

2025年石化化工行业6月投资策略

看好钾肥、阿洛酮糖、制冷剂、农药、生物柴油的投资方向

优于大市

核心观点

石化化工行业 2025年6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%。2025年一季度，中国GDP现价当季值为318758亿人民币元，按不变价格计算，当季同比增长5.4%，我国经济保持稳健增长态势。2025年一季度，财政政策愈发积极，通过地方政府债务置换、财政赤字率提升、超长期特别国债等方式推动经济结构调整与消费升级。在DeepSeek出现后，全球投资者对中国人工智能的发展给予了更多关注，对中国资产的态度也变得更加积极。国内投资与消费的信心与热情显著提高。

中共中央政治局4月25日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。面对中美贸易冲突升级，外部不确定性明显的加大，会议指出，“要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”。扩大消费、提振内需有望成为今年政策的重点。

2025年4月，国家统计局数据显示，我国四月份综合PMI产出指数为50.2%，比上月下降1.2个百分点，其中，2025年4月份，制造业生产指数为49.8%，较上月下降2.8个百分点，制造业景气水平有所回落。截至5月30日，在百川盈孚统计的279种石化化工品中，实现价格上涨的品种有85种，较2025年初实现上涨的有68种。

5月以来，国际原油市场在供需博弈与政策转向中呈现震荡修复态势。尽管欧佩克+延续超预期增产节奏（5月、6月各增产41.1万桶/日），但中美贸易摩擦阶段性缓和为市场注入新动能，双方签署《日内瓦经贸会谈联合声明》，同意在2025年5月14日前互相暂停24%的加征关税90天，保留10%关税，并取消部分此前加征的关税及非关税反制措施，同时建立后续协商机制。这一政策转向显著缓解了市场对全球经济衰退的担忧，IEA将2025年原油需求预期上调1万桶/日至74万桶/日，EIA上调3万桶/日至138万桶/日，其中新兴经济体贡献主要增量。考虑到OPEC+较高的财政平衡油价成本，以及美国页岩油较高的新井成本，我们预计2025年布伦特油价中枢在65-70美元/桶，WTI油价中枢在60-65美元/桶。

展望2025年6月，受外部不确定性增加影响，海外需求可能出现波动，内需有望进一步发力。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6月，我们重点推荐钾肥、阿洛酮糖、制冷剂、农药、生物柴油等领域投资方向。

钾肥板块，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，重点推荐【亚钾国际】。

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：余双雨
021-60375485

yushuangyu@guosen.com.cn
S0980523120001

证券分析师：董丙旭
0755-81982570

dongbingxu@guosen.com.cn
S0980524090002

证券分析师：薛聪
010-88005107

xuecong@guosen.com.cn
S0980520120001

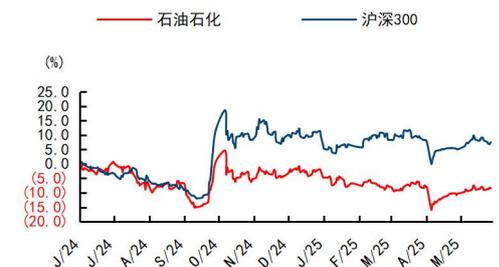
证券分析师：张歆钰
021-60375408

zhangxinyu4@guosen.com.cn
S0980524080004

联系人：王新航
0755-81981222

wangxinhang@guosen.com.cn
S0980524090002

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

- 《油气行业 2025 年 4 月月报-受 OPEC+增产及关税政策扰动，国际油价大幅下行》——2025-05-08
- 《2025 年石化化工行业 5 月投资策略-看好钾肥、制冷剂、芳纶纸、民爆、季戊四醇的投资方向》——2025-05-01
- 《石油石化行业事件点评-三桶油发布控股股东增持公告，切实维护股东权益》——2025-04-10
- 《2025 年石化化工行业 4 月投资策略-看好钾肥、季戊四醇、制冷剂、有机硅、UCOME 的投资方向》——2025-04-02
- 《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

阿洛酮糖板块，2025年3月21日，阿洛酮糖等4种新食品原料已通过国家食品安全风险评估中心专家评审委员会技术审查，后经过国家卫健委最终审批后将面向社会公告，阿洛酮糖在我国获批进展重大。阿洛酮糖获批在即，关税风险逐步消除，建议关注【百龙创园】，公司作为阿洛酮糖及膳食纤维双龙头企业将充分受益国内健康需求提升。

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【三美股份】、【巨化股份】。

农药板块，今年以来，农药行业的库存周期基本接近尾声，行业供给秩序逐步恢复，农药出口数量持续增长，国内外需求表现良好，供应过剩是压制农药价格的核心原因，近期爆炸事故或将成为下一轮农药周期复苏的拐点。建议关注【利民股份】，多个主营产品价格上涨，公司业绩大幅改善；推荐布局氯虫苯甲酰胺多年的【利尔化学】，公司近些年在国内外做了大量的市场布局，目前已获得多个国家的氯虫苯甲酰胺原药登记，5000吨/年生产装置正在加紧建设之中。

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】。

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；
- 【百龙创园】阿洛酮糖即将审批落地，膳食纤维需求高速增长；
- 【三美股份】投资布局四代制冷剂，制冷剂产品不断完善；
- 【利民股份】多个主营产品价格上涨，公司业绩大幅改善；
- 【中国石油】油价底部显现，天然气量价齐升；
- 【卓越新能】生物柴油拐点出现，产能扩张看好未来业绩弹性。

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	
					2025E	2026E	2025E	2026E
000893.SZ	亚钾国际	优于大市	28.83	26,640.40	2.01	2.94	14.3	9.8
605016.SH	百龙创园	优于大市	25.72	8,309.78	1.07	1.33	24.0	19.3
603379.SH	三美股份	优于大市	47.41	28,942.81	2.62	3.02	18.1	15.7
002734.SZ	利民股份	优于大市	16.47	6,937.82	0.95	1.13	17.3	14.6
601857.SH	中国石油	优于大市	8.31	1,520,904.33	0.89	0.92	9.3	9.0
688196.SH	卓越新能	优于大市	40.15	4,818.00	3.63	4.98	11.1	8.1

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：看好钾肥、阿洛酮糖、制冷剂、农药、生物柴油等领域投资方向	6
2、本月投资组合	7
3、重点行业研究	8
3.1 钾肥：全球钾肥价格触底，需求推动下看好价格复苏	8
3.2 阿洛酮糖：阿洛酮糖审批在即，看好国内需求增长	14
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	16
3.4 农药：行业供给突发受限，杀虫剂有望阶段性涨价	24
风险提示	28
附表：重点公司盈利预测及估值	28

图表目录

图 1: 钾肥产业链	8
图 2: 全球钾肥主要生产企业	9
图 3: 全球钾肥主要消费国家	9
图 4: 全球钾肥表观消费量 (千吨)	9
图 5: 全球钾肥贸易占比	9
图 6: 钾肥产能、产量及表观消费量	10
图 7: 钾肥进口量及出口量	10
图 8: 国内钾肥主要生产企业	10
图 9: 钾肥港口库存 (万吨)	10
图 10: 中国氯化钾进口国分布 (万吨)	11
图 11: 中国氯化钾进口量占比	11
图 12: 国内钾肥价格走势 (元/吨)	12
图 13: 中国钾肥港口库存 (万吨)	12
图 14: 全球主要钾肥出口国 FOB 价格 (美元/吨)	13
图 15: 全球主要钾肥进口国 CFR 价格 (美元/吨)	13
图 16: 阿洛酮糖合成路径	14
图 17: 2017-2030 年全球和中国阿洛酮糖市场规模预测	15
图 18: 2017-2030 年下游应用领域需求量	15
图 19: 氟化工行业指数与其他指数表现	16
图 20: 国信化工氟化工价格指数	16
图 21: 国信化工制冷剂价格指数	16
图 22: 氟化工产业链主要品种: 价格及涨跌幅跟踪	17
图 23: 萤石-氢氟酸价格与价差走势	18
图 24: 二代制冷剂 R22 价格与价差走势	18
图 25: 三代制冷剂 R32 价格与价差走势	18
图 26: 三代制冷剂 R125 价格与价差走势	18
图 27: 三代制冷剂 R134a 价格与价差走势	19
图 28: 三代制冷剂 R143a 价格与价差走势	19
图 29: 三代制冷剂 R152a 价格与价差走势	19
图 30: 二代制冷剂 R142b 价格与价差走势	19
图 31: 2022-2025 年各主要制冷剂出口量趋势	20
图 32: R32 内外贸价格与价差跟踪	20
图 33: R134a 内外贸价格与价差跟踪	20
图 34: R22 内外贸价格与价差跟踪	20
图 35: R125/R143a/R143 内外贸价格与价差跟踪	20
图 36: R32 出口量及出口单价跟踪	21
图 37: R134a 出口量及出口单价跟踪	21

图 38: R125/R143a/R143 出口量及出口单价跟踪	21
图 39: R227ea/R236fa/R236ea/R236cb 出口量及出口单价跟踪	21
图 40: R245fa/R245ca 出口量及出口单价跟踪	21
图 41: R22 出口量及出口单价跟踪	21
图 42: 氯虫苯甲酰胺化学结构式	24
图 43: 氯虫苯甲酰胺全球市场销售额	24
图 44: 氯虫苯甲酰胺市场价格走势	25
图 45: 国内企业氯虫苯甲酰胺现有产能分布	25
表 1: 全球主要国家钾盐产量及储量（折纯 K20，万吨）	8
表 2: 国内氯虫苯甲酰胺规划产能（不完全统计）	25

1、本月核心观点：看好钾肥、阿洛酮糖、制冷剂、农药、生物柴油等领域投资方向

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。2024年国内生产总值达到134.9万亿元，首次突破130万亿元，比上年增长5.0%。2025年一季度，中国GDP现价当季值为318758亿人民币元，按不变价格计算，当季同比增长5.4%，我国经济保持稳健增长态势。2025年一季度，财政政策愈发积极，通过地方政府债务置换、财政赤字率提升、超长期特别国债等方式推动经济结构调整与消费升级。在DeepSeek出现后，全球投资者对中国人工智能的发展给予了更多关注，对中国资产的态度也变得更加积极。国内投资与消费的信心与热情显著提高。

政策端，中共中央政治局4月25日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。面对中美贸易冲突升级，外部不确定性明显加大，会议指出，“要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”。扩大消费、提振内需有望成为今年政策的重点。

供给端，2024年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。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、市场监管、行业自律等手段实现对市场生态的改善。

宏观及化工产品价格，2025年4月，国家统计局数据显示，综合PMI产出指数为50.2%，比上月下降1.2个百分点，其中，2025年4月份，制造业生产指数为49.8%，较上月下降2.8个百分点，制造业景气水平有所回落。2025年5月29日，中国化工产品价格指数CCPI报4072点，较年初1月2日的4333点下降6%，主要化工品出厂价格略有下滑。截至5月30日，在百川盈孚统计的279种石化化工品中，实现价格同比上涨的品种有85种，较2025年初实现上涨的有68种。

原油价格，5月以来，国际原油市场在供需博弈与政策转向中呈现震荡修复态势。尽管欧佩克+延续超预期增产节奏（5月、6月各增产41.1万桶/日），但中美贸易摩擦阶段性缓和为市场注入新动能，双方签署《日内瓦经贸会谈联合声明》，同意在2025年5月14日前互相暂停24%的加征关税90天，保留10%关税，并取消部分此前加征的关税及非关税反制措施，同时建立后续协商机制。这一政策转向显著缓解了市场对全球经济衰退的担忧，IEA将2025年原油需求预期上调1万桶/日至74万桶/日，EIA上调3万桶/日至138万桶/日，其中新兴经济体贡献主要增量。考虑到OPEC+较高的财政平衡油价成本，以及美国页岩油较高的新井成本，我们预计2025年布伦特油价中枢在65-70美元/桶，WTI油价中枢在60-65美元/桶。

展望2025年6月，受外部不确定性增加影响，海外需求可能出现波动，内需有望进一步发力，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6月，我们重点推荐钾肥、阿洛酮糖、制冷剂、农药、生物柴油等领域投资方向。

钾肥板块，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，重点推荐【亚钾国际】。

阿洛酮糖板块，2025年3月21日，阿洛酮糖等4种新食品原料已通过国家食品安全风险评估中心专家评审委员会技术审查，后经过国家卫健委最终审批后将面向社会公告，阿洛酮糖在我国获批进展重大。阿洛酮糖获批在即，关税风险逐步消除，建议关注【百龙创园】，公司作为阿洛酮糖及膳食纤维双龙头企业将充分受益国内健康需求提升。

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【三美股份】、【巨化股份】。

农药板块，今年以来，农药行业的库存周期基本接近尾声，行业供给秩序逐步恢复，农药出口数量持续增长，国内外需求表现良好，供应过剩是压制农药价格的核心原因，近期爆炸事故或将成为下一轮农药周期复苏的拐点。建议关注【利民股份】，多个主营产品价格上涨，公司业绩大幅改善；推荐布局氯虫苯甲酰胺多年的【利尔化学】，公司近些年在国内外做了大量的市场布局，目前已获得多个国家的氯虫苯甲酰胺原药登记，5000吨/年生产装置正在加紧建设之中。

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、百龙创园、三美股份、利民股份、中国石油、卓越新能。

【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；

【百龙创园】阿洛酮糖即将审批落地，膳食纤维需求高速增长；

【三美股份】投资布局四代制冷剂，制冷剂产品不断完善；

【利民股份】多个主营产品价格上涨，公司业绩大幅改善；

【中国石油】油价底部显现，天然气量价齐升；

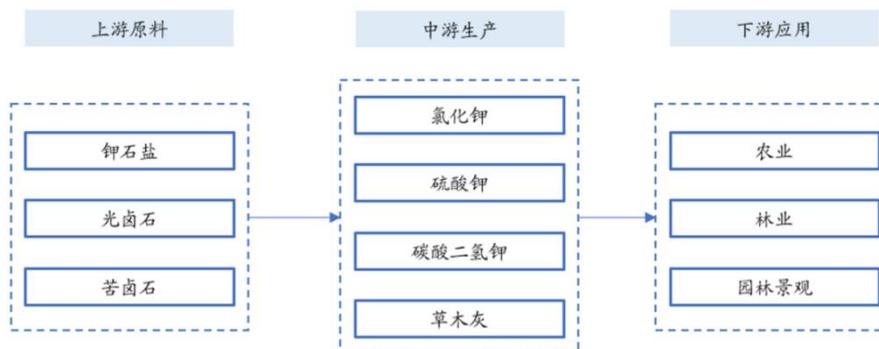
【卓越新能】生物柴油拐点出现，产能扩张看好未来业绩弹性。

3、重点行业研究

3.1 钾肥：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份浓度高，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）

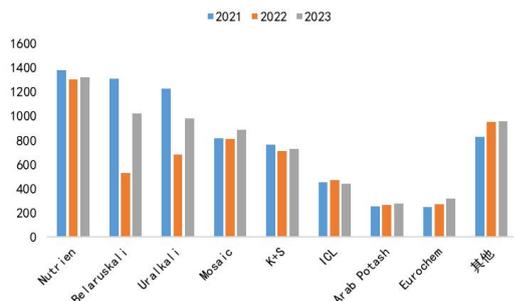
	2019	2020	2021	2022	2023	可开采储量	K2O当量
美国	51	46	48	43	40	97,000	22,000
白俄罗斯	735	740	763	400	380	330,000	75,000
巴西	25	25	27	20	20	1,000	230
加拿大	1,230	1,380	1,420	1,460	1,300	450,000	110,000
智利	84	90	85.8	60	60		10,000
中国	500	600	600	600	600		18,000
德国	300	220	280	270	260		15,000
以色列	204	228	238	245	240		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%。

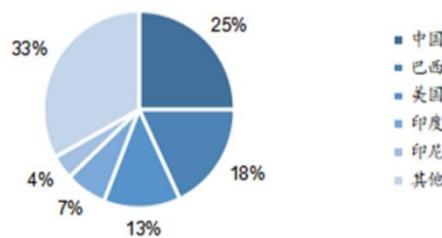
钾肥的主要消费国有中国、巴西、美国和印度等，其中中国钾肥消费量占比约 25%。根据 IFA 的预测，钾肥需求从 2020 年至 2024 年仍将保持年均 3.3% 的增长，预计 2023 年全球钾肥消费量将回升 4%。而亚洲地区作为新兴经济体的经济增速快于主要欧美国家，其钾肥需求增速也超过全球平均水平，根据 Argus 的统计，东南亚、东亚及南亚地区氯化钾需求合计 3000 万吨，过去 10 年亚洲地区钾肥需求复合增速为 4.35%，随着该地区经济快速发展带来的消费升级以及人口增加，即使在现有高价格的基础上，未来亚洲地区钾肥需求增速仍有望继续保持在 4%-5%。

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

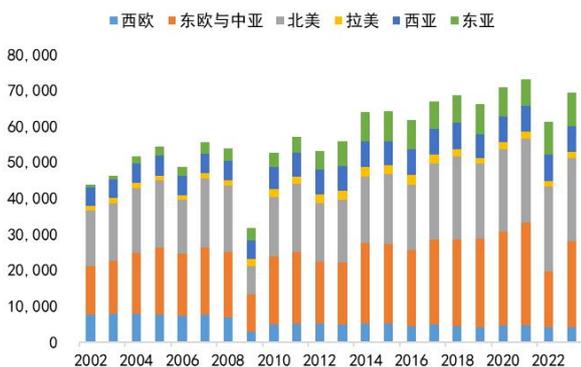
图3：全球钾肥主要消费国家



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 5 月底,国内氯化钾港口库存为 198 万吨,较去年同期减少 112 万吨,降幅为 36.3%。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



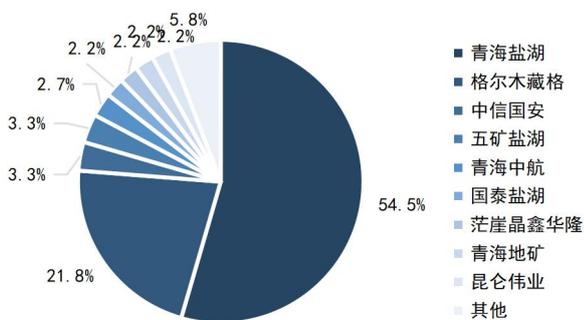
资料来源: Wind, 卓创资讯, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图7: 钾肥进口量及出口量



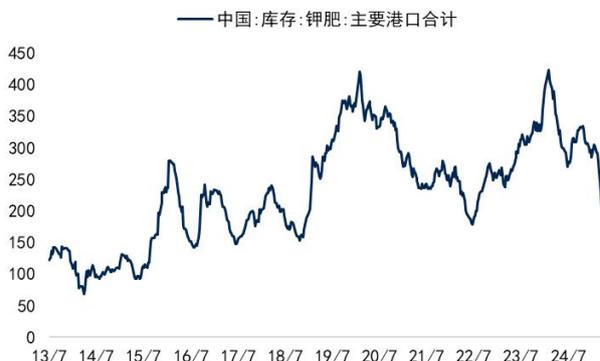
资料来源: Wind, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

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)

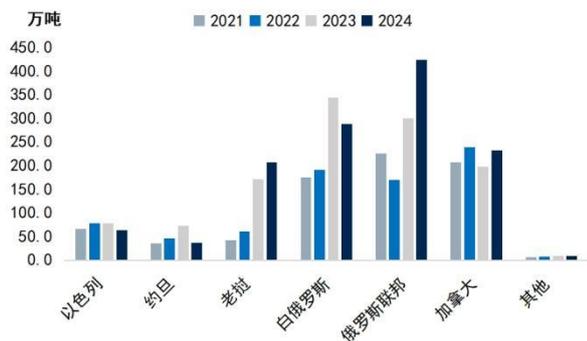


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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%。

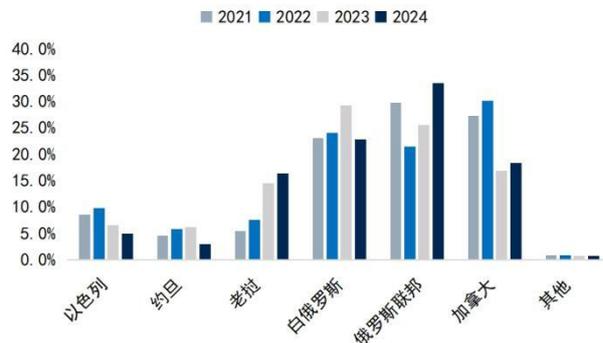
由于中欧班列运费成本较高,来自白俄罗斯的进口占比有所降低。老挝由于中资企业扩产投放,未来是海外进口的核心增量之一。

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。

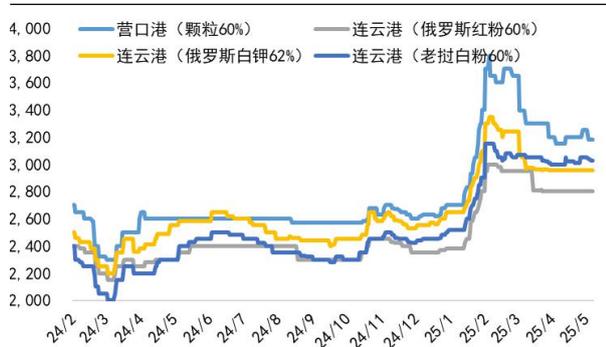
国内化肥冬储需求旺季来临, 国内氯化钾价格不断上涨。2024 年第一季度, 春节前老挝进口量及中欧班列到货量提升, 氯化钾进口增加明显, 市场供应量增加, 而春节过后下游复合肥开工缓步提升, 需求不及预期, 导致价格于 3 月底最低跌至 2100-2200 元/吨。**2024 年第二季度,** 3-5 月份中欧班列由于氯化钾价格较低, 基本没有进口货源, 而国内主要集中在中农、中化以及大贸易商手中, 中农、中化挺价诉求强烈, 而市场上现货流通较少。同时港口库存持续下降, 流通市场现货库存处于低位, 因此价格逐渐上涨, 国内二季度末氯化钾价格上涨至 2500-2600 元/吨。**2024 年第三季度,** 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。2025年第一季度，2月春耕备货提前启动叠加供应端国产钾减产检修、进口流通受限，供需紧平衡推升氯化钾价格飙涨至3286元/吨；3月初国储竞拍增量及进口货源释放缓解供应压力，叠加高价抑制需求，均价环比回落至3056元/吨，但较上季度同期仍涨21.26%。

国内港口库存处于低位，“大合同”尚未落地，短期观望气氛较浓。

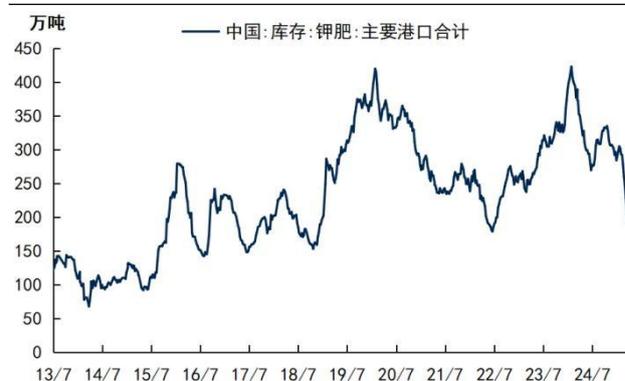
5月国内氯化钾市场延续供需双弱格局，价格两次探涨后均回落，市场走势整体窄幅震荡。月初受氮磷肥提涨情绪传导，贸易商惜售探涨，港口62%白钾一度上探至3280元/吨；但国产钾肥6日下调60%钾出厂价150元/吨至2600元/吨，形成利空压制，市场快速回调。中下旬供需博弈加剧，贸易商挺价情绪再次升温，但下游复合肥及硫酸钾企业受高成品库存制约，压价采购意愿强烈，实单成交僵持。截止稿前，62%钾主流报3200元/吨左右，月均价环比持平于2956元/吨。供应端维持紧平衡，国产钾发运按需推进，港口库存低位；需求端受夏肥补仓迟滞拖累，原料采购以刚需小单为主。国际层面，摩洛哥肥料会议未释放明确大合同信号，市场预期350美元/吨以下长协价，加剧观望情绪。全月市场核心矛盾聚焦于“低库存托底”与“弱需求压制”博弈。尽管氮磷肥出口传闻短暂提振市场情绪，但政策调控及产业链传导不畅制约反弹空间。后市需重点关注长协定价进展及港口去库节奏，在夏肥收尾与秋储空窗期叠加下，预计短期市场仍将维持窄幅震荡，供需僵局亟待国际长协破局。

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。

全球钾肥市场呈现多维博弈格局，区域政策调整与供应链结构性矛盾成定价核心变量：1) 政策冲击重塑贸易流：①欧盟加征俄肥关税：欧洲议会通过对俄化肥的

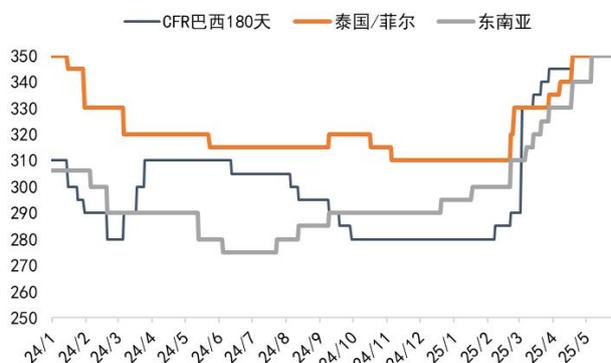
额外关税，若削减俄 NPK 进口量，可能刺激欧洲本土复合肥厂商增加标钾采购，间接推高区域溢价。②亚洲招标缩量落地：印尼 Pupuk 以 360 美元/吨（CFR）敲定 5 万吨标钾标案，仅为初始计划量的 26%，远低于市场预期的 12.5 万吨，凸显买方对高价抵触情绪。预计新一轮招标将快速启动，但供应商挺价策略难改。2) 跨区域供应再平衡：①老挝货源填补欧洲缺口：5 月份老挝向罗马尼亚发运 2.5 万吨颗粒钾，为历史第三次对欧出口，反映欧洲颗粒需求向非俄白货源转移，但价格未披露暗示暗盘溢价存在。②北美淡季反常提价：美国 NoIa 市场春耕尾声仍逆势上涨，供应商全球性控货策略支撑跨区域价格联动，即便低需求市场亦难回调。3) 成本传导与价格展望：①硫酸钾跟涨压力积聚：氯化钾价格攀升开始向硫酸钾传导，主要生产商计划近期调涨报价，埃及 EFIC 水溶硫酸钾项目延期至三季度加剧供应焦虑。②中俄合同博弈僵持：中国 5 月跨境合同仍未签署，6 月谈判尚未启动，港口库存低位运行或迫使妥协。若接受 360 美元/吨以上基准，将触发亚洲现货跳涨。

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

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 阿洛酮糖：阿洛酮糖审批在即，看好国内需求增长

D-阿洛酮糖 (D-psicose/D-allulose) 是一种存在于小麦、鼠刺属植物、甜菜糖蜜、甘蔗糖蜜中的重要稀有糖，自日本香川大学的 Ken Izumori 教授于 1995 年首次提出生物转化法生产阿洛酮糖以来已有近 30 年历史。

低热量，高度还原蔗糖口感，海外诸多国家批准使用

D-阿洛酮糖具有蔗糖 70% 的甜度，但其热量仅相当于同等质量蔗糖的 0.3%。此外，阿洛酮糖具有与蔗糖相似的甜度曲线，因此口感也更接近蔗糖。不同于赤藓糖醇，阿洛酮糖可与食物中的氨基酸或蛋白质发生美拉德反应，改善食物色泽，增加食物风味。阿洛酮糖具备美拉德反应的特点拓展了其在烘焙食品领域的应用。

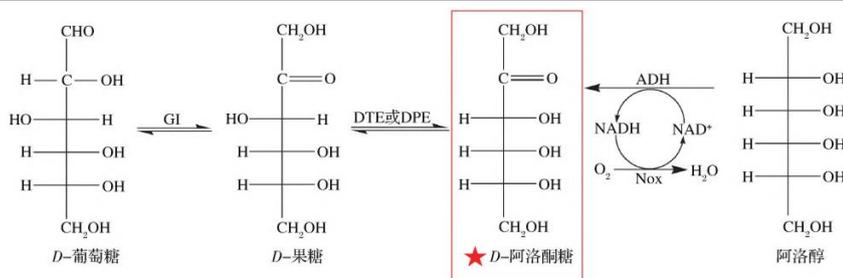
2011 年 8 月，美国食品与药物管理局 (FDA) 确定 D-阿洛酮糖为普遍公认安全食品，可作为食品或食品添加剂的组成成分。2019 年，FDA 宣布将 D-阿洛酮糖排除在“添加糖”“总糖”标签之外，意味着 D-阿洛酮糖的使用限制将在原有基础上进一步放宽。在相关申报中，D-阿洛酮糖可作为代糖用于面包、蛋糕、馅饼、糕点、饼干等烘焙产品，以及碳酸饮料、非碳酸饮料和混合咖啡等饮料类产品，此外，还可以用于口香糖、硬糖、软糖、甜点、冷冻乳制品、酸奶、医疗食品、即食谷物等食品。

阿洛酮糖具有低热量、安全性好、抗氧化、神经保护、口感与蔗糖相近等优点，目前已通过美国、日韩、澳新等多国食品药品监督管理局批准。糖精、甜蜜素等人工甜味剂等具有引发多种疾病甚至是肿瘤的风险，已被多个国家禁止使用；WHO 已于 2024 年 7 月正式宣布阿斯巴甜为 2B 类致癌物质。阿洛酮糖将作为口感更佳、更具安全性与功能性的代糖产品将替代蔗糖与其他低安全性甜味剂。

阿洛酮糖作为天然甜味剂，主要通过生物转化法制备。阿洛酮糖属于天然甜味剂，目前制备阿洛酮糖的方法主要包括化学合成法与生物转化法。化学合成法主要包括选择性醇醛缩合合成法、催化加氢法、Ferrier 重排法等多种方式，但由于化学合成的方法存在经济性差、环境不友好、可利用度低 (最适条件下得率不足 10%) 等问题，未形成工业化产业。生物转化最早由日本香川大学 Ken Izumori 教授提出，生物转化法的发现，帮助阿洛酮糖实现了商业化生产。目前工业生产上主要是通过培育不同工程菌产生 D-阿洛酮糖 3-差向异构酶或 D-塔格糖 3-差向异构酶实现 D-果糖和 D-阿洛酮糖之间的相互转化，从而生产 D-阿洛酮糖。

兼具降血糖、抗氧化、神经保护等多项功能，或将开启保健/药用市场。大量动

图 16: 阿洛酮糖合成路径



GI - 葡萄糖异构酶; DTE - D-塔格糖 3-差向异构酶; DPE - D-阿洛酮糖 3-差向异构酶;
ADH, NAD(P)-依赖型醇脱氢酶; Nox - NADH 氧化酶

图 2 D-阿洛酮糖的生物合成

资料来源：温鑫等《D-阿洛酮糖生物合成研究进展》，食品与发酵工业，2023 年第 49 卷第 1 期，国信证券经济研究所整理

物及人体试验表明，D-阿洛酮糖经过肠道后几乎不发生代谢、不产生热量，且可以有效降低餐后血糖、控制体重、减少脂肪积累。此外，研究表明，阿洛酮糖具有降血糖、抗氧化，又具有防止脂肪堆积、发挥神经保护作用和清除活性氧自由基等生理功能，未来可用于制备特医食品、保健品和合成药物，开启更广阔的应用空间。目前全球阿洛酮糖的食品领域需求量占比 82%，医学和保健品领域需求量占比达到 14%。由于其独特的保健与药用功能，医药领域增长率达到 17.6%，高于食品领域增长率。2023 年食品领域阿洛酮糖需求量为 1.08 万吨，药品领域约为 1946 吨，预计 2030 年食品领域、医药和保健品领域阿洛酮糖需求量各达到 3.2 万吨、0.6 万吨。

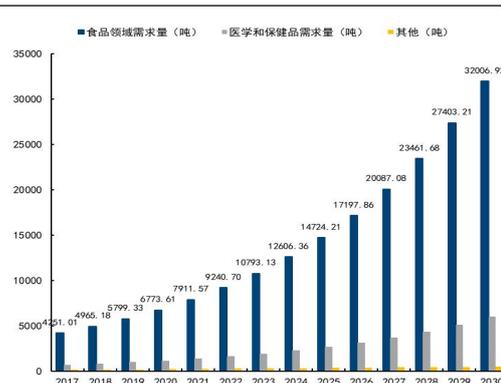
全球阿洛酮糖市场规模快速提升，根据 FMI 研究数据显示，全球市场规模由 2017 年 152.72 百万美元上升至 2023 年的 236.90 百万美元，年度复合增长率达到 7.7%。随着需求增大和各国获批进程加快，增长率还将上升，预计 2030 年达到 423.49 百万美元。根据 FMI 预测，我国阿洛酮糖市场预计获批后预计增速将快于全球市场，预计年度复合增长率达到 8.65%，2024 年获批后市场规模或将达到 55.58 百万美元，2030 年有望达到 117.30 百万美元，占全球市场比重超过 25%。

图17: 2017-2030 年全球和中国阿洛酮糖市场规模预测



资料来源: Future Market Insights (FMI), 国信证券经济研究所整理

图18: 2017-2030 年下游应用领域需求量



资料来源: 邓莉川, 丁子元, 王小艳, 李义, 陈博, 佟毅等, 《D-阿洛酮糖的功能特性及其应用进展》. 当代化工 2018 年第 47 卷第 5 期, 国信证券经济研究所整理

根据 D-阿洛酮糖物理性质的差异，可以分为液体、粉体、晶体状阿洛酮糖。市售的 D-阿洛酮糖产品多以液体产品和粉末状固体产品为主。液体阿洛酮糖常用于饮品中添加；而粉末状固体产品在添加量大时会聚集在一起，很难快速溶解，限制了产品的应用范围。大的 D-阿洛酮糖晶体颗粒能很好的避免粉体成坨问题，大晶体颗粒也有利于晶体与母液分离。全球阿洛酮糖生产企业包括百龙创园、英国泰莱、日本松谷化学、韩国希杰等少数几家企业。其中，百龙创园生产的阿洛酮糖为更加稳定的晶体，海外几家企业则以生产阿洛酮糖液体为主。

阿洛酮糖国内总产能约 3 万吨，主要集中在百龙创园、三元生物、保龄宝等企业。2022 年美国代糖市场规模为 6.19 亿美元，其中阿洛酮糖市场规模达到 0.78 亿美元，以美国已经对阿洛酮糖的应用为参考，预计中国和欧洲市场打开后，将具备 1.42 亿和 1.38 亿美元的市场潜力。伴随国内批复不断推进，下游饮品、乳品、冰品、零食等多领域已先行布局阿洛酮糖新品，预计国内获批后阿洛酮糖需求将快速上量，带动相关企业业绩上行。

阿洛酮糖审批加速。2025 年 3 月 21 日，阿洛酮糖等 4 种新食品原料已通过国家

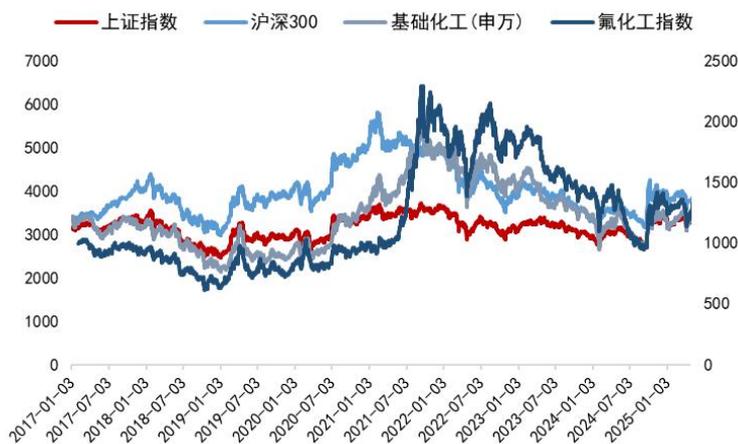
食品安全风险评估中心专家评审委员会技术审查，后经过国家卫健委最终审批后将面向社会公告，阿洛酮糖在我国获批进展重大。

建议关注【百龙创园】，阿洛酮糖获批在即，关税风险逐步消除，公司作为阿洛酮糖及膳食纤维双龙头企业将充分受益国内健康需求提升。2024年5月，公司“3万吨膳食纤维项目”与“1.5万吨结晶果糖项目”投产，营收、利润实现持续增长。此外，公司投建泰国大健康新食品原料项目，包括1.9万吨阿洛酮糖，2万吨抗性糊精，6000吨低聚果糖，预计2026-2027年投产。公司将借由泰国原材料价格优势以及税收优势，进一步压缩成本端支出，实现降本增效。随着公司核心产品新增产能投产，海内外全面发力巩固行业主导地位。

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5月末（5月29日），上证综指收于3363.45点，较4月末（4月30日）上涨2.57%；沪深300指数报3858.70点，较4月末上涨2.34%；申万化工指数报3429.57，较4月末上涨3.35%；氟化工指数报1293.96点，较4月末上涨2.29%。5月氟化工行业指数跑输申万化工指数1.06pct，跑输沪深300指数0.05pct，跑输上证综指0.28pct。

图19：氟化工行业指数与其他指数表现



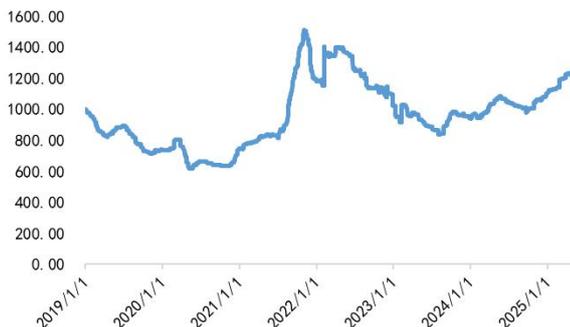
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

据我们编制的国信化工价格指数，截至2025年5月29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1205.10、1799.47点，分别较4月底-0.90%、+0.35%。

图20：国信化工氟化工价格指数

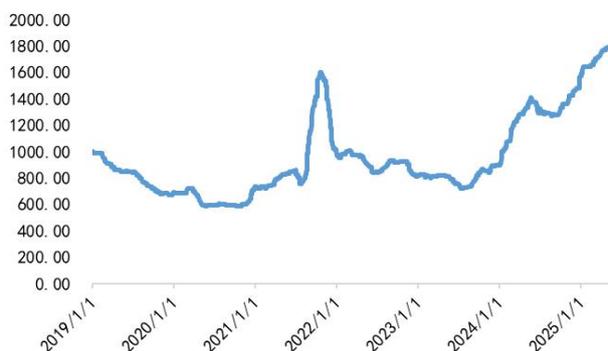
图21：国信化工制冷剂价格指数

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

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22：氟化工产业链主要品种：价格及涨跌幅跟踪

产品	当前价格	月涨跌幅	较25年年初	较24年同期	价格单位
二氯甲烷	3350	8.06%	-6.94%	3.08%	元/吨
三氯甲烷	3000	-4.76%	-4.76%	-4.76%	元/吨
三氯乙烯	5076	1.52%	51.12%	5.42%	元/吨
四氯乙烯	4400	-13.73%	-4.68%	-10.99%	元/吨
萤石	3500	-5.41%	-5.41%	-7.89%	元/吨
氢氟酸	11375	0.00%	4.12%	4.84%	元/吨
R22	35500	0.00%	7.58%	24.56%	元/吨
R32	49000	1.03%	16.67%	38.03%	元/吨
R125	45000	0.00%	7.14%	13.92%	元/吨
R134a	47500	0.00%	10.47%	55.74%	元/吨
R152a	28000	0.00%	47.37%	51.35%	元/吨
R142b	28500	0.00%	72.73%	78.13%	元/吨
R143a	46000	0.00%	29.58%	-23.33%	元/吨
R227ea	49000	3.16%	13.95%	28.95%	元/吨
PTFE	41000	-2.38%	-2.38%	-3.53%	元/吨
PVDF粉料	60000	-4.76%	15.38%	1.69%	元/吨
PVDF锂电	55000	0.00%	10.00%	-8.33%	元/吨
HFP	35000	-11.17%	-0.85%	-2.78%	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

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，主流制冷剂产品价格逐步统一，并迎来持续上涨。二季度受夏季高温天气驱动，制冷剂消费进入传动旺季，在低库存背景下交易活跃度逐步提升。展望三季度，在“以旧换新”政策持续发力以及上半年高负荷生产后企业将陆续进入检修周期的背景下，预计三季度市场价格将呈现月度阶梯式上涨态势，市场有望在温和提振下进一步走强。

据氟务在线，截止至 2025 年 5 月 29 日，R22 在“打非整治”政策提振下市场信心增强，叠加 6 月需求旺季来临，企业报价提升至 3.55-3.7 万元/吨；R32 表现最为亮眼，作为制冷剂市场的主流品种，其报价已突破 5.2 万元/吨大关，主要得益于空调排产同比持续增长；R134a 则在售后需求的强力支撑下，成交价攀升至 4.7-4.9 万元/吨；而 R125 市场表现相对平稳，R410a 则因原料 R32 价格上涨而延续上调趋势。

总结来看，内贸价格方面，根据百川盈孚、卓创咨询，本月 R22 维持报价 36000 元/吨；R134a 报价提升至 47500 元/吨，较上月+500 元/吨；R125 维持报价 46000 元/吨；R32 报价提升至 49000 元/吨，较上月+1000 元/吨；R410a 维持报价 48000 元/吨；R152a 维持报价 28000 元/吨；R142b 维持报价 30000 元/吨；R143a 维持报价 46000 元/吨。

图23: 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24: 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

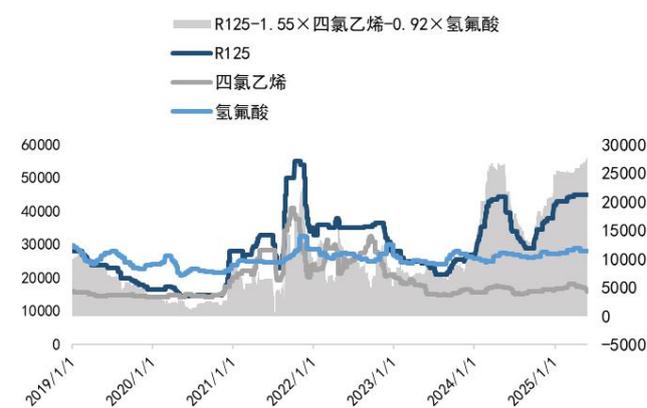
图25: 三代制冷剂 R32 价格与价差走势

图26: 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27: 三代制冷剂 R134a 价格与价差走势



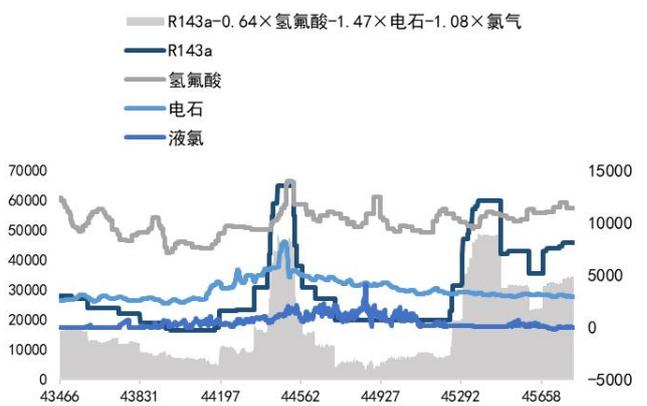
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图28: 三代制冷剂 R143a 价格与价差走势



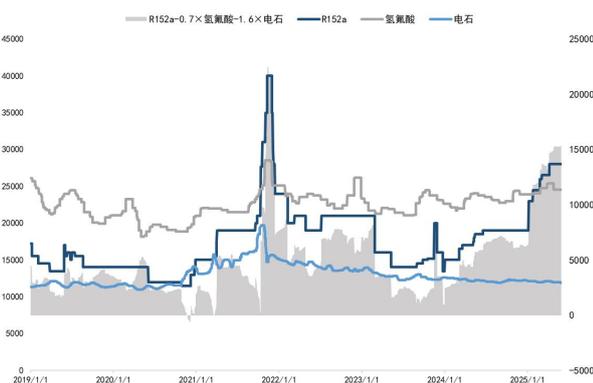
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图29: 三代制冷剂 R152a 价格与价差走势

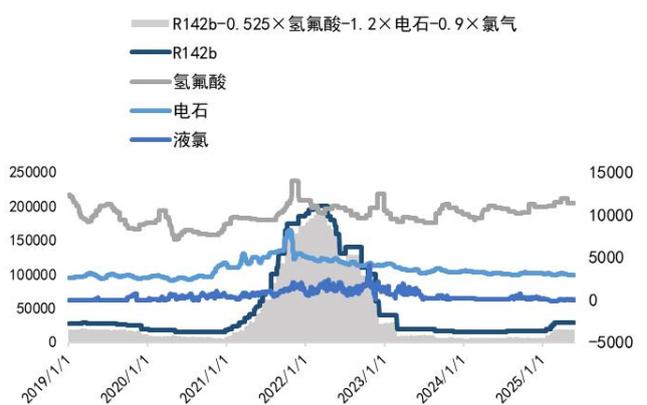


资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图30: 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



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

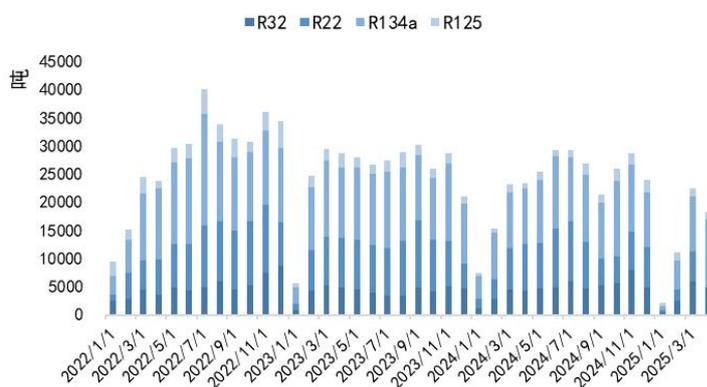
制冷剂出口数据跟踪

2025年1-4月，R22出口1.30万吨，同比下降37.0%；R32出口1.39万吨，同比增长9.0%；R125/143系列出口0.47万吨，同比增长29.0%；R134a出口2.77万

吨，同比下降 13.4%。从出口数据来看，制冷剂海外需求持续增长以 R32 为主。从 4 月数据来看：R22 同比下降 36%，R32 同比增长 16%，R134a 同比增长 21%，R125/143 系列同比增长 43%，4 月出口量显著回温。

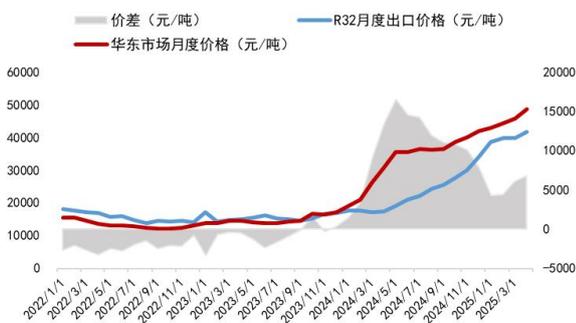
出口价格方面，截止至 2025 年 4 月出口均价，R22、R32、R134a 等产品外贸价格与内贸价格仍然倒挂：外贸价格低于内贸价格，但 R32、R134a 等产品价差快速收敛。具体来看，2025 年 4 月 R32 出口均价为 41885 元/吨，与内贸价差为 6815 元/吨；R22 出口均价为 24577 元/吨，与内贸价差 9923 元/吨；R134a 出口均价为 42241 元/吨，与内贸价差为 4009 元/吨；R125/R143 系列出口均价为 31499 元/吨，与内贸价差 14751 元/吨。

图31：2022-2025 年各主要制冷剂出口量趋势



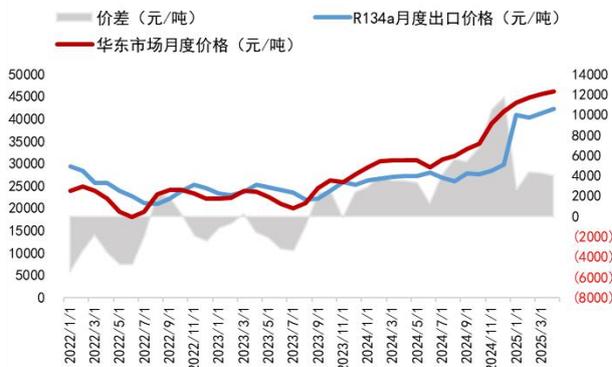
资料来源：海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图32：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

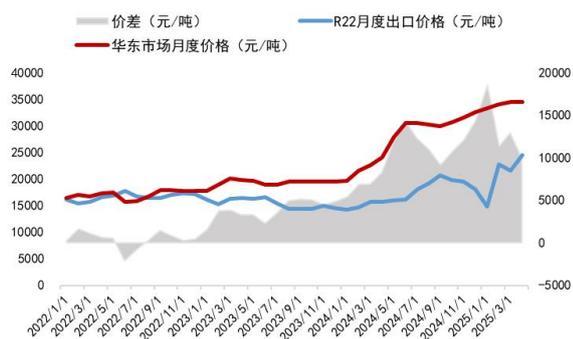
图33：R134a 内外贸价格与价差跟踪



资料来源：海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图34：R22 内外贸价格与价差跟踪

图35：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



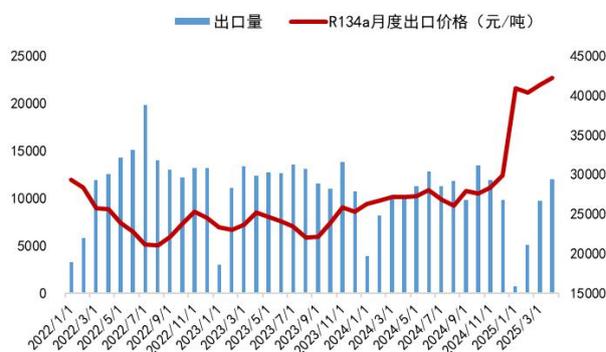
资料来源：海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图36: 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37: R134a 出口量及出口单价跟踪



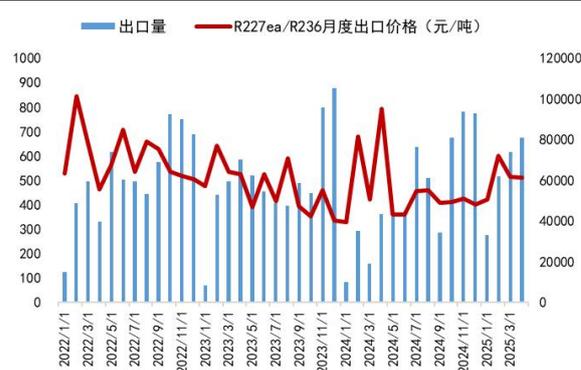
资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图38: R125/R143a/R143 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39: 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

图40: R245fa/R245ca 出口量及出口单价跟踪

图41: 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：海关总署、国信证券经济研究所整理

空调：2025 年二季度整体排产同比持续增长

2025 年 6 月空调总排产持续双位数增长，内销需求旺盛。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 年上半年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，5 月随着 618 大促节点临近叠加需求旺季，排产表现强势增长。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，1-3 月我国空调累计出口 2973 万台，同比+17.4%，4 月除北美市场受关税影响下滑外，拉美、欧洲、中东、非洲等地区表现仍然较好。6-8 月受去年同期基数较高及关税调整部分订单转移海外生产影响，今年排产同比下滑。

排产方面，据产业在线家用空调内销排产报告显示，2025 年 6 月排产 1366 万台，同比+29.3%；7 月排产 1137 万台，同比+22.8%；8 月排产 694 万台，同比-9.2%。出口排产方面，2025 年 6 月出口排产 684 万台，同比-18.3%；7 月出口排产 576 万台，同比-16.9%；8 月排产 515 万台，同比-6.6%。6 月整体排产 2050 万台，同比+11.5%。

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%，年产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 1-4 月，汽车产销量分别为 1017.5 万辆和 1006 万辆，分别同比增长 11.1% 和 10.8%。**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 1-4 月,汽车整体出口为 193.48 万辆,同比增长 6.0%。

冰箱/冷柜：二季度冰箱内销排产逐步走出调整期，冷链健康发展

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。5-6 月排产受五一促销叠加 618 电商大促，终端销售环比改善，消费者需求有效激活。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亚洲、拉美、非洲等新兴市场；二季度受美国加征关税影响，冰箱出口进入下行通道，部分企业暂停了输美业务，并转移订单至海外工厂。根据海关总署，2025 年 1-4 月，我国冰箱累计出口 2681 万台，同比+7.6%。根据产业在线预测，2025 年 6 月冰箱内销排产 334 万台，较去年实绩增长 4.3%；出口排产 456 万台，较去年实绩下降 6.6%。

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%。2025 年 4 月全国冷柜产量 204.3 万台，同比减少 15.2%。

2025 年二代制冷剂履约加速削减，三代制冷剂配额制度延续，R22、R32 等品种行业集中度高；需求端受国补政策刺激、欧美补库、东南亚等新兴区域需求增长等因素影响，海内外空调生产、排产持续提升。二代制冷剂 R22 等品种在供给快速收缩、空调维修市场的支撑下，预计 2025 年将出现供需缺口；三代制冷剂 R32 供给虽同比小幅提升，但 2024 年库存消耗殆尽，需求端也呈现快速增长，预计 2025 年将保持供需紧平衡。我们认为，制冷剂配额约束收紧为长期趋势方向，在此背景下，我们看好 R22、R32 等二代、三代制冷剂景气度将延续，价格长期仍有较大上行空间；对应二代、三代制冷剂配额龙头企业有望保持长期高盈利水平。

氟制冷剂的升级换代，已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。我们建议关注产业链完整、基础设施配套齐全、规模领先以及工艺技术先进的氟化工龙头企业，如【三美股份】、【巨化股份】、【东岳集团】等公司。

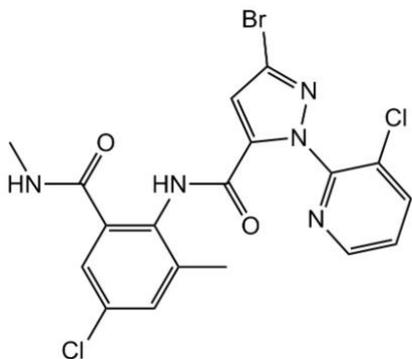
3.4 农药：行业供给突发受限，杀虫剂有望阶段性涨价

氯虫苯甲酰胺是全球第一大杀虫剂，专利过期后行业产能快速扩张

氯虫苯甲酰胺全球年销售额超 20 亿美元，是全球第一大杀虫剂。氯虫苯甲酰胺是由原美国杜邦公司于 2000 年发现的新型邻甲酰胺基苯甲酰胺类杀虫剂，最早于 2008 年上市，商品名为“康宽”，2017 年氯虫苯甲酰胺业务被富美实公司收购，相关知识产权随之转移。2022 年 8 月 13 日，氯虫苯甲酰胺在中国的化合物专利 CN100391338C 到期，市场格局由此发生深刻变化。自 2008 年上市以来，氯虫苯甲酰胺凭借高效的杀虫效果，迅速成为明星杀虫剂产品，已经在全世界 130 多个国家进行销售，据中农纵横，氯虫苯甲酰胺的全球销售额已从 2008 年的 0.55 亿美元增长至 2023 年的 20 亿美元，是全球第一大杀虫剂。

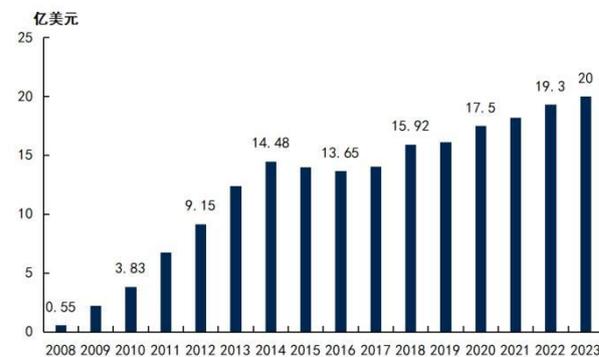
专利到期后氯虫苯甲酰胺市场价格持续下降。据世界农化网，2008 年氯虫苯甲酰胺进入中国市场时，其原药价格高达 300 万元/吨。然而，随着专利到期和市场竞争加剧，价格呈现显著下降趋势。据美邦股份《2023 年年度主要经营数据公告》，其 2022/2023 年氯虫苯甲酰胺原药采购均价分别为 52.75、37.27 万元/吨。据中农立华，2024 年氯虫苯甲酰胺原药价格从年初的 32 万元/吨下跌至年底的 21 万元/吨，全年累计跌幅达到 34.38%，是各类农药品种中下滑最快、幅度最大的品种。这一价格暴跌的主要原因是专利到期后，众多企业涌入市场，产能迅速扩张，产品登记数量激增，导致市场竞争加剧。2025 年以来，受中间体及开工率影响，有效产能释放偏低，氯虫苯甲酰胺价格触底反弹，价格自 21 万元/吨上涨至 5 月 25 日的 22.8 万元/吨，涨幅 8.57%。

图42: 氯虫苯甲酰胺化学结构式



资料来源：世界农化网，国信证券经济研究所整理

图43: 氯虫苯甲酰胺全球市场销售额

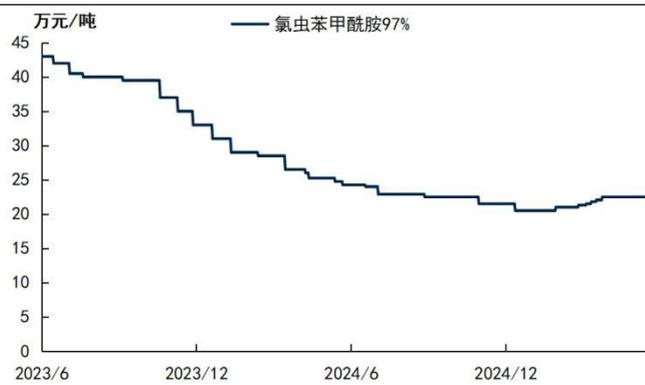


资料来源：中农纵横、世界农化网、KLEFFMANN、Kynetec、Agbio，国信证券经济研究所整理

氯虫苯甲酰胺行业规划产能较大，但当前实际生产企业较少。2022 年 8 月 13 日，氯虫苯甲酰胺在中国的化合物专利 CN100391338C 到期，而国内多家企业早在专利到期前多年便进行了技术研发和产业化，因此氯虫苯甲酰胺专利过期后国内企业纷纷布局原药生产。2024 年 1 月，友道化学披露公司植保二期万吨氯虫苯甲酰胺原药装置顺利达产，合计名义产能达到 1.1 万吨/年，是全球产能最大的氯虫苯甲酰胺原药生产企业。据百川盈孚，目前国内氯虫苯甲酰胺有效产能约 2.7 万吨/年，具体分布为友道化学（1.1 万吨/年，41%）、利尔化学（0.5 万吨/年，19%）、内蒙古灵圣（0.3 万吨/年，11%）、内蒙古中高（0.3 万吨/年，11%）、红太阳（0.2 万吨/年，7%）、辉隆农资（0.2 万吨/年，7%）、山西绿海（0.1 万吨/年，4%）。规划产能方面，据我们不完全统计，目前国内在建/规划的氯虫苯甲酰胺原药产能已超 10 万吨/年，而据中农纵横和世界农化网报道，当前全球每年的氯虫苯甲酰胺原药需求仅 1 万余吨，如若规划产能全部投产，氯虫苯甲酰胺行业将面临严重

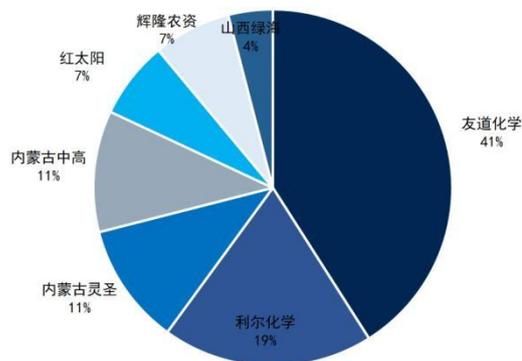
的产能过剩问题。而从实际进展看，受制于中间体 K 胺的供应及原药价格持续下行影响，前期规划产能并未全部进入建设阶段，或建设进度放缓，当前 2.7 万吨/年的有效产能相比超 10 万吨/年的规划产能也说明建设进度缓慢。

图44: 氯虫苯甲酰胺市场价格走势



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图45: 国内企业氯虫苯甲酰胺现有产能分布



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

表2: 国内氯虫苯甲酰胺规划产能 (不完全统计)

企业	布局产能 (吨/年)	备注
立本作物 (内蒙古灵圣)	20000	一期产能 10000 吨/年, 已建成 3000 吨/年
中山化工 (内蒙古中高)	20000	一期 3000 吨建成
友道化学	11000	2025/5/27 发生爆炸事故
利尔化学 (荆州三才堂+广安利尔)	10000	5000+5000, 目前 5000 吨/年生产装置正在加紧建设之中
富美实 (上海)	6000	最大产能
广信股份 (安徽广信)	7000	环评
红太阳 (重庆华歌)	8000	2000+6000, 现有 2000 吨/年产能, 另有 1000 吨/年在建项目预计 2025 年 9 月底完工
山东天盛 (山东亿盛)	5000	此前环评的 10000 吨/年产能不再建设
海利尔	3000	恒宁二期
美邦药业 (陕西诺正)	2000	2023 年 7 月公告
雅本化学	2000	2025 年 1 月环评
安徽辉隆瑞美福	2000	2024 年 6 月 12 日在投资者互动平台回复, 2000 吨/年氯虫苯甲酰胺项目预计 2024 年底投产
正邦作物 (江西汇和)	2000	
中期股份 (淮安国瑞)	1500	2023 年 10 月环评
扬农化工 (辽宁优创植物)	1300	
长青股份 (长青湖北)	1000	尚未投建
甘肃中贸投	1000	2023 年 7 月环评
河北帝安农	1000	2022 年 9 月环评
荆门金贤达	1000	

资料来源: 世界农化网、中农纵横、原料药情报局、各公司公告、各公司环评, 国信证券经济研究所整理 注: 产能不代表产量, 实际产量请以各公司公告为准

K 胺是氯虫苯甲酰胺最关键中间体, 连续硝化工艺有望加速推广

氯虫苯甲酰胺合成反应步骤较长, K 胺是最关键中间体。氯虫苯甲酰胺合成反应步骤较长, 最后一步反应为 K 酸、K 胺通过酰胺化反应制得氯虫苯甲酰胺。当前国内企业建设/规划的氯虫苯甲酰胺产能多为外采 K 酸、K 胺进行生产, 因两个中间体价格居高不下而利润微薄; 部分企业规划配套 K 酸产能, 以 2, 3-二氯吡啶为起始原料, 经过胺化、环合、溴代、氧化、碱解五步合成 K 酸, 而 K 胺需外购;

还有一部分企业建设/规划配套 K 胺产能，K 胺中间产物“3-甲基-2-氨基苯甲酸”制备过程中硝化反应、加氢还原反应危险性大，且硝化反应有副反应，存在对设备要求高，污水多，处理难度大等问题。“硝化”工艺的审批与立项壁垒相对较高；另硝化工艺废水量较大，难以处理，目前只有少数生产厂家建设/规划。据友道化学环评公告，其厂区建设有硝化装置区、加氢装置区。2025 年 5 月 27 日事故发生后，我们预计涉及硝化工艺的 K 胺行业安全检查力度将会提高，行业开工率或受到一定影响，K 胺的供应或将出现阶段性趋紧。

化工行业硝化工艺全流程自动化改造工作有望加快推进。硝化工艺反应速度快、放热量大，部分反应物料、产物、副产物等具有爆炸危险性，硝化企业近年来发生过 2015 年山东东营“8·31”、2017 年江苏连云港“12·9”、2019 年江苏响水“3·21”等多起重特大事故，硝化工艺是 18 种重点监管工艺中发生重特大事故最多的工艺。为规范和加强硝化工艺全流程自动化改造工作，2024 年应急管理部发布《化工企业硝化工艺全流程自动化改造工作指南（试行）》，硝化工艺主要分为间歇硝化和连续硝化工艺，连续硝化工艺反应物料配比准确、工艺指标稳定，生产效率大幅提高，且工人劳动强度大幅降低，未来有望加速替代危险性更高的间歇硝化工艺，行业落后产能有望得到出清。

氯虫苯甲酰胺竞品需求有望出现阶段性提升

氯虫苯甲酰胺作为一种控制性广谱杀虫剂，其核心价值是内吸性强和持效期长，但也面临着害虫抗药性日益增加的问题，在部分领域，其他杀虫剂可实现与氯虫苯甲酰胺相似的效果，目前氯虫苯甲酰胺的主要竞品有同为双酰胺类杀虫剂的四氯虫酰胺、溴氰虫酰胺，以及茚虫威、乙基多杀菌素等高端农药，以及传统杀虫剂如甲维盐、阿维菌素、杀虫单、杀虫双，此外部分菊酯类杀虫剂、毒死蜱也可在部分应用场景中替代氯虫苯甲酰胺。目前氯虫苯甲酰胺价格处于低位，下游接受度较高，若其价格短期内出现暴涨，下游可可能选择换用其他杀虫剂，进而使得氯虫苯甲酰胺的替代品的需求提升。

爆炸事件或将成为下一轮农药周期复苏的拐点

据新华社报道，2025 年 5 月 27 日 11 时 57 分左右，高密市友道化学有限公司一车间发生爆炸事故。经各级组织力量全力搜救，截至当日 19 时 25 分，事故造成 5 人死亡，6 人失联，19 人轻伤。根据《重大事故查处挂牌督办办法》，国务院安委会决定对该起事故查处实行挂牌督办。据百川盈孚及友道化学官网，其建设有 1.1 万吨/年氯虫苯甲酰胺产能，国内产能占比约 41%。

友道化学此次事故发生后，根据《重大事故查处挂牌督办办法》，国务院安委会决定对该起事故查处实行挂牌督办，我们预计近期国内相关化工园区，尤其是涉及硝化反应、重氮化反应的化工园区将进行事故类比排查，部分企业可能因为存在类似安全风险、全流程自动化改造工作不到位等问题而短期停产或降低开工率，进而影响涉及硝化反应的农药供应。农药是典型的精细化工行业，中间体繁多，硝化中间体在农药中的应用非常广泛，如氯虫苯甲酰胺（中间体有 3-甲基-2-氨基苯甲酸）、二甲戊灵（中间体有 3,4-二甲基硝基苯）、2,4-滴（中间体有 2,4-二硝基甲苯）、吡虫啉（中间体有硝基胍），因此若后续国内安全生产排查趋严，硝基中间体的供应或将趋紧，进而影响相关农药的生产。此外，从过往的农化周期看，农药行业景气修复周期与安全环保趋严紧密相关，如 2013 年草甘膦行业环保核查、2019 年响水爆炸事故、2021 年能耗双控之后不久农药行业便进入景气复苏周期，相关农药价格上涨，企业盈利修复。当前正处于农药行业的下行周期底部，中农立华原药价格指数自 2021 年 11 月以来便持续下跌超过 3 年，2025 年 5

月 25 日报 72.98 点，较 2021 年 10 月 31 日 211.8 点的周期高点跌幅达 65.54%，2023/2024 年国内多数农药公司盈利水平大幅下降甚至陷入亏损。今年以来，农药行业的库存周期基本接近尾声，行业供给秩序逐步恢复，农药出口数量持续增长，国内外需求表现良好，供应过剩是压制农药价格的核心原因，此次爆炸事故或将成为下一轮农药周期复苏的拐点。

建议关注多个主营产品价格上涨，公司业绩大幅改善的【利民股份】（甲维盐、阿维菌素）；布局氯虫苯甲酰胺多年的【利尔化学】，公司近些年在国内外做了大量的市场布局，目前已获得多个国家的氯虫苯甲酰胺原药登记，5000 吨/年生产装置正在加紧建设之中；具有氯虫苯甲酰胺替代品产能的【扬农化工】（拟除虫菊酯类杀虫剂）、【海利尔】（双酰胺类杀虫剂）等。

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 (MRQ)
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
000893.SZ	亚钾国际	优于大市	28.83	1.04	2.01	2.94	27.7	14.3	9.8	2.2
605016.SH	百龙创园	优于大市	25.72	0.76	1.07	1.33	33.8	24.0	19.3	4.7
603379.SH	三美股份	优于大市	47.41	1.28	2.62	3.02	37.0	18.1	15.7	4.2
002734.SZ	利民股份	优于大市	16.47	0.23	0.95	1.13	71.6	17.3	14.6	2.6
601857.SH	中国石油	优于大市	8.31	0.90	0.89	0.92	9.2	9.3	9.0	1.0
688196.SH	卓越新能	优于大市	40.15	1.24	3.63	4.98	32.4	11.1	8.1	1.7

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所提及的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