

化工行业2025年中期策略

——“新趋势”持续加强

分析师：国金化工 陈屹
执业：S1130521050001

目录

01

行业普遍“内卷”，边际“变化”需重点关注

02

贸易扰动加大，国内企业加大海外布局

03

稀缺的业绩兑现行业持续推荐

- 核心观点：站在当下，基础化工板块处于赔率较高但胜率不高的状态，整体偏向结构性机会。从赔率角度看，当前板块估值安全垫极高，近期基础化工板块PB历史分位数已经低于9%（2010年以来），参考先前的2006-2024年复盘，当板块PB分位数位于10%以下时，基础化工板块的配置性价比将开始凸显；从胜率角度看，供给端、成本端以及需求端依然存在扰动
- 板块配置建议：标配
- 投资策略
 - 1、存在边际变化的子行业：建议关注有边际变化的子行业，包括：农药、草甘膦、甜味剂；
 - 2、出口链：建议关注润滑油添加剂、轮胎、钾肥；
 - 3、业绩确定兑现方向：建议关注制冷剂、民爆方向。

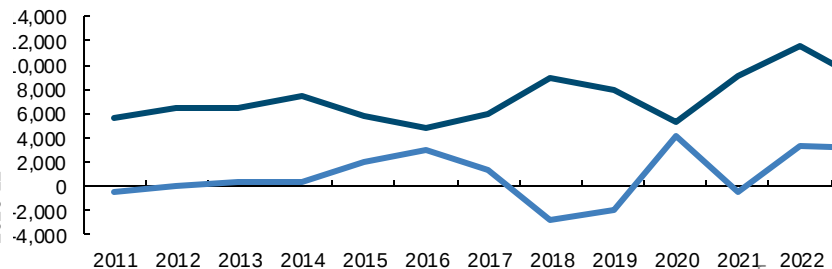
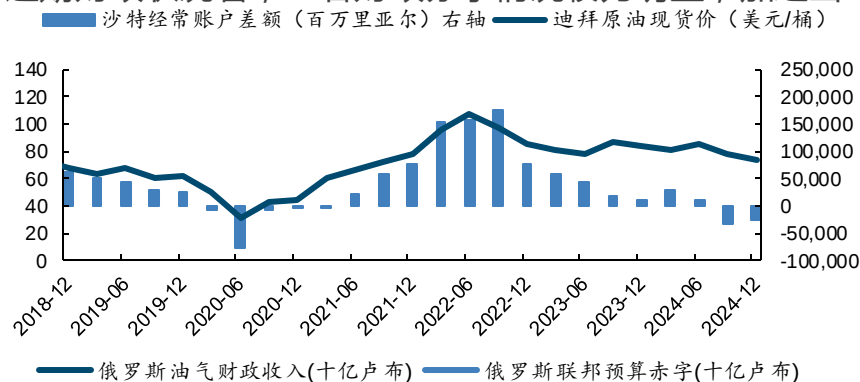
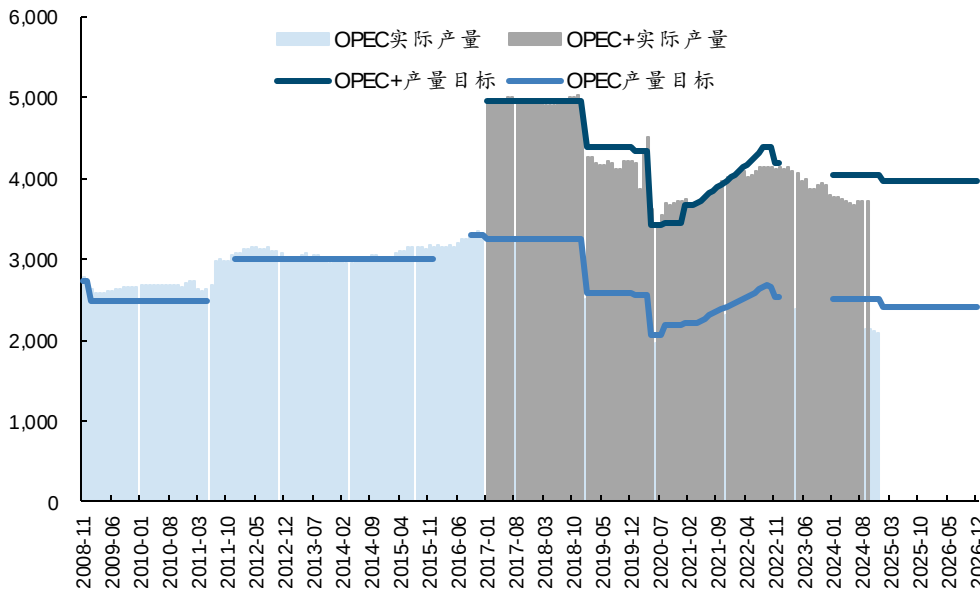
01 关注新变化

行业普遍“内卷”，“变化”是关注重点

●PEC+履约率提升，未来增产较难维持

■ **OPEC+ 成员国履约率有所提升**：2008年至2015年期间，OPEC成员国实际产量大多数情况下高于会议约定产量，整体履约率较差，2016年OPEC+成立后，整体的履约水平上升，超产月份数量显著下降，此外，自2020年开始各国自愿减产的频率明显增加，OPEC+ 整体自愿减产幅度也有增加趋势，近两年的实际产量已经明显低于OPEC+ 制定的目标产量。

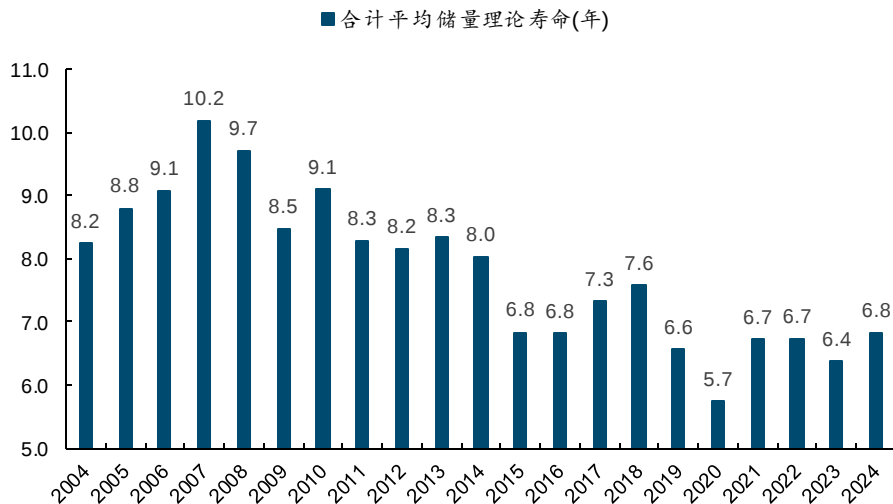
■ **主要产油国财政状况较差，增产较难维持**：从沙特和俄罗斯的近期财政状况看，二者财政赤字情况较为明显，加之当前原油需求市场不乐观，OPEC+增产的策略较难长期维持。



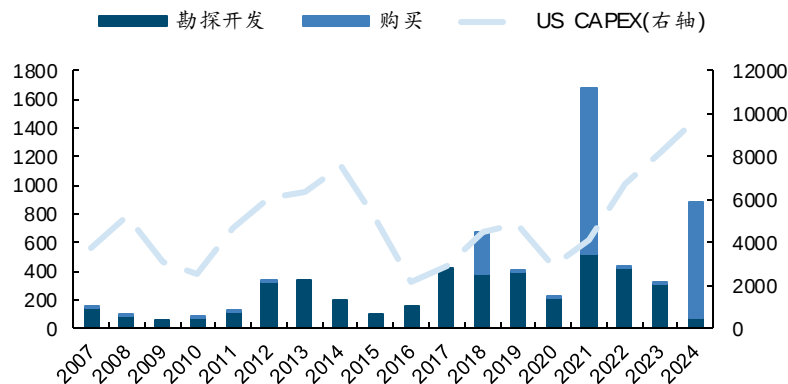
美国油气资源寿命下滑，行业资源并购趋势提升

由于近年美国页岩油产量大幅增加，加之行业CAPEX水平有所下降，美国页岩油气储量寿命近年有明显下滑。伴随公司CAPEX水平下降，原油公司开始倾向通过收购进行油气资源的并购储备，行业并购趋势明显提升。

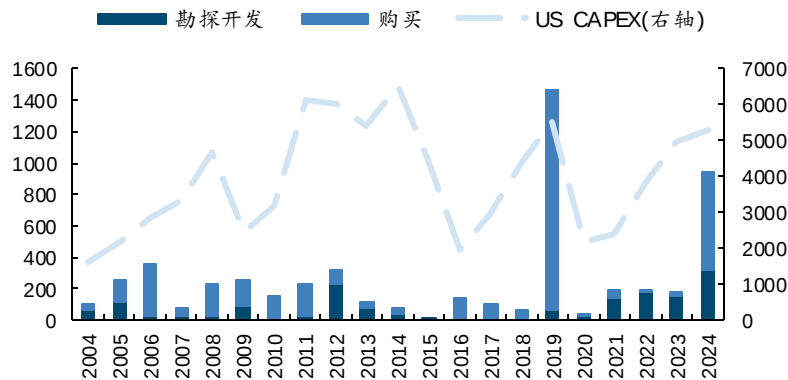
图表：美国主要页岩油公司储量理论寿命



图表：康菲石油油气储量增量



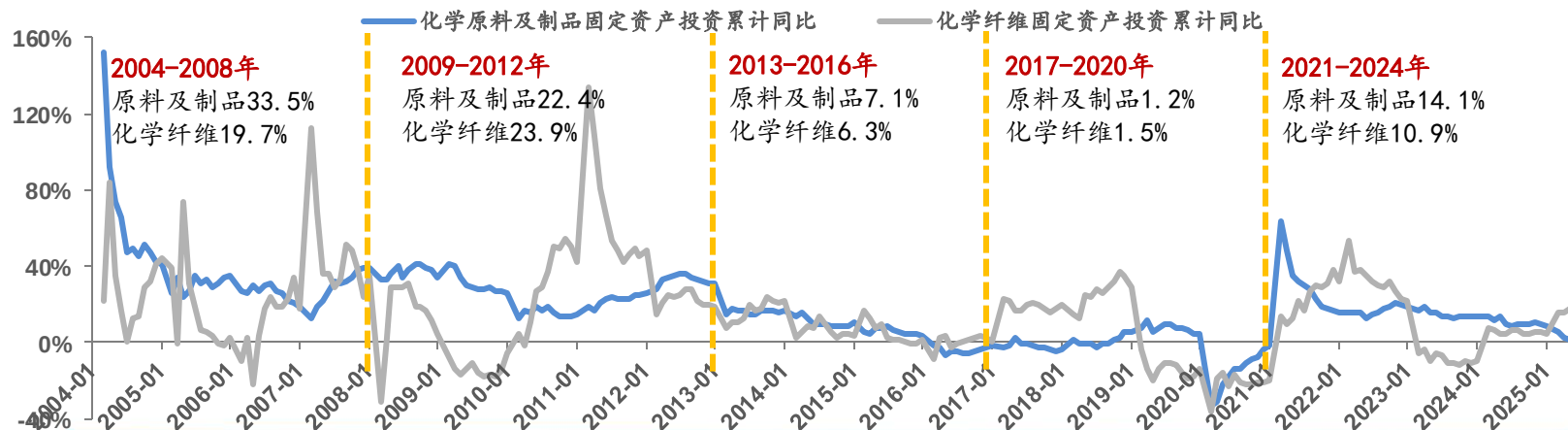
图表：西方石油油气储量增量



化工大方向产能压力较大，再平衡时间拉长

- **此轮资产投资压力明显，再平衡时间拉长：**化工行业的周期波动较为明显，这一轮的资产投资表现尤为突出（大周期加持+海外订单承接+产业链配套能力充裕），国内化工行业投资明显加重，4年原料及制品的固定资产复合增速14.1%，较此前两轮的行业投资增速；从需求端看，我国的GDP增速有所下降，化工下游的需求增速也有明显调整，因而从供需再平衡的大方向看，行业的磨底时间或将拉长，大方向多数大宗子行业将处于低位运行。
- **此轮资产投资基本接近尾声，产能兑现或将延后1-2年时间：**自2021年的资本开支大周期以来，化工的重资产投资基本算是接近尾声，在行业已经进入底部运行过程中，部分未落实的项目或将延迟或者重新评估，而从产能兑现略有滞后的情况看，后续1-2年时间部分子行业仍有产能兑现压力。

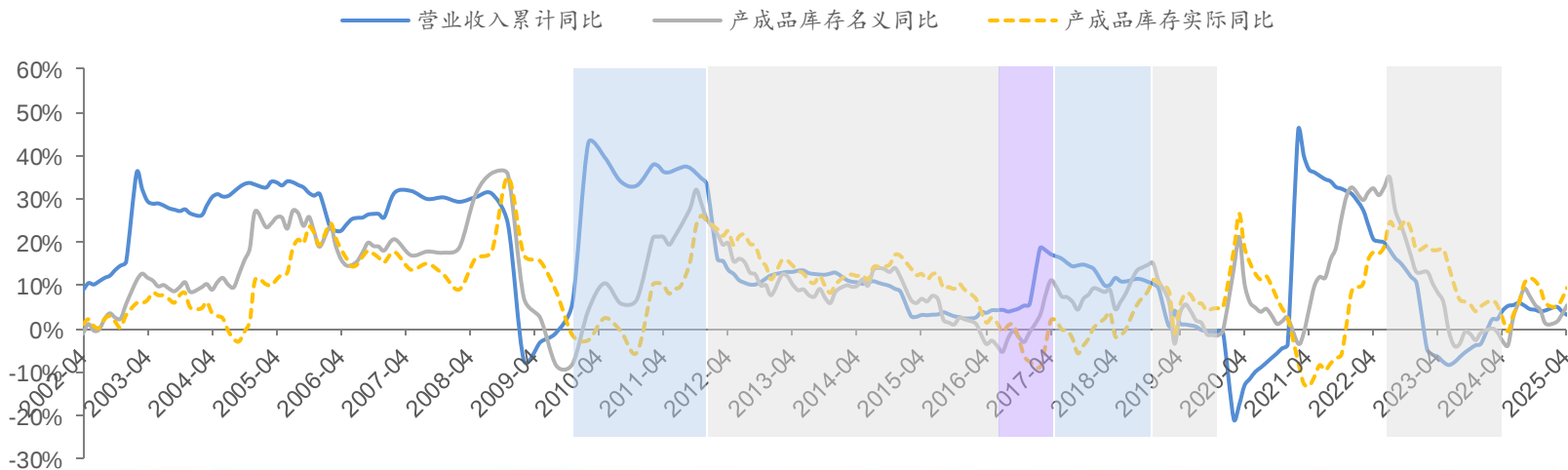
图表：化学原料及纤维行业多年固定资产投资变化情况



化工产品库存稍有提升，尚未有明显的周期驱动

- **2024年虽然化工收回归正向增长，库存处于震荡期，未形成明显趋势变化。** 2022年下半年来，虽然行业一直处于主动降库存过程，但库存出清并未非常彻底，实际库存见底不深，此后虽然库存压力并不非常大，但没有出现集中性的补库趋势或者状态。
- 且由于行业前期价格持续下跌，后续大方向尚未能够有明显止跌企稳的迹象，作为众多化工原料的原油价格尚未完全筑底回升，24年以来的库存基本处于低位震荡状态，预估短时间内，库存较难出现明显的单边变动趋势。因而大方向行业较难出现补库行情，库存更多是对于长周期未有明显供给放量的细分行业形成一定的影响。

图表：化工行业库存尚未出现明显周期变动趋势

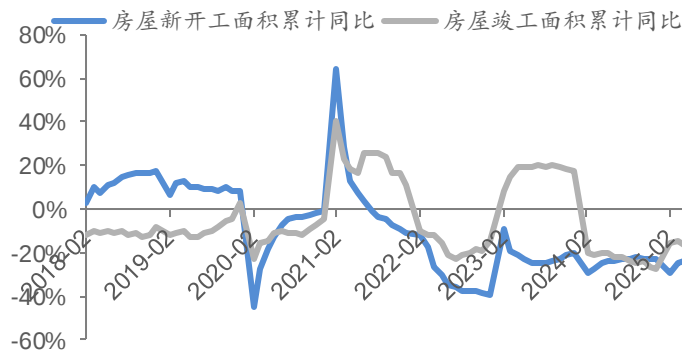


化工需求支撑大体平稳，细分领域形成一定的差异

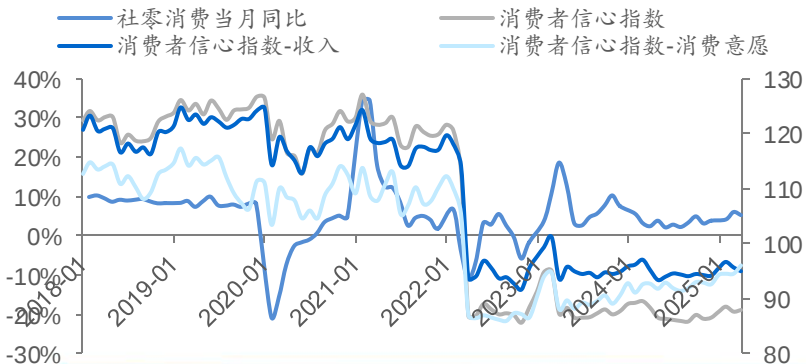
■ **在政策刺激下，消费的数据大体处于平稳状态。**上半年国家出台的刺激政策对消费形成了一定的支撑，社零消费数据略有好转。且经过一段时间后，消费者对收入和消费意愿的指数出现了一定回升，对于后续的消费预期看并不悲观，但在政策的带动下，预估消费的回暖也需要一定的时间。

■ **基建投资表现相对亮眼，地产依然未能有明显起色。**去年以来基建的回升表现稳健且持续，对于部分基建链条企业形成较好的需求支撑，制造业投资大体平稳，但地产投资基本仍然位于调整阶段，新开工面积同比数据虽然有所改善，但仍然处于持续下行过程，预计后期的地产后周期产业链还未形成明显的需求改善。

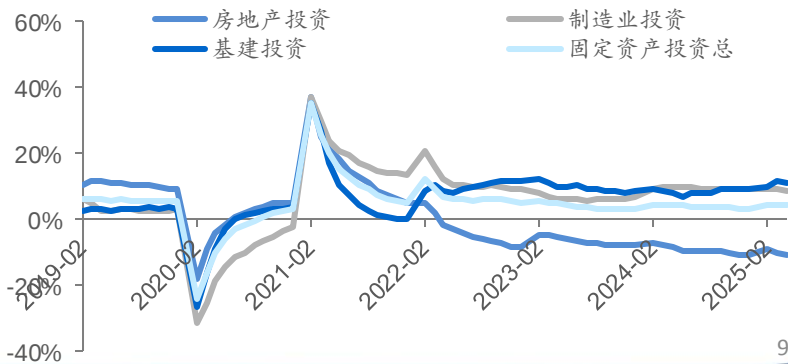
图表：地产开工和竣工面积变化情况



图表：政策带动消费有小幅提升

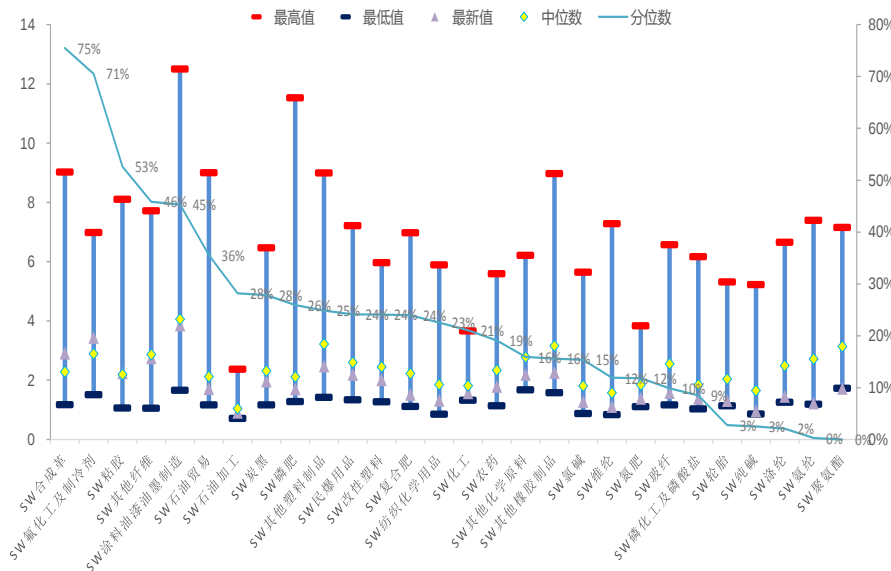


图表：投资整体保持平稳，基建发力相对较好

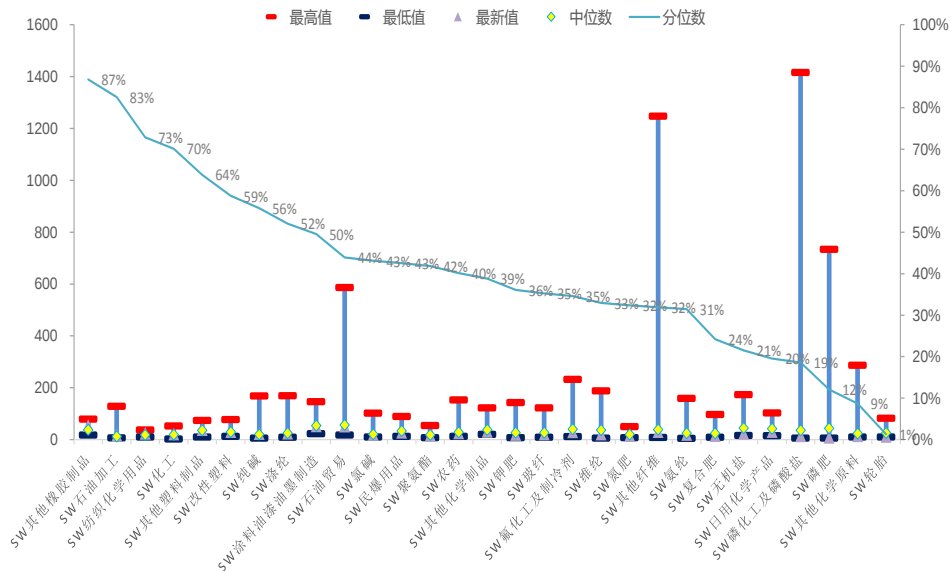


化工大方向产能压力持续，多数行业处于持续内卷状态

图表：化工子行业PB



图表：化工子行业PE



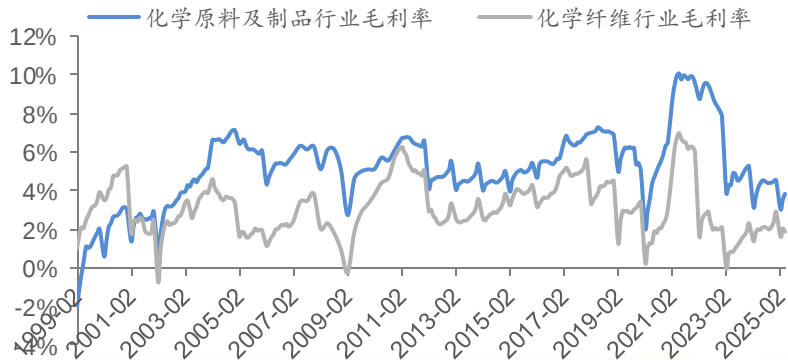
资料来源：Wind，国金证券研究所

化工大方向产能压力持续，多数行业处于持续内卷状态

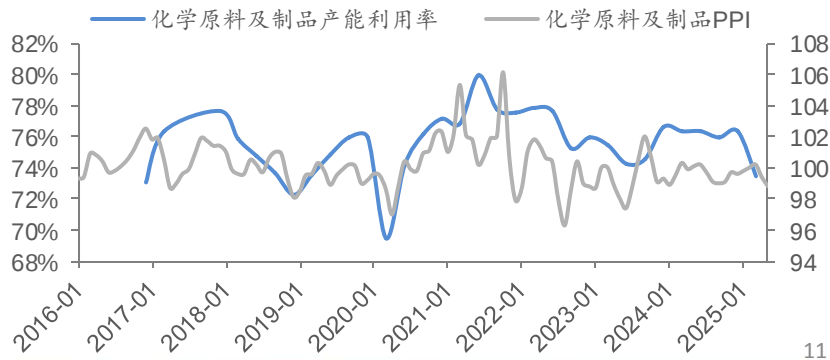
■ **产能释放的压力反应依旧明显，且有进一步提升的趋势。**伴随大量投资逐步兑现产能，自2023年开始行业的盈利压力就已经开始逐步体现，至目前行业的盈利压力依然持续，且伴随产能兑现加强，行业开始出现产能利用率大幅下落的状态，产品价格也跟随下行。行业内卷的趋势较为明显，业绩兑现且有提升的赛道相对稀缺。国内多数大宗化工产品经历了大规模的产能扩充，多数赛道都处于产能过剩，具有相对成本优势企业能够获取利润空间，但行业的利润基本压低至相对低位。因而能够形成业绩兑现的赛道相对稀缺：

- ① 行业内部开启反内卷，通过协同控量等方式减少供给压力（行业不过度分散、产能过剩不过分严重）
- ② 行业进入壁垒相对较高，并未能够有大规模的产能过剩压力；
- ③ 供给端能够形成一定的集中度提升，市占率进一步提升，抵御行业整体的变化趋势；
- ④ 供给端由于部分不可抗力，形成一定的供给冲击，形成阶段性的盈利提升；

图表：化学原料及纤维行业毛利率



图表：化学原料产能利用率及价格走势



化工大方向产能压力持续，多数行业处于持续内卷状态

产品	地区	当前价格	价格分位数	产品	地区	当前价格	价格分位数
PP2	华东地区（元/吨）	37000	100.0%	PS	华东地区（元/吨）	8453	16.7%
磷矿石	鑫泰磷矿（28%）（元/吨）	950	84.7%	涤纶工业丝（1000D/192F）	高强度（元/吨）	8600	16.5%
冰晶石	河南地区（元/吨）	8650	84.2%	LDPE	余姚市场7042/吉化（元/吨）	7550	16.3%
萤石粉	华东地区（元/吨）	3375	81.4%	天然气	NVME天然气（期货）	3.492	16.2%
铁精矿	四川攀钢（元/吨）	2150	76.0%	双酚A	中原大化（元/吨）（元/吨）	5590	16.2%
毒死蜱	江苏丰山集团（97%）	39750	69.7%	吨吨吨	华东地区（元/吨）	20800	15.9%
粘胶长丝	120D华东（元/吨）	43500	68.7%	丁苯橡胶	华东1502	11900	15.8%
国内柴油	上海中石化0#（元/吨）	7200	62.3%	国际汽油	新加坡（美元/桶）	81.42	15.7%
磷酸一铵	西南工厂粉状60%（元/吨）	3700	61.9%	白炭黑	42%母液+30%（元/吨）	1.22	15.5%
氯化铝	河南地区（元/吨）	10125	60.8%	顺丁橡胶	华东（元/吨）	11600	14.8%
燃料油	宁波（混调高硫180）（元/吨）	4950	58.9%	棉短绒	华东（元/吨）	3850	14.5%
无水氢氟酸	华东地区（元/吨）	10725	58.1%	ABS	华东地区（元/吨）	10475	14.4%
磷酸一铵	四川金顶粉状55%（元/吨）	3300	56.7%	PET切片	华东地区（元/吨）	5910	14.1%
磷酸一铵	西南工厂64%褐色（元/吨）	3500	54.3%	VC	CFR东南亚（美元/吨）	560	13.7%
R134a	华东地区（元/吨）	49000	54.2%	涤纶FDY	华东68D/24F（元/吨）	7200	13.4%
国内石脑油	中石化出厂结算价（元/吨）	4440	54.0%	硝酸	安徽金禾98%	1400	13.2%
国内汽油	上海中石化0#（元/吨）	8000	53.7%	乙二醇	余姚市场5000S/扬子（元/吨）	8200	12.8%
复合肥	江苏瑞和牌45%[S]（元/吨）	2950	53.1%	液氯	华东地区（元/吨）	19	12.3%
三聚磷酸钠	兴发集团工业级99%（元/吨）	7200	49.1%	内酯腈	华东AN（元/吨）	8200	12.1%
纯苯	华东地区（元/吨）	6365	47.0%	轻质纯碱	华东地区（元/吨）	1330	11.8%
乙醇	食用级华东地区（元/吨）	5475	46.1%	糖氨酸	河北地区98.5%（元/公斤）	7.15	11.6%
液化气	长岭炼化（元/吨）	4830	44.5%	涤纶短纤	1.4D*38mm华东（元/吨）	6660	11.2%
聚合MDI	烟台万华（元/吨）	21000	44.0%	MEG	华东（元/吨）	4484	11.1%
纯MDI	烟台万华（元/吨）	22500	42.7%	重质纯碱	华东地区（元/吨）	1400	10.5%
阿特拉斯	华东地区（元/吨）	29380	41.4%	甘氨酸	山东地区（元/吨）	9950	10.4%
甘氨酸	华东地区（元/吨）	6110	41.7%	酞酸	华东地区（元/吨）	2388	10.0%
甲苯	华东地区（元/吨）	5895	40.7%	工业级碳酸锂	四川99.0%min	59550	9.9%
原油	布伦特（美元/桶）	69.36	39.5%	环氧丙烷	华东（元/吨）	7430	9.7%
国际柴油	新加坡（美元/桶）	81.04	39.4%	电油级碳酸锂	四川99.5%min	60800	9.6%
苯乙腈	华东地区（元/吨）	8060	38.7%	酞酸	华东（元/吨）	6325	9.4%
乙腈	东南亚CFR（美元/吨）	850	37.8%	蛋氨酸	河北地区（元/公斤）	22	9.4%
烧碱	32%离子膜华东地区（元/吨）	1015	37.5%	对硝基氯化苯	安徽地区（元/吨）	5000	8.9%
三氯胺/醇钠	华东地区（元/吨）	3.25	37.2%	三氯乙烷	华东地区（元/吨）	5076	8.6%
原盐	华东地区（元/吨）	270	37.0%	己二酸	华东（元/吨）	7200	8.2%
煤焦油	山西工厂（元/吨）	3306	35.5%	草甘膦	浙江新安化工（元/吨）	24000	8.4%
环己酮	华东（元/吨）	7300	35.4%	己内酰胺	华东CFI（元/吨）	9400	8.0%
硝酸铵（工业）	华东地区（元/吨）	2000	35.0%	丁基橡胶	重庆30#（元/吨）	21250	7.9%
硫酸	浙江美亿98%（元/吨）	750	34.1%	纯酸	华东品级（元/吨）	2950	7.8%
五氧化二磷/硫85%	CFR印度合同价（美元/吨）	1738	34.0%	电石	华东地区（元/吨）	2812	7.7%
（磷酸）五氧化二磷85%	CFR印度合同价（美元/吨）	1055	33.7%	环氧乙烷	上海石化（元/吨）	6700	7.5%
磷酸	澄星集团工业85%（元/吨）	6800	33.5%	双酚A	华东（元/吨）	8350	7.3%
中酸	华东地区（元/吨）	6318	31.9%	李氏四酸	优级优等（元/吨）	12000	6.9%
碳酸钾	新疆罗布泊0%粉（元/吨）	3300	31.4%	金属硅	云南金属硅3303（元/吨）	10200	6.2%
硫酸	浙江嘉化105%（元/吨）	740	29.9%	锂电池电解液	全国均价/磷酸铁锂电池（元/吨）	18100	5.6%
炭黑	江西黑豹N330（元/吨）	6250	29.3%	焦炭	山西美锦煤气化公司（元/吨）	1045	4.7%
氯化钾	青海盐湖95%（元/吨）	2950	28.7%	DI	华东（元/吨）	11200	4.6%
乙基氯化铝	华东地区（元/吨）	19250	28.3%	PP	余姚市场1340/扬子（元/吨）	7450	4.5%
PX	CFR东南亚（美元/吨）	817	28.2%	锦纶切片	华东（元/吨）	10125	4.3%
尿素	华鲁恒升（小颗粒）（元/吨）	1700	27.7%	BDI	华东散水（元/吨）	8200	4.0%
钛白粉	金红石型-248锐钛型工业（元/吨）	13600	27.6%	二甲甲酯	华东地区（元/吨）	2140	3.4%
PVA	国内聚乙酰胺	14400	27.4%	硬泡聚醚	华东（元/吨）	7525	3.1%
EDC	CFR东南亚（美元/吨）	350	27.4%	DMF	华东（元/吨）	3950	2.4%
内酯	华东地区高端（元/吨）	5400	26.3%	二甲醚	河南（元/吨）	3600	2.2%
腈纶短纤	华东（元/吨）	14900	25.1%	PAG	华东1013B（元/吨）	10300	2.0%
合成氨	宁夏中宁兴尔泰（元/吨）	2700	24.7%	木薯	国际（美元/吨）	800	1.7%
腈纶毛条	华东（元/吨）	15900	23.8%	软质聚脲	华东散水（元/吨）	7325	1.7%
白草枯	20%水剂实物价（万元/千升）	1.08	23.3%	锦纶FDY	华东70D/24F（元/吨）	12100	1.5%
米胶	华东地区（元/吨）	7440	23.2%	涤纶DTY	华东70D/24F（元/吨）	13100	0.9%
天然橡胶	马来20号标胶SMR20（美元/吨）	1680	22.3%	氯化铵（农湿）	石家庄联碱（元/吨）	340	0.8%
硫磺	CFR中国现货价（美元/吨）	204	22.3%	醋酸乙酯	华东（元/吨）	5450	0.7%
LDPE	余姚市场100AC（元/吨）	9400	22.0%	PVC	华东石化法（元/吨）	4640	0.7%
丁二烯	上海石化（元/吨）	9200	21.5%	锦纶DTY	华东70D/24F（元/吨）	14650	0.6%
PTA	华东（元/吨）	4855	21.3%	PTMEG	1800分子重量华东（元/吨）	12150	0.4%
丙烯	汇丰石化（元/吨）	6510	21.3%	甲醇	华东（元/吨）	1080	0.3%
棉花	CI-Index G289	14842	21.3%	甲基环硅氧烷	DMC华东（元/吨）	11000	0.2%
黄磷	四川地区（元/吨）	22900	21.3%	PVC	华东之碱法（元/吨）	5104	0.2%
赖氨酸	河北地区70%（元/公斤）	6.3	21.2%	锂电池隔膜	中材料技16um（元/平方米）	0.44	0.0%
PS	华东地区HIPS（元/吨）	9460	21.1%	苯草畏	华东地区（元/吨）	5.4	0.0%
粘胶短纤	华东地区（元/吨）	6775	20.0%	醋酸酐	华东地区（元/吨）	3850	0.0%
2-AD	1.5D*38mm华东（元/吨）	12800	19.9%	磷酸盐	上海地区（元/吨）	4.395	0.0%
PP	PP纤维注射级/CFR东南亚（美元/吨）	15000	18.9%	吡虫啉	华东地区（元/吨）	6.7	0.0%
涤纶POY	华东150D/48F（元/吨）	6900	18.2%	氨纶40D	华东地区（元/吨）	23500	0.0%
国内石脑油	新加坡（美元/桶）	81.1	18.1%	PAG	华东1300S（元/吨）	16200	0.0%
环氧氯丙烷	华东地区（元/吨）	9450	16.8%	2-叔-5-叔甲基噻唑	华东地区（元/吨）	5.9	0.0%

品种	价格变动情况	涨价原因梳理
百菌清	价格从2024年5月份1.65万/吨涨价至2024年12月份2.75万元/吨，2025年6月份2.75万元/吨，6月15号涨价到3万/吨	供给没有新增产能，大豆锈病爆发
阿维菌素	价格从2024年3月35万/吨涨价至2025年5月51.5万/吨	供给没有新增产能，部分产能有转产，需求略有增长
甲维盐	价格从2024年3月50万/吨涨价至2025年5月71.5万/吨	供给没有新增产能，部分产能有转产，需求略有增长
烯草酮	价格从2025年2月7.3万/吨涨价至2025年6月份14.5万/吨	宁夏一帆爆炸。
氯虫	从2025年5月份23.5万/吨涨价至2025年6月份30万/吨。	友道化学1.1万吨爆炸。
毒死蜱	从2025年2月份3.8万/吨涨价至2025年6月份4万/吨	核心中间体三氯乙酰氯供给短缺。

反内卷产品——草甘膦

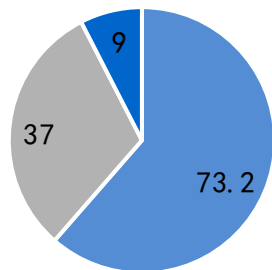
■ 中国是草甘膦的主要产能，占全球产能61%，主要生产厂家有兴发集团、新安化工、江山股份等；国外产能主要是孟山都；草甘膦的市场需求与转基因作物的种植面积及其推广情况密切相关，需求集中于巴西、美国、阿根廷、中国。

■ 2024年中国草甘膦产量61.38万吨，同比增加16%。从2025年的情况看，一季度草甘膦产量15.17万吨，同比增幅1%，二季度（截至5月底）产量达10.26万吨。草甘膦出口数量逐年上升，2021-2023年出口量分别为64.07万吨、59.12万吨、46.15万吨，2024年出口量达60.20万吨，同比+30.44%。

草甘膦企业	产能（万吨）	工艺	地区
新安化工	8	甘氨酸法	浙江
兴发集团	18	甘氨酸法	湖北
江山股份	7	3万吨甘氨酸法，4万吨IDA法	江苏
广信股份	3	甘氨酸法	安徽
扬农化工	3	IDA法	江苏
和邦生物	5	IDA法	四川

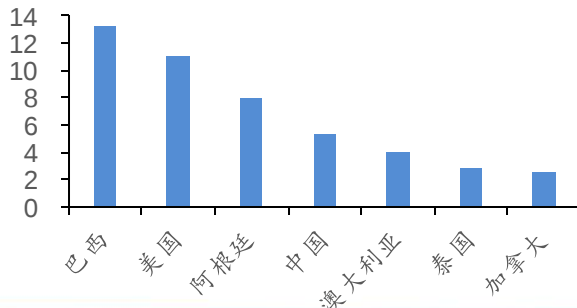
图表：全球草甘膦产能分布（万吨）

■ 中国 ■ 孟山都 ■ 其他



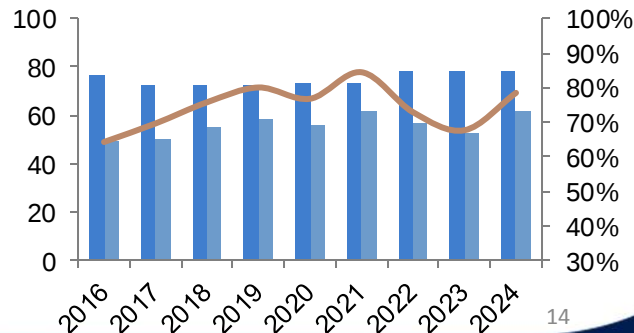
图表：全球主要国家使用量（万吨）

■ 2023年全球主要草甘膦使用国使用量（万吨）



图表：中国草甘膦供给情况（万吨）

■ 产能（万吨） ■ 产量 — 产能利用率

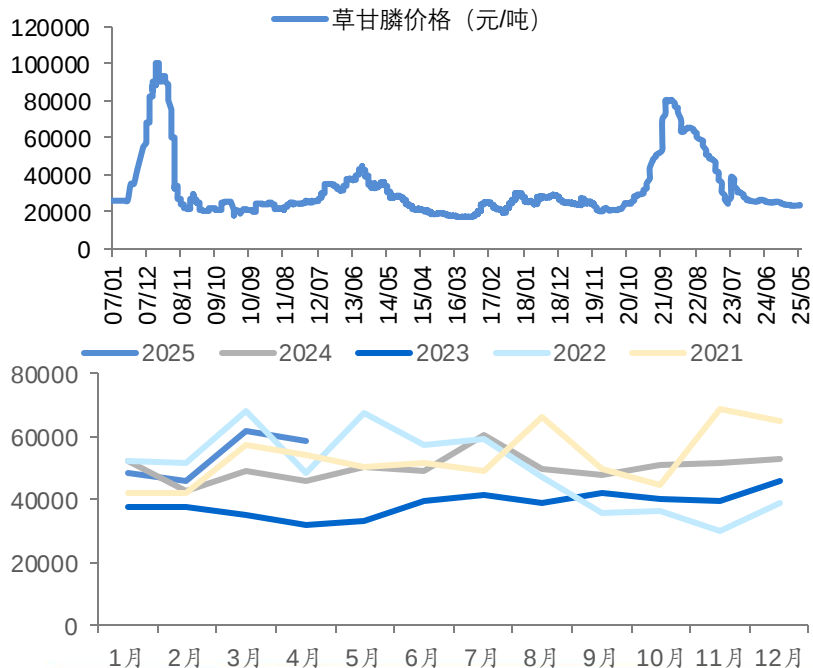


反内卷产品——草甘膦

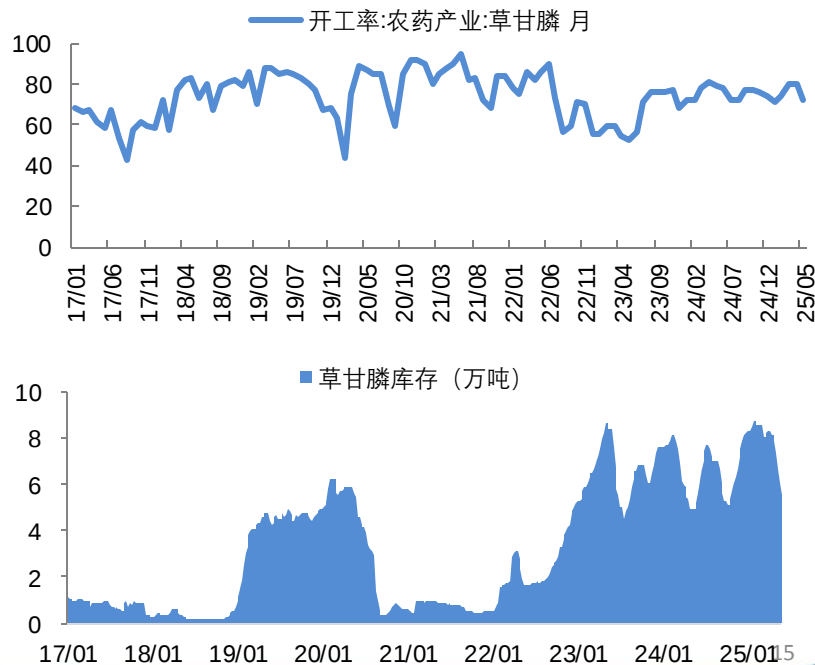
■ 二季度（截至2025年5月20日）草甘膦市场价23424.28元/吨，同比-10.26%，环比-0.27%。

■ 2025年5月，草甘膦开工率达72%，库存为5.6万吨。

图表：草甘膦价格及进出口（万吨）



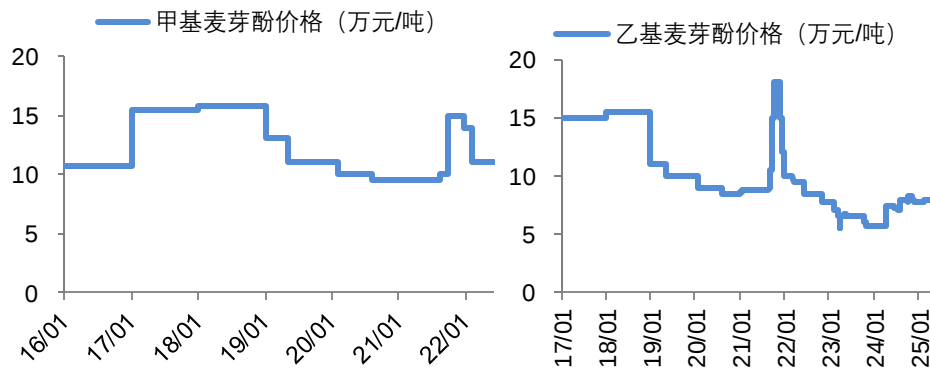
图表：草甘膦开工率及库存（万吨）



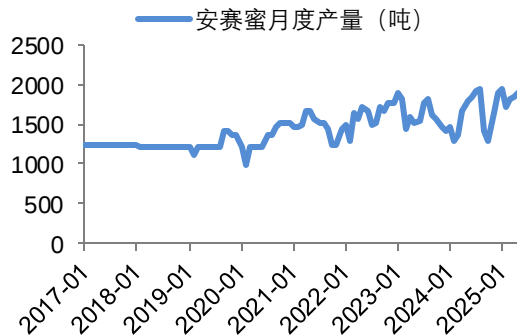
■ 安赛蜜：产能33500吨。2025年一季度安赛蜜产量5489吨，同比增幅33%，二季度（截至5月底）产量3754吨。主要厂家是金禾实业、德国Nutrinova、北京维多、江西北洋、醋化股份；2024年安赛蜜出口量19389.92吨，同比+22.61%。最新价为3.8万元/吨

■ 麦芽酚：产能约22200吨，主要来自金禾实业（产能9000吨）、天利海（5000吨）、万香国际（2000吨）、广东肇庆香料（1000吨）；乙基麦芽酚最新价为8万元/吨。

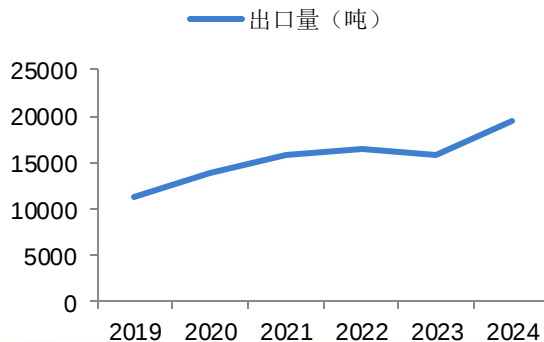
图表：甲基、乙基麦芽酚价格（万元/吨）



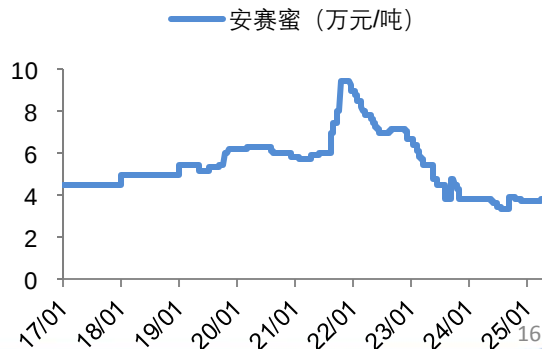
图表：安赛蜜月度供给情况（吨）



图表：安赛蜜出口（吨）



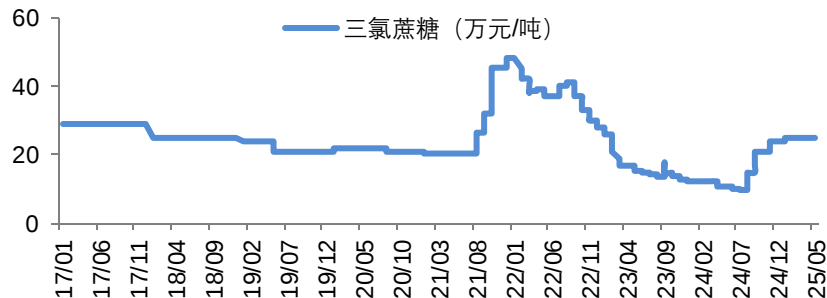
图表：安赛蜜价格（元/吨）



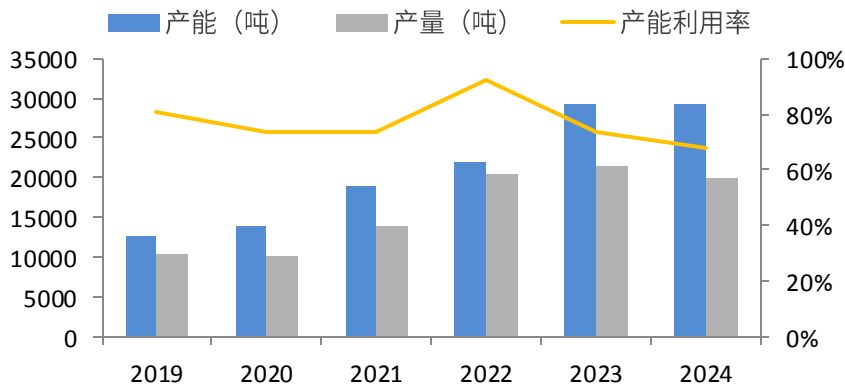
反内卷产品——甜味剂

- 2024年，三氯蔗糖产能29300吨，产量19928吨。产能集中在中国，主要来自金禾实业（产能9500吨）、山东康宝（8000吨）、福建科宏（6000吨）
- 三氯蔗糖需求量上升。2024年出口达量18714吨，同比增加14.01%；
- 2025年至今，三氯蔗糖价格维持在25万元/吨

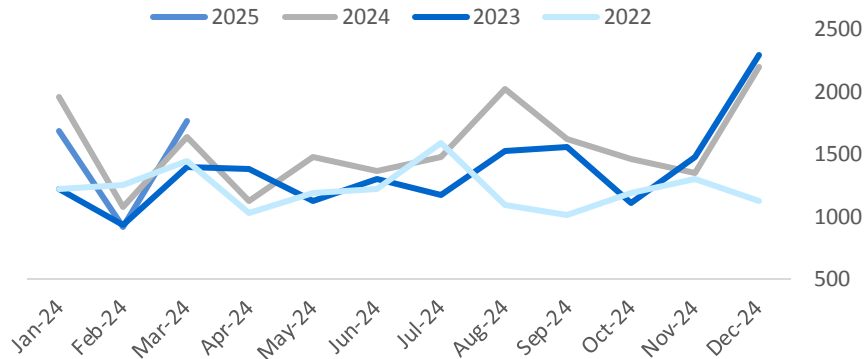
图表：三氯蔗糖价格（万元/吨）



图表：三氯蔗糖国内供给情况（吨）



图表：三氯蔗糖月度出口（吨）



2 贸易扰动加大

海外退出趋势持续，国内企业加大海外布局

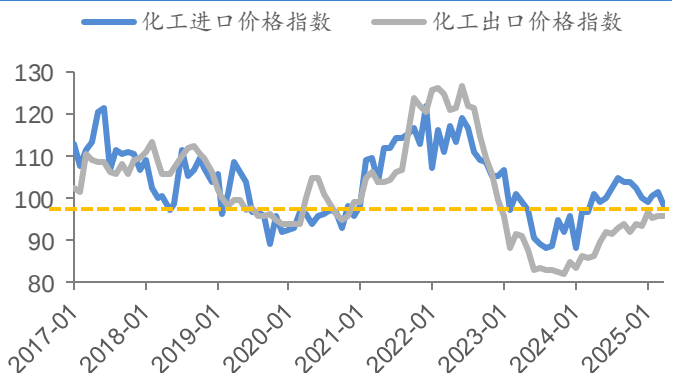
国内产能压力出口消化，我国成为化工净出口国

■ **中国是全球最大的化工市场，在满足内需的基础上，开始延伸海外市场。**中国化工市场占比接近一半，国内不断提升供给形成充分的自供能力。

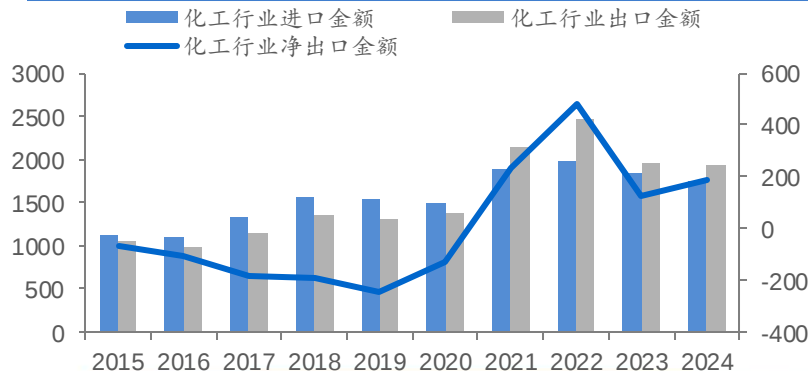
■ **国内供给大幅提升，出口成为消化国内产能的重要路径。**21年的行业供给增量开始出现增量外输的情况，化工产品的出口价格指数较进口价格指数下跌更为明显。

■ **国内供应量相对完整，且竞争力明显，在2020年后，我国出口维持相对高位。**前期我国能源进口依赖，虽然供给能力较强，但净进口为负；2021年开始，我国产业链优势放大（供应能力、连续化供给、能源稳定等），我国开始抢占全球市场份额。

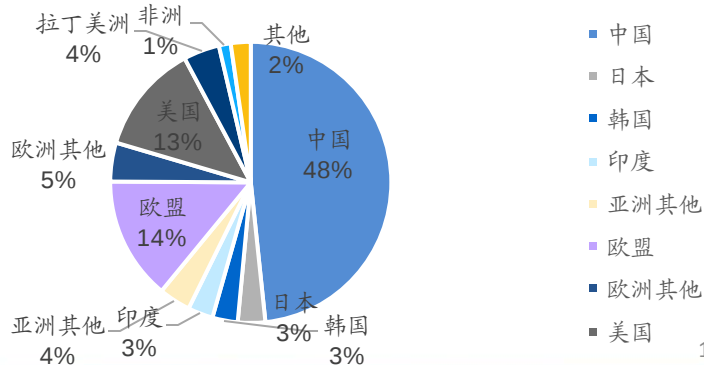
图表：出口价格指数下跌更为明显



图表：我国化工成为净出口国家（连续4年）



图表：我国是全球最大的化工市场

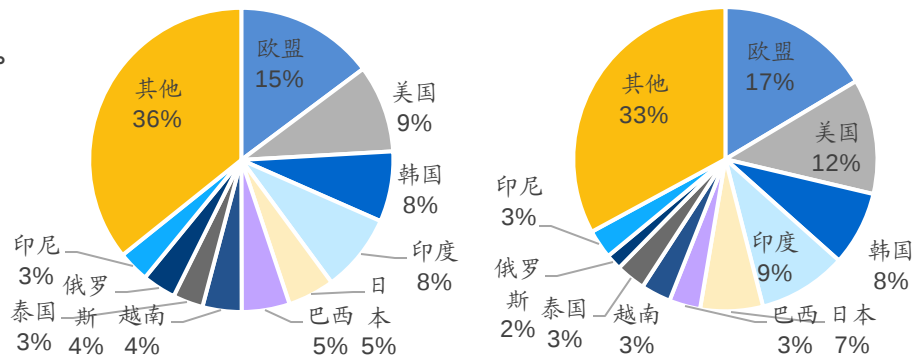


产品出口分散度明显提升，产能出海开始成为进一步选择

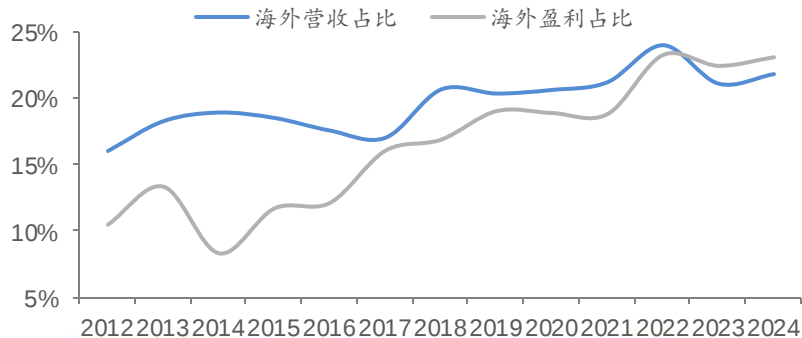
■ **化工出海的分散度有所提升，尽量降低单一区域的过重的产业链依赖。**国内产品竞争力较为突出，一旦放量出口，容易引起当地企业的反倾销调查申请。相较于之前，我国化工出口的分散度有明显提升，欧盟、美国出口占比都有降低，降低个别国家大面积关税带来的产业风险。

■ **相较产品出口，产能出海逐步成为国内龙头企业选择进一步发展的主要对策。**①明显规避单一区域关税影响，保证海外供给；②海外基地深耕有利于进一步放量和提升市占；③丰富产品线条。

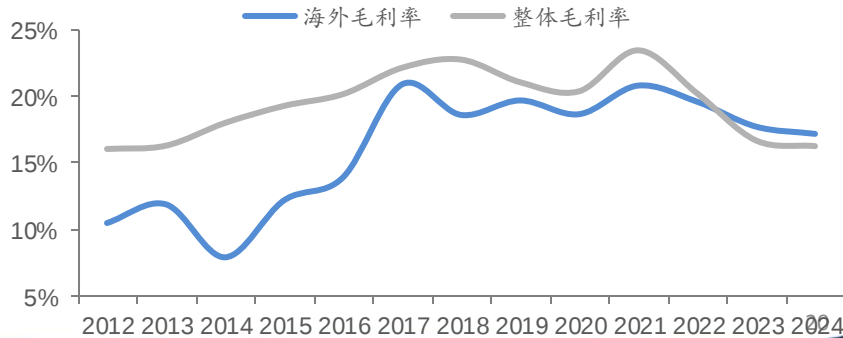
图表：我国化工出口区域分布（2024年 VS 2018年）



图表：国内上市企业的海外收入盈利占比持续提升



图表：国内上市企业海外业务毛利率和综合毛利率



近些年来，海外的贸易摩擦不断加剧

- **中美——关税冲突再升级，系统性博弈深化：**中美双方的贸易摩擦已经从最初的商品领域延伸至科技封锁、供应链脱钩，导致双方贸易增速显著低于全球水平。本质矛盾在于霸权争夺与结构性逆差。
- **中欧——绿色技术博弈主导，局部对抗加剧：**欧盟以“产能过剩”为由，针对中国电动车、光伏发起反补贴调查，拟加征关税。
- **中印——地缘裹挟经济，逆差矛盾突出：**自20年加勒万河谷冲突后，印度对中国商品清关延迟，上调家具/家电关税；贸易摩擦核心在于印度对中国的贸易逆差，缺乏有效谈判机制。

表：中美/中欧/中印贸易冲突汇总

维度	中美贸易摩擦	中欧贸易摩擦	中印贸易摩擦
时间范围	2018年至今	2020年至今	2020年至今
核心争议	技术霸权、知识产权侵权、贸易逆差	绿色技术补贴（电动车/光伏）、市场准入壁垒	贸易逆差、制造业保护
导火索事件	2018年美国对钢铝加税25%	2023年欧盟启动电动车反补贴调查	2020年加勒万冲突后印度清关延迟+关税上调
中方应对策略	对等关税 技术自主（芯片/新能源）	建立出口管制对话机制 价格承诺磋商	容忍逆差 探索产业链合作
未来风险	科技脱钩	欧盟“去风险”政策深化（稀土/电池依赖）	边境冲突触发贸易报复

贸易扰动不断增多，进出口的不确定性增大

公司名称	全球市场份额	主营业务	产品优势
路博润	34%	以研究、开发、生产和经销润滑油添加剂起家，以生产复合剂为主	复合剂品种齐全，基本上能为所有主要门类的润滑油提供相应的复合剂。主要产品有发动机油复合剂，车辆传动系统用油复合剂，液压油、工业齿轮油、汽轮机油等工业油复合剂以及金属加工油复合剂。
润英联	23%	主要产品有汽油机油复合剂、柴油机油复合剂、船用油复合剂、车辆传动系统用油复合剂，在工业用油方面产品不多，主要是原美孚开发的工业齿轮油复合剂。	在车用润滑油添加剂方面比较有竞争优势。
雪弗龙奥伦耐	18%	在复合剂方面有很强的实力，主要产品有汽油机油复合剂、柴油机油复合剂、天然气发动机油复合剂、铁路机车及船用油复合剂以及抗磨液压油复合剂。	在单剂方面优势还在于其黏度指数改进剂产品，1998年获得埃克森化学品PARATONE烯烃共聚物(OCP)黏度指数改进剂的生产技术后，成为该产品的市场领先者，约占该剂种30%的市场份额。
雅富顿	10%	公司生产的添加剂产品共有170余种，涉及到润滑油添加剂单剂的市售产品有20余种。主要产品有汽油机油复合剂、柴油机油复合剂、铁路机车及船用油复合剂、车辆传动系统用油复合剂，在工业油方面，主要产品有液压油、工业齿轮油、拖拉机油及润滑脂复合剂。	雅富顿整体产品性价比较高，且在特种品种添加剂上有竞争优势，例如自动传动液等。

资料来源：瑞丰新材招股说明书，国金证券研究所

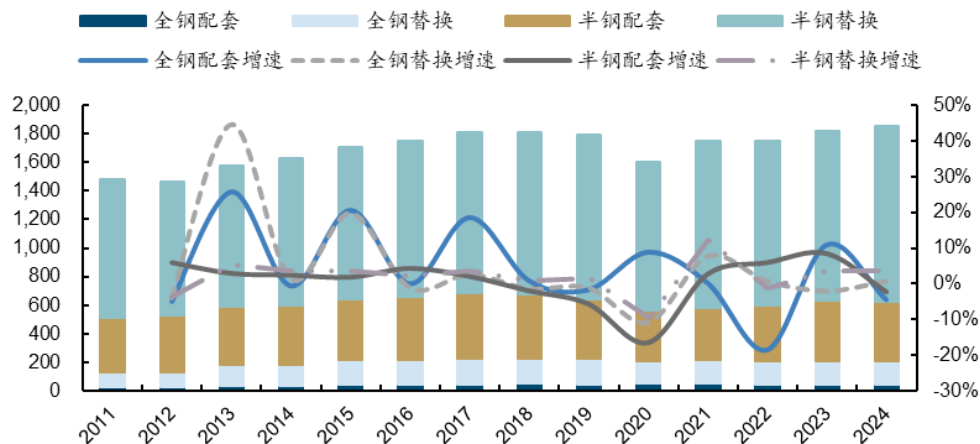
从发展路径看，国内的龙头企业可以通过产能、渠道、产品等多个维度“走出去”实现竞争力的提升。

- **产能出海**：通过海外构建基地，形成海外产能，可以不仅加强海外市场的布局，提升海外市场份额，同时通过产能布局可以有效避免贸易政策、运输距离等因素的影响，提升发展空间，抵御单一区域的波动风险；——轮胎企业、白炭黑企业、PET瓶片等等；
- **产能整合**：通过海外产能收购，形成海外基地布局，降低自建基地的难度，结合自身的成本和工艺的优势，形成盈利改善，同时借助原有的市场布局基础，破除产品的地域限制；——万华化学收购BC欧洲基地、梅花生物收购美国生物发酵公司；
- **渠道整合**：通过并购实现竞争壁垒的突破，减少自身进行专利、渠道、认证等软实力方面的布局时间，实现市场扩展的限制，从而加快全球化布局的速度，提升成长空间；——中农收购安道麦等；润丰股份收购西班牙公司获得登记证；
- **产品整合**：在协同布局方面，化工产业链条的前段布局多数关注生产协同，后段的专业化更为明显，形成综合材料供应商则需要关注系列产品布局 and 综合方案解决。通过并购整合，可以实现系列产品的种类丰富，同时借助各区域具有相对优势的企业形成品牌力的提升，借助类似的渠道或者客户形成产品协同推广；——国瓷材料收购海外医药公司；
- **资源整合**：国内资源供给不足，海外布局反哺国内市场；——钾肥出海布局；
- **跟随产业链出海**：跟随下游海外发展趋势，上游材料环节进行海外规划；——新能源材料；

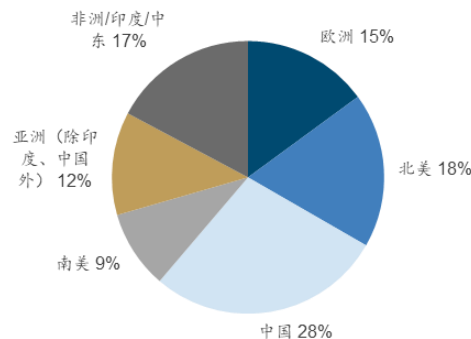
轮胎：市场空间大但增速放缓，半钢替换需求韧性较强

- 全球轮胎需求小幅增长，半钢胎替换市场支撑力度较强。2024年全球轮胎市场需求同比增长1.8%达到18.54亿条，其中全钢胎同比下滑0.5%至2.11亿条，半钢胎同比增长2%达到16.43亿条；结构上看配套市场需求回落，替换市场维持增长。
- 全钢胎下游和基建运输关联度高，核心消费市场为亚洲地区。
- 半钢胎下游和出行消费关联度高，核心消费市场为欧美地区。

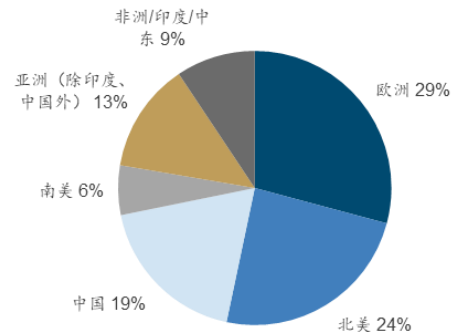
图表：全球轮胎需求进入平稳期（百万条）



图表：全球全钢胎市场销量结构（2024年）



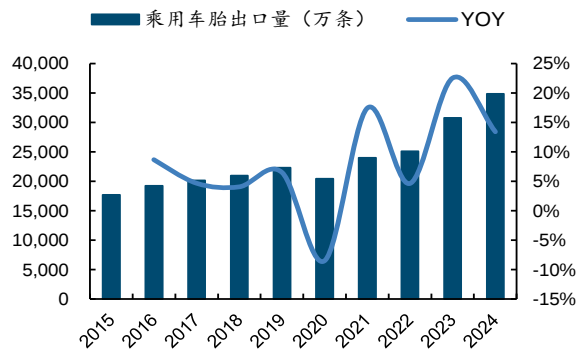
图表：全球半钢胎市场销量结构（2024年）



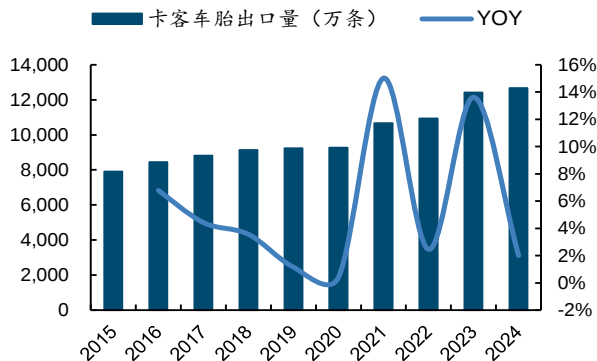
轮胎产业特性：出口依赖度较高，通过出海规避贸易风险

- 考虑到轮胎消费市场全球分布，我国轮胎出口依赖度较高。在欧美等地区双反和关税政策限制下，通过出海建厂规避风险。
- 本土出口：我国轮胎整体出口量持续增长。2024年我国乘用车胎出口量同比增长13%达到3.5亿条，卡客车胎出口量同比增长2%达到1.27亿条。
- 出海出口：美国市场对进口轮胎的依赖度较高，政策限制下从中国供应切换为东南亚供应，乘用车胎泰越柬三国供应占比达到40%；卡客车胎泰越柬三国供应占比超过一半。

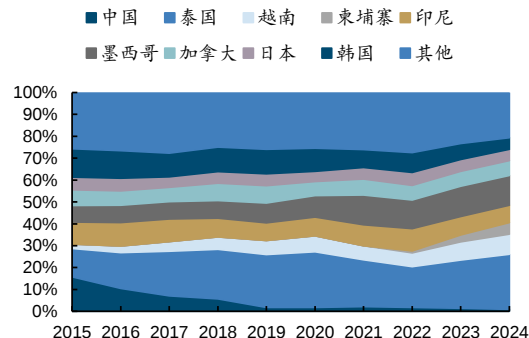
图表：我国乘用车胎年度出口量增长显著



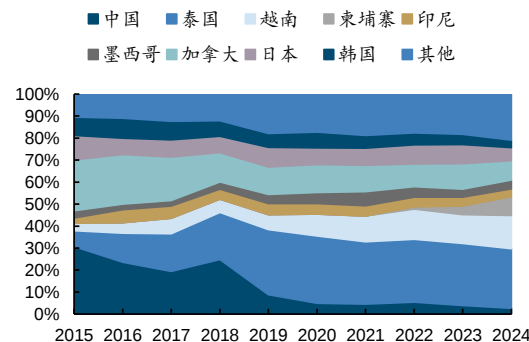
图表：我国卡客车胎年度出口量稳步增长



图表：美国乘用车胎年度进口结构变化



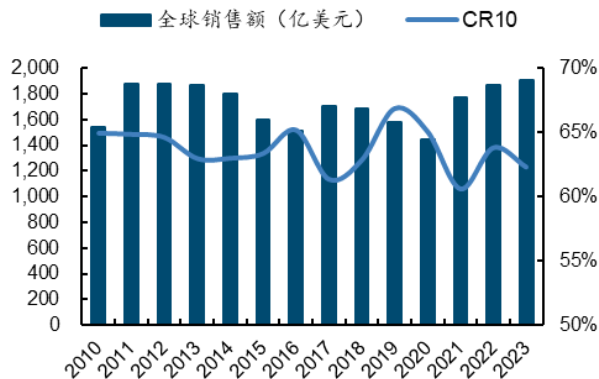
图表：美国卡客车胎年度进口结构变化



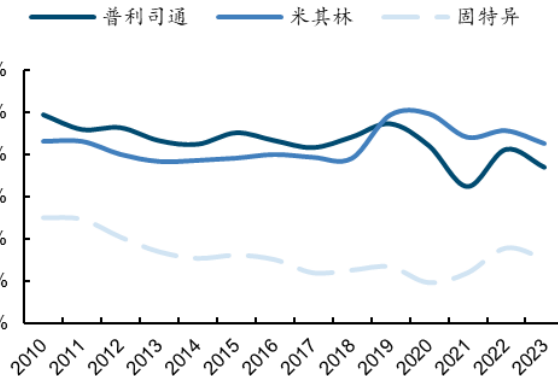
轮胎格局：表现分化，率先出海的头部胎企市占率持续提升

- 全球轮胎市场空间广阔：轮胎销售额从2020年低点时的1439亿美元回升至2023年的1900亿美元。
- 具备海外产能的轮胎企业市占率整体呈现出上升趋势：2024年海外巨头CR3从2010年的41.5%降低至2023年的37%，固特异从11%降至9.1%。全球轮胎75强中我国内地企业中策和赛轮进入销售额前十（销售额为2023年数据），2023年中策、玲珑、赛轮、三角、森麒麟和通用的全球市占率分别为2.5%、1.5%、1.9%、0.8%、0.6%、0.4%。
- 行业风险：①关税（美国等地区）和双反（欧盟和美国等地区）；②新产能太多导致竞争加剧；③原料价格上涨后难以向下传导；④海运费暴涨暴跌；⑤汇率剧烈波动。

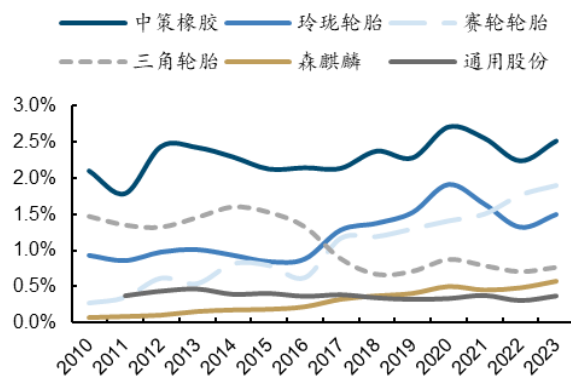
图表：全球轮胎市场销售情况



图表：海外头部胎企市占率震荡回落



图表：国内头部胎企市占率分化



轮胎企业：头部胎企扬帆起航，海外基地优势凸显

- 东南亚仍为国内轮胎企业出海的主要基地，头部胎企布局的全面性相对较好。2013年随着赛轮轮胎越南基地的投产，我国轮胎企业的第一轮出海正式开启，以玲珑轮胎、森麒麟、中策橡胶等为代表国产胎企在2014-2015年期间陆续在泰国建设海外基地，2020年以前国产轮胎出海选址也从泰国逐渐延伸到周边的越南、柬埔寨和马来西亚等地。2023年随着玲珑轮胎塞尔维亚工厂的投产，我国轮胎企业的第二轮出海也拉开序幕，国内头部胎企在拥有了东南亚基地后也纷纷开启了全球化布局战略。建议重点关注赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎、通用股份。

图表：我国轮胎企业全球化布局持续推进

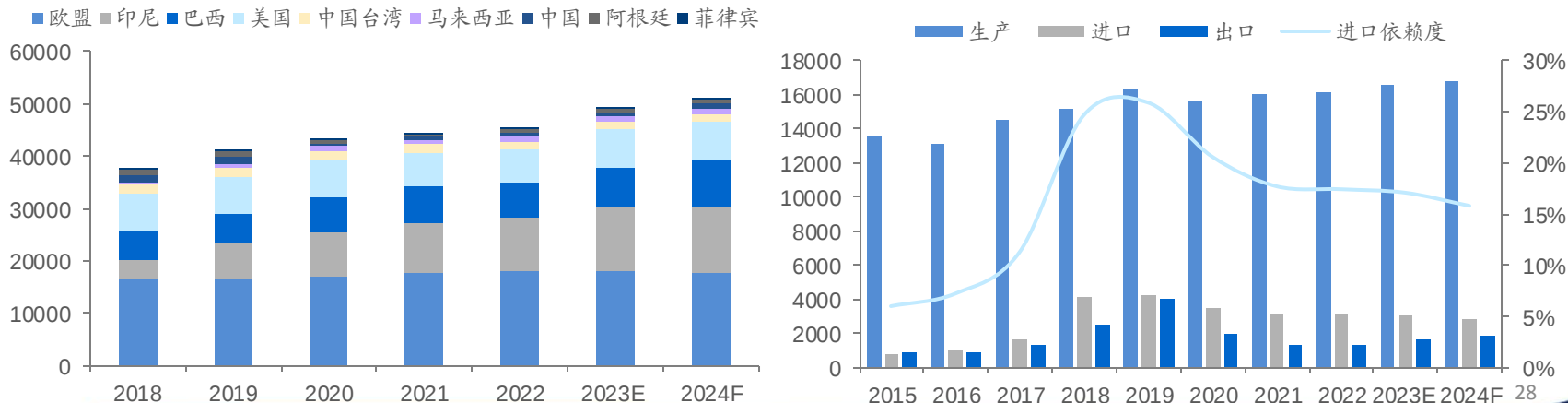
企业	海外基地布局情况											
	泰国	越南	柬埔寨	马来西亚	巴基斯坦	印尼	墨西哥	摩洛哥	塞尔维亚	西班牙	巴西	埃及
赛轮轮胎		2013年投产	2021年投产			首胎下线	首胎下线					
玲珑轮胎	2014年投产								2023年投产		规划中	
森麒麟	2015年投产							2024年投产		规划中		
中策橡胶	2015年投产					2024年投产	建设中					
双钱轮胎	2018年投产											
福临轮胎				2018年投产								
浦林成山	2020年投产			规划中								
通用股份	2020年投产		2023年投产									
贵州轮胎		2021年投产										
青岛双星		2021年增资锦湖	2024年投产									
浪马轮胎					2022年投产							规划中
福麦斯轮胎			建设中									
正道轮胎			建设中									
万力轮胎			建设中									
昊华轮胎		2024年投产										
新迪轮胎				建设中								
新大陆				规划中								
托普轮胎			规划中									

资料来源：各公司公告、各公司官网、立鼎产业研究院、轮胎世界网、车辙车轭网、国金证券研究所

生物柴油：市场集中海外，规避关税风险，开启多基地布局

- **生物柴油，政策驱动市场，欧洲成为生物柴油重点布局市场。**属于比较典型的政策驱动行业，以“绿色减碳”为本质出发，带动的能源替代品。由于产品自身的经济属性并不突出，因而政策执行和落地是带动市场变动的关键因素。全球生物柴油的布局主要集中于两类市场：原料生产地和政策驱动市场，而其中欧洲是相对政策驱动最为主要的市场，也是外部产品主要布局的市场。
- 欧洲的生物柴油自给能力不足，需要原料及产成品进口，成为全球重要的生物柴油布局市场。欧洲是主要的菜籽油的种植区，在欧洲生物柴油中菜籽油的占比约为4成以上。我国生物柴油没有强制添加，且不能以作物作为生物柴油的原料，因而国内主要以地沟油为原材料进行生产，产品出口欧洲市场，形成了终端需求在外的商业模式。欧洲2024年进口生物柴油2.4亿升，进口依赖度达到16%。

图表：全球主要国家生物柴油的消费变化趋势（百万升） 图表：欧洲生物柴油的进出口情况（百万升）

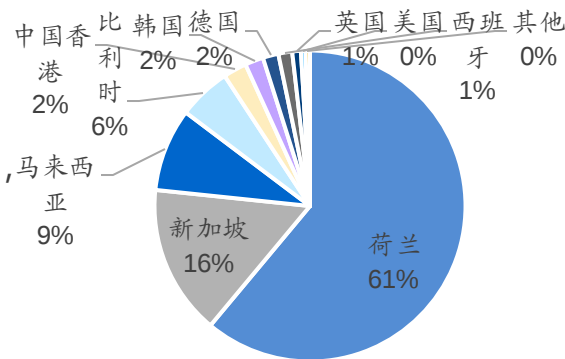


生物柴油：市场集中海外，规避关税风险，开启多基地布局

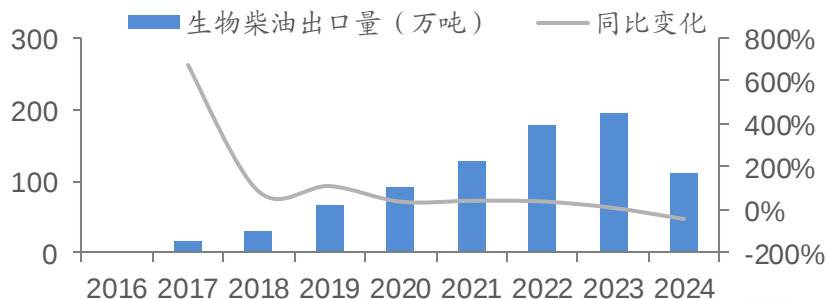
■ **欧洲针对国内生物柴油征收反倾销关税，影响国内产品出口。**2023年12月，欧盟委员会对原产于中国的生物柴油发起反倾销调查；2024年8月，欧盟反倾销案作出初裁，初步裁定对中国生物柴油征收12.8%-36.4%的临时反倾销税；2025年2月，欧盟反倾销终裁，易高生物10%、嘉澳环保35.6%、卓越新能23.4%，其他公司21.7%，终裁后关税的下滑幅度较少，对国内生物柴油的出口产生了较大影响，2024年我国出口生物柴油111万吨，同比下降43%。

■ 生物柴油企业卓越新能自2023年受到关税政策影响后，开始布局海外基地，在新加坡、沙特开启项目，新加坡基地能够就地进行船机生物柴油的加注，作为全球中转大港，对生物柴油的需求量大幅提升，能够有效规避风险，同时能够规避后期针对中国的关税影响。

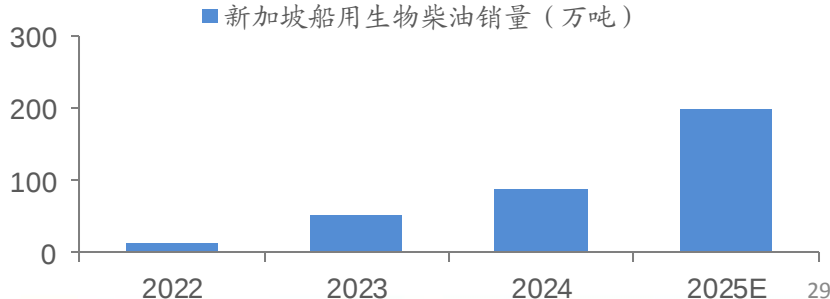
图表：2024年我国生物柴油出口分布



图表：2024年我国生物柴油出口量明年下降（万吨）



图表：新加坡生物柴油的使用量持续提升（万吨）



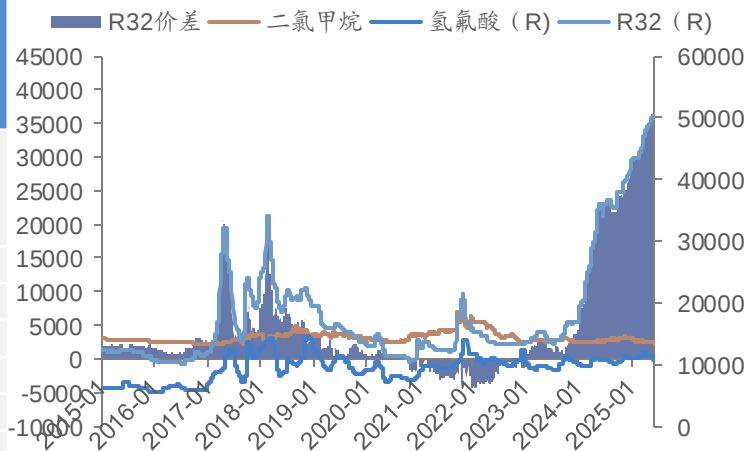
3 兑现业绩

供给强约束+行业分化+需求驱动+产能兑现

供给约束——制冷剂：供给受配额约束，行业议价权提升

- **供给管控提供了行业向好的大环境，行业溢价能力提升，涨价行情延续时间长，一致性较好。**不同于其他供给端的约束，制冷剂的约束性相对较强，政策延续性相对较好，能够维持长周期的约束逻辑，摒除行业潜在进入者的风险。制冷剂产品相对特殊，下游应用难以有效替代品，四代制冷剂具有专利和价格双重限制，使得三代制冷剂具有更长的生命周期，价格上行持续时间较长。行业配额管控，未能有新增供给，行业格局相对稳定。
- **行业供给天花板从行业产能转向生产配额，供需大方向获得明显改善。**行业前期产能过剩，但从2024年开始，以配额作为供给最大限制，虽然2025年较2024年有R32配额的提升，但仍可以通过头部企业的主动管控进行约束，但配额约束了行业过多供给，供给的大方向明显改善。

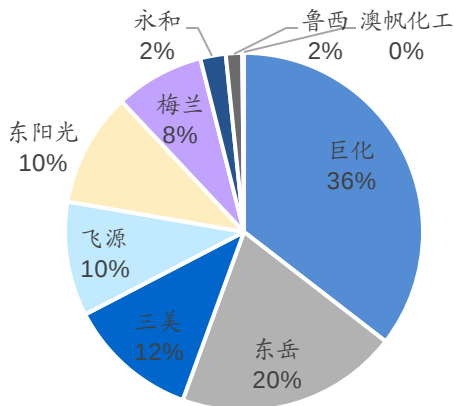
进度	大部分发达国家 (美国、日本、 欧盟各国、澳大利 亚等)	俄罗斯等五个国家 (俄罗斯、白俄罗 斯、哈萨克斯坦、塔 吉克斯坦、乌兹别克 斯坦等)	大部分发展中国 家(含中国)	印度等十个国家
基线值	2011-2013年 HFCs 平均值 +HCFCs 基线值 的15%	2011-2013年HFCs 平 均值+HCFCs 基线值 的25%	2020-2022年 HFCs 平均值 +HCFCs 基线值 的65%	2024-2026年 HFCs 平均值 +HCFCs 基线值 的65%
冻结	-	-	2024年	2028年
削减进 度	2019年削减10%	2020年削减5%	2029年削减10%	2032年削减10%
	2024年削减40%	2025年削减35%	2035年削减30%	2037年削减20%
	2029年削减70%	2029年削减70%	2040年削减50%	2042年削减30%
	2034年削减80%	2034年削减80%	2045年削减80%	2047年削减85%
	2036年削减85%	2036年削减85%	-	-



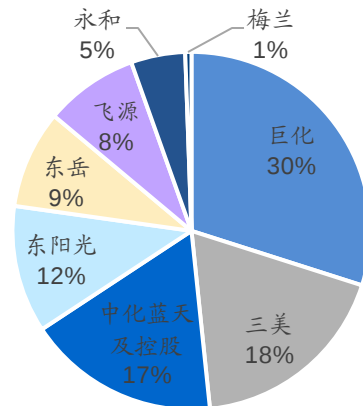
供给约束——制冷剂：供给受配额约束，行业议价权提升

- **行业格局持续稳定，大幅提升制冷剂环节的产品议价权，为产品提供长期价格上行空间。**经过三年的配额竞争，行业过去的盈利受到大幅挤压，在配额约束下，行业较容易形成供给协同，对于价格提升和利润兑现有较好的诉求；而配额的发放使得行业的供给格局明显提升，主流的三代制冷剂仅有8-9家供应商，且还会存在配额的交易提升集中度的情况，高度集中度供给格局下，价格仍有持续上行空间，业绩会持续提升。
- **目前制冷剂行业协同情况良好，预期制冷剂仍将持续上行，**建议关注制冷剂厂家巨化股份（制冷剂的龙头企业，控股飞源）、三美股份（制冷剂为主业的生产厂家）、东岳集团（二代制冷剂龙头，兼有R32、152a等）、永和股份（制冷剂和含氟聚合物为主）、东阳光（多业务并重）。

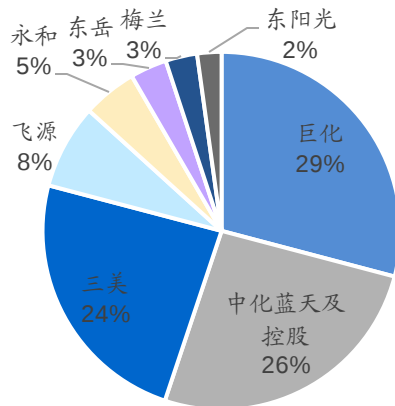
R32配额集中度



R125配额集中度



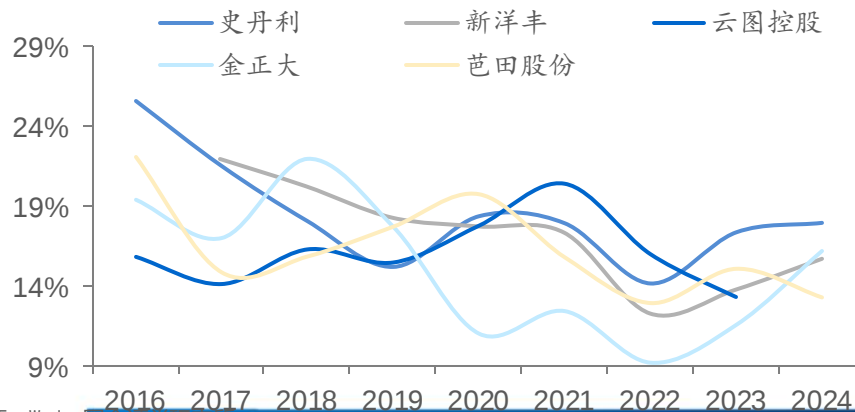
R134a配额集中度



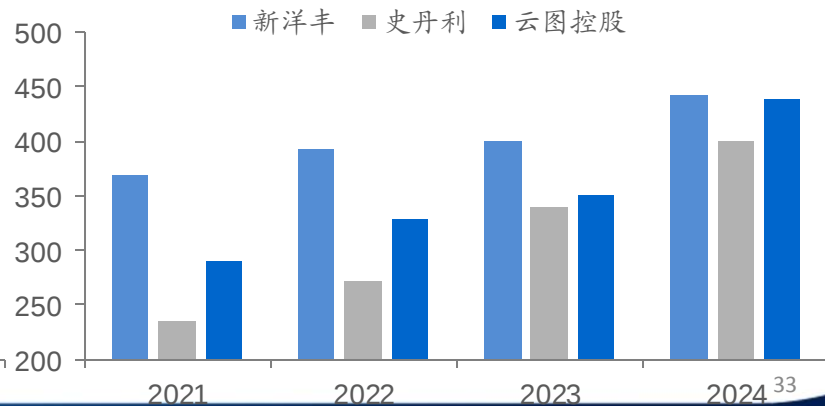
行业分化——复合肥：头部市占率提升，盈利空间相对平稳

- **复合肥行业是少数头部企业能够有产品放量增长，但不明显牺牲产品盈利的赛道。**复合肥大方向产能过剩，即使行业中短期内未能有充足的产能退出，但也不影响行业头部市占率提升的逻辑；复合肥企业经过近几年的产业链布局 and 基地布局，头部企业市占率正在逐步提升，而复合肥的市场空间持续增长，头部企业市占率较低，还有持续的提升和发展空间；
- 复合肥的行业竞争核心点和传统大宗化工品有明显不同，大规模发展的壁垒并不在于投资和建设，反而更多关注终端市场（渠道、布局、品牌等），销售是企业能够正向发展的关键点，反哺产品结构升级；
- 多环节的产业链布局可以使得复合肥获得多环节的盈利叠加，同时在上游产品有剧烈波动过程中，能够稳定利润中枢。

图表：复合肥企业近几年的复合肥毛利率有所下行

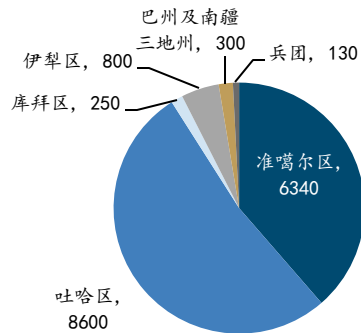


图表：头部企业的复合肥市占率提升（万吨）

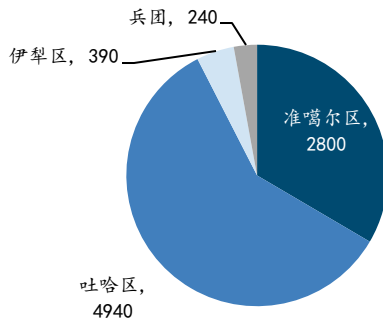


需求驱动——民爆：疆煤增产释放充分打开民爆需求空间

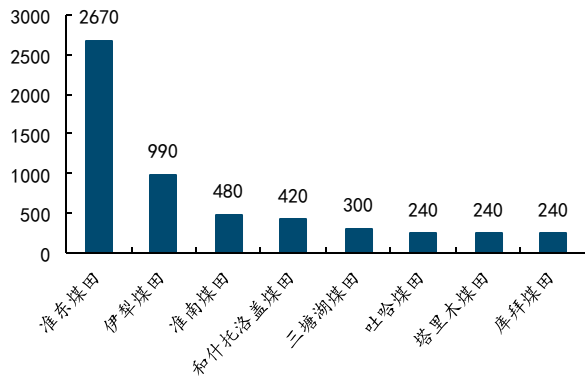
图表：“十四五”期间新疆规划新增产能0.6亿吨



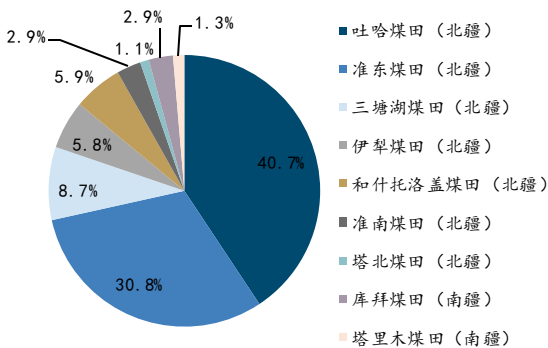
图表：“十四五”期间新疆规划储备产能0.8亿吨



图表：25-26年预计新疆新增煤矿产能5580万吨



图表：未来新疆新增产能主要集中于吐哈、准东等疆北区域



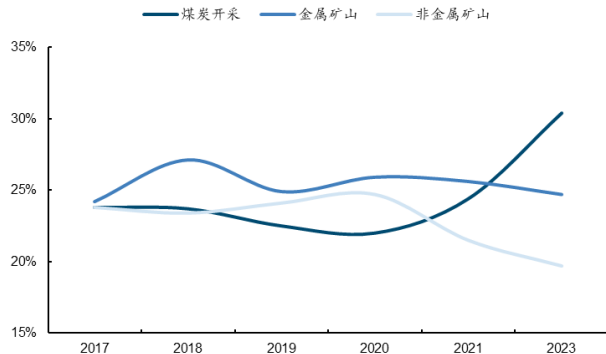
■ 根据《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》（新政发〔2022〕57号），“十四五”期间，新疆规划新增产能1.6亿吨和储备产能0.8亿吨，主要集中在准噶尔和吐哈矿区。此外，新疆维吾尔自治区相关部门表示，若下游市场需求可观、煤炭新增产能核准顺利，自治区有望在“十五五”期间煤炭产量有望超过陕西省（2024年陕西省煤炭产量为7.8亿吨），较当下产量增幅约44%。

■ 新疆潜在产能增量超3亿吨，聚焦于吐哈煤田、准东煤田等疆北区域；其中25-26年有望释放产能5580万吨。

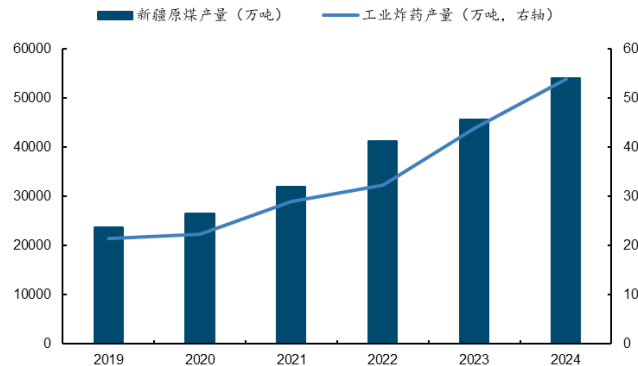
■ 据不完全统计，有望于25-26年投产的新疆新增煤矿产能有约5580万吨，主要集中于准东、伊犁两大北疆煤田，占比分别为48%、18%；据我们不完全统计，新疆目前整体潜在（处于规划、拟建或在建状态）煤矿产能约3.2亿吨，主要集中于吐哈、准东两大北疆煤田，占比分别为41%、31%；由此可算得27年及之后仍有潜在增量项目2.6亿吨，若投产进展顺利则有望助力新疆产能实现有效增厚。

需求驱动——民爆：疆煤增产释放充分打开民爆需求空间

图表：“十四五”期间新疆规划新增产能1.6亿吨



图表：“十四五”期间新疆规划储备产能0.8亿吨



- 根据中国爆破器材行业协会数据与相关公司公告，工业炸药销售流向主要包括煤炭开采、金属和非金属矿山开采三大领域，2023年煤炭开采约占工业炸药下游的30%。
- 从新疆地区来看，2019-2024年新疆原煤产量由2.37亿吨增长至5.41亿吨，年均复合增长率约为17.9%，与此对应的工业炸药产量由21.52万吨增长至53.93万吨，年均复合增长率约为20.2%，与此同时，2019-2024年新疆地区原煤产量与工业炸药产量的相关系数约为0.97，因此基于历史数据，新疆地区过去五年的炸药产量增长与煤炭产量增长存在较强的正相关性。
- 从需求增长空间角度而言，假设未来新疆地区炸药产量与煤炭产量依旧能维持较高的关联度与相似增速，基于前文分析我们预计未来新疆地区煤炭产量或将超过8亿吨，相较于2024年5.41亿吨的产量水平或将带动工业炸药等民爆相关需求近50%的增长。

易普力：新疆地区产能持续扩张，在手订单充裕巩固优势地位



图表：近两年易普力新疆地区产能持续增加

生产品种	年生产能力（吨）	生产地址	备注
截至2022年12月新疆地区炸药产能情况			
乳化炸药（胶状）（混装）	2000	新疆维吾尔自治区阿勒泰地区富蕴县库尔特乡	现场混装车2台
多孔粒状铵油炸药（混装）	10000	新疆维吾尔自治区昌吉州奇台县将军庙	现场混装车4台
乳化炸药（胶状）（混装）	6000	新疆维吾尔自治区昌吉州奇台县将军庙	现场混装车4台，仅限本矿区使用，不得转移
乳化炸药（胶状）（混装）	9500	新疆维吾尔自治区托克逊黑山露天煤矿	现场混装车4台
多孔粒状铵油炸药（混装）	10000	新疆维吾尔自治区托克逊黑山露天煤矿	现场混装车4台
多孔粒状铵油炸药（混装）	20500	新疆维吾尔自治区昌吉州吉木萨尔县准东煤矿	现场混装车9台，其中6000吨仅限本矿区使用，不得转移
乳化炸药（胶状）（混装）	6000	新疆维吾尔自治区昌吉州吉木萨尔县准东煤矿	现场混装车3台
多孔粒状铵油炸药（混装）	3000	新疆维吾尔自治区哈密市伊州区大南湖矿区	现场混装车1台
2023年至2024年上半年新疆地区调增产能情况			
混装炸药	21000	新疆准东生产点	2023年年报披露
混装炸药	10000	新疆黑山生产点	2023年年报披露
混装炸药	8000	新疆奇台生产点	2023年年报披露
混装炸药	17000	新疆奇台生产点	2024年半年报披露
合计	123000		

图表：2023年至2025年三季度易普力在新疆地区重大工程施工类日常经营合同金额合计超过20亿元

序号	合同签订主体	项目(合同)名称	合同金额
1	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	国能新疆准东能源有限责任公司2023年至2027年钻爆工程合同（一标段）	12.67
2	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆天池能源有限责任公司南露天煤矿2024年至2028年钻爆工程承包合同	9.68
3	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆天池能源有限责任公司将军戈壁一号露天煤矿2024年至2028年钻爆工程承包合同	6.73
4	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆天池能源有限责任公司将军戈壁二号露天煤矿2023年至2025年生产剥离钻爆工程承包合同	3.86
5	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆天池能源有限责任公司将军戈壁二号露天煤矿2023年至2024年基建剥离钻爆工程承包合同	3.15
6	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	国网能源哈密煤电有限公司大南湖二矿2023-2027年钻爆工程施工合同	2.79
7	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆克矿其能煤业有限公司准东五彩湾矿区四号露天矿一期工程项目钻爆剥离工程PC总承包合同	47.13
8	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	国能新疆矿业红沙泉二矿有限公司2023年至2026年钻爆工程（二标段）施工合同	6.28
9	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆金能矿业有限公司露天煤矿2024-2026年采场爆破工程承包合同	3.58
10	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆宜化矿业有限公司五彩湾露天煤矿爆破、采剥工程承包合同补充协议	1.33
11	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	国家能源集团新疆公司黑山露天矿2024年-2026年爆破工程一标段施工合同	13.11
12	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆圣雄能源股份有限公司托克逊县黑山矿区小露天煤矿2024年至2026年矿山施工总承包工程合同及补充协议	9.04
13	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆公司红沙泉露天煤矿2024年至2026年钻爆工程（一标段）施工合同	7.2
14	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆准东西黑山矿区中联润世露天煤矿2025年至2026年钻爆工程合同	1.09
	合计		127.64

■ 根据公司公告，截至2022年12月易普力及其控股子公司在新疆地区合计拥有混装炸药产能6.7万吨，2023年至2024年上半年公司先后向新疆准东、黑山、奇台生产点分别调增2.1、1.0、2.5万吨，合计调增产能5.6万吨。从产能布局位置来看，公司新疆地区混装炸药产能靠近新疆北部煤炭产区，有利于公司充分受益于疆煤产量提升带来的民爆相关需求增长。根据公司公告，2023年至2025年三季度易普力在新疆地区重大工程施工类日常经营合同金额合计超过120亿元。

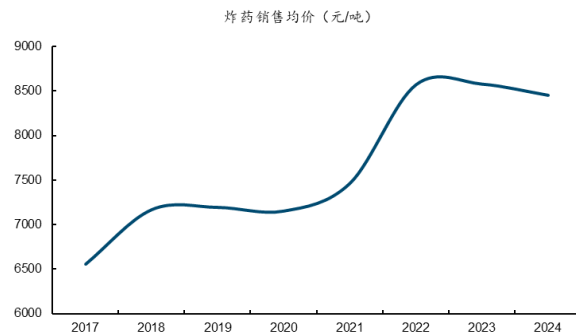
资料来源：易普力公司公告，国金证券研究所 36

雪峰科技：“民爆+能化”双轮驱动，重点关注资产注入进展

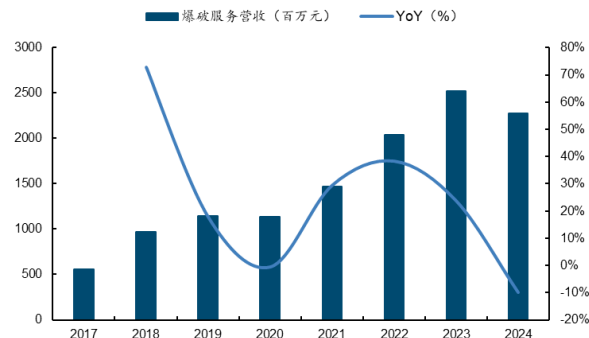
图表：2024年雪峰科技工业炸药产能利用率为100%

主要厂区或项目	设计产能	产能利用率(%)
工业炸药	11.95万吨	100
工业电子雷管	1890万发	60.74
工业导爆索	1200万米	43.92
LNG	24万吨	41.21
三聚氰胺	21万吨	85.46
硝酸铵	66万吨	68.07
尿素	60万吨	102.7
硝基复合肥	90万吨	12.04

图表：近两年雪峰科技炸药销售均价持续维持高位



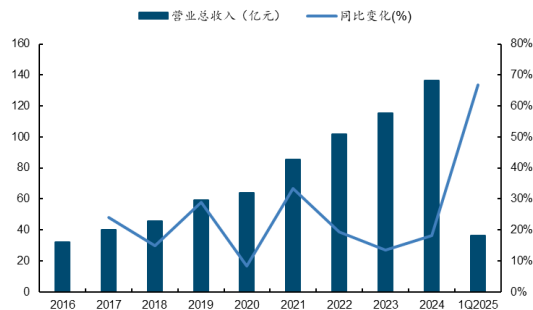
图表：2017年以来雪峰科技爆破服务营收整体呈现波动上升趋势



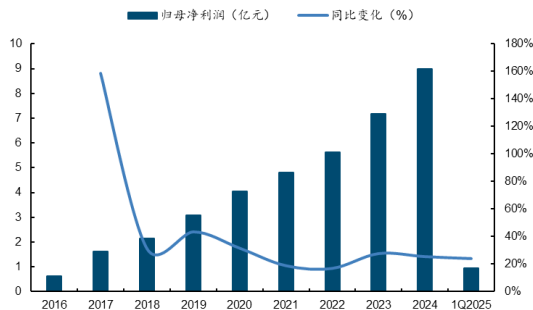
- 民爆业务领域，以工程爆破一体化服务为核心，业务涵盖工业炸药、雷管、索类的“产、运、销”和工程爆破的“钻、爆、挖、运”，为客户提供爆破方案设计、爆破工程监理、矿山爆破一体化解决方案规划实施等专业化服务。现已拥有工业炸药产能11.95万吨/年，电子雷管产能1890万发/年，为新疆推进煤炭煤电煤化工产业发展及各类矿产资源开发奠定了坚实基础。
- 能化业务领域，在新疆阿克苏沙雅地区和昌吉州阜康市建成投产2个生产基地，是新疆唯一的硝酸铵、硝基复合肥生产企业。其中：在阿克苏沙雅地区以当地生产的天然气为原料，采用国内先进工艺技术，已建成年产40万吨合成氨、46万吨硝酸铵、60万吨尿素、60万吨硝基复合肥、11万吨三聚氰胺、24万吨LNG的生产装置；在昌吉州阜康市以周边企业生产的尿素、液氨为原料，已建成年产10万吨三聚氰胺、20万吨硝酸铵、30万吨硝基复合肥的生产装置。

广东宏大：收购雪峰科技控股权，新疆地区营收高速增长

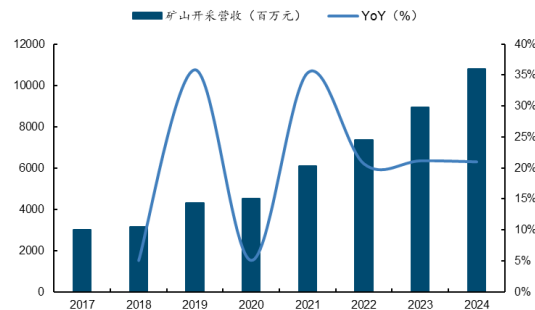
图表：25Q公司营收同比增长67%



图表：25Q公司归母净利润同比增长24%



图表：广东宏大矿山服务收入持续快速提升（百万元）



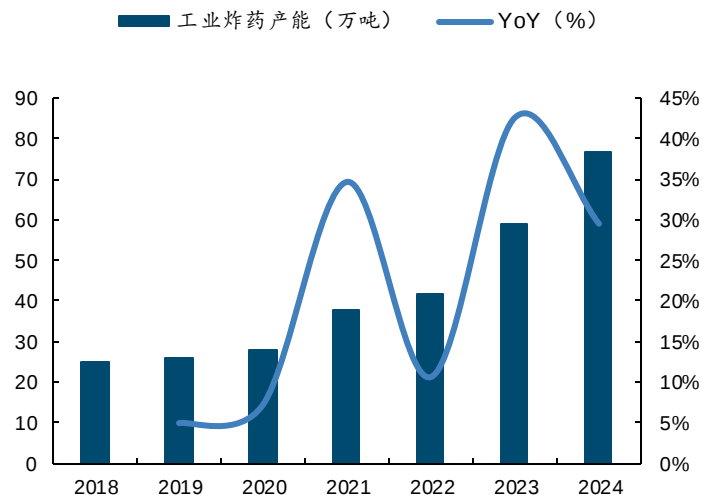
- 民爆业务领域，根据公司2024年年报，截至2024年12月31日，公司拥有合并工业炸药产能58万吨，位居全国前列，产能遍布全国各地，包括广东、内蒙、甘肃、辽宁、黑龙江、西藏、新疆等地区，其中混装炸药许可产能33.6万吨，占比接近58%，远超过“十四五”民用爆破物品行业安全发展规划提出的混装比例35%的目标。2025年2月，公司收购雪峰科技21%股权事项已完成过户，雪峰科技成为公司控股子公司，公司拥有的合并工业炸药产能从58万吨提升至69.75万吨。
- 矿服业务方面，公司持续深耕新疆、西藏及海外等重点市场区域，积极发展现场混装业务，目前在手矿服订单逾300亿元。报告期内，公司矿服业务的市场份额逐步扩大，其中新疆、西藏营收增长显著，分别较上年同期同比增长96.09%、32.41%；同时，参与“一带一路”建设，加快出海步伐，海外市场份额逐步扩大，报告期内，公司海外市场营收增长显著，较上年同期同比增长43.66%。此外，公司在赞比亚投资建设炸药厂，以满足公司当地矿山项目需求，同时辐射周边地区民爆市场。

江南化工：疆内炸药产能布局领先，有望持续受益于需求增长

图表：24年江南化工新签或开始执行的重大工程施工类日常经营合同中新疆地区项目金额合计约为20亿元

序号	合同签订主体	项目(合同)名称	合同金额(亿元)
1	新疆天河爆破工程有限公司	新疆克州乌恰县乌拉根铅锌矿区露天爆破项目	1.4
2	新疆天河爆破工程有限公司	新疆拜城县阿尔格敏露天煤矿钻爆工程项目	3.25
3	新疆江阳工程爆破拆迁建设有限公司	伊吾广汇矿业白石湖露天煤矿爆破项目	3.1
4	新疆江阳工程爆破拆迁建设有限公司	疆纳兴盛露天煤矿爆破项目	1.1
5	新疆中岩恒泰爆破工程有限公司	三塘湖矿区条湖三号井田火烧区治理工程钻爆施工	3.75
6	新疆天河爆破工程有限公司	齐克勒克煤矿火区灭火项目的工程施工爆破工程施工	1.72
7	新疆中岩恒泰爆破工程有限公司	科尔克煤矿火区灭火工程剥离工程（一标段）	1.44
8	新疆天河爆破工程有限公司	温宿县博峰煤业有限公司博孜墩煤矿东井隐蔽致灾因素治理项目爆破工程施工	2.6
9	新疆中岩恒泰爆破工程有限公司	火烧云铅锌矿采矿工程爆破工程	1.65
		合计	20.01

图表：江南化工炸药产能持续扩张（万吨）

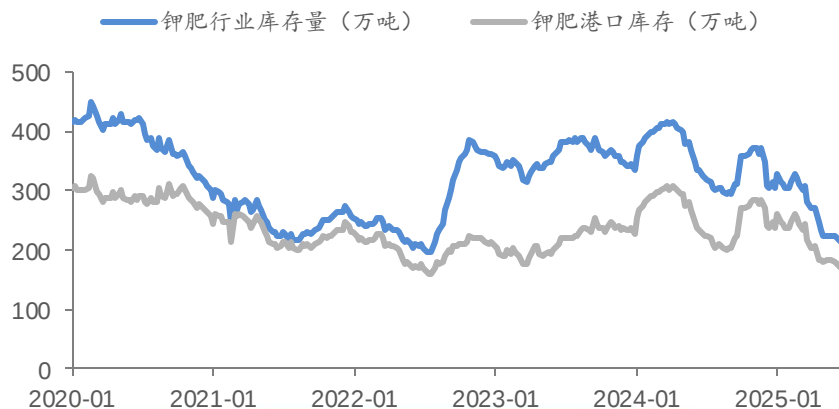


- 新疆业务布局方面，根据公司公告，公司下属新疆天河化工有限公司、北方爆破科技有限公司以及陕西红旗民爆集团股份有限公司在新疆地区均有产能及业务布局，截至2024年12月末，公司在新疆区域拥有工业炸药生产许可能力20.75万吨，且以混装产能为主。伴随新疆地区民爆需求的持续提升，公司借助疆内炸药产能领先布局有望持续受益。

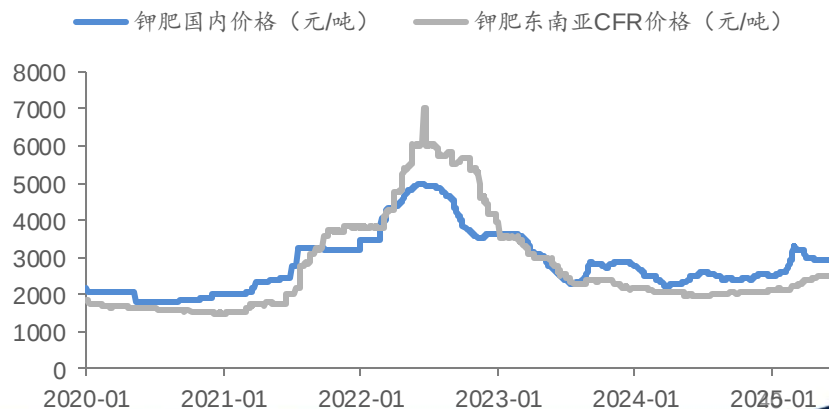
产能兑现——钾肥：行业区间运行，企业增量带动业绩提升

- **钾肥行业寡头垄断，行业集中度相对较高，对于价格有一定的格局支撑。**钾肥属于典型的资源品，全球资源高度集中，钾肥的产能基本跟随资源进行分布。从地域分布来看，加拿大、俄罗斯和白俄罗斯的钾肥产量位居全球前三，合计占全球总产量 65%，我国钾肥产量占到 13%，位居第四。钾肥生产商高度集中，产能主要集中在加拿大 Nutrien、白俄罗斯 Belaruskali、俄罗斯 Uralkali、美国 Mosaic 和德国 K+S 五家，合计控制着全球约 70% 的产能，呈寡头格局。
- 白俄、俄罗斯钾肥厂商相继调整全年供给量预期，白俄下调全年供给量90万吨，俄罗斯检修减量70万吨，供给方基本有约160万吨的供给下行，而需求看基本维持稳中有1-2个点的增速，支撑加肥价格区间运行。
- 亚钾国际新增产能100+100万吨在近1-2年时间释放，在盈利维持区间运行的状态下，产品放量将带动企业形成业绩兑现。

图表：钾肥库存有所下降（万吨）



图表：钾肥价格区间震荡（元/吨）



- 原油价格剧烈波动：原油是多数化工产品的源头，原油价格的剧烈波动会对延伸产业链产生较大的联动影响；
- 贸易政策变动影响产业布局：产业全球化发展持续推进，中国同其他国家的贸易相关政策会极大影响产业链布局和进出口变化，对相关产品的投资和生产、销售产生影响；
- 需求承压：当下化工仍处于产能出清末端，需求端的承压可能会进一步延缓出清的节奏。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题