



# 基础化工行业研究

买入（维持评级）

行业点评  
证券研究报告

基础化工组

分析师：陈屹（执业 S1130521050001）  
chenyi3@gjzq.com.cn

分析师：杨翼荣（执业 S1130520090002）  
yangyirong@gjzq.com.cn

## 中东局势不影响核心因素，制冷剂仍然具备长逻辑

### 投资逻辑

制冷剂供给格局作为长周期价格上行的核心支撑，长期趋势不改。制冷剂作为典型的供给侧严格受限的产品品种，是少数具有长周期盈利持续改善的产品，由于三代制冷剂行业已经度过了 2020-2022 年的基准期白热化竞争，已经进入行业管控生产阶段：

- ① 前期没有在配额期进行生产销售的企业，没有办法获得生产销售配额（除非高价购买配额或者企业收并购）；
- ② 现有的生产企业也同时具有配额生产的约束项，没有办法自由充分的放大现有的生产供给能力；
- ③ 行业供给格局明显集中，尾部企业在前期竞争中逐步淘汰，仅有少数企业能够获得配额进行生产；
- ④ 经过两年多的产业链梳理，制冷剂环节的初期定价模式已经根本性扭转，制冷剂凭借其产品供给端的约束已经明显提升产业链定价话语权，下游产品在价格小幅度上行的过程中，价格敏感度可控；
- ⑤ 目前的三代制冷剂仍然作为多重制冷剂场景中的主要方案，短期内没有具有经济性价比或者成熟的替代性产品，预估较二代制冷剂能够维持更长的生命周期。

综合多个维度，制冷剂的长期逻辑没有发生改变，全球落实到国内的制冷剂生产配额约束依然存在，且 2026 年是第二组发展中国家氢氟碳化物配额基准期的最后一年，后期进入配额约束的国家将进一步增多，无论是全球还是国内，生产端的供给限制依然存在，制冷剂仍然具有头部定价权和配额壁垒，因而从长周期维度依然看好制冷剂的涨价。2 月底制冷剂行业迎来 2026 年的三代制冷剂的整体涨价，其中 R134a 报价上调 1000 元，R32 报价上调 500 元，R125 报价上调 1000 元，R410 报价上调 500 元，制冷剂即将迎来国内需求旺季，整体价格上行调整依然具有行业基础。

短期制冷剂及空调出口受到中东局势的小幅度影响，但影响仍然可控，后期预估将有修复。制冷剂及产业链形成了两类出口敞口：制冷剂直接出口和下游空调出口，中东作为高温地区，是产业链终端需求地区之一，因而短期的地区冲突确实对行业产生了一定的影响。一方面，我国制冷剂出口中，中东作为主要的需求地之一，占据了小比例份额，2025 年 R22、R32、R134a、R125/143a、R410 制冷剂出口至中东地区占比出口总量的 9%、2%、14%、11%、10%，此次由于中东地区局部冲突和霍尔木兹海峡的运输限制，出口至中东地区的制冷剂出现了大规模交付推迟的情况；另一方面，在终端空调领域，中东由于其炎热的天气也是相对比较集中的空调出口区域，2025 年中国家用空调出口到中东地区的规模超 1700 万台，占出口总量的 20.8%，其中受战争冲击的核心地区空调出口规模 836 万台，占出口总量的 10.2%，受到中东局势影响，空调出口排单有所下行。

阶段性的运输影响形成了限制，但后期的需求反弹和补库需求将有望回补部分前期影响。无论是从制冷剂还是从终端空调领域，中东的地区冲突确实带来了阶段性的行业影响，制冷剂的出口订单推迟，下游生产排单有小幅下调，但理智地看这部分订单的部分是推迟而非消失，中东的天然条件使得空调具有必要性，难以替代，在前期中东本土的制冷剂生产厂商仍然有库存，伴随库存逐步消化，意味着一旦海峡运输放开，将带来直接的需求加速释放和明显的补库需求，叠加中东部分轰炸部分的区域重建，未来制冷剂及下游产业链还将迎来明显的需求回暖反弹阶段。

### 投资建议

短期内中东的地区冲突叠加霍尔木兹海峡确实对制冷剂的出口以及下游空调的出口形成影响，但这部分影响有望在运输放开后获得明显的回补，且此次的油气价格影响，也将有望促使国内的新能源车的渗透率获得进一步提升，带动车用制冷剂 R134a 的需求进一步上行，预估制冷剂的长期大逻辑依然未变，仍然建议关注制冷剂的行业龙头企业。

### 风险提示

高油价对于需求的抑制风险，促进消费的政策波动风险，地缘冲突进一步加剧的风险等。



**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究