
■ 本轮投产周期接近尾声，行业盈利有望随产能消化逐步好转。2020H2以来国内化工行业高景气吸引行业资本性开支提速，2022年以来新产能释放导致结构性供应更加失调、市场竞争加剧，行业企业盈利持续承压。据Wind数据，2024Q1-Q3，基础化工板块上市公司在建工程共计4182亿元，同比增速放缓；2024年，化学原料及化学制品制造业、化学纤维的固定资产投资完成额累计同比分别+8.6%、+4.7%，较2021-2022年明显下行。

图1：2024年，国内化工行业增收不增利



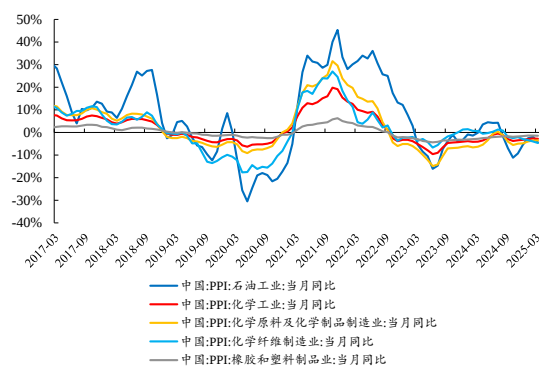
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2024Q1-Q3，化工板块在建工程增速放缓



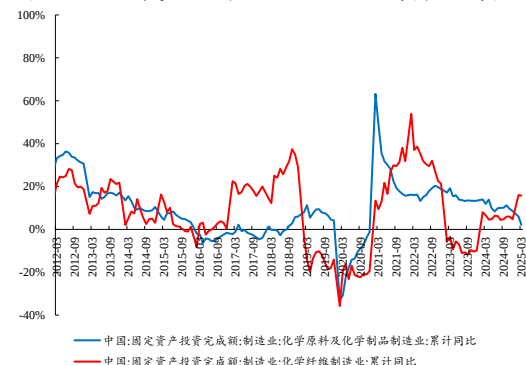
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2025年3月，国内化学工业PPI当月同比-2.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024年，国内化工行业固定资产投资增速放缓

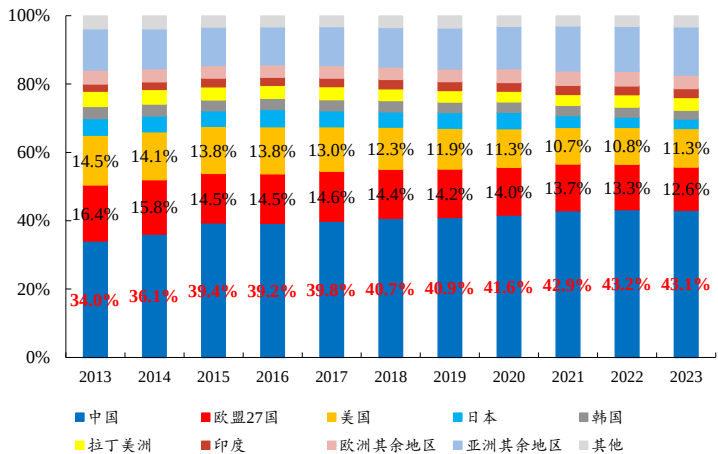


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 供给端：中国化工供应链韧性凸显，全球市占率稳步提升

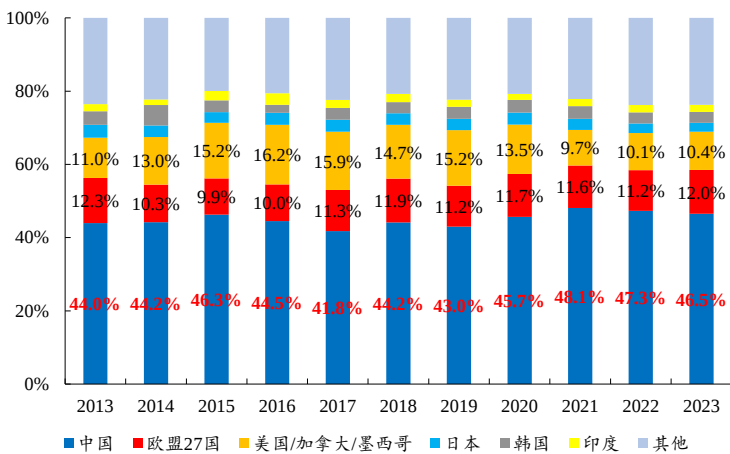
- 化工产业是我国最重要的基础制造业之一，全球市占率不断提升。据CEFIC数据，2023年中国化工品销售额约2.24万亿欧元，占全球化工品销售总额的43.1%；2023年中国化工行业资本开支1250亿欧元，占全球化工行业资本开支的46.5%，两项数据自2013年以来均稳居全球第一，并呈稳定增长态势。
- 2022年以来，全球增长放缓和局部矛盾突出，国内化工产业坚定落实国家各项工作部署要求，运行态势整体平稳，为保持经济总体稳定向好提供有力支撑，同时加速提升中国化工行业话语权，化工品订单内流或将可持续，中国化工全球市占率有望进一步提高。

图5：2023年，我国在全球化工品销售总额中占比为43.1%



数据来源：CEFIC、开源证券研究所

图6：2023年，我国在全球化工资本开支总额中占比为46.5%



数据来源：CEFIC、开源证券研究所

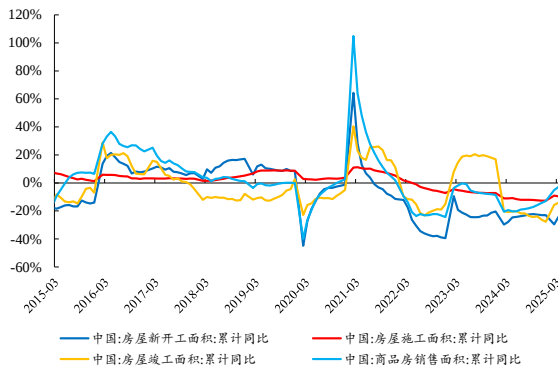
■ **2025年《政府工作报告》**提出，大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。其中实施提振消费专项行动举措包括，安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新等，国内需求有望稳步恢复。据国家统计局数据，2025年3月，国内综合PMI、制造业PMI指数分别为51.40%、50.50%，均处于扩张区间。

■ **地产：**2025年1-3月，我国房屋新开工/施工/竣工/商品房销售面积分别同比-24.4%/-9.5%/-14.3%/-3.0%，整体降幅收窄。

■ **家电：**受益于以旧换新政策拉动，2025年1-3月，我国空调/家用电冰箱/彩电/家用洗衣机产量分别同比+9.7%/+3.7%-1.4%/+13.9%。

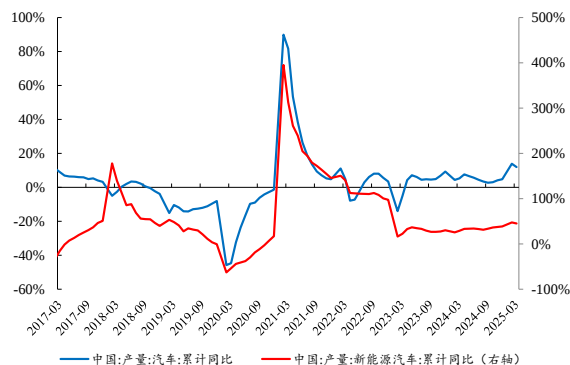
■ **汽车：**2025年1-3月，我国汽车/新能源汽车销量分别同比+12.0%/+45.4%，延续增长趋势。

图7：2025年1-3月，商品房销售面积同比降幅收窄



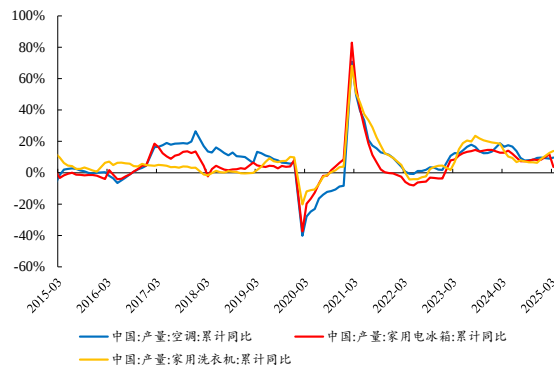
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图9：2025年1-3月，国内汽车产量同比增长



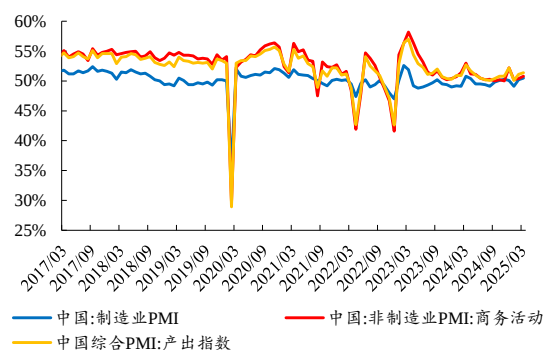
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图8：2025年1-3月，国内主要白色家电产量同比增长



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

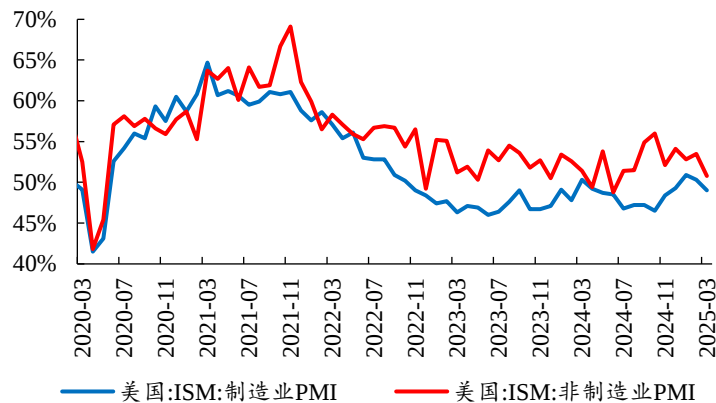
图10：2025年3月，国内制造业PMI指数为50.50%



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

- 当地时间4月2日下午，美国总统特朗普宣布对所有贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”，其中对中国、柬埔寨、越南和缅甸的关税税率分别达到34%、49%、46%和44%。若将此前对中国征收的20%关税计算在内，部分中国商品的实际税率可能高达54%。
- 特朗普无差别加征关税的出发点在于推动制造业回流美国，但制造业体系的建立并非朝夕间可完成，强制加征关税短期或加剧全球经济衰退风险。

图11：2025年3月，美国制造业PMI指数为49%



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：美国发布一系列关税政策

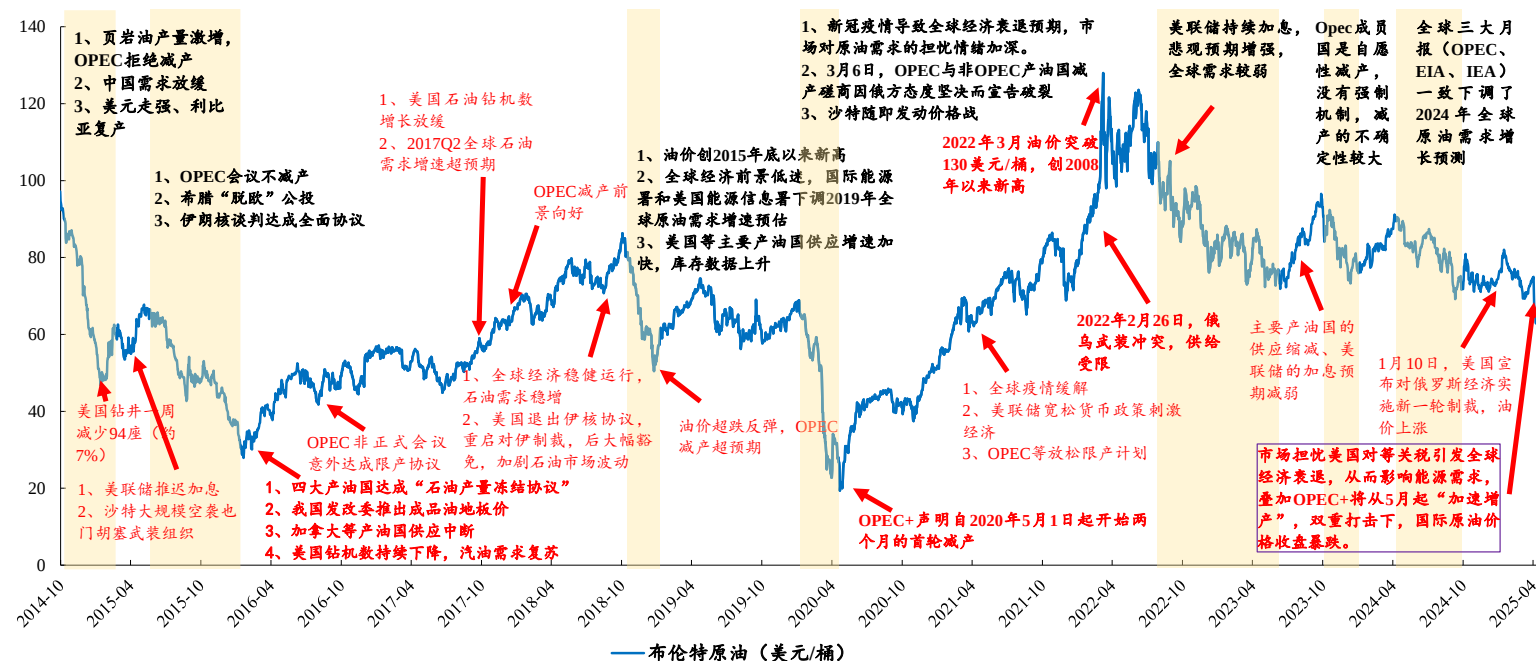
时间	发起国	关税政策
2月1日	美国	对进口自中国的商品加征10%的关税，于2月4日生效；对来自加拿大和墨西哥的进口产品征收25%的额外关税，对来自加拿大的能源资源征收10%关税。
2月4日	中国	2025年2月10日起，对原产于美国的部分进口商品加征关税，其中包括对煤炭、液化天然气加征15%关税；对原油、农业机械、大排量汽车、皮卡加征10%关税等。
2月10日	美国	宣布对所有进口至美国的钢铁和铝征收25%关税。
2月26日	美国	美国总统特朗普表示，美方已决定对欧盟征收25%的关税，适用于汽车和其他各种商品，并将“很快”宣布。
3月3日	美国	美方宣布以芬太尼等问题为由，自3月4日起对中国输美产品再次加征10%关税。
3月24日	美国	美国总统特朗普签署行政命令，对进口委内瑞拉石油的国家实施“关税制裁”。声明表示，自4月2日起，美国将可能对从任何直接或间接进口委内瑞拉石油的国家进口的所有商品征收25%的关税。
3月26日	美国	美国总统特朗普3月26日在白宫签署公告，宣布对进口汽车加征25%关税。这一关税措施于4月3日正式生效。
4月2日	美国	美国将对贸易伙伴征收10%的最低基准关税，并对特定贸易伙伴施以更高税率。其中，10%的基准关税将于4月5日生效，而针对特定贸易伙伴的更高关税将于4月9日生效。此次对等关税政策对亚洲地区国家影响尤为显著，中国、柬埔寨、越南和缅甸的关税税率分别达到34%、49%、46%和44%。若将此前对中国征收的20%关税计算在内，部分中国商品的实际税率可能高达54%。
4月4日	中国	自2025年4月10日12时01分起，中国将对原产于美国的进口商品加征关税。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34%关税；现行保税、减免税政策不变，此次加征的关税不予减免。
4月7日	欧盟	欧盟对美第一部分关税计划于4月15日开始，第二部分关税计划于5月15日开始。
4月8日	加拿大	加拿大财政部8日宣布，对美国汽车对等征收25%关税措施将于美国东部时间9日零时1分生效。

资料来源：央视新闻公众号、澎湃新闻公众号、中国网公众号、广州日报公众号、每日经济新闻公众号、中国经济网公众号、新华社公众号、化工智库公众号、中国新闻周刊公众号、新京报公众号、开源证券研究所

1.3 成本端：2025年以来，原油、煤炭价格下行明显

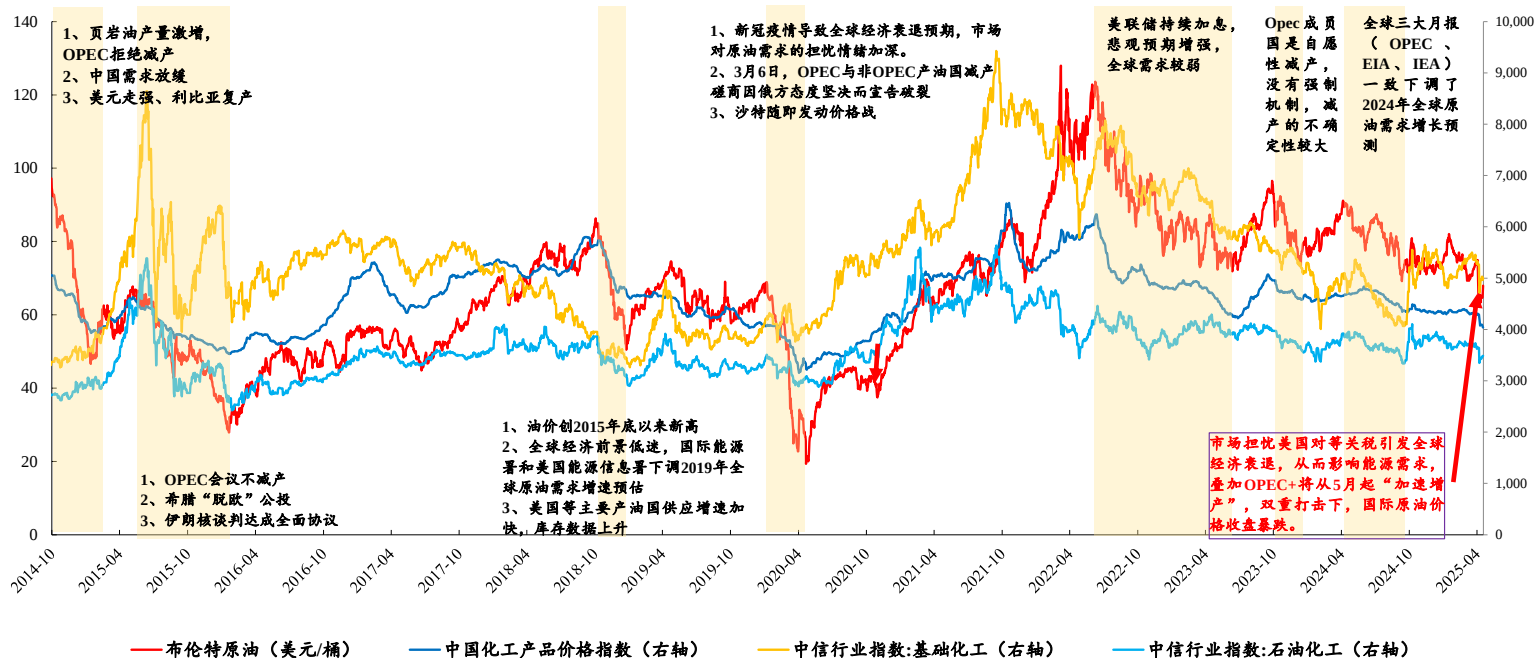
■ 2025年以来，国际原油价格下行明显。美国新关税政策宣布后，市场担忧美国对等关税引发全球经济衰退，从而影响能源需求，叠加OPEC+将从5月起“加速增产”，双重打击下，国际原油价格大幅下跌。据Wind数据，截至4月7日，布伦特原油期货结算价为64.21美元/桶，较2025年初下降14.71%。

图12：2025年以来，国际原油价格下行明显



■ 2025年以来，国际原油价格下行明显。美国新关税政策宣布后，市场担忧美国对等关税引发全球经济衰退，从而影响了能源需求，叠加OPEC+将从5月起“加速增产”，双重打击下，国际原油价格大幅下跌。据Wind数据，截至4月7日，布伦特原油期货结算价为64.21美元/桶，较2025年初下降14.71%。

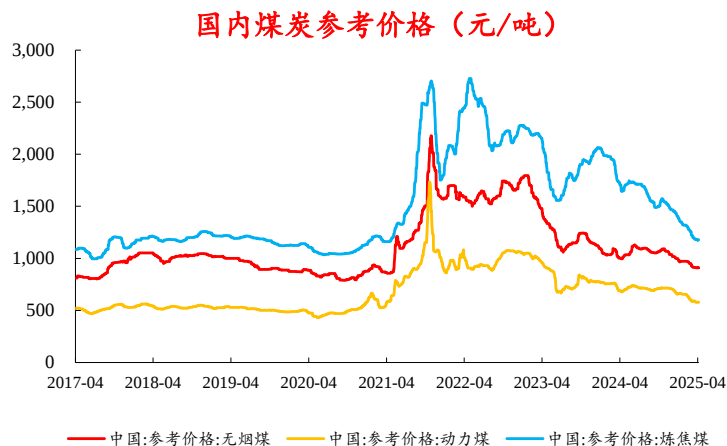
图12：2025年以来，国际原油价格下行明显



1.3 成本端：2025年以来，原油、煤炭价格下行明显

- 国内煤炭安全稳定供应能力持续增强，2024年以来煤炭、天然气价格震荡下行。据Wind数据，截至4月8日，国内天然气、动力煤参考价格分别为4,633、579元/吨，较2025年初分别+1.85%、-12.01%，较2024年初分别-21.57%、-25.10%。
- 展望未来，油价回调下化工品成本端得到支撑，叠加中国内需持续增长、向非美国国家出口增多，中国化工产品稳定供应全球，中国化工企业有望迎来量、价齐升的周期新起点。

图13：2025年以来，国内煤炭价格震荡下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2025年4月8日，国内天然气价格为4,633元/吨



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 估值：基础化工、石油石化行业估值处于历史低位，修复空间大

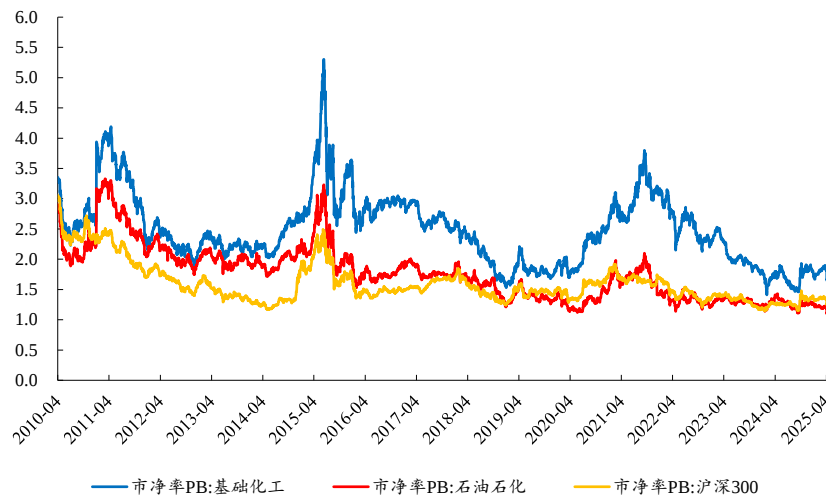
- 当前化工行业估值仍处于历史低位。据Wind数据，截至2025年4月8日，基础化工、石油石化行业市盈率（TTM）分别为22.21、14.73倍，处于2010年以来的37.1%、25.8%历史分位；市净率分别为1.67、1.12倍，处于2010年以来的3.7%、0.1%历史分位。
- 2024年1-9月，主要受对化工品需求悲观的情绪影响，叠加行业供需结构性矛盾导致板块景气度下行，化工板块估值回调。随着9月下旬以来政策出台带动预期扭转，市场悲观情绪得到缓解，板块估值有所修复但仍处于历史低位。未来伴随国内化工品供需格局改善、我国化工品在全球竞争力进一步加强，以及油、煤价格回调带来成本端支撑，化工板块估值仍有较大提升空间。

图15：当前基础化工行业市盈率仍处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：当前基础化工行业市净率仍处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

- 《 1 》 国内供需改善+全球份额提升，化工周期新起点有望开启
- 《 2 》 短期海外需求或受冲击，看好内需相关标的
- 《 3 》 中长期看好华鲁恒升、大炼化、长丝企业底部利润抬升
- 《 4 》 盈利预测与投资建议
- 《 5 》 风险提示

2.1

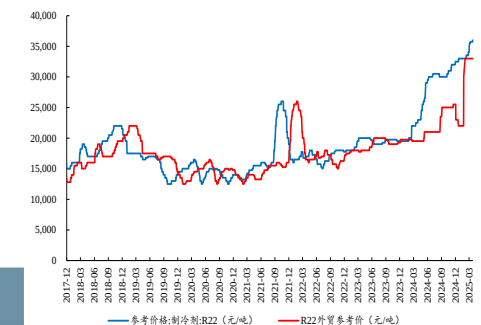
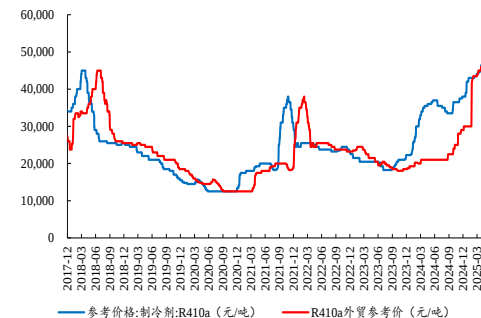
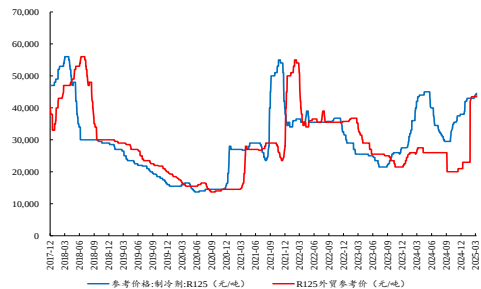
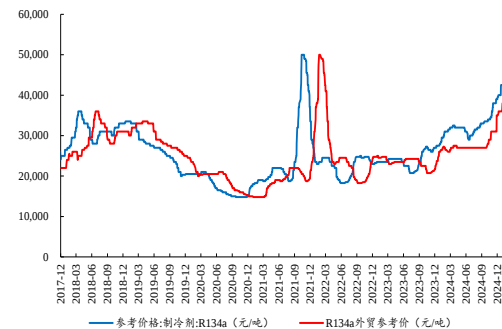
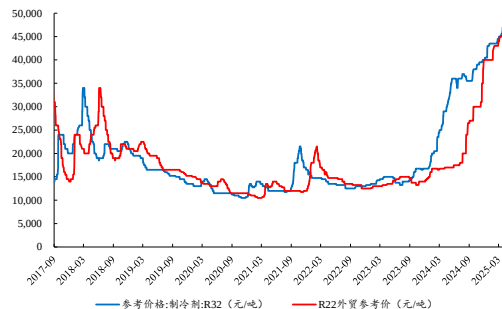
制冷剂：Q2长协价格大幅上涨，各品种内外贸报价持续上扬

制冷剂二季度长协订单出台，市场大幅上涨。“金三银四”需求旺季且外贸市场价格提升，最新二季度制冷剂长协定价R32承兑价格46600元/吨（较一季度定价上调6000元/吨，环比增加14.77%），R410a承兑价格47600元/吨（较一季度定价上调6000元/吨，环比增加14.42%）。受空调长协订单价格落实，市场信心逐步提升，流通渠道报盘水涨船高，3月底市场报盘相较于月初提升明显，以R32、R134a、R410为例分别提升3000元/吨、1000元/吨、1500元/吨。外贸订单出口良好，因内贸上扬持续带动出口报盘，贸易市场存有积极低价促成交易，以回笼资金情况，市场持续以刚需采购风格转变，库存逐步以企业掌控为主。具体分品种来看：**R22**因渠道库存释放缓慢，实际持货商销售情绪又因配额存量减少惜售不改，短期市场继续僵持35000-36000元/吨；**R32**市场因长协订单拉动渠道销售，企业报盘48000元/吨，内外销市场需求持续增长，年内始终以来以卖方市场为主；**R134a**企业报盘高位，散水惜售，汽车小罐包装传导提价向下，工厂直发出货46000-46500元/吨；**R404、R507**产品因R143a内贸持续去库之后逐步回温但上涨幅度较为温和；**R152a**作为替代环节市场水涨船高，企业对外报盘继续上行。贸易商面对单边上涨行情较为被动，市场主动权依旧以生产企业为主。

- R32长协价格（含税）：1.8万元/吨（24.1-2）→2.5万元/吨（24.3）→2.8万元/吨（24Q2）→3.55万元/吨（24Q3）→3.75万元/吨（24Q4）→4.08万元/吨（25Q1）→4.66万元/吨（25Q2）。
- R410a长协价格（含税）：2.35万元/吨（24.1-2）→3.5万元/吨（24.3、Q2、Q3），→3.65万元/吨（24Q4）→4.2万元/吨（25Q1）→4.76万元/吨（25Q2）。

长协价格一般是市场最低价。

图17：R32、R134a、R410a、R22内外贸价格持续上扬



数据来源：百川盈孚、赢务在线、开源证券研究所

2.1 制冷剂：2025年初，制冷剂外贸价格大幅上涨

■ 据海关总署数据，2025年1、2月份：

- ✓ R32出口均价同比分别+116%、+123%，整体+122%；环比分别+11%、+3%，环比上涨5000元左右。
- ✓ R134出口均价同比分别+54%、+49%，整体+50%；环比分别+35%、-1%，环比大幅上涨10000+元。
- ✓ R125（≥40%）混合物出口均价同比分别+65%、+63%，整体+68%；环比分别+37%、+8%，环比大幅上涨13000+元。
- ✓ R125/R143出口均价同比分别-14%、+16%，整体+8%；环比分别-5%、+35%，环比上涨4000元左右。
- ✓ R22出口均价同比分别+2%、+54%，整体+47%；环比分别-20%、+54%，环比上涨3000元左右。
- ✓ 整体来看，（1）制冷剂外贸报价整体大幅抬升后，实单确已开始落实，外贸景气大幅反转。（2）1、2月出口量下滑较多，主要系1月海关编码重新梳理，要求各企业重新提交资料，导致1月出货量极低；2月又进入春节假期。同时外贸商传统思维等待年初价格回落，拿货不积极，但价格却持续上涨，另外旺季预期下厂商淡季限量供货。进入3月，外贸市场已恢复正常。

表3：2025年初，制冷剂外贸价格大幅上涨

	HFC-32出口量（吨）						HFC-32出口均价（元/吨）					
	2022年	2023年	2024年	2025年	2025同比	2025环比	2022年	2023年	2024年	2025年	2025同比	2025环比
1月	2,501	889	1,231	568	-53.8%	-88.2%	18,100	16,526	17,887	38,653	116.1%	11.4%
2月	2,868	4,374	2,864	2,469	-13.8%	334.3%	17,438	14,810	17,881	39,900	123.1%	3.2%
3月	4,551	5,218	4,475				17,233	14,994	17,516			
4月	3,583	4,921	4,258				17,385	15,125	17,820			
5月	4,861	4,560	4,629				16,299	15,947	19,397			
6月	4,404	4,017	4,938				15,950	16,861	21,391			
7月	4,814	3,350	5,996				14,868	15,352	22,583			
8月	6,060	3,452	4,745				14,088	15,394	24,085			
9月	4,520	4,889	5,321				15,293	14,767	25,084			
10月	5,293	4,142	5,694				15,097	15,481	27,872			
11月	7,375	5,157	8,046				14,716	16,529	30,000			
12月	8,831	4,724	4,823				13,773	16,670	34,688			
合计	59,661	49,694	57,019	3,038	-25.8%		15,447	15,645	23,182	39,666	121.8%	
	HFC-134出口量（吨）						HFC-134出口均价（元/吨）					
	2022年	2023年	2024年	2025年	2025同比	2025环比	2022年	2023年	2024年	2025年	2025同比	2025环比
1月	3,313	3,010	3,969	774	-80.5%	-92.2%	29,385	22,665	26,639	40,891	53.5%	34.6%
2月	5,830	11,099	8,240	5,154	-37.5%	565.7%	28,137	23,649	27,034	40,402	49.4%	-1.2%
3月	11,926	13,428	9,910				25,776	23,910	27,605			
4月	12,610	12,391	9,960				26,565	25,516	27,751			
5月	14,320	12,765	11,275				24,839	25,526	27,867			
6月	15,130	12,640	12,834				22,804	25,116	28,669			
7月	19,832	13,544	11,305				21,166	23,422	27,235			
8月	14,053	13,117	11,856				21,517	22,516	25,910			
9月	13,040	11,549	9,832				23,192	22,553	27,469			
10月	12,239	11,026	13,438				25,101	24,343	27,770			
11月	13,226	13,847	11,969				25,479	25,762	28,373			
12月	13,186	10,730	9,886				24,251	25,024	30,374			
合计	148,704	139,145	124,475	5,928	-51.4%		24,162	24,276	27,614	40,466	50.4%	
	HFC-125（≥40%）混合物出口量（吨）						HFC-125（≥40%）混合物出口均价（元/吨）					
	2022年	2023年	2024年	2025年	2025同比	2025环比	2022年	2023年	2024年	2025年	2025同比	2025环比
1月	1,669	2,504	2,592	243	-90.6%	-96.0%	27,986	22,346	23,210	38,227	64.7%	37.3%
2月	6,375	6,346	3,737	2,987	-20.1%	1130.6%	26,679	23,549	25,409	41,431	63.1%	8.4%
3月	8,156	8,962	5,953				26,685	23,046	24,030			
4月	9,509	8,966	7,120				27,065	22,980	25,032			
5月	9,545	8,048	7,003				28,313	23,534	25,022			
6月	10,204	7,785	8,629				27,190	23,479	25,576			
7月	11,328	8,309	8,510				25,953	22,131	24,919			
8月	11,671	8,331	8,969				25,720	21,850	23,807			
9月	10,559	7,682	6,772				26,308	21,960	24,844			
10月	10,616	7,836	7,782				27,723	22,114	27,087			
11月	10,829	11,829	7,656				27,123	23,783	27,711			
12月	8,833	6,890	6,041				25,196	22,265	27,844			
合计	109,294	93,489	80,764	3,229	-49.0%		26,735	22,813	25,337	41,191	68.1%	

2.1 HFCs供给、格局：我国占据全球制冷剂贸易的核心地位

■ 我国HFCs制冷剂在全球制冷剂贸易中占据核心地位。我国HFCs外贸配额整体超50%，其中普及越早的制冷剂外贸比例越大，如R125、R134a外贸配额占比超60%；普及较晚的新型制冷剂如R32外贸比例相对较低，国内外需求提升空间较大。

■ 推荐标的：巨化股份、三美股份、昊华科技、金石资源；受益标的：永和股份、东岳集团等。

表4：HFCs制冷剂以R32、R125、R134a等为主

	2025 生产配额	2025 内用配额	2025 出口配额
R32	280,349	184,479	95,870
R125	167,282	61,141	106,141
R134a	208,269	80,398	127,871
R143a	47,298	11,445	35,853
R152a	33,734	8,055	25,679
R227ea	31,435	27,492	3,943
R236ea	191	-	191
R236fa	756	145	611
R245fa	19,514	14,035	5,479
R41	102	42	60
R23	2,952	2,348	604
总计	791,882	389,580	402,302

数据来源：生态环境部、开源证券研究所

表5：我国是全球HFCs制冷剂贸易的主要供应国

		HFC-32	HFC-125/HFC-143	HFC-134	HFC-410
各国净出口中国占比	2022	98%	88%	85%	95%
	2023	99.99%	74%	92%	94%

数据来源：UN Comtrade Database、开源证券研究所

表6：主要HFCs制冷剂品种在世界各地广泛使用（2024年1-10月，单位：吨）

中国 R32 出口 占比		中国 R134 出口 占比		中国 R125 ≥ 40% 混配出口 占比	
泰国	9,199 20.8%	阿联酋	9,672 9.4%	墨西哥	8,069 12.0%
巴西	5,616 12.7%	巴西	8,856 8.6%	韩国	7,381 11.0%
荷兰	4,670 10.6%	墨西哥	4,850 4.7%	巴西	3,843 5.7%
马来西亚	3,133 7.1%	荷兰	4,408 4.3%	泰国	3,804 5.7%
墨西哥	2,990 6.8%	印度	4,324 4.2%	阿联酋	3,527 5.3%
日本	2,417 5.5%	土耳其	4,283 4.2%	美国	3,435 5.1%
土耳其	2,231 5.1%	马来西亚	3,936 3.8%	埃及	1,867 2.8%
印度尼西亚	2,186 5.0%	泰国	3,728 3.6%	新加坡	1,741 2.6%
印度	1,961 4.4%	韩国	3,694 3.6%	巴基斯坦	1,704 2.5%
阿联酋	1,657 3.8%	俄罗斯	3,353 3.3%	阿尔及利亚	1,651 2.5%
出口总量	44,151	出口总量	102,620	出口总量	67,067
CR5	58%	CR5	31%	CR5	40%
CR10	82%	CR10	50%	CR10	55%

数据来源：海关总署、开源证券研究所

2.1 HFCs供给、格局：我国占据全球制冷剂贸易的核心地位

表7：我国核心HFCs制冷剂品种直接出口至美国的比例较低

海关编码	品种	2024出口总量	2024出口至美国	出口至美国占总出口比例
29034100	HFC-23	752	105	13.9%
29034200	HFC-32	57,019	436	0.8%
29034300	HFC-152/HFC-41	36,181	13,132	36.3%
29034400	HFC-125/HFC-143	17,542	3,525	20.1%
29034500	HFC-134	124,475	1,080	0.9%
29034600	HFC-227/HFC-236	5,307	191	3.6%
29034700	HFC-245	6,155	1,567	25.5%
29034900	其他无环烃的饱和氟化衍生物	2,047	209	10.2%
单质合计		249,476	20,245	8.1%
38276100	HFC-143a (≥15%) 混合物	41,010	31	0.1%
38276200	HFC-125 (≥55%, 不含HFOs) 混合物	7,827	7,089	90.6%
38276300	HFC-125 (≥40%) 混合物	80,764	3,486	4.3%
38276400	HFC-134a (≥30%, 不含HFOs) 混合物	9,502	94	1.0%
38276500	HFC-32 (≥20%) & HFC-125 (≥20%) 混合物	1,056	-	0.0%
38276800	其他混合物	7,726	1,260	16.3%
合计 (吨)		147,885	11,959	8.1%
汇总合计		397,361	32,204	8.1%

数据来源：海关总署、开源证券研究所

■ **玉米：**从产业链看，发酵工艺生产氨基酸的主要原材料为玉米，煤炭等提供生产过程中需要的热能，玉米在原材料中的占比约在50%以上，因此氨基酸产品价格的长期走势与玉米价格变化情况较为一致。但中短期内，受下游需求、行业内龙头企业竞争策略变化的影响，氨基酸产品价格与玉米价格变化情况可能会出现大幅偏离。

■ **豆粕：**北京时间4月3日特朗普宣布对等关税计划，对中国实施34%的对等关税，随后4月4日中国对原产于美国的所有进口商品加征34%关税实行反制。关税措施一方面阻碍未来美豆出口，利空CBOT大豆价格；另一方面将导致中国国内进口大豆成本抬升。加征关税本质增加了贸易双方交易成本，消费者需要为购买的商品付出更高代价，预计豆粕短期在情绪冲击下偏强运行。

■ **需求端：**近年来，国际市场农产品价格波动较大，导致豆粕等价格有所上涨且波动较大，给国内养殖业发展造成一定干扰，加上玉米、大豆等主要饲料粮增产受到国内耕地资源总量不足、品种单产等因素限制，低蛋白、低豆粕、多元化、高转化率、降低风险成为养殖行业共识。国内积极推行豆粕减量替代，关键措施是低蛋白日粮技术+杂粕替代，两项举措都将带动工业氨基酸需求增加。

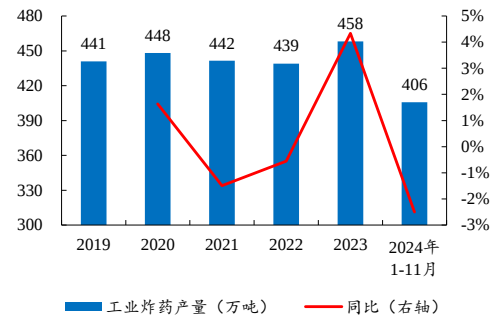
■ **受益标的：**梅花生物、星湖科技、阜丰集团等。

图18：氨基酸价格复盘：短期主要受供需扰动，长期与原材料玉米价格走势趋同



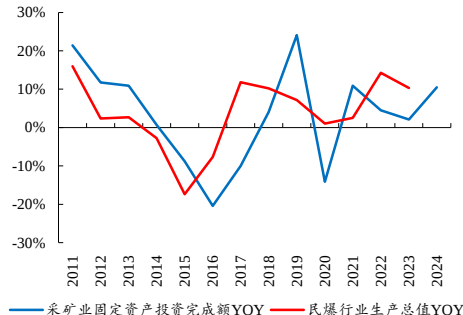
- **供给端：全链条的强监管、强政策导向，构筑民爆行业深厚壁垒。**我国对民爆物品的生产、销售、购买、运输和爆破作业实行许可证制度，严格的准入制度和安全管理要求是进入民爆行业的主要门槛。《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》提到“原则上不新增产能过剩品种的民爆物品许可产能”。2020年，我国工业炸药全国许可年产能约540万吨；2019-2023年，全国工业炸药年产量稳定在400万吨以上，生产总产值逐年增长；2024年1-11月，我国民爆生产企业工业炸药累计产量为405.73万吨，同比减少2.50%。
- **需求端：采矿业固定资产投资，是民爆需求的关键变量。**工业炸药主要应用在三大领域，分别为采矿、铁路道路、水利水电，2020年占比分别为72.60%、5.50%、2.30%。2024年，我国采矿业固定资产投资同比增长10.50%，明显高于2023年全年的2.10%，延续了良好的增长势头。同时，未来伴随着超长期特别国债等举措加快落地，水利、交通等重大工程项目建设有望全力推进，或持续拉动国内工业炸药需求增长。
- **民爆行业供给端受工信部严格监管，而需求端在采矿业投资的发力下持续回升，供需关系持续改善。**同时，由于区域壁垒的存在，西部高景气区域的民爆企业或将持续享受超额收益。我们看好头部民爆企业在新一轮洗牌中实现规模的快速扩张，并在供需关系及行业格局持续改善中享受行业景气度提升带来的长期增长。
- **推荐标的：雅化集团。**受益标的：**易普力、江南化工、广东宏大、国泰集团、凯龙股份、壶化股份、保利联合、高争民爆、雪峰科技等。**

图19：2023年，我国工业炸药年产量为458万吨



数据来源：中国民爆信息公众号、《我国爆破行业发展成就、挑战与机遇》（汪旭光，2024）、开源证券研究所

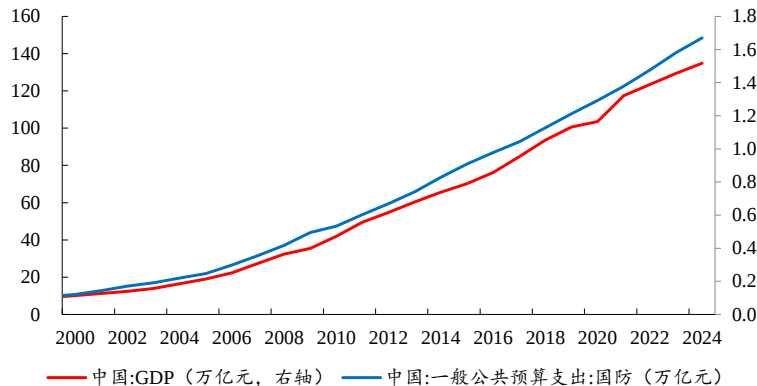
图20：采矿业固定资产投资与民爆需求高度相关



数据来源：Wind、中国民爆信息公众号、华经产业研究院、前瞻产业研究院、开源证券研究所

- **事件1：2025年我国仍将保持国防开支增速在7.2%，有望持续支持军工高性能材料的发展。**2000年以来，我国国防支出预算增长幅度基本与我国GDP增幅接近。2024年我国国防支出1.67亿元，完成预算的100%，占全年GDP的1.2%；同比增长7.2%，增幅连续四年超过7%。2025年国防支出预算为1.78亿元，同比保持7.2%的增幅。从2025年国防预算增幅来看，我国仍然将保持国防支出稳定增长，体现了我国推进国防现代化、加强国防力量的战略定力，其中对于军工高性能材料的支持力度也将增强。
- **事件2：对杜邦中国集团进行反垄断法立案调查，国产军工材料有望迎新发展机遇。**对等美国关税反制，我国对杜邦中国集团进行反垄断法立案调查。美国对我国征收34%“对等关税”，作为对等反制手段之一，4月4日我国市场监督管理局对杜邦中国集团进行立案调查，因其涉嫌违反反垄断法。杜邦中国集团为美国军工集团，其产品主要为特种纤维、离子交换树脂、涂料、胶粘剂等等。未来随着对杜邦中国集团反垄断调查的推进，国产高性能军工材料企业有望迎国产替代新机会。

图21：2000年以来，我国国防支出预算增长幅度基本与我国GDP增幅接近



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：杜邦中国集团产品主要为特种纤维、离子交换树脂、涂料、胶粘剂等

 品牌和产品 关于我们 新闻 职业			
品牌	特色产品线		特色行业
Kevlar®	面料、纤维与无纺布	水溶液	印刷与包装印刷
Nomex®	包装材料和解决方案	建筑解决方案 (PBS)	汽车行业
Tyvek®	光伏解决方案	品牌授权与消费品	建筑行业
Cyrel®	个人防护装备 (PPE)		
Artistri®			
Corian®			
Tedlar®			
MOLYKOTE®			
Liveo™			

数据来源：杜邦中国官网、开源证券研究所

- 1、昊华科技：具有高景气氟化工业务以及高性能材料业务，未来发展可期。公司所从事的业务主要涉及氟化工、电子化学品、高端制造化工材料及工程技术服务等行业，其中高端制造化工材料主要包括特种橡塑制品、特种涂料、化学高性能原料等。非轮胎橡胶制品方面，公司的非轮胎橡胶制品市场整体需求稳中有升，特别是在飞机、高铁等新兴产业领域的需求增长迅速；特种的橡胶制品方面，公司承担了民航客机密封型材的研发、生产任务；公司拥有中国特种轮胎的重要生产基地，系特种轮胎定点研制企业；特种涂料方面，产品包括船舶涂料、工业重防腐涂料、飞机涂料等特种功能材料等等。
- 2、对位芳纶：高强度、高模量特种纤维，主要用于光通信及防弹防护。对位芳纶是一种高强度、高模量、耐高温的高性能特种纤维，根据中国化纤工业协会数据，对位芳纶的强度分别是钢、涤纶工业丝的3、4倍；初始模量是涤纶工业丝的4-10倍；分解温度高达550℃，在150℃下收缩率为零，在260℃温度下仍可保持原强度的65%，有着超强的耐高温和阻燃性能。对位芳纶在我国主要应用于光纤增强及防弹防护，未来我国对位芳纶在橡胶增强、摩擦密封材料等领域的应用仍有较大增长空间。受益标的：泰和新材（民士达）、中化国际等。
- 3、超高分子量聚乙烯纤维（UHMWPE）：据纤维增强复合材料公众号，UHMWPE在频繁使用、长期受力的情下，还能保证传动和抓紧的稳定和精度，其强度是优质钢材的15倍、玻璃和尼龙66的4倍、碳纤维的2.6倍，被誉为“扯不断、割不破、泡不烂”的材料，也广泛应用于航天、军工、机器人等领域。杜邦的主打产品Tyvek®由高密度聚乙烯（HDPE）经热熔后加工成连续的长丝再经热粘合而成，因而UHMWPE 对其能够实现有效替代。受益标的：同益中。
- 4、碳纤维：低密度、高强度、高模量、耐高温、耐腐蚀；快速发展应用阶段，引领轻质化浪潮的材料。广泛应用于航空、航天领域，可用作机翼等飞机机身、弹体箭体的结构材料，刹车片、导弹弹头等耐热材料。受益标的：光威复材、中复神鹰、中简科技等。
- 5、陶瓷材料：主要为粉末冶金、炭/炭、炭陶等复材；在国防军工领域多用作刹车制动领域以及烧蚀耗材。广泛用于航空制动系统及耐烧蚀组件等，如航天刹车盘（副）、火箭喷管和喉衬等。受益标的：国瓷材料、金博股份等。

2.4 圣泉集团：合成树脂冠军企业，高频高速树脂和生物质成长可期

- 公司已成为合成树脂及复合材料和生物质化工材料的龙头企业，公司酚醛树脂、呋喃树脂的产销规模居于世界前列，具体来看：
- **（1）铸造造型材料：**公司拥有呋喃树脂12万吨/年、冷芯盒树脂2万吨/年，是国家制造业单项冠军示范企业（铸造辅助材料），铸造用呋喃树脂产销规模位居世界第一，以呋喃树脂、冷芯盒树脂、热芯盒树脂、涂料、固化剂、陶瓷过滤器、发热保温冒口、熔炼材料等为代表的铸造辅助材料产品达100多种。
- **（2）酚醛树脂：**公司酚醛树脂达到64.86万吨/年，产能规模和技术水平位居世界前列，包括摩擦材料、页岩气覆膜支撑剂、磨料磨具、耐火材料、新型节能阻燃建材、表层涂料、模塑料、轮胎橡胶等多用途酚醛树脂产品，拥有10大系列800多个品种，公司被评为国家制造业单项冠军示范企业（酚醛树脂），中国电子材料行业评为专业十强，是“神舟”系列飞船、“复兴号”中国标准高铁隔热保温材料供应商。
- **（3）电子化学品：**公司自2005年开始进入电子化学品领域，目前产品细分包括电子级酚醛树脂、特种环氧树脂、苯并噁嗪、5G特种电子树脂（聚苯醚PPE/PPO/MPPO）、马来酰亚胺树脂、碳氢树脂、光刻胶树脂及光刻胶等功能型高分子材料。
- **（4）生物质：**2023年5月，全球首个百万吨级“圣泉法”植物秸秆精炼一体化项目（一期）在黑龙江大庆市全面投产，每年可加工秸秆50万吨，生产生物质树脂炭、硬碳负极材料、糠醛、纸浆、生物甲醇、可降解材料等系列绿色生物基产品。目前公司已经建成万吨级硬碳负极的产线；同时作为硬碳的前驱体，大庆圣泉项目生产线的硬碳前驱体年产能可达15万吨，将直接助力钠离子电池产业化。

表8：公司酚醛树脂、铸造用树脂产能规模居于行业前列，电子特种树脂、生物质项目产品布局丰富

主要业务板块	产品大类	现有产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)	备注
铸造用树脂	呋喃树脂	12.0		
	冷芯盒树脂	2.0		
酚醛树脂	普通酚醛树脂	64.86		
电子化学品	电子酚醛树脂	6.0		
	电子环氧树脂	2.72		
	官能化聚苯醚（PPO）	1300吨		
	马来酰亚胺树脂		1000吨	
	碳氢树脂		2000吨	
生物质项目 -济南唐和唐	光刻胶树脂及光刻胶			光刻胶用线性酚醛树脂、KrF 光刻胶配套用PHS树脂
	木糖	2.0		
	木糖醇	1.5		
	L-阿拉伯糖	0.06	0.3	年产3000吨功能糖项目
生物质项目 -大庆圣泉一期	本色卫生用纸	8.8		
	本色大轴纸	12		
	糠醛	2.5		
	乙酸	1.5		
	硬碳负极前驱体-生物炭	15.0		
新能源行业	硅碳用多孔碳	300吨	1000吨	预计2025年一季度建成
	钠电负极硬碳	1.0		

2.4

东材科技：“1+3”产业布局清晰，储备项目重点发展光学膜材料、电子树脂材料

■ 公司拥有绝缘材料、光学膜材料、电子树脂材料、环保阻燃材料四大类业务及PVB膜片、质子交换膜等产品，布局绵阳小枧、绵阳塘汛、绵阳东林、四川成都、江苏海安、江苏连云港、河南郑州、山东东营共8大厂区，其中：

（1）绝缘材料：主要产品包括功能薄膜（聚丙烯薄膜8500万吨、光伏背板基膜6.8万吨）和绝缘材料（柔软复合材料、电工层/模压制品等），生产基地主要为绵阳塘汛、绵阳小枧和绵阳东林等，在建产能为1500吨聚丙烯薄膜。

（2）光学膜材料：主要产品是光学级聚酯基膜，生产基地为江苏海安、山东东营、绵阳东林、四川成都。

（3）电子材料：主要产品是电子级树脂，生产基地为绵阳塘汛、江苏海安和山东东营，产能为18.62万吨/年，在建年产20000吨高速通信基板用电子材料项目。

（4）环保阻燃材料：主要产品是无卤阻燃聚酯树脂，生产基地为绵阳塘汛，产能为3.7万吨/年。

表9： 公司储备项目充足，重点发展光学膜材料、电子树脂材料

业务板块	主要基地	主要产品/项目名称	产品明细	现有产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)	预计投产时间
光学膜材料	江苏海安	光学级聚酯基膜（G1）	OCA光学胶离型膜、ITO高温保护膜	2		
		光学级聚酯基膜（G2）	普通离型保护膜	减少1.5		2022年底转为生产绝缘材料
		年产2万吨OLED显示技术用光学级聚酯基膜项目（G3）	偏光片离型膜基膜、中高端MLCC离型膜基膜	2		
		年产2万吨MLCC及PCB用高性能聚酯基膜项目（G6）	车衣膜、PCB抗蚀干膜、MLCC离型膜基膜	2		2024年5月
		年产2.5万吨偏光片用光学级聚酯基膜项目（G7）	偏光片离型膜基膜、偏光片保护膜基膜、窗膜基膜	2.5		在调试
		20000吨特种功能聚酯薄膜生产线（江苏东材功能膜5#）				
	山东东营	光学级聚酯基膜（G4）	增亮膜基膜、扩散膜基膜、复合膜基膜、窗膜	2		
		光学级聚酯基膜（G5）	低端MLCC离型膜基膜	2		
		年产2万吨超薄MLCC用光学级聚酯基膜技术改造项目（G9）	MLCC离型膜基膜	2		在调试
	绵阳东林	年产2万吨新型显示技术用光学级聚酯基膜项目（年产2万吨新型光学级聚酯基膜项目）-G8	偏光片用保护膜基膜、偏光片用离型膜基膜及其它高性能薄膜。	2		
	四川成都	东材科技成都创新中心及生产基地项目（二期）G10	偏光片离保膜基膜、OCA离型膜基膜、干膜基膜		2.5	2025年
	小计			16.5	2.5	
电子材料	绵阳塘汛	年产15000吨树脂项目	年产2000吨溴化环氧树脂、3000吨含磷环氧树脂、5000吨MDI改性环氧树脂。	0.8		
		年产5200吨高频高速印制电路板用特种树脂材料项目	电子级结晶型双马来酞亚胺树脂1500吨、电子级非结晶型双马来酞亚胺树脂1500吨、低介电活性酯固化剂树脂1200吨、低介电热固性聚苯醚树脂1000吨。	0.42		1000吨PPO不再建设
	江苏海安	5G通讯用电子级改性特种环氧树脂	年产1万吨改性特种环氧树脂、年产2000吨溴化环氧树脂、3000吨含磷环氧树脂、5000吨MDI改性环氧树脂。	2		
	山东东营	年产6万吨特种环氧树脂及中间体项目	双酚A环氧树脂、双酚F型环氧树脂、双环戊二端环氧树脂5万吨+1万吨中间体	5		2023年4月
		年产16万吨高性能树脂及甲醚项目	10.4万吨酚醛树脂+5万吨中间体	10.4		2024年12月
	四川眉山	年产20000吨高速通信基板用电子材料项目	5,000吨电子级低介质损耗热固性聚苯醚树脂、2,000吨电子级非结晶型马来酞亚胺树脂、1,500吨电子级结晶型马来酞亚胺树脂、4,000吨电子级低介质损耗活性酯固化剂树脂、3,500吨电子级碳氢树脂、4,000吨电子级低介质损耗含磷阻燃树脂		2	2026年
	小计			18.62	2	

■ 肥料是重要的农业生产资料，在促进粮食和农业生产发展中起到不可替代的作用，合理施肥是提高农作物单产和品质的重要环节。氮、磷、钾是作物生长必不可少的三大基础元素，化肥行业主要包括氮肥、磷肥、钾肥和复合肥四个子行业，产业链主要分为“原材料-基础肥生产-二次加工-销售”等环节。我国农业存在地少人多、粮食供需结构性不平衡等问题，化肥施用对粮食增产的贡献较大。

图23：化肥价格与原油、粮食价格走势趋同

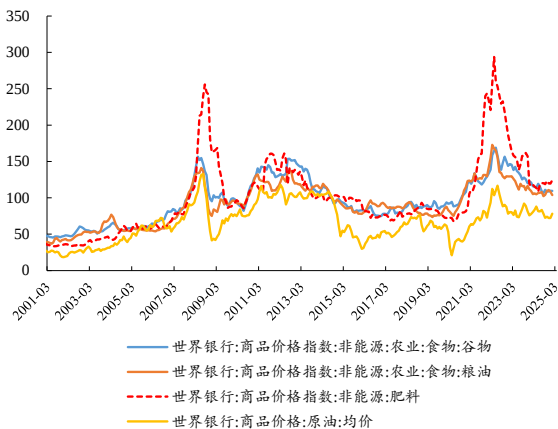


图24：2020H2-2022H1，国内化肥价格震荡上行

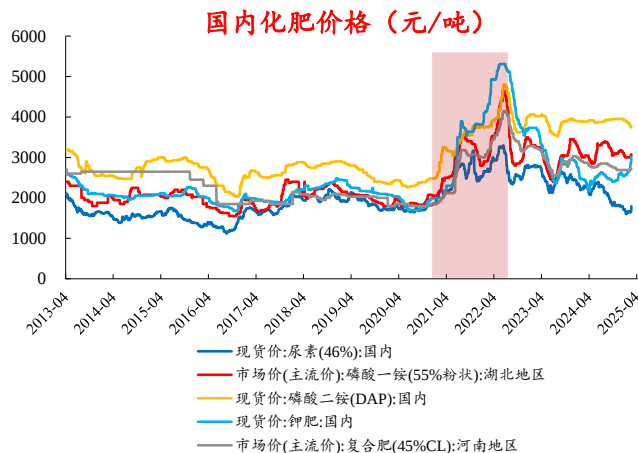
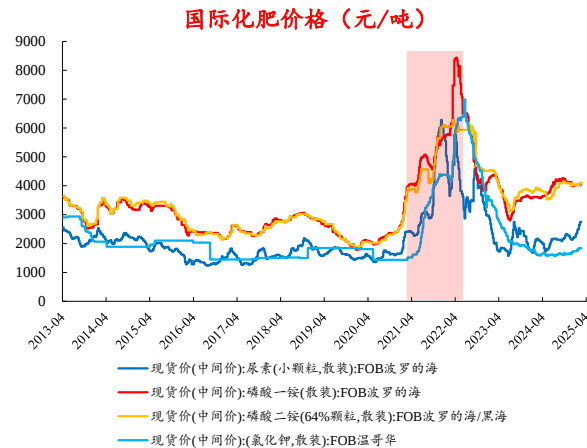


图25：2020H2-2022H1，国际化肥价格震荡上行



- 全球农药市场的增长主要集中在以巴西、阿根廷为代表的拉美地区，以及以中国、印度为代表的亚太地区。出口区域方面，根据除草剂、抗萌剂及植物生长调节剂的出口量累计值指标，2024年，巴西、澳大利亚、美国、泰国等国家的进口量占比居于前列，分别为31%、21%、13%、8%。
- 推荐标的：盐湖股份、扬农化工、兴发集团、利民股份；受益标的：云天化、川恒股份、云图控股、藏格矿业、广信股份、江山股份等。

图26：2024年，国内除草剂、抗萌剂及植物生长调节剂出口至美国的数量占比为13%

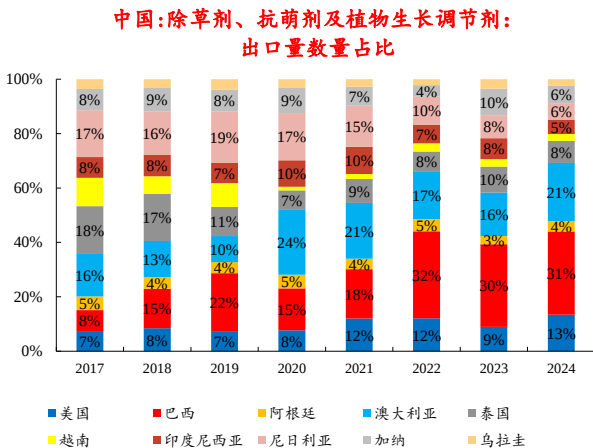


图27：2024年，国内除草剂、抗萌剂及植物生长调节剂出口至美国的金额占比为10%

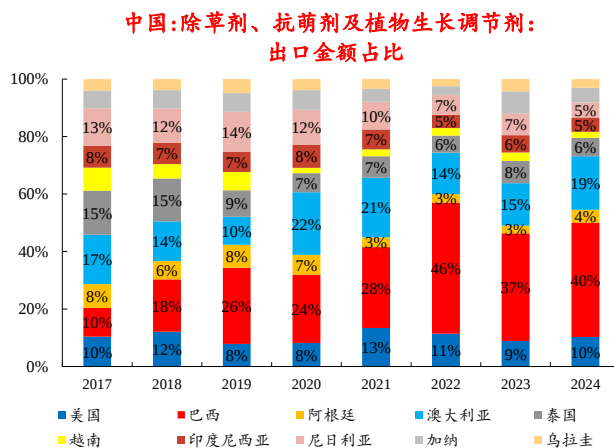


图28：2024年12月，国内农药出口价格同环比仍承压



■ 铬盐供给端：新增产能严格受限，供给格局稳定，行业集中度高

国内铬盐年产量40-50万吨（折重铬酸钠），全球铬盐年产量约100万吨出头。铬盐生产具有污染排放治理压力，国内及海外铬盐新增产能严格受限。过去10年间，国内铬盐行业无任何新进入企业与新投产项目，行业唯一的供给增量来源于振华一次次的技改（在总排放量不扩大前提下，依靠收率等提升，扩充产能）。在此期间，公司铬盐产能（折重铬酸钠）由15万吨/年逐步扩张至25万吨/年。当前铬盐行业竞争格局稳定，行业集中度高，公司市占率超过50%，具备行业定价权。

■ 铬盐需求端：金属铬出口及下游终端高温合金贡献主要需求增量

国内铬盐下游需求中，金属铬冶炼领域需求占比均30%+，其余电镀、耐火材料、颜料、皮革制品等需求合计占比60-70%。除金属铬以外的其他需求（占比合计60-70%）偏稳定，跟着经济增速走，每年3-5%左右的需求增量。金属铬需求增速高为铬盐贡献主要需求增量：（1）**金属铬出口**：2024年国内金属铬累计出口21770吨，累计同比增长97%（2022-2023年国内金属铬出口总量分别为12883吨、11044吨）。2024年全年金属铬出口增量达到1.07万吨，按照1吨金属铬对应重铬酸钠消耗约3.7吨，仅金属铬出口增量对应的铬盐需求增量达到4万吨，对应国内铬盐产量约10%。（2）**高温合金**：高温合金为金属铬下游主要应用领域（金属铬作为小金属添加剂，在高温合金中添加比例约20%），伴随燃气轮机、航空航天等需求稳步增长，高温合金需求逐步释放，拉动金属铬需求向上。

■ 受益标的：振华股份

公司拥有铬盐产能（折重铬酸钠）25万吨，金属铬产能1万吨，另外铬盐副产品VK3产能近3000吨/年、超细氢氧化铝5万吨/年。当前铬盐产业链上下游库存均处于历史低位，后续铬盐及金属铬价格仍有望继续提涨，公司利润弹性较大。同时，预计2026年底公司铬盐产能扩张至35万吨/年，具有远期量增及降本逻辑，具备中长期成长属性。

图29：重铬酸钠是铬盐最基础的产品

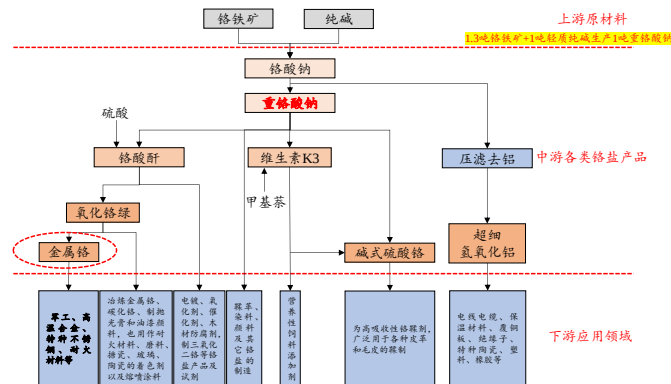


图30：2024年国内铬盐出口量合计21770吨、累计同比增长97%

序号	指标名称 ↓ 频率 单位	中国:出口数量:未锻轧铬:粉末 (81122100):当月值 月 千瓦	中国:出口数量:未锻轧铬:粉末 (81122100):当月同比 月 %	中国:出口数量:未锻轧铬:粉末 (81122100):累计值 月 千瓦	中国:出口数量:未锻轧铬:粉末 (81122100):累计同比 月 %
1	2025-02	1,483,710.00	0.51	3,463,402.00	3.20
2	2025-01	1,979,692.00	5.31	1,979,692.00	5.31
3	2024-12	2,155,386.00	123.80	21,769,974.00	97.12
4	2024-11	1,849,890.00	22.91	19,614,588.00	94.57
5	2024-10	1,664,808.00	129.09	17,764,698.00	107.14
6	2024-09	1,232,535.00	17.98	16,099,890.00	105.11
7	2024-08	773,056.00	-30.57	14,867,355.00	118.49
8	2024-07	1,692,467.00	65.95	14,094,299.00	147.65
9	2024-06	4,006,010.00	414.01	12,401,832.00	165.49
10	2024-05	2,361,649.00	268.85	8,395,822.00	115.73
11	2024-04	1,352,561.00	60.95	6,034,173.00	85.58
12	2024-03	1,325,520.00	95.74	4,681,612.00	94.16
13	2024-02	1,476,144.00	93.32	3,356,092.00	93.54
14	2024-01	1,879,948.00	93.72	1,879,948.00	93.72
15	2023-12	963,075.00	0.66	11,044,190.00	-14.27
16	2023-11	1,505,130.00	192.02	10,081,115.00	-15.47
17	2023-10	726,699.00	-41.28	8,575,985.00	-24.84

2.7 有机硅：供需拐点已至，盈利修复可期

■ 供给端：行业投产高峰已过，供给端竞争压力有望得到缓解

据百川盈孚数据，2022-2024年有机硅行业新增产能分别达到57.5、27、72万吨，产能增速分别达到31%、11%、26%。展望未来，国内有机硅行业新增产能十分有限，未来供给格局有望逐步改善。据百川盈孚数据，目前国内有机硅行业在建/规划新增产能仅有10万吨/年，且考虑到当前有机硅行业盈利承压，其投产进程仍有较大不确定。因此往后看，有机硅行业供给端竞争压力有望得到缓解。

■ 需求端：内需与出口稳步增长，新能源领域贡献主要增量

内需方面，2017年至2024年间，国内有机硅DMC表观消费量由89.32万吨逐步提升至181.64万吨，CAGR达到10.7%，其中2022年、2023年与2024年受新能源行业高速增长拉动，国内有机硅DMC表观消费量分别同比增长14.7%、11.1%、20.9%。从消费结构来看，2023年国内有机硅DMC下游消费中，建筑、电子电器、加工制造业、纺织业分别占比29.9%、26.6%、12.1%、10.1%。展望未来，一揽子正常积极提振房地产市场，地产领域需求有望企稳，同时新能源领域需求快速释放，有望贡献重要增量（光伏装机1GW用胶量约1200-1500吨，新能源汽车用胶量是普通乘用车接近7倍，单车用量多达20kg以上）。出口方面，2024年1-12月国内有机硅DMC出口合计54.57万吨，同比增长34.21%。当前海外有机硅企业面临成本、环保压力，整体产能有所收缩，国内有机硅产业具备成本优势，未来出口量有望稳步增长。

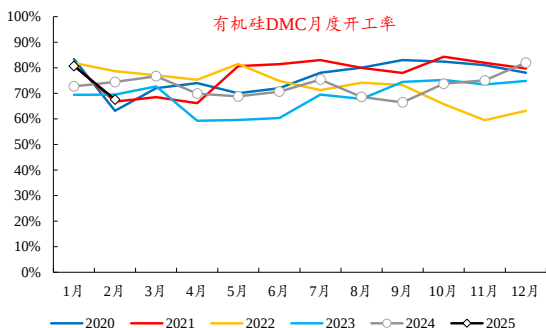
■ 推荐标的：合盛硅业、兴发集团、三友化工；受益标的：新安股份、东岳硅材等。

表10：未来国内有机硅行业新增产能有限

企业	现有产能（万吨/年）	新增产能（万吨/年）	投产时间
合盛硅业	86.5	-	-
江西蓝星星火有机硅有限公司	35.0	-	-
东岳硅材	30.0	-	-
兴发集团	28.0	10	预计2025年6月投产
新安股份	27.5	-	-
鲁西化工	25.0	-	-
三友化工	20.0	-	-
陶氏有机硅（张家港）有限公司	20.0	-	-
云南能投化工有限责任公司	15.0	-	-
其它	57.0	-	-
合计	344.0	10	-

数据来源：各公司公告、百川盈孚、开源证券研究所

图31：2024年有机硅行业月度开工率维持在中枢水平



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

2.8 乙二醇：下游需求持续扩张，新增供给有限，景气有望上行

- 2025-2026年，乙二醇新增产能较少。剔除内蒙古久泰100万吨产能规划，若其余规划新增产能如期落地，在2024年乙二醇行业产能2,792.2万吨的基础上，预计2025年乙二醇产能同比增长6.09%，2026年同比增长3.38%。
- 需求方面，2025-2026年，涤纶长丝或新增770万吨产能、PET瓶片或新增360万吨产能、涤纶短纤或新增148万吨产能，或这些新增产能完全落地，或拉动乙二醇需求428.13万吨。
- 受益标的：万凯新材等。

表11：2025-2026年，乙二醇扩产新增产能或较为有限

企业	省份	产能（万吨）	预计投产时间	备注
四川正达凯新材料有限公司 (万凯新材100%全资子公司)	四川省	60	2025-04	
宁夏鲲鹏清洁能源有限公司	宁夏回族自治区	20	2025-05	
山东裕龙石化有限公司	山东省	80	2025-06	
宁夏宝丰能源集团股份有限公司	宁夏回族自治区	10	2025-06	
2025年小计		170		
内蒙古久泰新材料有限公司	内蒙古自治区	100	2026-03	项目搁置
中煤平朔集团有限公司	山西省	60	2026-08	
华锦阿美石油化工有限公司	辽宁省	40	2026-08	
2026年小计		200		
合计		370		

数据来源：公司公告、公司环评报告、开源证券研究所

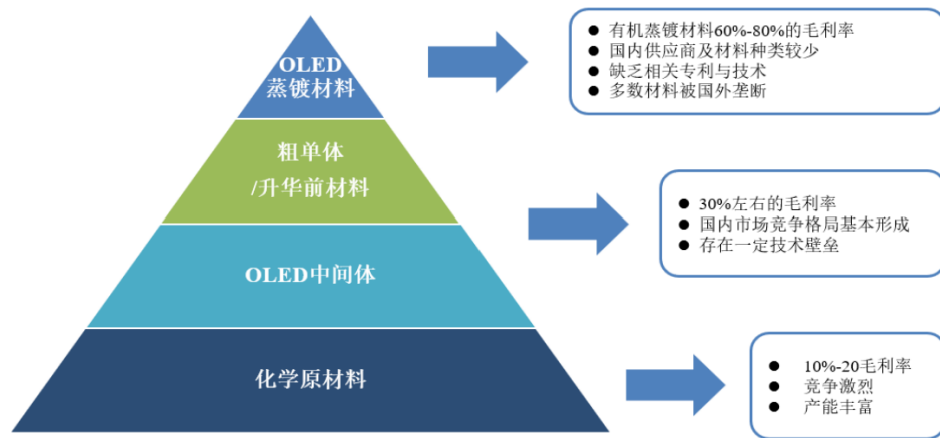
表12：预计2025-2027年，乙二醇表观消费量分别同比增长4.02%、4.72%、4.68%

	产能（万吨）	产能利用率	产量（万吨）	表观消费量（万吨）	消费量YoY	净进口量（万吨）
2020A	1,554	53%	822	1,870	10.58%	1,048
2021A	2,056	57%	1,180	2,010	7.51%	830
2022A	2,577	51%	1,314	2,061	2.56%	747
2023A	2,762	59%	1,643	2,347	13.86%	705
2024A	2,792	66%	1,849	2,487	5.98%	639
2025E	2,962	66%	1,949	2,587	4.02%	639
2026E	3,062	67%	2,041	2,710	4.72%	669
2027E	3,062	70%	2,138	2,836	4.68%	699

数据来源：公司公告、公司环评报告、开源证券研究所

- OLED材料产业链：基础化工原料合成中间体，再进一步加工为升华前材料，由终端材料生产企业进行物理升华处理后形成OLED终端材料，便可通过真空蒸镀的方式用于OLED面板的生产，最终广泛应用于下游手机、电视、VR设备、智能手表等领域。
- OLED终端材料技术和专利壁垒最高，国内企业主要参与OLED中间体和升华前材料的生产，主要行业壁垒是下游厂商的认可。我们对国内主要的OLED成品材料企业进行了梳理，主要划分为四种类型：（1）面板企业向上游布局，如从维信诺分离出来的鼎材科技，华星光电子公司华睿光电；（2）升华前材料厂商向下游延伸，如莱特光电、阿格蕾雅；（3）海外技术团队回国创业，如北京夏禾、冠能光电；（4）科研院所研究成果产业化，如长春海谱润斯、卢米蓝。2020年奥来德成功上市，2022年莱特光电成功上市，越来越多的OLED材料企业登陆资本市场，有利于不断提升我国OLED产业链的全球竞争力。
- 推荐标的：瑞联新材、万润股份；受益标的：莱特光电、奥来德等。

图32：OLED材料产业链：国内企业主要参与OLED中间体和升华前材料的生产



资料来源：各公司公告、开源证券研究所

表13：国内OLED蒸镀材料企业向终端材料延伸

模式	代表企业
中间体及粗单体企业向下游延伸	奥来德、阿格蕾雅、三月科技（万润股份）、瑞联新材
面板企业向上游延伸	鼎材科技（维信诺）、华睿光电（华星光电）
国内企业自主研发创新	海谱润斯、莱特光电

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

目 录

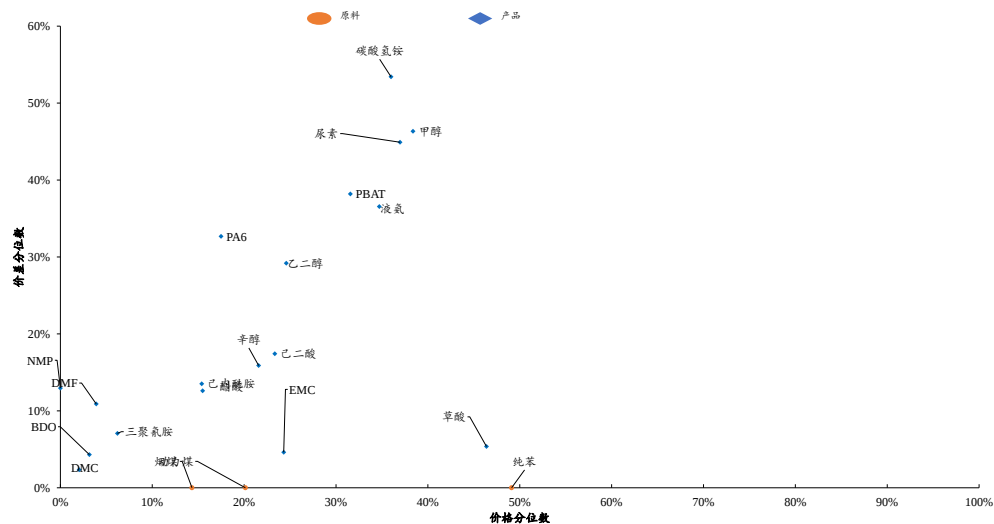
CONTENTS

- 1 国内供需改善+全球份额提升，化工周期新起点有望开启
- 2 短期海外需求或受冲击，看好内需相关标的
- 3 中长期看好华鲁恒升、大炼化、长丝企业底部利润抬升
- 4 盈利预测与投资建议
- 5 风险提示

■ 公司当前多数主营产品价差分位数处于历史底部，未来业绩有望向上。

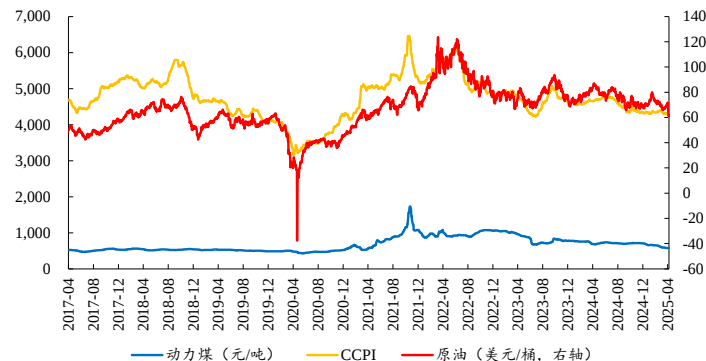
■ 煤价下跌，或缓解公司成本压力。根据公司2024年ESG报告，公司2024年消耗煤炭总量为967.61万吨标准煤。根据我们测算，若煤价每下跌100元/吨，则公司利润总额有望增厚8.56亿元。

图33：截至2025年4月7日，公司多数产品景气度较低



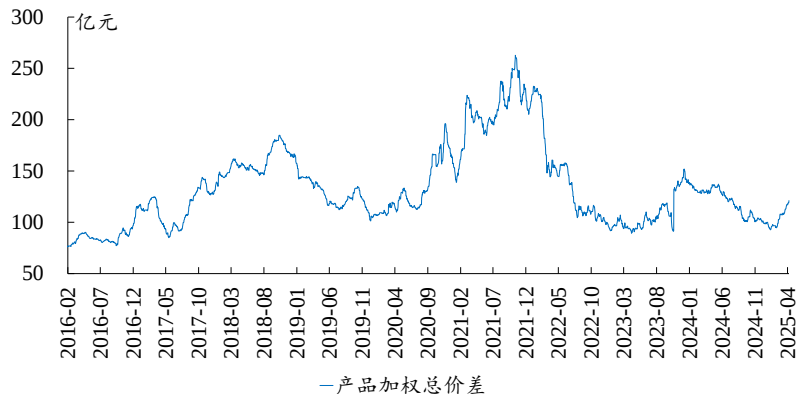
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图34：2024年，化工品价格弱勢震荡



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图35：2025年以来，公司主营产品加权总价差有所提高



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

3.1 华鲁恒升底部利润抬升——德州基地仍有优化空间，荆州基地持续扩品类

■ 荆州基地所采用的设备均较为先进，相比较而言，德州基地设备较为落后，或仍有进一步优化降本的空间。

表14：荆州基地单台气化炉产能规模超德州基地

基地	配套项目	工艺	投产时间	造气炉				造气规模	
				炉高（米）	台数（台）	喷嘴类型	运行状态	单炉合成气（CO+H ₂ ）产生量（m ³ /h）	合成气（CO+H ₂ ）产生量合计（m ³ /h）
德州	东厂区	老系统装置	2000年	2.8	9	单喷嘴	停产，被替代	6,998	62,978
				3.6	5		停产，被替代	11,348	56,738
		大型氮肥装置国产化工程	2004年	2.8	1	四喷嘴	停产，被替代	50,889	50,889
			2007年	2.8	2			53,703	107,406
	西厂区	原料煤本地化与动力结构调整项目	2008年	2.8	2	多喷嘴	在产	53,703	107,406
		醋酸装置节能新工艺改造项目	2013年	-	3			60,662	181,987
		传统产业升级及清洁生产综合利用项目	2017年	3.2	3			56,868	170,604
	在产合计	-	-	-	10			56,740	567,403
荆州	园区动力项目	水煤浆	2023年	-	3			179,333	538,000

3.1 华鲁恒升底部利润抬升——德州基地仍有优化空间，荆州基地持续扩品类

■ 荆州基地虽然采用了最新的动力锅炉、空分装置、煤气化装置，是规模效益明显。但荆州基地品类较少，目前仍有合成氨外售，煤化工产业链的附加价值并未完全挖掘，未来荆州基地或以扩品类为主，公司仍具有成长空间。

表15：荆州基地以扩品类为主

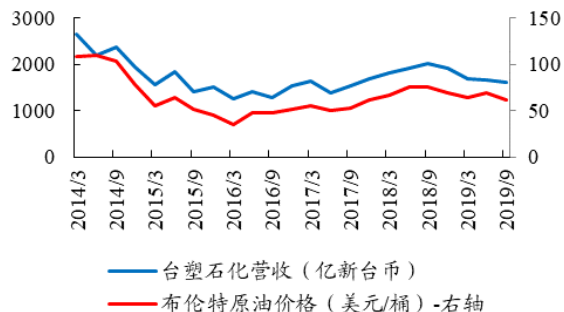
基地	产品	产能（万吨）	投产时间
德州	草酸	20	2025-05
荆州	甲酸	20	2025-12
	BDO	20	2025-05
	NMP	8	
	TDI	30	
	DNT	36	规划
	TDA	23	
	烧碱	30	
	硝酸	27	

3.2 大炼化：公司营收和油价变动呈相同趋势

■ 为分析油价大幅波动对炼化企业的影响，在2014Q1~2018Q3油价大跌及回暖的时间区间，我们选取了台湾化纤、台塑石化以及韩国SK Innovation三家石化企业，从其营业收入、毛利率及净利润的角度，分析其盈利能力和油价的联动关系。

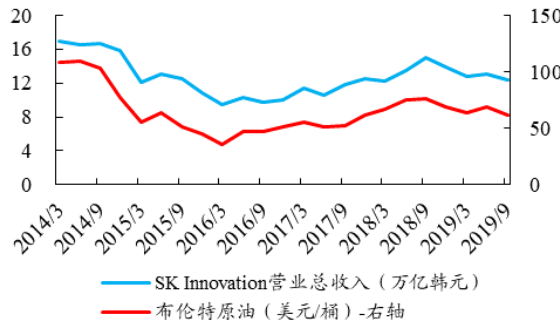
■ 台塑石化、台湾化纤和SK Innovation的营收变动趋势与油价涨跌趋势基本保持一致。油价冲击传导到产业链下游企业需要一定时间，相对于上游炼油企业，偏下游的企业如台湾化纤所受到的影响较小；上下游一体化程度较高的企业，如SK Innovation，由于上下游产业链发展均衡，在原油价格大幅下跌时抗风险能力更强。

图36：台塑石化营收与油价趋势保持一致



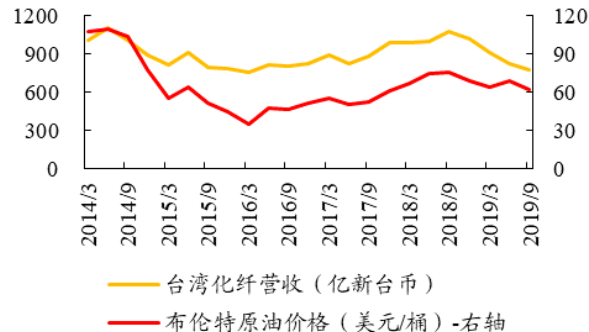
数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

图38：SK Innovation营收与油价趋势保持一致



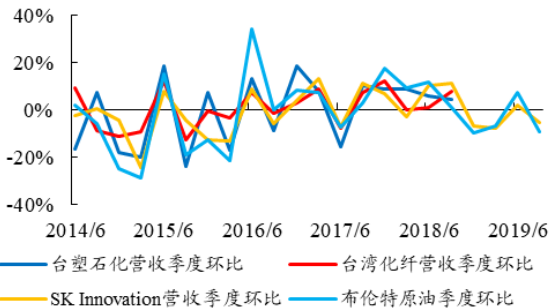
数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

图37：台湾化纤营收与油价趋势保持一致



数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

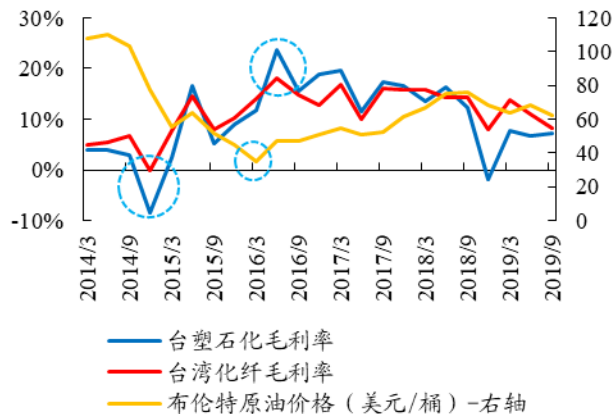
图39：向下游延伸的企业营收环比变动受油价冲击更小



数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

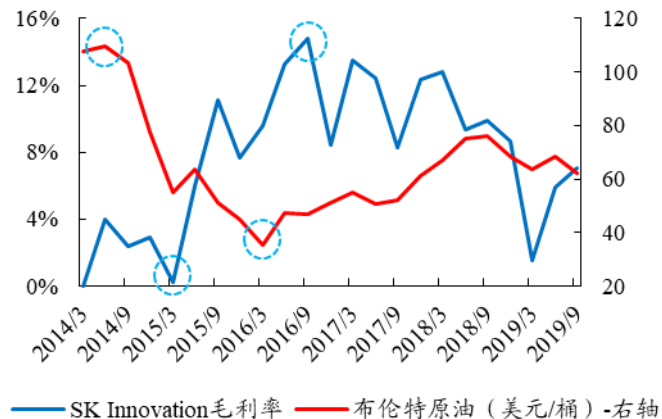
- 原油价格下跌带动石油化工产品成本下降，三家公司拥有了更大的毛利空间，因此在油价下跌时公司毛利率出现明显提升，在原油价格剧烈波动区间，三家公司的毛利率与油价表现出一定的负相关性。其中，由于台塑石化处于偏上游的位置，产品以炼油产品为主，毛利率变动与油价相关性更强，受油价变化影响更大。

图40：台塑石化和台湾化纤毛利率与油价呈负相关



数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

图41：SK Innovation毛利率与油价呈负相关

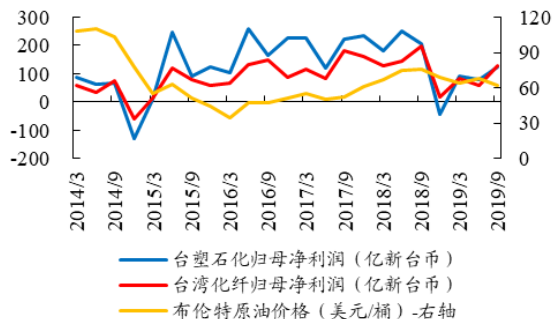


数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

3.2 大炼化：消耗完毕高油价库存后，低油价成本优势将体现

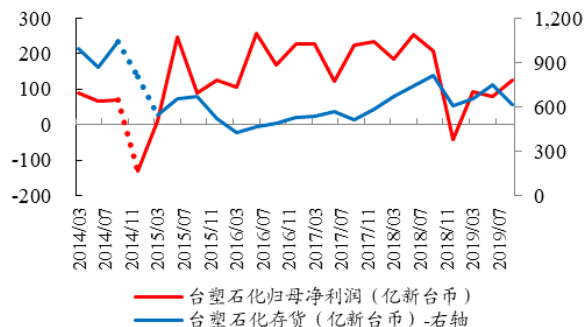
■ 与毛利率相似，三家公司的净利润与油价呈负相关，由于存货减值和消耗高油价库存等因素而存在一定滞后性，低油价的成本优势随着高油价库存消耗完毕后将有所体现。

图42：油价大幅走低提升台塑石化与台湾化纤盈利空间



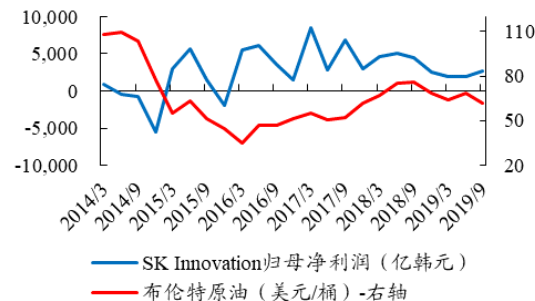
数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

图44：2014年存货价值下降时台塑石化净利润有所下滑



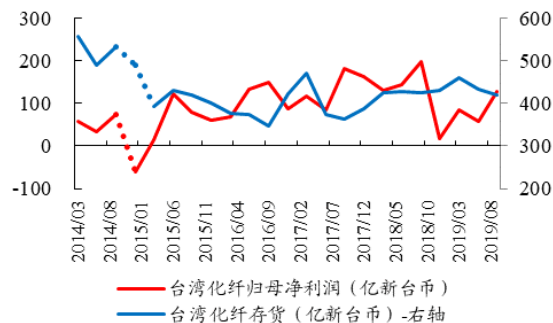
数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

图43：油价大幅走低SK Innovation扭亏为盈



数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

图45：2014年存货价值下降时台湾化纤净利润有所下滑



数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

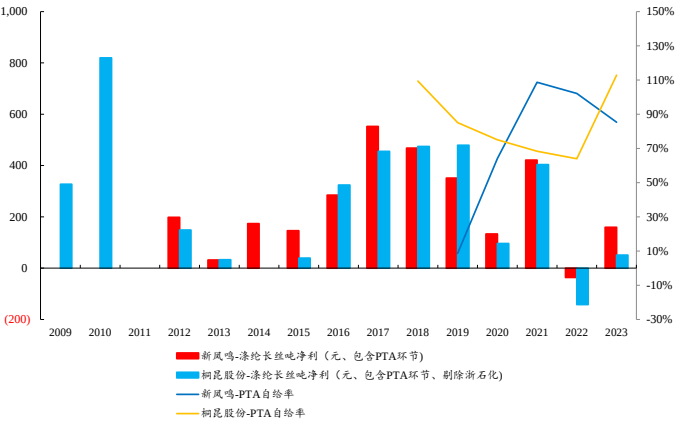
3.2 大炼化：看好油价跌后企稳时，炼化企业盈利向上

- 综上所述，炼化企业最理想的盈利状态是油价跌至低点后，随下游需求恢复，油价重新步入温和上涨的通道。而这种状态在2020年新冠疫情之后已经得以充分体现和印证，恒力石化、荣盛石化等炼化公司的业绩在2021年达到历史高点（当然也有产能全面释放的部分贡献）。
- 当前时间节点，我们看好本轮油价跌后企稳时，炼化公司的盈利能力有望增强。
- 推荐标的：恒力石化、荣盛石化。

3.3 涤纶长丝：短空长多，看好长丝中长期盈利弹性

- 短期来看：（1）油价快速下跌或导致长丝企业产销率低迷并伴随库存损失，经营业绩随之承压。（2）关税背景下，终端需求不确定性陡增，长丝下游开机率下降、长丝需求受到压制。
- 中长期来看：（1）国内涤纶长丝产能增速中枢有望放缓，未来产能年均增速或将维持3-4%的水平，长丝供给端格局有望优化。（2）国内刺激政策加码、终端需求复苏，同时油价由低位进入上行通道，长丝盈利或有较大弹性。
- 另外，当前相关标的估值处于历史低位，推荐标的：新凤鸣（0.9-1.0倍PB）、桐昆股份（0.6-0.7倍PB）。

图46：涤纶长丝行业上一波景气高点在2021年



数据来源：各公司公告、百川盈孚、开源证券研究所

表16：未来国内涤纶长丝产能增速中枢有望放缓

公司	2022年底产能	2023H1新增产能	2023H2新增产能	2023年底产能	2024年预计新增产能	2024年底产能预计	2025年及远期规划产能	备注	
桐昆股份	960	210（恒阳60万吨+恒超60万吨+嘉通60万吨+新疆宇欣30万吨）	120（恒阳60万吨（23Q3投产）+嘉通60万吨（23年10月、12月各投一套））	1290	/	1290	480（30+30）	480万吨规划产能都有指标，包括安徽120+福建240+恒阳120。2025年预计安徽、福建基地各投一套30万吨（分别25年3-4月、25年5-6月投产），合计25年新增产能60万吨。26年公司子公司新疆宇新预计新增长丝30万吨。另外，桐昆老总部60万吨长丝产能预计25年拆迁退出，同时规划新建产能120万吨，投产时间待定。	
恒逸石化	644.5	/	/	644.5	/	644.5	75（75）	公司口径，未来3-5年都不会再扩产长丝。但恒逸逸鹏75万吨拆迁导致的关停产能预计25年重启。	
新凤鸣	630	70（中磊化纤30万吨+江苏新拓40万吨）	40（江苏新拓40万吨，23年8月投产）	740	40（江苏新拓40万吨，24年8月已经投产）	780	250（65）	其中，25万吨预计25Q2投产，40万吨预计25H2投产，其余暂无投产规划	
恒力石化	335	35（南通厂区35万吨）	/	370	/	370	60	-	
东方盛虹	310	20（国望高科20万吨）	/	330	/	330	50	预计50万吨2026年投产	
荣盛石化	142	/	/	142	50（2024年12月投产）	192	/	2024年5月因锅炉改造停产100万吨，其中50万吨24Q4复产、50万吨25Q1复产。另外，24年底，公司50万吨扩产项目24年12月投产，25Q1开始释放产能。	
其他厂商	875.5	20（恒鸣化纤20万吨,属于恒逸集团旗下）	/	801.5	CCF预计2024年长丝因拆迁受影响产能为95万吨，包括联达20万吨（23年9月停车，后续不会再开）与恒逸逸鹏75万吨（23年12月停车）	801.5	40	华祥高纤120万吨，分期建设，一期40万吨，预计26年初投产，二期未定	
合计	3897	CCF统计2023年其他厂商净出清94万吨产能，因此2023年行业整体净新增产能421万吨			4318	90	4408	955	/

目 录

CONTENTS

- 《 1 》 国内供需改善+全球份额提升，化工周期新起点有望开启
- 《 2 》 短期海外需求或受冲击，看好内需相关标的
- 《 3 》 中长期看好华鲁恒升、大炼化、长丝企业底部利润抬升
- 《 4 》 盈利预测与投资建议
- 《 5 》 风险提示

表17：相关标的盈利预测与估值表

证券简称	收盘价(元/股)	归母净利润增速(%)				PE(倍)				评级
	2025/5/6	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
华鲁恒升	20.40	9.1	9.5	17.0	15.1	11.1	10.1	8.6	7.5	买入
巨化股份	27.41	107.7	161.7	42.0	17.2	37.5	14.4	10.2	8.7	买入
三美股份	48.00	178.4	167.2	25.4	13.9	37.8	14.1	11.2	9.9	买入
金石资源	23.70	-26.3	85.4	46.3	39.7	55.1	30.0	20.8	14.7	买入
圣泉集团	27.16	9.9	37.0	16.6	19.7	25.9	19.4	16.6	13.9	买入
东材科技	9.27	-44.5	124.1	26.5	20.1	48.8	20.6	16.3	13.4	买入
盐湖股份	16.08	-41.1	12.5	10.0	5.8	18.2	16.2	14.8	14.0	买入
扬农化工	51.75	-23.2	17.3	13.5	13.9	17.4	14.9	13.2	11.6	买入
兴发集团	20.48	14.3	28.8	12.8	15.2	14.6	11.0	9.7	8.4	买入
利民股份	13.62	31.1	458.6	23.6	16.1	61.9	12.2	9.8	8.5	买入
合盛硅业	51.74	-33.6	15.2	54.4	29.3	35.0	30.4	19.7	15.3	买入
振华股份	22.26	27.5	53.9	16.6	14.2	24.2	15.6	13.3	11.7	买入
瑞联新材	38.02	87.6	25.7	27.4	14.0	26.2	20.7	16.2	14.2	买入
万润股份	11.15	-67.7	46.2	17.0	17.7	42.9	28.6	24.8	21.0	买入
桐昆股份	10.88	50.8	111.4	43.6	17.2	21.3	10.3	7.2	6.1	买入
新凤鸣	10.72	1.3	46.2	27.3	24.6	14.7	10.1	8.0	6.4	买入
恒力石化	15.63	2.0	29.8	24.7	8.1	15.6	12.0	9.6	8.9	买入
雅化集团	11.35	539.4	212.5	41.7	41.4	50.9	16.2	11.5	8.1	买入
荣盛石化	8.64	-37.4	319.0	67.9	24.3	108.0	28.8	17.2	13.8	买入
三友化工	4.93	-11.8	32.7	28.7	43.1	20.4	15.4	11.9	8.3	买入
昊华科技	25.97	-10.9	38.6	15.7	-6.3	27.2	22.9	19.8	21.2	买入
永和股份	22.62	36.8	111.4	33.5	18.8	33.8	20.0	15.0	12.6	未评级
东岳集团	-	-	-	-	-	-	-	-	-	未评级
梅花生物	11.02	-13.8	16.3	8.5	8.6	11.7	9.9	9.1	8.4	未评级
星湖科技	7.70	39.1	33.7	9.5	15.8	13.6	10.1	9.3	8.0	未评级
阜丰集团	4.34	105.9	-	-	-	86.8	-	-	-	未评级
易普力	12.27	12.5	20.4	15.4	12.9	21.5	17.7	15.4	13.6	未评级
江南化工	5.41	15.3	21.0	26.7	14.6	16.1	13.3	10.5	9.2	未评级
广东宏大	30.56	25.4	27.7	16.9	15.9	25.9	20.3	17.3	15.0	未评级
国泰集团	12.55	-40.8	89.6	28.5	17.9	43.3	22.8	17.7	15.0	未评级
保利联合	8.02	105.9	-	-	-	98.9	-	-	-	未评级
高争民爆	28.83	51.6	85.2	42.3	45.2	53.4	29.0	20.4	14.0	未评级
雪峰科技	9.86	-21.7	12.4	42.6	41.5	15.8	14.1	9.9	7.0	未评级
泰和新材	10.45	-73.1	119.2	63.1	16.5	95.0	46.0	28.2	24.2	未评级
中化国际	3.64	-53.5	109.8	117.2	-	-4.6	46.8	21.6	-	未评级
同益中	22.80	-15.2	46.8	18.7	16.6	39.3	26.8	22.6	19.4	未评级
国瓷材料	17.27	6.3	25.9	19.7	18.5	28.3	22.6	18.9	15.9	未评级
金博股份	25.87	-502.5	116.5	108.3	46.9	-6.5	39.3	18.9	12.9	未评级
云天化	22.31	17.9	3.6	4.2	4.9	7.7	7.4	7.1	6.8	未评级
川恒股份	22.87	24.8	32.6	18.1	17.5	13.4	9.7	8.2	7.0	未评级
云图控股	8.66	-9.8	11.2	21.1	23.8	12.9	11.7	9.7	7.8	未评级
藏格矿业	36.89	-24.6	14.7	51.7	27.5	22.5	19.6	12.9	10.1	未评级
广信股份	10.90	-45.9	5.2	23.1	7.8	12.7	12.1	9.8	9.1	未评级
江山股份	17.03	-20.7	125.5	47.4	38.3	32.8	14.5	9.8	7.1	未评级
新安股份	7.70	-61.7	-	-	-	202.1	-	-	-	未评级
东岳硅材	7.49	120.9	-	-	-	149.8	-	-	-	未评级
万凯新材	13.53	-168.7	180.3	128.2	-	-23.3	28.9	12.7	-	未评级
莱特光电	23.20	117.2	77.0	42.7	55.0	55.2	31.5	22.1	14.3	未评级
奥来德	19.49	-26.0	123.0	51.0	21.6	45.3	20.1	13.3	11.0	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：自荣盛石化至奥来德的盈利预测与估值均来自Wind一致预测，其余公司的盈利预测与估值来自开源证券研究所；“—”表示没有Wind一致预测）

目 录

CONTENTS

- 《 1 》 国内供需改善+全球份额提升，化工周期新起点有望开启
- 《 2 》 短期海外需求或受冲击，看好内需相关标的
- 《 3 》 中长期看好华鲁恒升、大炼化、长丝企业底部利润抬升
- 《 4 》 盈利预测与投资建议
- 《 5 》 风险提示

（1）政策执行不及预期：

若供给侧改革、能耗控制节奏放缓，一系列增量政策落实效果不及预期，行业供给压力或将延续、化工景气恢复或将迟滞。

（2）原油及产品价格大幅波动：

地缘局势对油市影响具有不确定性、反复性，原油价格波动对多种化工产品价格以及化工板块弹性的影响仍具有不确定性，进而影响相关化工品的景气和企业盈利。

（3）安全环保生产：

化工产品的生产流程较长，生产过程需要一定压力的蒸汽、各种电压等级的供电设施及特种设备，同时在生产过程中会产生一定的废水、废气和废渣，如果行业公司不能始终严格执行各项安全管理措施，或者因管理不到位或不可抗力等因素导致重大安全事故或环境污染事故，以及国家环保相关政策要求提高，都将对经营造成不利影响。

（4）其他风险详见倒数第4页标注¹。

¹根据新凤鸣2025年一季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣4.78%的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注： 评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券