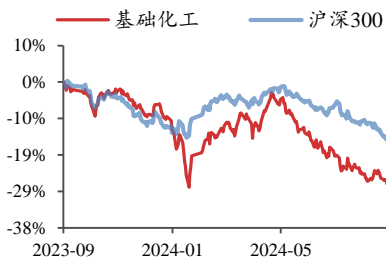


基础化工

2024年09月16日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《R32 外贸价格持续拉涨，制冷剂外贸市场持续回暖—氟化工行业周报》-2024.9.8

《巨化股份发布半年度报告，持续看好制冷剂上行趋势—氟化工行业周报》-2024.8.25

《行业整体稳定，持续坚定看好萤石、制冷剂中长期趋势—氟化工行业周报》-2024.8.11

《东阳光首次覆盖报告：原有主业或迎业绩反转，制冷剂开启长景气周期》(2024.8.27)

《制冷剂行业深度报告二：拐点已现，行则将至》(2024.2.6)

《制冷剂行业深度报告：十年轮回，未来已来》(2021.10.20)

《金石资源深度报告（三）：新兴产业创造新的需求增长极，萤石供给将现缺口》(2021.8.22)

《三美股份深度报告：三代制冷剂将迎“黄金十年”，静待龙头引领周期反转》(2020.12.30)

《金石资源深度报告（二）：资源储量优势及高成长动能，金石资源开启价值发现之旅》(2020.11.2)

《巨化股份深度报告：制冷剂加速更新换代，氟化工龙头开启黄金十年》(2020.2.11)

《金石资源深度报告：行业唯一上市龙头，萤石高景气助力腾飞》(2019.11.29)

制冷剂 2025 年配额方案征求意见稿下发，看好制冷剂景气向上趋势延续

——氟化工行业点评报告

金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

毕挥（分析师）

bihui@kysec.cn

证书编号：S0790523080001

● 2025 年制冷剂配额方案征求意见稿下发，坚定看好制冷剂向上趋势延续

9月14日，生态环境部发布《关于公开征求2025年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物配额总量设定和分配方案意见的函》，初步制定了2025年HCFCs和HFCs配额总量设定和分配方案，并给出了编制说明。本次HFCs配额方案在坚持配额政策的稳定性和连续性的基础上，针对行业运行中的现实情况，在框架内进行了适当和合理的调整，随着2025年配额方案的初步落地，市场预期不确定性或将部分消除，我们一如既往地坚定看好制冷剂行情的上行趋势，行业周期或远未结束。

● HFCs：2025 年 R32 内用配额增发 4.5 万吨，适度增加年内配额调整灵活性

据《2025 年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》（征求意见稿）：

（1）在2024年配额基础上，根据HCFCs淘汰的替代需求、半导体行业R41和R236ea增长需求，增发R32生产配额45,000吨（内用生产配额45,000吨）；R245fa生产配额8,000吨（内用生产配额8,000吨）；R41生产配额20吨（内用生产配额20吨）；R236ea生产配额50吨（内用生产配额0吨）。配额下发按原HFCs各品种原有格局发放。其他品种HFCs配额下发与2024一致。那么2025年R32内用配额巨化股份（含飞源化工）、东岳集团、三美股份、东阳光、永和股份、鲁西化工分别可增2.02、0.89、0.52、0.50、0.11、0.07万吨（可控总量口径，详见附表1、2）。

（2）HFCs同一品种和不同品种配额调整包括申请2025年配额时的调整（2024.10.31之前）和获得2025年配额后的年中调整（2025.4.30、2025.8.31之前），即可有三次调整机会。其中不同品种配额调整不得超过该生产单位根据本方案核定的该品种配额量的10%（即三次调整机会针对某品种配额累计调增不超过10%），且调整不得增加总CO₂当量。相比2024年配额方案，调增量级未变，但增加了不同品种配额在年中的两次调整机会，此举考虑到上下游企业可能对特定品种的需求预估出现偏差，则在不增加配额总量的前提下，完善了配额调整的灵活性。

● HCFCs：2025 年 R22 内用配额将同比削减 28%，价格弹性可期

据《2025 年度消耗臭氧层物质配额总量设定与分配方案》（征求意见稿）：2025 年 R22 生产配额、内用生产配额分别为 14.91、8.09 万吨，相比 2024 年削减 3.28、3.10 万吨，削减比例分别达 18%、28%。另外，R141b、R142b、R123、R124 生产配额将同比削减 57%、64%、21%、19%。R22、R141b 配额量相对较大，或将为相关公司带来一定业绩弹性。2025 年 R22 内用配额：巨化股份 2.53 万吨，占比 31%；东岳集团 2.24 万吨，占比 28%；三美股份 0.34 万吨，占比 4%；永和股份 0.22 万吨，占比 3%。2025 年 R141b 配额：三美股份 0.63 万吨，占比 69%（详见附表 3、4）。

● 推荐标的及受益标的

推荐标的：巨化股份、三美股份、昊华科技、东阳光等。受益标的：东岳集团、永和股份、鲁西化工等。

● 风险提示：下游需求下滑超预期，政策变动超预期，替代品进展超预期等。

附表 1：2025 年 R32 配额将增加 4.5 万吨

	生产配额(吨)	内用生产配额 (吨)	出口配额 (吨)	内用占比	出口占比
HFC-32	284,563 (+45,000)	186,939 (+45,000)	97,624	66%	34%
HFC-125	165,668	60,083	105,585	36%	64%
HFC-134a	215,670	82,639	133,031	38%	62%
HFC-143a	45,517	11,169	34,348	25%	75%
HFC-152a	32,671	7,801	24,870	24%	76%
HFC-227ea	31,278	27,521	3,757	88%	12%
HFC-236ea	191 (+50)	-	191 (+50)	0%	100%
HFC-236fa	842	147	695	17%	83%
HFC-245fa	22,160 (+8,000)	16,682 (+8,000)	5,478	75%	25%
HFC-41	70 (+20)	36 (+20)	34	51%	49%
HFC-23	2,952	2,348	604	80%	20%
总计	801,582	395,365	406,217	49%	51%

数据来源：生态环境部、开源证券研究所

注：未考虑品种间切换。

附表 2：2025 年 R32 配额的增加不改变行业格局

	R32 生产配额 (吨)	R32 内用生产配额 (吨)	R32 出口配额 (吨)	市占率
巨化股份	99,136 (+15,677)	65,127 (+15,677)	34,009	35%
东岳绿冷 (东岳集团 74%)	56,131 (+8,876)	36,875 (+8,876)	19,256	20%
飞源化工 (巨化股份 51%)	28,903 (+4,571)	18,988 (+4,571)	9,915	10%
三美股份	32,997 (+5,218)	21,677 (+5,218)	11,320	12%
东阳光	31,638 (+5,003)	20,783 (+5,003)	10,855	11%
梅兰化工	24,774 (+3,918)	16,275 (+3,918)	8,499	9%
永和股份	6,854 (+1,084)	4,501 (+1,084)	2,353	2%
聊城氟尔 (鲁西化工 100%)	4,130 (+653)	2,713 (+653)	1,417	1%
总计	284,563 (+45,000)	186,939 (+45,000)	97,624	
	R245fa 生产配额 (吨)	R245fa 内用生产配额 (吨)	R245fa 出口配额 (吨)	市占率
中化霍尼韦尔 (中化蓝天 67%)	9,634 (+3,478)	7,252 (+3,478)	2,382	43%
山东澳帆	9,158 (+3,306)	6,895 (+3,306)	2,263	41%
江西中欣埃克盛 (中欣氟材 51%)	2,003 (+723)	1,508 (+723)	495	9%
赫基化工	563 (+203)	423 (+203)	140	3%
华安新材料 (联创股份 71%)	505 (+182)	380 (+182)	125	2%
巨化股份	296 (+107)	223 (+107)	73	1%
总计	14,160 (+8,000)	8,682 (+8,000)	5,478	
	R236ea 生产配额 (吨)	R236ea 内用生产配额 (吨)	R236ea 出口配额 (吨)	市占率
阿科玛	191 (+50%)	-	191 (+50%)	100%
	R41 生产配额 (吨)	R41 内用生产配额 (吨)	R41 出口配额 (吨)	市占率
中化蓝天 (昊华科技 100%)	55 (+5)	21 (+5)	34	100%

数据来源：生态环境部、开源证券研究所

注：(1) 未考虑品种间切换；(2) 未考虑 2024 永久配额的交易。

附表 3：2025 年 R22 内用生产配额将削减 28%

	2025 生产配 额 (吨)	相比 2024 削减 (吨)	相比 2024 削减比例	2025 内用生产 配额 (吨)	相比 2024 削减 (吨)	相比 2024 削减比例	2025 出口 配额 (吨)	相比 2024 削减 (吨)	相比 2024 削减比例
R22	149,068	32,779	-18%	80,862	31,044	-28%	68,206	1,735	-2%
R141b	9,157	11,938	-57%	3,395	7,354	-68%	5,762	4,584	-44%
R142b	3,360	5,995	-64%	1,240	4,559	-79%	2,120	1,436	-40%
R123	1,738	472	-21%	432	0	0%	1,306	472	-27%
R124	250	57	-19%	100	39	-28%	150	18	-11%

数据来源：生态环境部、开源证券研究所

附表 4：2025 年 R22、R141b 龙头或将充分受益

	R22 生产配额 (吨)	R22 内用生产配额 (吨)	2025 内用配额占比	2025 生产配额占比
巨化股份	38,911 (-8,556)	25,294 (-9,711)	31%	26%
东岳绿冷 (东岳集团 74%)	43,917 (-9,657)	22,442 (-8,616)	28%	29%
梅兰化工	30,822 (-6,778)	19,855 (-7,623)	25%	21%
三美股份	7,826 (-1,721)	3,408 (-1,309)	4%	5%
三爱富	7,068 (-1,554)	2,929 (-1,124)	4%	5%
临海利民	6,736 (-1,481)	2,967 (-1,139)	4%	5%
永和股份	3,220 (-708)	2,181 (-837)	3%	2%
阿科玛	8,783 (-1,931)	626 (-240)	1%	6%
兴国之赢 (昊华科技 39%)	684 (-150)	478 (-183)	1%	0.5%
其他	1,102 (-242)	682 (-262)	1%	1%
合计	149,068 (-32,779)	80,862 (-31,044)		

	R141b 生产配额 (吨)	R141b 内用生产配额 (吨)	2025 内用配额占比	2025 内用生产配额占比
三美股份	6,311 (-8,227)	2,200 (-4,765)	65%	69%
三爱富	2,846 (-3,711)	1,195 (-2,589)	35%	31%
合计	9,157 (-11,938)	3,395 (-7,354)		

	R142b 生产配额 (吨)	R142b 内用生产配额 (吨)	2025 内用配额占比	2025 内用生产配额占比
华安新材料 (联创股份 71%)	883 (-1,576)	362 (-1,330)	29%	26%
三美股份	613 (-1,093)	221 (-813)	18%	18%
东岳绿冷 (东岳集团 74%)	676 (-1,206)	226 (-831)	18%	20%
三爱富	393 (-701)	154 (-564)	12%	12%
中化蓝天 (昊华科技 100%)	400 (-715)	135 (-498)	11%	12%
浙江埃克盛	176 (-315)	83 (-304)	7%	5%
梅兰化工	218 (-390)	59 (-219)	5%	6%
合计	3,360 (-5,995)	1,240 (-4,559)		

	R123 生产配额 (吨)	R123 内用生产配额 (吨)	2025 内用配额占比	2025 内用生产配额占比
中化蓝天 (昊华科技 100%)	1,738 (-472)	432 (-0)	100%	100%

	R124 生产配额 (吨)	R124 内用生产配额 (吨)	2025 内用配额占比	2025 内用生产配额占比
中化蓝天 (昊华科技 100%)	250 (-57)	100 (-39)		100%

数据来源：生态环境部、开源证券研究所

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R3（中风险），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C3、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C3、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。

分析师承诺

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。

股票投资评级说明

	评级	说明
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。

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。

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，已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

地址：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
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn