

基础化工行业周专题（5.6—5.12）

投资建议：强于大市（维持）
 上次建议：强于大市

如何看待萤石后市行情？

我们在报告《萤石价值中枢提升，制冷剂开启景气周期》中提到，在供给扩张相对受限，新能源打开需求空间的背景下，萤石或存供需失衡风险，我们长期看好萤石价值中枢的持续抬升。短期而言，自3月以来，萤石价格触底回升，本篇报告意在阐述我们对萤石后市行情的看法。

► 萤石供给已现严峻态势

2024年3月以来，受下游需求带动，氢氟酸开工率及产量同环比提升明显，其中产量创近年来同比新高，已接近去年10月高点。与此相对的是，萤石开工率及产量环比仅小幅提升，同比却明显下滑，其中同比皆创近年新低。同时，萤石呈现快速去库态势，当前库存处于2019年以来0.3%分位数。

► 政策或引导行业加速出清

我们认为，萤石出现的提产困难可能与政策有关。3月，萤石行业迎来了史上首个安全生产专项整治，在整治过程中，萤石行业开工率大概率会受到一定影响；而在整治结束后，不合规的中小矿存在关闭退出的可能，政策将改善我国萤石行业“小散乱”局面，行业集中度有望提升。

► 供需催化萤石中枢迈上新台阶

萤石与氢氟酸近期价格虽呈同步上涨趋势，但后者背后更多反应的是对成本端压力的缓冲。以当前氢氟酸涨价幅度测算，萤石价格仍有200元/吨的上行空间。我们认为，在供给端政策的约束，以及需求端制冷剂涨价带来更加顺畅的价格传导机制下，萤石价格中枢有望迈上4000元/吨，并站稳新的台阶，但涨价节奏或先缓后急。

► 投资建议：推荐萤石龙头金石资源

公司是我国萤石行业唯一一家上市公司，2021年后已转型为技术平台型企业，着眼于“以轻资产技术撬动重资产资源”。我们认为在萤石价格的弹性叠加商业模式复制的推动下，公司长期成长空间向好，价值或被低估。

风险提示：萤石价格大幅波动风险、环保政策趋严风险、安全生产风险。

相对大盘走势



作者

分析师：郭荆璞
 执业证书编号：S0590523070003
 邮箱：jgguo@glsc.com.cn

联系人：申起昊
 邮箱：shenqh@glsc.com.cn
 联系人：李绍程
 邮箱：lishch@glsc.com.cn

相关报告

1、《基础化工：化工板块2023年年报及2024年一季度业绩分析》2024.05.05
 2、《基础化工：如何看待COFs在锂电领域的应用前景？》2024.04.27

正文目录

1. 萤石供给已现严峻态势.....	3
1.1 下游旺季特征明显	3
1.2 萤石提产困难，库存至历史低点	4
1.3 政策或引导行业出清	5
2. 供需催化萤石中枢迈上新台阶.....	6
2.1 对标氢氟酸，仍有上行空间	6
2.2 萤石价格中枢或迈上新的台阶	7
3. 投资建议：推荐萤石龙头金石资源.....	8
4. 风险提示	8

图表目录

图表 1：主流二代和三代制冷剂开工率	3
图表 2：国内空调产量累计值及累计同比	4
图表 3：国内空调出口量	4
图表 4：氢氟酸开工率变化 (%)	4
图表 5：氢氟酸产量变化 (吨)	4
图表 6：萤石开工率变化 (%)	5
图表 7：萤石产量变化 (吨)	5
图表 8：萤石工厂总库存	5
图表 9：萤石矿山安全生产专项整治的工作安排	6
图表 10：2024 年以来萤石和氢氟酸价格情况	7
图表 11：2017-2024 年萤石价格变化 (元/吨)	8

1. 萤石供给已现严峻态势

2024年3月以来，受下游需求带动，氢氟酸开工率及产量同环比提升明显，其中产量创近年来同比新高，已接近去年10月高点。

与此相对的是，萤石开工率及产量环比仅小幅提升，同比却明显下滑，其中同比皆创近年新低。同时，萤石呈现快速去库态势，当前库存处于2019年以来0.3%分位数。

我们认为，萤石出现的提产困难可能与政策有关。3月，萤石行业迎来了史上首个安全生产专项整治，在整治过程中，萤石行业开工率大概率会受到一定影响；而在整治结束后，不合规的中小矿存在关闭退出的可能，政策将改善我国萤石行业“小散乱”局面，行业集中度有望提升。

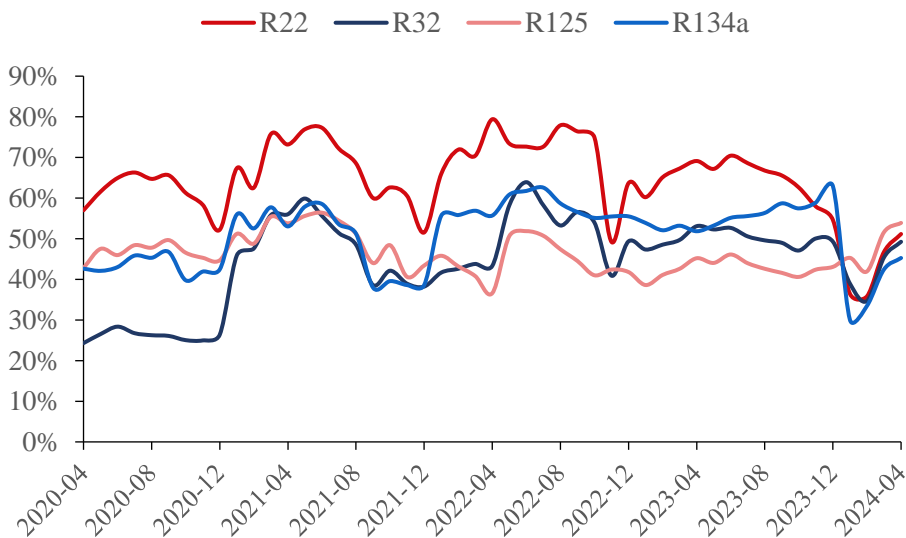
1.1 下游旺季特征明显

在终端空调产量和出口量增长强劲的带动下，制冷剂进入3月旺季后，开工率提升明显。

根据国家统计局和海关总署数据，截至2024年3月，我国空调产量累计值达到了6878万吨，累计同比增长16.5%，出口量累计值达到了1864万吨，累计同比增长11.2%。

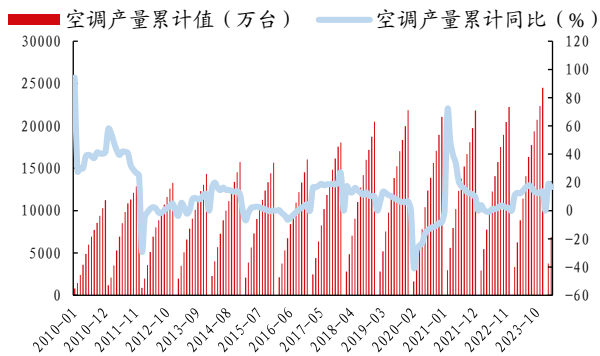
据百川盈孚数据，2024年4月，我国主流二代和三代制冷剂R22/R32/R125/R134a开工率分别为51%/49%/54%/45%，较1月低点分别提升15pct/10pct/9pct/15pct。

图表1：主流二代和三代制冷剂开工率



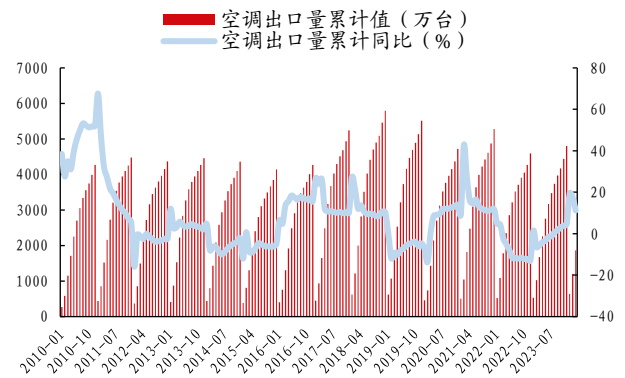
资料来源：百川盈孚，国联证券研究所

图表2: 国内空调产量累计值及累计同比



资料来源: 国家统计局, 国联证券研究所

图表3: 国内空调出口量

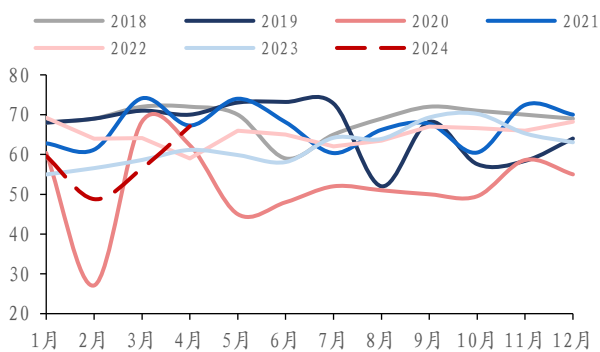


资料来源: 海关总署, 国联证券研究所

受下游需求带动, 3月之后氢氟酸开工率和产量均有较大幅度的提升。

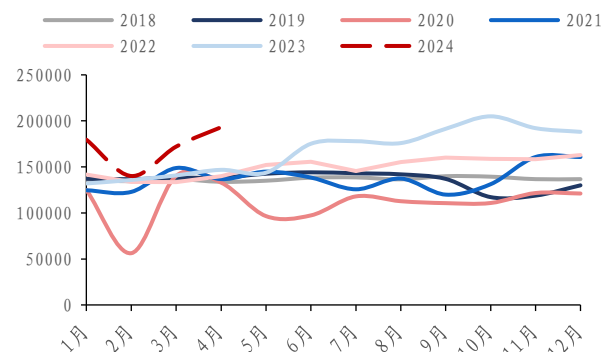
据百川盈孚数据, 2024年4月, 氢氟酸开工率为67%, 环比提升11pct, 同比提升6pct; 氢氟酸产量为19.3万吨, 环比提升12%, 同比提升32%, 产量创近年来同比新高, 已接近去年10月高点。

图表4: 氢氟酸开工率变化 (%)



资料来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

图表5: 氢氟酸产量变化 (吨)



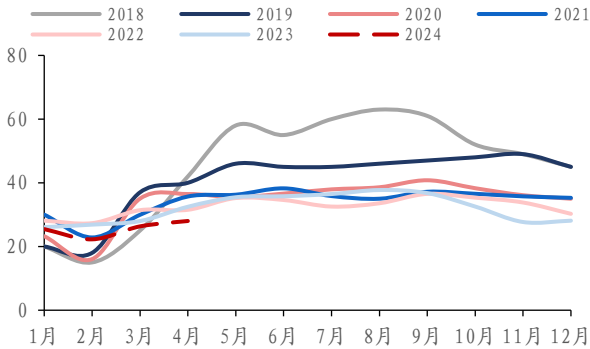
资料来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

1.2 萤石提产困难, 库存至历史低点

与之相对的是, 氢氟酸开工率和产量的大幅提升并未推动萤石提产。

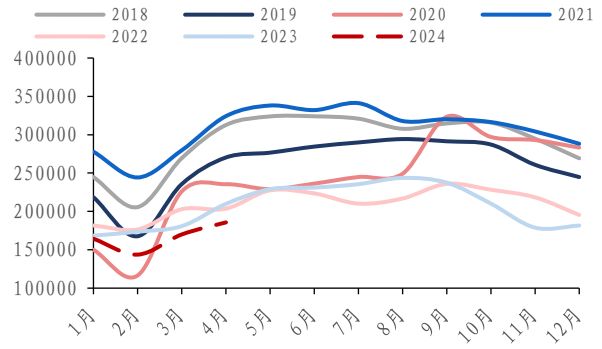
据百川盈孚数据, 2024年4月, 萤石开工率为28%, 环比提升2pct, 同比下滑4pct; 萤石产量为18.6万吨, 环比提升9%, 同比下滑12%, 无论是开工率还是产量皆创近年同比新低。

图表6: 萤石开工率变化 (%)



资料来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

图表7: 萤石产量变化 (吨)



资料来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

从库存的历史变化规律上看, 一般在经历春节假期后的开工率提升, 萤石将有一段约半年的累库过程, 随后在三季度末四季度初逐步去库。

然而 24 年受制于开工率及产量同比皆创新低的影响, 2 月份后萤石仅经历了小幅的累库过程, 随后便呈现出快速去库态势。截至 2024 年 5 月 3 日, 萤石工厂总库存为 8.7 万吨, 处于 2019 年以来 0.3%分位数。

图表8: 萤石工厂总库存



资料来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

1.3 政策或引导行业出清

我们认为, 萤石出现的提产困难可能与政策有关。

2024 年 3 月, 国家矿山安全监察局发布了《关于开展萤石矿山安全生产专项整治的通知》, 我国萤石行业迎来了史上首个安全生产专项整治。

具体工作要求包括, 在河北、内蒙、浙江、江西等地萤石矿山企业较多、问题隐患突出的区域, 要制定持续攻坚的“三个一批”工作清单, 即关闭退出一批、整合重

组一批、改造提升一批，以推动萤石矿山安全生产秩序稳定向好。

具体工作安排包括三个阶段，分别是自查自改、重点检查、抽查检查和总结评估，持续时间为 2024 年 3 月至 8 月。

我们认为，在专项整治过程中，萤石行业开工率大概率会受到一定影响；而在整治结束后，不合规的中小矿存在关闭退出的可能，政策将改善我国萤石行业“小散乱”局面，行业集中度有望提升。

图表9：萤石矿山安全生产专项整治的工作安排

阶段	内容
自查自改（2024 年 3 月-5 月）	省级应急管理部门科学制定专项整治工作方案；萤石矿山企业全面自查自改，建立重大事故隐患排查治理台账
重点检查（2024 年 6 月-7 月）	各级地方应急管理部门对辖区生产建设萤石矿山开展一轮全覆盖执法检查；国家局各省级局在 7 月底前对全国非煤矿山重点县(市、区、旗)以及萤石矿山企业较多的县(市、区、旗)开展一轮督导检查
“回头看”抽查检查和总结评估（2024 年 8 月）	各省级应急管理部门会同国家局各省级局成立工作组，对辖区内萤石矿山开展“回头看”重点抽查检查；各级应急管理部门、国家局各省级局深入分析萤石矿山存在的突出问题、共性问题和深层次问题，对专项整治工作进行全面总结

资料来源：国家矿山安全监察局综合司，国联证券研究所

2. 供需催化萤石中枢迈上新台阶

萤石与氢氟酸价格虽呈同步上涨趋势，但后者背后更多反应的是对成本端压力的缓冲。以当前氢氟酸涨价幅度测算，萤石价格仍有 200 元/吨的上行空间。

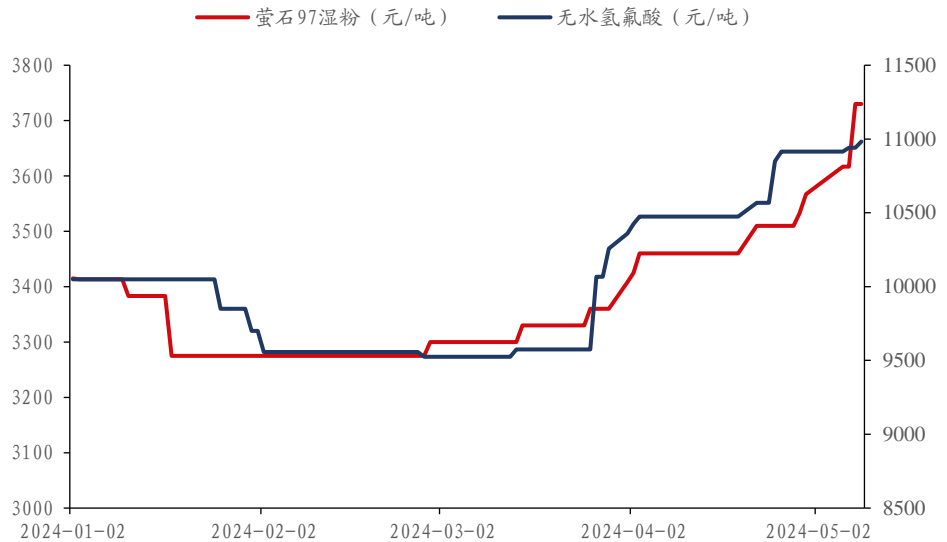
我们认为，在供给端政策的约束，以及需求端制冷剂涨价带来更加顺畅的价格传导机制下，萤石价格中枢有望迈上 4000 元/吨，并站稳新的台阶，但涨价节奏或先缓后急。

2.1 对标氢氟酸，仍有上行空间

据百川盈孚数据，截至 2024 年 5 月 9 日，萤石 97 湿粉价格为 3730 元/吨，无水氢氟酸均价为 10983 元/吨。以 2 月底价格低点为准，萤石和氢氟酸分别上涨了 455 元/吨和 1458 元/吨。

我们认为，氢氟酸产能过剩，当前行业毛利率较低，其价格的上涨更多是为缓冲成本端的压力。以单耗 2.2 吨/吨计算，1458 元/吨的氢氟酸价格涨幅对应约 663 元/吨的萤石价格涨幅，这意味着对标氢氟酸，当下萤石价格仍有约 200 元/吨的上行空间。

图表10: 2024年以来萤石和氢氟酸价格情况



资料来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

2.2 萤石价格中枢或迈上新的台阶

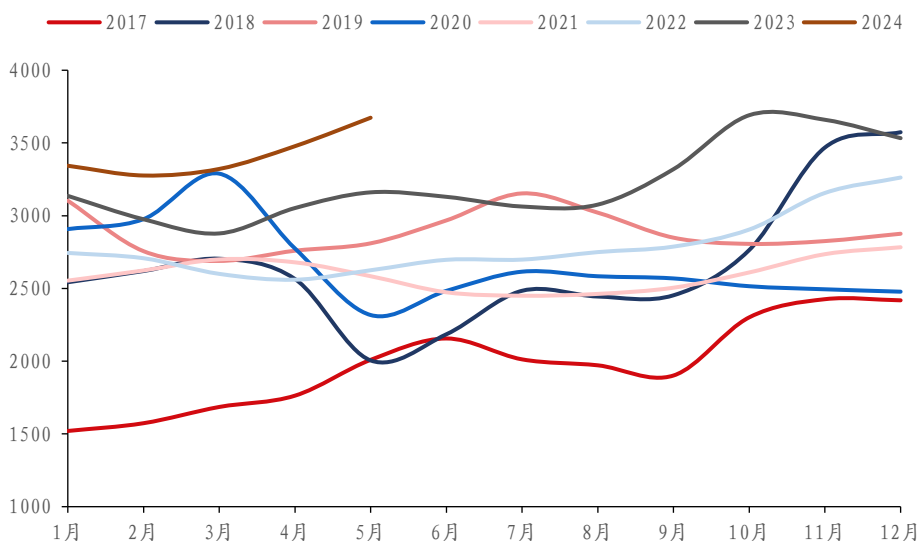
据百川盈孚数据, 金石资源浙江地区萤石粉报价已至 3900 元/吨, 结合我们的前述分析, 萤石价格站上 4000 元/吨是大概率事件。

从涨价节奏来看, 随着安全整治边际影响的减弱, 以及下游逐渐转入淡季的影响, 萤石价格短期上行速度或放缓, 但行至三季度末四季度初, 北方开工率受气温影响将进一步下滑, 届时萤石价格具备加速上行的潜力。

但同时需要注意的是, 萤石价格上限亦受氢氟酸制约。对此我们的看法是, 以 R32 为例, 当前 R32 毛利润约 16684 元/吨, 氢氟酸每涨价 1000 元/吨, R32 成本增加 800 元/吨, 占毛利润的比例约 4.8%, 制冷剂厂商对氢氟酸涨价接受度较高。因此我们认为, 制冷剂配额落地后的涨价行情, 使得萤石-氢氟酸-制冷剂的价格传导更加顺畅。

总之, 萤石在供给端政策的约束, 及需求端制冷剂涨价带来更加顺畅的价格传导机制下, 价格中枢有望迈上 4000 元/吨, 并站稳新的台阶, 但涨价节奏或先缓后急。

图表11：2017-2024年萤石价格变化（元/吨）



资料来源：百川盈孚，国联证券研究所

3. 投资建议：推荐萤石龙头金石资源

公司是我国萤石行业唯一一家上市公司，2021年后已转型为技术平台型企业，着眼于“以轻资产技术撬动重资产资源”。我们认为在萤石价格的弹性叠加商业模式复制的推动下，公司长期成长空间向好，价值或被低估。

4. 风险提示

1) 萤石价格大幅波动风险

萤石价格易受经济周期、供需关系、市场预期、政策变化等众多因素影响，价格具有较高波动性。若萤石价格波动性太大，可能会导致公司经营业绩不稳定。

2) 环保政策趋严风险

随着国家不断提高环境保护的标准或出台更严格的环保政策，可能会导致公司经营成本上升，对公司的盈利能力构成不利影响。

3) 安全生产风险

矿山开采属于危险性较高的行业，公司矿山开采主要外包给具有资质的矿山施工单位，如果施工单位发生事故，将可能导致相应子公司一定期间的停产和行政处罚，也会给公司带来负面影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上	

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼