



聚焦新格局，探寻新动能

——化工行业 2025 年中期策略报告

化工分析师：翟启迪、孙思源



聚焦新格局，探寻新动能

——化工行业 2025 年中期策略报告

2025 年 6 月 17 日

核心观点

- 行业复盘：供需压力较大，化工景气低位徘徊** 25Q1 石油化工和基础化工板块分别实现归母净利润 170、371 亿元，同比分别变化-23.5%、4.7%。其中，油价中枢下移预计仍是拖累石油化工板块业绩的主因；基础化工板块业绩增长或与行业规模扩张、供应扰动引发部分产品涨价潮等因素有关。25Q1 石油化工、基础化工板块销售毛利率分别为 14.3%、17.9%，处历史底部区间。
- 行业展望：静待周期筑底，把握化工结构性机会** 在不发生原油供应大幅中断的情况下，预计 25H2 Brent 原油价格运行区间为 60-70 美元/桶，行业成本端压力有望适度缓解，但行业景气修复程度与供需息息相关。供给端，一方面 2024 年以来化工行业资本开支增速趋缓，在建、存量产能仍待时间消化；另一方面，低景气有望加速落后产能淘汰、增强行业自律动能。需求端，国际贸易摩擦仍在反复，化工品出口预计面临一定挑战；政策端持续发力下，聚焦内需潜力的释放，静待化工景气周期筑底向上。我们认为，25H2 应重点关注内需提振、供给侧约束、新材料国产替代三条主线，把握化工结构性投资机会。
- 聚焦内需主线，把握成长确定性机会** 1) 西部大开发高质量推进，民爆板块迎新机，关注广东宏大、雪峰科技、易普力等。2) 钾肥价格中枢上行，有望迎量利齐升，关注亚钾国际。3) 磷矿供需持续偏紧，资源型企业有望充分受益，关注芭田股份、云天化、兴发集团、川恒股份等。4) 以旧换新持续推进，改性塑料规模稳步扩张，关注国恩股份、金发科技、沃特股份、会通股份等。
- 关注供给侧约束，探寻周期弹性机会** 1) 涤纶长丝产能趋于集中，行业自律或激发周期弹性，关注新凤鸣、桐昆股份、恒逸石化等。2) 有机硅产能扩张步入尾声，行业供需格局有望优化，关注东岳硅材、新安股份等。3) 政策层面强监管，制冷剂高景气延续，关注巨化股份、三美股份、永和股份等。
- 赋能新质生产力，新材料国产替代或提速** 1) 成核剂需求稳步增长，国产替代或提速，关注呈和科技。2) AI 助推全球算力需求，电子级 PPO 成长可期，关注圣泉集团。3) VR/AR 光学镜片首选材料，COC/COP 国产放量在即，关注阿科力。4) 自主产能释放，高性能 PI 薄膜垄断格局有望打破，关注瑞华泰。
- 风险提示：**原料价格大幅上涨的风险，下游需求不及预期的风险，项目达产不及预期的风险，国际贸易摩擦加剧的风险等。

重点公司盈利预测与估值 (2025/6/16)

股票代码	股票简称	EPS				PE				投资评级
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
002768.SZ	国恩股份	2.49	2.61	3.30	3.93	9.25	10.06	7.95	6.67	推荐
000893.SZ	亚钾国际	1.02	1.90	2.66	3.44	19.70	16.54	11.81	9.12	推荐
002170.SZ	芭田股份	0.43	1.23	1.46	1.66	20.53	8.52	7.22	6.32	推荐
600096.SH	云天化	2.91	3.02	3.15	3.29	7.67	7.45	7.14	6.83	推荐
603225.SH	新凤鸣	0.72	0.94	1.20	1.43	15.42	11.23	8.82	7.37	推荐
605020.SH	永和股份	0.66	1.23	1.63	1.86	30.67	19.65	14.88	11.98	推荐
688323.SH	瑞华泰	-0.32	0.08	0.21	0.44	-38.62	179.91	63.59	31.39	推荐

资料来源：iFind，中国银河证券研究院（注：以上标的盈利预测与估值取自 iFind 一致预期）

化工行业

推荐 维持评级

分析师

翟启迪

☎: 010-8092-7677

✉: zhaiqidi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060004

孙思源

✉: sunsiyuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070004

相对沪深 300 表现图

2025-6-16



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、化工景气低位徘徊，静待周期筑底向上	4
(一) 板块业绩表现分化，盈利能力有望筑底	4
(二) 地缘放大油价波动，成本不确定性增强	6
(三) 资本开支增速转负，静待供给压力消化	8
(四) “两新”政策落地显效，内需活力持续释放	9
二、聚焦内需主线，把握成长确定性机会	12
(一) 西部大开发高质量推进，民爆板块迎新机	12
(二) 钾肥价格中枢上行，有望迎量利齐升	16
(三) 磷矿供需持续偏紧，资源型企业有望充分受益	19
(四) 以旧换新政策持续推进，改性塑料规模稳步扩张	22
三、关注供给侧约束，探寻周期弹性机会	25
(一) 涤纶长丝产能趋于集中，行业自律或激发周期弹性	25
(二) 有机硅产能扩张步入尾声，行业供需格局有望改善	28
(三) 政策层面强监管，制冷剂高景气延续	31
四、赋能新质生产力，新材料国产替代或提速	34
(一) 成核剂需求稳步增长，国产替代进程有望提速	34
(二) AI 助推全球算力需求，电子级 PPO 成长可期	36
(三) VR/AR 光学镜片首选材料，COC/COP 国产放量在即	39
(四) 自主产能释放，高性能 PI 薄膜垄断格局有望打破	42
五、投资建议	44
(一) 基础化工估值处于相对低位，具有中长期配置价值	44
(二) 投资建议	45
六、风险提示	47

一、化工景气低位徘徊，静待周期筑底向上

(一) 板块业绩表现分化，盈利能力有望筑底

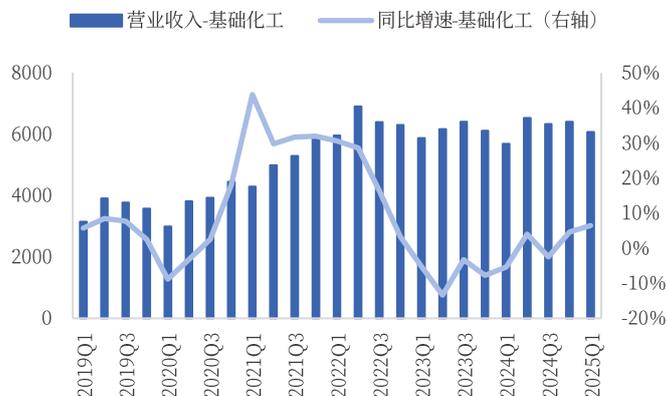
25Q1 石油化工与基础化工业绩表现分化。25Q1 年石油化工和基础化工板块分别实现营业收入 10151、6070 亿元，同比分别变化-7.1%、6.4%；分别实现归母净利润 170、371 亿元，同比分别变化-23.5%、4.7%。25Q1Brent 和 WTI 原油均价分别为 75.0、71.5 美元/桶，同比分别下降 8.3%、6.9%。其中，油价中枢下移预计仍是拖累石油化工板块业绩的主因；基础化工板块业绩增长或与行业规模扩张、供应扰动引发部分产品涨价潮等因素有关。25Q1 石油化工、基础化工板块销售毛利率分别为 14.3%、17.9%，处历史底部区间。我们认为，行业低景气有望加速落后产能淘汰、增强行业自律动能。同时，随着国内刺激内需政策的持续加码，终端需求动能有望逐步企稳，静待行业景气周期筑底向上。

图1：石油化工板块营业收入（亿元）及同比增速



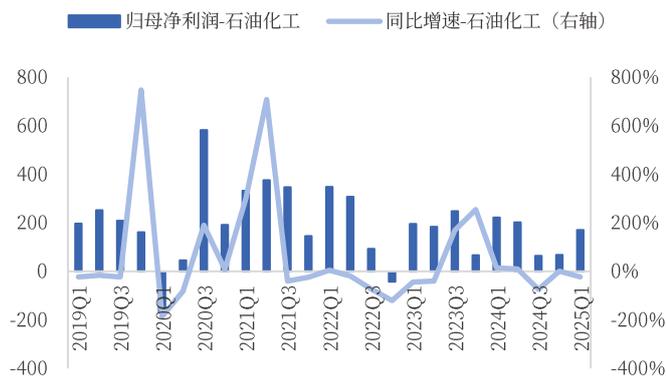
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图2：基础化工板块营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图3：石油化工板块归母净利润（亿元）及同比增速



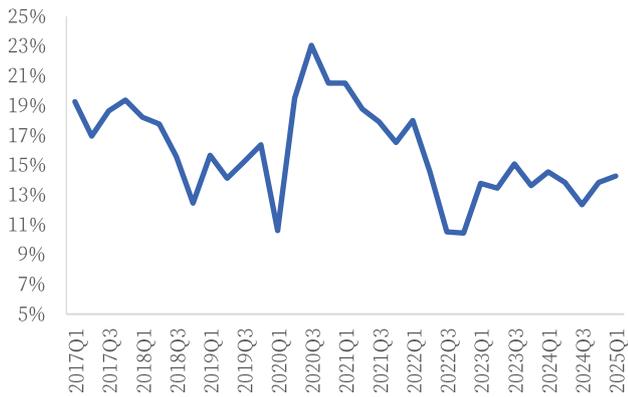
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图4：基础化工板块归母净利润（亿元）及同比增速



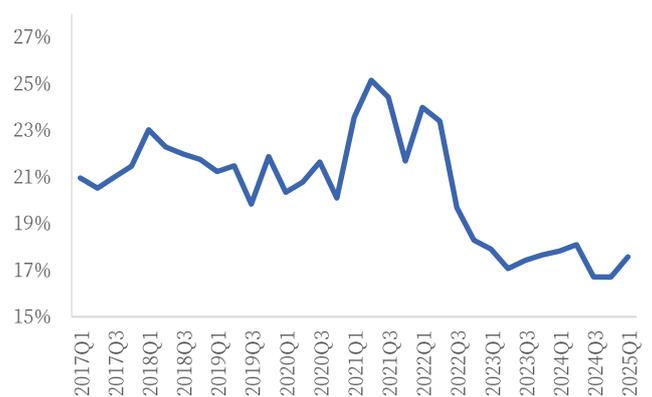
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图5: 石油化工行业单季度销售毛利率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图6: 基础化工行业单季度销售毛利率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

25Q1 年化工子行业盈利表现分化。在基础化工 33 个细分子行业中，从归母净利润指标来看，25Q1 归母净利润同比提升和下降的子行业占比分别为 54.5%和 45.5%。同比来看，膜材料、氟化工、氯碱、其他化学原料、涂料油墨颜料等子行业归母净利润涨幅居前；碳纤维、粘胶、纯碱、氮肥、橡胶制品等子行业归母净利润跌幅居前。从毛利率指标来看，25Q1 毛利率同比提升和下降的子行业占比分别为 45.5%和 54.5%。其中氟化工、合成树脂、氯碱、钾肥、食品及饲料添加剂等子行业毛利率抬升幅度居前；碳纤维、纯碱、轮胎、有机硅、钛白粉等子行业毛利率下降幅度居前。

表1: 基础化工子行业 25Q1 盈利情况

序号	子行业名称	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	毛利率	同比变化 (pct)
1	膜材料	90.4	-3.1%	0.7	583.5%	13.2%	1.0
2	氟化工	118.1	12.7%	14.8	151.3%	25.9%	11.4
3	氯碱	335.1	1.1%	15.1	116.0%	16.8%	4.0
4	其他化学原料	304.1	24.8%	22.0	79.6%	15.9%	1.5
5	涂料油墨颜料	66.4	2.4%	2.9	74.0%	24.5%	1.2
6	其他塑料制品	98.7	-1.7%	2.8	73.4%	12.3%	2.0
7	合成树脂	165.1	26.2%	29.9	66.4%	31.1%	4.8
8	农药	409.1	4.6%	28.6	57.5%	23.2%	0.7
9	钾肥	48.8	23.0%	22.8	47.4%	53.5%	3.9
10	改性塑料	282.4	27.4%	6.9	40.0%	12.1%	-0.3
11	电子化学品	112.8	16.7%	13.5	39.0%	29.8%	-0.1
12	复合肥	234.8	31.2%	13.3	35.6%	14.0%	0.4
13	食品及饲料添加剂	234.1	2.0%	29.1	26.2%	25.3%	2.3
14	印染化学品	75.6	-3.0%	5.9	20.2%	23.9%	0.7
15	其他化学制品III	425.4	7.7%	26.6	18.1%	17.6%	0.5
16	无机盐	43.0	3.1%	4.4	5.9%	25.9%	0.3
17	民爆用品	122.4	20.2%	5.8	5.4%	21.7%	-1.4
18	涤纶	84.9	-7.1%	1.4	1.2%	6.2%	1.0
19	磷肥及磷化工	285.6	4.8%	18.6	-12.2%	14.7%	-2.4
20	橡胶助剂	58.3	-2.2%	2.5	-14.8%	10.4%	-0.5
21	日用化学品	145.6	13.3%	11.8	-17.7%	45.9%	-1.5
22	轮胎	248.9	11.5%	16.6	-25.4%	17.4%	-5.2

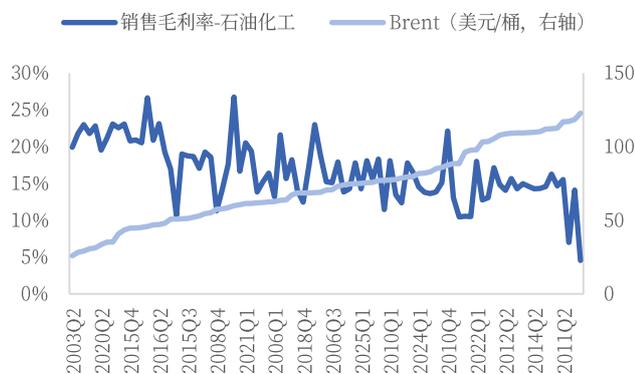
23	聚氨酯	462.4	-6.9%	32.0	-25.8%	15.4%	-1.8
24	钛白粉	119.9	2.4%	8.4	-26.8%	17.6%	-4.4
25	氨纶	73.7	-3.3%	5.2	-27.2%	14.0%	-2.3
26	绵纶	54.3	-5.9%	0.6	-31.4%	9.2%	-0.4
27	有机硅	90.2	0.0%	4.7	-37.0%	15.2%	-4.6
28	锂电化学品	520.6	20.3%	7.3	-39.1%	11.5%	-0.3
29	橡胶制品	207.9	-3.9%	3.0	-41.1%	10.0%	-1.5
30	氮肥	368.2	-1.0%	11.3	-47.5%	10.0%	-4.0
31	纯碱	95.7	-15.3%	3.7	-67.1%	16.8%	-8.4
32	粘胶	82.0	-3.4%	-0.2	同比由盈转亏	11.5%	-4.1
33	碳纤维	5.6	-13.7%	-1.3	同比增亏	-0.2%	-19.3

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(二) 地缘放大油价波动, 成本不确定性增强

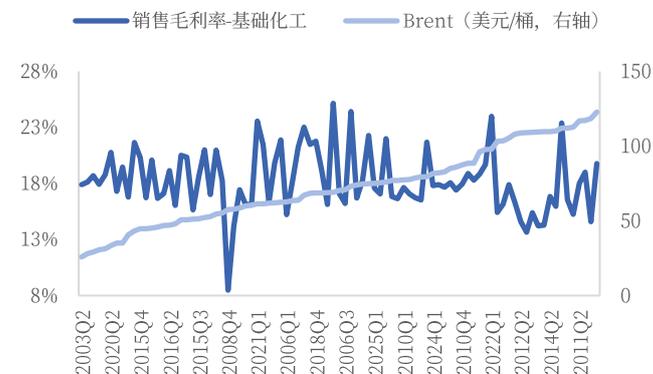
油价显著影响化工盈利, 关注库存转化损益波动。化工行业很多原料都是直接或间接来自于原油, 油价的高低对行业盈利能力影响很大, 若油价大幅上涨则很难将成本全部传导至下游, 对行业盈利能力带来不利影响。通常情况下, 低油价利好化工行业盈利能力提升, 高油价则易导致盈利能力受损。需要注意的是, 在油价持续下跌或上涨过程中, 由于存在原料库存转化方面的损益, 也会对盈利能力带来影响。年初至今, 受国际贸易摩擦、OPEC+减产联盟供给支撑边际减弱等因素影响, 油价重心下移。截至6月13日, Brent原油年均价为70.7美元/桶, 较2024年年均价下降11.5%。

图7: 不同油价下石油化工盈利能力



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图8: 不同油价下基础化工盈利能力



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

原油供应存回升预期, 警惕地缘因素扰动。据 IEA、EIA 数据显示, 2025 年全球石油供应增量预计分别为 160、140 万桶/日。其中, 美国方面, 随着油价中枢下移, 部分独立页岩油生产商计划降低资本开支增速, 页岩油产量增速或放缓; IEA 预计 2025 年美国原油增量分别为 44 万桶/日。OPEC+方面, 需密切关注石油产量政策调整、执行情况。5 月 31 日沙特、俄罗斯等八个产油国宣布 7 月增产 41.1 万桶/日, 为其连续第三个月计划实施同等力度的增产, 后续将根据市场情况灵活调整增产节奏, OPEC+减产联盟对供给端支撑力度正边际减弱。此外, IEA 预计 2025 年巴西、加拿大、圭亚那、阿根廷石油产量分别增加 23、18、8、7 万桶/日。地缘方面, 警惕伊朗、委内瑞拉原油供应可能出现的损失风险。在上一轮特朗普执政期间, 美国对伊朗、委内瑞拉石油产业进行制裁, 伊朗、委内瑞拉原油产量、出口量双双回落。2025 年 5 月, 伊朗、委内瑞拉石油出口量分别为 169、64 万桶/日, 仍处于近两年正常区间运行。后续伊朗石油出口量或与美伊谈判密切相关; 此外, 美国

已终止雪佛龙在委内瑞拉的石油许可，未来委内瑞拉石油出口量或面临下降压力。我们认为在OPEC+增产驱动下，远期石油供应存回升预期，但地缘因素影响具有不确定性，后续建议密切关注供给损失和增产的节奏。

图9: OPEC原油产量(万桶/日)及同比增速



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图10: 美国石油钻机数(台)与原油产量(万桶/日)



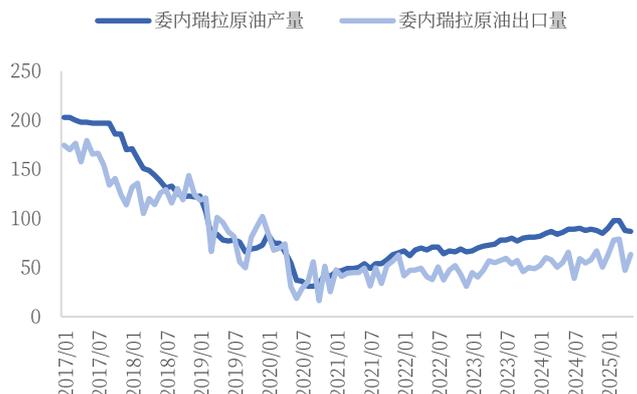
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图11: 伊朗原油产量、出口量(万桶/日)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

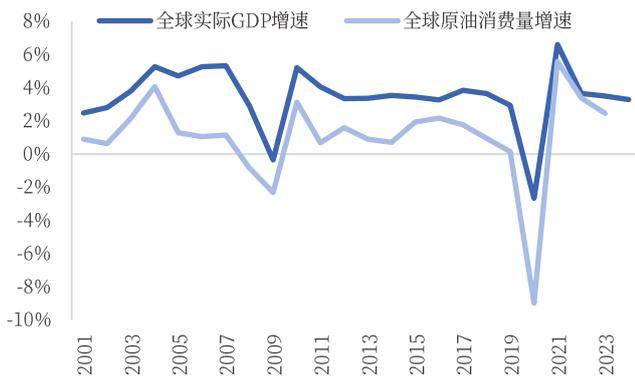
图12: 委内瑞拉原油产量、出口量(万桶/日)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

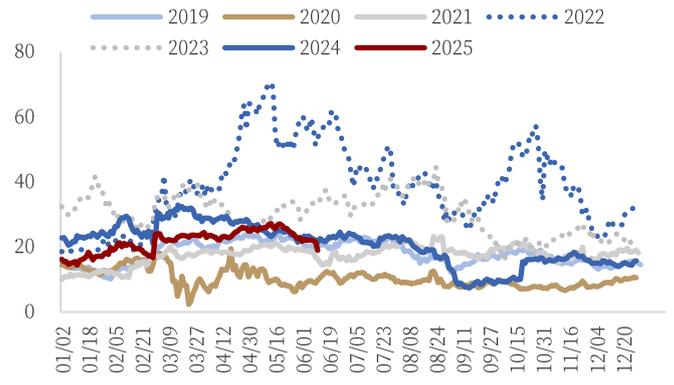
全球贸易摩擦施压原油消费，需求端限制油价上行高度。一方面，历史数据显示，全球原油消费增速与全球实际GDP增速呈现明显的正相关性。基于贸易紧张局势的迅速升级和极高的政策不确定性，IMF4月发布的《世界经济展望》报告将2025年、2026年全球经济增长预期从年初的3.3%分别下调至2.8%和3.0%。据IEA5月发布报告显示，2025年全球石油消费预计增加74万桶/日，较1月报告预估的105万桶/日大幅下调。另一方面，随着近两年炼厂新增产能的投放，叠加新能源汽车的快速渗透，下游成品油供需压力增大，裂解价差较此前高位水平回落。我们认为，短期全球终端消费动能以及裂解价差水平暂不支持油价长期高位运行，需求端或限制油价上行高度。

图13: 全球实际 GDP 增速与原油消费量增速



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

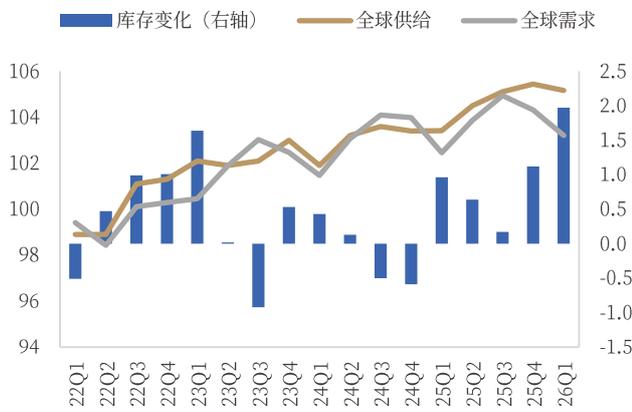
图14: 裂解价差走势 (美元/桶)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

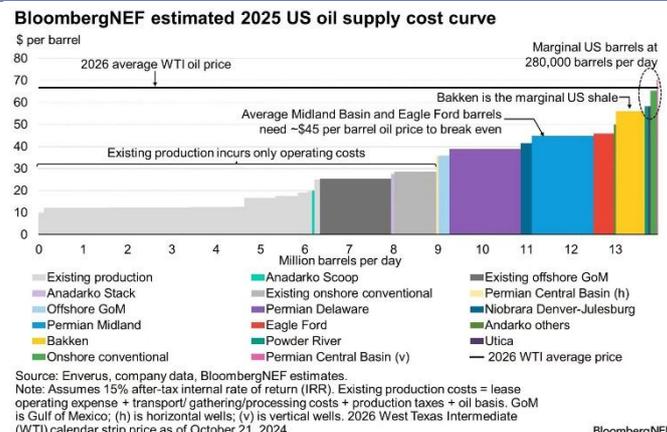
平衡表暂存累库预期, 关注页岩油成本支撑。据 IEA 最新报告预测显示, 2025 年全球石油供需平衡表存累库预期。分度来看, 三季度为北半球出行旺季、中东发电旺季, 受季节性需求支撑, 平衡表窄幅累库; 随着需求步入淡季, 四季度原油市场存较强的累库预期。我们认为, 在不出现极端地缘事件引发的供应损失情况下, 下半年原油市场供需累库预期较强, 油价中枢趋于下移, 重点关注美国页岩油成本对油价的支撑。据 Bloomberg 数据显示, 以 WTI 油价计算, Bakken 地区的盈亏平衡油价为每桶 57.4 美元/桶, 是页岩油边际成本。预期 2025 年下半年 Brent 油价运行区间为 60-70 美元/桶, 节奏上需求旺季或支撑三季度油价偏强运行, 四季度若供给端无支撑措施, 油价重心或面临下行压力。此外, 若因极端地缘事件导致伊朗、俄罗斯等石油对外供应中断, 则下半年石油市场累库预期或将扭转, 油价上方空间有望打开, 中枢或将上移。

图15: IEA 全球石油供需平衡表预测 (百万桶/日)



资料来源: IEA, 中国银河证券研究院

图16: 2025 年美国石油成本曲线 (美元/桶)

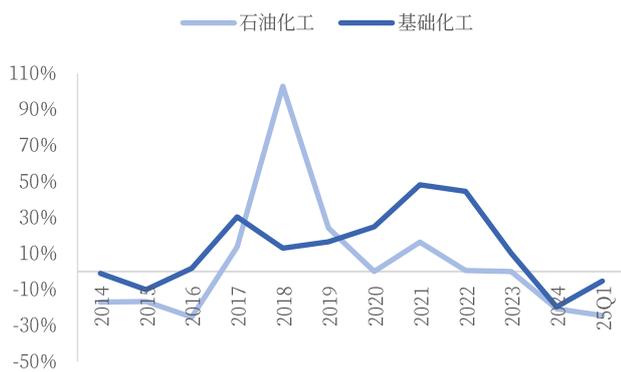


资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

(三) 资本开支增速转负, 静待供给压力消化

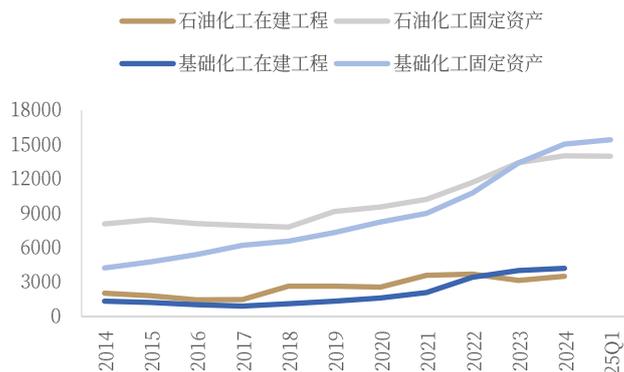
化工资本开支增速转负, 静待行业产能消化。过去几年化工行业面临较大的产能扩张压力, 但终端需求增速跟进相对不足, 行业景气步入周期底部区域, 企业盈利能力有所承压, 资本开支趋于谨慎。2022 年以来, 我国石油化工、基础化工资本开支增速逐步放缓; 2024 年石油化工、基础化工资本开支同比增速分别为-20.7%、-19.6%; 25Q1 石油化工、基础化工资本开支同比增速分别为-24.5%、-5.3%。随着上游资本开支增速放缓, 后续在建工程增速有望放缓, 但固定资产基数仍处于高位, 化工行业存量产能及在建产能仍待时间消化。

图17: 石油化工、基础化工资本开支同比增速



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图18: 石油化工、基础化工在建工程、固定资产 (亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

聚焦国内外化工产能调整, 把握细分品种结构性机会。据卓创数据显示, 未来几年多数大宗类化工品产能仍趋增长, 但扩产增速预计有所放缓, 如纯苯、PX、苯乙烯、氨纶等。从细分产品产能扩张计划来看, 行业供给预期与资本开支、在建工程等数据基本印证。我们认为, 在供给端应重点把握以下几点: 一是, 聚焦全球产能结构性调整, 关注国内优势品种份额提升机会。由于装置竞争优势不足、叠加海外运营和能源成本偏高的影响, 近几年众多海外化工巨头陆续宣布关闭或缩减部分化工品产能。在海外产能逐步退出市场的背景下, 中国化工品市场份额趋于抬升, 重点关注具有成本竞争优势的品种。二是, 国际贸易摩擦不确定性增强背景下, 为保障产业链供应链安全, 终端产业将关键原材料供应链向国内转移的积极性有望提升, 驱动我国化工新材料企业加速突破“卡脖子”核心技术, 关键化工新材料国产替代进程有望提速。三是, 受国内外安全事故扰动、地缘因素等影响, 供应端意外出现缺口的品种。

(四) “两新”政策落地显效, 内需活力持续释放

内需是拉动经济增长的主动力和稳定锚。面对现阶段外部诸多不确定性风险, 2025年我国将经济工作的主线聚焦于自身。2024年12月召开的中央经济会议在部署2025年重点任务时, 将扩大内需摆在首位, 强调要“大力提振消费、提高投资效益, 全方位扩大国内需求”。2025年1月5日, 国家发改委联合财政部发布《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》, 在2024年发布的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》框架体系基础上, 加码扩围“两新”政策, 继续有力支撑扩消费、稳投资、促转型、惠民生。2025年3月5日在第十四届全国人民代表大会第三次会议发布的《2025年政府工作报告》提出, 2025年将安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新, 中央预算内投资拟安排7350亿元用于扩大有效投资。2025年上半年, 随各项刺激内需的利好政策持续落地显效, 家电、汽车、消费电子、家装等终端行业生产和效益同步向好。

表2: 我国刺激内需相关政策文件/会议梳理

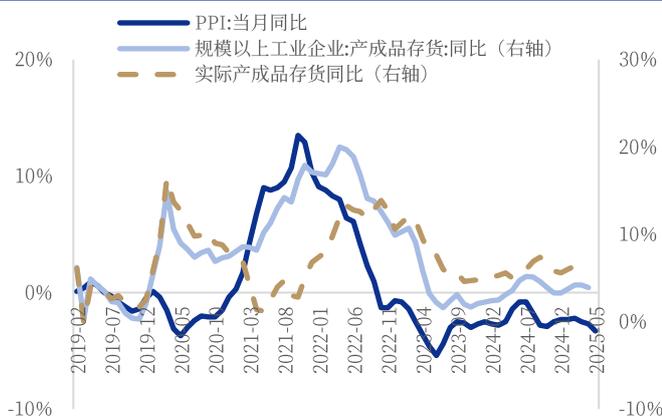
时间	相关部门/会议	文件/会议名称	相关内容
2024.03.13	发改委、财政部	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	设备更新行动: 1.推进重点行业设备更新改造; 2.加快建筑和市政基础设施领域设备更新; 3.支持交通运输设备和老旧农业机械更新; 4.提升教育文旅医疗设备水平。消费品以旧换新行动: 1.开展汽车以旧换新; 2.开展家电产品以旧换新; 3.推动家装消费品换新。
2024.07.18	第二十届三中全会	《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》	加快培育完整内需体系, 完善扩大消费长效机制, 减少限制性措施, 合理增加公共消费, 积极推进首发经济。
2024.07.24	发改委、财政部	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	加力支持消费品以旧换新: 1.支持地方提升消费品以旧换新能力; 2.提高汽车报废更新补贴标准; 3.支持家电产品以旧换新; 4.落实废弃电器电子产品回收处理资金支持政策。

2024.09.26	中共中央政治局	中央政治局会议	要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构。要培育新型消费业态。
2024.12.09、 2024.12.11	中共中央、国务院	中央政治局会议、中央经济工作会议	明年要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策；要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。
2025.01.05	发改委、财政部	《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	加力推进设备更新：1.加大重点领域设备更新项目支持力度；2.加力实施设备更新贷款贴息；3.加快存量设备评估诊断和项目储备；4.加强老旧营运船舶报废更新项目实施；5.扩围支持老旧营运货车和农业机械报废更新；6.提高新能源城市公交车及动力电池更新补贴标准。 扩围支持消费品以旧换新：1.优化消费品以旧换新资金分配；2.扩大汽车报废更新支持范围；3.完善汽车置换更新补贴标准；4.加力支持家电产品以旧换新；4.实施手机等数码产品购新补贴；5.积极支持家装消费品换新；6.加快推进电动自行车以旧换新。
2025.03.05	第十四届全国人大三次会议	《2025年政府工作报告》	大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。促进消费和投资更好结合，加快补上内需特别是消费短板，使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚。

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

终端产业边际向好，化工品需求逐步释放。2024年，我国上一轮库存周期底部基本确认。2025年以来，利好政策持续推进，终端产业逐步回暖，化工品补库需求随之释放。截至4月，我国化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业、石油煤炭及其他燃料加工业规模以上工业增加值分别累计同比增加8.9%、7.2%、7.8%、3.1%。但从采购节奏来看，一是终端产业回暖进程偏缓，二是受国际原油价格回落等因素影响，化工品价格仍处于较低水平。现阶段下游企业多存观望心态，对原材料补库偏谨慎，加之化工品多供需结构偏宽松，需求弱势释放对化工行业景气度实际拉动作用较为有限。展望2025年后市，我们认为，我国各项利好政策仍在加力实施，宏观经济韧性较强，各行业边际改善进程虽缓但趋势仍在，随制造业回暖，化工品内需仍存提振空间。

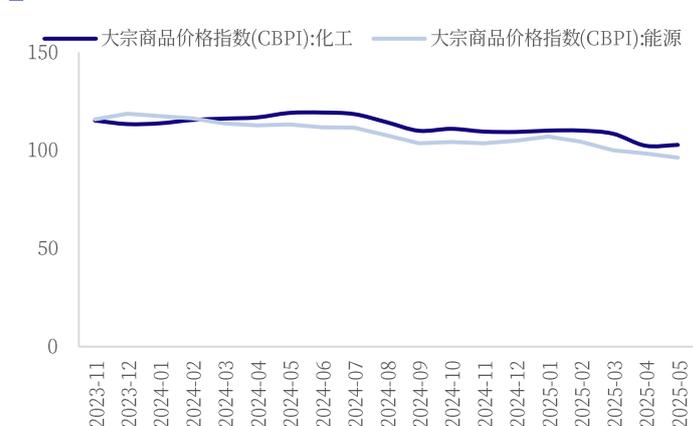
图19：我国PPI当月同比与规模以上工业企业产成品存货同比走势



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

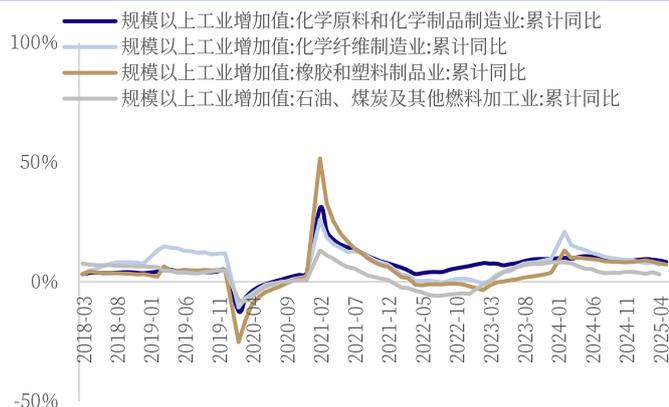
注：以产成品存货同比-PPI同比衡量实际产成品存货同比

图20：化工及能源类大宗商品价格指数



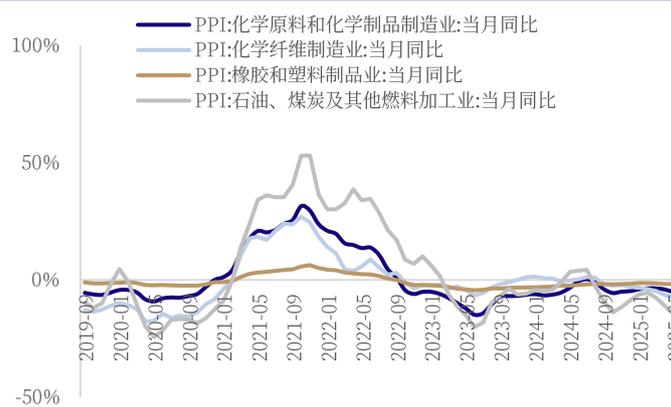
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图21: 化工细分行业工业增加值累计同比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

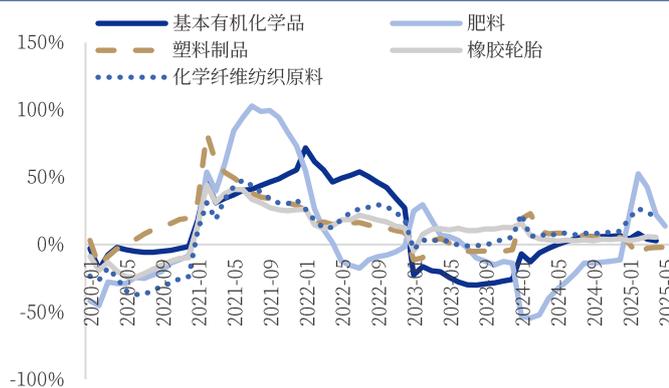
图22: 化工细分行业PPI 当月同比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

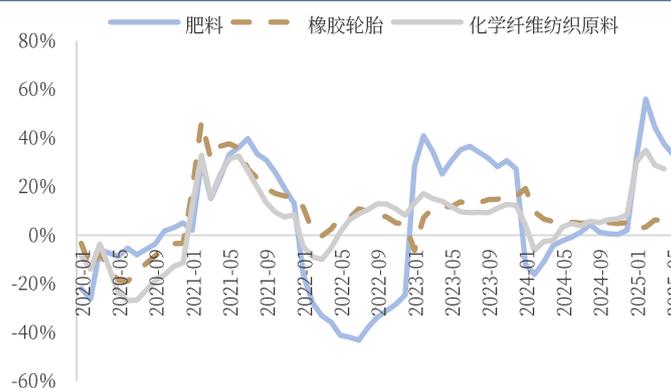
关税扰动下，化工品出口韧性彰显。近年来，受全球经济下行压力加剧、能源危机升级、环保压力加大等因素影响，全球化工品需求及产量增速均有放缓。面对日益加剧的行业竞争、相对高昂的生产成本以及老旧的装置设备，多家海外大型化工企业陆续关停部分业绩承压的工厂。相比之下，我国化工品产能规模及产量增速仍具备上行动力，全球化工市场加速向我国转移，我国现已成为全球化工品出口大国。2025年上半年，美国关税政策反复。4月2日美国对全球推行“对等关税”政策；4月9日起美国对华关税率飙升；5月12日，中美日内瓦经贸会谈联合声明发布，双方共同取消91%关税并在90天内暂停实施24%关税。25Q1我国化工品出口整体维持稳健增长，其中肥料、化学纤维纺织原料等细分领域在抢出口效应下出口增速较高，4月随美国关税落地，化工品出口增速整体虽有回落，但仍具韧性。展望后市，6-8月90天暂缓期内在抢出口效应下化工品出口或仍具备一定支撑力，后续随抢出口效应削弱，化工品出口或面临一定压力。我们认为，化工品出口虽面临阶段性挑战，但无需过度担忧。一是，我国化工品整体对美出口比例不高；二是，在全球市场的竞争力和市场占有率正持续提升，为出口提供了强有力的支撑；三是，我国政策端支持对外开放、鼓励中企出海，化工企业也正加大力度开拓亚非拉等区域的新兴国家市场，寻求全新出口增量以平滑欧美日韩等传统贸易伙伴的出口降幅。长期来看，我国化工品出口增长趋势仍然存在。

图23: 部分化工品出口金额累计同比增速



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图24: 部分化工品出口数量累计同比增速



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

周期底部运行，把握化工结构性投资机会。目前我国化工行业景气正值历史底部区域，在不发生原油供应大幅中断的情况下，预计25H2 Brent原油价格运行区间为60-70美元/桶，行业成本端压力有望适度缓解，但行业景气修复程度与供需情况息息相关。供给端，一方面2024年以来化工行业资本开支增速趋缓，在建、存量产能仍待时间消化；另一方面，低景气有望加速落后产能淘汰、

增强行业自律动能。需求端，国际贸易摩擦仍在反复，随抢出口效应逐步削弱，下半年化工品出口增速小幅放缓。2025年下半年建议重点关注“两新”政策持续落地显效下，内需潜力的释放，静待化工景气周期筑底向上。建议关注以下三条投资主线：一是，聚焦内需主线，把握成长确定性机会；二是，关注供给侧约束，探寻周期弹性机会；三是，赋能新质生产力，新材料国产替代或提速。

二、聚焦内需主线，把握成长确定性机会

（一）西部大开发高质量推进，民爆板块迎新机

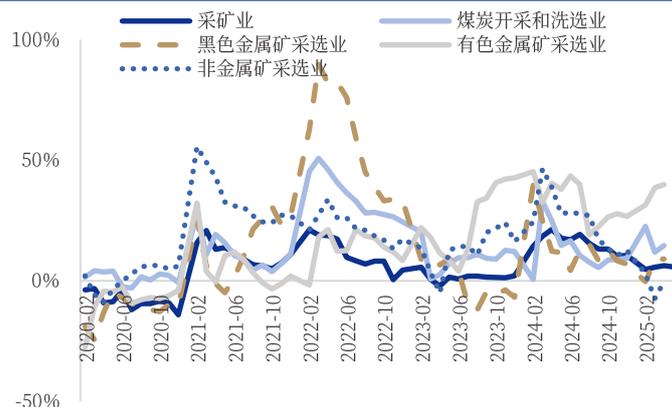
民爆是国家基础性行业，矿山开采是民爆产品最主要的应用领域。民爆产品主要应用于矿山开采、水利水电设施建设、交通建设等基础性行业，尤其在基础工业、重要大型基础设施建设领域具有不可替代的作用，民爆行业因此被归为国家基础性行业。细分领域来看，矿山开采是民爆产品最主要的应用领域，煤炭、金属、非金属矿山开采占比超70%，其中煤炭占比最高。近年来，我国煤炭、有色金属采选业等领域固定资产投资规模维持在可观水平；同时，我国全面加强基础设施建设，大型水利水电项目有序推进，为民爆行业有效提供了需求支撑。根据中爆协数据，2024年我国民爆行业生产、利润总值分别为417.0、96.4亿元，分别同比下滑4.5%、上涨13.0%，2019-2024年CAGR分别为4.6%、15.2%。2024年行业生产生总值小幅缩量下行，主要系部分下游产业形势疲软，民爆市场需求不足所致；行业利润总值稳定增长，主要得益于硝酸铵等原材料价格回落。

图25：我国水利管理业固定资产投资完成额累计同比



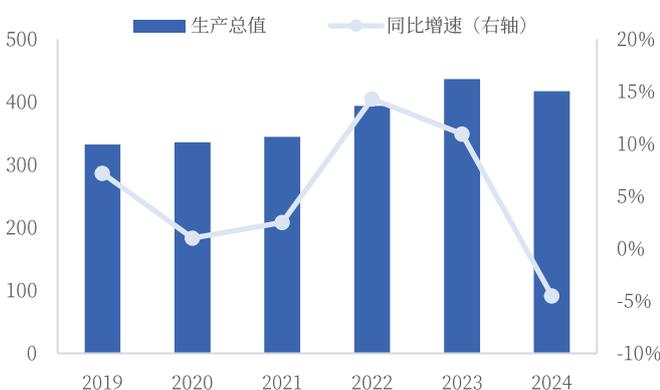
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图26：我国采矿业及细分领域固定资产投资完成额累计同比



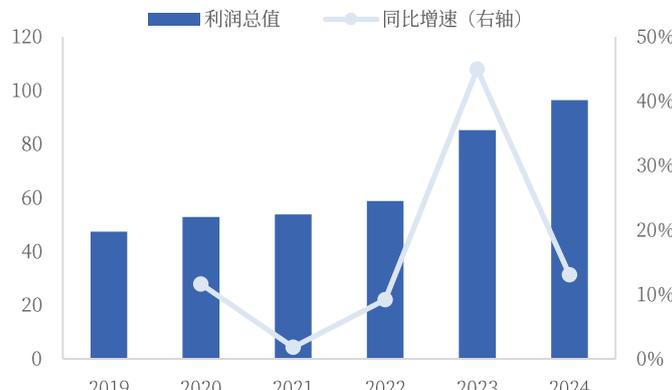
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图27：我国民爆行业生产总值（亿元）及同比增速



资料来源：中爆协，中国银河证券研究院

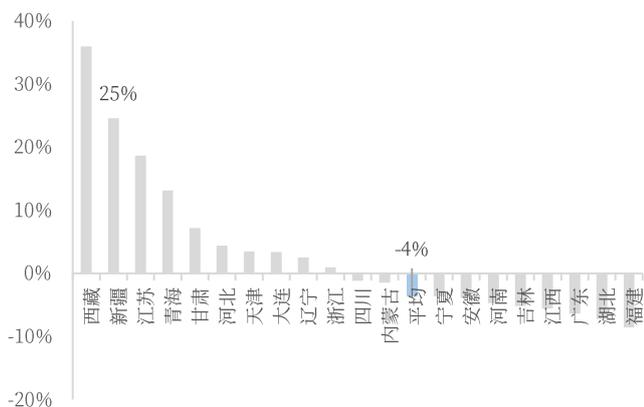
图28：我国民爆行业利润总值（亿元）及同比增速



资料来源：中爆协，中国银河证券研究院

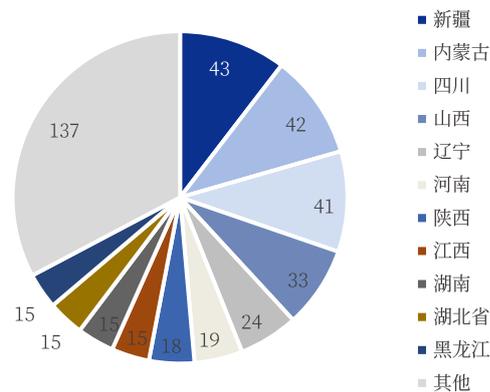
西部大开发战略深入实施,民爆行业重心或逐步向西部转移。得益于西部大开发战略深入实施,近年来我国民爆行业市场正逐步向西部地区转移。2024年,西藏、新疆、青海、甘肃民爆企业生产总值分别同比增长36.0%、24.6%、13.2%、7.2%,同期全国平均下滑3.6%,西部地区民爆行业生产总值增速普遍显著高于全国平均水平。2024年8月23日,中央政治局会议审议了《进一步推动西部大开发形成新格局的若干政策措施》,会议指出,西部大开发是党中央作出的重大战略决策,要聚焦大保护、大开放、高质量发展,加快构建新发展格局,提升区域整体实力和可持续发展能力,并强调要加强重点领域安全保障能力建设,强化能源资源保障。2024年11月27日,国家发改委发布《西部地区鼓励类产业目录(2025年本)》,旨在引导西部地区发展特色优势产业,因地制宜发展新兴产业,加快产业转型升级。政策引导下,西部地区优势战略性矿产资源开发利用及基础设施建设有望在中长期内维持较快发展,并带动区域性民爆产品及爆破工程服务需求持续增长。

图29: 2024年我国民爆企业生产总值同比增速排名前20省份



资料来源: 中爆协, 中国银河证券研究院

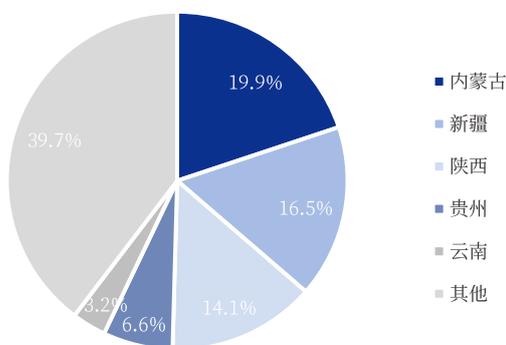
图30: 2024年我国民爆企业生产总值分布(亿元)



资料来源: 中爆协, 中国银河证券研究院

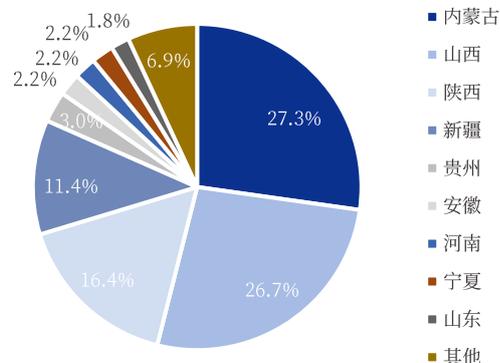
疆煤品质好、开采成本低,产量与储量尚未完全匹配。综合资源分布、生产总值及增速等指标来看,新疆有望成为未来贡献民爆需求增量的主力区域。新疆矿产种类多、储量大,已发现的矿产有138种,其中9种储量居全国首位,32种居西北地区首位。其中,煤炭是新疆最具优势的矿产资源之一,新疆煤炭资源储量位列全国第二。且新疆煤田煤质较好,具有低灰、低硫、高发热量等特点,煤炭资源具有埋藏浅、煤层厚、地质构造简单等特质,适用于成本较低的露天开采。根据自然资源部数据,新疆煤炭储量约占全国煤炭总储量的16.5%,位列全国第二。从产量来看,2024年新疆地区原煤产量约5.4亿吨,同比增长17.5%,约占全国总产量的11.4%,位列全国第四。疆煤在我国的市场地位与其资源储备量尚未完全匹配,预计疆煤产能及产量仍有一定释放空间。

图31: 我国煤炭储量分布(亿吨)



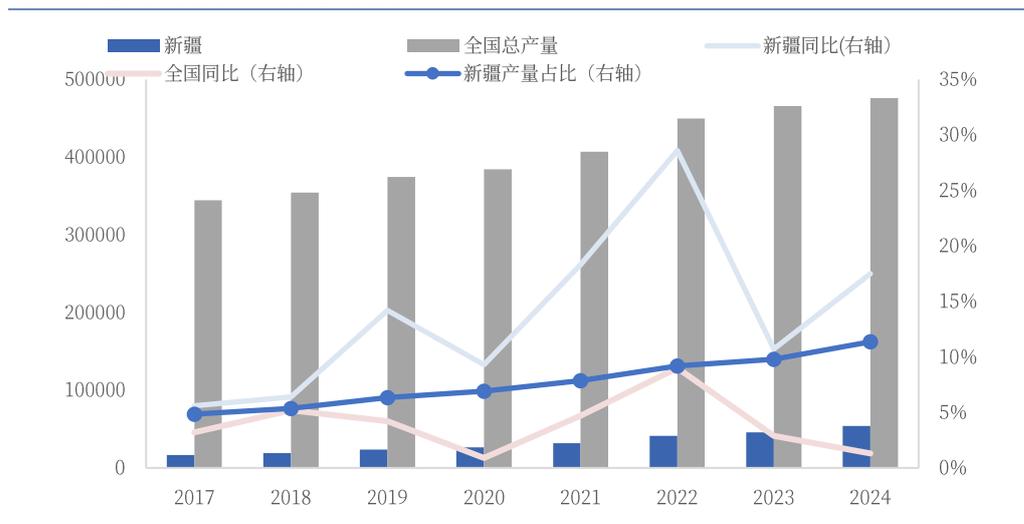
资料来源: 自然资源部, 中国银河证券研究院

图32: 2024年全国原煤产量分布



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

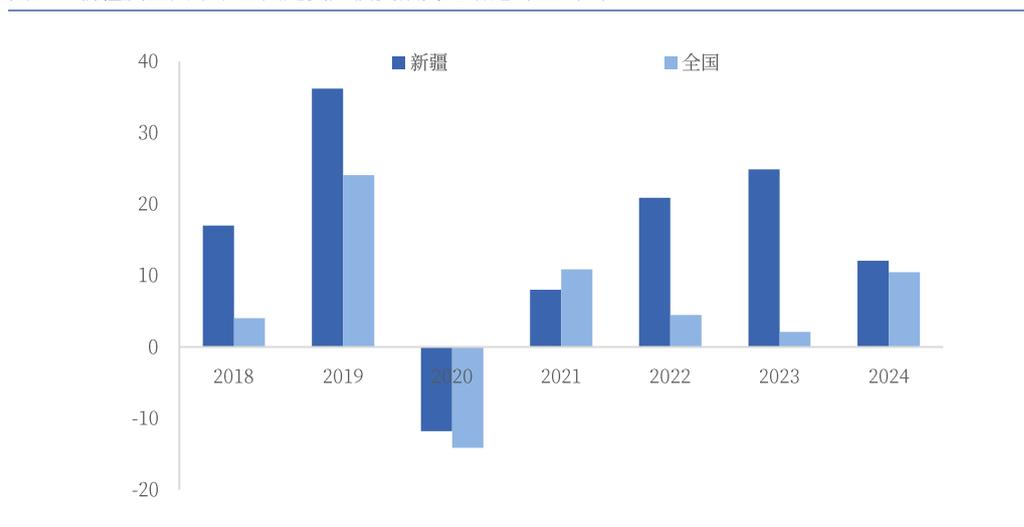
图33: 新疆地区原煤产量(万吨)及占比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

疆煤产能及产量释放潜力大，是民爆产品需求增量的重要来源。2022年9月，新疆召开自治区党委十届五次全会，提出将立足新疆资源禀赋和区位优势，充分发挥油气、煤炭、矿产、粮食、棉花、果蔬等资源和产业在全国经济大局中的重要作用，并提出将建设包含煤炭煤电煤化工产业集群在内的“八大产业集群”。2022年12月，中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》，将新疆纳入全国五大煤炭供应保障基地。另根据新疆人民政府印发的《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》，“十四五”期间，新疆将全面加快推进1.6亿吨/年煤矿新增产能项目建设。新疆还计划在“十五五”期间煤炭产量超过陕西省。2024年陕西省原煤产量为7.8亿吨，以此为基准，到2030年以前预计新疆煤炭产量至少还有44.2%的增量空间。中长期来看，新疆作为我国战略性矿产资源资源储备的重要区域，采矿业规模有望维持高速扩张，进而有效带动新疆地区民爆产品及爆破工程服务需求显著扩张。

图34: 新疆及全国采矿业固定资产投资额同比增速对比 (%)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

持续深化供给侧结构性改革，龙头企业强者恒强。基于易燃易爆、高危等特点，民爆产品的生产、销售、运输等环节均需在取得许可资质下方能开展。严格监管下，民爆产品的运输成本较高，

使得民爆产品销售半径具有较高的区域性，进而导致我国民爆行业长期存在市场集中度偏低、产能总体过剩但分布不均的问题。“十三五”期间，我国民爆行业加快推进供给侧结构性改革，生产企业数量由 145 家减少至 76 家，生产总值 CR10 由 41% 提升至 49%。工信部发布的《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》指出，要持续推进行业重组整合，支持民爆企业联优并强，到 2025 年，我国民爆生产企业数量将减少至 50 家以内，企业生产总值 CR10 将提升至 60% 以上。2024 年，我国民爆生产企业生产总值 CR10 为 62.47%，已提前达成“十四五”相应目标。2025 年 2 月，工信部印发《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》，提出到 2027 年底，民爆产品无人化生产线广泛推广应用；产业集中度进一步提升，形成 3 到 5 家具有较强国际竞争力的大型民爆企业(集团)；产品结构和产能布局更加优化，继续压减包装型工业炸药许可产能，稳步提升企业(集团)现场混装炸药许可产能占比；产品质量保障能力和有效供给能力显著增强等内容。供给侧结构性改革持续推进下，我国民爆行业市场份额将加速向产能规模及安全投入规模领先、产销爆破服务一体化布局完善的龙头企业集中。

表3：“十四五”民爆行业发展主要预期指标

指标	2020 年	2025 年	属性
重特大安全事故起数	0	0	预期性
企业安全生产标准化二级及以上达标率	-	100%	约束性
龙头骨干企业研发经费占营业收入比重	2.8%	3.5%	预期性
现有危险岗位操作人员机器人替代比例	-	≥40%	预期性
包装型工业炸药生产线最小许可产能(吨/年)	>10000	≥12000	约束性
企业现场混装炸药许可产能占比	≥30%	≥35%	约束性
生产企业(集团)数量	76	≤50	预期性
排名前 10 家企业行业生产总值占比	49%	≥60%	预期性

资料来源：《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》(工信部)，中国银河证券研究院

表4：2024 年民爆生产企业集团排名前十

序号	集团名称	生产总值(亿元)
1	北方特种能源集团有限公司	52.37
2	易普力股份有限公司	37.73
3	广东宏大控股集团股份有限公司	29.05
4	四川雅化民爆集团有限公司	25.29
5	保利联合化工控股集团股份有限公司	23.13
6	内蒙古生力民爆股份有限公司	22.99
7	云南民爆集团有限责任公司	19.58
8	抚顺隆辉化工有限公司	18.37
9	湖北凯龙化工股份有限公司	17.76
10	前进民爆股份有限公司	14.21
行业生产总值合计(亿元)		416.95
前 10 名生产总值合计(亿元)		260.48
前 10 名占行业生产总值比例		62.47%

资料来源：中爆协，中国银河证券研究院

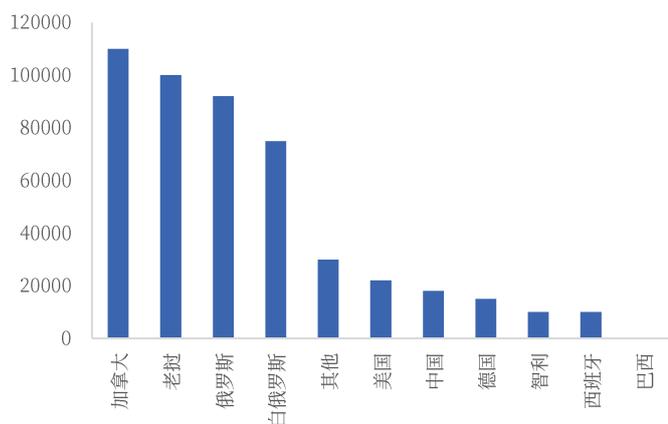
供给端，供给侧结构性改革持续推进，我国民爆行业落后产能加速退出，行业集中度将不断向

龙头企业集中。需求端，西部大开发战略持续深入推进，我国民爆产品及爆破工程服务需求重心将逐步向新疆等西部地区转移，并有望在中长期内保持可观增速。**看好民爆产品产能规模领先、产销爆破服务一体化布局完善，且在新疆等西部地区具有相对优势的民爆企业的成长空间，建议关注广东宏大（002683.SZ）、雪峰科技（603227.SH）、易普力（002096.SZ）等。**

（二）钾肥价格中枢上行，有望迎量利齐升

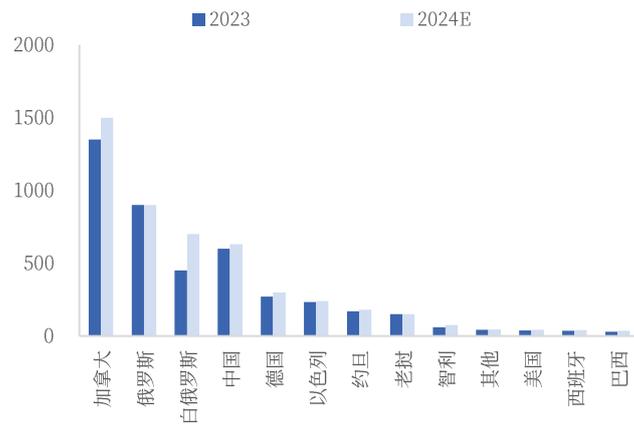
全球钾盐资源分布高度不均，市场格局基本稳定。全球钾盐矿资源分布高度不均，据 USGS 最新数据显示，2024 年全球已探明可采钾盐矿储量超 48 亿吨（折 K₂O）。其中，已探明储量位列前四名的分别是加拿大、老挝、俄罗斯、白俄罗斯，合计储量约 37.7 亿吨，占比约 78.2%；我国已探明储量约为 1.8 亿吨，占比约 4.6%。另外，以色列和约旦还可从死海中提取钾盐，死海中钾盐储量尚不明确，预计折氯化钾含量超 20 亿吨。基于钾盐矿资源高度集中的特点，全球钾盐及钾肥市场呈现寡头垄断格局，主要由加拿大钾肥公司 Nutrien、俄罗斯乌拉尔钾肥公司 Uralkali、白俄罗斯钾肥公司 Belaruskali、以色列化工集团 ICL Group 等少数位于钾盐矿主产区的海外企业占据主导地位，且该市场格局近年来整体保持稳定。产能方面，2024 年全球钾盐总产能约为 6520 万吨/年（折 K₂O），预计到 2028 年将扩充至 7600 万吨/年，2024-2028 年 CAGR 约为 3.9%，期间主要增量将源自老挝和俄罗斯。2028 年以后，白俄罗斯、巴西、加拿大、埃塞俄比亚、摩洛哥以及西班牙也均将有新产能陆续投放。产量方面，2024 年全球钾盐合计产量预计约为 4837.0 万吨（折 K₂O），其中加拿大、俄罗斯、白俄罗斯、中国产量靠前，合计产量为 3730 万吨，占比约 77.1%。

图35：2024E 全球钾盐矿储量分布（万吨）



资料来源：USGS，中国银河证券研究院

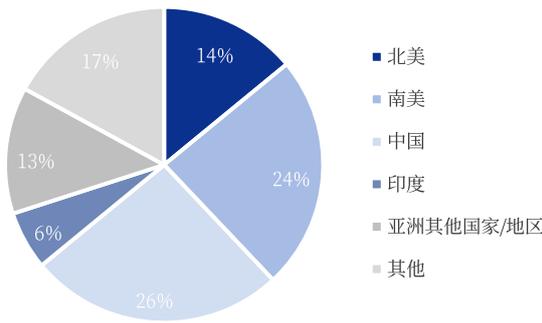
图36：2023/2024E 全球钾盐产量分布（万吨）



资料来源：USGS，中国银河证券研究院

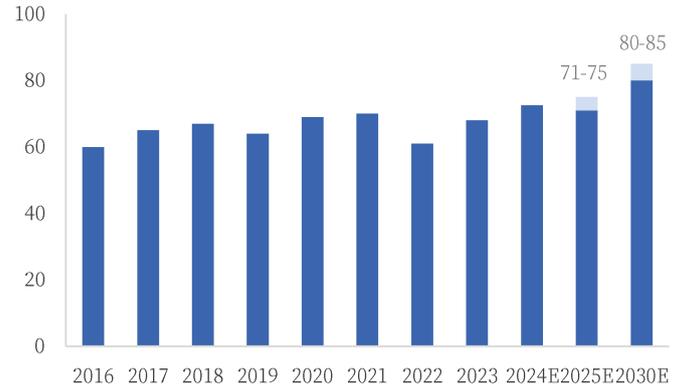
全球钾肥供需错配，主要消费国高度依赖进口。需求端，近年全球钾肥总需求量震荡上行。2024 年全球钾肥（折 KCl）总需求量预计为 7250 万吨，同比增速约 6.6%。预计 2025 年全球钾肥（折 KCl）总需求量在 7100-7500 万吨区间。到 2030 年，全球钾肥年总需求量将扩充至 8000-8500 万吨。中长期内全球钾肥需求与产能扩张节奏有望保持匹配。分区域来看，全球钾肥需求主要集中在亚洲、北美及南美等区域的农业大国，如中国、印度、巴西、美国等。而这些钾肥需求大国往往钾盐资源相对匮乏，或本土产能难以满足自身需求，因而全球钾肥市场长期存在严重供需错配，主要消费国钾肥高度依赖进口。

图37: 全球钾肥消费结构 (2024E)



资料来源: Industry Consultants, 中国银河证券研究院

图38: 全球钾肥需求量 (百万吨, 折 KCl)



资料来源: Nutrien, 中国银河证券研究院

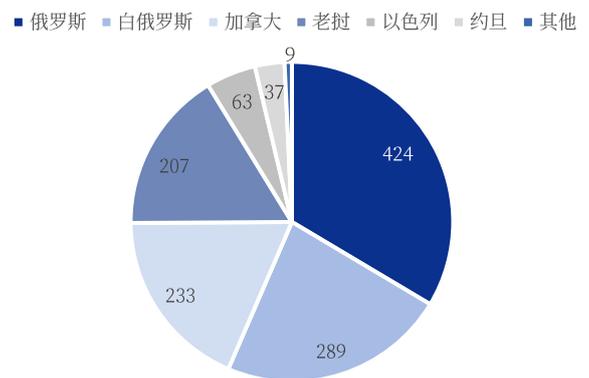
我国钾肥产能及产量规模基本稳定, 高度依赖进口现状或中长期延续。我国作为农业生产大国, 对钾肥需求量位居全球第一, 占比接近全球钾肥总需求量的四分之一。且近年来在粮食保供政策下, 我国粮食作物播种面积及粮食产量逐年稳步提升, 钾肥需求也呈现稳中有增态势。2024年, 我国氯化钾表观需求量约 1801.2 万吨, 同比增长 7.7%。而现阶段我国氯化钾产能尚不足 1000 万吨/年, 难以满足我国农业对钾肥的刚性需求。且由于我国钾盐资源储量逐步减少、服务年限下降, 资源型钾肥产能扩张已不可持续, 我国氯化钾产能规模现已基本趋于稳定, 未来鲜少有钾肥产能增量, 预计中长期内我国钾肥进口依赖度偏高的情况或难以发生扭转, 且进口依赖度水平仍存在进一步升高预期。2024年, 我国氯化钾净进口量约为 1251.2 万吨, 进口依赖度约为 69.5%, 同比增长 3.3 个百分点。从进口来源来看, 我国进口氯化钾主要来自俄罗斯、白俄罗斯、加拿大、老挝等国家, 2024年上述 CR4 高达 91.3%。得益于近年来在老挝的中资钾肥企业产能扩张, 反哺国内农需能力增强, 我国自老挝进口钾肥的量和占比正逐步攀升。2024年我国自老挝进口氯化钾 207.2 万吨, 同比增长 21.3%; 占比约 16.4%, 同比增长 1.6 个百分点。

图39: 我国氯化钾供需结构 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图40: 2024年我国氯化钾进口分布 (万吨)



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

我国采取钾肥进口价格联合谈判机制, 进口钾肥大合同价格常年处于全球“价格洼地”。基于全球钾肥供给集中的特点, 钾肥价格往往由国际寡头定价, 且主产区供应波动将显著影响钾肥价格表现。我国多年来采用钾肥进口价格联合谈判机制, 以保障国内钾肥稳定供应, 同时增强进口钾肥议价能力。该机制持续运行, 加之近年来海外中资企业反哺国内能力逐步增强, 成功使得我国在全球钾肥市场占据有利地位, 钾肥进口价格保持全球“价格洼地”地位。同时, 我国作为全球钾肥最

大消费国，历年钾肥进口大合同的签订情况也已被视作全球钾肥市场重要的量、价指引信号。

表5: 近年中印钾肥大合同价格对比 (美元/吨)

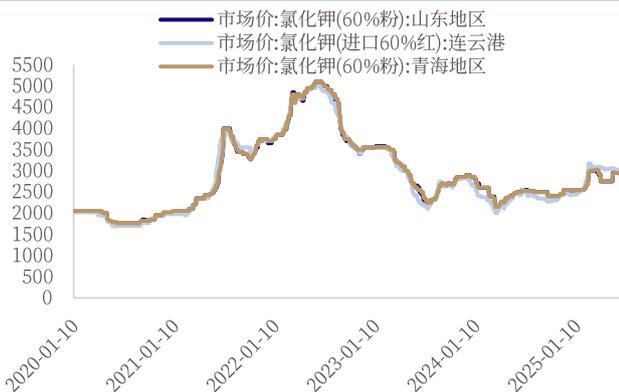
年份	中国		印度	
	签订价格	签订时间	签订价格	签订时间
2020	220	4月30日	230	5月12日
2021	247	2月10日	247/280/445	1月29日
2022	590	2月15日	590	2月14日
2023	307	6月6日	422/319	4月4日
2024	273	7月9日	279	7月10日
2025	346	6月12日	349	6月4日

资料来源: 中国无机盐工业协会、钾肥新视觉公众号, 中国银河证券研究院

供方挺价意愿强化, 钾肥价格中枢上行。2024年前三季度, 全球氯化钾供需结构整体相对宽松, 海内外氯化钾价格在相对低位运行, 主要随下游需求季节性波动而小幅变化。钾肥价格持续疲软下, 供方挺价意愿渐强。国际市场方面, 一方面, 高成本压力下, 白俄罗斯曾于2024年11月提议与俄罗斯化肥生产商协调削减10%-11%钾肥产量。2025年1月, 白俄罗斯钾肥巨头 Belaruskali 宣布在其索利戈尔斯克4号矿区将开展为期7个月的大规模设备维护作业, 预计将导致公司钾肥年产量减少约90-100万吨。2025年2月, 俄罗斯钾肥公司 Uralkali 宣布其部分矿井将在25Q2-25Q3暂时关闭进行维护, 将导致其25Q2减产至少30万吨, 25Q3产量或进一步削减, 具体将取决于其25Q2的维护结果。同时, Uralkali 还计划2025年内增加俄罗斯国内市场钾肥供应量40万吨, 预计2025年 Uralkali 钾肥出口量将至少减少70万吨。另一方面, 2025年初以来, 美国关税政策不确定性加强, 导致加拿大等美国主要钾肥进口来源国的钾肥对美出口成本预期增加, 进而推高了全球钾肥价格。国内市场方面, 2024年末至2025年初, 国内市场先后迎来冬储和春耕下游备货旺季, 需求回暖叠加国际市场不确定性风险加剧, 国内钾肥供方挺价意愿强化, 货源多集中在贸易商手中, 市场现货流通不足, 带动钾肥价格快速震荡上行。3月中下旬至5月中旬, 钾肥国储陆续投放、下游需求逐步转淡, 国内市场钾肥价格出现小幅回落。5月中下旬, 国产钾方面, 部分企业开工率偏低, 市场流通货源有限; 进口钾方面, 库存量回落至较低水平, 贸易商惜售情绪强化, 部分经销商暂停报价。根据卓创资讯数据, 截至5月末我国氯化钾社会库存、港口库存量分别为350万吨、205万吨, 分别较去年同期减少150、75万吨。供应阶段性收紧, 钾肥价格再度小幅上探。6月初, 印度2025年度钾肥大合同签订为379美元/吨, 略低于近期国内市场销售价格, 引发了国内买方对我国钾肥大合同谈判的观望情绪, 同时提高了贸易商抛售库存的意愿, 国内钾肥价格再度小幅回落。6月12日, 我国2025年度钾肥大合同价格正式敲定为346美元/吨, 较2024年上涨26.7%。截至6月16日, 连云港进口60%红钾、青海地区60%粉钾分别为2975元/吨、2950元/吨, 分别较去年同期上涨22.9%、18.0%。

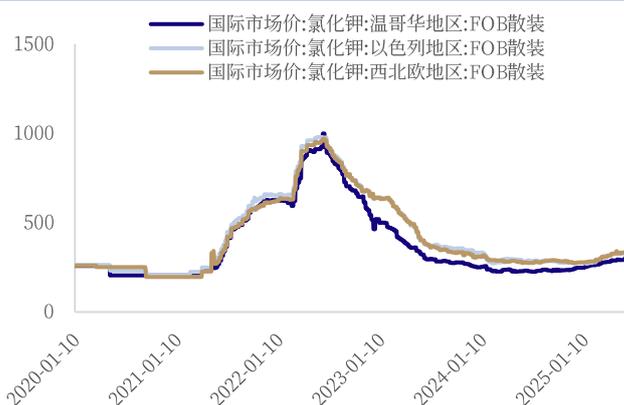
我们认为, 2025年度钾肥大合同价格符合前期市场预期, 虽略低于当前市场销售价格, 但可以对钾肥价格形成有效成本支撑, 同时有望带动贸易商及下游生产企业补库需求。中印钾肥大合同相继落地, 将对2025年下半年亚洲乃至全球钾肥价格起到锚定作用。短期来看, 随供需双方博弈, 钾肥价格虽有上下波动空间, 但价格中枢将持续显著高于2024年平均水平。预计到25Q3-25Q4陆续进入秋季备肥及冬储补货旺季, 钾肥价格中枢有望进一步上移。**我们持续看好2025年下半年全球氯化钾价格表现及行业量价修复空间, 建议关注境外中资钾肥领军企业亚钾国际(000893.SZ)。**

图41: 国内市场氯化钾价格走势 (元/吨)



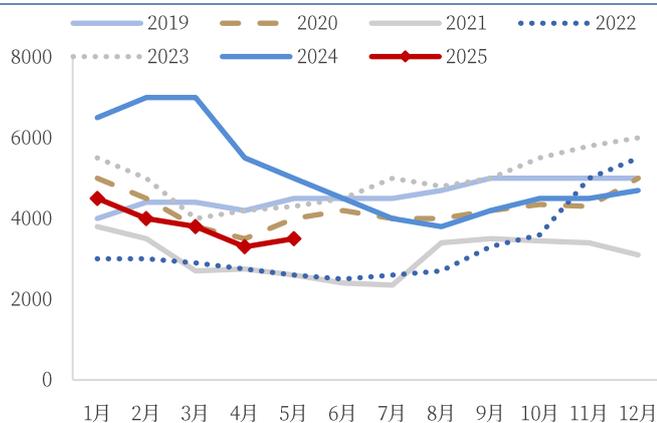
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图42: 国际市场氯化钾价格走势 (美元/吨)



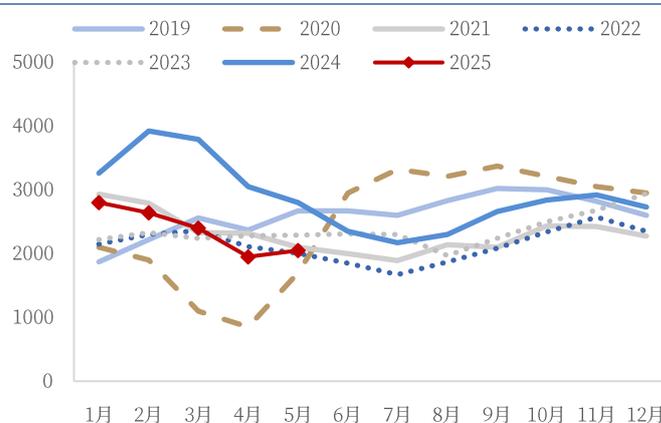
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图43: 我国氯化钾月度社会库存 (千吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图44: 我国氯化钾月度港口库存 (千吨)

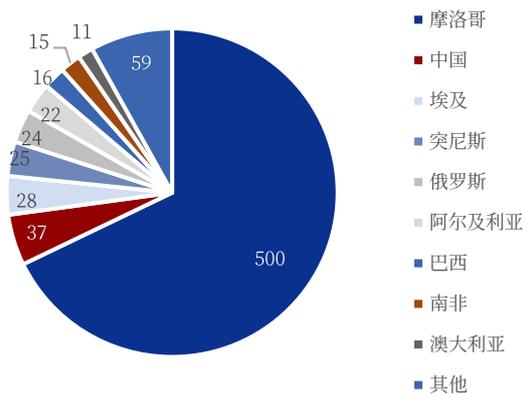


资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

(三) 磷矿供需持续偏紧, 资源型企业有望充分受益

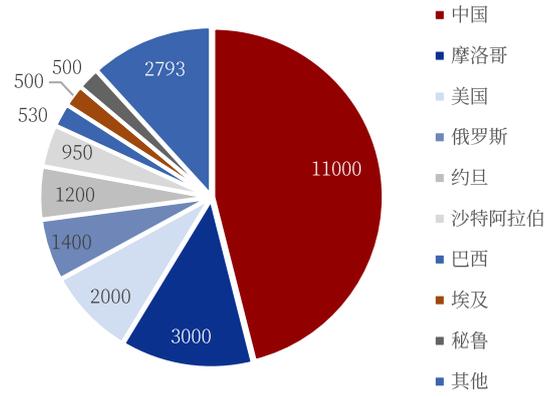
我国磷矿资源保障年限相对偏低。全球磷矿分布高度集中, 根据 USGS 数据, 2024 年全球已探明磷矿石储量超 737 亿吨, 其中摩洛哥以 500 亿吨储量位居全球第一, 我国磷矿石储量约 37 亿吨, 位居全球第二, 约占全球总储量的 5.0%。产量方面, 2024 年全球磷矿石总产量约 2.4 亿吨, 其中我国磷矿石产量约 1.1 亿吨, 约占全球总产量的 46.1%, 位居全球第一。储采比方面, 2024 年我国磷矿石储采比为 34, 同期全球平均储采比为 309, 摩洛哥储采比为 1667, 相比之下我国磷矿资源存在过度开采、保障年限偏低等问题。

图45: 2024 年全球磷矿石储量分布 (亿吨)



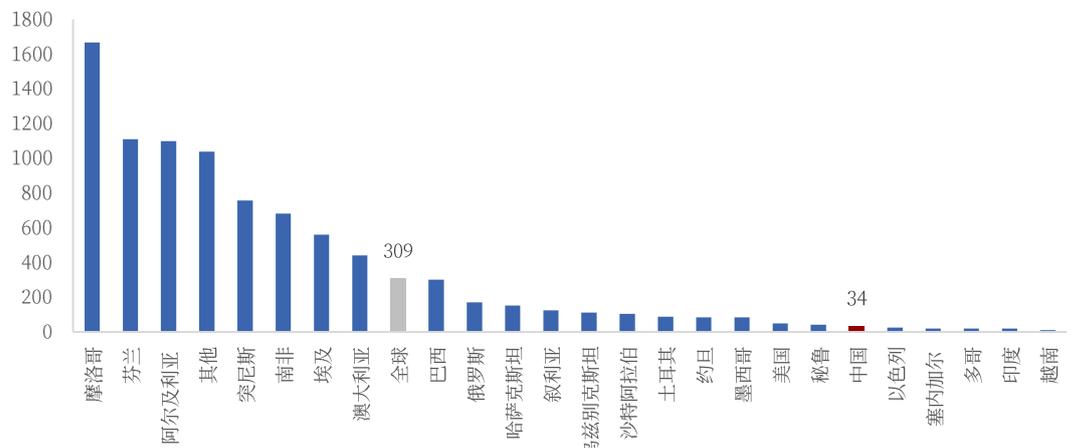
资料来源: USGS, 中国银河证券研究院

图46: 2024 年全球磷矿石产量分布 (万吨)



资料来源: USGS, 中国银河证券研究院

图47: 2024 年主要国家磷矿石储采比



资料来源: USGS, 中国银河证券研究院

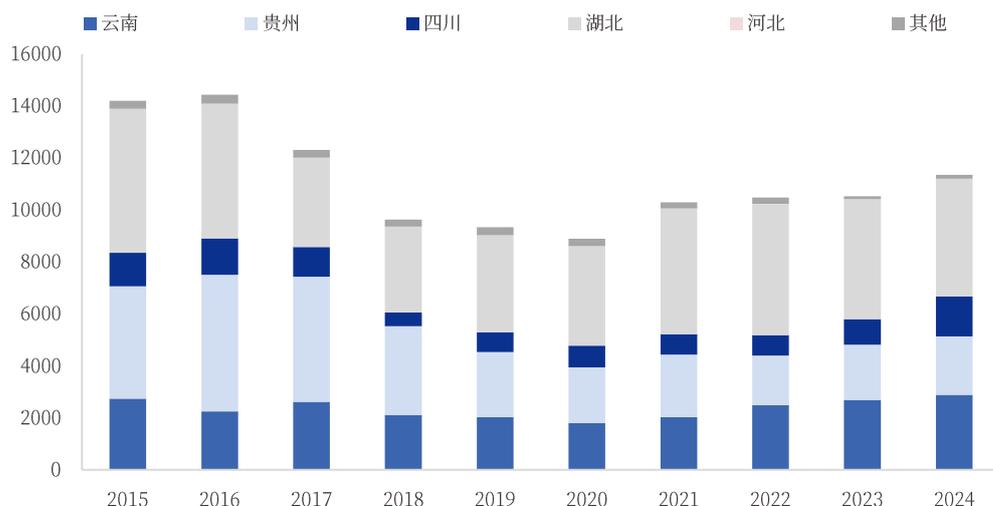
我国磷矿平均品位低、开采难度大，政策强化磷资源保障支撑。相比于其他国家，我国磷矿资源贫矿多、富矿少、开采难度大。分区域来看，我国磷矿资源主要集中在云南、贵州、四川、湖北等地。整体来看我国磷矿平均 P_2O_5 含量约为 17%，可采储量平均品位仅为 23%，远低于世界平均品位 30%。其中， P_2O_5 含量小于 20% 的较低品位磷矿占比约 60%，含量大于 30% 的 I 级磷矿储量仅占 9.4%。作为全球最大的磷化工生产和消费国，若磷矿资源持续过量消耗，未来我国磷矿品位或将持续下滑，磷矿石开采难度及开采成本也将随之持续上升。为强化磷资源保障支撑，2024 年 1 月，工信部等八部门联合印发《推进磷资源高效高值利用实施方案》（以下简称《方案》），《方案》提出“支持“采、选、加”一体化大型磷化工优势企业按照市场化原则取得矿业权”、“支持优强企业通过兼并重组等方式整合中小磷矿，推动技术落后、效率低下、不符合生态环保要求、不具备安全生产条件的磷矿企业依法依规退出”等内容，引导磷矿开采产业良性可持续发展。

表6: 我国磷矿品位分布

省份	中国	湖北	云南	贵州	四川	湖南	河北
磷矿储量占比	100%	29%	19%	17%	7%	9%	-
平均品位	17.00%	22.20%	22.34%	22.30%	21.20%	16.06%	尾矿居多

资料来源: 隆众资讯, 中国银河证券研究院

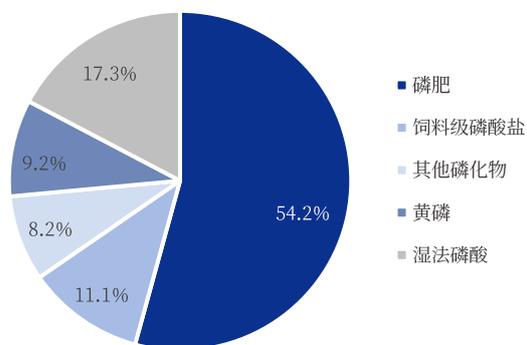
图48: 我国磷矿产量分布 (万吨)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

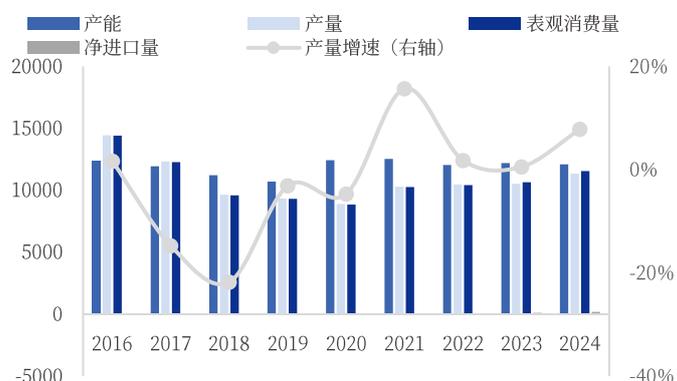
预计我国磷矿供应中短期偏紧。供给端,我国于2016年将磷矿列入战略性矿产资源,国家有关部门及各地政府对磷矿采选的管控力度明显加大,叠加近年环保政策趋严,磷矿落后产能不断退出,我国磷矿石供应逐步收紧。2024年,我国磷矿石产能约为1.21亿吨/年,同比下滑0.90%;磷矿石(折30% P_2O_5)产量约1.13亿吨,同比增长7.80%,较2016年高点下滑21.38%。产能增量方面,现阶段各磷矿主产区虽然都有在建或拟建磷矿产能,但随监管力度加大、新矿山开采难度提升,项目建设周期及产能爬坡周期普遍有所拉长,预计未来1-2年内国内磷矿产能增量释放情况仍存在较大不确定性。此外,在建或拟建磷矿石项目大多规划了配套磷化工产品产能,即便未来磷矿项目逐步投产,实际流通到市场上的磷矿石增量或较为有限。需求端,磷肥是磷矿石下游最主要的需求来源,在我国粮食安全及化肥保供稳价政策背景下,预计磷肥对磷矿石的需求整体保持稳健。另外,随新能源等终端产业高速发展,精制磷酸、精细磷酸盐等高附加值产品的产能及产量持续攀升,形成了对磷矿石的增量需求。我们认为,在供给端落后产能持续退出、新增产能释放进展不确定性较强,需求端稳中有增的情况下,预计未来1-2年我国磷矿石需求增量或将超过产能增量,磷矿石供需结构将维持紧平衡。

图49: 2024年我国磷矿石消费结构



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图50: 我国磷矿石供需结构 (万吨)

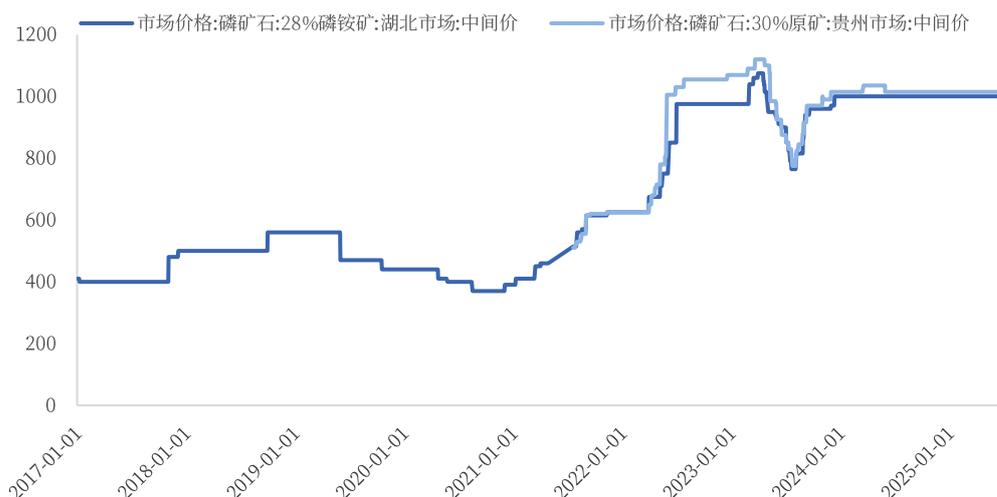


资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

磷矿石价格有望维持高位运行, 具有资源优势的磷化工企业有望充分受益。我们认为, 中短期

来看，磷矿石供需结构紧平衡态势下，我国磷矿石价格将维持高位运行。中长期来看，随在建产能陆续释放、磷矿石供需结构改善，磷矿石价格虽有回落预期，但预计回落空间有限。一方面，我国落后磷矿石产能仍在持续退出，同时下游磷化工产能仍处于扩张通道，新增磷矿石产能能够得到有效消化；另一方面，随优质磷矿持续消耗，未来我国磷矿开采难度和开采成本将持续上行，磷矿的稀缺性将进一步凸显，供方惜售情绪或愈发显著。另考虑到磷化工产业链中下游产品现都处于供需相对过剩状态，预计未来磷化工产业链利润将多集中在上游资源端，磷资源储备丰富、产业链一体化布局完善的磷化工企业的竞争优势将更为突出。**建议关注芭田股份（002170.SZ）、云天化（600096.SH）、兴发集团（600141.SH）、川恒股份（002895.SZ）等。**

图51：我国磷矿石价格走势（元/吨）

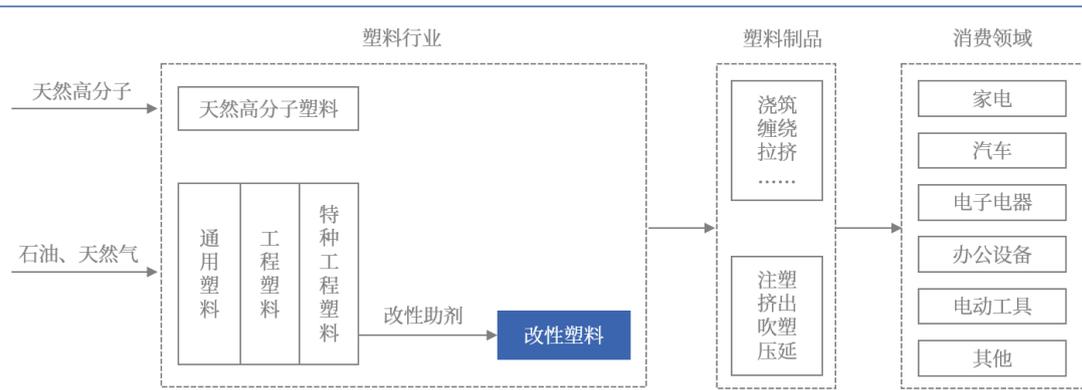


资料来源：iFind，中国银河证券研究院

（四）以旧换新政策持续推进，改性塑料规模稳步扩张

为增强终端使用效果，普通塑料存改性需求。普通塑料具有耐热性差、易变形、耐低温性差、易老化等缺点，绝大多数塑料品种无法直接用于制造工业产品，必须加以改性，使其达到下游应用标准。改性塑料是指将通用高分子树脂通过物理的、化学的或两者兼有的方法，引入特定的添加剂，或改变树脂分子链结构，或形成互穿网络结构，或形成海岛结构等所获得的高分子树脂新材料。改性塑料在保持了塑料优良性能的同时，又克服了塑料的不利特性，在家电和汽车等产品减轻重量、降低成本、美观舒适等方面起到重要作用。

图52: 改性塑料产业链



资料来源: 思瀚产业研究院、中商产业研究院, 中国银河证券研究院

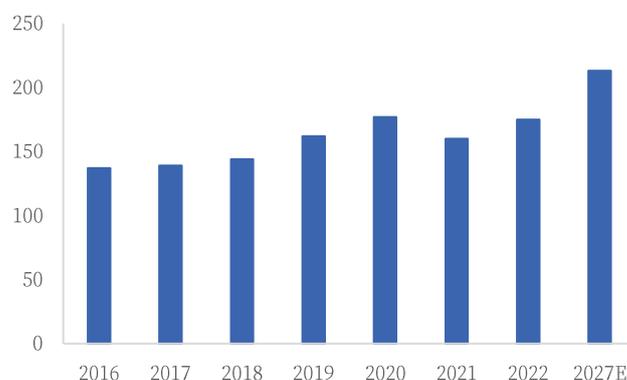
汽车轻量化趋势来袭, 车用改性塑料需求有望增长。一方面, 近些年我国汽车产业迎来快速发展, 市场规模持续扩张。2024年、2025年1-5月, 我国汽车产量分别为3128、1283万辆, 同比分别增加3.7%、12.7%。另一方面, 轻量化是我国汽车产业重点发展方向之一。《节能与新能源汽车技术路线图2.0》制定了2035年燃油乘用车与纯电动乘用车整车轻量化系数分别降低25%与35%的目标。研究表明, 汽车轻量化是节能减排的有效途径, 燃油车整备质量每降低10%, 油耗可下降6%-8%, 排放能减少4%; 电动车整备质量每降低10kg, 续航里程可增加2.5km。汽车轻量化主要包括轻量化材料、先进工艺、结构优化三个方面, 其中轻量化材料的应用是实现汽车减重最直接的途径。改性塑料以其较好的成本优势、完美的减重效果、优异的综合性能, 成为汽车领域重要的轻量化材料。2022年我国单车改性材料使用量为175kg, 与德国340-410kg、美国250-310kg相比仍有进一步提升空间。我们认为, 随着国内汽车市场规模的持续扩张, 叠加汽车轻量化发展趋势有望带动单车改性塑料使用量提升, 车用改性塑料需求有望持续增长。

图53: 我国汽车产量(万辆)及同比增速



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图54: 我国单车改性塑料使用量及预测 (kg/车)

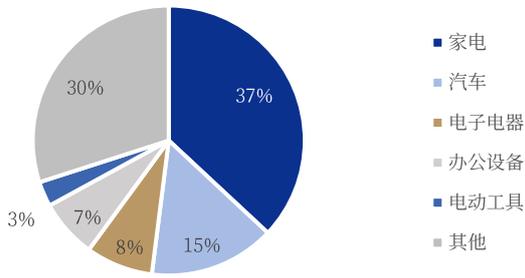


资料来源: 观研报告网, 中国银河证券研究院

政策持续刺激家电消费, 改性塑料基本盘或稳中有增。据中商产业研究院数据显示, 我国改性塑料下游应用占比中, 家电行业居于首位, 占比达37%。近些年我国家电市场规模持续扩张, 2024年我国主要白色家电、彩色家电产品产量合计约72238万台, 对应2017-2024年年均复合增速达4.46%。2025年1-4月, 我国主要白色家电、彩色家电产品产量合计约24514万台, 合计产量同比增速达3.2%。2024年8月24日商务部等4部门办公厅发布《关于进一步做好家电以旧换新工作的通知》明确补贴品种和补贴标准。2025年3月5日, 《政府工作报告》提及2025年要大力提振消费, 并安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新。我们认为, 随着国内稳增长政策持续

出台，政策效果逐步显现，家电消费有望维持增长，对应改性塑料需求基本盘有望稳中有增。

图55：我国改性塑料下游应用占比情况



资料来源：中商产业研究院，中国银河证券研究院

图56：我国主要白色家电、彩色家电产量（万台）及合计同比增速

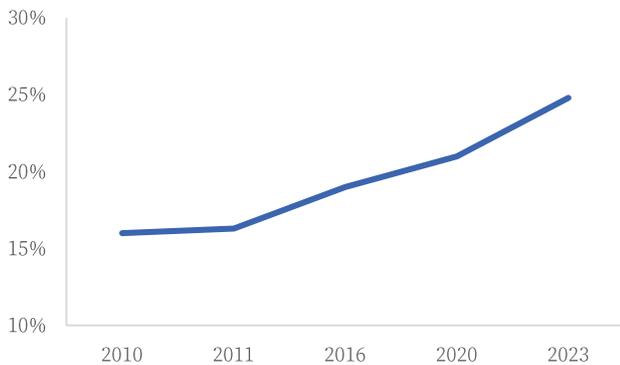


资料来源：iFind，中国银河证券研究院

注：此处白色家电包括冰箱、洗衣机、冷柜、空调

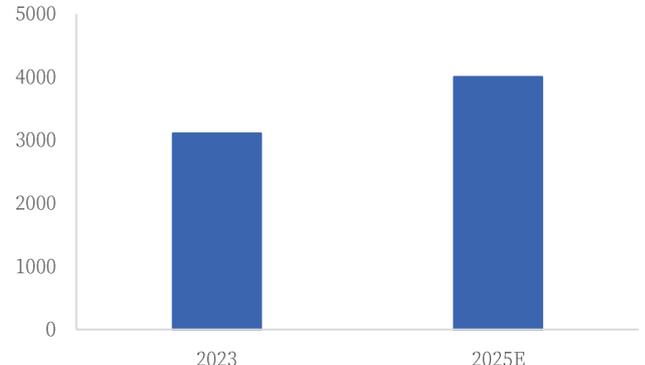
塑料改性化率仍有提升空间，改性塑料市场规模有望持续扩张。目前，中国改性塑料行业正经历快速发展，改性化率从2011年的16.3%增长至2023年的24.8%，但仍低于全球50%的平均水平，主要系国内生产装备水平较低和市场集中度低，导致产品质量不稳定，高端产品相对较少。随着技术改造和智能化制造的推进，国内企业逐步提升产品质量，并打破国外的技术垄断，特别是在家电和汽车领域，改性塑料的应用已占据较大市场份额。未来，随着高频通信、物联网等技术的快速发展，改性塑料在高端领域的需求将进一步增加，推动行业创新与增长。据中研普华产业研究院数据显示，2023年我国改性塑料市场规模为3107亿元，同比增长6.44%；预计到2025年我国改性塑料市场规模将突破4000亿元，年均复合增长率保持在8%-10%。

图57：我国规模以上工业企业初级形态塑料改性化率



资料来源：国家统计局、前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

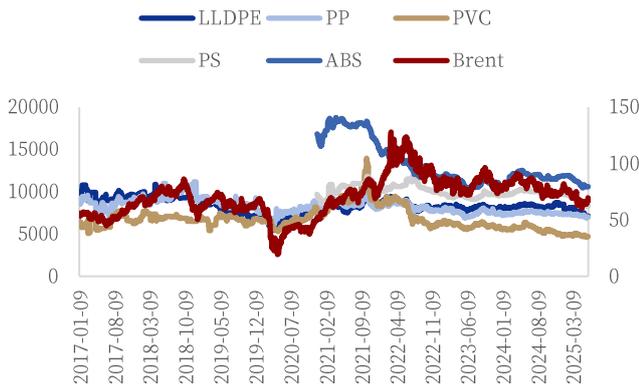
图58：我国改性塑料市场规模（亿元）



资料来源：中研普华产业研究院，中国银河证券研究院

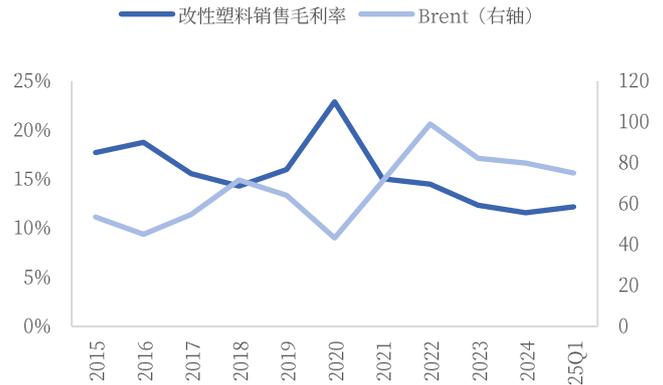
油价中枢存下行预期，改性塑料成本压力有望缓和。从产业链结构来看，改性塑料直接上游原料为通用塑料（PE、PP、PVC、PS、ABS等）、工程塑料（PA、POM、PC、PPE、PBT等）等，其源头对应石油、天然气等能源品。据前文分析，在不出现极端地缘事件引发的供应损失情况下，我们认为2025年下半年Brent原油价格运行区间为60-70美元/桶。通用塑料、工程塑料等产品价格走势与国际油价存在一定的正向关联，随着油价中枢的下移，改性塑料成本端压力有望减轻。此外，2015-2024年，多数年份改性塑料销售毛利率与Brent原油价格存负相关联，随着成本端压力的缓解，改性塑料盈利能力有望企稳修复。

图59: 通用塑料（元/吨）与 Brent 原油（美元/桶）价格走势



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图60: 改性塑料销售毛利率与 Brent 原油价格（美元/桶）走势



资料来源: iFind, 卓创资讯, 中国银河证券研究院

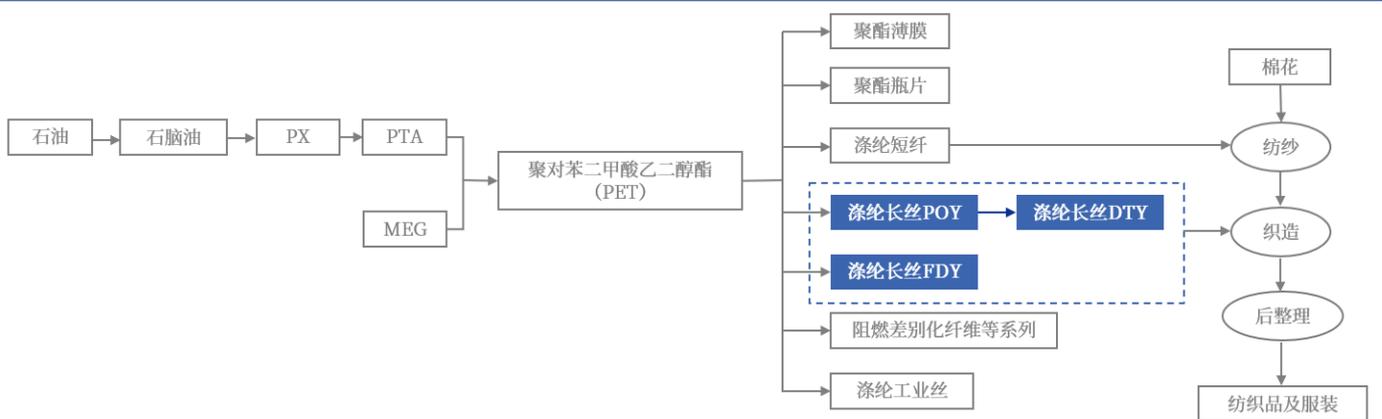
我国改性塑料市场规模有望持续扩张，同时油价中枢下移有望缓和企业成本端压力，助力改性塑料盈利能力企稳回升。建议关注国内改性塑料相关企业国恩股份（002768.SZ）、金发科技（600143.SH）、沃特股份（002886.SZ）、会通股份（688219.SH）等。

三、关注供给侧约束，探寻周期弹性机会

（一）涤纶长丝产能趋于集中，行业自律或激发周期弹性

涤纶长丝产业链上承石化、下接纺织。涤纶又称聚酯纤维，是以精对苯二甲酸（PTA）和乙二醇（MEG）为原料缩聚而成的聚酯经纺丝所得的合成纤维。其中，涤纶长丝主要指长度为千米以上的丝。从上游来看，涤纶长丝直接原材料 PTA 为重要的油头大宗产品，原油作为其主要原料，其价格波动与国际油价密切相关。从下游来看，涤纶长丝按用途可分为民用、工业用，民用涤纶长丝主要用于服装、家纺等领域，工业用涤纶长丝主要用于车用丝行业、输送带等领域。据卓创资讯统计，2024 年涤纶长丝 50%用于服装用纺织品、31%用于装饰领域纺织品、19%用于产品用纺织品。

图61: 涤纶长丝产业链



资料来源: 新凤鸣官网、新凤鸣公告、郑州商品交易所, 中国银河证券研究院

终端纺织需求具有韧性，涤纶长丝需求支撑仍存。涤纶长丝需求包括内需和外需两部分。1) 国内需求层面，终端纺织需求将通过“涤纶长丝—织造—坯布—纺织服装”产业链逐步传导至涤纶长丝。内需方面，2025 年以来纺织服装消费仍保持较强的韧性，1-4 月我国服装鞋帽、针、纺织

品类商品零售额 4939 亿元，同比增长 3.1%。外需方面，我国纺织服装业发挥产业链牢固、完整的优势，叠加外贸企业“抢出口”，1-5 月我国纺织服装累计出口 1167 亿美元，同比增长 1.0%。2) 出口层面，1-4 月我国涤纶长丝出口量 136 万吨，同比增长 6.97%。4 月美对东盟、东南亚征收高对等关税，而后给予了 90 天关税暂缓的窗口期，基于不确定性和成本上升的风险，窗口期内东盟国家多集中出口成品纺织服装至美国，原料缺口拉动了我国涤纶长丝出口。此外，3-4 月份我国涤纶长丝价格持续走低，海外客户采购积极性提升。我们认为，短期“抢出口”效应下，我国涤纶长丝需求仍有一定支撑。中长期来看，贸易争端或对全球贸易流产生干扰，但终端纺织服装需求具有韧性，且我国化纤产量占全球的 70% 以上，其中涤纶长丝占据化纤产量的三分之二，作为全球重要的涤纶长丝生产国，中长期来看涤纶长丝需求预计仍有支撑。

图62: 我国服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额 (亿元) 及同比增速



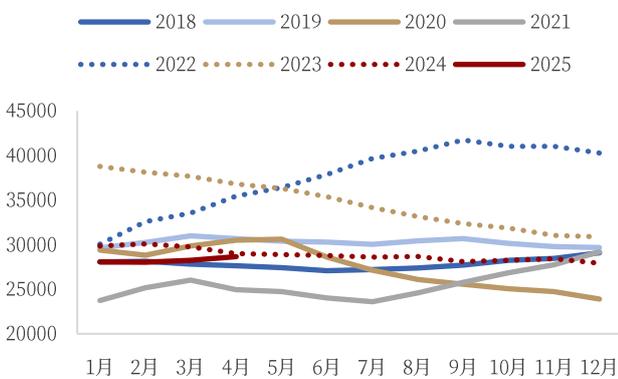
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图63: 我国纺织服装累计出口额 (亿美元) 及同比增速



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图64: 美国批发商服装及服装面料库存 (百万美元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

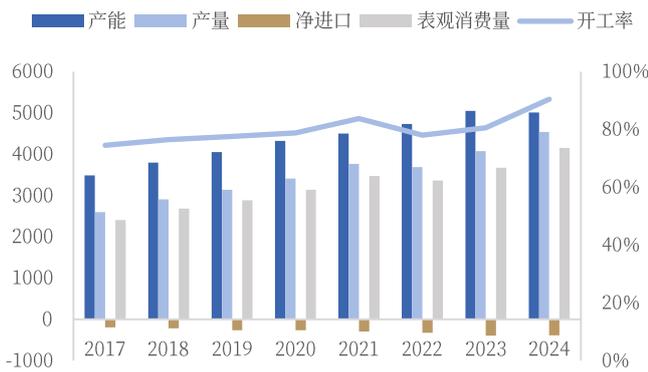
图65: 我国涤纶长丝出口量 (万吨) 及同比增速



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

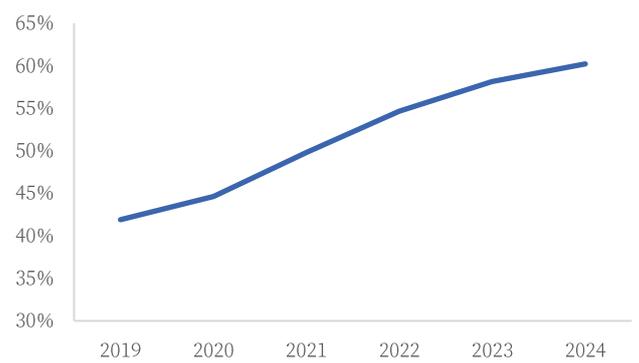
涤纶长丝产能扩张放缓，行业集中度趋于抬升。近些年，在民营龙头企业的“炼化一体化”布局以及国内消费和出口需求的支撑下，PX-PTA-聚酯各环节产能均大幅度扩张，涤纶长丝作为主要的聚酯产品，产能步入快速扩张期。2024 年行业新增产能投放放缓，叠加落后产能淘汰，全年行业涤纶长丝产能为 5013 万吨/年，同比下降了 39 万吨/年，为自 2014 年以来行业年产能首度下降。据隆众资讯预测，2024-2025 年期间，涤纶长丝行业可能会淘汰 200-250 万吨/年的落后产能，未来涤纶长丝行业的有效产能可能会迎来负增长。此外，近些年涤纶长丝行业新增产能主要集中在龙头企业，行业集中度持续攀升，2024 年我国涤纶长丝行业集中度为 60.22%，较 2019 年提升 18.32 个百分点。涤纶长丝行业集中度抬升有助于增强龙头企业议价权。

图66: 2017-2024 年我国涤纶长丝供需情况 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

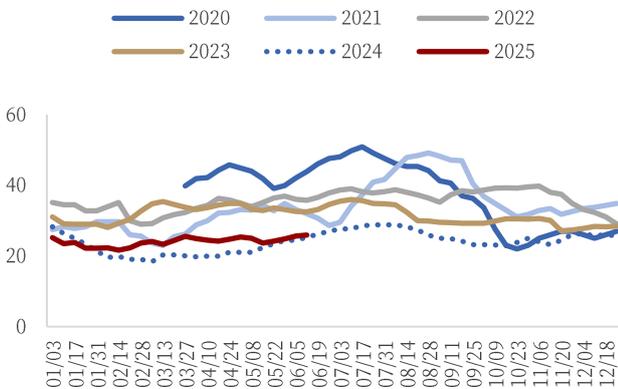
图67: 2019-2024 年我国涤纶长丝年度产能集中度



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

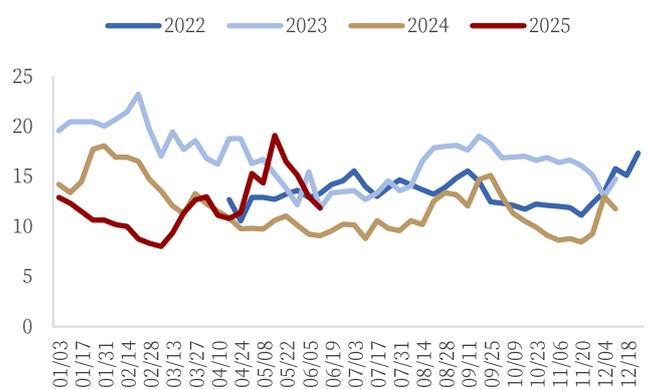
产业链库存处于偏低水平, 行业自律或激发周期弹性。库存层面, 截至6月12日当周, 我国坯布库存天数、织造原料备货天数、涤纶长丝库存天数分别为 25.93、11.85、20.50 天, 除织造原料备货天数目前位于中等水平外, 终端坯布、上游涤纶长丝工厂库存均处于历史同期低位水平。价差层面, 截至6月13日, 我国涤纶长丝 POY、DTY、FDY 现金流分别为 48、44、-85 元/吨, 分别位于 2019 年以来历史 33%、12%、17% 分位, 行业景气仍处于历史偏低水平。2024 年 12 月, 中国化学纤维工业协会发布了《涤纶长丝行业高质量发展倡议书》, 倡议企业投资项目以现有产能的升级改造为主, 新增产能项目避免低水平重复建设, 有节奏理性投资, 有序发展, 防止“内卷式”恶性竞争。我们认为, 在产业链库存处于低位、行业自律行为有望加强等因素影响下, 行业周期弹性可期。

图68: 坯布库存天数 (天)



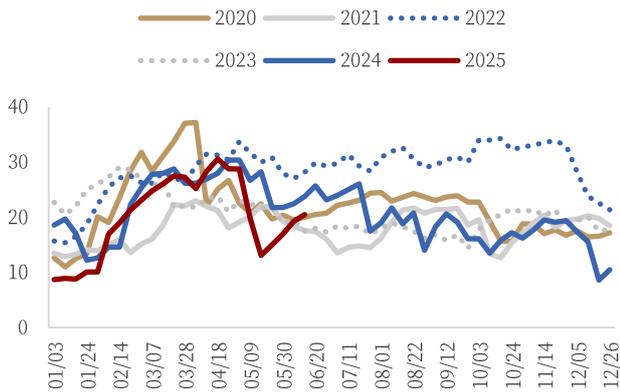
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图69: 织造原料备货天数 (天)



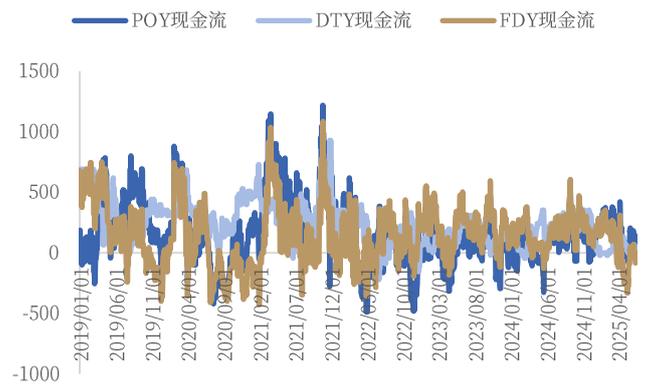
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图70: 涤纶长丝生产企业库存天数(天)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图71: 涤纶长丝 POY、DTY、FDY 现金流(元/吨)



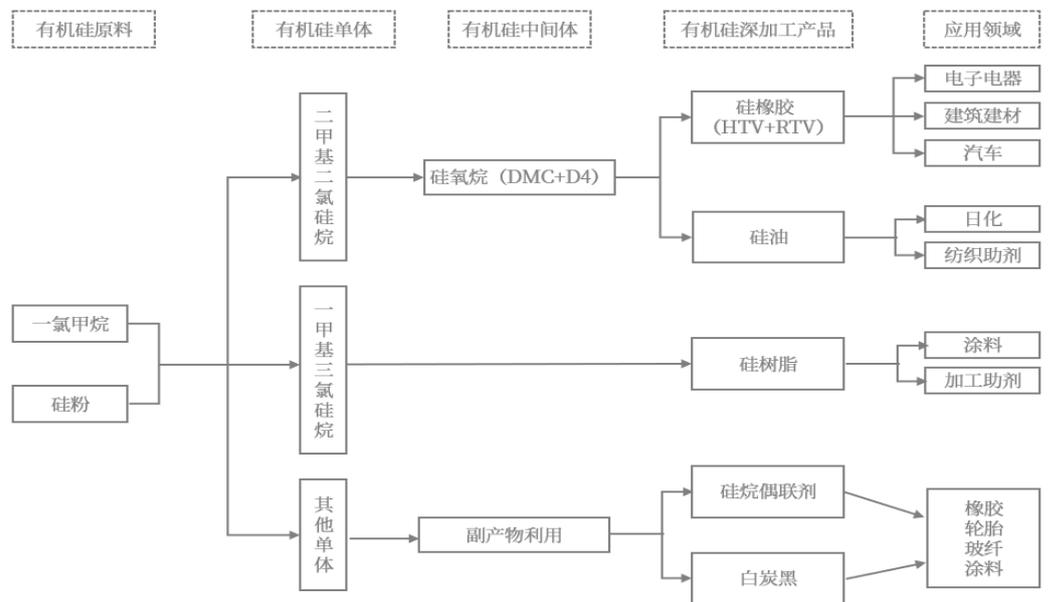
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

需求端, 贸易摩擦难改纺织服装需求韧性, 我国是全球最大的涤纶长丝生产国, 中长期来看涤纶长丝需求仍存支撑。供给端, 国内涤纶长丝产能集中度趋于抬升, 且行业自律行为有所增强。我们认为, 产业链库存低位下, 周期弹性值得期待。建议关注国内涤纶长丝龙头企业新凤鸣(603225.SH)、桐昆股份(601233.SH)、恒逸石化(000703.SZ)等。

(二) 有机硅产能扩张步入尾声, 行业供需格局有望改善

有机硅, 是指含有 Si-C 键、且至少有一个有机基是直接和硅原子相连的化合物。按照所处产业链位置的不同, 有机硅产品可分为有机硅单体、中间体以及下游深加工产品。有机硅材料具有耐高低温、耐候性、电气绝缘性、生理相容性以及独特的表面性能等优良性能, 可以适应各行业不同的个性化需求。

图72: 有机硅产业链构成情况

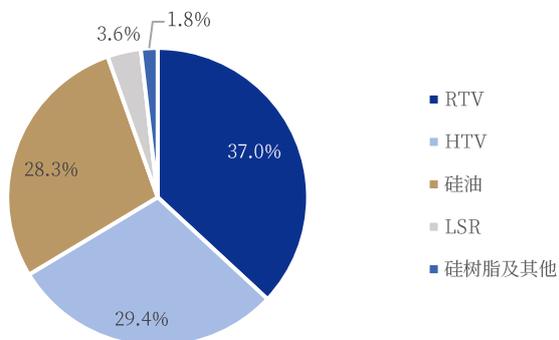


资料来源: 《我国有机硅产业链发展态势分析》(赵立群), 中国银河证券研究院

有机硅种类多样, 终端需求覆盖广泛。有机硅深加工产品主要包括硅油、硅橡胶、硅树脂和硅烷偶联剂四大类, 其中硅橡胶根据硫化机理和硫化温度不同, 可分为室温硫化硅橡胶 (RTV)、高温硫化硅橡胶 (HTV)、加成型硫化液体硅橡胶 (LSR) 三类。根据 ACMI/SAGSI 统计, 2022 年

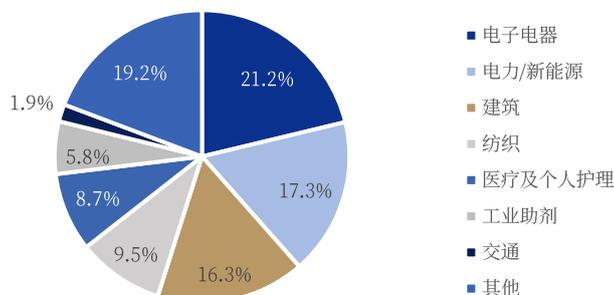
RTV、HTV、硅油、LSR、硅树脂等产品市场占比分别为 37.0%、29.4%、28.3%、3.6%、1.8%。就有机硅产品下游应用领域分布情况来看，2022 年有机硅产品在电子电器、电力/新能源、建筑、纺织、医疗护理、工业助剂、交通等领域的用量占比分别为 21.2%、17.3%、16.3%、9.5%、8.7%、5.8%、1.9%。

图73：2022 年我国有机硅产品结构



资料来源：ACMI/SAGSI、中商产业研究院、中国银河证券研究院

图74：2022 年我国有机硅产品下游应用领域占比情况



资料来源：ACMI/SAGSI、中商产业研究院、中国银河证券研究院

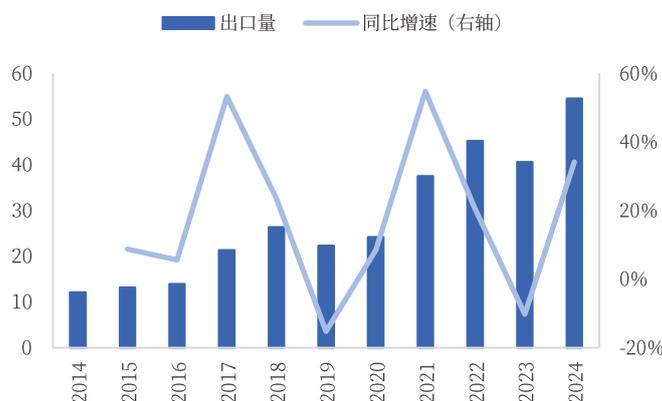
内外需发力，有机硅需求有望持续增长。内需方面，2024 年我国有机硅中间体表观消费量为 208 万吨，同比增长 11.21%；2014-2024 年我国有机硅中间体表观消费量 CAGR 为 10.66%。从需求结构来看，尽管近几年房地产景气周期下行拖累建筑领域需求表现，受益新能源（光伏、新能源车）、5G 通信、特高压等新兴领域高速发展，2025 年有机硅行业需求有望保持较高增速。尤其新兴领域逐步替代传统石油基材料，如室温胶、高温胶受新能源需求拉动，液体胶、硅树脂因新应用场景（如 AI 终端、柔性电子）快速拓展，需求增长迅猛。外需方面，2024 年我国初级形状聚硅氧烷出口量为 54.56 万吨，同比增长 34.24%；2014-2024 年我国初级形状聚硅氧烷出口量 CAGR 为 16.23%。从出口结构来看，2024 年我国初级形状聚硅氧烷出口量占比居前的国家分别为韩国、印度、美国、土耳其、越南等，占比分别为 18.15%、12.42%、7.52%、5.41%、5.08%。通常情况下，某一国家或地区的人均有机硅消费量水平与该地人均 GDP 呈正相关关系。随着东南亚等新兴经济体工业化进程加快，人均有机硅消费量有望提升，叠加国内企业成本优势，我国有机硅出口潜力有望持续释放。

图75：我国有机硅中间体表观消费量（万吨）及同比增速



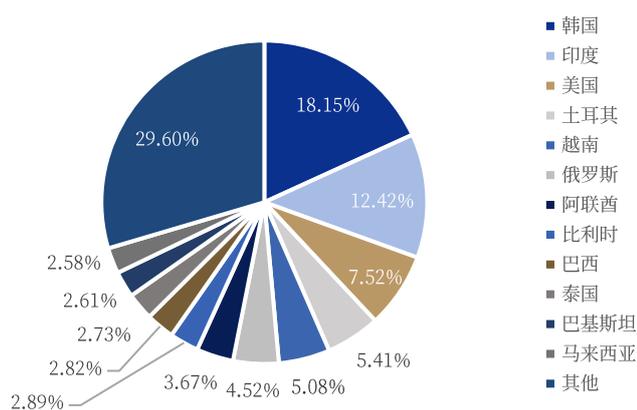
资料来源：卓创资讯、中国银河证券研究院

图76：我国初级形状聚硅氧烷出口量（万吨）及同比增速



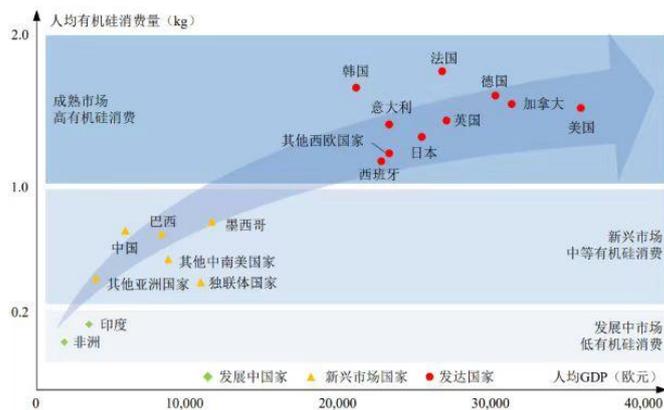
资料来源：卓创资讯、中国银河证券研究院

图77: 2024年我国初级形状聚硅氧烷出口量分布



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

图78: 全球各市场人均有机硅消费量



资料来源: 德国瓦克年报、东岳硅材招股说明书, 中国银河证券研究院

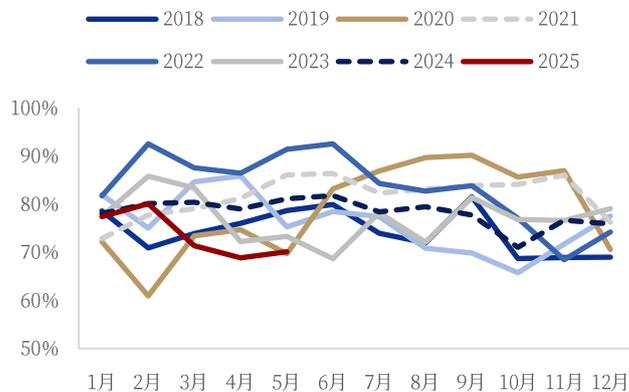
产能扩张步入尾声, 供给端自律性趋于提高。有机硅行业产能周期与行业景气度密切相关, 2020年我国有机硅行业迎来新一轮投产周期, 2024年我国有机硅中间体产能达353万吨/年, 对应2020-2024年CAGR达18.4%。产能快速扩张之下, 带动有机硅中间体产量持续增长, 2024年我国有机硅中间体产量为252万吨, 对应2020-2024年CAGR为17.1%。下游需求增速低于供给增速, 有机硅行业供需过剩, 近几年有机硅行业景气下行, 多数企业步入亏损状态。展望未来, 一方面, 行业产能扩张周期步入收尾阶段, 据卓创资讯统计, 2025年有机硅行业拟新增湖北兴发20万吨/年产能, 较此前年份明显放缓。另一方面, 在经历了前两年的亏损之后, 2025年国内单体厂向上修复利润意愿较强, 有机硅单体厂自律行为有所加强, 旨在通过调节产量平衡供需关系, 进而实现利润的修复。2025年3-5月, 行业开工率在68.86%-71.40%之间运行, 处于历史同期低位水平。

图79: 我国有机硅中间体产能、产量(万吨)及同比增速(右轴)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

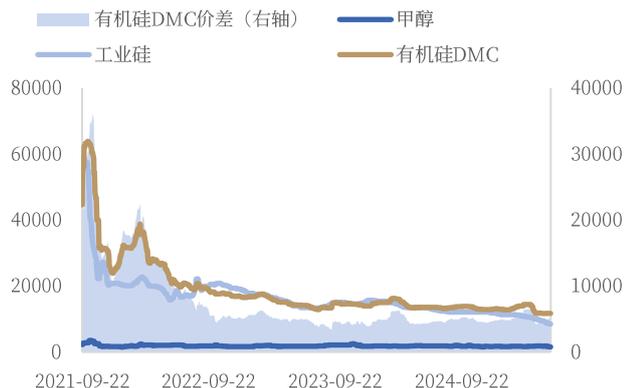
图80: 我国有机硅中间体月度开工负荷率



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

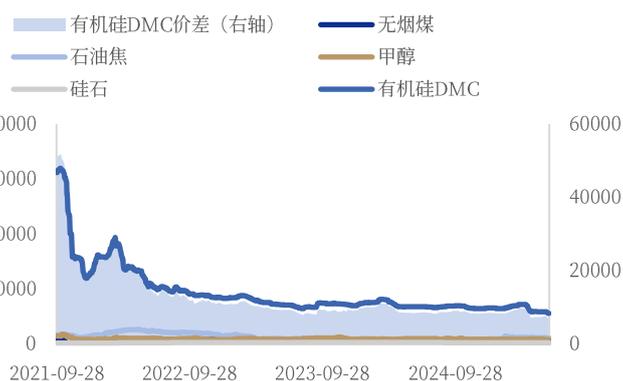
有机硅价 DMC 差居历史低位, 静待行业周期弹性。从价差走势来看, 2022年期间有机硅 DMC 价差自高位逐步回落, 行业景气逐步陷入低谷。在历经近三年的低景气后, 国内有机硅单体厂向上修复利润意愿较强。2025年一季度, 期间有机硅单体厂自律行为有所加强, 带动有机硅价格、价差阶段性走强。我们认为, 短中期来看, 我国有机硅产能扩张周期步入收尾阶段, 在新兴领域需求驱动下, 有机硅需求增速有望维持较高水平, 行业步入产能消化期。短期来看, 在低景气之下, 建议密切关注生产企业自律行为动向, 或有望激发阶段性周期弹性。**建议关注国内有机硅相关企业东岳硅材(300821.SZ)、新安股份(600596.SH)等。**

图81: 我国有机硅 DMC 价格、价差 (元/吨) 走势 (无工业硅配套)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图82: 我国有机硅 DMC 价格、价差 (元/吨) 走势 (有工业硅配套)

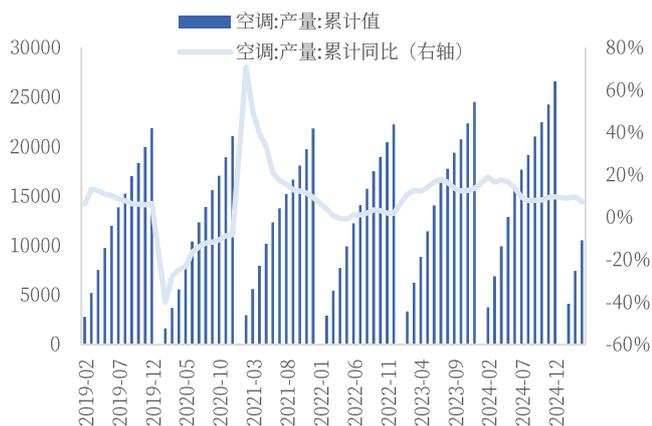


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(三) 政策层面强监管, 制冷剂高景气延续

需求端: 刺激消费政策延续, 制冷剂主要终端产品数据表现亮眼。制冷剂终端产品主要集中在空调、汽车等领域, 且下游产业对制冷剂需求偏刚性。2024 年以来, 刺激经济政策“组合拳”接连出台, 多地以旧换新、政府补贴力度加码。2025 年, 我国坚持稳中求进, 大力提振消费、全方位扩大内需, 各项刺激消费政策得以延续, 制冷剂主要终端产品产量多表现亮眼。1-4 月, 我国空调累计产量为 10531.4 万台, 同比增长 7.2%。值得一提的是, 为应对夏季高温空调需求旺季, 5-7 月我国家用空调排产数据依然亮眼。5 月排产家用空调排产 2330 万台, 较去年同期生产实绩增长 9.9%; 其中内销排产 1437 万台, 较去年同期内销实绩增长 15.4%。6 月排产 2050 万台, 较去年同期实绩增长 11.5%, 其中内销排产 1366 万台, 较去年同期内销实绩增长 29.3%。7 月内销排产 1137 万台, 较去年同期内销实绩增长 22.8%。汽车方面, 我国 1-5 月累计产量为 1282.6 万辆, 同比增长 12.7%。终端产品产量稳中有增, 为制冷剂在需求端形成了有力支撑。

图83: 空调产量 (万台) 及同比增速



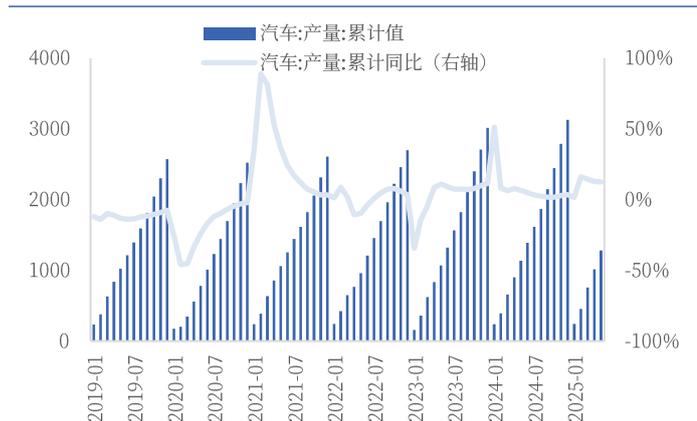
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图84: 家用空调月度排产计划值 (万台) 及同比增速



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图85: 汽车产量（万辆）及同比增速



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

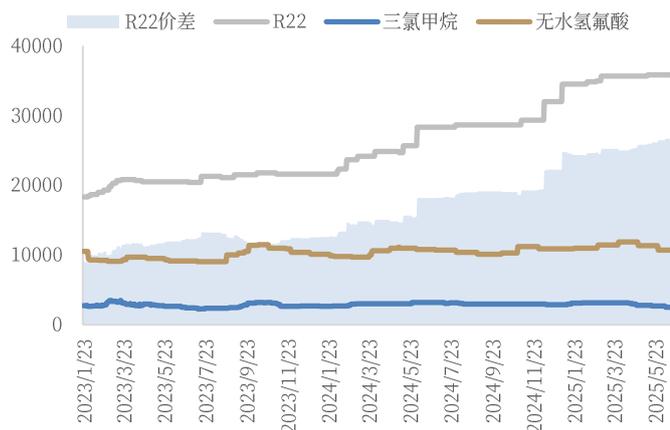
图86: 我国内销家用空调月度排产数据



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

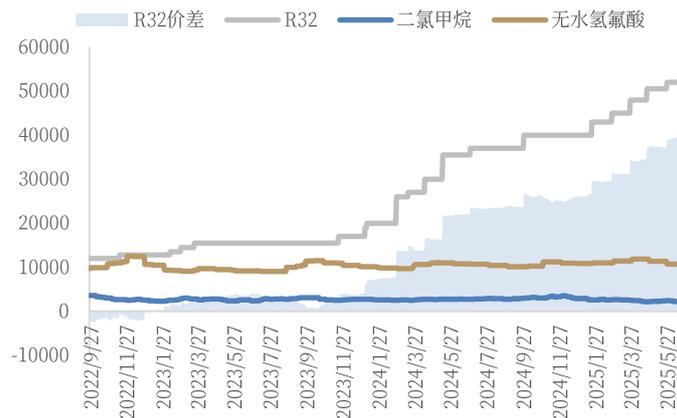
供给端：配额管理政策稳定且连续，制冷剂价格重心持续探涨。2024年，我国HFCs正式开启配额管理、HCFCs配额有序削减，HFCs供需格局整体呈现紧平衡态势，行业景气度显著提升。临近年末，主流制冷剂品类配额余额偏少、可售货源有限，制冷剂厂家无销售压力、控量接单，存在一定挺价惜售情绪，产品价格及价差维持高位运行。2024年10月18日，生态环境部发布《关于印发2025年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物配额总量设定与分配方案的通知》，规定2025年我国HCFCs生产配额总量为163573吨、内用生产配额总量和使用配额总量均为86029吨，分别较2024年减少49897、42052吨，满足2025年我国HCFCs生产和使用量分别削减基线值的67.5%和73.2%的阶段性履约任务要求。其中，2025年R22生产配额和内用生产配额分别为149068、80862吨，分别较2024年减少32779、31044吨。HFCs方面，2025年生产配额总量和内用生产配额总量分别为18.53、8.95亿tCO₂，与2024年度相同。在此基础上，根据HCFCs淘汰的替代需求及半导体行业的增长需求，对R32、R245fa、R41、R236ea进行了不同幅度的配额增发。2025年4月9日，生态环境部等五部门联合印发《中国履行〈关于消耗臭氧层物质的蒙特利尔议定书〉国家方案（2025—2030年）》。《国家方案》明确了以下履约目标：一是，持续禁止已淘汰ODS受控用途生产和使用，进一步巩固成效，确保可持续履约；二是，HCFCs受控用途生产量和使用量在2025年分别削减基线值的67.5%和73.2%，2030年均削减基线值的97.5%；三是，HFCs受控用途生产量和使用量在2029年均削减基线值的10%。《国家方案》充分体现了我国实现国家履约目标、坚持保护臭氧层和应对气候变化协同，分行业、分物质开展ODS和HFCs淘汰和削减行动的决心。配额政策强约束、下游需求稳中向好背景下，2025年以来，我国制冷剂行业高景气延续，主流产品价格及价差高位探涨。6月以来，国内气温快速攀升，空调企业排产维持高速增长，随下游库存快速消耗，制冷剂补货需求逐步释放，市场采购活跃度显著提升，制冷剂价格传导顺畅，而制冷剂行业高温检修将至，多重利好叠加，预计25Q3制冷剂季度长协订单价格重心将进一步上移。

图87: R22 价格及价差走势 (元/吨)



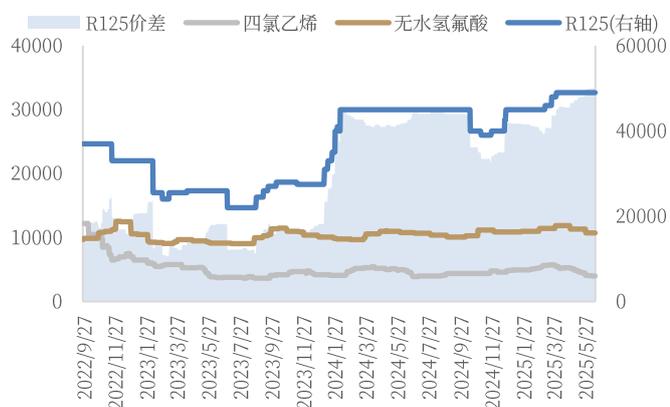
资料来源: iFind、卓创资讯, 中国银河证券研究院

图88: R32 价格及价差走势 (元/吨)



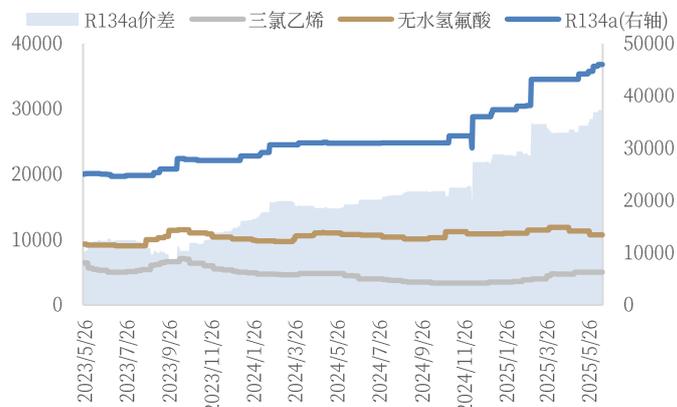
资料来源: iFind、卓创资讯, 中国银河证券研究院

图89: R125 价格及价差走势 (元/吨)



资料来源: iFind、卓创资讯, 中国银河证券研究院

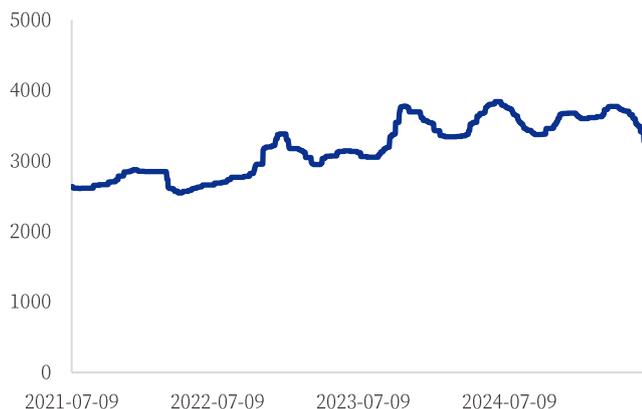
图90: R134a 价格及价差走势 (元/吨)



资料来源: iFind、卓创资讯, 中国银河证券研究院

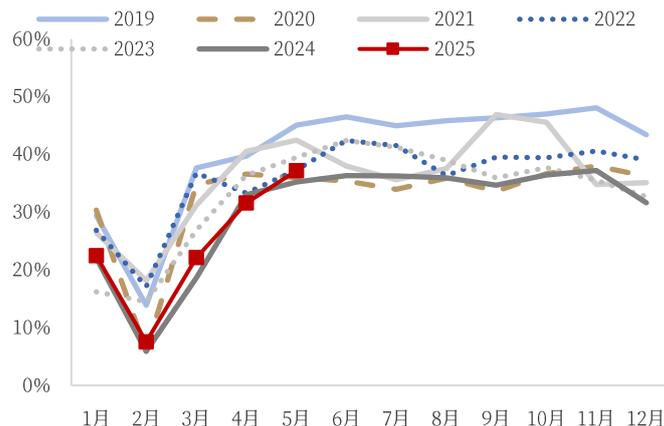
成本端：萤石供需偏紧常态化，价格中枢有望中长期维持在偏高水平。近年来，我国萤石矿供应整体趋紧，同时萤石矿山安全生产监管趋严，生产商挺价惜售情绪明显，致下游选厂开工负荷受限，萤石粉现货流通紧张频繁出现，萤石粉价格高位随需求季节性变化而小幅震荡。短期来看，当前下游企业开工负荷偏低，且原料库存充足，成本压力下，对萤石粉存在压价情绪，萤石粉价格表现较为弱势。但中长期来看，随安全环保政策趋严、优质资源持续消耗，我国中小萤石开采企业及落后萤石矿山或加速退出，萤石矿开采成本将逐步增加，萤石矿及萤石粉供应或难有增量，萤石价格有望维持在偏高水平震荡，并在成本端对无水氢氟酸及制冷剂价格起到一定支撑作用。

图91: 萤石价格走势 (元/吨)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图92: 我国萤石月度开工率



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

供需紧平衡下, 制冷剂价格、价差有望高位探涨, 制冷剂行业高景气延续确定性较强, 制冷剂生产企业话语权和定价权有望进一步强化。我们看好制冷剂中长期价格及价差表现, 配额占比较高的制冷剂龙头企业有望充分受益, 建议关注巨化股份 (600160.SH)、三美股份 (603379.SH), 同时看好前期涨幅较小的制冷剂生产企业的补涨机会, 建议关注永和股份 (605020.SH) 等。

四、赋能新质生产力, 新材料国产替代或提速

(一) 成核剂需求稳步增长, 国产替代进程有望提速

成核剂是一种用于提高聚丙烯等不完全结晶树脂材料结晶度, 加快其结晶速率的高分子材料助剂, 可改善树脂制成品的光学性能、力学性能、热变形温度等。目前成核剂主要应用在高性能树脂和改性塑料的制造, 产品可满足食品接触材料、医疗器械、医药包装、婴幼儿用品、汽车部件、锂电池材料、家居家电用品、建筑材料等行业对产品性能、安全、环保提升的需要。

表7: 成核剂功能及应用简介

产品系列	功能说明	应用的重要产品方向	终端应用领域
透明成核剂	可显著提高树脂的透明性, 雾度降低1倍以上, 同时树脂的热变形温度和结晶温度提升5-10°C, 弯曲模量提升10%-15%, 缩短成型周期, 提高生产效率, 保持产品尺寸稳定性。	高熔融指数聚丙烯	食品接触材料、医疗器械、婴幼儿用品、家居家电用品等
增刚成核剂	可显著提高树脂的机械性能, 弯曲模量和弯曲强度可提高15%以上, 热变形温度可提高10-20°C, 结晶温度、冲击强度等各方面均有全方位的均衡提升, 平衡收缩, 降低制品翘曲变形。	高熔融指数聚丙烯、新型高刚性高韧性高结晶聚丙烯、车用薄壁改性聚丙烯材料	汽车部件、家居家电用品等
β晶型增韧成核剂	可以高效诱导β晶型聚丙烯的生成, β晶型转化率达80%以上, 可显著提高聚丙烯树脂的抗冲击强度, 提升幅度可达1倍以上。	高熔融指数聚丙烯、新型高刚性高韧性高结晶聚丙烯、β晶型聚丙烯	医疗器械、汽车部件、锂电池材料、家居家电用品、建筑材料等

资料来源: 呈和科技公告, 中国银河证券研究院

聚丙烯产量提升叠加高性能化趋势，促进成核剂需求稳步增长。随着聚烯烃等塑料产业的蓬勃发展，全球成核剂市场规模有望持续扩张，据 QYResearch 数据显示，2024 年全球成核剂市场规模约 9.00 亿美元，2030 年有望增长至 11.56 亿美元，对应 2024-2030 年 CAGR 为 4.27%。国内层面，据统计数据显示，2017-2022 年，我国成核剂需求量从 5300 吨增长至 9520 吨，年均复合增速达 12.4%。我国成核剂需求增长，一方面受益于国内聚丙烯产能扩张带来产量的提升，另一方面受益于消费者对高性能聚丙烯需求的提升。2017-2022 年，我国聚丙烯产能、产量持续增长，对应年均复合增速分别为 9.6% 和 8.8%，同期成核剂需求增速高于聚丙烯产能及产量增速，表明国内聚丙烯生产的结构性变化，高性能聚丙烯占比逐步提升。考虑到我国聚丙烯产量持续提升，以及对高性能产品需求增加带来成核剂添加量提升，我们对成核剂未来需求进行了测算，预计未来我国成核剂需求将以年均 10% 左右的增速增长，至 2025 年需求有望突破 12000 吨。

图93: 我国聚丙烯产能（万吨/年）、产量（万吨）及同比增速



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图94: 我国成核剂需求量（吨）及同比增速



资料来源: 观研天下, 中国银河证券研究院

表8: 我国成核剂需求测算

时间	2022	2023E	2024E	2025E
聚丙烯产量 (万吨)	3014	3225	3463	3740
聚丙烯产量增速	5.4%	7.0%	7.4%	8.0%
吨聚丙烯添加量 (ppm)	316	324	332	340
成核剂需求量 (万吨)	9520	10443	11494	12724
成核剂需求增速	10.7%	9.7%	10.1%	10.7%

资料来源: 卓创资讯、观研天下, 中国银河证券研究院

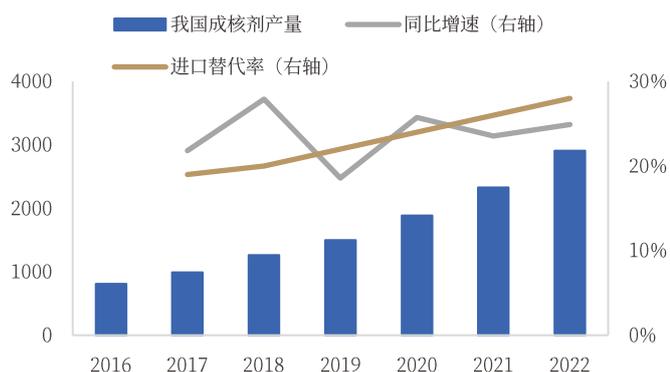
成核剂国产化率稳步提升，国际贸易摩擦或加速国产替代。由于国外先进厂商对成核剂开发、使用存在先发优势，早期我国成核剂市场主要被美利肯、艾迪科、新日本理化等美国、日本企业占据。近年来，呈和科技、只楚化学等国内厂商逐步掌握了成核剂的生产工艺并实现了商业化量产，正在逐步形成对外国品牌的替代。据观研天下统计数据显示，我国成核剂产量及进口替代率正快速提升，2022 年我国成核剂国内供给量约 2910 吨，进口替代率约 28%、较 2017 年提升 9 个百分点；随着国内厂商在工艺研究和应用开发方面不断发力，预计 2025 年我国成核剂进口替代率有望提升至 34%。此外，国际贸易摩擦仍在反复，美国成核剂供应商美利肯是全球成核剂市场的主要参与者，也是我国成核剂主要进口供应商。若未来国际贸易摩擦恶化，进口自美国的成核剂成本或将大幅抬升，国产成核剂性价比优势或进一步凸显。此外，基于产业链供应链安全，上游石化企业对成核剂国产替代紧迫性提升，成核剂迎来国产替代进程有望提速。

表9: 全球成核剂主要供应商产品及市场地位

国别	企业简称	主要成核剂型号	市场地位
美国	美利肯	透明成核剂 Millad 3988、Millad NX8000 (山梨醇类)	全球成核剂市场主要参与者, 国内成核剂主要进口供应商。
		增刚成核剂 HPN 20E (羧酸盐类)	
日本	艾迪科	增刚成核剂 NA-11、NA-21 (磷酸酯盐类)	全球成核剂市场参与者, 国内成核剂进口供应商之一。
日本	新日本理化	透明成核剂	β晶型增韧成核剂主要进口供应商。
		β晶型增韧成核剂	
中国	呈和科技	透明成核剂 NA-98 及其衍生产品 (山梨醇类)	国内成核剂、会成水滑石先进生产企业, 构成国产成核剂的主要市场份额, 具备规模化生产和销售高端应用合成水滑石的能力, 国内成核剂主要出口企业之一。
		增刚成核剂 NAA-3 及其衍生产品 (羧酸盐类)	
		增刚成核剂 NAP-50 及其衍生产品 (磷酸酯盐类)	
中国	只楚化学	透明成核剂 ZC-3 (山梨醇类)	国内成核剂先进生产企业, 国内成核剂主要出口企业之一。
中国	上海齐润	增刚成核剂 Maxstab RY 501 (羧酸盐类)	国内成核剂先进生产企业
		增刚成核剂 Maxstab RY 511 (磷酸酯盐类)	
		透明成核剂 Maxlear RY 698 (山梨醇类)	

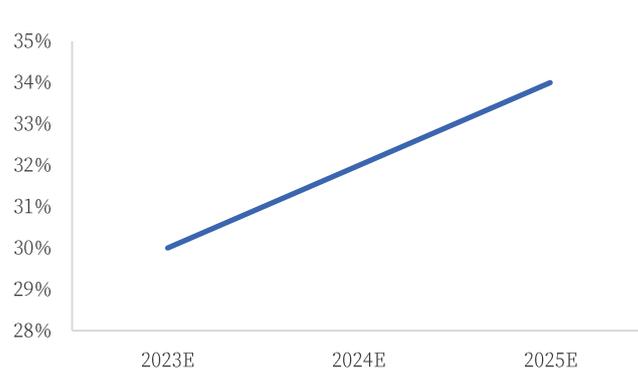
资料来源: 呈和科技公告、观研天下, 中国银河证券研究院

图95: 我国成核剂产量(吨)、同比增速及进口替代率



资料来源: 观研天下, 中国银河证券研究院

图96: 我国成核剂进口替代率预测



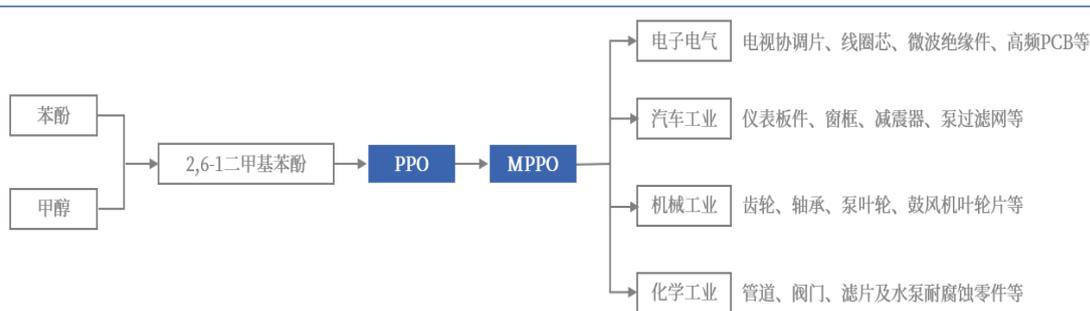
资料来源: 观研天下, 中国银河证券研究院

我们认为, 国内聚丙烯仍处于产能扩张周期, 叠加消费者对高性能聚丙烯需求的提升, 未来成核剂需求有望稳健增长。目前成核剂国产化率仍处于偏低水平, 一方面, 随着国内成核剂厂商工艺研究和应用开发不断成熟, 未来国产替代空间广阔; 另一方面, 国际贸易摩擦有望加速成核剂国产替代进程。**建议关注国内成核剂绝对龙头呈和科技 (688625.SH)。**

(二) AI 助推全球算力需求, 电子级 PPO 成长可期

聚苯醚 (PolyphenyleneOxide, PPO) 是世界五大通用工程塑料之一, 具有优异的耐高低温性、电绝缘性、耐蒸汽性能、尺寸稳定性和抗蠕变性。鉴于 PPO 本身的加工性能差、耐冲击性能差等缺点, 市售的 PPO 产品均为经过高抗冲击聚苯乙烯 (HIPS)、玻璃纤维 (GF)、聚酰胺 (PA) 等辅助料改性过的共混物。改性 PPO 被广泛用于电子电气、汽车、机械、化工等领域。其中, 电子电气是国内改性 PPO 主要消费领域, 约占 2021 年总需求的 72%。

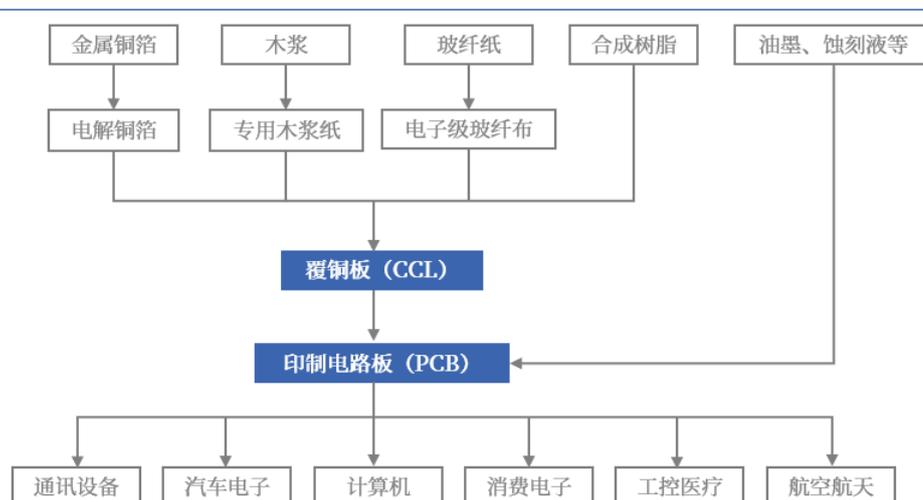
图97: 聚苯醚产业链



资料来源: 思瀚产业研究院、中商产业研究院, 中国银河证券研究院

合成树脂是 PCB 重要组成部分。印制电路板 (PCB) 是搭载电子元器件及实现电信号传输的重要载体, 覆铜板 (CCL) 是制作印制电路板的核心材料, 担负着印制电路板导电、绝缘、支撑三大功能, 主要以高分子树脂涂布 (或浸渍) 玻璃纤维布再与铜箔热压而成。其中, 玻璃纤维布在 PCB 制造中作为增强材料起到增加强度和绝缘的作用, 合成树脂则主要作为粘合剂将玻璃纤维布粘合到一起。

图98: PCB 产业链



资料来源: 华经产业研究院, 中国银河证券研究院

PPO 综合性能优异, 是高频 PCB 理想基材。常见的 CCL 基体树脂包括环氧树脂 (EP)、氰酸酯树脂 (CE)、苯并噁嗪树脂、聚酰亚胺 (PI)、聚四氟乙烯 (PTFE)、双马来酰亚胺树脂 (BMI) 以及聚苯醚树脂 (PPO) 等, 其中 PTFE 和 PPO 的介电性能极佳, 是最热门的高频高速覆铜板树脂基材。但 PTFE 薄膜弹性模量小、线性膨胀系数大, 与金属导体和其他元件附着力较弱, 较难在较小厚度下加工, 因此不宜应用于超薄 PCB 中, 限制了其在覆铜板领域大量使用。PPO 分子结构中无强极性基团的特性为其带来低的介电常数和介电损耗, 且在一个宽的温度和频率的变化范围内其介电性几乎不受影响, 同时 PPO 分子链中含有大量苯环结构致使分子具有较强的刚性, 是具有超高频应用潜力的覆铜板基体树脂。

表10: 覆铜板常用基体树脂性能

树脂种类	热变形温度 (°C)	收缩率 (%)	介电常数 (1MHz)	介电损耗 (1MHz)
聚苯醚	190	0.1-0.5	2.4	0.001
聚酰亚胺	300	0.1-1	3.4	0.002

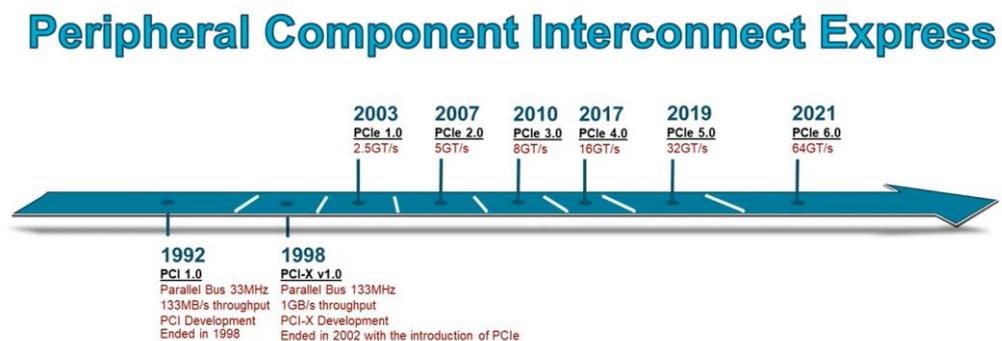
双马树脂	240-260	0.7	3.7-4.1	0.008
氰酸酯树脂	240	0.4	2.7-3.2	0.006
聚四氟乙烯	113	45660	2.1	0.0003
环氧树脂	120	0.1-1	3.8-4.5	0.02

资料来源：《高速高频覆铜板用改性聚苯醚的合成与性能表征》（闫沁宇），中国银河证券研究院

电子级 PPO 自给率偏低，国产替代空间可期。一方面，全球 PPO 产能主要集中在海外企业。目前 PPO 改性企业较多，但 PPO 生产企业较为稀缺。全球仅有 SABIC、旭化成、三菱瓦斯化学、中国蓝星集团旗下南通星辰等少数几家企业掌握了工业化生产 PPO 的能力。其中，SABIC 于 2007 年收购美国通用电气的工程塑料业务，是世界上最大的聚苯醚生产商，2022 年 PPO 产能约为 13.5 万吨/年，约占全球产能的 46.6%。此外，SABIC 作为全球主流电子级 PPO 供应商，2022 年销量 1000 余吨。另一方面，国内已实现 PPO 工业化生产，但电子级 PPO 仍高度依赖进口。上市公司中，仅圣泉股份、东材科技等有电子级 PPO 产能布局。

PCIe5.0 催生高频高速，普通服务器升级带动 PPO 需求增长。PCIe 全称为 Peripheral Component Interconnect Express，是一种高速串行计算机扩展总线标准，自 2003 年推出以来，已经成为服务器和 PC 上的重要接口。2019 年 5 月，PCIe5.0 正式发布。与 PCIe4.0 相比，PCIe5.0 信号速率达到 32GT/s，x16 带宽（双向）提升到了 128GB/s，能够更好地满足吞吐量要求高的高性能设备，如数据中心、边缘计算、机器学习、AI、5G 网络等场景日益增长的需求。我们认为，PCIe 升级或将主要从以下几方面提振普通服务器对高性能树脂的要求。一是，材料层面，为提高传输效率，需要更低信号损耗的板材来制作 PCB，PCIe 升级后服务器对覆铜板的材料要求将达到高频/超低损耗/极低损耗级别。二是，为了降低信号间的干扰，PCB 需要更多层数来走线。目前 PCB 主流板材为 8-16 层，对应 PCIe3.0 一般为 8-12 层，PCIe4.0 为 12-16 层，而 PCIe5.0 平台则在 16 层以上。PCB 层数的增多将带动树脂需求增加。

图99: PCIe 不断升级带动数据传输速率提升

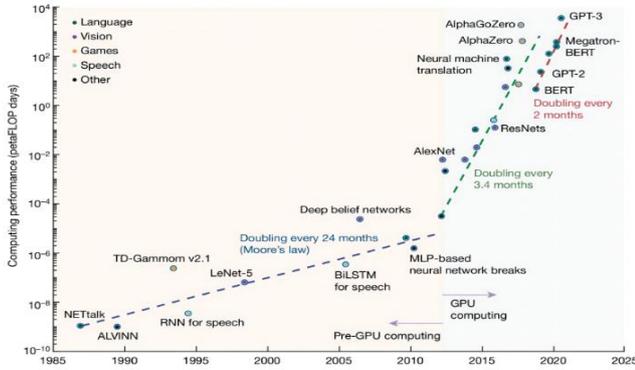


资料来源：TexasInstruments，中国银河证券研究院

算力需求有望爆发，AI 服务器有望带动 PPO 需求增长。OpenAI 研究显示，2012 年之前，开发突破性模型所需的计算能力的增长速度与摩尔定律大致相同，单个微芯片的计算能力往往每两年翻一番。2012 年随着图像识别系统 AlexNet 的引进，顶级模型的计算需求急剧增加，2012-2018 年算力需求每 3-4 个月翻一番。随着 AI 的持续发展，预计未来每 2 个月算力需求将翻一番。服务器是算力的基础设施。出货量增速方面，据 TrendForce 集邦咨询数据显示，2024 年全球 AI 服务器出货量受惠于 CSP、OEM 的强劲需求，年增幅度为 46%。展望 2025 年，基础情景下，全球 AI 服务器出货量增速有望至 28%；悲观情景下，全球 AI 服务器出货量增速有望介于 20%-25% 区间；乐观情景下，全球 AI 服务器出货量增速有望至 35%。市场规模方面，据 IDC 数据显示，2022 年全球

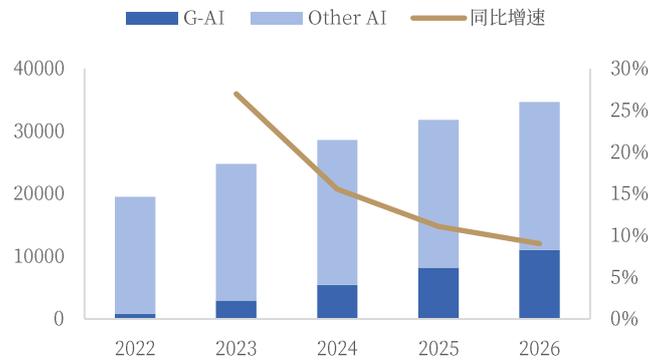
AI 服务器市场规模为 195 亿美元，预计 2026 年将至 347 亿美元，对应 2022-2026 年 CAGR 为 15.46%。我们认为，随着算力需求的快速发展，全球 AI 服务器出货量有望跟随增加。AI 服务器通常具有更强大的计算能力和更高效的数据传输能力，较普通服务器增加配置 GPU 加速卡，将增加高频 PCB 使用量，进而提振树脂需求。

图100: 1985-2025E 算力需求趋势



资料来源:《The Latest Advances,Challenges and Future》(Shiqiang Zhu 等), 中国银河证券研究院

图101: 全球 AI 服务器市场规模预测 (百万美元)



资料来源: IDC, 中国银河证券研究院
注: 含生成式 AI 和非生成式 AI 服务器

PCIe5.0 升级叠加 AI 算力爆发，驱动高频 PCB 需求增加，进而提升对高性能树脂的需求，PPO 作为目前高频高速覆铜板主流树脂之一，有望充分受益，**建议关注国内电子级 PPO 生产商圣泉集团 (605589.SH) 等。**

(三) VR/AR 光学镜片首选材料, COC/COP 国产放量在即

1.COC/COP: 光学镜片的首选材料

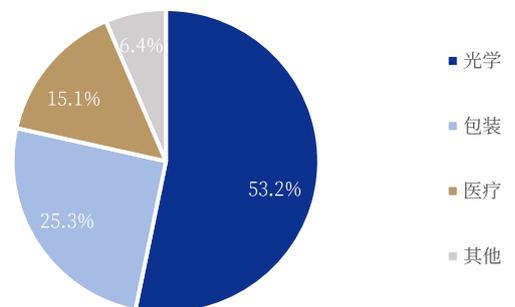
环烯烃聚合物 (COC/COP) 是由烯烃与环烯烃共聚或环烯烃单聚形成的具有一系列优良性能的光学级材料。其中, COC 是由烯烃与环烯烃单体共聚而成, COP 是由环烯烃单体单聚而成。COC/COP 具有透明性高、双折射率小、生物相容性好、绝缘性强以及可以提高乙烯的耐热性等优良特性, 被广泛应用于光学、包装、医疗等领域。我国 COC/COP 下游需求中, 光学、包装、医疗、其他领域占比分别为 53.2%、25.3%、15.1%、6.3%。

图102: COC 材料



资料来源: 石化联合会化工新材料专委会公众号, 中国银河证券研究院

图103: 2021 年我国 COC/COP 消费结构



资料来源: CNCIC, 中国银河证券研究院

COC/COP 光学性能优异, 是光学镜片首选材料。以往基于透光率考虑, 光学透镜多采用玻璃透镜来提高透光率, 降低图像伪影。在薄型化、轻量化和小型化趋势下, 光学塑料开始逐渐取代玻

璃。光学透镜对塑料提出的要求包括透光率、折射率、阿贝数、双折射、耐热性、耐腐蚀及加工工艺等，对表面耐磨性、抗冲击强度亦有要求。与玻璃相比，塑料镜片在加工工艺、一致性等方面具有优势。COC/COP 在光学领域展现出了无可比拟的优势，COC/COP 密度较玻璃低一半，便于实现轻量化；与其他光学透明树脂（如 PMMA、PC 等）相比，COC/COP 具有低双折、优良的耐热性和超低的吸水性等显著优势，是光学镜片的首选材料。特别是作为 AR/VR（增强现实/虚拟现实）光学镜片，能有效实现 AR/VR 设备的轻薄化并提供有益的光学性能。

表11: COC 与其他光学材料性能参数对比

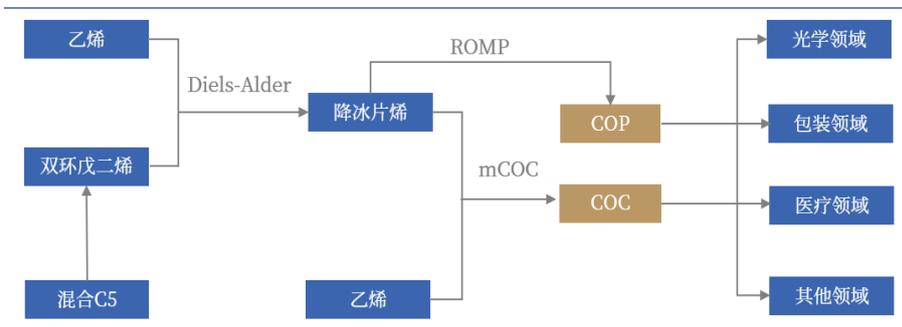
特性	玻璃	COC	PMMA	PC	PS	CR-39	AS 树脂	TPX	PVC
透光率 (%)	90-91	91	92-93	87-89	88-90	89-91	90	>90	88
折射率 (nd)	1.42-1.92	1.53	1.49	1.59	1.59	1.5	1.57	1.47	1.55
阿贝数 (Vd)	21-83	40-60	57-58	31	31	58	35	61.1	-
热变形温度 (°C)	500-700	100-180	100	138-142	70-100	140	80-95	40.5	75-80
吸水率 (%)	-	<0.01	2	0.4	0.1	-	0.2-0.3	0.01	0.05
密度 (g/m3)	2.4-5.3	1.01	1.19	1.12	1.06	1.32	1.07	0.87	1.4

资料来源: 中国化工报, 中国银河证券研究院

2.COC/COP 技术壁垒高, 海外企业高度垄断

COC/COP 结构特殊, 存在较高技术壁垒高。COC/COP 是由乙烯和降冰片烯分别通过 mCOC 生产工艺和 ROMP 生产工艺获得的, 其中降冰片烯通常由双环戊二烯与乙烯发生 Diels-Alder 反应制备而成。COC/COP 技术开发难点主要包括以下几点: 一是环烯烃单体 (降冰片烯) 的制备, 二是茂金属催化剂的筛选开发, 三是环烯烃聚合物的制备。

图104: COC/COP 产业链概况



资料来源: 阿科力公告, 中国银河证券研究院

海外龙头起步较早, 全球 COC/COP 产能高度集中。COC/COP 龙头普遍起步较早, 日本瑞翁、三井化学、合成橡胶基本在 90 年代进入相关领域, 且对技术严格垄断。从海外市场来看, 目前 COC/COP 产能集中在日本厂商手中, 包括瑞翁、宝理塑料、三井化学、合成橡胶。2023 年日本瑞翁 COC/COP 产能为 4.76 万吨/年, 排名第一, 约占海外产能的 50.6%。从下游市场开发情况来看, 目前主要龙头实行差异化竞争, 如瑞翁、三井化学主要聚焦于光学领域, 宝理塑料主要聚焦于医用耗材、包装领域。

表12: 2024 年海外主要 COC/COP 产能分布情况

企业简称	国家	产能 (万吨/年)	产能占比	生产工艺	主要专注领域	开始时间
瑞翁	日本	4.76	50.6%	ROMP	光学	1990 年建设 COC 装置、1998 年推出 COC 产品
宝理塑料	日本	3.50	37.2%	mCOC	医用耗材、包装	2005 年收购德国赫斯特集团 Topas 业务进入 COC 领域

三井化学	日本	0.64	6.8%	mCOC	光学	1995年生产COC产品
合成橡胶	日本	0.50	5.3%	ROMP		1997年量产COC
	合计	9.40				

资料来源：阿科力公告、CNCIC、聚烯烃人公众号、艾邦智造、中国银河证券研究院

国内COC/COP产业化进程加快，国产替代有望逐步开启。一方面，国内部分企业经过多年研发积累已实现了一定的产业化突破；另一方面，随着光学领域中消费电子、新能源车等下游产业链明显转移至国内，COC/COP材料被日本“卡脖子”问题日益突出，供应链安全担忧下，下游厂商的国产替代意愿加强，从而促使上下游产业化开发进程加快。近些年来，国内企业阿科力、拓烯科技、金发科技、鲁华泓锦等持续对COC/COP材料进行研究开发，目前在产业化方面陆续取得突破。其中，2023年11月拓烯科技3000吨/年特种环烯烃共聚物正式投产，标志着其在国内率先实现环烯烃共聚物全链条自主可控工业化生产。

表13：国内部分企业COC/COP项目进展

公司简称	规划COC/COP产能（万吨/年）	项目进度
阿科力	0.5	一期项目（0.5万吨光学级环烯烃单体）2023年9月完成工艺优化，二期项目（0.5万吨环烯烃共聚物）在建。
	千吨级生产线	2024年9月步入试生产阶段。
	2	2023年1月开工建设，项目将分两期建设，合计1万吨环烯烃单体、2万吨聚合物。一期1万吨/年光学材料（环烯烃单体及聚合物）项目（0.7万吨环烯烃单体+0.3万吨环烯烃共聚物）建设期约18个月；二期项目建设期约12个月。
拓烯科技	0.3	2023年11月投产。
	0.7	4.8万吨高端光学新材料项目（0.7万吨环烯烃共聚物+4.1万吨光学树脂）2023年11月开工建设，预计2025年竣工投产。
金发科技	0.008	中试，2023年9月投产运行。
鲁华泓锦	0.1	2024年1月投产。
	1	2023年8月环境影响报告书拟批复公示。

资料来源：阿科力公告、拓烯科技公众号、金发科技公告、石化联合会化工新材料专委会公众号、盘锦市生态环境局、中国银河证券研究院

3.VR/AR有望加速渗透，COC/COP发展前景广阔

传统领域需求有望维持增长，AR/VR注入需求新动能。目前实现AR/VR技术的主要平台设备是近眼显示（Near-eyedisplay, NED）。NED是玻璃或护目镜式可穿戴显示设备，即头显设备，由微型显示面板和成像光学器件组成，靠近眼睛的微显示面板发出的光通过成像光学器件进行准直，从而在眼睛可以舒适聚焦的远距离处形成虚像。IDC数据显示，2023年全球AR/VR头显设备合计出货量预计8.1百万台，2027年出货量有望至28.6百万台，2023-2027年年均复合增长率预计为37.2%。其中，2027年AR/VR头显设备出货量预计分别为6.8、21.9百万台，对应2023-2027年年均复合增长率分别为96.5%、30.1%。我们认为，除传统领域COC/COP需求增长外，随着AR/VR的发展和渗透，头显设备对COC/COP材料需求将跟进，COC/COP材料将迎来需求新动能。

表14：全球AR/VR头显设备出货量（百万台）及复合增长率预测

类型	2023E	2023/2022YOY	2027E	2027/2026YOY	2023-2027CAGR
AR头显设备	0.5	63.5%	6.8	85.5%	96.5%
VR头显设备	7.6	-10.7%	21.9	26.7%	30.1%
合计	8.1	-8.3%	28.6	37.0%	37.2%

资料来源：IDC，中国银河证券研究院

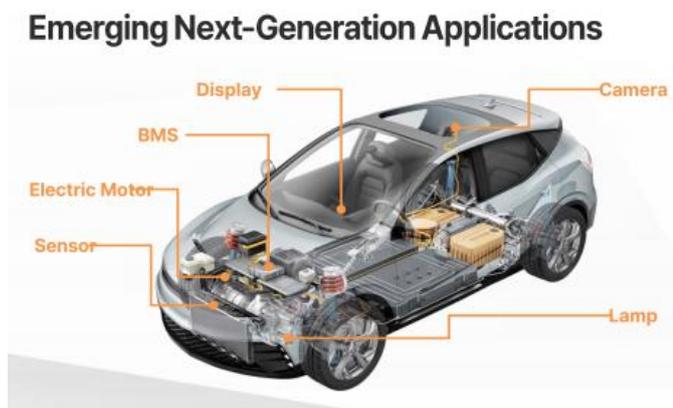
COC/COP 材料已在 AR/VR 展开运用，未来有望加速渗透。AR/VR 与传统影像最大的区别在于超高清、沉浸式、交互。AR/VR 头戴式显示器显示效果的实现，对提供视觉体验的光学透镜也提出了高要求。在 VR 领域，VR 头显的沉浸感、佩戴舒适度、光学显示效果等对于产品体验尤为重要，而采用 Pancake 短焦折叠光学技术的 VR 光学模组，其重量和体积较传统方案更低，尤为符合 VR 头显轻量化发展趋势，目前已成为业内 VR 光学显示解决方案的主流选择。2024 年 1 月，哥尔光学推出高性能 Pancake 显示模组星际 M41，联合 3M 公司首次采用基于 COC 材料的模内注塑技术，并将 FOV 提升至 105°，VR 显示效果显著提升。此外，三井化学、宝理塑料的 COC 目前均已应用于 AR 头显。随着 AR/VR 的进一步发展及相关设备升级换代，COC/COP 有望凭借优异的性能加速渗透。

我们认为，随着 AR/VR 的逐步发展，头显设备中光学镜片需求将跟随增加，COC/COP 材料凭借优异的光学性能，有望加速其在相关光学镜片中的渗透。同时国内企业陆续打破海外技术封锁，COC/COP 工业化生产正逐步展开，且国产 COC/COP 价格较海外龙头具有优势，国产替代有望同步进行，未来发展空间广阔。**建议关注国内 COC/COP 相关企业阿科力（603722.SH）等。**

（四）自主产能释放，高性能 PI 薄膜垄断格局有望打破

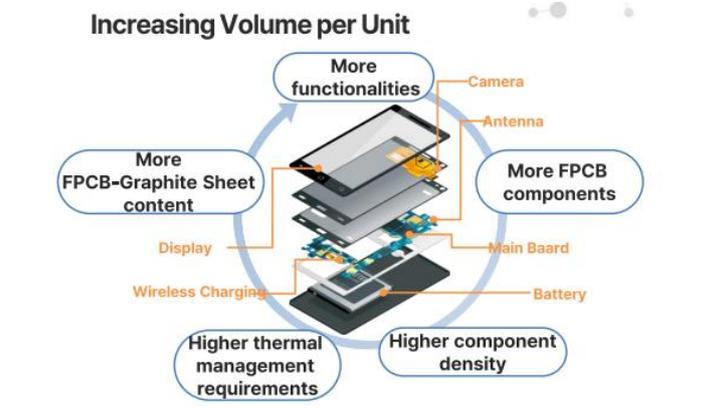
PI 薄膜性能优良、应用广泛，市场持续扩容。PI 薄膜也称“黄金薄膜”，是现阶段理化性能最突出的高分子薄膜。21 世纪以来，得益于高端制造业的快速发展，PI 薄膜行业迎来发展机遇，现广泛应用于消费电子、汽车电子、高速轨道交通、风力发电、航天航空、5G 通信、柔性显示等诸多领域。且随着产品不断向高性能、多功能方向发展，PI 薄膜从耐高温绝缘介质应用，到耐环境、超低温、高导热、超薄、结构支持、透光性等功能性应用需求将越来越广泛，PI 薄膜市场也将持续扩容。根据 FMI 数据，2024 年全球 PI 薄膜市场（含胶带）规模约 23 亿美元，预计到 2034 年将扩张至 52 亿美元，2024-2034 年 CAGR 约为 8.4%。

图105: PI 薄膜在汽车中的应用



资料来源: PIAM 公告, 中国银河证券研究院

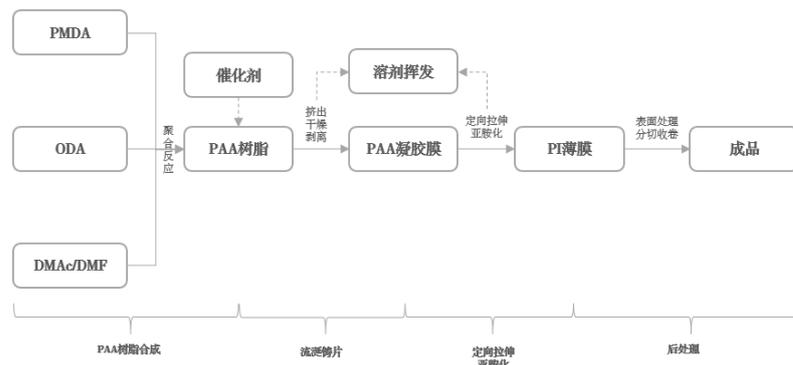
图106: PI 薄膜在智能手机中的应用



资料来源: PIAM 公告, 中国银河证券研究院

高性能 PI 薄膜生产工艺复杂，准入门槛高。高性能 PI 薄膜制备流程较为复杂，以 PMDA（均苯四甲酸二酐）和 ODA（二氨基二苯醚）为单体，在极性溶剂中进行聚合反应合成 PAA（聚酰胺酸）树脂溶液，流涎成 PAA 凝胶膜后，进行定向拉伸和亚胺化，最后经过高温处理、表面处理和分切收卷等后处理工序而制成。生产流程中对于树脂配方设计、流涎所得凝胶膜均匀度，以及全程自动控制系统的生产控制水平均有较高要求，新产品研发周期通常在 2 年以上。

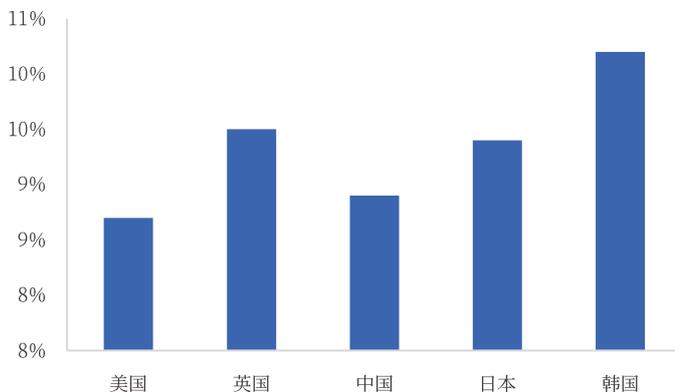
图107: PI 薄膜生产工艺



资料来源: 瑞华泰公告, 中国银河证券研究院

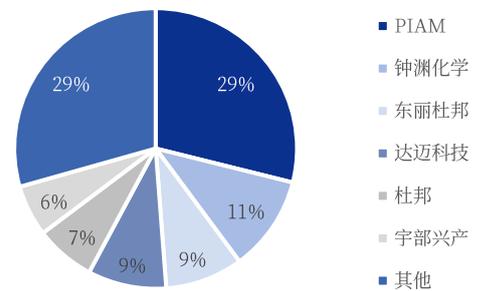
海外企业高度垄断, 我国进口替代空间广阔。目前全球高性能 PI 薄膜市场主要被杜邦、钟渊化学、PIAM 等美日韩企业高度垄断。据 PIAM 数据显示, 2023 年全球 PI 薄膜市场 CR6 约 70.6%。我国是全球 PI 薄膜主要消费国之一, 且随着下游产业的持续发展, 我国对 PI 薄膜的需求量将呈逐年上涨态势。根据 FMI 数据, 2024-2034 年我国 PI 薄膜市场(含胶带) CAGR 有望达到 8.9%, 高于全球平均水平。我国 PI 薄膜相关生产研发起步较晚, 目前虽已有少数企业通过自主研发或进口产线具备量产高性能 PI 薄膜的能力, 但绝大部分高性能 PI 薄膜需求仍需依赖进口, 行业平均国产化率不足 20%, 甚至柔性显示用 CPI 薄膜等超高附加值细分品类需 100% 依赖进口, 国产替代空间广阔。

图108: 部分国家 2024-2034 年 PI 薄膜市场年均复合增速



资料来源: FMI, 中国银河证券研究院

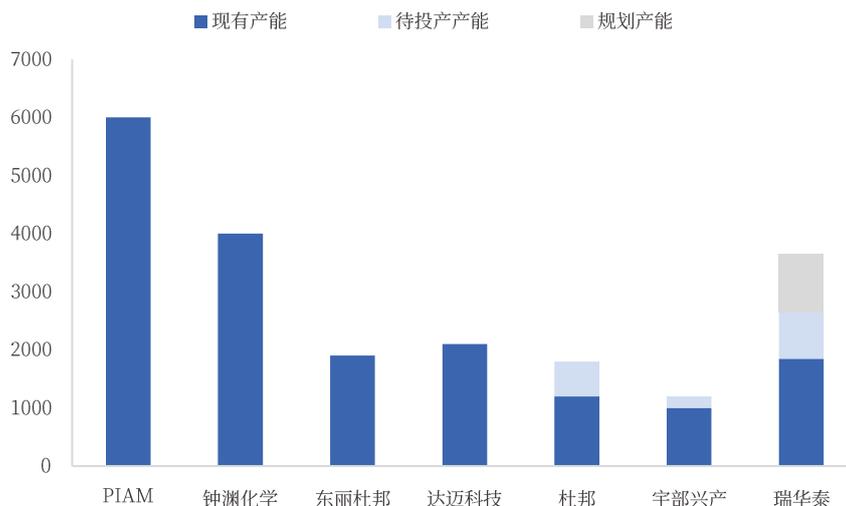
图109: 2023 年全球 PI 薄膜市场分布



资料来源: PIAM 公告, 中国银河证券研究院

内外部不确定性因素增强, 或驱动 PI 薄膜等“卡脖子”原材料供应链加速向国内转移。当前内外部不确定性因素增强, 终端产业链关键原材料供应链向国内转移的意愿逐步增强。加之近年来国内政策层面加大力度支持新材料等新兴产业发展, 我国高性能 PI 薄膜发展正逐步提速, 部分本土企业高性能 PI 薄膜产能已达到千吨级别, 产品结构布局也趋于完善。随国内 PI 薄膜产能持续扩张并高端化发展, 我国高性能 PI 薄膜自给率有望快速提升。

图110: 海内外 PI 薄膜生产企业产能对比 (吨/年)



资料来源: PIAM、瑞华泰公司公告, 中国银河证券研究院

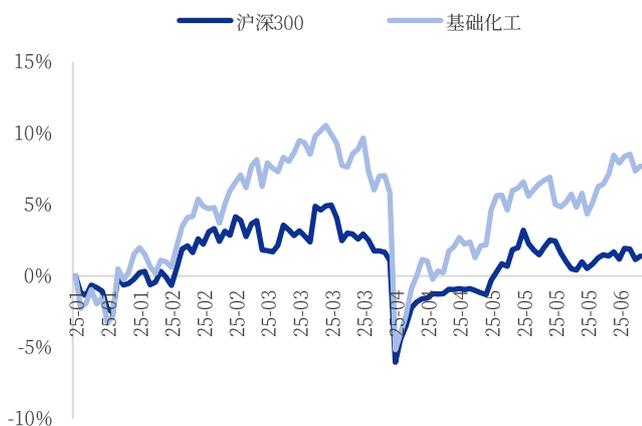
需求端, 2025 年以来, 我国刺激内需相关政策持续发力, 以旧换新、消费补贴等延续, 汽车、消费电子等 PI 薄膜终端产品的产销量有望保持稳中向好态势, 进而拉动 PI 薄膜需求增长。供给端, 在国内加大力度发展新质生产力、鼓励关键环节供应链向国内转移的背景下, 我国高性能 PI 薄膜产能有望加速扩充、产品品类有望不断扩充, 行业自给率增长可期。**重点推荐国产 PI 薄膜代表性企业瑞华泰 (688323.SH)。**

五、投资建议

(一) 基础化工估值处于相对低位, 具有中长期配置价值

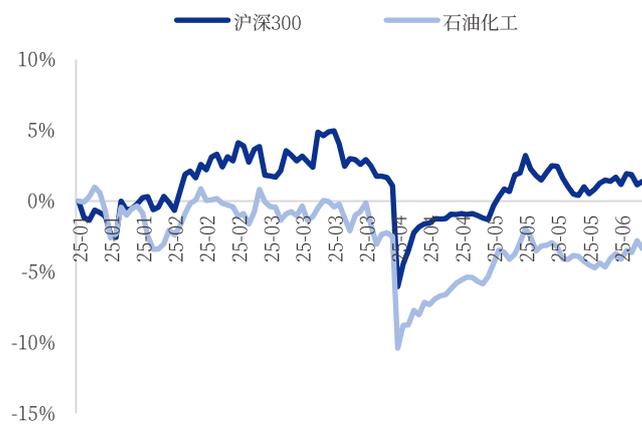
截至 6 月 16 日, 基础化工累计上涨 7.7%, 石油化工累计下滑 3.4%, 分别较沪深 300 指数跑赢 6.3、跑输 4.8 个百分点。其中, 基础化工在 30 个一级行业中排名 12 位; 石油化工在 109 个二级子行业中排名 96 位。

图111: 年初至今基础化工和沪深 300 收益率表现



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图112: 年初至今石油化工和沪深 300 收益率表现



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

从估值来看, 截至 6 月 16 日, 基础化工和石油化工 PE (TTM) 分别为 23.9x、18.6x, 较 2014

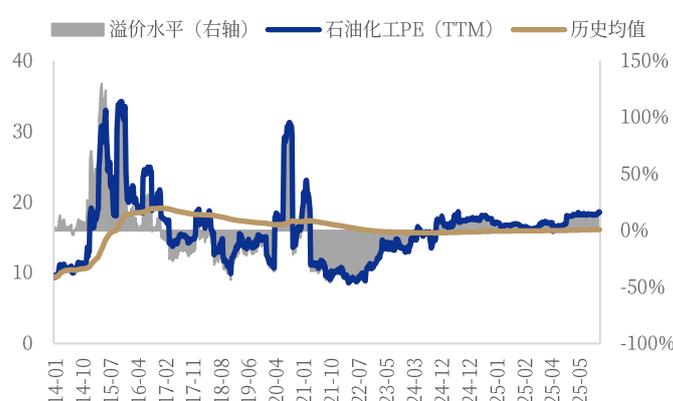
年以来的历史均值 27.0x、16.1x 溢价水平分别为-11.4%、15.0%。当前时点基础化工行业处在 2014 年以来的历史均值以下水平，具有中长期配置价值。

图113: 2014 年至今基础化工估值相较历史均值变化



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图114: 2014 年至今石油化工估值相较历史均值变化



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

（二）投资建议

目前我国化工行业景气正值历史底部区域，在不发生原油供应大幅中断的情况下，预计 25H2Brent 原油价格运行区间为 60-70 美元/桶，行业成本端压力有望适度缓解，但行业景气修复程度与供需情况息息相关。供给端，一方面 2024 年以来化工行业资本开支增速趋缓，在建、存量产能仍待时间消化；另一方面，低景气有望加速落后产能淘汰、增强行业自律动能。需求端，国际贸易摩擦仍在反复，随抢出口效应逐步削弱，下半年化工品出口增速小幅放缓。2025 年下半年建议重点关注“两新”政策持续落地显效下，内需潜力的释放，静待化工景气周期筑底向上。具体投资建议如下：

聚焦内需主线，把握成长确定性机会。建议关注四条投资主线：1) 西部大开发高质量推进，民爆板块迎新机。建议关注广东宏大 (002683.SZ)、雪峰科技 (603227.SH)、易普力 (002096.SZ) 等。2) 钾肥价格中枢上行，看好行业量价修复空间，推荐亚钾国际 (000893.SZ)。3) 磷矿供需持续偏紧，具有资源优势的磷化工企业有望充分受益，建议关注芭田股份 (002170.SZ)、云天化 (600096.SH)、兴发集团 (600141.SH)、川恒股份 (002895.SZ) 等。4) 以旧换新政策持续推进，改性塑料规模稳步扩张。建议关注国恩股份 (002768.SZ)、金发科技 (600143.SH)、沃特股份 (002886.SZ)、会通股份 (688219.SH) 等。

关注供给侧约束，探寻周期弹性机会。建议关注三条投资主线：1) 涤纶长丝产能趋于集中，行业自律或激发周期弹性，建议关注新凤鸣 (603225.SH)、桐昆股份 (601233.SH)、恒逸石化 (000703.SZ) 等。2) 有机硅产能扩张步入尾声，行业供需格局有望改善，建议关注东岳硅材 (300821.SZ)、新安股份 (600596.SH) 等。3) 政策层面强监管，制冷剂价格价差高位上探，建议关注巨化股份 (600160.SH)、三美股份 (603379.SH) 等，同时看好前期涨幅较小的制冷剂生产企业的补涨机会，建议关注永和股份 (605020.SH) 等。

赋能新质生产力，新材料国产替代或提速。建议关注四条投资主线：1) 成核剂需求稳步增长，国产替代进程有望提速，建议关注呈和科技 (688625.SH)。2) AI 助推全球算力需求，电子级 PPO 成长可期，建议关注圣泉集团 (605589.SH) 等。3) VR/AR 光学镜片首选材料，COC/COP 国产放量在即，建议关注阿科力 (603722.SH)。4) 自主产能释放，高性能 PI 薄膜垄断格局有望打破，推荐瑞华泰 (688323.SH)。

表15: 重点公司盈利预测与估值 (2025/06/16)

股票代码	股票简称	EPS				PE				投资评级
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
002768.SZ	国恩股份	2.49	2.61	3.30	3.93	9.25	10.06	7.95	6.67	推荐
600143.SH	金发科技	0.31	0.54	0.73	0.91	27.63	18.93	13.91	11.20	
002886.SZ	沃特股份	0.14	0.21	0.44	0.68	119.53	90.71	41.87	27.21	
688219.SH	会通股份	0.42	0.52	0.69	0.86	24.50	25.16	19.01	15.29	
002683.SZ	广东宏大	1.18	1.51	1.78	2.06	22.42	22.11	18.82	16.22	
603227.SH	雪峰科技	0.62	0.67	0.87	1.06	13.93	12.65	9.85	8.06	
002096.SZ	易普力	0.57	0.69	0.80	0.90	20.67	19.42	16.80	14.81	
000893.SZ	亚钾国际	1.02	1.90	2.66	3.44	19.70	16.54	11.81	9.12	推荐
002170.SZ	芭田股份	0.43	1.23	1.46	1.66	20.53	8.52	7.22	6.32	推荐
600096.SH	云天化	2.91	3.02	3.15	3.29	7.67	7.45	7.14	6.83	推荐
600141.SH	兴发集团	1.45	1.74	2.02	2.31	14.95	12.29	10.54	9.23	
002895.SZ	川恒股份	1.76	2.35	2.78	3.27	13.94	10.47	8.86	7.54	
603225.SH	新凤鸣	0.72	0.94	1.20	1.43	15.42	11.23	8.82	7.37	推荐
601233.SH	桐昆股份	0.50	0.89	1.25	1.57	23.67	11.80	8.38	6.72	
000703.SZ	恒逸石化	0.06	0.07	0.14	0.18	98.42	94.03	42.18	33.91	
600596.SH	新安股份	0.04	0.26	0.50	0.66	230.50	30.64	16.15	12.29	
600160.SH	巨化股份	0.73	1.46	1.82	2.27	33.23	19.41	15.52	12.47	
603379.SH	三美股份	1.28	2.81	3.58	4.56	30.10	17.39	13.66	10.72	
605020.SH	永和股份	0.66	1.23	1.63	1.86	30.67	19.65	14.88	11.98	推荐
688625.SH	呈和科技	1.85	1.65	2.02	2.38	20.64	18.73	15.32	13.01	
605589.SH	圣泉集团	1.03	1.45	1.74	2.10	23.00	18.80	15.71	13.00	
603722.SH	阿科力	-0.21	0.27	1.56	3.12	-204.54	159.62	27.91	14.00	
688323.SH	瑞华泰	-0.32	0.08	0.21	0.44	-38.62	179.91	63.59	31.39	推荐

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

注: 以上标的盈利预测与估值取自 iFind 一致预期

六、风险提示

原料价格大幅上涨的风险：原油价格水平高度影响化工行业盈利。若地缘冲突升级，或导致原油供应端出现意外损失，带动国际油价重心大幅抬升，进而加剧多数化工企业成本压力，或对企业盈利能力造成不利影响。

下游需求不及预期的风险：化工品整体供大于求格局下，若刺激内需系列政策落实效果不理想、终端需求持续表现疲弱，或降低化工企业议价能力，进而压低化工品价格及价差表现，对化工行业盈利能力造成不利影响。

项目达产不及预期的风险：安全、环保监管政策趋严下，化工品产能建设项目审批周期、建设周期普遍延长。尤其磷矿等上游资源品，终端需求稳中有增趋势下，若新建项目投资进度不及预期，或导致资源品供应持续偏紧、价格高位探涨，进而压缩产业链中下游环节利润空间。

国际贸易摩擦加剧的风险：我国在乙烷等关键原材料、“卡脖子”化工新材料等环节高度依赖进口，若国际贸易摩擦升级，或导致进口化工品到港周期不确定性增强、产品价格出现大幅波动，进而影响下游企业正常生产经营。

图表目录

图 1: 石油化工板块营业收入 (亿元) 及同比增速.....	4
图 2: 基础化工板块营业收入 (亿元) 及同比增速.....	4
图 3: 石油化工板块归母净利润 (亿元) 及同比增速	4
图 4: 基础化工板块归母净利润 (亿元) 及同比增速	4
图 5: 石油化工行业单季度销售毛利率	5
图 6: 基础化工行业单季度销售毛利率	5
图 7: 不同油价下石油化工盈利能力	6
图 8: 不同油价下基础化工盈利能力	6
图 9: OPEC 原油产量 (万桶/日) 及同比增速.....	7
图 10: 美国石油钻机数 (台) 与原油产量 (万桶/日)	7
图 11: 伊朗原油产量、出口量 (万桶/日)	7
图 12: 委内瑞拉原油产量、出口量 (万桶/日)	7
图 13: 全球实际 GDP 增速与原油消费量增速	8
图 14: 裂解价差走势 (美元/桶)	8
图 15: IEA 全球石油供需平衡表预测 (百万桶/日)	8
图 16: 2025 年美国石油成本曲线 (美元/桶)	8
图 17: 石油化工、基础化工资本开支同比增速	9
图 18: 石油化工、基础化工在建工程、固定资产 (亿元)	9
图 19: 我国 PPI 当月同比与规模以上工业企业产成品存货同比走势.....	10
图 20: 化工及能源类大宗商品价格指数	10
图 21: 化工细分行业工业增加值累计占比	11
图 22: 化工细分行业 PPI 当月同比	11
图 23: 部分化工品出口金额累计同比增速	11
图 24: 部分化工品出口数量累计同比增速	11
图 25: 我国水利管理业固定资产投资完成额累计同比.....	12
图 26: 我国采矿业及细分领域固定资产投资完成额累计同比.....	12
图 27: 我国民爆行业生产总值 (亿元) 及同比增速.....	12
图 28: 我国民爆行业利润总值 (亿元) 及同比增速.....	12
图 29: 2024 年我国民爆企业生产总值同比增速排名前 20 省份.....	13
图 30: 2024 年我国民爆企业生产总值分布 (亿元)	13
图 31: 我国煤炭储量分布 (亿吨)	13
图 32: 2024 年全国原煤产量分布	13
图 33: 新疆地区原煤产量 (万吨) 及占比	14
图 34: 新疆及全国采矿业固定资产投资额同比增速对比 (%)	14
图 35: 2024E 全球钾盐矿储量分布 (万吨)	16

图 36: 2023/2024E 全球钾盐产量分布 (万吨)	16
图 37: 全球钾肥消费结构 (2024E)	17
图 38: 全球钾肥需求量 (百万吨, 折 KCl)	17
图 39: 我国氯化钾供需结构 (万吨)	17
图 40: 2024 年我国氯化钾进口分布 (万吨)	17
图 41: 国内市场氯化钾价格走势 (元/吨)	19
图 42: 国际市场氯化钾价格走势 (美元/吨)	19
图 43: 我国氯化钾月度社会库存 (千吨)	19
图 44: 我国氯化钾月度港口库存 (千吨)	19
图 45: 2024 年全球磷矿石储量分布 (亿吨)	20
图 46: 2024 年全球磷矿石产量分布 (万吨)	20
图 47: 2024 年主要国家磷矿石储采比	20
图 48: 我国磷矿产量分布 (万吨)	21
图 49: 2024 年我国磷矿石消费结构	21
图 50: 我国磷矿石供需结构 (万吨)	21
图 51: 我国磷矿石价格走势 (元/吨)	22
图 52: 改性塑料产业链	23
图 53: 我国汽车产量 (万辆) 及同比增速	23
图 54: 我国单车改性塑料使用量及预测 (kg/车)	23
图 55: 我国改性塑料下游应用占比情况	24
图 56: 我国主要白色家电、彩色家电产量 (万台) 及合计同比增速	24
图 57: 我国规模以上工业企业初级形态塑料改性化率	24
图 58: 我国改性塑料市场规模 (亿元)	24
图 59: 通用塑料 (元/吨) 与 Brent 原油 (美元/桶) 价格走势	25
图 60: 改性塑料销售毛利率与 Brent 原油价格 (美元/桶) 走势	25
图 61: 涤纶长丝产业链	25
图 62: 我国服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额 (亿元) 及同比增速	26
图 63: 我国纺织服装累计出口额 (亿美元) 及同比增速	26
图 64: 美国批发商服装及服装面料库存 (百万美元)	26
图 65: 我国涤纶长丝出口量 (万吨) 及同比增速	26
图 66: 2017-2024 年我国涤纶长丝供需情况 (万吨)	27
图 67: 2019-2024 年我国涤纶长丝年度产能集中度	27
图 68: 坯布库存天数 (天)	27
图 69: 织造原料备货天数 (天)	27
图 70: 涤纶长丝生产企业库存天数 (天)	28
图 71: 涤纶长丝 POY、DTY、FDY 现金流 (元/吨)	28
图 72: 有机硅产业链构成情况	28

图 73: 2022 年我国有机硅产品结构	29
图 74: 2022 年我国有机硅产品下游应用领域占比情况.....	29
图 75: 我国有机硅中间体表观消费量（万吨）及同比增速.....	29
图 76: 我国初级形状聚硅氧烷出口量（万吨）及同比增速.....	29
图 77: 2024 年我国初级形状聚硅氧烷出口量分布.....	30
图 78: 全球各市场人均有机硅消费量	30
图 79: 我国有机硅中间体产能、产量（万吨）及同比增速（右轴）	30
图 80: 我国有机硅中间体月度开工负荷率	30
图 81: 我国有机硅 DMC 价格、价差（元/吨）走势（无工业硅配套）	31
图 82: 我国有机硅 DMC 价格、价差（元/吨）走势（有工业硅配套）	31
图 83: 空调产量（万台）及同比增速	31
图 84: 家用空调月度排产计划值（万台）及同比增速.....	31
图 85: 汽车产量（万辆）及同比增速	32
图 86: 我国内销家用空调月度排产数据	32
图 87: R22 价格及价差走势（元/吨）	33
图 88: R32 价格及价差走势（元/吨）	33
图 89: R125 价格及价差走势（元/吨）	33
图 90: R134a 价格及价差走势（元/吨）	33
图 91: 萤石价格走势（元/吨）	34
图 92: 我国萤石月度开工率.....	34
图 93: 我国聚丙烯产能（万吨/年）、产量（万吨）及同比增速	35
图 94: 我国成核剂需求量（吨）及同比增速	35
图 95: 我国成核剂产量（吨）、同比增速及进口替代率.....	36
图 96: 我国成核剂进口替代率预测.....	36
图 97: 聚苯醚产业链.....	37
图 98: PCB 产业链	37
图 99: PCIe 不断升级带动数据传输速率提升.....	38
图 100: 1985-2025E 算力需求趋势	39
图 101: 全球 AI 服务器市场规模预测（百万美元）	39
图 102: COC 材料	39
图 103: 2021 年我国 COC/COP 消费结构	39
图 104: COC/COP 产业链概况.....	40
图 105: PI 薄膜在汽车中的应用	42
图 106: PI 薄膜在智能手机中的应用	42
图 107: PI 薄膜生产工艺	43
图 108: 部分国家 2024-2034 年 PI 薄膜市场年均复合增速.....	43
图 109: 2023 年全球 PI 薄膜市场分布	43

图 110: 海内外 PI 薄膜生产企业产能对比 (吨/年)	44
图 111: 年初至今基础化工和沪深 300 收益率表现	44
图 112: 年初至今石油化工和沪深 300 收益率表现	44
图 113: 2014 年至今基础化工估值相较历史均值变化	45
图 114: 2014 年至今石油化工估值相较历史均值变化	45
表 1: 基础化工子行业 25Q1 盈利情况	5
表 2: 我国刺激内需相关政策文件/会议梳理	9
表 3: “十四五”民爆行业发展主要预期指标	15
表 4: 2024 年民爆生产企业集团排名前十	15
表 5: 近年中印钾肥大合同价格对比 (美元/吨)	18
表 6: 我国磷矿品位分布	20
表 7: 成核剂功能及应用简介	34
表 8: 我国成核剂需求测算	35
表 9: 全球成核剂主要供应商产品及市场地位	36
表 10: 覆铜板常用基体树脂性能	37
表 11: COC 与其他光学材料性能参数对比	40
表 12: 2024 年海外主要 COC/COP 产能分布情况	40
表 13: 国内部分企业 COC/COP 项目进展	41
表 14: 全球 AR/VR 头显设备出货量 (百万台) 及复合增长率预测	41
表 15: 重点公司盈利预测与估值 (2025/06/16)	46

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

翟启迪，化工行业分析师。孙思源，化工行业分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn