

2025 年石化化工行业 4 月投资策略

看好钾溴、季戊四醇、制冷剂、有机硅、UCOME 的投资方向

优于大市

核心观点

石化化工行业 2025 年 4 月投资观点：

2024 年 9 月下旬以来，国内政策密集释放，一揽子增量政策以及已出台的存量政策效应逐步显现。2024 年我国经济总量达到 134.9 万亿元，首次突破 130 万亿元，比上年增长 5%。尤其是四季度 GDP 增速为 5.4%，四季度实际 GDP 当季增速高于 Wind 一致预期 0.3 个百分点，政策对经济提升效果明显。

2025 年 3 月，我国综合 PMI 产出指数为 51.4%，环比提升 0.3 个百分点，经济景气水平总体回升；制造业 PMI 为 50.5%，环比提升 0.3 个百分点，制造业景气水平回升。2025 年 2 月，一线城市新建商品住宅销售价格环比提升 0.1%，一线城市二手住宅价格环比下降 0.1%，一线城市新房价格回暖。在百川盈孚统计的 278 种石化化工品中，3 月份实现价格同比上涨的品种有 84 种，较 2025 年初实现上涨的有 110 种。展望 2025 年 4 月，受宏观经济修复、新兴产业快速发展等因素驱动，且“内卷”式竞争有望在政策层面破局，部分化工品景气预期继续回暖。我们重点推荐中长期供需格局改善以及具有稀缺资源属性的化工品投资方向。2025 年 4 月，我们重点推荐钾溴、季戊四醇、制冷剂、有机硅、UCOME 等领域投资方向。

钾溴板块，海外钾肥补库周期启动叠加国际钾肥寡头的价格诉求，全球钾肥价格触底反弹，中期价格拐点显现。我国钾肥需求存在缺口，进口主要来自加拿大、俄罗斯、白俄罗斯，近年来老挝进口量快速增长。目前国际钾肥市场仍由少数处于支配地位的企业所垄断。溴素方面，资源属性强，进口产能受限，价格大幅上涨。我们重点推荐【亚钾国际】。

季戊四醇板块，我国为季戊四醇主要生产地，龙头搬迁预期下，价格快速提升。受下游 PCB 需求提升，PCB 固化油墨及双季戊四醇需求快速增长。考虑到行业库存水平较低，行业产能集中度较高，预计在龙头产能搬迁阶段，行业将出现较大供给缺口。看好此供需错配下单季、双季价格持续上行，重点推荐【湖北宜化】。

制冷剂板块，在长期配额约束收紧、空调排产提振的背景下，我们看好 R22、R32 制冷剂景气度将延续，供需格局向好的发展趋势确定性强，二代、三代制冷剂配额龙头企业有望保持长期高盈利水平。建议关注产业链完整、基础设施配套齐全、制冷剂配额领先的氟化工龙头企业，重点推荐【巨化股份】、【三美股份】。

有机硅板块，需求端，2025 年以来我国房地产市场现企稳态势，有望减小对有机硅消费的拖累，光伏及汽车等新兴产业拉动有机硅需求，有机硅优异的性质及性价比使其应用领域不断拓展。供给端，扩产高峰已过，未来两年暂无明确产能投放。有机硅供需格局不断改善，伴随有机硅中间体价格不断提升，产业链景气度不断上行，重点推荐【兴发集团】。

生物柴油板块，2025 年 2 月，欧盟发布对中国生柴反倾销的肯定性仲裁，决定征收 10%-35.6% 的反倾销税。部分竞争力不足的中小企业将面临停

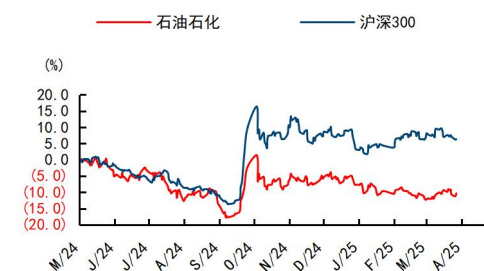
行业研究 · 行业投资策略

石油石化

优于大市 · 维持

证券分析师：杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn S0980520120002	证券分析师：薛聪 010-88005107 xuecong@guosen.com.cn S0980520120001
证券分析师：余双雨 021-60375485 yushuangyu@guosen.com.cn S0980523120001	证券分析师：张歆钰 021-60375408 zhangxinyu4@guosen.com.cn S0980524080004
证券分析师：董丙旭 0755-81982570 dongbingxu@guosen.com.cn S0980524090002	联系人：王新航 0755-81981222 wangxinhang@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《深海油气行业深度报告-战略与经济价值并重，深海油气开发有望加速》——2025-03-26
《油气行业 2025 年 2 月月报-受供应扰动及关税政策施压，国际油价震荡下行》——2025-03-07
《2025 年石化化工行业 3 月投资策略-看好钾肥、制冷剂、UHMWPE 纤维、有机硅、UCOME 的投资方向》——2025-03-04
《2025 年石化化工行业 2 月投资策略-看好钾肥、聚氨酯、制冷剂、可持续航空燃料的投资方向》——2025-02-11
《油气行业 2025 年 1 月月报-地缘政治主导油价，国际油价先扬后抑》——2025-02-10

产，有效产能进一步向头部企业集中。国际海事组织（IMO）提出，2030 年国际航运温室气体年度排放总量比 2008 年应至少降低 20%，并力争降低 30%，这为生物柴油在船用燃料领域的应用提供了广阔的市场前景，生物柴油供需情况有望好转。甘油作为一代生物柴油副产物，最近价格上涨明显，有望进一步增厚一代生柴产企业利润。我们重点推荐国内生物柴油龙头企业【卓越新能】。

本月投资组合：

【亚钾国际】国内稀有钾肥生产企业，产能持续扩张凸显规模优势；
【巨化股份】氟化工龙头企业，看好制冷剂景气度和氟化液市场前景；
【卓越新能】国内生物柴油行业龙头；
【中国石油】国内最大油气生产和销售商；
【湖北宜化】依托矿产资源优势，化肥领先企业有望迎来利润增长；
【同益中】UHMWPE 纤维全产业链布局企业，产品有望应用于机器人。

风险提示：原材料价格波动，产品价格波动，下游需求不及预期等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
000893.SZ	亚钾国际	优于大市	24.75	22,565.33	0.83	1.81	29.8	13.7
600160.SH	巨化股份	优于大市	24.86	66,710.73	0.74	1.13	33.6	22.0
688196.SH	卓越新能	优于大市	46.11	5,386.80	1.25	2.69	36.9	17.1
601857.SH	中国石油	优于大市	8.25	1,504,432.44	0.95	1.02	8.7	8.1
000422.SZ	湖北宜化	优于大市	13.81	14,738.47	0.96	1.52	14.4	9.1
688722.SH	同益中	优于大市	16.14	3,626.12	0.58	0.85	27.8	19.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

1、 本月核心观点：看好钾溴、季戊四醇、制冷剂、有机硅、UCOME 的投资方向	7
2、 本月投资组合	8
3、 重点行业研究	9
3.1 钾溴：全球钾肥价格触底，需求推动下看好价格复苏	9
3.2 季戊四醇：行业阶段性供需错配，产品价格利润快速上行	16
3.3 制冷剂：长期配额约束收紧，龙头有望保持长期高盈利水平	21
3.4 有机硅：需求持续增长，扩产高峰已过，有机硅中间体（DMC）涨价大势所趋	31
风险提示	34
附表：重点公司盈利预测及估值	34

图表目录

图 1: 钾肥产业链	9
图 2: 全球钾肥主要生产企业	10
图 3: 全球钾肥主要消费国家	10
图 4: 全球钾肥表观消费量 (千吨)	10
图 5: 全球钾肥贸易占比	10
图 6: 钾肥产能、产量及表观消费量	11
图 7: 钾肥进口量及出口量	11
图 8: 国内钾肥主要生产企业	11
图 9: 钾肥港口库存 (万吨)	11
图 10: 中国氯化钾进口国分布 (万吨)	12
图 11: 中国氯化钾进口量占比	12
图 12: 国内钾肥价格走势 (元/吨)	13
图 13: 中国钾肥港口库存 (万吨)	13
图 14: 全球主要钾肥出口国 FOB 价格 (美元/吨)	14
图 15: 全球主要钾肥进口国 CFR 价格 (美元/吨)	14
图 16: 2023-2025 年 2 月中国溴素分国家和地区进口量 (吨)	14
图 17: 中国溴素 (99.7%) 现货价 (元/吨)	14
图 18: 单季戊四醇结构式	16
图 19: 双季戊四醇结构式	16
图 20: 我国季戊四醇产能产量及表观需求量稳步提升	17
图 21: 中毅达季戊四醇生产工艺	17
图 22: 季戊四醇下游主要应用领域	18
图 23: 季戊四醇下游应用领域及占比	18
图 24: PCB 产业链	19
图 25: PCB 市场规模稳步提升 (亿美元)	19
图 26: 单季戊四醇价格价差走势 (元/吨)	20
图 27: 双季戊四醇价格走势 (元/吨)	20
图 28: 氟化工行业指数与其他指数表现	21
图 29: 国信化工氟化工价格指数	21
图 30: 国信化工制冷剂价格指数	21
图 31: 氟化工产业链主要品种: 价格及涨跌幅跟踪	21
图 32: 萤石-氢氟酸价格与价差走势	23
图 33: 二代制冷剂 R22 价格与价差走势	23
图 34: 三代制冷剂 R32 价格与价差走势	23
图 35: 三代制冷剂 R125 价格与价差走势	23
图 36: 三代制冷剂 R134a 价格与价差走势	23
图 37: 三代制冷剂 R143a 价格与价差走势	23

图 38: 三代制冷剂 R152a 价格与价差走势	24
图 39: 二代制冷剂 R142b 价格与价差走势	24
图 40: 2022-2024 年各主要制冷剂出口量趋势	24
图 41: R32 内外贸价格与价差跟踪	25
图 42: R134a 内外贸价格与价差跟踪	25
图 43: R22 内外贸价格与价差跟踪	25
图 44: R125/R143a/R143 内外贸价格与价差跟踪	25
图 45: R32 出口量及出口单价跟踪	25
图 46: R134a 出口量及出口单价跟踪	25
图 47: R125/R143a/R143 出口量及出口单价跟踪	25
图 48: R227ea/R236fa/R236ea/R236cb 出口量及出口单价跟踪	25
图 49: R245fa/R245ca 出口量及出口单价跟踪	26
图 50: R22 出口量及出口单价跟踪	26
图 51: 我国空调产量数据季节图-月度 (万台)	27
图 52: 我国空调出口数据季节图-月度 (万台)	27
图 53: 我国空调排产数据及预测 (内销)	27
图 54: 我国空调排产数据及预测 (出口)	27
图 55: 我国汽车产量数据季节图-月度 (万辆)	27
图 56: 我国汽车出口数据季节图-月度 (万辆)	27
图 57: 我国冰箱产量数据季节图-月度 (万台)	29
图 58: 我国冰箱出口数据季节图-月度	29
图 59: 我国冰箱排产数据及预测 (内销)	29
图 60: 我国冰箱排产数据及预测 (出口)	29
图 61: 我国冷柜产量数据季节图-月度	30
图 62: 有机硅中间体表观消费量及同比增速	31
图 63: 有机硅中间体出口量及同比增速	31
图 64: 中国有机硅中间体下游消费结构	31
图 65: 大中城市商品房成交面积及装潢材料商品零售额	31
图 66: 我国太阳能电池产量及同比增速	32
图 67: 我国汽车产量应有有机硅消费量及同比增速	32
图 68: 中国有机硅中间体产能及同比增速	32
图 69: 目前国内有机硅中间体行业集中度	32
图 70: 中国有机硅中间体产量及开工率	33
图 71: 国内有机硅中间体库存	33
图 72: 有机硅行业价格价差	33

表1：全球主要国家钾盐产量及储量（折纯 K2O，万吨）	9
表2：我国季戊四醇主要生产企业	1
表3：双季戊四醇主要下游应用	19
表4：各类 PCB 光刻胶简介	20

1、本月核心观点：看好钾溴、季戊四醇、制冷剂、有机硅、UCOME 的投资方向

2024 年 9 月下旬以来，国内政策密集释放，一揽子增量政策以及已出台的存量政策效应逐步显现。伴随着市场信心改善，资本市场和房地产市场活跃度显著上升。广义基建投资及制造业投资保持高增，在以旧换新等政策推动下，耐用品消费增速加快，宏观经济逐步回暖。

总量方面，1 月 17 日，国家统计局发布数据显示，经初步核算，2024 年我国经济总量达到 134.9 万亿元，首次突破 130 万亿元，同比增长 5%。尤其是四季度 GDP 增速为 5.4%，四季度实际 GDP 当季增速高于 Wind 一致预期 0.3 个百分点，2024 年实际 GDP 累计增速高于 Wind 一致预期 0.1 个百分点，政策对经济提升效果明显。2025 年 3 月，我国综合 PMI 产出指数为 51.4%，环比提升 0.3 个百分点，经济景气水平总体回升；我国制造业 PMI 为 50.5%，环比提升 0.3 个百分点，制造业景气水平回升。

房地产方面，2024 年四季度，我国房地产宽松政策不断升级。在 9 月 26 日中央政治局提出“要促进房地产市场止跌回稳”后，国家多个部门发布一系列增量政策；如支持地方使用专项债券收回收购闲置土地、扩大“白名单”项目覆盖范围和信贷规模等。2024 年四季度来，我国商品房销售面积及金额累计跌幅收窄，单季度销售面积实现同环比双增长。新房价格方面价格环比上涨城市数量持续增加，同环比跌幅不断收窄，尤其是核心城市房地产市场回暖明显。2025 年 2 月，一线城市新建商品住宅销售价格环比提升 0.1%，一线城市二手住宅价格环比下降 0.1%，一线城市新房价格回暖。

耐用品消费方面，2024 年商务部推行的以旧换新成效显著，汽车、家电等耐用品消费提振明显，全国汽车以旧换新超过 680 万辆，8 大类家电以旧换新产品销售超 6276 万台，家装厨卫补贴产品约 6000 万件，电动自行车以旧换新超 138 万辆，合计带动相关产品的销售额超 1.3 万亿元，全年社零增速提升 1 个百分点。1 月 13 日，商务部等部门发布关于做好 2025 年家电以旧换新工作的通知，同时，手机等数码产品购新补贴将从 1 月 20 日开始陆续实施，政策力度不断加强。

供给端，5 月 29 日，国务院印发《2024-2025 年节能降碳行动方案》，文件指出要严控炼油、电石、磷铵、黄磷等行业新增产能，石化、磷化工等行业供给侧落后产能有望逐步出清，中长期供需格局有望改善。行业资本开支方面，2024 年 1-9 月，SW 石油石化、基础化工板块“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”同比增速分别为-8.37%、-16.55%，资本开支放缓，行业供需格局有望得到优化。2025 年 1 月 3 日，国家发改委在发布会上表示，“2025 年要综合整治“内卷式”竞争，积极化解一些行业供大于求的阶段性矛盾。”2025 年有望通过政策引导、市场监督、行业自律等手段实现对市场生态的改善。

化工产品价格指数：2025 年 3 月 31 日，中国化工产品价格指数 CCPI 报 4292 点，较年初 1 月 2 日的 4333 点下降 0.9%，主要化工品出厂价格略有下滑。在百川盈孚统计的 278 种石化化工品中，3 月份实现价格同比上涨的品种有 84 种，较 2025 年初实现上涨的有 110 种。

展望 2025 年 4 月，受宏观经济修复、新兴产业快速发展等因素驱动，化工品内需和外需均有提振空间，部分化工品景气有望继续回暖。我们重点推荐中长期供需格局改善以及具有稀缺资源属性的化工品投资方向。2025 年 4 月，我们重点推荐钾溴、季戊四醇、制冷剂、有机硅、UCOME 等领域投资方向。

钾溴板块，海外钾肥补库周期启动叠加国际钾肥寡头的价格诉求，全球钾肥价格触底反弹，中期价格拐点显现。我国钾肥需求存在缺口，进口主要来自加拿大、俄罗斯、白俄罗斯，近年来老挝进口量快速增长。目前国际钾肥市场仍由少数处于支配地位的企业所垄断。溴素方面，资源属性强，进口产能受限，价格大幅上涨。我们重点推荐【**亚钾国际**】。

季戊四醇板块，我国为季戊四醇主要生产地，龙头搬迁预期下，价格快速提升。受下游 PCB 需求提升，PCB 固化油墨及双季戊四醇需求快速增长。考虑到行业库存水平较低，行业产能集中度较高，预计在龙头产能搬迁阶段，行业将出现较大供给缺口。看好此供需错配下单季、双季价格持续上行，重点推荐【**湖北宜化**】。

制冷剂板块，在长期配额约束收紧、空调排产提振的背景下，我们看好 R22、R32 制冷剂景气度将延续，供需格局向好的发展趋势确定性强，二代、三代制冷剂配额龙头企业有望保持长期高盈利水平。建议关注产业链完整、基础设施配套齐全、制冷剂配额领先的氟化工龙头企业，重点推荐【**巨化股份**】、【**三美股份**】。

有机硅板块，需求端，2025 年以来我国房地产市场现企稳态势，有望减小对有机硅消费的拖累，光伏及汽车等新兴产业拉动有机硅需求，有机硅优异的性质及性价比使其应用领域不断拓展。供给端，扩产高峰已过，未来两年暂无明确产能投放。有机硅供需格局不断改善，伴随有机硅中间体价格不断提升，产业链景气度不断上行，重点推荐【**兴发集团**】。

生物柴油板块，2025 年 2 月，欧盟发布对中国生柴反倾销的肯定性仲裁，决定征收 10%-35.6% 的反倾销税。部分竞争力不足的中小企业将面临停产，有效产能进一步向头部企业集中。国际海事组织（IMO）提出，2030 年国际航运温室气体年度排放总量比 2008 年应至少降低 20%，并力争降低 30%，这为生物柴油在船用燃料领域的应用提供了广阔的市场前景，生物柴油供需情况有望好转。甘油作为一代生物柴油副产物，最近价格上涨明显，有望进一步增厚一代生柴产企业利润。我们重点推荐国内生物柴油龙头企业【**卓越新能**】。

2、本月投资组合

我们本月建议的组合包括**亚钾国际**、**巨化股份**、**卓越新能**、**中国石油**、**湖北宜化**、**同益中**。

【**亚钾国际**】国内稀有钾肥生产企业，产能持续扩张凸显规模优势；

【**巨化股份**】氟化工龙头企业，看好制冷剂景气度和氟化液市场前景；

【**卓越新能**】国内生物柴油行业龙头；

【**中国石油**】国内最大油气生产和销售商；

【**湖北宜化**】依托矿产资源优势，化肥领先企业有望迎来利润增长；

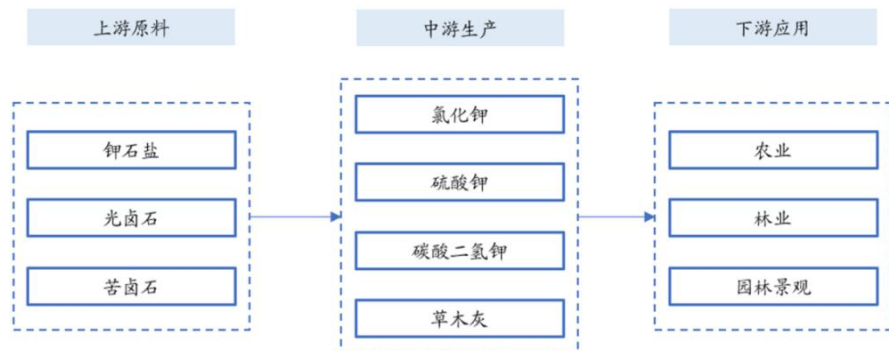
【**同益中**】UHMWPE 纤维全产业链布局企业，产品有望应用于机器人。

3、重点行业研究

3.1 钾溴：全球钾肥价格触底，需求推动下看好价格复苏

钾是农作物生长三大必需的营养元素之一，具有增强农作物的抗旱、抗寒、抗病、抗盐、抗倒伏的能力，对作物稳产、高产有明显作用，因此几乎每种作物都需要适量施用钾肥。钾肥主要品种包括氯化钾、硫酸钾、硝酸钾以及硫酸钾镁，其中氯化钾由于其养分浓度高，资源丰富，价格相对低廉，在农业生产中起主导作用，占所施钾肥数量的 95%以上。

图1：钾肥产业链



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

钾肥资源属性强，全球资源寡头垄断。全球仅有 14 个国家有钾资源储备，探明钾盐（折 K2O）资源量大约 2500 亿吨，探明储量（折 K2O）大约 36 亿吨。其中加拿大、白俄罗斯和俄罗斯为全球储量最高的 3 个国家，合计探明储量约 25 亿吨，约占全球钾盐资源总探明储量的 69.4%，加拿大、白俄罗斯和俄罗斯占比分别达到 30.6%、20.8%、18.1%，中国仅占比 5.0%。

表1：全球主要国家钾盐产量及储量（折纯 K2O，万吨）

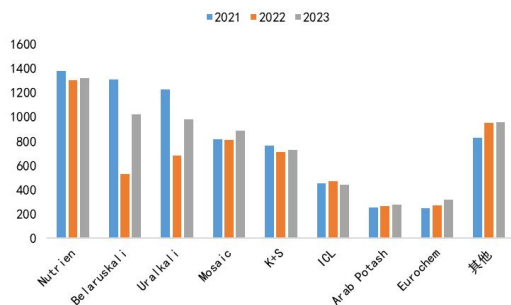
	2019	2020	2021	2022	2023	可开采储量	K2O 当量
美国	51	46	48	43	40	97,000	22,000
白俄罗斯	735	740	763	400	380	330,000	75,000
巴西	25	25	27	20	20	1,000	230
加拿大	1,230	1,380	1,420	1,460	1,300	450,000	110,000
智利	84	90	85.8	60	60		10,000
中国	500	600	600	600	600		18,000
德国	300	220	280	270	260		15,000
以色列	204	228	238	245	240		Large
约旦	152	159	156	164	180		Large
老挝	40	27	26	70	140	100,000	7,500
俄罗斯	734	811	910	680	650		65,000
西班牙	50	42	36.5	42	24		6,800
其他	25	36	39	36	6	150,000	30,000
合计	4,130	4,400	4,630	4,090	3,900	1,100,000	360,000

资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

国际钾肥市场仍由少数处于支配地位的企业所垄断，全球海外前八大钾肥生产企业加拿大 Nutrient（加钾、加阳 2017 年合并）、美国美盛、乌拉尔钾肥、白俄罗斯钾肥、德国 K+S、以色列 ICL、欧洲化学 Eurochem、约旦 APC 的产量占比高达 86%。

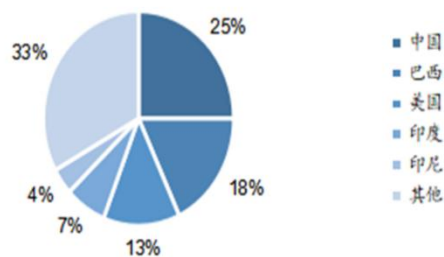
钾肥的主要消费国有中国、巴西、美国和印度等，其中中国钾肥消费量占比约 25%。根据 IFA 的预测，钾肥需求从 2020 年至 2024 年仍将保持年均 3.3% 的增长，预计 2023 年全球钾肥消费量将回升 4%。而亚洲地区作为新兴经济体的经济增速快于主要欧美国家，其钾肥需求增速也超过全球平均水平，根据 Argus 的统计，东南亚、东亚及南亚地区氯化钾需求合计 3000 万吨，过去 10 年亚洲地区钾肥需求复合增速为 4.35%，随着该地区经济快速发展带来的消费升级以及人口增加，即使在现有高价格的基础上，未来亚洲地区钾肥需求增速仍有望继续保持在 4%-5%。

图2：全球钾肥主要生产企业



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

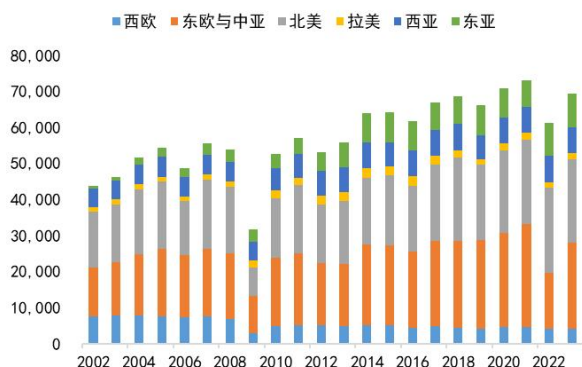
图3：全球钾肥主要消费国家



资料来源：中国化肥信息，国信证券经济研究所整理

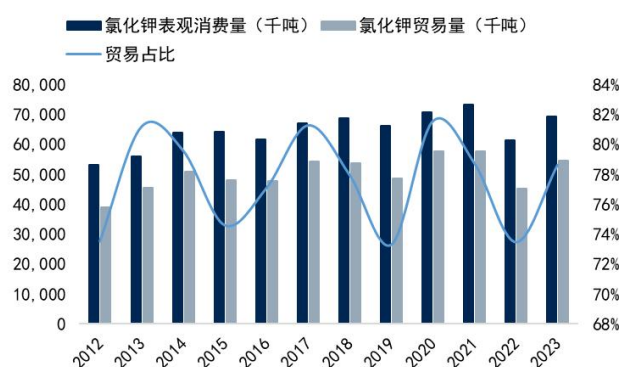
钾肥主产地与需求地差异较大，钾肥资源严重错配，进出口贸易占比超过 70%。钾肥产地主要位于东欧地区（俄罗斯、白俄罗斯）、北美地区（加拿大）、西亚地区（约旦、以色列），需求地主要位于东南亚地区（中国、印度、印度尼西亚）、拉丁美洲（巴西）、北美洲（美国），因此全球钾肥贸易量占比极高。2023 年全球氯化钾表观消费量约 6928.6 万吨，进出口量约为 5447.5 万吨，贸易量占比达到 78.4%。根据 Nutrien 预测，2024 年全球钾肥表观消费量约为 6900-7200 万吨，2025 年全球钾肥表观消费量约为 7000-7400 万吨，2030 年全球钾肥表观消费量约为 8000-8500 万吨。

图4：全球钾肥表观消费量（千吨）



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

图5：全球钾肥贸易占比



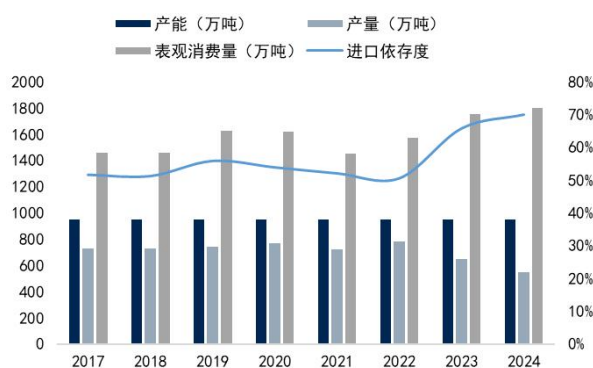
资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

我国钾盐资源严重不足，钾盐资源以含钾卤水为主，95%集中在青海柴达木盆地与新疆罗布泊。国内钾肥资源供给不足，进口依存度超过 60%。根据卓创资讯数据，2024 年我国氯化钾产量 550 万吨，同比降低 2.7%，2024 年我国氯化钾进口量创历史新高，累计进口量为 1263.3 万吨，同比增长 9.1%。我国是全球最大的

钾肥需求国,对外依存度超过 60%,2024 年我国氯化钾表观消费量为 1801.2 万吨,同比增长 7.7%。

从生产企业来看,国内最主要钾肥生产企业为盐湖股份、藏格控股,合计占国内 87.3%的钾肥产能。国内钾肥资源不足,每年产量基本稳定,但正是由于中国能够通过自产、以及通过国内企业进口钾肥满足约 50%的需求,因此成为全球钾肥价格洼地。截至 2025 年 1 月底,国内氯化钾港口库存为 280 万吨,较去年同期减少 46 万吨,降幅为 14.1%。未来由于粮食生产安全愈发被重视,预计国内钾肥安全库存量将提升到 400 万吨以上。

图6: 钾肥产能、产量及表观消费量



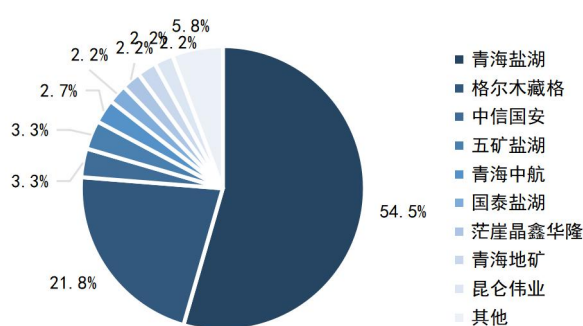
资料来源: Wind, 卓创资讯, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图7: 钾肥进口量及出口量



资料来源: Wind, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图8: 国内钾肥主要生产企业



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图9: 钾肥港口库存（万吨）

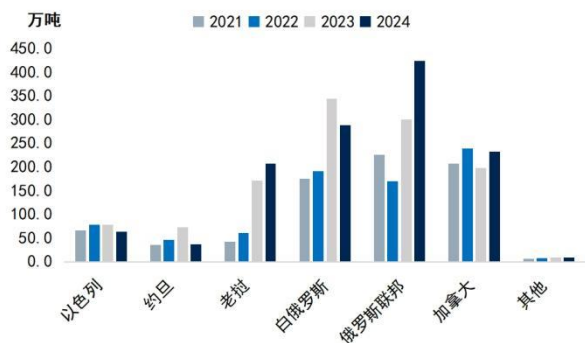


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我国钾肥进口主要来自加拿大、俄罗斯、白俄罗斯,近年来老挝进口量快速增长。我国钾肥超过 70%进口量来自加拿大、俄罗斯、白俄罗斯三国,2024 年全年进口 1263.3 万吨,其中来自加拿大、俄罗斯、白俄罗斯的进口量分别为 232.9、424.4、288.8 万吨,分别占比 18.4%、33.6%、22.9%,合计占比 74.9%。此外,来自以色列、约旦、老挝的进口量分别为 63.2、37.4、207.2 万吨,其中来自老挝的进口量同比增长 21.3%。

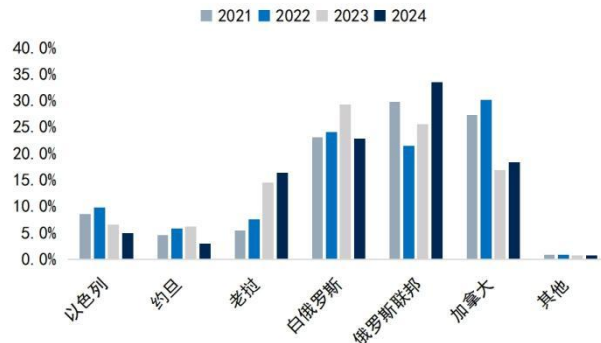
由于中欧班列运费成本较高,来自白俄罗斯的进口占比有所降低。老挝由于中资企业扩产投放,未来是海外进口的核心增量之一。

图10: 中国氯化钾进口国分布（万吨）



资料来源: Wind, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图11: 中国氯化钾进口量占比



资料来源: Wind, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

海外突发事件催化，寡头挺价诉求强烈。2023年10月以来，巴以冲突升级迅速且未见明显缓和迹象，地区外溢风险不断加大，也对中东地区 ICL（以色列化工集团，在以色列境内拥有约 400 万吨/年的钾肥产能）与 APC（约旦阿拉伯钾肥公司，拥有约 250 万吨/年的钾肥产能）钾肥供应及运输产生潜在威胁。对此，ICL 为避开红海地区的运输威胁，转而通过非洲好望角航线运输钾肥，此举增加了额外的物流成本。但其仍需从红海港口出口，因此 ICL 依然面临运输安全的威胁。2024 年 8 月，加钾 Nutrien 宣布暂停了扩大生产的计划。

受俄乌冲突以及制裁的影响，俄罗斯、白俄罗斯面临物流、基础设施发展不足、出口及结算被限制等问题。根据 Argus 报告，白俄罗斯虽然转而通过铁路向中国及俄罗斯港口出口钾肥，但其运输成本显著增加。同时，由于白俄罗斯对俄罗斯的运输依赖，也使得俄罗斯在一定程度上控制了白俄罗斯钾肥的运输和关税，这可能也会对白俄罗斯钾肥产生负面影响。2024 年 11 月，白俄罗斯总统亚历山大·卢卡申科提议，与俄罗斯化肥生产商协调削减 10%-11% 的钾肥产量，以提高市场价格。根据 Argus 报道，目前白俄钾计划在其索利戈尔斯克 4 号矿区开展大规模设备维护作业，预计将于 2025 年 7 月结束，将导致其钾肥产量减少约 90 万-100 万吨，相当于全球钾肥年产量的约 1.5%。

美国、加拿大关税冲突或拉动全球钾肥价格上行。特朗普上任后宣布将对从加拿大进口的商品征收额外关税，加拿大回应将会采取报复性关税。加拿大是全球最大钾肥出口国，其中美国是加拿大最大钾肥进口国，2023 年美国进口钾肥 1170 万吨，其中 87% 来自加拿大。若美国、加拿大关税冲突落地，或将拉动全球钾肥价格上行。

国内化肥冬储需求旺季将至，国内氯化钾价格不断上涨。2024 年第一季度，春节前老挝进口量及中欧班列到货量提升，氯化钾进口增加明显，市场供应量增加，而春节过后下游复合肥开工缓步提升，需求不及预期，导致价格于 3 月底最低跌至 2100-2200 元/吨。**2024 年第二季度**，3-5 月份中欧班列由于氯化钾价格较低，基本没有进口货源，而国内主要集中在中农、中化以及大贸易商手中，中农、中化挺价诉求强烈，而市场上现货流通较少。同时港口库存持续下降，流通市场现货库存处于低位，因此价格逐渐上涨，国内二季度末氯化钾价格上涨至 2500-2600 元/吨。**2024 年第三季度**，由于氯化钾市场港口库存较为充足，同时国内钾肥生产企业开工率及产量维持稳定，整体市场供应充足。但需求端由于下游复合肥进入需求淡季，复合肥厂家开工率仅三成左右，导致国内氯化钾价格下行，国内三季度末氯化钾价格下跌至 2300-2400 元/吨。**2024 年第四季度**，下游复合肥市场

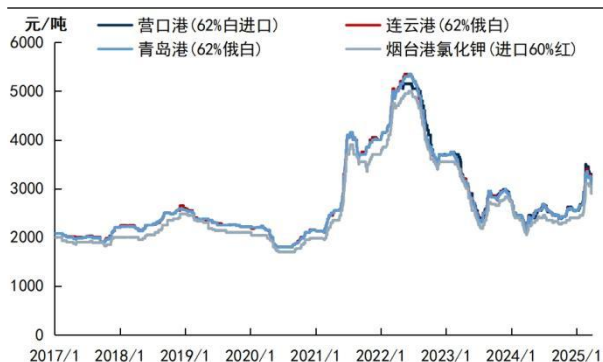
进入冬储备肥阶段，边贸渠道到货量减少，国内大贸企业控制市场出货量，导致市场流通货源较为紧张，价格出现触底反弹。12月国产青海盐湖60%氯化钾到站价为2550元/吨。

春耕备肥开启，港口库存处于低位，春节后国内钾肥价格上大涨400-500元/吨。

3月，国产60%钾暂定到站价格维持2800元/吨，承兑贴息50元/吨并延期至4月底结算，贸易到站价小幅上移至3200元/吨左右；进口钾受主流企业分批投储及国储竞拍增量影响，港口62%白晶价格由3250-3320元/吨缓降至3200-3300元/吨左右，60%老挝粉及红颗粒价格同步松动，60%老挝粉3050-3100元/吨，60%白俄颗粒3450-3700元/吨；边贸口岸62%白钾受现货流通改善冲击，月内下调约100元/吨至3200-3250元/吨。

3月，国产钾装置开工恢复至六七成间，进口钾港口库存环比下降但国储持续竞拍（直供农用主体）释放低价货源，市场货源结构性增量。需求端按需采购跟进为主，下游肥厂及化工企业受高价传导不畅影响，采购维持刚需，高价抵触情绪仍存。

图12: 国内钾肥价格走势（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13: 中国钾肥港口库存（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

两俄受到欧美制裁成本提升，美、加关税冲突或加剧价格上行，全球钾肥有望景气复苏。白俄罗斯由于受到欧盟及美国制裁，钾肥无法通过原有距离最近的立陶宛宛克达佩莱港口出口，绕道通过俄罗斯圣彼得堡港口、摩尔曼斯克港口出口，陆上运输距离由600公里增加至2000公里以上，运输成本大幅增长，我们预计全球钾肥价格底部在CFR 280美元/吨。

特朗普上任后宣布将对从加拿大进口的商品征收额外关税，加拿大回应将采取报复性关税，加拿大是全球最大钾肥出口国，其中美国是加拿大最大钾肥进口国，2023年美国进口钾肥1170万吨，其中87%来自加拿大，若美国、加拿大关税冲突落地，或将拉动全球钾肥价格上行。

3月，全球钾肥市场延续紧平衡格局，地缘风险与政策博弈加剧价格波动。受俄罗斯及白俄罗斯减产影响，氯化钾供应偏紧推动巴西、东南亚、欧美等价格攀升，巴西颗粒钾CFR突破352美元/吨，欧洲因春耕旺需叠加库存低位，区域溢价扩大至10-15美元/吨。美国对加25%钾肥关税进入关键窗口期，虽依据USMCA协议给予认证产品4月2日前豁免缓冲，但贸易避险情绪发酵。

图14: 全球主要钾肥出口国 FOB 价格（美元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图15: 全球主要钾肥进口国 CFR 价格（美元/吨）



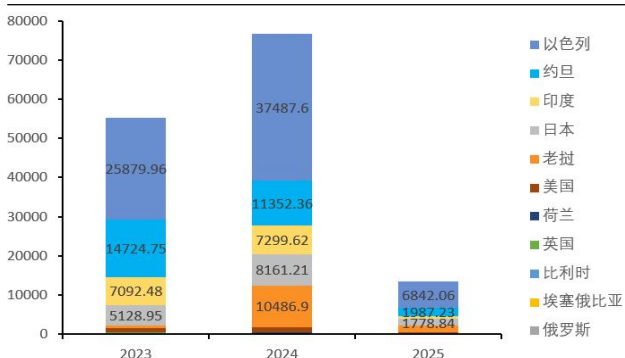
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

溴素：溴素资源属性强，进口产能受限，价格大幅上涨

海外进口供给受限，下游库存水平极低，溴素价格大幅上涨。根据百川盈孚，进口溴素目前仍未到货，市场货源流通偏少，且下游原料库存消耗殆尽，截至3月31日，国内山东地区主流溴素价格31657元/吨，较前日上涨2657元/吨，较前周上涨6657元/吨，较月初上涨9657元/吨，较去年同期上涨13657元/吨。

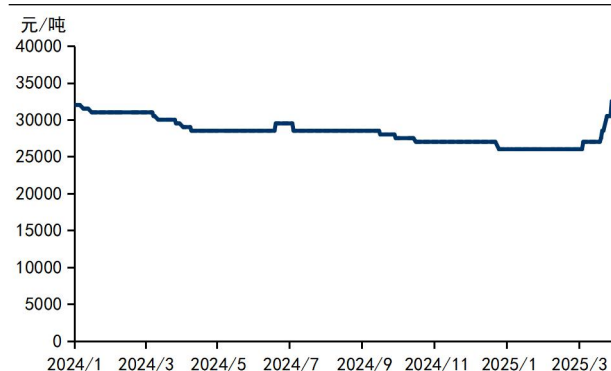
溴素资源属性强，行业全球CR3超过70%，国内进口依存度超过55%。溴素主要存在于海水、盐湖卤水、地下卤水和盐矿中，主要通过卤水、海水提溴。全球溴素产能约75万吨/年，其中以以色列ICL、美国雅保、德国朗盛产能合计约55万吨/年，全球行业CR3超过70%。我国溴素资源短缺，主要分布在山东莱州湾地区，由于卤水水位和品位持续下降，产能产量开工率大幅收缩。根据卓创资讯，截至2024年底，我国溴素产能11.2万吨/年，产量为6.4万吨，进口量7.7万吨，进口依存度达到55%，其中自以色列、约旦、老挝进口量分别为3.75、1.14、1.05万吨，表观消费量14.0万吨，同比增长12%。

图16: 2023-2025年2月中国溴素分国家和地区进口量（吨）



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图17: 中国溴素(99.7%)现货价（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

溴素下游主要用于阻燃剂，价格接受度强，看好涨价持续性。溴素下游60%以上用于阻燃剂，受益于电子电器需求增长，尤其是PCB和覆铜板的需求增加，CAGR超过10%；下游约20%用于医药、农药等新兴领域；此外建筑行业的防火标准提升也有望支持溴素需求。2021年国内由于环保检修，溴素最高价格超过70000元/

吨，下游接受程度较好，3-4 月下游进入生产旺季，阻燃剂、农药等需求集中释放，进一步加剧溴素供需缺口，看好涨价持续性。

重点推荐【亚钾国际】，公司目前拥有老挝甘蒙省 263.3 平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾资源总储量约 10 亿吨，2024 年前三季度氯化钾产量 132 万吨、销量 124 万吨。公司 179#矿第二、第三个百万吨正在建设，有望于 2025 年中投产，预计公司 2025、2026 年氯化钾产量分别为 280 万吨、400 万吨，前三个百万吨完全满产有望达到 500 万吨产量。

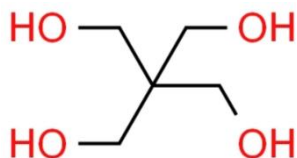
3.2 季戊四醇：行业阶段性供需错配，产品价格利润快速上行

我国为季戊四醇主要生产地，行业集中度与技术壁垒较高

单季戊四醇与双季戊四醇是重要的化工原料，主要应用于涂料、润滑油等领域。单季戊四醇（简称单季）是精细化工中间体，是重要的化工原料，可用于生产涂料、轻工、汽车、建筑、合成树脂等工业领域。我国季戊四醇主要用于醇酸树脂涂料、合成润滑油、松香酯、季戊四醇硝酸酯等，也在多种场合代替甘油使用，特别是生产聚酯多元醇和聚醚多元醇。

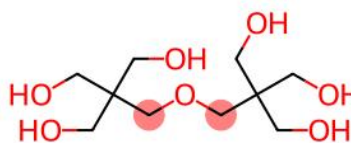
双季戊四醇（简称双季）具有较长的碳链、较高的分子量、稳定的醚键，以氧原子为中心形成典型的星形结构，分子中多个羟基可发生酯化、硝化、卤化等反应，形成具有独特应用性能的功能化合物，广泛应用于高分子行业、涂料行业、印刷纺织行业、航空航天行业。双季最早是由Friederich和Brun在1930年合成季戊四醇过程中偶然发现的，此后双季的开发和应用越来越受到人们的关注。

图18：单季戊四醇结构式



资料来源：CNKI、国信证券经济研究所整理

图19：双季戊四醇结构式



资料来源：CNKI、国信证券经济研究所整理

我国为季戊四醇主要生产地，湖北宜化为我国最大的季戊四醇生产企业。根据隆众资讯，2023年全球季戊四醇产能约为55万吨，其中瑞典柏斯托拥有全球最大的季戊四醇产能，达14万吨，我国季戊四醇产能约为25.8万吨，占全球市场46.9%，我国已成为全球最大的季戊四醇生产国。据统计，截止至2025年3月25日，我国主要季戊四醇的生产企业包括湖北宜化、中毅达、金禾实业、云天化等企业。根据各公司公告，其中湖北宜化具有季戊四醇产能约6万吨/年，产能排名全球第二、亚洲第一；中毅达具有季戊四醇产能4.3万吨，产能仅次于湖北宜化，在国内居行业第二；金禾实业具有季戊四醇产能约2万吨；云天化产能约1万吨。

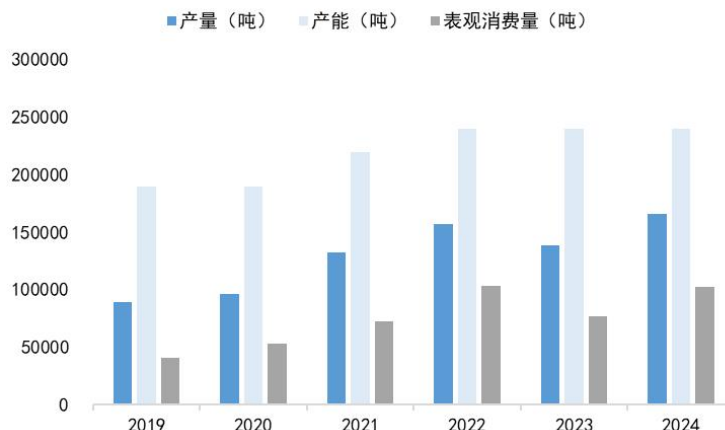
表2：我国季戊四醇主要生产企业

生产企业	产能（万吨）
湖北宜化	6
中毅达	4.3
山东新智源	3
濮阳鹏鑫	2
宁夏宁顺	2
金禾实业	2
云天化	1

资料来源：各公司公告、隆众资讯、国信证券经济研究所整理

根据百川盈孚，2019-2024年我国季戊四醇的产能/产量不断提升，2019年我国季戊四醇产能/产量分别为19.0/8.9万吨，至2024年提升至24.0/16.6万吨，期间年复合增速达4.78%/13.25%，需求催化下产能利用率不断提升。

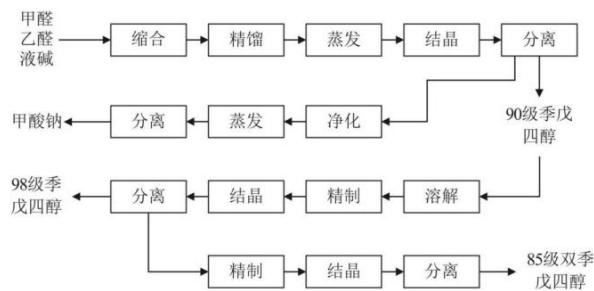
图20: 我国季戊四醇产能产量及表观需求量稳步提升



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

高品质单季、双季生产壁垒较高，主要技术由行业龙头掌握。季戊四醇以甲醛和乙醛为原料，在碱性催化剂（氢氧化钙或氢氧化钠）的催化下反应制得，可按照催化剂的不同分为钠法与钙法，目前主流生产工艺采用钠法。我国季戊四醇生产起步较晚，1960年代原上海试剂一厂引进日本技术开始生产普通86级季戊四醇。1990年代，湖北宜化和云天化分别从韩国和意大利引进季戊四醇生产装置和相关技术。同期，国内自主研发装置亦取得较快发展。目前，国内季戊四醇生产商大多只能生产低纯度季戊四醇，高纯度季戊四醇生产技术主要由湖北宜化、中毅达、云天化三家企业掌握。

图21: 中毅达季戊四醇生产工艺



资料来源: 中毅达公司公告、国信证券经济研究所整理

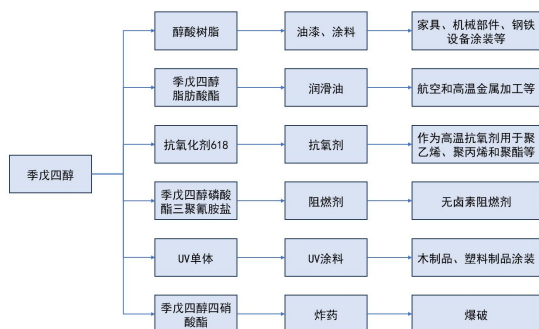
当前海内外双季的工艺路线主要为单季联产双季，双季占比仅为5%-10%。根据多篇文献报道，当前双季可采用甲醛、乙醛、氢氧化钠催化缩合法，单季酸催化缩水法，单季与3,3-二（羟甲基）氧杂丁环反应，甲醛、乙醛和丙烯醛反应制备，单后三种方法存在着生产工艺复杂、反应条件苛刻、成本高等缺点，很难进行工业生产，方法一可在原有工业季戊四醇生产装置上稍作改动以实现单、双季戊四醇联产，目前海内外双季生产以单季联产为主，但双季收率偏低，仅为5%-10%左右。根据《内蒙古日报》报道，湖北宜化的双季戊四醇沉降分离技术于2003年由韩国引进，当时行业内双季收率仅在1%左右；2009年公司开始进行技术攻关与突破，通过技术升级改造，将双季的产率大幅增加至10%左右，并大幅提升了双季品质，处于行业领先水平。据此，我们按照行业龙头企业具备10%的双季生产能

力，其余企业具备 5% 的双季生产能力测算，我国双季的产能仅为约 1.2 万吨。

传统需求迈向高端化，新兴需求快速放量

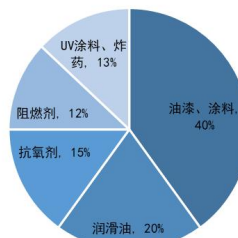
单季戊四醇主要用于生产油漆、涂料、润滑油、阻燃剂、炸药等领域。随着下游行业对环保、性能要求逐渐提升，季戊四醇在下游领域需求量持续增长。单季戊四醇最核心的下游应用为生产醇酸树脂，占据了季戊四醇需求的 40%，醇酸树脂在涂料行业的应用持续占据主导地位，用于制造醇酸漆、氨基醇酸漆等各类型涂料，并广泛应用于家具、建筑、汽车、船舶、设备等领域。随着国家对于环保标准的提高，传统醇酸树脂涂料需求有所下降，而由高品质季戊四醇生产的绿色、环保型涂料（如 UV 光固化涂料、水性涂料等）需求增长较快。根据智研咨询统计，2016-2023 年，我国醇酸树脂产量由 238.5 万吨增加至 351.3 万吨，年复合增长率约为 5.7%；我国醇酸树脂市场规模由 269.1 亿元增加至 373.6 亿元，年复合增长率约为 4.8%。单季的第二大需求为润滑油，其与脂肪酸反应生成的脂肪酸酯可用于生产高档合成润滑油，具备耐高温特性，多用于航空润滑油。近年来，随着国内润滑油和冷冻机油需求量的增长以及国内相关工艺的突破，国内季戊四醇脂肪酸酯领域需求量稳步上升，对季戊四醇的需求量同步增长。根据智研咨询统计，2016-2023 年，我国润滑油产量由 617.0 万吨增长至 709.5 万吨，年复合增长率约为 2.0%；我国润滑油市场规模由 879.0 亿元增长至 1215.1 亿元，年复合增长率约为 4.7%。此外，下游增塑剂、阻燃剂、抗氧剂、稳定剂等需求也在稳步上升，高品质、高标准的季戊四醇产品未来具有较为广阔的发展空间。

图22: 季戊四醇下游主要应用领域



资料来源：隆众资讯、国信证券经济研究所整理

图23: 季戊四醇下游应用领域及占比



资料来源：隆众资讯、国信证券经济研究所整理

双季戊四醇分子式结构独特，可用于高端油墨、涂料、润滑油领域。双季戊四醇由于其独特的星型结构，可以发生酯化、硝化、卤代等多种反应，生成如丙烯酸酯、聚醚、聚酯、聚氨酯等，且其反应后形成的基团十分稳定，可以克服树脂耐水、耐酸、耐碱、耐候性能差等缺点，广泛应用于高分子、涂料、油墨、润滑油、热稳定剂、航空航天等不同领域。在分子领域，双季可作为助剂改善高分子的应用性能，也可以与其他单体接枝共聚，生成新的高分子，派生新用途；在润滑油领域，以双季衍生物为基质的润滑剂具有独特的液压流动性、高的抗氧化性和热稳定性、极压抗磨性好，并具有“准生物降解”性能，埃克森美孚、NCH 等企业纷纷开发了润滑剂用双季衍生物，用于喷气涡轮发动机润滑剂、高级真空泵油、特种液压油、透平机油、高精仪表润滑油中，主要集中在航空航天、军事等领域；在涂料领域，双季可以用来生产聚醚、聚酯、聚氨酯、醇酸树脂等，双季可弥补醇酸树脂耐水、耐潮、耐碱性能差的缺点；在油墨领域，双季丙烯酸酯衍生物拥有醇酸酯和丙烯酸酯的双重优点，主要用作连结剂，具有增塑性、柔韧性、吸附性等特点，可用来调节油墨的干性和固着时间，且具有惰性、耐光、耐烘性，

不易泛黄，几乎可溶于油墨所选用的各种溶剂中的特性。

表3: 双季戊四醇主要下游应用

双季下游用途	具体介绍
高分子	双季丙烯酸酯作为交联剂与其他双键化合物接枝共聚制备生物制品容器；双季甲基丙烯酸酯与甲基丙二酸乙二酯在光照下聚合，提升电子元器件耐热性
润滑油	双季二元羧酸酯聚合物作为润滑油调和基质，提升耐高温性能
涂料	双季丙烯酸酯涂料可在紫外光照射下聚合形成一种耐磨、防刮伤、透明的抗腐蚀性的涂料层
油墨	双季丙烯酸酯衍生物用作连结剂具有增塑性、柔韧性、吸附性等特点，可用来调节油墨的干性和固着时间，且具有惰性、耐光、耐烘性，不易泛黄的特性

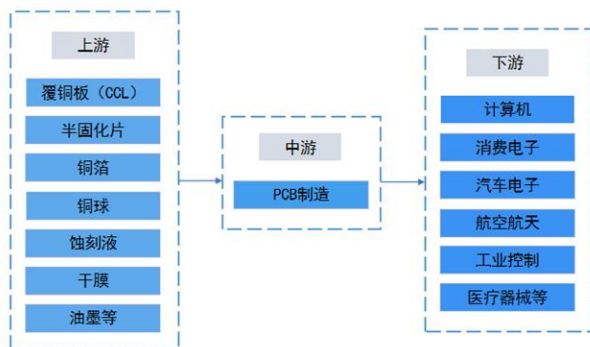
资料来源：陈坤，《双季戊四醇的应用》，《化工生产与技术》，2004（11）、国信证券经济研究所整理

高端 PCB 需求提升，带动双季衍生物 PCB 油墨需求上行

印制电路板（Printed Circuit Board，简称 PCB），主要功能是使各种电子元器件通过电路进行连接，起到导通和传输的作用，是电子产品关键电子互连件。PCB 的产业发展水平可在一定程度上反映一个国家或地区电子信息产业的发展速度与技术水平。根据贝哲斯咨询数据，2023 年全球 PCB 市场规模约为 624.18 亿美元，随着 5G、物联网、AI 人工智能等新兴技术的发展和演变，预计到 2025 年，全球 PCB 市场规模将增至 678.36 亿美元，期间年复合增速达 4.3%。其中，北美与欧洲的 PCB 市场规模呈下降态势，中国的 PCB 市场规模逐年上升已超过欧美地区，市场份额已占到 62.42%，成为全球 PCB 的最大生产国和消费国。

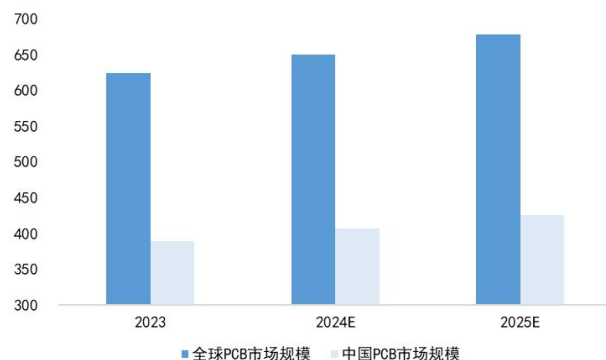
PCB 的加工制造过程涉及图形转移，即把设计完成的电路图像转移到衬底板上，在此过程中会使用到光刻胶完成图形化的过程。PCB 光刻胶主要包括 PCB 阻焊油墨、PCB 线路油墨（湿膜光刻胶）、干膜光刻胶等。随着信息技术的不断进步，消费电子和通信行业飞速发展带动了 PCB 板的生产需求，而 PCB 光刻胶作为 PCB 板的重要原材料，其需求量也逐步上升。根据 Reportlinker 和产业信息网数据，2020 年全球 PCB 光刻胶市场规模在 20 亿美元左右，近年来呈逐年增长态势，到 2025 年预计市场规模将达到 26.6 亿美元，期间年复合增速为 5.9%。其中，中国的 PCB 光刻胶市场规模逐年递增，从 2020 年 85 亿元提升至 2023 年 97.3 亿元，预计 2025 年预计将达到 106.4 亿元。随着 PCB 光刻胶外企东移及内资企业的不断发展，中国已成为全球最大的 PCB 光刻胶生产基地。近年来制造 PCB 光刻胶的关键材料合成树脂的生产技术实现国产化突破，PCB 光刻胶亦逐渐摆脱进口。

图24: PCB 产业链



资料来源：中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

图25: PCB 市场规模稳步提升（亿美元）



资料来源：贝哲斯咨询，国信证券经济研究所整理

表4: 各类 PCB 光刻胶简介

类别名称	简介
湿膜光刻胶	又称感光线路油墨, 液态光刻胶均匀涂抹在覆铜板上, 经过曝光、显影、刻蚀等工序形成铜线路。材料和加工设备成本均比干膜低。可进一步细分为内层感光线路油墨和外层感光线路油墨
干膜光刻胶	由配置好的液态光刻胶均匀涂抹在载体 PET 薄膜上, 经过烘干、冷却后, 盖上 PE 薄膜, 收卷而成。在使用时, 将干膜光刻胶压在覆铜板上, 经过曝光显影将电路图转移到 PCB 板上。通过后续对覆铜板刻蚀加工, 形成 PCB 上的铜线路
阻焊油墨	用于涂覆在印制电路板表面形成有选择性的、永久性的聚合物保护层的油墨, 防止在焊接过程中造成的短路, 保证 PCB 在运输、存放、使用时的安全性。进一步可以细分为 UV 固化阻焊油墨和液态感光阻焊油墨, UV 固化油墨可用在对精度要求不高的 PCB 上, 附着力较差; 感光阻焊油墨则精密度较高

资料来源: 容大感光公司公告、国信证券经济研究所整理

PCB 固化油墨主要由光敏剂、感光性树脂等组成, 光敏剂在辐射条件下, 能吸收特定波长的光能量, 裂解产生具有引发聚合能力的活性中间体 (自由基或者阳离子), 进而引发体系中感光树脂聚合形成固态的膜材料。光固化涂料固化膜的性能主要取决于低聚物, 因此设计合成以及选用合适的低聚物是光固化产品生产的关键, 文献表明, 双季衍生物作为固化剂具有与其他树脂及颜料的相容性好, 在增加固化速率的同时还能赋予油墨良好的硬度、耐磨性等特点, 因此被广泛应用于高端 PCB 油墨材料中。PCB 油墨作为高附加值耗材, 对原材料的品质、性能要求极高, 因此对高品质双季价格敏感性较低。

龙头搬迁预期下, 单季双季价格快速提升

行业龙头产能涉及搬迁、改造, 供给端或将出现结构性缺口。根据湖北宜化公司公告, 为响应国家“长江大保护”政策, 公司宜都分公司位于长江 1 公里范围内的原季戊四醇装置须在 2025 年底前完成搬迁; 此外根据宜化集团公众号, 子公司内蒙宜化年产 3 万吨季戊四醇及配套装置升级改造项目已于 2024 年底动工, 该项目采用行业先进的钠法工艺, 建设一套 3 万吨/年季戊四醇及配套建设 10 万吨/年铁钼法甲醛装置, 并能生产 99% 级季戊四醇。考虑到行业库存水平较低, 行业产能集中度较高, 预计在公司产能搬迁阶段, 行业将出现较大供给缺口。

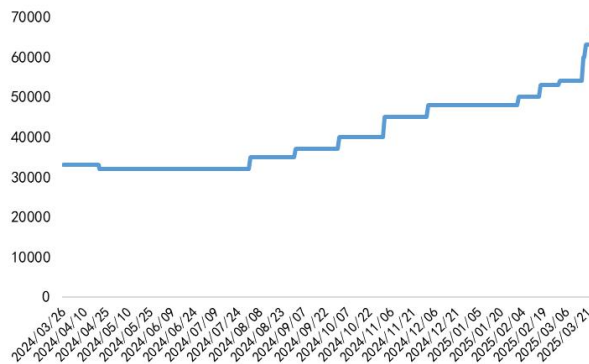
单季、双季价格快速上行, 看好需求提振背景下产品价格弹性。根据百川盈孚数据, 截止至 2025 年 3 月 25 日, 湖北 98% 单季戊四醇报价 1.3 万元/吨, 较去年同期上涨 13.04%, 双季戊四醇市场均价为 6.7 万元/吨, 较去年同期上涨 103.03%。根据百川资讯预测, 若 6 月份行业龙头装置停车搬迁计划顺利推进, 场内双季产量会有大幅缩减, 单季因其厂家自身稍有库存影响量弱于双季, 且叠加双季在 PCB 油墨中的需求提升, 看好双季价格弹性。

图26: 单季戊四醇价格价差走势 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图27: 双季戊四醇价格走势 (元/吨)

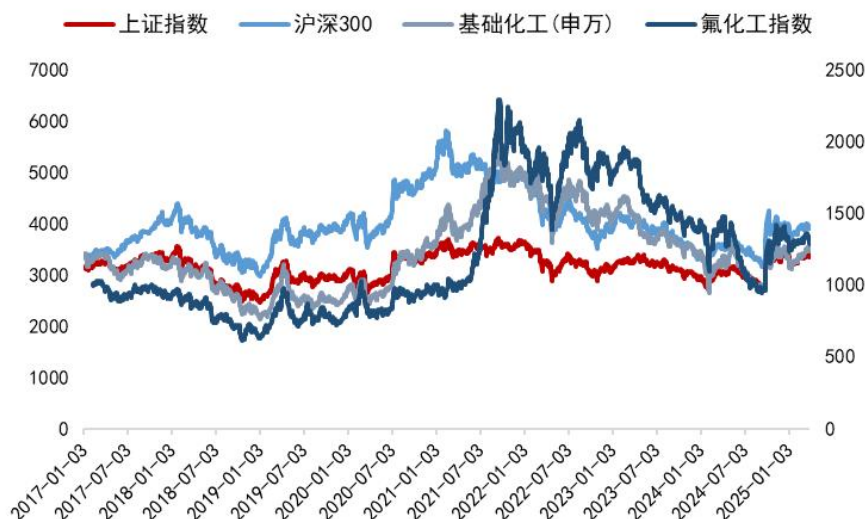


资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

3.3 制冷剂:长期配额约束收紧,龙头有望保持长期高盈利水平

截至3月末(3月28日),上证综指收于3351.31点,较2月末(2月28日)上涨0.92%;沪深300指数报3915.17点,较2月末上涨0.65%;申万化工指数报3454.06,较2月末上涨2.45%;氟化工指数报1284.04点,较2月末下跌0.93%。2月氟化工行业指数跑输申万化工指数3.38pct,跑输沪深300指数1.58pct,跑输上证综指1.85pct。

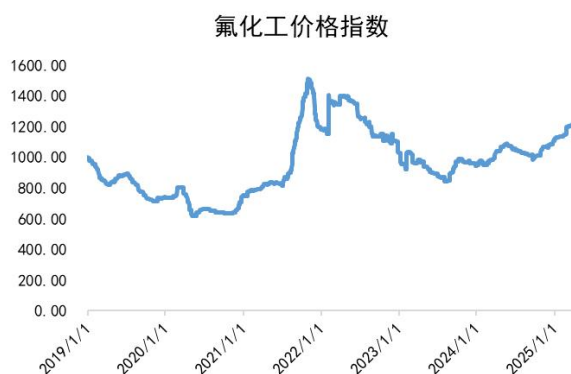
图28: 氟化工行业指数与其他指数表现



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

据我们编制的国信化工价格指数,截至2025年3月28日,国信化工氟化工价格指数、国信化工制冷剂价格指数分别报1217.60、1715.82点,分别较2月底+1.61%、+3.88%。

图29: 国信化工氟化工价格指数



资料来源: 百川盈孚、生态环境部、国信证券经济研究所编制
编制说明: 以2019年1月1日价格为1000点指数;含二三代制冷剂、聚合物、萤石、氢氟酸等价格指标

图30: 国信化工制冷剂价格指数



资料来源: 百川盈孚、生态环境部、国信证券经济研究所编制
编制说明: 以2019年1月1日价格为1000点指数;含二三代制冷剂价格指标

图31: 氟化工产业链主要品种: 价格及涨跌幅跟踪

产品	当日价格	月涨跌幅	较25年年初	较24年同期	价格单位
二氯甲烷	3250	-2.99%	-9.72%	4.84%	元/吨
三氯甲烷	3450	0.00%	9.52%	9.52%	元/吨
三氯乙烯	4500	13.67%	33.97%	-2.49%	元/吨
四氯乙烯	5677	8.53%	22.99%	11.27%	元/吨
萤石	3825	0.92%	3.38%	12.50%	元/吨
氢氟酸	11500	0.00%	5.26%	12.75%	元/吨
R22	35500	4.41%	7.58%	61.36%	元/吨
R32	46500	5.68%	10.71%	69.09%	元/吨
R125	45000	2.27%	7.14%	3.45%	元/吨
R134a	46500	3.33%	8.14%	45.31%	元/吨
R152a	26500	1.92%	39.47%	55.88%	元/吨
R142b	28500	0.00%	72.73%	78.13%	元/吨
R143a	44500	1.14%	25.35%	-25.83%	元/吨
R227ea	47000	5.62%	9.30%	16.05%	元/吨
PTFE	42000	5.00%	0.00%	-1.18%	元/吨
PVDF粉料	63000	0.00%	21.15%	6.78%	元/吨
PVDF锂电	52000	0.00%	4.00%	-13.33%	元/吨
HFP	37800	8.31%	7.08%	5.00%	元/吨
FEP	80000	0.00%	0.00%	-5.88%	元/吨

资料来源：氟务在线、卓创资讯、百川盈孚、国信证券经济研究所整理

制冷剂价格与价差表现

三代制冷剂价格走势：

2024 年，随配额细则方案的落地，叠加空调排产数据表现靓丽，部分企业停产检修，制冷剂延续景气上行趋势。1-2 月制冷剂价格较往年更早/提前性地出现了稳步上涨。3 月份涨价最明显的制冷剂品种是 R32 和 R410a，月度环比上涨 14%和 9%。4-5 月份价格上涨的制冷剂品种主要是 R22。6-8 月 R22、R32 产品价格保持相对稳定，R125 由于空调需求逐步进入淡季，R410a 需求逐步进入低位，对于 R125 需求减少，价格逐步下调。9 月以来，R32 部分装置进入检修期，产品价格持续上涨，R134a 下游需求稳定，随着企业挺价意愿的逐步增强，刺激贸易市场部分刚需订单逢低补库，价格维持上涨。进入年底，企业剩余配额有限，12 月行业检修面扩大，货源紧张气氛持续蔓延；需求端年底空调排产保持双位数增长，在供给缩减、需求增加的背景下，制冷剂市场价格再次迈入增长阶段。

进入 2025 年，受供给端配额政策强约束持续，春节市场成交虽然陆续降温，但企业端对于年后市场走势企业信心充足，提前反馈到对外报盘。

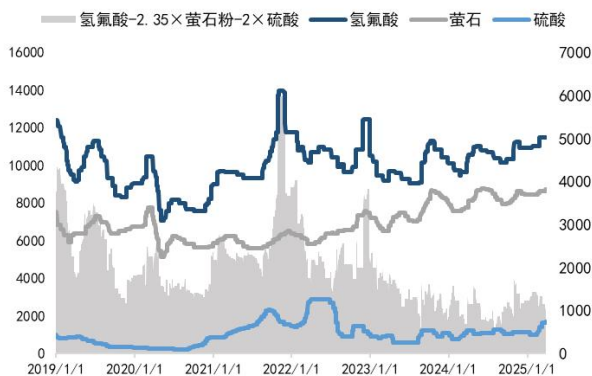
据氟务在线，临近月末，制冷剂二季度长协订单出台，市场大幅上涨。“金三银四”需求旺季且外贸市场价格提升，最新二季度制冷剂长协定价 R32 承兑价格 46600 元/吨（较一季度定价上调 6000 元/吨，环比增加 14.77%），R410a 承兑价格 47600 元/吨（较一季度定价上调 6000 元/吨，环比增加 14.42%）。分品种来看，截至 3 月 27 日，R22 市场报盘维持 35000-36000 元/吨，主要因渠道库存缓慢释放，持货商因配额减少惜售情绪不改所致；R125 报盘 45000-46000 元/吨；R134a 企业报盘高位，散水出货惜售，汽车小罐包装传导提价向下，工厂直发出货价在 46000-47000 元/吨；R32 市场成交提升至 46000-47000 元/吨，内外销市场需求火爆。

总结来看，内贸价格方面，根据百川盈孚浙江主流大厂报价，本月 R22 维持报价 36000 元/吨；R134a 报价 47000 元/吨，较上月+2000 元/吨；R125 报价 46000 元/吨，较上月+1500 元/吨；R32 报价 47000 元/吨，较上月+2000 元/吨；R410a 报价 48000 元/吨，较上月+3500 元/吨；R152a 报价 27000 元/吨，较上月+1000 元/吨；

R142b 报价 30000 元/吨，较上月+5000 元/吨；R143a 报价维持 44500 元/吨。

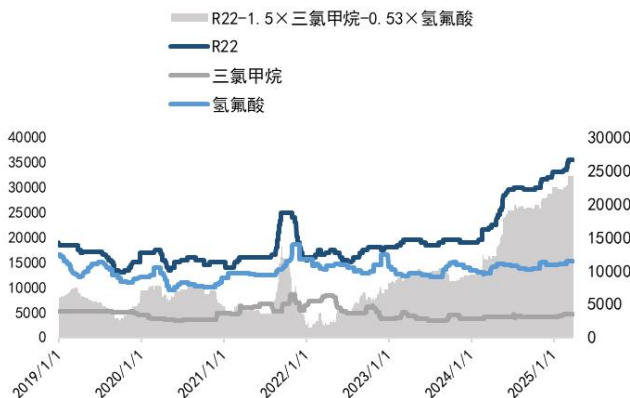
外贸市场方面，企业端针对 R32、R134a、R410a、R125 等品种内外贸报价协同一致，R22 外贸报价则仍低于内贸。

图32: 萤石-氢氟酸价格与价差走势



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图33: 二代制冷剂 R22 价格与价差走势



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图34: 三代制冷剂 R32 价格与价差走势



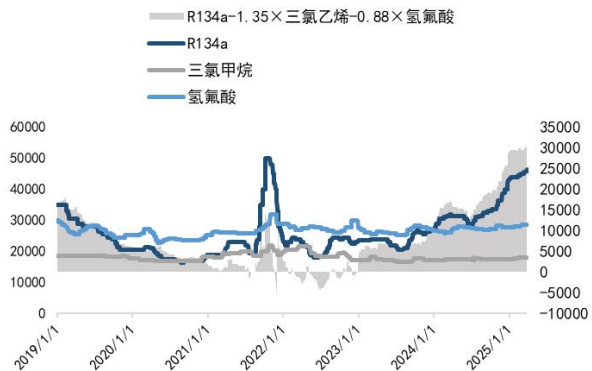
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图35: 三代制冷剂 R125 价格与价差走势



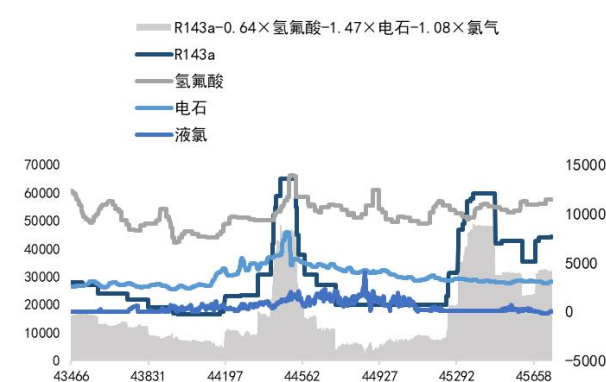
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图36: 三代制冷剂 R134a 价格与价差走势



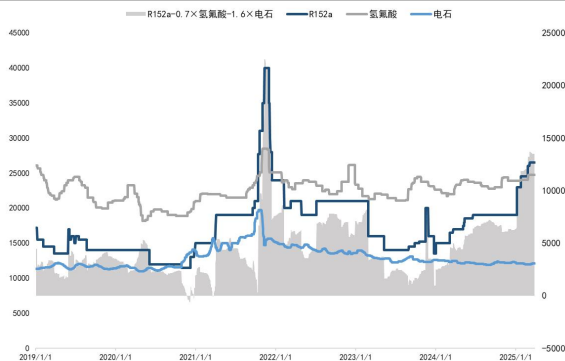
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图37: 三代制冷剂 R143a 价格与价差走势



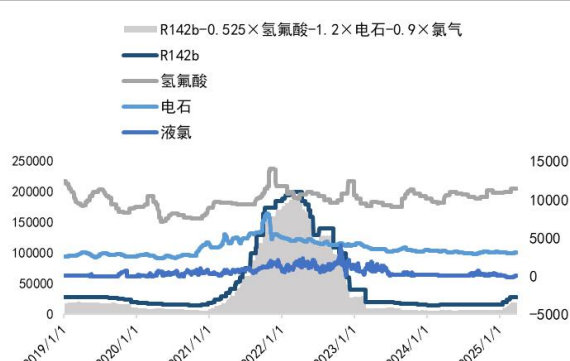
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图38: 三代制冷剂 R152a 价格与价差走势



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图39: 二代制冷剂 R142b 价格与价差走势



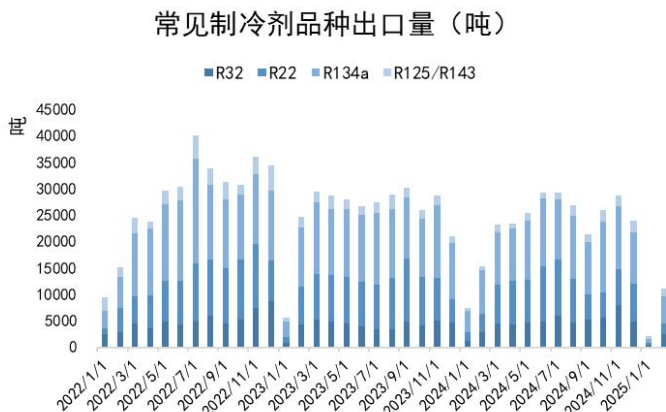
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

制冷剂出口数据跟踪

2025 年 1-2 月出口数据公布，整体来看 2025 年 1-2 月制冷剂出口量下滑较多，但出口均价大幅提升，内外贸价差快速收敛。根据氟务在线，出口回落主要因 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 月开始逐渐恢复，又因外贸商以及海外客户面对有违惯例的淡季价格大幅上涨，顾虑重重下观望接货。但随着淡季退去进入旺季，且价格继续水涨船高以及库存有限，外贸出口将回归正常。具体来看，2025 年 1-2 月，R22 出口 0.23 万吨，同比下滑 54.4%；R32 出口 0.3 万吨，同比下滑 25.8%；R125/R143 系列出口 0.19 万吨，同比提升 59.6%；R134a 出口 0.59 万吨，同比下滑 71.0%。从 2025 年 2 月数据来看：R22 出口环比增长 566%，R32 出口环比增长 380%，R134a 出口环比增长 614%，R125/R143 系列出口环比增长 180%。

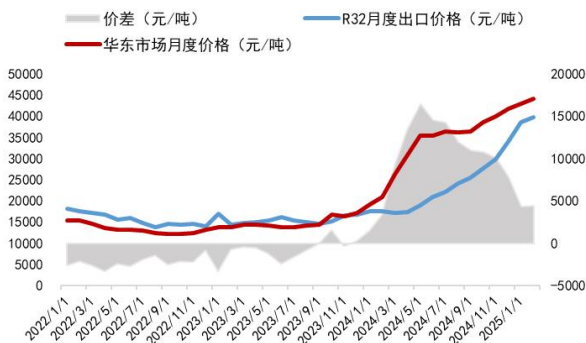
出口价格方面，截止至 2025 年 2 月出口均价，R22、R32、R134a 等产品外贸价格与内贸价格仍然倒挂：外贸价格低于内贸价格，但 R32 价差快速收敛。具体来看，2025 年 2 月 R32 出口均价为 39900 元/吨，与内贸价差为 4413 元/吨；R22 出口均价为 22758 元/吨，与内贸价差 11367 元/吨；R134a 出口均价为 40402 元/吨，与内贸价差为 4348 元/吨；R125/R143 系列出口均价为 28659 元/吨，与内贸价差 15654 元/吨。

图40: 2022-2024 年各主要制冷剂出口量趋势



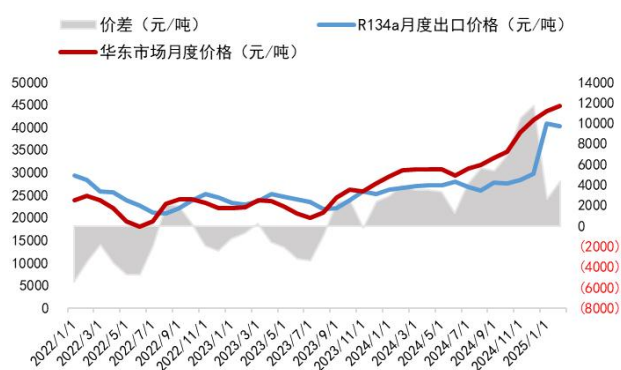
资料来源：海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图41: R32 内外贸价格与价差跟踪



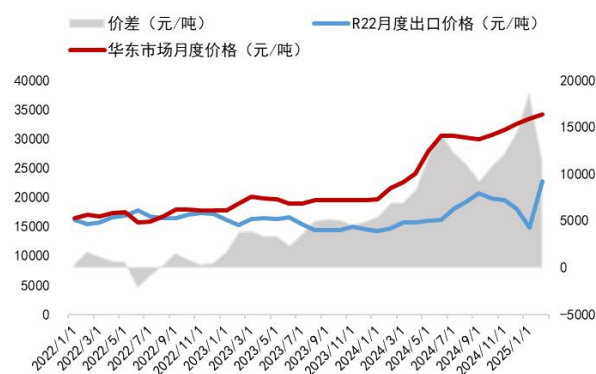
资料来源：海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图42: R134a 内外贸价格与价差跟踪



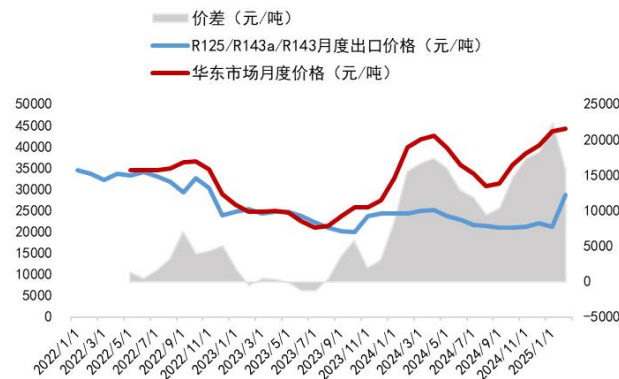
资料来源：海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图43: R22 内外贸价格与价差跟踪



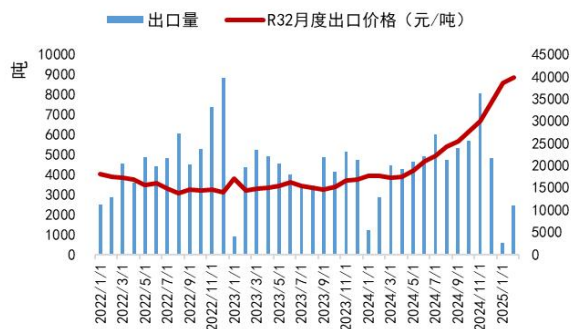
资料来源：海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图44: R125/R143a/R143 内外贸价格与价差跟踪



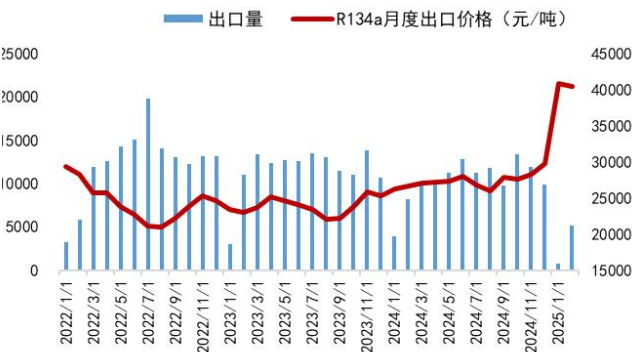
资料来源：海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图45: R32 出口量及出口单价跟踪



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

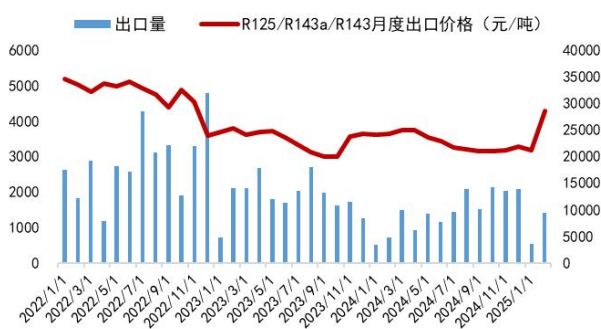
图46: R134a 出口量及出口单价跟踪



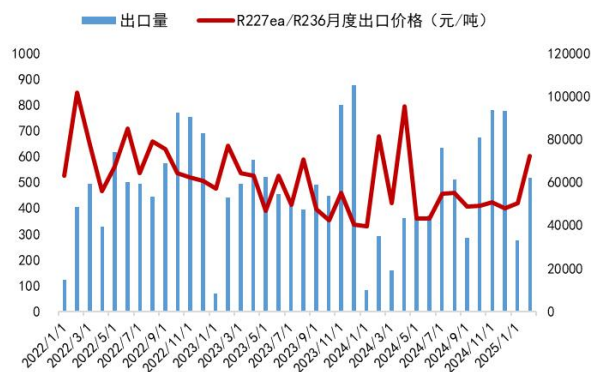
资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图47: R125/R143a/R143 出口量及出口单价跟踪

图48: R227ea/R236fa/R236ea/R236cb 出口量及出口单价跟踪



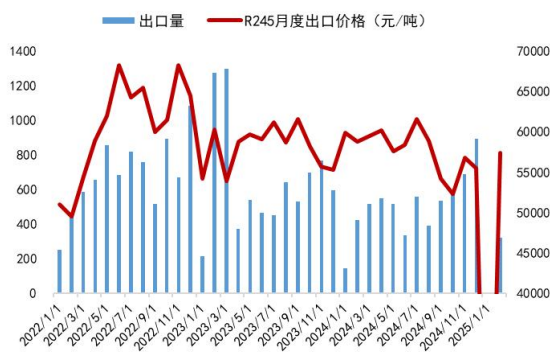
资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理



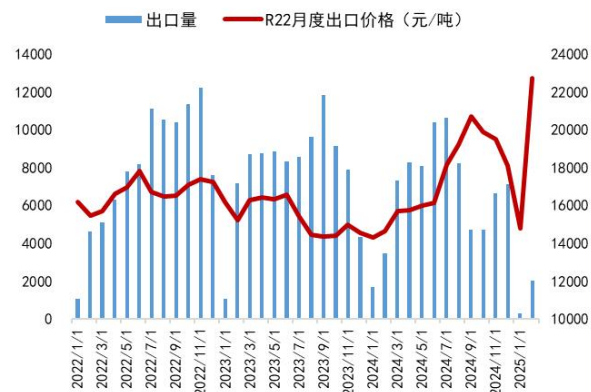
资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图49: R245fa/R245ca 出口量及出口单价跟踪

图50: R22 出口量及出口单价跟踪



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理



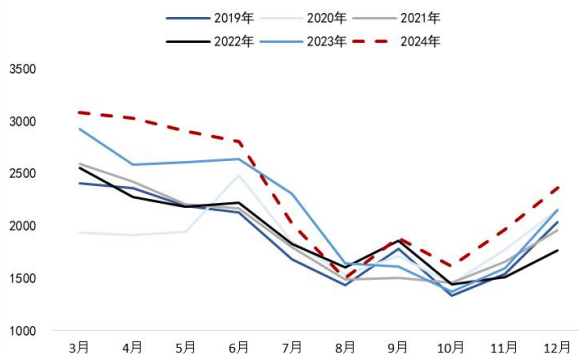
资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

空调：2025 年二季度内销排产快速增长

2025 年国补政策延续，高基数下空调排产持续增长。2009 年国家积极推进“以旧换新”、“家电下乡”政策，2015 年工信部等四部门的生产者责任延伸试点，2021 年发改委等三部门的家电生产者回收目标责任行动，我国家电行业的绿色转型和可持续发展已取得显著进展。近年来，随着我国空调市场进入存量阶段，结构升级成为行业的主基调，而结构升级背后的涵义是行业由过去的规模驱动向品质驱动转变，企业利润与创新形成相互促进的闭环。2023 年，受疫情放开后需求集中恢复、高温天气预期、健康舒适及家庭场景价值的再挖掘等提振，2023 国内空调市场表现靓丽。2024 年来，在国补政策刺激下，国内家电空调市场从 8 月开始回转，并在四季度进入了年底冲刺阶段；海外市场受欧美夏季高温、海外补库需求持续、美国降息刺激消费、新兴市场特别是东南亚和拉美地区的快速增长影响，2024 年家用空调外销量同比快速提升。2025 年一季度空调内销排产数据持续上涨，其中 1-2 月让步出口被动减量，3 月逐步起量，除季节性备货因素影响，两新政策推动也有较大促进。此外由于去年国补在淡季开始全面推出，而今年国补惠及全年，预计将有部分去年未被激发的需求在二季度旺季起被催化。出口方面，根据海关数据显示，1-2 月我国空调累计出口 1404 万台，同比+17.4%，除北美洲外，其余洲均实现不同程度增长，美国及墨西哥市场主要受特朗普关税影响出现下滑，预计美国对华关税清单落地后，订单释放或将带动货量回升。排产方面，二季度开始订单出现回落。根据国家统计局数据显示，2024 年中国空调累计产量 26598 万台，同比增长 9%。据产业在线家用空调内销排产报告显示，2025 年 4 月排产 1342 万台，同比+9.1%；5 月排产 1462

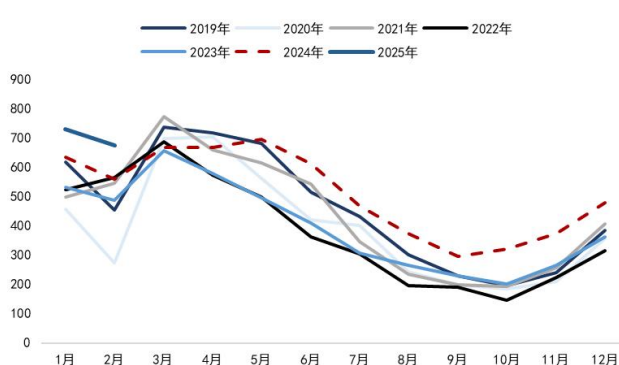
万台，同比+17.4%；6月排产1385万台，同比+31.3%。出口排产方面，2025年4月出口排产1058万台，同比+7.5%；5月出口排产933万台，同比+2.8%；6月出口排产746万台，同比-10.9%。

图51：我国空调产量数据季节图-月度（万台）



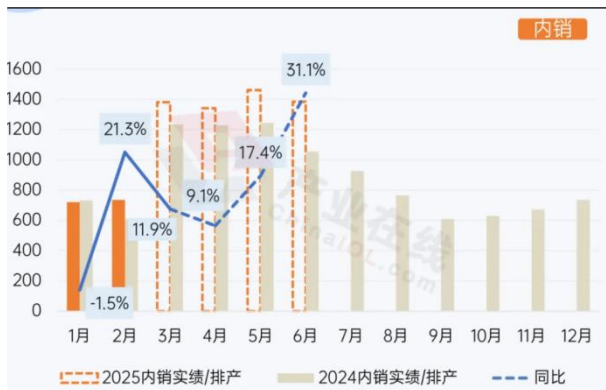
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图52：我国空调出口数据季节图-月度（万台）



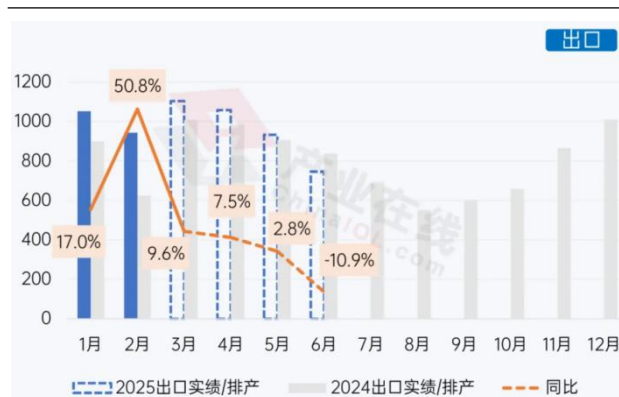
资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图53：我国空调排产数据及预测（内销）



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

图54：我国空调排产数据及预测（出口）



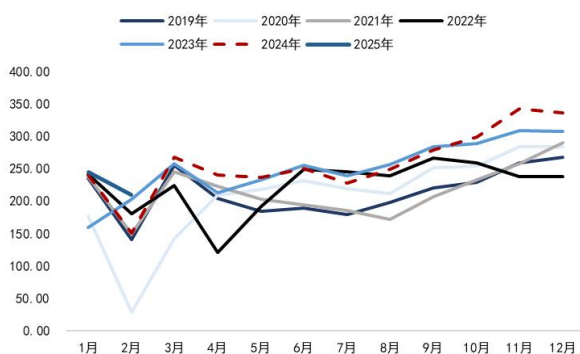
资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

汽车：我国汽车出口增长的势头仍在延续

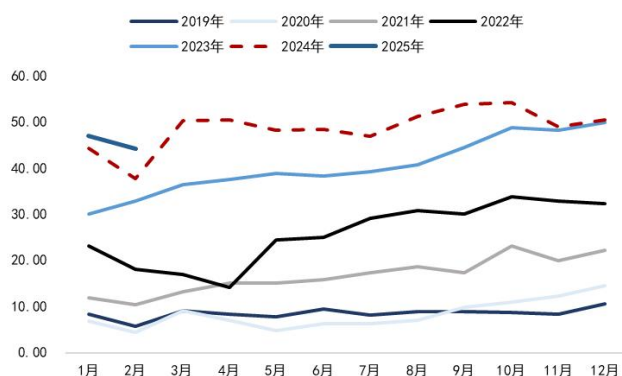
2025年我国汽车出口增长的势头仍在延续。据中国汽车工业协会数据，2023年，我国汽车产销量分别达3016.1万辆和3009.4万辆，同比分别增长11.6%和12%，年销量双双创历史新高。2023年电动化和智能化的浪潮等助推汽车行业稳定增长，我国成为全球最大汽车出口国。据中汽协数据，2024年全年，汽车产销累计完成3128.2万辆和3143.6万辆，同比分别增长4.5%和4.8%。2025年2月，汽车产销量分别为455.3万辆和455.2万辆，分别同比增长13.9%和13.1%。**海外市场方面**，2024全年，汽车整体出口达到584.7万辆，同比增长20.5%。2025年2月，汽车整体出口为44.1万辆，同比增长16.9%。

图55：我国汽车产量数据季节图-月度（万辆）

图56：我国汽车出口数据季节图-月度（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会、国信证券经济研究所整理



资料来源：中国汽车工业协会、国信证券经济研究所整理

各地因地制宜纷纷推出汽车以旧换新补贴方案。2024年4月12日，商务部等14部门印发《推动消费品以旧换新行动方案》，聚焦汽车、家电与家装厨卫三大领域，在开展汽车以旧换新、推动家电以旧换新、推动家装厨卫“焕新”等方面提出22条举措。《行动方案》设定了以下目标：通过加大政策引导支持力度，力争到2025年，实现国三及以下排放标准乘用车加快淘汰，报废汽车回收量较2023年增长50%；到2027年，报废汽车回收量较2023年增加一倍，二手车交易量较2023年增长45%。我国汽车市场正在加速转型，由“增量时代”进入了“存量和增量并存的时代”，因此“以旧换新”的潜能巨大。

各地因地制宜纷纷推出汽车以旧换新补贴方案。上海汽车以旧换新购买新能源乘用车补贴2万元、购买2.0升及以下排量燃油乘用车补贴1.5万元；湖南购买新能源乘用车补贴2万元、购买2.0升及以下排量燃油乘用车补贴1.5万元，所报废的汽车应当于2024年7月25日前登记在申请人名下；所新购置的汽车在补贴申请审核期间，应登记在申请人名下；深圳对符合条件的，按购车价格分档给予每辆8000元~1.6万元的补贴；重庆对符合条件的，按车价分档给予每辆1万~1.5万元的补贴。

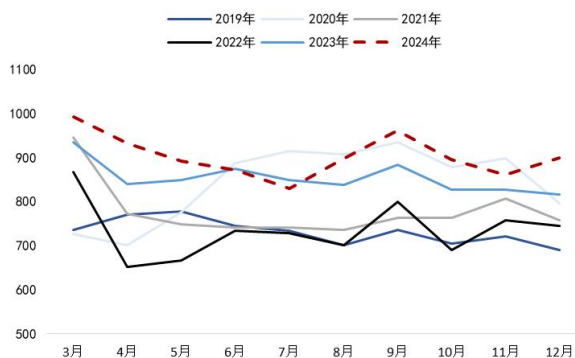
值得一提的是，新能源车对车辆热管理行业也从“节能”与“环保”两个方面提出了更高级、更精准的要求。由于电动汽车冬季无法依靠发动机余热取暖、只能使用电取暖，故新能源汽车热管理系统的复杂性显著增加、单车价值提升。常规R134a及R407C系统中通常需要增加压缩机转速或配备更大容量的压缩机来保证低环境温度下充足的制热量。目前R410A等制冷剂因制热特性优异，有助于应对新能源汽车的冬季制热问题。2020~2022年，我国新车制造和维修环节年均使用氢氟碳化物制冷剂3.8万吨，潜在排放约5500万吨当量的二氧化碳。全球汽车空调制冷剂也正在从第三代向第四代方向过渡。

冰箱：二季度冰箱内销排产进入阶段性调整期

冰箱：根据产业在线，2025年初受企业备货、国补政策延续影响，2025年一季度整体排产延续增长趋势，但2024年底有部分产品虽然已出库但仍在渠道，并未被终端消耗，因此3月冰箱内销排产保持高位但增幅有限。近期随着终端消费需求释放节奏放缓，消费者抢购补贴的迫切性减弱。更多持换新需求的用户转向观望，倾向于等待“618”等大促叠加折上折优惠，市场进入阶段性调整期。出口方面，2024年冰箱出口已经连续两年实现双位数增长，创下历史最高值。在历史基数较高的压力下，叠加海外传统消费区库存压力上升，欧洲补库接近尾声，2025年冰箱出口压力较大，2025年一季度出口主要来自南美、拉美、非洲等新兴市场，根据海关总署，2025年1-2月，我国冰箱累计出口1257万台，同比+11.1%。根据

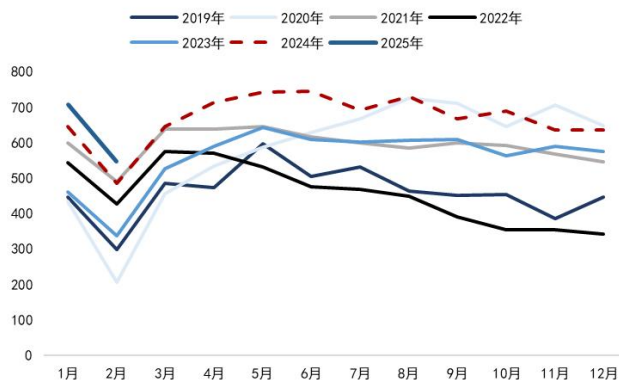
产业在线预测，2025 年 4 月冰箱内销排产 323 万台，较去年实绩下降 12.6%；出口排产 486 万台，较去年实绩增长 5.3%。

图57：我国冰箱产量数据季节图-月度（万台）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图58：我国冰箱出口数据季节图-月度



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图59：我国冰箱排产数据及预测（内销）



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

图60：我国冰箱排产数据及预测（出口）

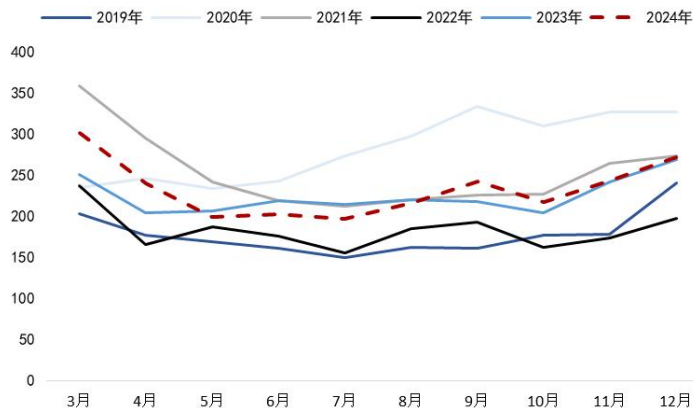


资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

冷柜/冰柜：中物联冷链物流专委会公布的数据显示，2024 年我国冷链需求总量预计达到 3.65 亿吨，同比增长 4.3%，增速较 2023 年下降 1.8pct，主要原因为肉类与水产进口降低、生鲜需求波动；冷链物流总收入预计达到 5361 亿元，同比增长 3.7%，增速较 2023 年下降 1.5pct。在国家及地方政府出台相关政策的引导以及市场需求的驱动下，公共冷库新建、改扩建、智能化改造进度加快。据中物联冷链委和链库平台不完全统计，2024 年冷库项目资金投入 474.14 亿元，其中第四季度的冷库项目资金投入为 109.07 亿元。2024 年冷库市场新增供应较为平稳，截至 2024 年，冷库总量为 2.53 亿立方米，同比增长 10.96%，新增库容 2491 万立方米。冷库求租量为 1759.53 万立方米，同比增长 16.51%，冷库出租量为 3653.71 万立方米，同比增长 33.44%，供需剪刀差进一步拉大。受市场需求波动和供需关系影响，2024 年上半年大部分城市冷库价格呈下降趋势，下半年趋于平稳，大部分城市的全年冷库空置率呈增长态势。受政策补贴和市场需求的带动，冷藏车销量恢复两位数增长，2024 年冷藏车保有量预计达到 49.5 万辆，同比增长 14.58%；冷藏车销量为 62956 辆，同比增长 16.29%。随着国家及地方政府对新能源冷藏车辆的补贴政策出台，配套基础设施的不断完善以及其在路权、成本上的优势，新能源冷藏车销量爆发增长。2024 年新能源冷藏车销量为 21368 辆，同比增长

350.8%。据国家统计局数据，2024 年 12 月全国冷柜产量 272.92 万台，同比增长 1.47%；1-12 月累计产量 2335.61 万台，同比增长 3.57%。

图61：我国冷柜产量数据季节图-月度



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

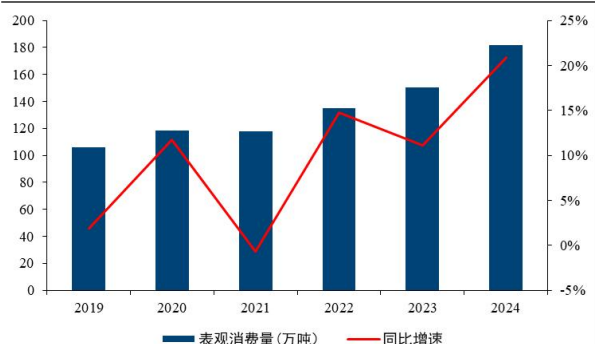
氟制冷剂的升级换代，为氟制冷剂龙头公司的发展带来了产品升级带来的市场机遇。伴随未来几年在高性能、高附加值氟产品等应用领域的不断深入，我国氟化工产业快速发展的势头有望延续。我们重点推荐产业链完整、基础设施配套齐全、规模领先以及工艺技术先进的【巨化股份】和【三美股份】。

3.4 有机硅：需求持续增长，扩产高峰已过，有机硅中间体（DMC）涨价大势所趋

需求端：国内房地产止跌回稳、新兴产业快速发展，海外需求快速恢复

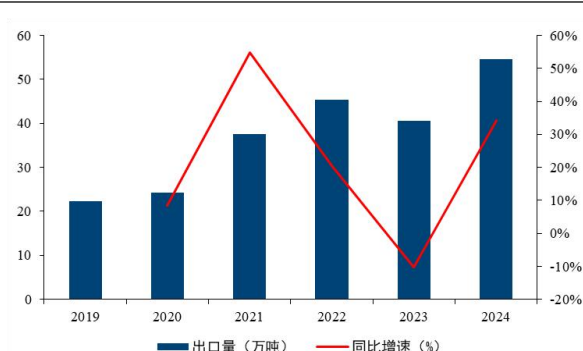
国内需求持续高增，海外出口止跌回升。与传统认知有所差异，2019年至2024年国内有机硅中间体需求并未受到房地产行业下行及公共卫生事件的冲击，保持了持续增长。2024年国内有机硅中间体表观消费量达181.64万吨，同比增长20.9%。2019年以来，有机硅中间体出口方面整体也呈现增长趋势，仅在2023年受全球经济增速下滑、产品价格下降等因素影响出现下滑，2024年我国有机硅中间体出口量快速恢复至54.57万吨，同比增速为34.21%。

图62：有机硅中间体表观消费量及同比增速



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图63：有机硅中间体出口量及同比增速



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

国内最大下游为建筑行业，目前多个指标显示已经企稳回升。据百川盈孚数据，2024年有机硅中间体前四大下游行业为：建筑（25%）、电子电器（23%）、加工制造业（15%）和纺织业（11%），其中建筑行业仍然为中国有机硅中间体最大消费下游。2024年4季度以来，我国房地产行业纾困政策叠加释放，各管理部门、行业协会和企业不断强化政策协同。在全面系统的一揽子政策实施后，我国房地产出现了止跌企稳的良好态势。以全国30大中城市商品房成交面积为例，2024年四季度三个月连续环比回升，2024年12月达到1545.02万平方米的阶段高位，2025年第一季度与去年同期基本持平。建筑及装潢材料类商品零售额也连续出现环比上升，这预示着房地产行业对有机硅消费的拖累逐渐减轻，甚至有望带动有机硅消费上行。

图64：中国有机硅中间体下游消费结构

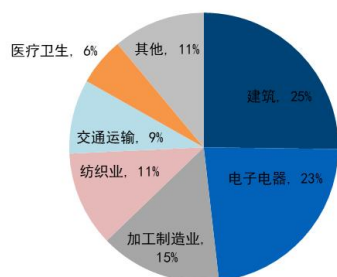


图65：大中城市商品房成交面积及装潢材料商品零售额

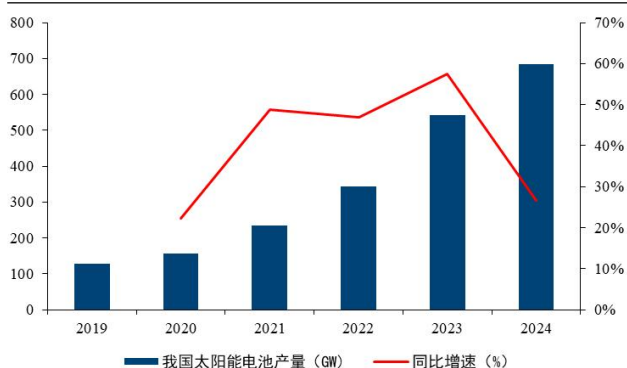


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

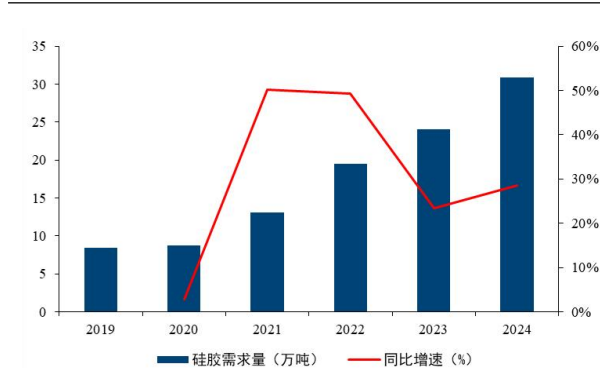
光伏及汽车等新兴产业贡献重要增量。在光伏行业中，有机硅树脂因为耐候性、电绝缘等特质，可以有效隔绝水和氧气对光伏电池的侵蚀，延长光伏电池的使用寿命，因此被光伏用作封装材料。据硅宝科技公司公告显示，目前光伏装机 1GW 的有机硅胶用量为 1000-1500 吨。以 1200 吨/GW 测算，则 2024 年光伏行业对硅胶的需求量达 82.20 万吨，光伏行业对有机硅的需求仍将保持中高速增长。汽车领域，新能源汽车对硅胶使用量约为 20 千克/辆，传统汽车硅胶使用量约为 2.5 千克/辆。国家统计局数据显示，2024 年我国新能源车产量为 1316.8 万辆，汽车总产量为 3155.93 万辆，可以估算汽车领域对硅胶的消费量达到 30.93 万吨，同比增长 28.6%。综上，以光伏及汽车为代表的新兴产业对有机硅中间体的需求拉动较为明显。

图66: 我国太阳能电池产量及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图67: 我国汽车产量应有有机硅消费量及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所测算整理

供给端：扩产高峰已过，供给格局趋向好转

有机硅中间体扩产高峰已过，目前行业产能集中度较高。据百川盈孚数据，2020 年我国有机硅中间体产能为 167.5 万吨/年，2024 年产能增至 344 万吨/年，年均复合增长率为 19.71%。其中 2022 年及 2024 年为产能释放大年，产能分别增加了 77.5 万吨/年及 72 万吨/年。后续有机硅中间体并无明确新增产能投放。目前国内有机硅中间体产能集中度较高，其中合盛硅业产能占比达 26%，蓝星星火及东岳硅材产能占比均超 10%，CR5 超 60%。

图68: 中国有机硅中间体产能及同比增速

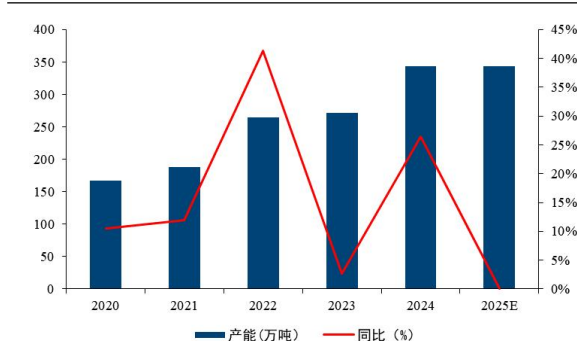
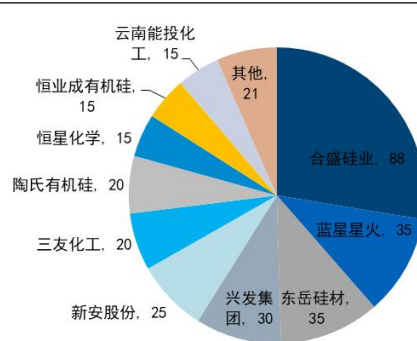


图69: 目前国内有机硅中间体行业集中度



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

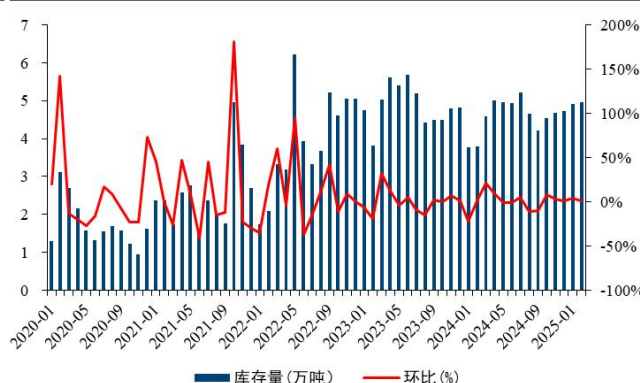
2024 年 4 季度以来有机硅中间体开工率阶段性触底回升，工厂库存仍保持相对平稳。2024 年随着新增产能的快速释放，开工率收到阶段性冲击，但四季度以来开工率逐步回升，2025 年 1 月行业开工率为 80.69%，开工率处于相对高位。2022 年四季度以来，有机硅中间体库存并未受到新增产能的冲击，保持了相对平稳。截至 2025 年 2 月中旬，有机硅中间体库存为 4.97 万吨，与上个月基本持平。

图 70：中国有机硅中间体产量及开工率



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图 71：国内有机硅中间体库存

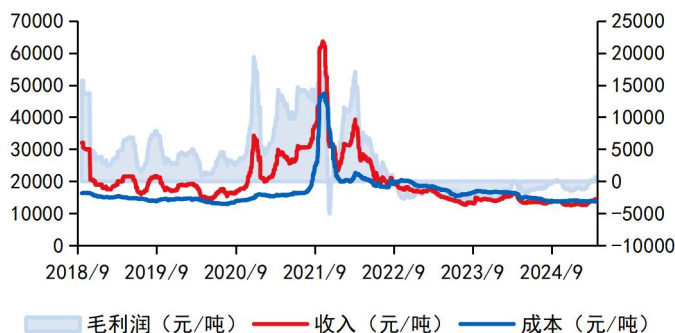


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

价格与利润：处于历史较低分位，预期反转向上

2022 年下半年以来行业长期处于亏损，供需格局改善预期下行业景气度有望回升。2022 年有机硅行业扩产明显，并受到房地产行业下行，疫情反复等因素影响，有机硅供需格局大幅恶化，行业利润转负，并维持至今。目前，国内房地产行业企稳对有机硅需求拖累减弱，光伏和汽车等新兴行业对有机硅需求高涨，较好的消化了新增产。展望未来，新兴行业预期维持中高速发展，传统行业对有机硅的需求有望探底回升，无明确新增产能，有机硅供给格局有望进一步改善。行业内目前集中度较高，有机硅生产企业联合降负荷，有机硅中间体价格趋势上涨，下游逐渐接受有机硅价格上涨趋势。自 2 月下旬起，卓创数据显示，有机硅行业税前毛利逐步转正，涨价趋势较为确定。

图 72：有机硅行业价格价差



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

风险提示

原材料价格波动，产品价格波动，项目进度不及预期，下游需求不及预期等。

附表：重点公司盈利预测及估值

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	EPS			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	(MRQ)
000893.SZ	亚钾国际	优于大市	24.75	1.33	0.83	1.81	18.6	29.8	13.7	2.0
600160.SH	巨化股份	优于大市	24.86	0.35	0.74	1.13	71.0	33.6	22.0	3.9
688196.SH	卓越新能	优于大市	46.11	0.66	1.25	2.69	69.9	36.9	17.1	2.0
601857.SH	中国石油	优于大市	8.25	0.88	0.95	1.02	9.4	8.7	8.1	1.0
000422.SZ	湖北宜化	优于大市	13.81	0.43	0.96	1.52	32.1	14.4	9.1	2.0
688722.SH	同益中	优于大市	16.14	0.68	0.58	0.85	23.7	27.8	19.0	2.7

数据来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032