

霍尔木兹海峡持续封锁 硫磺产业链高景气

第一创业证券研究所

分析师：郭强

证书编号：S1080524120001

电话：0755-23838533

邮箱：guoqiang@fcsc.com

核心观点：

- 从2月28日至今，美以伊朗战争导致的霍尔木兹海峡持续封锁已超过100天。从四月中至今的美国伊朗谈判也来回多次，没有实质进展。5月底美国和伊朗还升级发生小规模冲突，6月7日伊朗更是对以色列本土发射弹道导弹以支持真主党，但美国表态不升级武装冲突。可见美国已完全无意再与伊朗进行大的军事冲突，但是也无法立即签署未达成战略目标的和平协议，仍寄希望于通过封锁让伊朗屈服，6月至今的海峡日均通行载重吨甚至比战争中的日均通行量还低30%以上，因此峡封锁的持续时间可能会大幅延长。
- 根据中国硫酸工业协会《2026硫酸行业分析及展望》的数据，中东是全球主要的硫磺供应地区，该地区硫磺产量约占全球总产量的25%，出口量约占全球贸易量的45%。2025年我国硫磺2140万吨的表观消费量中，进口占比45%，其中中东货源占比56%。同时国内生产的硫磺中，超过98%是工业回收硫磺，其中石油炼制副产约占71%，天然气脱硫副产约占27%。而中国的石油和天然气总计的进口依存度也超过50%，其中进口量中超过40%也来自于中东地区。由此，在霍尔木兹海峡持续封锁情况下，国内硫磺价格已较年初上涨148%。
- 全球约98%的硫磺主要用于制硫酸。硫酸是化工行业用量最大的酸，下游需求广泛，疫情结束以来我国硫酸产量持续3%以上的增长，2025年产量增长5.3%。按照中国硫酸工业协会数据，2024年我国硫酸生产的硫原料供应中，硫磺占比42.5%，冶炼烟气回收占39.3%，硫铁矿占17%。由于冶炼烟气主要是铜矿，而全球铜精矿的年产量增长经常低于3%，2025年仅增长0.7%，因此自2023年俄乌战争影响俄罗斯的油气出口后硫磺供应日趋紧张，硫酸的价格已经连续三年持续上涨，年度均价从2百多元/吨涨到超过600元/吨。
- 根据中国硫酸工业协会数据，2024年国内硫酸的下游需求中，包括磷酸一铵、磷酸二铵硫酸铵在内的化肥需求占比59%，硫酸法钛白粉消耗约占17%，制造己内酰胺、黏胶短纤和氢氟酸等化工品占约16.3%，磷酸铁锂和电解锰等占比5.3%。2025年中国磷肥总产量折纯约1869.2万吨，同比增长约4.9%，硫酸法钛白粉产量下降3%。新能源方面，磷酸铁锂产量同比增长56%，印尼的镍冶炼转向湿法硫酸需求超过1500万吨。总体看，硫酸需求增长将持续超3%增长，因此看好硫磺产业链的高景气度持续。

风险提示：海峡局势和俄乌战争迅速和平、管制政策施行力度、海外产能变化等。

一、美以伊朗战争未达美以目标 霍尔木兹海峡封锁仍将持续

从2月28日至今，美以伊朗战争导致的霍尔木兹海峡持续封锁已超过100天。从4月8日临时停战至今的美国伊朗谈判也来回多次，没有实质进展。5月底美国和伊朗还升级发生小规模冲突，6月7日伊朗更是对以色列本土发射弹道导弹以支持真主党，但美国表态不升级武装冲突。可见美国已完全无意再与伊朗进行大的军事冲突，但是也无法立即签署未达成战略目标的和平协议，仍寄希望于通过封锁让伊朗屈服，因此霍尔木兹海峡的封锁仍将持续。

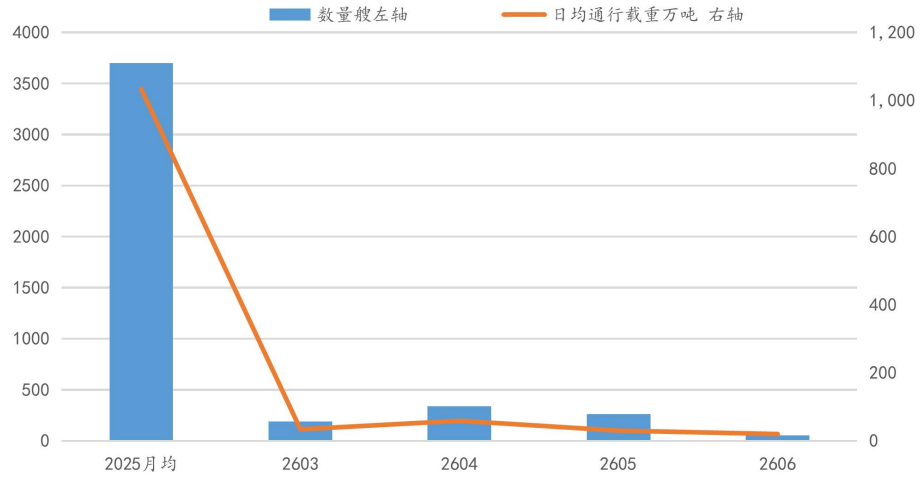
表 1、美以伊战争主要时间线和战争进展

时间	整体状况	主要事件
2. 24~4. 2	美以与伊朗高强度军事对抗	1、以色列空军跨境空袭伊朗，美军同步出动航母舰载机打击伊朗、也门胡塞武装。 2、伊朗弹道导弹、无人机打击射美军中东驻军基地和以色列本土； 3、美国管控海峡，VLCC超大型油轮全面禁止穿越。伊朗宣布全面暂停原油、液化硫磺、LNG 经霍尔木兹外运；
4. 7~5. 30	美以未击败伊朗且自身损失较大，双方休战谈判	1、卡塔尔、阿曼牵头开启三方间接斡旋，并在多哈达成共识，确定4月8日零时启动临时停战14天。 2、4月22日，三方协商将临时停战自动延期30天。 3、5月31日，三方再次短暂磋商，达成7天缓冲期，海峡日均通航船舶一度回升至35~45艘。
5. 30~今	多轮谈判未果，军事冲突再起并逐步升级	1、临时停战再度自动延长15天至6月16日 2、5月30日美军战机深夜突袭海峡南岸伊朗拉克岛、亨加姆岛伊军目标；5.31伊朗弹道导弹袭击科威特美军基地、巴林第五舰队司令部。 3、6月1日~6日，伊朗对以色列本土发动弹道导弹袭击，6日发射导弹数量约11枚 4、美国总统宣布冲突未破坏停战，伊、以同意停火。

资料来源：网络新闻、第一创业证券研究所整理

根据广州航运交易所官方微信公众号“广州港航”每日推送的《霍尔木兹海峡通航快报》数据，2025年霍尔木兹海峡月均通行船舶约3700艘，载重吨超过3.1亿吨。开战后2026年3月的通行量只有188艘，载重吨约1064万吨。今年6月截至6月8日，霍尔木兹海峡6月份累计通行船舶55艘，累计载重吨183.24万吨，相当于日均只有约20万吨通行量，远低于3~5月战争期间的日均30~60万吨通行量，更远低于战前日均1033万吨的通行量。可以说，新闻上美以伊战争总体处于休战状态，但是从航运量上看，形势却是日趋严峻。截至6月8日24时，波斯湾停泊船只2379艘，其中集装箱船63艘、原油船80艘、成品油船153艘、LNG船13艘、LPG船21艘，阿曼湾停泊船只778艘，其中集装箱船46艘、原油82艘、成品油196艘、LNG船4艘、LPG船48艘。

图 1、美以伊战争前后霍尔木兹海峡商船通行情况统计

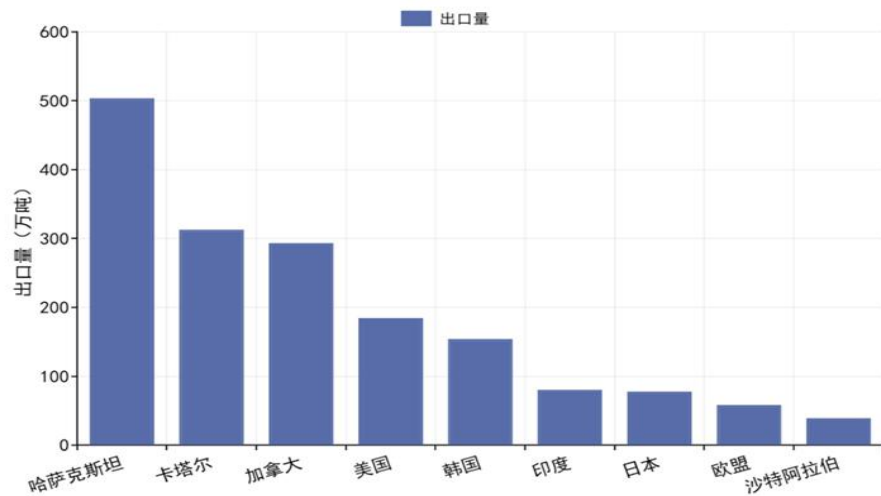


资料来源：微信公众号“广州港航”、第一创业证券研究所整理

二、2025 年多个资源国通过出口管制改善资源出口价格

根据中国硫酸工业协会《2026 硫酸行业分析及展望》的数据，中东是全球主要的硫磺供应地区，该地区硫磺产量约占全球总产量的 25%，出口量约占全球贸易量的 45%。中东地区核心硫磺出口港——阿联酋的 Ruwais、沙特的 Jubail 和 Ras al-Khair、卡塔尔的 Ras Laffan、科威特的 Al Zour 和 Shuaiba，以及伊朗的 Bandar Imam Khomeini，其出口的硫磺都必须先经波斯湾，再由霍尔木兹海峡进入印度洋。海峡关闭意味着上述港口的硫磺全部无法装运出口。

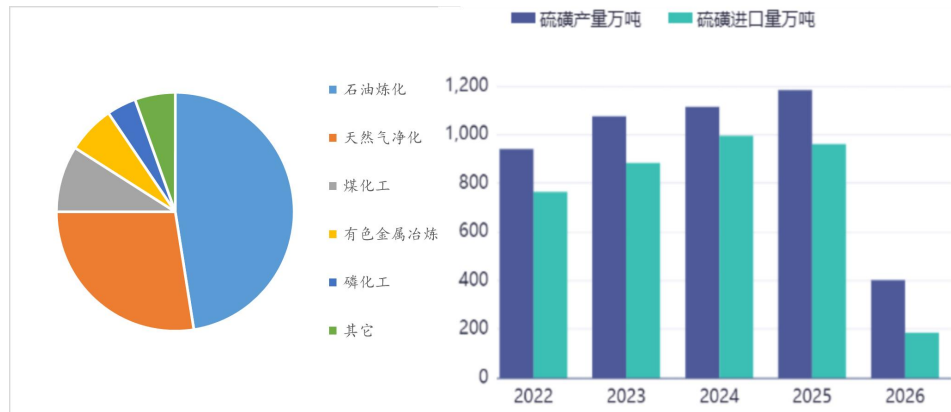
图 2、2024 年全球主要硫磺出口国



资料来源：WITS、石化智慧网、第一创业证券研究所整理

2025 年我国硫磺 2140 万吨的表观消费量中，进口占比 45%，其中中东货源占比 56%。同时国内生产的硫磺中，超过 90%以上是工业回收硫磺，其中高硫原油炼制副产约占 71%，天然气脱硫副产约占 27%。全球高硫原油目前中东地区储量占全球的 66.9%，中亚-俄罗斯地区储量占全球的 29.8%。中国的石油和天然气总计的进口依存度也超过 50%，其中进口量中超过 40%也来自于中东地区。

图 3、全球硫磺的主要原料来源与中国硫磺生产和进口量



资料来源：中国硫酸工业协会、iFind、第一创业证券研究所整理

2023 年至 2025 年由于俄乌战争欧美对俄罗斯石油的制裁和乌克兰对俄罗斯石油设施的袭击，硫磺的供应出现紧缩，国内硫磺的价格也因此从 2023 年开始就持续上涨，价格从 2023 年最低的约 370 元/吨涨到了 2025 年底的约 3700 元/吨。在今年 2 月底霍尔木兹海峡持续封锁情况下，国内硫磺价格因硫磺供应的进一步紧缩，价格开始大幅上涨，目前价格已达 9200 元/吨，较 2025 年底价格上涨 148%。

图 4、受俄乌、美以伊战争冲击 国内硫磺价格持续大幅上涨

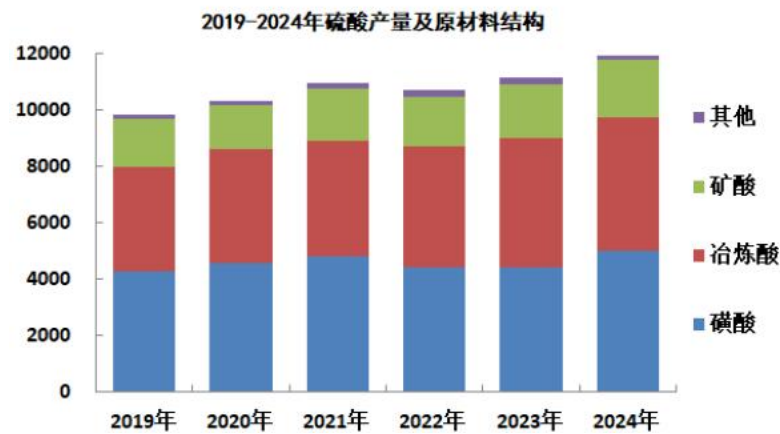


资料来源：iFind、第一创业证券研究所整理

三、硫磺供应受限但下游需求稳定增长 供需持续失衡概率高

全球约 98% 的硫磺主要用于制硫酸。硫酸是化工行业用量最大的酸，下游需求广泛，疫情结束以来我国硫酸产量持续 3% 以上的增长，到 2025 年产量达 1.28 亿吨，同比增长 5.3%。按照中国硫酸工业协会数据，2024 年我国硫酸生产的硫原料供应中，硫磺占比 42.5%，冶炼烟气回收制酸占比 39.3%，硫铁矿制酸占比 17%。

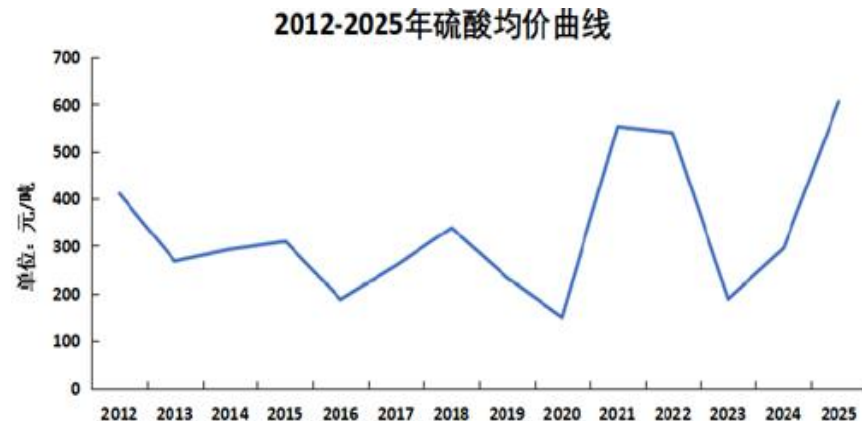
图 5、我国硫酸生产按原料来源看 硫磺占比最高



资料来源：中国硫酸工业协会、第一创业证券研究所整理

由于烟气冶炼制酸主要依赖铜矿的处理量，而全球铜精矿的年产量增长经常低于 3%，2025 年仅增长 0.7%，因此自 2023 年俄乌战争影响俄罗斯的油气出口后，硫磺供应日趋紧张，硫酸的价格已经连续三年持续上涨，年度均价从 2 百多元/吨涨到超过 600 元/吨。

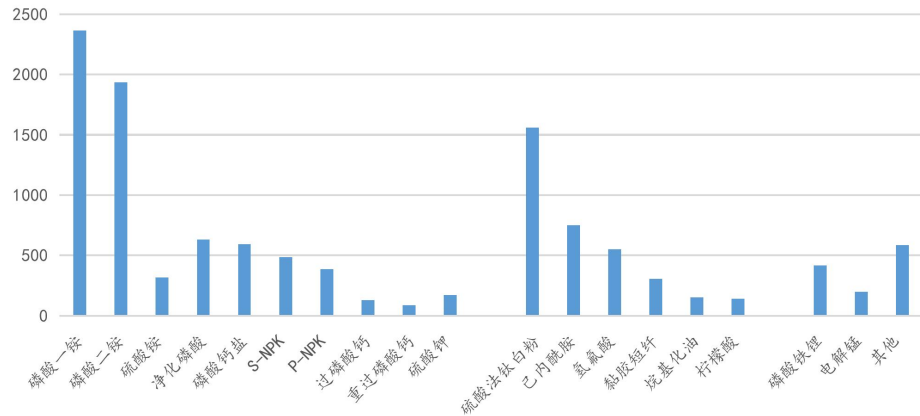
图 6、国内硫酸价格自 2023 年开始持续上涨



资料来源：中国硫酸工业协会、第一创业证券研究所整理

根据中国硫酸工业协会数据，2024年国内硫酸的下游需求中，包括磷酸一铵、磷酸二铵、硫酸铵、净化磷酸、磷酸钙盐、S-NPK和P-NPK复合肥、过磷酸钙+重过磷酸钙在内的化肥需求占比59%，硫酸法钛白粉消耗约占17%，制造己内酰胺、黏胶短纤和氢氟酸等化工品占约16.3%，磷酸铁锂和电解锰等占比5.3%。

图7、2024年中国硫酸的主要下游用酸量 单位：万吨



资料来源：中国硫酸工业协会、第一创业证券研究所整理

2025年中国磷肥总产量折纯约1869.2万吨，同比增长约4.9%，硫酸法钛白粉产量下降3%。新能源方面，磷酸铁锂产量同比增长56%，印尼的镍冶炼转向湿法硫酸需求超过1500万吨。总体看，由于化肥生产稳定保持3%以上产量增长，新能源对磷酸铁锂、镍和锰的需求将高速增长，从而推动硫酸需求持续保持超3%增长，因此看好硫磺产业链的高景气度持续。

图8、在中国化肥出口持续增长 二三季度是出口高峰期



资料来源：iFind、第一创业证券研究所整理

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140