

2025 年石化化工行业 9 月投资策略

石化化工行业“反内卷”相关政策措施有望出台

优于大市

核心观点

石化化工行业 2025 年 9 月投资观点：

现阶段石化化工行业“内卷式”竞争问题突出，低质量、同质化的无序竞争导致企业普遍面临增产不增利困境，全行业营业收入利润率从 2021 年的 8.03% 持续降至 2024 年的 4.85%，2025 年上半年仍处低位。这一现象源于企业过度投资、重复建设导致的产品同质化，地方政府盲目招商加剧的产能过剩，以及国际国内经济环境变化引发的竞争加剧等。对此，中央层面已明确提出综合整治要求，行业推进反内卷或将通过加强自律，发挥协会作用，龙头企业带头规范经营；强化创新，突破核心技术实现产品高端化差异化；依据能效、环保等标准淘汰不达标产能等路径等，助力行业摆脱低效竞争，迈向高质量可持续发展。

今年以来，化工行业反内卷政策从制度构建向专项整治逐步深化：1 月，《全国统一大市场建设指引（试行）》出台，通过破除地方保护、统一监管标准等措施，从基础制度层面遏制重复建设和市场分割，为反内卷筑牢框架；6 月，五部委联合发布老旧装置摸底评估通知，针对投产超 20 年的炼油、化肥等领域装置，从安全、环保、能效维度开展评估，推动低效产能退出，直击供给端过剩痛点；7 月政策密集发力，中央财经委员会明确提出依法治理低价无序竞争，引导落后产能有序退出；同期发改委、市场监管总局发布《价格法修正草案（征求意见稿）》，细化低价倾销等不正当价格行为认定标准，为整治恶性竞争提供法律支撑；工信部则在稳增长工作方案中，将淘汰落后产能与产业升级结合，推动石化行业结构调整与供给优化。

原油价格 8 月国际原油期货价格呈震荡态势，布伦特原油结算价从月初 69.7 美元/桶下降至月末 68.1 美元/桶，WTI 原油从 67.3 美元/桶降至 64.2 美元/桶。供应端 OPEC+ 增产节奏与美国页岩油钻机数下降形成博弈，需求端全球经济复苏疲软压制长期预期，但夏季燃油消费旺季及美国原油库存阶段性下降提供短期支撑。月末美国降息预期升温，提升了对原油需求的预期，原油价格开始反弹。在供需宽松与地缘风险溢价背景下短期油价仍存震荡弹性，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，需关注地缘局势与 OPEC+ 政策动向。

宏观及化工产品价格，7 月份制造业 PMI 为 49.3%，比上月下降 0.4 个百分点，生产指数和新订单指数分别为 50.5% 和 49.4%，比上月下降 0.5 和 0.8 个百分点，制造业生产活动总体保持扩张，但市场需求有所放缓。2025 年 8 月 29 日，中国化工产品价格指数 CCPI 报 4009 点，较年初 1 月 2 日的 4333 点下降 7.48%，主要化工品出厂价格略有下滑。截至 8 月 29 日，在百川盈孚统计的 281 种石化化工品中，实现价格同比上涨的品种有 53 种，较 2025 年初实现上涨的有 54 种。

随着化工行业反内卷工作推进，国有企业主动进行产能控制，监管部门对新增落后产能审批控制，行业低效产能有望加速出清，供需结构逐步

行业研究 · 行业投资策略

基础化工

优于大市 · 维持

证券分析师：杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn S0980520120002	证券分析师：薛聪 010-88005107 xuecong@guosen.com.cn S0980520120001
证券分析师：余双雨 021-60375485 yushuangyu@guosen.com.cn S0980523120001	证券分析师：张歆钰 021-60375408 zhangxinyu4@guosen.com.cn S0980524080004
证券分析师：董丙旭 0755-81982570 dongbingxu@guosen.com.cn S0980524090002	证券分析师：王新航 0755-81981222 wangxinhang@guosen.com.cn S0980525080002

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

- 《农化行业：2025 年 7 月月度观察-钾肥、草甘膦价格上行，磷肥出口价差扩大》——2025-08-05
- 《PCB 上游材料分析框架》——2025-07-30
- 《农化行业：2025 年 6 月月度观察-钾肥、草甘膦价格上行，杀虫剂“康宽”供给突发受限》——2025-07-07
- 《化肥及农药行业：2025 年 5 月月度观察-国际钾肥价格持续上涨，突发事件影响农药供给》——2025-06-04
- 《钾肥、磷化工行业：2025 年 4 月月度观察-国际钾肥价格持续上行，磷矿石价格高位运行》——2025-05-07

优化，化工行业或将实现盈利修复。展望 2025 年 9 月，部分化工产品海外需求复苏，内需也有望进一步发力，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，**重点推荐炼油炼化、乙烯、钾肥、含氟制冷剂及氟化液等领域投资方向。**

炼油炼化：据中国化工报，目前全国炼油产能已突破 10 亿吨/年，为全球第一，但产能利用率却已跌至 70%左右，结构性过剩逾 3 亿吨。2025 年 3 月份的调度情况显示，中国独立炼油厂产能利用率降至 58.51%，地方炼厂产能利用率下滑至 59.5%，主营炼厂产能利用率降至 77.4%，我国炼油厂的整体产能利用率降低至 70.3%。从行业效益表现来看，今年上半年中国石化的净利润为 214.83 亿元，同比下降 39.8%，为近十年利润表现的最低位。除炼油能力过剩外，国内曾经长期短缺的大宗石化产品如烯烃和芳烃也已经迎来供给饱和与过剩，2024 年底国内聚烯烃年产能 7800 万吨，产量 6225 万吨，过剩 1000 万吨以上；2024 年底我国 PTA 产能达 8601.5 万吨，产量为 7180 万吨，同样过剩近 1000 万吨。我们认为，产能整体过剩的行业背景，叠加“反内卷”政策信号明确有力的推动，预计炼油炼化行业供给侧将得到有力优化。我们重点推荐【**中国石油**】。

乙烯：当前全球乙烯行业供给端迎来结构性调整，欧洲受能源成本高企与盈利压力影响持续退出产能，韩国头部石化企业启动产业重组削减石脑油裂解产能，海外产能集中出清推动全球供给收缩预期升温。据卓创资讯，2024 年底我国乙烯产能 5374 万吨/年，产量 3247 万吨，名义产能利用率仅 60.4%，高能耗、高污染、高成本的落后产能未能有效出清，2024 年我国乙烯净进口量达 214.5 万吨，国内乙烯需求缺口持续存在，行业高成本产能开工承压，具备乙烷裂解、煤制烯烃等低成本工艺的龙头企业竞争优势凸显，重点推荐煤制烯烃领军企业【**宝丰能源**】与乙烷裂解龙头【**卫星化学**】。

钾肥：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。

氟化工：制冷剂方面，2024 年起中国三代制冷剂实行配额制，中国的三代制冷剂拥有全球 80%以上的配额，形成了“全球供给侧结构性改革结果（过剩产能一次性去化，供给受配额限制）+全球特许经营权（配额许可）+配额集中度高（全球配额集中在中国、中国配额集中在行业头部企业）”特定商业模式。制冷剂价格脱离周期品定价，呈现超长景气周期价格上涨态势。**氟化液方面，**随着 AI 技术发展，服务器功率密度大幅提升，传统风冷散热方式已达瓶颈，液冷技术可有效降低数据中心 PUE，其中浸没式及双相冷板式液冷成为未来趋势，带动上游氟化液及制冷剂需求快速增长，建议关注单相/双相&浸没式/冷板式冷却液——氟化液（全氟聚醚、氢氟醚、六氟丙烯低聚体、全氟胺）在液冷领域的应用进展。我们看好看好制冷剂 R32、R134a、R22 品种涨价，也看好氟化液在液冷领域的渗透率提升，重点推荐氟化工行业上市公司【**巨化股份**】、【**东岳集团**】、【**三美股份**】。

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。
【中国石油】国内综合性能源龙头，天然气产业链优势地位巩固。
【宝丰能源】煤制烯烃龙头，产能不断扩张
【巨化股份】氟化工龙头企业，看好制冷剂景气度和氟化液市场前景。
【新和成】技术与产业协同效用显著的综合性精细化工龙头。
【卫星化学】轻烃一体化龙头，产能持续扩张。

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 (亿元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
000893.SZ	亚钾国际	优于大市	33.88	313	1.98	2.86	17.1	11.8
601857.SH	中国石油	优于大市	8.72	15566	0.91	0.94	9.6	9.3
600989.SH	宝丰能源	优于大市	17.35	1272	1.64	1.85	10.6	9.4
600160.SH	巨化股份	优于大市	38.69	1025	1.62	2.01	23.9	19.2
002001.SZ	新和成	优于大市	24.90	765	2.21	2.36	11.1	10.4
002648.SZ	卫星化学	优于大市	20.09	677	1.96	2.46	10.2	8.2

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：石化化工行业“反内卷”相关政策措施有望出台	7
2、 本月投资组合	8
3、 重点行业研究	9
3.1 炼油炼化：美元降息预期刺激油价回升，落后炼化产能有望退出	9
3.2 乙烯：供需结构性转型，周期拐点或将显现	16
3.3 钾肥：全球钾肥价格触底，需求推动下看好价格复苏	21
3.4 氟化工：含氟制冷剂涨价，氟化液在液冷领域大有可为	27
风险提示	35
附表：重点公司盈利预测及估值	35

图表目录

图 1: WTI 油价近期走势 (美元/桶)	9
图 2: 布伦特油价近期走势 (美元/桶)	9
图 3: 主流机构对于原油需求的预测 (百万桶/天)	10
图 4: 主流机构对于原油需求增长的预测 (百万桶/天)	10
图 5: OPEC+ 主要成员国财政平衡油价 (美元/桶)	11
图 6: OPEC+ 主要成员国 2025 年财政平衡油价变化 (美元/桶)	11
图 7: 美国新打井-完井的完全成本 (美元/桶)	12
图 8: 美国现有井运营成本 (美元/桶)	12
图 9: 我国原油一次原料加工装置年限占比	13
图 10: 中国主营炼厂周度平均开工负荷 (%)	13
图 11: 山东地炼装置开工负荷 (%)	13
图 12: 中国月度原油加工量 (万吨) 及当月同比	14
图 13: 中国原油累计加工量 (万吨) 及累计同比	14
图 14: 中国汽油产量 (万吨)	14
图 15: 中国柴油产量 (万吨)	14
图 16: 中国汽油表观消费量 (万吨)	15
图 17: 中国煤油表观消费量 (万吨)	15
图 18: 乙烯产业链	16
图 22: 钾肥产业链	21
图 23: 全球钾肥主要生产企业	22
图 24: 全球钾肥主要消费国家	22
图 25: 全球钾肥表观消费量 (千吨)	22
图 26: 全球钾肥贸易占比	22
图 27: 钾肥产能、产量及表观消费量	23
图 28: 钾肥进口量及出口量	23
图 29: 国内钾肥主要生产企业	23
图 30: 钾肥港口库存 (万吨)	23
图 31: 中国氯化钾进口国分布 (万吨)	24
图 32: 中国氯化钾进口量占比	24
图 33: 国内钾肥价格走势 (元/吨)	25
图 34: 青海盐湖氯化钾 (60%粉) 出厂价 (元/吨)	25
图 35: 全球主要钾肥出口国 FOB 价格 (美元/吨)	26
图 36: 全球主要钾肥进口国 CFR 价格 (美元/吨)	26
图 37: 萤石-氢氟酸价格与原材料价差走势	27
图 38: 二代制冷剂 R22 价格与原材料价差走势	27
图 39: 三代制冷剂 R32 价格与原材料价差走势	28
图 40: 三代制冷剂 R125 价格与原材料价差走势	28

图 41: 三代制冷剂 R134a 价格与原材料价差走势	28
图 42: 三代制冷剂 R143a 价格与原材料价差走势	28
图 43: 三代制冷剂 R152a 价格与原材料价差走势	28
图 44: 二代制冷剂 R142b 价格与原材料价差走势	28
图 45: 2022-2025 年各主要制冷剂出口量趋势	30
图 46: R32 内外贸价格与价差跟踪	30
图 47: R134a 内外贸价格与价差跟踪	30
图 48: R22 内外贸价格与价差跟踪	30
图 49: R125/R143a/R143 内外贸价格与价差跟踪	30
图 50: R32 出口量及出口单价跟踪	31
图 51: R134a 出口量及出口单价跟踪	31
图 52: R125/R143a/R143 出口量及出口单价跟踪	31
图 53: R227ea/R236fa/R236ea/R236cb 出口量及出口单价跟踪	31
图 54: R245fa/R245ca 出口量及出口单价跟踪	31
图 55: R22 出口量及出口单价跟踪	31
图 56: 我国 R32 周度开工负荷率变化	1
图 57: 我国 R125 周度开工负荷率变化	32
图 58: 我国 R134a 周度开工负荷率变化	32
图 59: 我国 R22 周度开工负荷率变化	32
图 60: 我国主要制冷剂产品月度产量跟踪（万吨）	32
图 61: 全国数据中心 PUE 情况	33
图 62: 全球数据中心市场规模（亿美元）	33
图 63: 不同冷却技术的解热能力	34
图 64: 2019-2027E 中国液冷数据中心、液冷服务器市场规模（亿元）	34
表 1: 220 万桶/日自愿减产逐步退出产量表（千桶/天）	9
表 2: 三种工艺主要产物产率及相应技术指标	18
表 3: 国内乙烯产业链主要产品消费满足率情况	20
表 4: 全球主要国家钾盐产量及储量（折纯 K2O, 万吨）	21

1、本月核心观点：石化化工行业“反内卷”相关政策措施有望出台

现阶段石化化工行业“内卷式”竞争问题突出，低质量、同质化的无序竞争导致企业普遍面临增产不增利困境，全行业营业收入利润率从 2021 年的 8.03%持续降至 2024 年的 4.85%，2025 年上半年仍处低位。这一现象源于企业过度投资、重复建设导致的产品同质化，地方政府盲目招商加剧的产能过剩，以及国际国内经济环境变化引发的竞争加剧等。对此，中央层面已明确提出综合整治要求，行业推进反内卷或将通过加强自律，发挥协会作用，龙头企业带头规范经营；强化创新，突破核心技术实现产品高端化差异化；依据能效、环保等标准淘汰不达标产能等路径等，助力行业摆脱低效竞争，迈向高质量可持续发展。

今年以来，化工行业反内卷政策从制度构建向专项整治逐步深化：1 月，《全国统一大市场建设指引（试行）》出台，通过破除地方保护、统一监管标准等措施，从基础制度层面遏制重复建设和市场分割，为反内卷筑牢框架；6 月，五部委联合发布老旧装置摸底评估通知，针对投产超 20 年的炼油、化肥等领域装置，从安全、环保、能效维度开展评估，推动低效产能退出，直击供给端过剩痛点；7 月政策密集发力，中央财经委员会明确提出依法治理低价无序竞争，引导落后产能有序退出；同期发改委、市场监管总局发布《价格法修正草案（征求意见稿）》，细化低价倾销等不正当价格行为认定标准，为整治恶性竞争提供法律支撑；工信部则在稳增长工作方案中，将淘汰落后产能与产业升级结合，推动石化行业结构调整与供给优化。

原油价格 8 月国际原油期货价格呈震荡态势，布伦特原油结算价从月初 69.7 美元/桶下降至月末 68.1 美元/桶，WTI 原油从 67.3 美元/桶降至 64.2 美元/桶。供应端 OPEC+增产节奏与美国页岩油钻机数下降形成博弈，需求端全球经济复苏疲软压制长期预期，但夏季燃油消费旺季及美国原油库存阶段性下降提供短期支撑。月末美国降息预期升温，提升了对原油需求的预期，原油价格开始反弹。在供需宽松与地缘风险溢价背景下短期油价仍存震荡弹性，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，需关注地缘局势与 OPEC+政策动向。

宏观及化工产品价格，7 月份制造业 PMI 为 49.3%，比上月下降 0.4 个百分点，生产指数和新订单指数分别为 50.5%和 49.4%，比上月下降 0.5 和 0.8 个百分点，制造业生产活动总体保持扩张，但市场需求有所放缓。2025 年 8 月 29 日，中国化工产品价格指数 CCPI 报 4009 点，较年初 1 月 2 日的 4333 点下降 7.48%，主要化工品出厂价格略有下滑。截至 8 月 29 日，在百川盈孚统计的 281 种石化化工品中，实现价格同比上涨的品种有 53 种，较 2025 年初实现上涨的有 54 种。

随着化工行业反内卷工作推进，国有企业主动进行产能控制，监管部门对新增落后产能审批控制，行业低效产能有望加速出清，供需结构逐步优化，化工行业或将实现盈利修复。展望 2025 年 9 月，部分化工产品海外需求复苏，内需也有望进一步发力，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，**重点推荐炼油炼化、乙烯、钾肥、含氟制冷剂及氟化液等领域投资方向。**

炼油炼化：据中国化工报，目前全国炼油产能已突破 10 亿吨/年，为全球第一，但产能利用率却已跌至 70%左右，结构性过剩逾 3 亿吨。2025 年 3 月份的调度情况显示，中国独立炼油厂产能利用率降至 58.51%，地方炼厂产能利用率下滑至

59.5%，主营炼厂产能利用率降至 77.4%，我国炼油厂的整体产能利用率降低至 70.3%。从行业效益表现来看，今年上半年中国石化的净利润为 214.83 亿元，同比下降 39.8%，为近十年利润表现的最低位。除炼油能力过剩外，国内曾经长期短缺的大宗石化产品如烯烃和芳烃也已经迎来供给饱和与过剩，2024 年底国内聚烯烃年产能 7800 万吨，产量 6225 万吨，过剩 1000 万吨以上；2024 年底我国 PTA 产能达 8601.5 万吨，产量为 7180 万吨，同样过剩近 1000 万吨。我们认为，产能整体过剩的行业背景，叠加“反内卷”政策信号明确有力的推动，预计炼油炼化行业供给侧将得到有力优化。我们重点推荐【**中国石油**】。

乙烯：当前全球乙烯行业供给端迎来结构性调整，欧洲受能源成本高企与盈利压力影响持续退出产能，韩国头部石化企业启动产业重组削减石脑油裂解产能，海外产能集中出清推动全球供给收缩预期升温。据卓创资讯，2024 年底我国乙烯产能 5374 万吨/年，产量 3247 万吨，名义产能利用率 60.4%，高能耗、高污染、高成本的落后产能未能有效出清，2024 年我国乙烯净进口量达 214.5 万吨，国内乙烯需求缺口持续存在，行业高成本产能开工承压，具备乙烷裂解、煤制烯烃等低成本工艺的龙头企业竞争优势凸显，重点推荐煤制烯烃领军企业【**宝丰能源**】与乙烷裂解龙头【**卫星化学**】。

钾肥：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。

氟化工：制冷剂方面，2024 年起中国三代制冷剂实行配额制，中国的三代制冷剂拥有全球 80%以上的配额，形成了“全球供给侧结构性改革结果（过剩产能一次性去化，供给受配额限制）+全球特许经营权（配额许可）+配额集中度高（全球配额集中在中国、中国配额集中在行业头部企业）”特定商业模式。制冷剂价格脱离周期品定价，呈现超长景气周期价格上涨态势。**氟化液方面，**随着 AI 技术发展，服务器功率密度大幅提升，传统风冷散热方式已达瓶颈，液冷技术可有效降低数据中心 PUE，其中浸没式及双相冷板式液冷成为未来趋势，带动上游氟化液及制冷剂需求快速增长，建议关注单相/双相&浸没式/冷板式冷却液——氟化液（全氟聚醚、氢氟醚、六氟丙烯低聚体、全氟胺）在液冷领域的应用进展。我们看好看好制冷剂 R32、R134a、R22 品种涨价，也看好氟化液在液冷领域的渗透率提升，重点推荐氟化工行业上市公司【**巨化股份**】、【**东岳集团**】、【**三美股份**】。

2、本月投资组合

我们本月建议的组合包括**亚钾国际**、**中国石油**、**宝丰能源**、**巨化股份**、**三美股份**、**卫星化学**。

【**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。

【**中国石油**】国内综合性能源龙头，天然气产业链优势地位巩固。

【**宝丰能源**】煤制烯烃龙头，产能不断扩张

【**巨化股份**】氟化工龙头企业，看好制冷剂景气度和氟化液市场前景。

【**新和成**】技术与产业协同效用显著的综合精细化工龙头。

【**卫星化学**】轻烃一体化龙头，产能持续扩张。

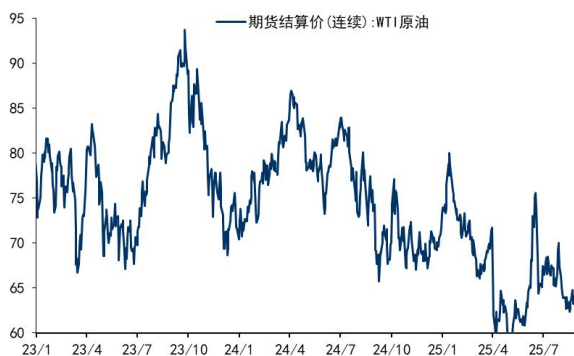
3、重点行业研究

3.1 炼油炼化：美元降息预期刺激油价回升，落后炼化产能有望退出

受美元降息预测刺激，原油价格开始回升

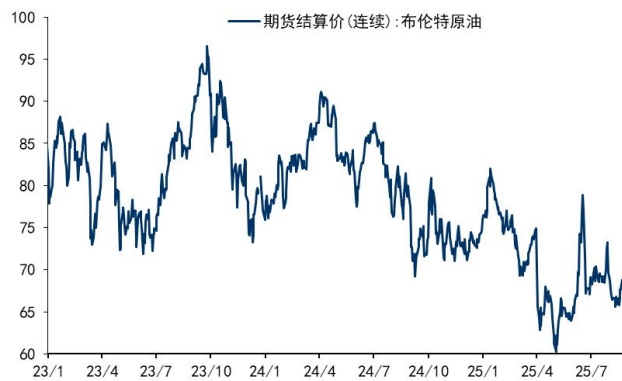
2025 年 8 月（截止 8.27）布伦特原油期货均价为 67.1 美元/桶，环比下跌 2.3 美元/桶，月末收于 68.1 美元/桶；WTI 原油期货均价 64.0 美元/桶，环比下跌 3.1 美元/桶，月末收于 64.2 美元/桶。7 月底油价大幅上行后，8 月上旬随局势缓和，油价趋势下跌；8 月中旬美国总统特朗普推动俄美乌三国会谈，但美俄会谈并未达成任何协议，市场开始担忧国际局势，油价得到支撑；8 月下旬，美联储主席鲍威尔在全球央行年会上的鸽派发言使市场对美国 9 月份降息预期概率大增，从而提振了原油的需求前景，油价得到了一定程度修复。

图1: WTI 油价近期走势（美元/桶）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2: 布伦特油价近期走势（美元/桶）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

供给端 OPEC+宣布 8 月份加速增产 54.8 万桶/天：2024 年 12 月第 38 届 OPEC+召开部长级会议，决定将 200 万桶/日集体减产、166 万桶/日自愿减产目标延长至 2026 年底；将 220 万桶/日自愿减产计划再延长 3 个月至 2025 年 3 月底，3 月初，OPEC+发布声明，确定该部分自愿减产将和阿联酋增加的 30 万桶/日产量从 2025 年 4 月至 2026 年 9 月底内逐步恢复。但 4 月、5 月、6 月初，OPEC+分别宣布将在 5 月、6 月、7 月分别增产 41.1 万桶/日，为原定增产计划额的 3 倍；7 月 5 日 OPEC+宣布 8 月加速增产 54.8 万桶/日，为原定增产计划额的 4 倍。按此增产幅度，OPEC+剩余 54.8 万桶/日增产计划将在今年 9 月份完成。

表1: 220 万桶/日自愿减产逐步退出产量表（千桶/天）

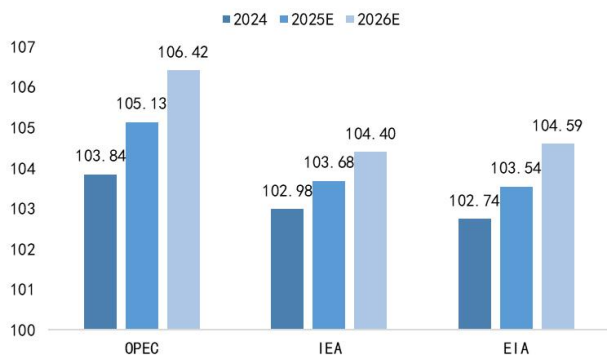
	阿尔及利亚	伊拉克	科威特	沙特阿拉伯	阿联酋	哈萨克斯坦	阿曼	俄罗斯	8 国合计
1-3 月	908	4000	2413	8978	2912	1468	759	8978	30416
4 月	911	4012	2421	9034	2938	1473	761	9004	30554
5 月	919	4049	2443	9200	3015	1486	768	9083	30963
6 月	928	4086	2466	9367	3092	1500	775	9161	31375
7 月	936	4122	2488	9534	3169	1514	782	9240	31785

8月	948	4171	2518	9756	3272	1532	792	9344	32333
9月	948	4171	2518	9756	3272	1532	792	9344	32333
10月	948	4171	2518	9756	3272	1532	792	9344	32333
11月	948	4171	2518	9756	3272	1532	792	9344	32333
12月	948	4171	2518	9756	3272	1532	792	9344	32333
1月	948	4171	2518	9756	3272	1532	792	9344	32333
2月	948	4171	2518	9756	3272	1532	792	9344	32333
3月	948	4171	2518	9756	3272	1532	792	9344	32333
4月	948	4171	2518	9756	3272	1532	792	9344	32333
2026年	948	4171	2518	9756	3272	1532	792	9344	32333
5月	948	4171	2518	9756	3272	1532	792	9344	32333
6月	951	4183	2526	9811	3298	1536	794	9371	32470
7月	953	4196	2533	9867	3324	1541	796	9397	32607
8月	956	4208	2541	9922	3349	1545	799	9423	32743
9-12月	959	4220	2548	9978	3375	1550	801	9449	32880
生产配额	1007	4431	2676	10478	3519	1628	841	9949	34529

资料来源：OPEC，国信证券经济研究所整理（增产规划至2025年8月，其余为原规划）

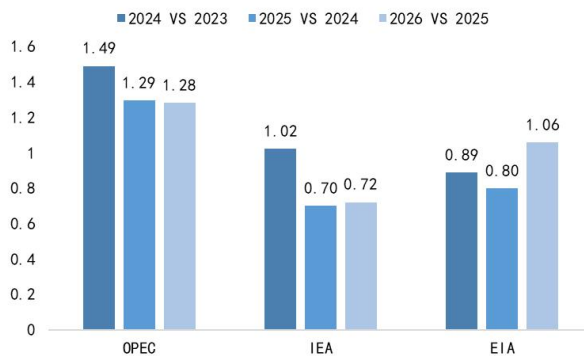
需求端：国际主要能源机构预计2025年原油需求增长70-130万桶/天，预计2026年原油需求增长72-128万桶/天：根据OPEC、IEA、EIA最新7月月报显示，2025年原油需求分别为105.13、103.68、103.54百万桶/天（上次为105.13、103.51、103.52百万桶/天），分别较2024年增加130、70、80万桶/天（上次为130、72、78万桶/天），2026年原油需求分别为106.42、104.40、104.59百万桶/天（上次为106.42、104.25、104.59百万桶/天），分别较2025年增加128、72、106万桶/天，（上次为128、74、107万桶/天）。

图3：主流机构对于原油需求的预测（百万桶/天）



资料来源：OPEC、IEA、EIA，国信证券经济研究所整理

图4：主流机构对于原油需求增长的预测（百万桶/天）



资料来源：OPEC、IEA、EIA，国信证券经济研究所整理

OPEC+主要成员国财政平衡油价较高，对油价托底意愿强烈。根据2025年4月IMF数据，2025、2026年中东地区主要OPEC+成员国的财政平衡油价大多高于70美元/桶，并且较2024年10月预测数据进一步提高。

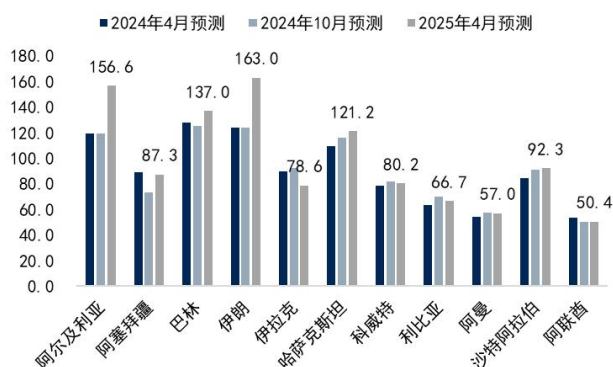
沙特阿拉伯、伊朗、伊拉克、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚的石油液体合计产量占全球的25%左右，2025年4月IMF预测其2025年财政平衡油价分别为92.3、163.0、78.6、80.2、121.2、156.6美元/桶，较2024年10月IMF预测数据分别+1.4、+38.9、-13.8、-1.6、+5.3、+37.6美元/桶。

图5: OPEC+主要成员国财政平衡油价（美元/桶）



资料来源：IMF（2025 年 4 月预测），国信证券经济研究所整理

图6: OPEC+主要成员国 2025 年财政平衡油价变化（美元/桶）



资料来源：IMF（2025 年 4 月预测），国信证券经济研究所整理

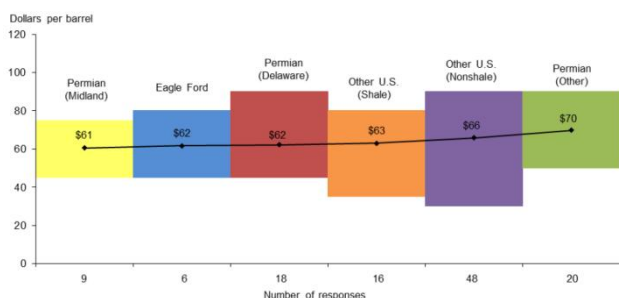
在页岩油资本开支方面，根据达拉斯联储 2025 年第一季度对页岩油企业的调查问卷结果来看，美国页岩油盆地现有油井运营成本处于 26-45 美元/桶，平均价格为 41 美元/桶，较 2024 年第一季度的 39 美元/桶增加 2 美元/桶。其中大型公司（原油产量达到或超过 10000 桶/天）油井运营费用为 31 美元/桶，小型企业（日产量低于 10000 桶/天）则为 44 美元/桶。

美国页岩油盆地新打井-完井成本处于 61-70 美元/桶区间，从全样本统计来看，企业实现盈利性钻探的平均成本为 65 美元/桶，较 2024 年第一季度的 64 美元/桶增加 1 美元/桶，如二叠纪盆地的盈亏平衡油价为 65 美元/桶，较 2024 年第一季度持平。其中大型公司盈亏平衡油价为 61 美元/桶，较 2024 年第一季度增加 3 美元/桶，而小型公司盈亏平衡油价为 66 美元/桶，较 2024 年第一季度降低 1 美元/桶。

美国页岩油企业钻探成本上升的主要原因为政治法规所致，根据《通胀削减法案》，针对油气开采环节的甲烷排放从 2024 年起收费 900 美元/吨，2025 年提高至 1200 美元/吨。在特朗普新一任期中，或将在勘探开采、环保费用补贴、税收等多方面

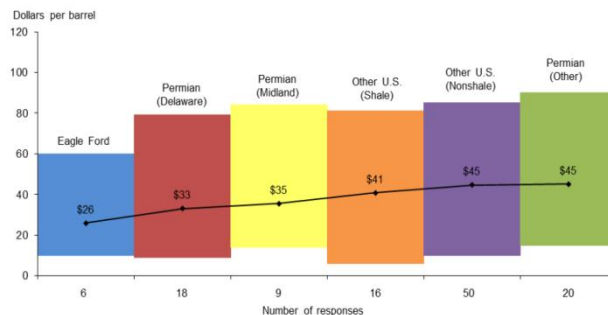
降低原油开采成本，但我们认为美国页岩油厂商的生产经营决策，或为被动接受油价的结果，而非主动干预油价的因素，因此低油价下资本开支意愿较低，不具备大幅增产的条件。

图7: 美国新打井-完井的完全成本（美元/桶）



资料来源：达拉斯联储，国信证券经济研究所整理

图8: 美国现有井运营成本（美元/桶）



资料来源：达拉斯联储，国信证券经济研究所整理

综上，近期全球外部环境急剧变化，同时俄乌、美伊以及美国关税政策均存在较大不确定性，但考虑到 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，预计 2025 年布伦特油价中枢在 65-75 美元/桶，2025 年 WTI 油价中枢在 60-70 美元/桶。

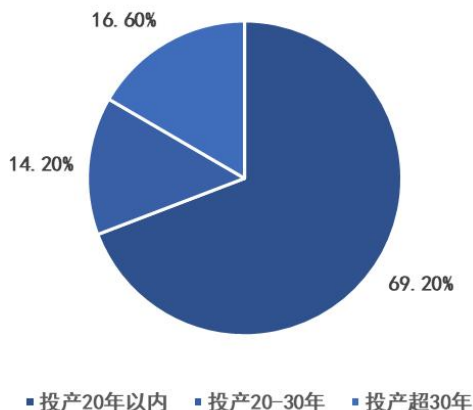
石化行业启动产能摸底评估工作，独立炼厂装置或受影响较重

2025 年 6 月，工业和信息化部、国家发展改革委、生态环境部、应急管理部、国务院国资委等五部委办公厅联合印发《关于开展石化化工行业老旧装置摸底评估的通知》（以下简称《通知》），以摸清石化行业老旧装置底数。通知明确了：

（1）摸底评估对象范围为，截至 2025 年 5 月 30 日，石化化工行业主体设备设施达到设计使用年限、或实际投产运行超过 20 年的生产装置；（2）摸底评估事项，包括老旧装置基本情况、安全评估和其他评估等。为《加力推进石化化工行业老旧装置更新改造行动方案》的制定提供数据支撑，全面推进石化化工行业老旧装置安全化、绿色化、数字化综合改造提升，防范化解安全环境风险，促进行业高质量发展。目前湖南省、山东省等多地已启动摸底评估工作。

我国炼油行业老旧装置产能庞大，老旧装置以主营炼厂居多。据卓创资讯数据，目前国内在产合计 143 家炼油企业，共计 221 条常减压装置产线，合计一次原料加工能力为 9.71 亿吨/年。按照“投产超 30 年”的装置为“老旧装置”的划分标准，投产超 30 年（1995 年及之前投产）的一次炼油装置总产能为 1.63 亿吨/年（主营集团占比 88.8%），占目前在产总产能的 16.6%，其中主营集团（不含中海油）合计占比为 14.7%，独立炼厂占比仅为 1.9%。按照《通知》中“实际投产运行超过 20 年”来界定，投产超 20 年的（2005 年及以前）一次炼油装置总产能为 3.02 亿吨/年（主营集团占比 75.0%），占在产总产能的占比高达 30.8%，较之前提高 14.2pcts。其中，三桶油合计占比为 23.1%，较之前提高 8.4pcts，独立炼厂占比提高 5.8pcts 至 7.7%。

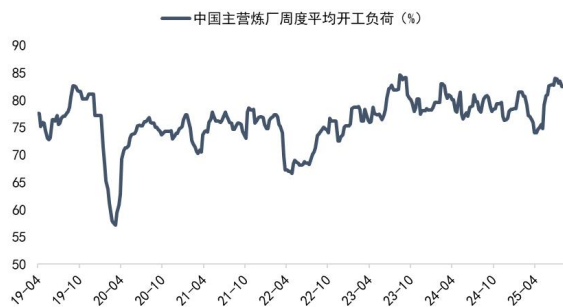
图9：我国原油一次原料加工装置年限占比



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

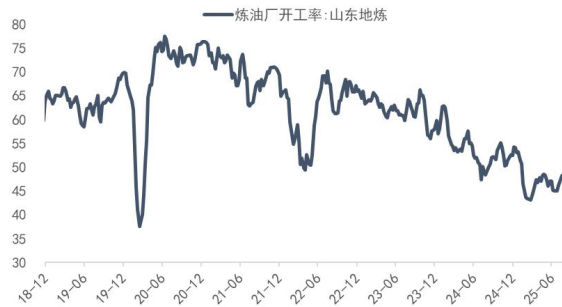
我国地炼开工率不足 50%，汽柴油需求已达峰。2025 年 8 月，中国主营炼厂平均开工负荷为 82.9%，较上月降低 0.5 个百分点；山东地炼装置平均开工负荷为 48.3%，较上月提高 0.8 个百分点。截至 8 月 28 日，主营炼厂开工率为 82.5%，较上周持平，较上月降低 1.3 个百分点；山东地炼开工率为 49.6%，较上周提升 0.5 个百分点，较上月提高 1.4 个百分点。

图10：中国主营炼厂周度平均开工负荷（%）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

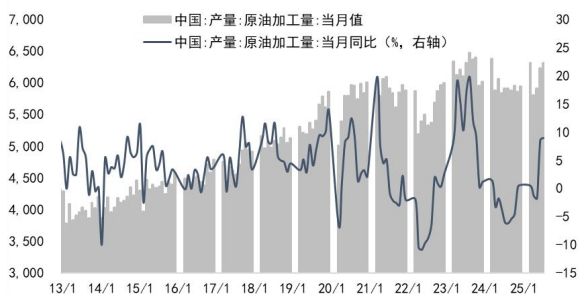
图11：山东地炼装置开工负荷（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

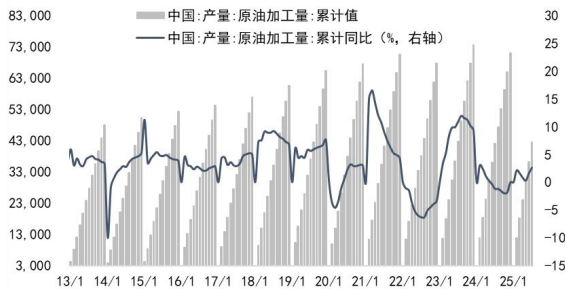
2025 年 1-7 月，中国原油累计加工量为 4.25 亿吨，累计同比增长 2.6%，其中 7 月份加工量为 6306.4 万吨，同比提高 8.9%，环比提高 1.3%。

图12: 中国月度原油加工量（万吨）及当月同比



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图13: 中国原油累计加工量（万吨）及累计同比



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

根据国家统计局数据，2025年1-7月，中国汽油累计产量为893.2万吨，累计同比降低7.7%；柴油累计产量为11249.3万吨，累计同比降低5.8%；煤油累计产量为3375.6万吨，累计同比增长0.1%。

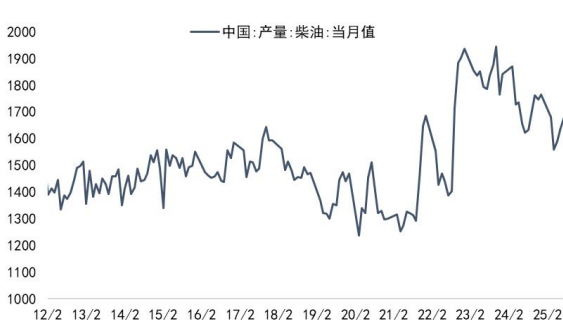
2025年6月，中国汽油产量为1323.9万吨，同比降低5.0%，环比增长5.8%；柴油产量为1673.4万吨，同比增长3.3%，环比增长2.4%；煤油产量为561.8万吨，同比增长15.2%，环比增长10.3%。

图14: 中国汽油产量（万吨）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图15: 中国柴油产量（万吨）

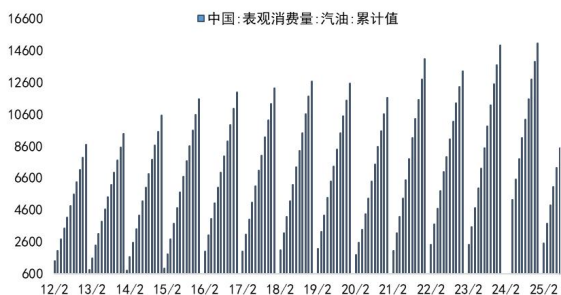


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

根据国家统计局数据，2025年1-7月，中国汽油累计表观消费量为8457.9万吨，累计同比降低7.1%；2025年1-7月，柴油累计表观消费量为10901.7万吨，累计同比降低4.0%。

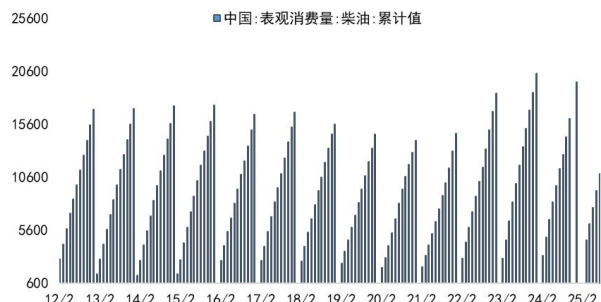
产能整体过剩的行业背景，叠加“反内卷”政策信号明确有力的推动，预计炼油炼化行业供给侧将得到有力优化。

图16: 中国汽油表观消费量（万吨）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图17: 中国柴油表观消费量（万吨）



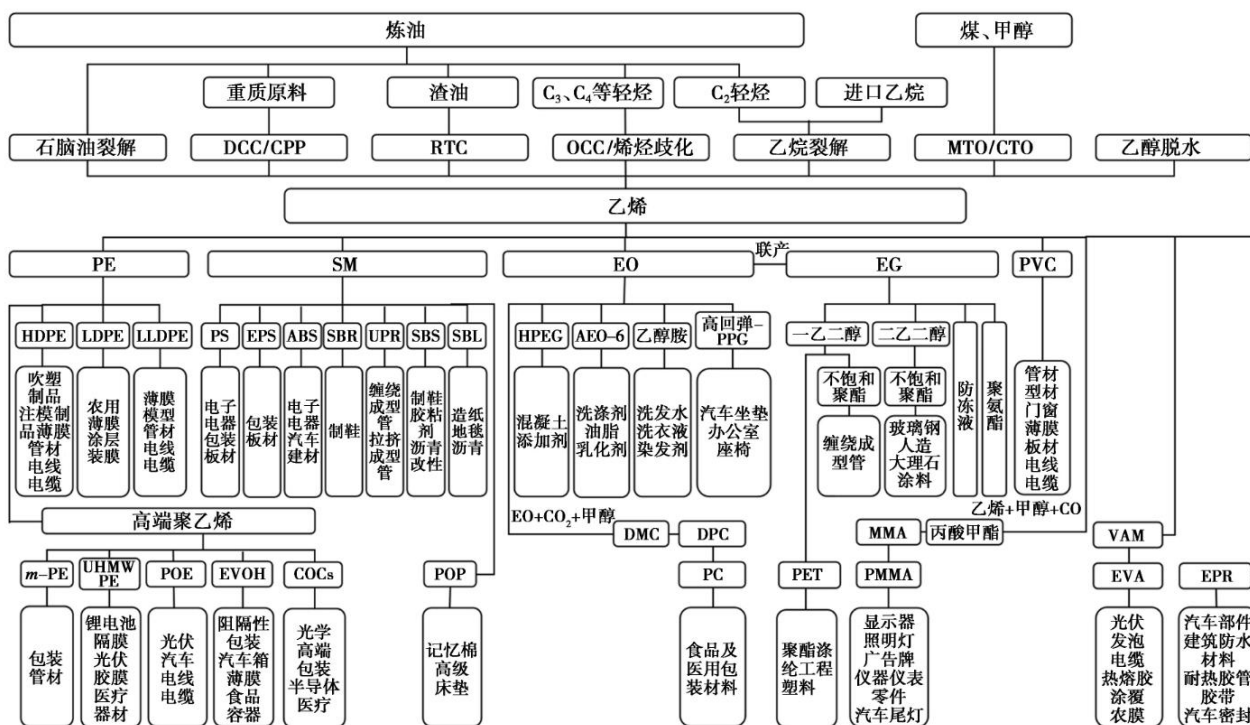
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

炼油炼化投资建议：我们认为随着美国再次进入降息周期，宏观经济有望不断修复，石油需求温和复苏，支撑油价中枢。炼化方面，产能整体过剩的行业背景，叠加“反内卷”政策信号明确有力的推动，预计炼油炼化行业供给侧将得到有力优化。我们重点推荐【**中国石油**】。

3.2 乙烯：供需结构性转型，周期拐点或将显现

乙烯作为重要基础化工原料，衍生物产品种类众多，广泛应用于包装、农业、建筑、纺织、电子电器、汽车等领域。乙烯产业链的上游原料主要包括石脑油、乙烷、煤炭和甲醇等。其中，石脑油是最主要的原料，通过原油加工获得；乙烷主要来自天然气开采副产，在北美和中东资源丰富；煤炭则通过转化为甲醇后进一步生产乙烯，适合煤炭资源富集地区。生产工艺方面，主要有三种主流路线：石脑油蒸汽裂解是传统工艺，通过高温裂解生产乙烯及多种副产品；乙烷裂解工艺具有乙烯收率高、副产品少的特点，北美页岩气革命推动了该工艺的快速发展；煤/甲醇制烯烃工艺则以煤炭或甲醇为原料，通过催化转化生产烯烃。下游消费方面，乙烯经过加工形成多种衍生产品，其中聚乙烯占比最大，此外还包括环氧乙烷、乙二醇、苯乙烯等众多产品。这些产品进一步加工后用于制造塑料、合成纤维、橡胶等材料，满足各行各业的需求。

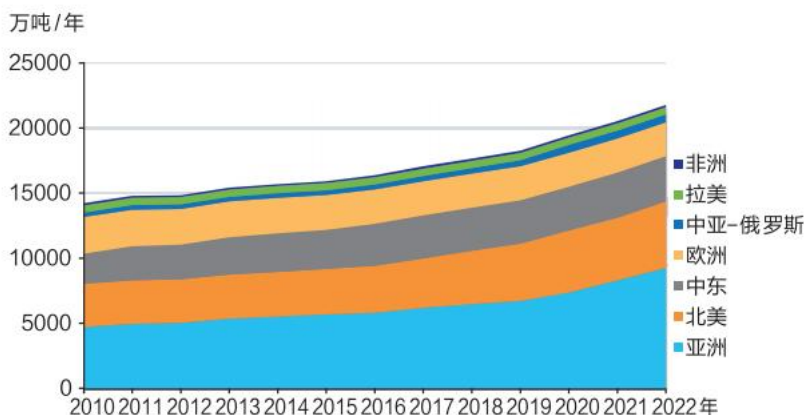
图18：乙烯产业链



资料来源：董雁春，我国乙烯产业链发展现状及对策建议，现代化工，2025，45（1）：1-6，国信证券经济研究所整理

2022 年，中国超越美国成为全球最大乙烯生产国。截至 2022 年，全球乙烯总产能达 2.18 亿吨/年，较 2010 年增长超 50%，其中中国贡献核心增量——2022 年中国乙烯产能 4933 万吨/年，占全球 22.7%，美国以 4330 万吨/年位居第二，中东、欧洲产能分别维持在 3500 万吨、2446 万吨左右。从区域分布看，亚洲占比从 2010 年 33%升至 2022 年 42%，北美维持 23%，欧洲从 20%降至 12%，全球产业重心加速东移，中国在亚洲产能占比已超 50%。未来增量方面，2023-2030 年全球新增乙烯产能约 7249.5 万吨，中国占比 58%，2030 年中国产能预计达 8387 万吨/年，北美第二波扩能（470 万吨）与中东集中于 2025 年后的新增产能规模有限，欧洲因高成本仅维持存量优化。

图19: 2010–2022 年全球乙烯产能变化

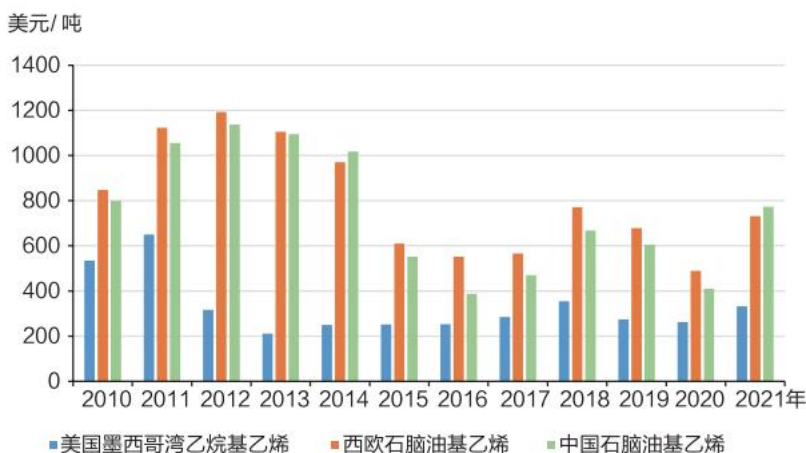


资料来源：中国石油集团经济技术研究院，伍德麦肯兹，国信证券经济研究所整理

轻质化趋势显著，区域差异决定工艺路径

全球乙烯原料呈现轻质化与多元化趋势，乙烷等轻烃占比持续提升，石脑油主导地位弱化。2010–2022 年，石脑油在全球乙烯原料中的占比从 62.8%降至 47.6%，乙烷占比从 17.3%升至 21.4%，煤/甲醇制烯烃占比从 0.1%提升至 8.4%，液化石油气（LPG）占比从 13.8%升至 16.8%。区域原料差异显著，北美与中东依托资源禀赋以乙烷为主，其中北美乙烷占比 80%以上，中东乙烷定价受控；欧洲因能源危机加速原料转型，部分装置改用美国进口乙烷；亚洲（尤其是中国）受资源限制仍以石脑油为主，占比 68.36%，同时补充煤/甲醇制烯烃（14.53%）与轻烃裂解（17.10%）。从经济性看，乙烷裂解乙烯收率达 77.73%，石脑油工艺收率 33.62%，乙烷裂解单位成本较石脑油路线低 2000–2500 元/吨，是资源地企业的核心竞争优势。

图20: 2010–2021 年欧美及中国乙烯原料成本对比



资料来源：中国石油集团经济技术研究院，伍德麦肯兹，国信证券经济研究所整理

表2: 三种工艺主要产物产率及相应技术指标

技术指标	石脑油蒸汽裂解	乙烷蒸汽裂解	煤/甲醇制烯烃
氢气产率, %	1.56	8.82	<1.00
甲烷产率, %	17.2	6.27	2.04
乙烯产率, %	33.62	77.73	42.1
丙烯产率, %	15.53	2.76	37.93
其他产物产率, %	32.09	4.42	17.93
乙烯/甲烷产率比	1.95	12.4	20.64
CO ₂ 排放量 (t/t)	1.33	0.8	5.8
原料消耗量 (t/t)	3	1.3	4.1

资料来源: 许友好等, 低碳烯烃生产技术现状与创新及其竞争力分析, 石油石化, 2024, 32 (4): 1-9, 国信证券经济研究所整理

全球乙烯需求稳步增长但区域分化明显, 贸易格局向资源地与消费地双向流动倾斜。2010-2023 年, 全球乙烯需求量年均增长 3.3%, 2023 年达 1.96 亿吨, 其中亚洲贡献主要增量 (占比 45%), 北美 (18%)、欧洲 (13%) 需求增速放缓。分产品看, 聚乙烯 (占比 62%)、乙二醇 (15%) 是核心消费领域, POE (聚烯烃弹性体)、光伏级 EVA 等新兴领域增速超 5%。供需匹配上, 2022-2026 年全球产能增量年均超 1000 万吨, 快于需求增量, 行业开工率维持八成左右; 2026 年后需求增速有望反超, 2030 年需求量预计达 2.48 亿吨。贸易方面, 美国自 2020 年起超越中东成为最大乙烯出口国, 2023 年出口终端扩能后年出口量超 200 万吨; 中东依托乙烷优势维持净出口, 2023 年 2851.4 万吨消费量中出口 38.1 万吨; 欧洲从 2016 年净出口转回 2021 年净进口, 中国仍是全球最大净进口国, 2023 年进口乙烯单体 213 万吨, 衍生物净进口 1987 万吨, 进口来源以韩国、日本、美国为主。

欧洲优化产能, 北美放缓扩能, 中东稳定出口

欧洲乙烯产业受高成本与需求低迷双重冲击, 产能优化与原料转型并行。2023 年欧洲乙烯装置平均利润 112.96 美元/吨, 仅为过去 5 年均值的 1/3, 2022 年 8 月石脑油裂解利润转负, 埃克森美孚、沙特基础工业公司 (SABIC) 关闭法国、荷兰合计近百万吨产能, 行业开工率降至 70%-75%。为应对危机, 欧洲一方面推进产能整合, 另一方面转向低成本原料, 英力士英国、挪威工厂改用美国乙烷, 部分装置使用 LPG 替代石脑油, 以降低用能成本。

受能源成本高企、政策限制收紧、市场竞争加剧等因素影响, 近期欧洲与韩国乙烯产业正经历密集的装置退出潮。欧洲自 2024 年 4 月埃克森美孚关闭法国 42.5 万吨/年乙烯装置起, 掀起化工史上最密集关停潮, 截至 2025 年 8 月, SABIC、陶氏、道达尔能源等 21 家跨国集团已关闭或计划退出超 40 套大型装置, 预计到 2027 年底将永久失去 460 万吨乙烯产能, 其背后是能源成本占运营支出高达 40%、碳税压力陡增及终端需求疲软导致的长期亏损, 如陶氏德国莱茵兰基地和荷兰莫尔迪克装置因“碳税与天然气溢价削弱竞争力”而退出。韩国则启动产业重组, 十家头部企业同意削减 25% 石脑油裂解产能, 涉及乙烯退出量 100-150 万吨/年, 虽占亚洲总产能比例较低且将被中国新增产能快速填补, 但反映出应对国际竞争和产能过剩的主动调整意图。两地装置集中退出不仅重塑区域供需结构, 更加速全球乙烯产能向亚太低成本地区转移。

北美乙烯扩能进入阶段性放缓, 乙烷成本优势长期存在但出口份额或受挤压。北美第一波乙烷制乙烯扩能 (2016-2020 年) 新增 1200 万吨产能, 第二波扩能 (470 万吨) 于 2023 年前完成, 未来扩能暂停至 2028 年后。北美乙烷价格长期低于国际石脑油, 乙烯现金成本约 3900-6000 元/吨, 较亚洲石脑油路线低 400 美元/吨,

但随着全球轻烃资源竞争加剧，其原料优势逐渐收窄，2030年后出口份额或被中东、中国低成本产能挤压。

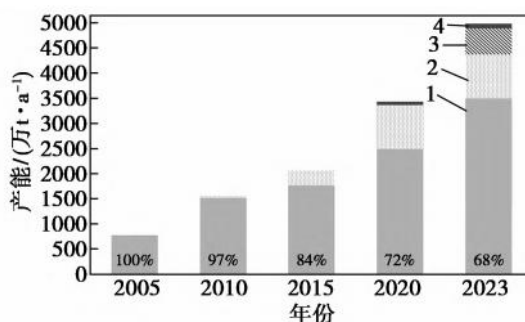
中东乙烯产能保持稳定，乙烷定价优势支撑其出口竞争力。中东乙烯产能以沙特为主，2016年后维持在3500万吨左右，依托政府管控的低价乙烷，成本仅2-3美元/百万英热单位，乙烯生产成本全球最低。2023年中东乙烯净出口量达5511万吨，主要流向欧洲与东南亚，未来新增产能集中于炼化一体化项目，2025年后净出口或增至5770万吨，持续保持全球重要出口枢纽地位。

中国乙烯市场分析

中国乙烯产能持续扩张，增量主导全球新增产能。2023年中国乙烯产能达5112万吨/年，占全球22.7%，产量4681万吨，占全球25.3%，较2020年分别增长47.5%、47.3%；2025年产能预计达6338万吨，2030年将超8000万吨，2024-2030年复合年均增长率7.6%。产能结构上，民营炼化与一体化项目贡献主要增量。2023年民营炼化（浙江石化、恒力石化等）乙烯产能占比超30%，中国石化、中国石油等主营企业占比降至47%；炼化一体化项目以山东裕龙石化2000万吨/年炼油配套300万吨/年乙烯为例，化工轻油收率达40%以上，拉高行业整体效率；2023年全国化工轻油平均收率17.3%，较2020年提升1.2个百分点。

中国乙烯原料以石脑油为主，煤/甲醇制烯烃与轻烃裂解工艺互补，原料轻质化进程加速。2023年中国乙烯原料结构中，石脑油裂解产能3537万吨/年（占比68.36%），煤/甲醇制烯烃（CTO/MTO）产能752万吨/年（占14.53%），轻烃裂解（乙烷、LPG）产能885万吨/年（占17.10%），形成以石油基为主、煤基为辅、轻烃补充的格局。原料轻质化方面，2021年中石油塔里木、长庆乙烷裂解项目投产，2023年新浦化学65万吨/年乙烷裂解装置运行，2025年国内乙烷裂解产能预计超1000万吨；同时，原油直接制烯烃技术实现突破，中国石化2021年完成全球首次原油催化裂解工业化应用，低碳烯烃收率超50%，较传统石脑油路线缩短流程30%。

图21：我国乙烯产能工艺分布



1—石脑油裂解；2—CTO/MTO；3—乙烷裂解；4—混合轻烃裂解

资料来源：董雁春，我国乙烯产业链发展现状及对策建议，现代化工，2025，45（1）：1-6，国信证券经济研究所整理

中国乙烯存在总量缺口但结构性矛盾突出，大宗产品过剩与高端产品依赖进口并存。2023 年中国乙烯表观消费量 4878 万吨，当量消费量 6865 万吨（含衍生物净进口折算），自给率仅 68.2%，仍需进口大量高端产品；但大宗通用产品已现过剩，2023 年聚乙烯（PE）产能 2981 万吨，表观消费量 3698 万吨，自给率 68.5%，其中低密度聚乙烯（LDPE）自给率仅 52.9%，而 PVC、苯乙烯等产品产能消费比超 130%，同质化竞争激烈。高端产品方面，2023 年 POE 消费量 84.8 万吨几乎全进口，茂金属聚乙烯对外依存度超 90%，光伏级 EVA 进口依存度 42%，高端聚烯烃整体自给率仅 56.7%，结构性短缺成为行业核心痛点。

表3: 国内乙烯产业链主要产品消费满足率情况

分类	产能（万吨/年）	消费量（万吨）	产能消费满足率（%）	（产能+净进口）/消费量（%）
EPS	667	340.36	196	188
EO	863.3	499.2	173	173
PS	621	444.01	140	150
EG	2809.1	2366.99	119	148
PVC	3031	2096	145	135
SBR	185.5	148.68	125	138
SM	2129.2	1600.1	133	136
ABS	770.5	680	113	127
乙烯	5174	4716	110	114
HDPE	1277	1773.1	72	99
LDPE	441.5	599.4	74	121
LLDPE	459	1688.1	27	57
EVA	245	336.67	73	108

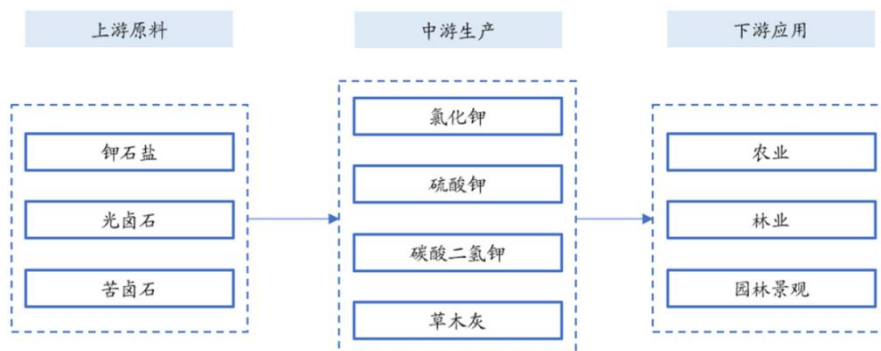
资料来源：董雁春，我国乙烯产业链发展现状及对策建议，现代化工，2025，45（1）：1-6，国信证券经济研究所整理

乙烯投资建议：当前全球乙烯行业供给端迎来结构性调整，欧洲受能源成本高企与盈利压力影响持续退出产能，韩国头部石化企业启动产业重组削减石脑油裂解产能，海外产能集中出清推动全球供给收缩预期升温。国内乙烯需求缺口持续存在，行业高成本产能开工承压，具备乙烷裂解、煤制烯烃等低成本工艺的龙头企业竞争优势凸显，重点推荐煤制烯烃领军企业【**宝丰能源**】与乙烷裂解龙头【**卫星化学**】。

3.3 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22：钾肥产业链



资料来源：亚钾国际公司公告，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4：全球主要国家钾盐产量及储量（折纯 K2O，万吨）

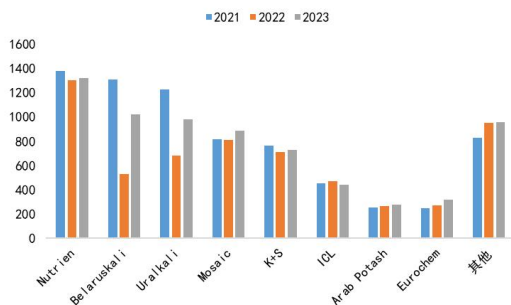
	2019	2020	2021	2022	2023	可开采储量	K2O 当量
美国	51	46	48	43	40	97,000	22,000
白俄罗斯	735	740	763	400	380	330,000	75,000
巴西	25	25	27	20	20	1,000	230
加拿大	1,230	1,380	1,420	1,460	1,300	450,000	110,000
智利	84	90	85.8	60	60		10,000
中国	500	600	600	600	600		18,000
德国	300	220	280	270	260		15,000
以色列	204	228	238	245	240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

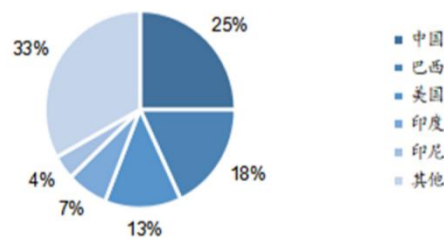
钾肥的主要消费国有中国、巴西、美国和印度等，其中中国钾肥消费量占比约 25%。根据 IFA 的预测，钾肥需求从 2020 年至 2024 年仍将保持年均 3.3% 的增长，预计 2023 年全球钾肥消费量将回升 4%。而亚洲地区作为新兴经济体的经济增速快于主要欧美国家，其钾肥需求增速也超过全球平均水平，根据 Argus 的统计，东南亚、东亚及南亚地区氯化钾需求合计 3000 万吨，过去 10 年亚洲地区钾肥需求复合增速为 4.35%，随着该地区经济快速发展带来的消费升级以及人口增加，即使在现有高价格的基础上，未来亚洲地区钾肥需求增速仍有望继续保持在 4%-5%。

图23：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

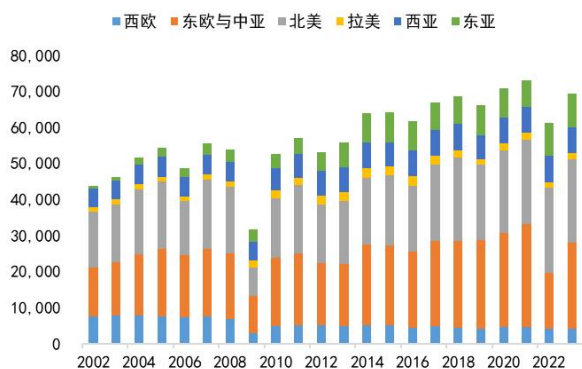
图24：全球钾肥主要消费国家



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25：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26：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 8 月底,国内氯化钾港口库存为 163 万吨,较去年同期减少 151 万吨,降幅为 48.14%。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27: 钾肥产能、产量及表观消费量



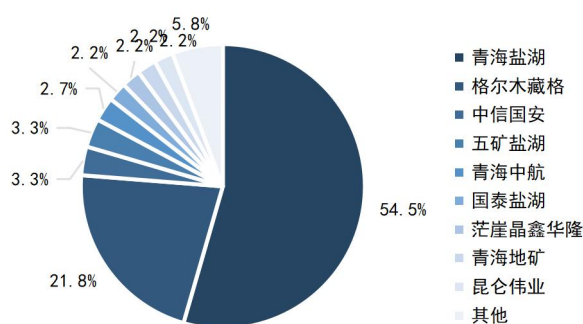
资料来源: Wind, 卓创资讯, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图28: 钾肥进口量及出口量



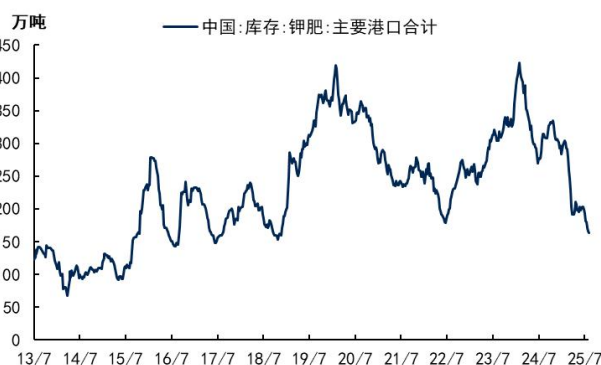
资料来源: Wind, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图29: 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30: 钾肥港口库存（万吨）

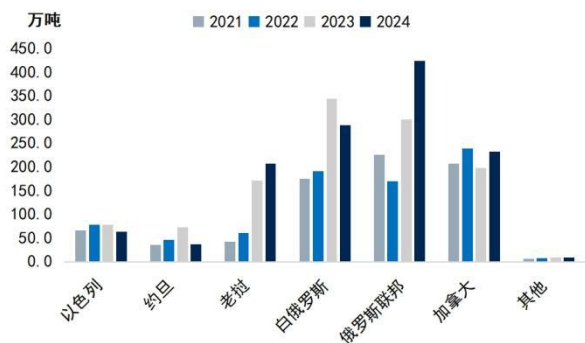


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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%。

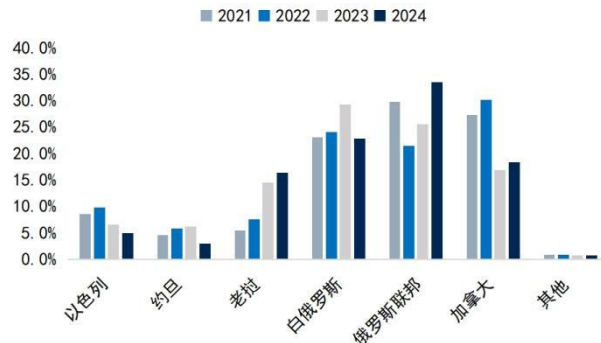
由于中欧班列运费成本较高,来自白俄罗斯的进口占比有所降低。老挝由于中资企业扩产投放,未来是海外进口的核心增量之一。

图31：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32：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，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%。**2025年二季度**，4月国产60%钾到站3050-3100元/吨，进口62%白钾3150-3200元/吨。5月盐湖60%钾现汇出厂2600元/吨，国产60%钾到站3000元/吨，进口62%白钾窄幅整理于3180-3250元/吨。6月末受供应收紧预期驱动，国产60%钾到站跳涨至3050-3100元/吨，进口62%白晶报3350元/吨。

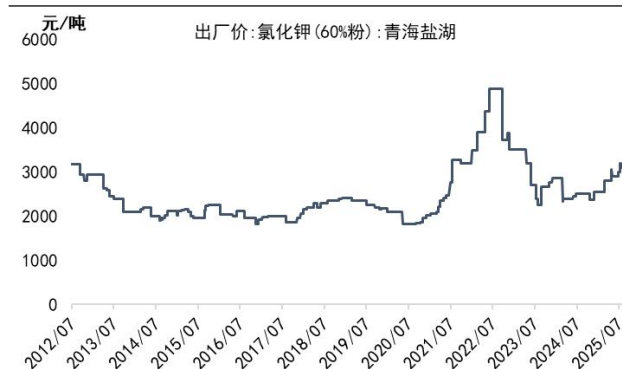
8月，国内氯化钾市场在供需紧平衡中震荡偏强，8月底百川盈孚氯化钾市场均价为3284元/吨，环比上月涨幅1.67%，同比去年涨幅35.87%。供应端持续紧俏是支撑市场的核心因素，国产钾维持减量生产且货源主供直发，进口钾到港量有限且港存持续处于低位，市场现货流通资源偏紧，贸易商挺价心态浓厚。需求端下游复合肥厂及加工企业仅维持刚性小单补仓，实际成交多偏向低价区间，放量有限。政策面“保供稳价”持续发力，低价直供货源有效抑制市场价格上行空间。月末，中俄9月边境钾肥合同签订，价格环比上涨5美元/吨，为市场带来小幅成本支撑。

图33: 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34: 青海盐湖氯化钾（60%粉）出厂价（元/吨）



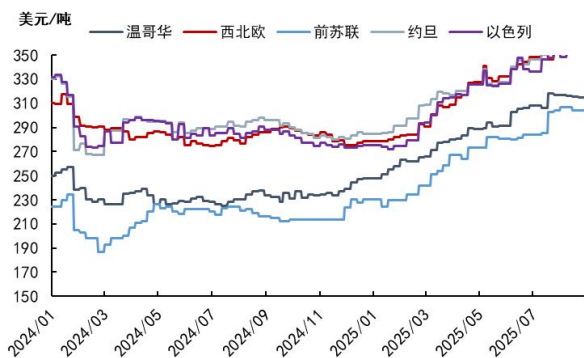
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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。

国际市场：8月亚洲市场采购热情持续。印尼24.6万吨标钾标购定标于383美元/吨cfr，孟加拉25万吨标钾标购最低报价385美元/吨，支撑市场价格底部；中俄8月交货价至343美元/吨，9月交货价续涨至348美元/吨。地缘风险升级，胡塞武装袭击致曼德海峡通行风险陡增，供应商挺价心态强；Canpotex对华签订限量长协（346美元/吨cfr）。巴西市场因需求淡季颗粒钾跌至360-365美元/

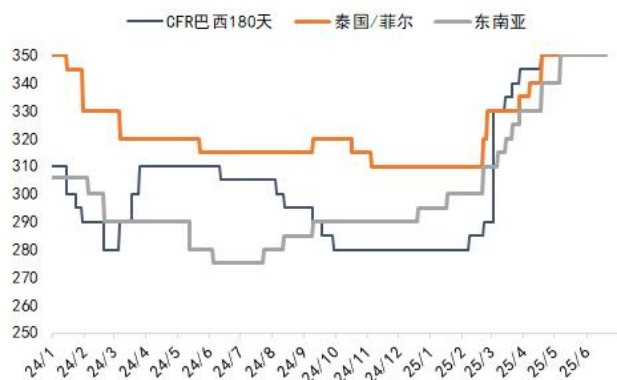
吨，西方市场仍处季节性淡季。印度库存显著消耗同比降 22%，采购需求即将释放。供应端，盐湖股份终止海外钾矿收购，必和必拓 Jansen 二期投产推迟至 2031 年。市场短期观望浓厚，静待北半球需求启动指引方向。

图35: 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36: 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

钾肥投资建议：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。

3.4 氟化工：含氟制冷剂涨价，氟化液在液冷领域大有可为

制冷剂价格走势：

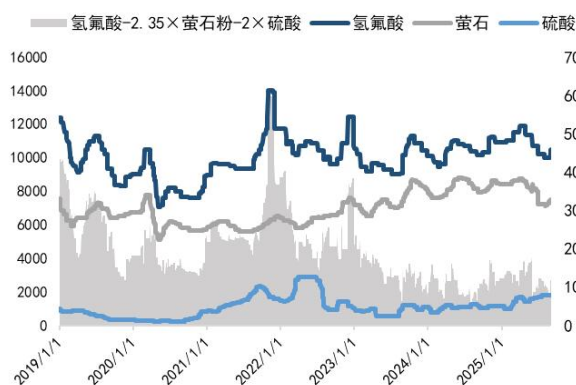
2025 年，受供给端配额政策强约束持续，主流制冷剂产品价格逐步统一，并迎来持续上涨。二季度受夏季高温天气驱动，制冷剂消费进入传动旺季，在低库存背景下交易活跃度逐步提升。展望三季度，制冷剂市场零售层面陆续上行，海外出口环比持续转暖，助推国内市场惜售心态行业协同，HFCs 的“刚需消费”的功能性制剂属性和全球“特许经营”商业模式的“基因”正逐步形成。东南亚新家电生产基地陆续投产催动从中国进口制冷剂需求。

根据卓创资讯预计主流制冷剂产品未来价格稳定增长。R32 方面，随着年度配额的持续消化，各家年度内可售货源有限，存明显的挺价惜售心态，供应端对价格利好支撑较强，新单价格或仍有进一步上涨的可能。预计 9-11 月均价分别在 6.2 万元/吨、6.3 万元/吨、6.4 万元/吨。R134a 方面，随着年度配额的持续消化，卖方挺价心态或持续增强，四季度出口需求的逐步增量同时气雾罐等长协订单陆续进入商谈阶段，基本面利好支撑仍偏强，市场或仍有进一步冲高预期。卓创资讯预计未来三个月，国内制冷剂 R134a 市场价格或延续稳中上行，预计 9-11 月均价或在 5.2 万元/吨、5.3 万元/吨、5.4 万元/吨。

据氟务在线，截至 2025 年 8 月 29 日，R32 在内外多重因素作用下表现强势，市场货源紧张加剧企业惜售心态，目前主流成交价位于 5.9-6.0 万元/吨，预计价格持续向高位靠拢，四季度长协订单有望站稳当前流通市场价格。R22 在“打非”政策影响下，企业坚决挺价护市，当前报价区间为 3.95-4.05 万元/吨，市场流通以小钢瓶货源为主。R134a 内贸配额持续消耗，价格稳定在 5-5.1 万元/吨出口后继续集中增加带动市场上行。R410a 受 R32 高价带动跟涨至 5-5.1 万元/吨。R125 因下游需求疲软，企业控量以维稳价格；而 R227ea 因配额集中、需求旺盛，企业控货惜售，部分企业配额消耗较快，市场货源紧张，价格维持在 7.5-7.7 万元/吨。总体来看，作为反内卷最先突围的 HFCs 制冷剂产品依旧维持趋势性节奏。

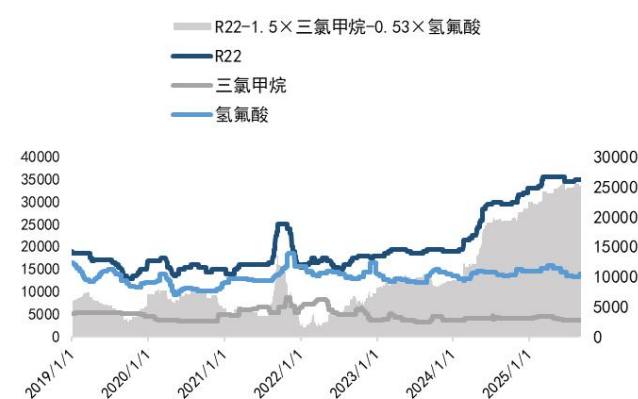
总结来看，内贸价格方面，根据百川盈孚、卓创咨询，本月 R22 报价提升至 40500 元/吨，较上月+500 元/吨；R134a 报价提升至 51000 元/吨，较上月+1000 元/吨；R125 维持报价 46000 元/吨；R32 报价提升至 61000 元/吨，较上月+5000 元/吨；R410a 报价提升至 51000 元/吨，较上月+1000 元/吨；R152a 维持报价 30500 元/吨；R142b 维持报价 30000 元/吨；R143a 维持报价 46000 元/吨。

图37：萤石-氢氟酸价格与原材料价差走势



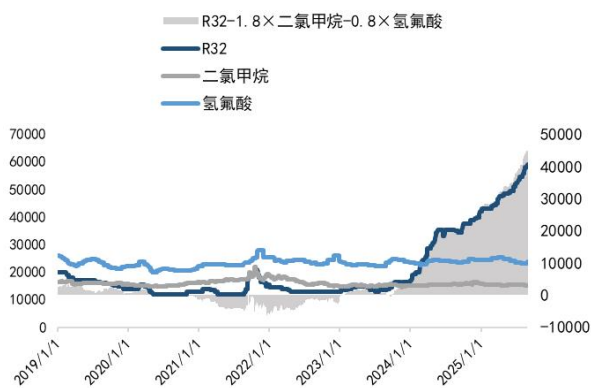
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图38：二代制冷剂 R22 价格与原材料价差走势



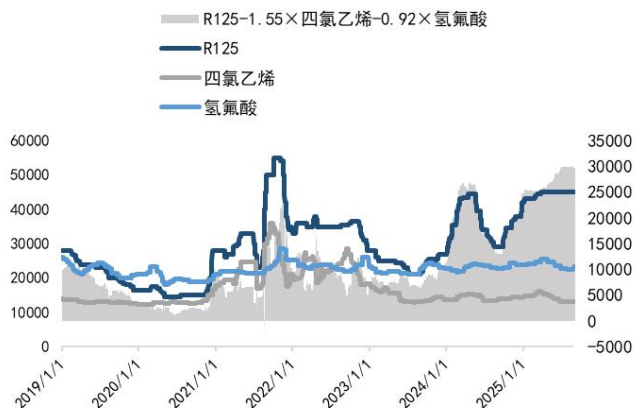
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图39: 三代制冷剂 R32 价格与原材料价差走势



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图40: 三代制冷剂 R125 价格与原材料价差走势



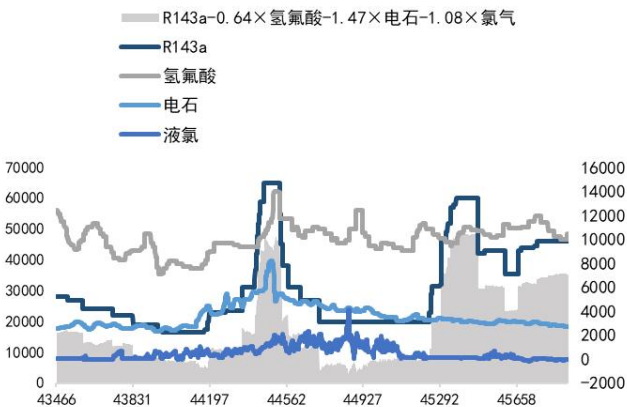
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图41: 三代制冷剂 R134a 价格与原材料价差走势



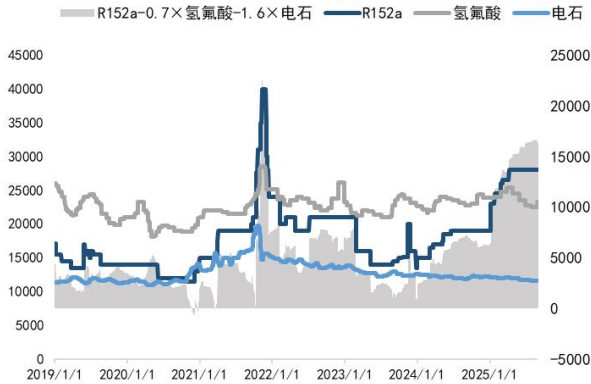
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图42: 三代制冷剂 R143a 价格与原材料价差走势



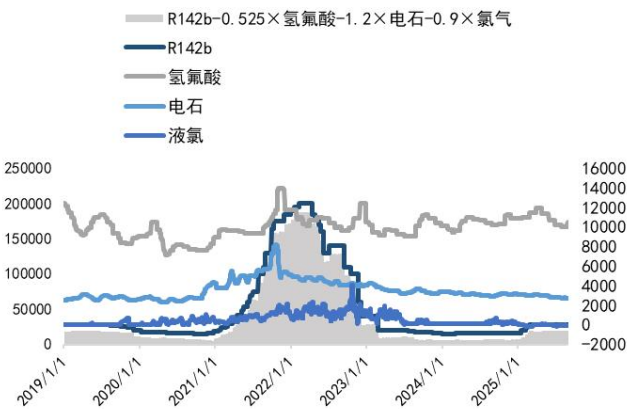
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图43: 三代制冷剂 R152a 价格与原材料价差走势



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图44: 二代制冷剂 R142b 价格与原材料价差走势



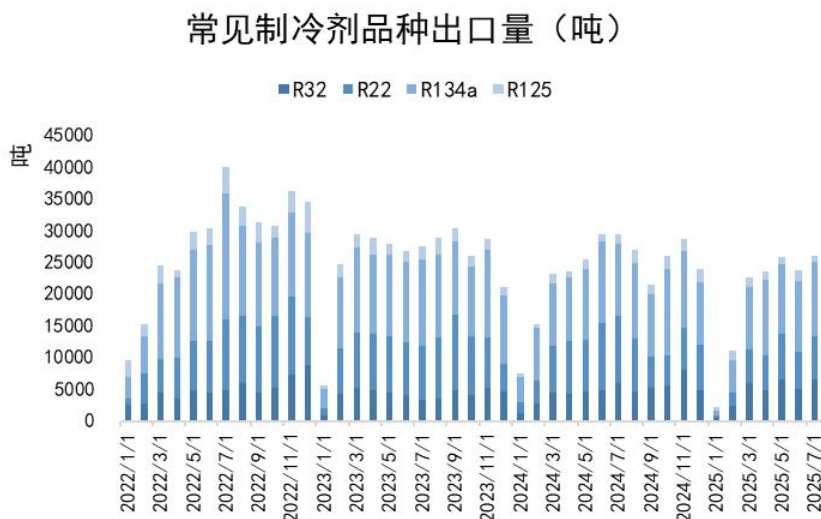
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

制冷剂出口数据跟踪

2025 年 1-7 月，R22 出口 3.28 万吨，同比下降 34.0%；R32 出口 3.21 万吨，同比增长 13.0%；R125/143 系列出口 0.85 万吨，同比增长 18.9%；R134a 出口 6.13 万吨，同比下降 9.0%。从出口数据来看，制冷剂海外需求持续增长以 R32 为主。从 7 月数据来看：R22 同比下降 36.4%，R32 同比增长 10.9%，R134a 同比增长 3.3%，R125/143 系列同比下滑 36.3%，7 月出口量环比升温。

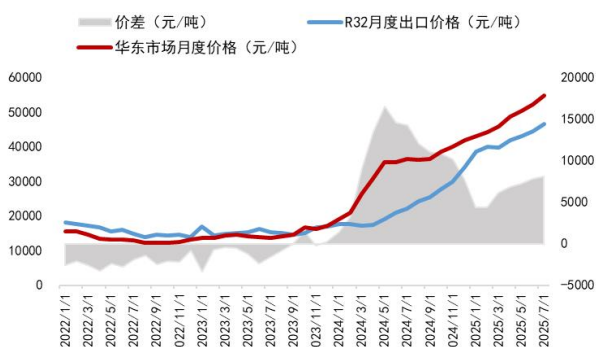
出口价格方面，截至 2025 年 7 月出口均价，R22、R32、R134a 等产品外贸价格受海关出关、船运周期等因素影响，与内贸月度价格仍然倒挂，但企业端内外贸报价已协同一致。具体来看，2025 年 7 月 R32 出口均价为 46576 元/吨，R22 出口均价为 26480 元/吨，R134a 出口均价为 44598 元/吨，R125/R143 系列出口均价为 31665 元/吨。

图45: 2022-2025 年各主要制冷剂出口量趋势



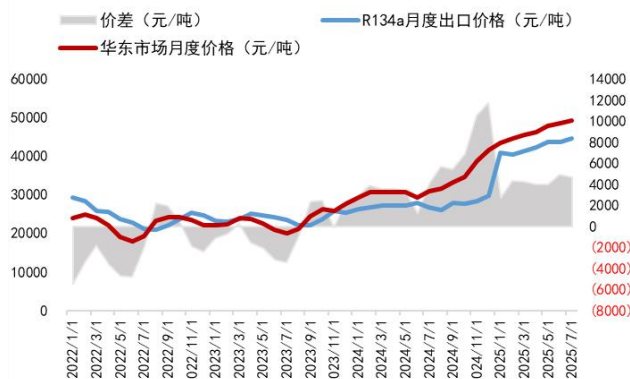
资料来源：海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图46: R32 内外贸价格与价差跟踪



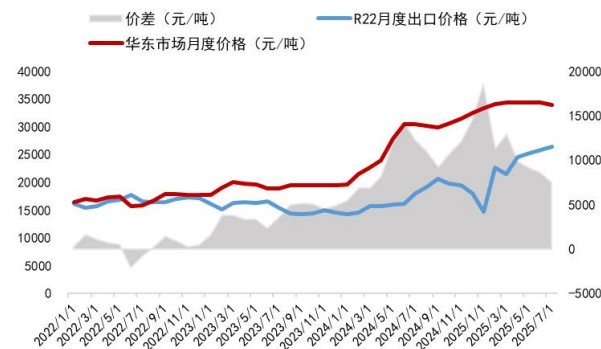
资料来源：海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图47: R134a 内外贸价格与价差跟踪



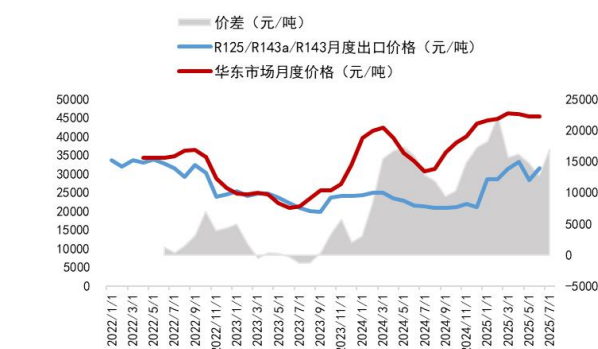
资料来源：海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图48: R22 内外贸价格与价差跟踪



资料来源：海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图49: R125/R143a/R143 内外贸价格与价差跟踪



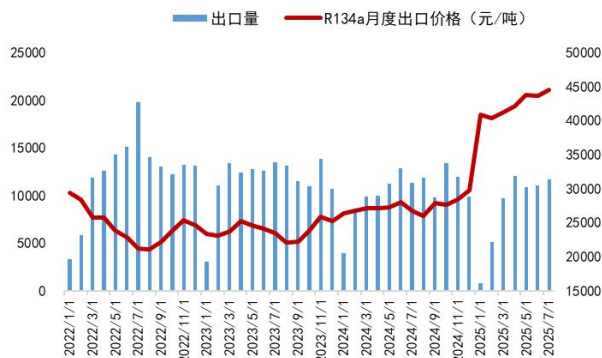
资料来源：海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图50: 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51: R134a 出口量及出口单价跟踪



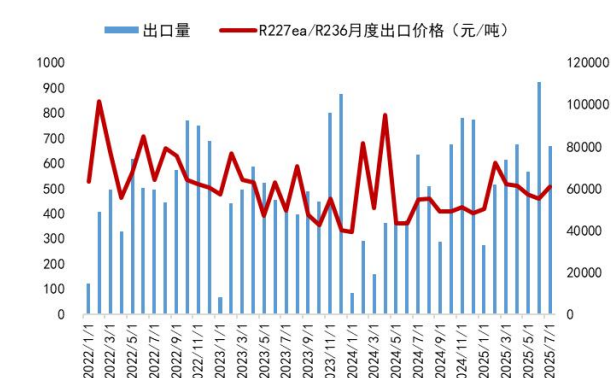
资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图52: R125/R143a/R143 出口量及出口单价跟踪



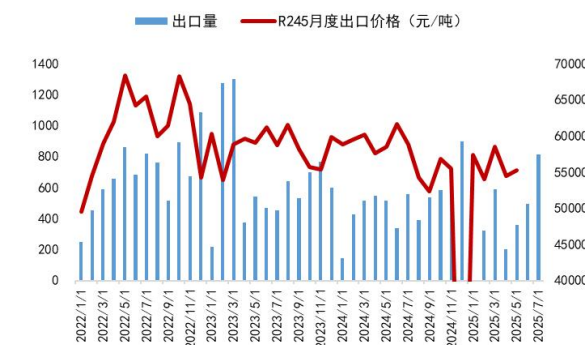
资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图53: R227ea/R236fa/R236ea/R236cb 出口量及出口单价跟踪



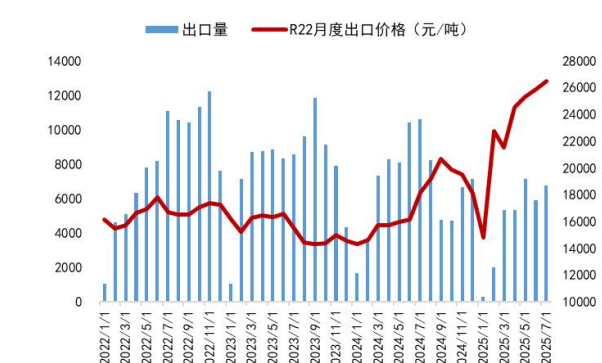
资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图54: R245fa/R245ca 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

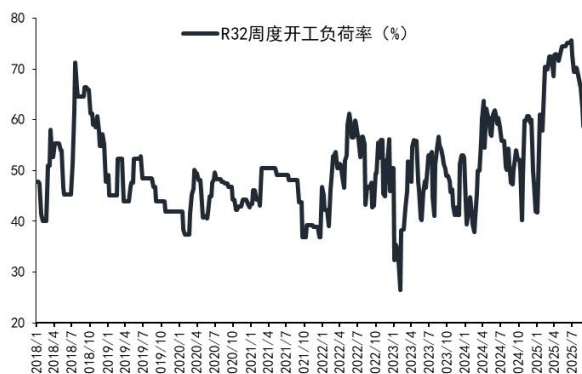
图55: R22 出口量及出口单价跟踪



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

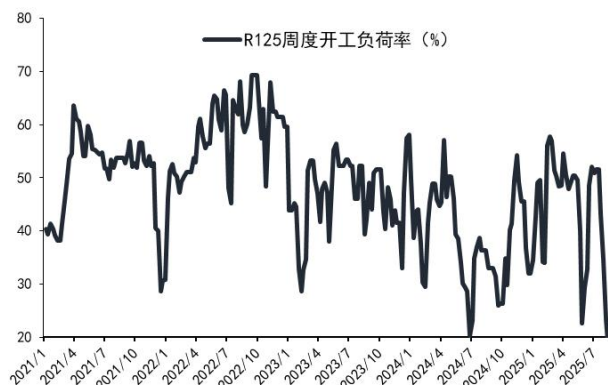
主要制冷剂开工率及产量数据跟踪

图56: 我国 R32 周度开工负荷率变化



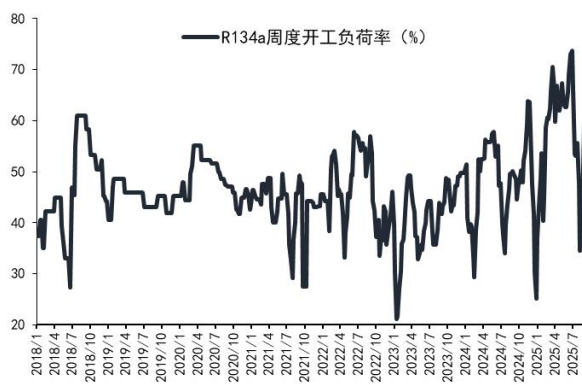
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图57: 我国 R125 周度开工负荷率变化



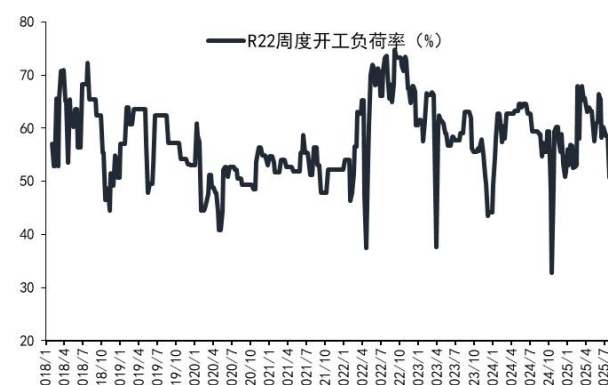
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图58: 我国 R134a 周度开工负荷率变化



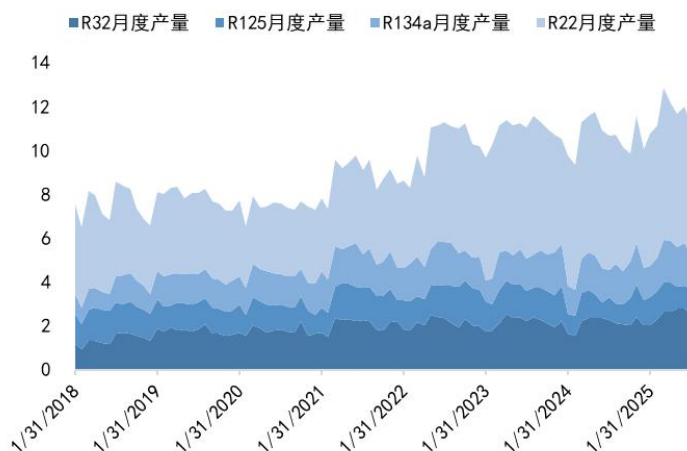
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图59: 我国 R22 周度开工负荷率变化



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图60: 我国主要制冷剂产品月度产量跟踪（万吨）

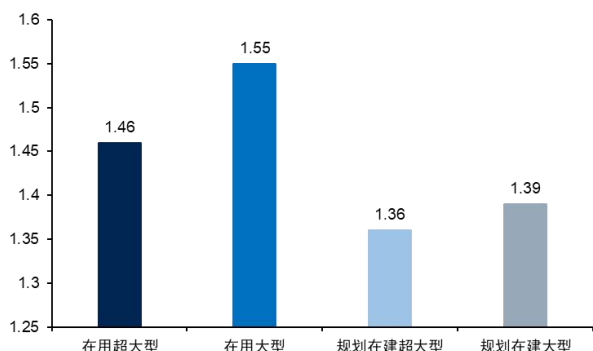


资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

液冷带动氟化液与制冷剂需求提升

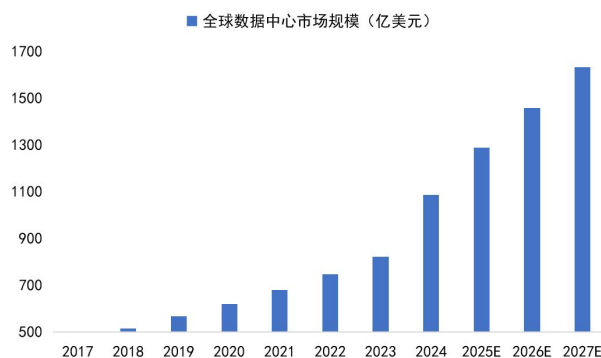
数据中心高效冷却技术的发展迫在眉睫。数据中心产业快速发展的同时，也带来了能耗大幅增长的问题。据《中国数据中心能耗现状白皮书》，2015 年全国大数据中心的耗电量已达 1000 亿 kWh，相当于三峡电站全年的发电量；2018 年数值迅速爬升至 1609 亿 kWh，超过上海全年的社会用电量。根据 2020 年国家工信部公布的《全国数据中心应用发展指引（2020）》，全国在用超大型数据中心平均 PUE 达 1.46，大型数据中心平均 PUE 为 1.55；2021 年 7 月工信部公布《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023 年）》，到 2023 年底新建大型及以上数据中心 PUE 降低到 1.3 以下；2022 年 7 月国家发改委同意启动建设全国一体化算力网络国家枢纽节点的系列复函中指出，国家算力东、西部枢纽节点数据中心 PUE 分别控制在 1.25、1.2 以下；2023 年 4 月，财政部、生态环境部、工信部联合印发《绿色数据中心政府采购需求标准（试行）》中提出，2023 年 6 月起，数据中心电能比不高于 1.4，2025 年起数据中心电能比不高于 1.3。

图61：全国数据中心 PUE 情况



资料来源：工业和信息化部信息通信发展司，《全国数据中心应用发展指引 2020》，人民邮电出版社，2021 年 01 月，1-30、国信证券经济研究所整理

图62：全球数据中心市场规模（亿美元）

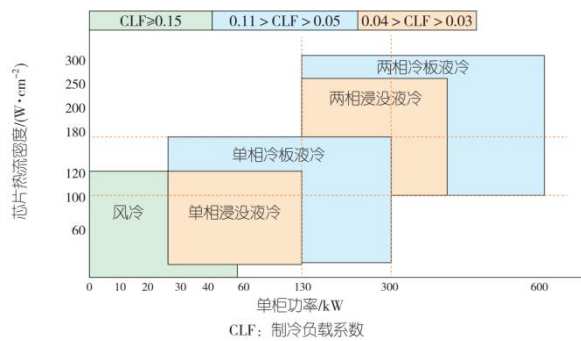


资料来源：中国信通院、科智咨询、中商产业研究院、国信证券经济研究所整理

风冷散热效率难以匹配，液冷方案成为数据中心散热更优选择。风冷散热效率逐渐难以匹配数据中心功率，绿色数算及芯片效率使液冷技术成为未来发展趋势。数据中心最初依赖风冷系统散热，随着数据中心的超大型化和高密度化发展，数据中心功率快速提升：当前 X86 平台中央处理器（CPU）最大功耗已达 400W，图形处理器（GPU）功率突破 700W，网络介质访问控制（MAC）芯片功率更达到 800W 量级。英伟达 DGXA100 服务器在训练 ChatGPT 模型时，单服务器功率突破 6.5kW，较传统服务器提升 16 倍，NVL72 单柜已经超过 120kW。这种功率的跃升直接导致芯片热流密度超过 120W/cm²，远超风冷散热极限。热力学模拟显示，当芯片结温超过 75℃时，其故障率将呈指数级增长，迫使散热技术必须实现从空气对流到液体传导的根本性转变。此外，风冷系统通常需要大量的风扇和空调设备，约占数据中心能耗的 43%，PUE 较高。2023 年三大运营商联合发布的《电信运营商液冷技术白皮书》明确要求，2025 年新建数据中心液冷应用比例需高于 50%，直接推动液冷技术从试点转向规模化部署。

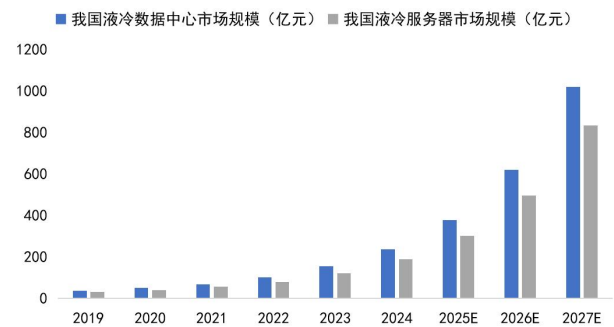
根据科智咨询，2027 年我国液冷数据中心市场规模或突破 1000 亿元，2019-2027 年复合增速高达 51.4%。

图63: 不同冷却技术的解热能力



资料来源: 万积清, 柯文, 徐世杰, 等. 相变浸没式液冷系统研究[J]. 中兴通讯技术, 2025, 31 (03): 62-67. 国信证券经济研究所整理

图64: 2019-2027E 中国液冷数据中心、液冷服务器市场规模 (亿元)



资料来源: 科智咨询、国信证券经济研究所整理

氟化工投资建议：制冷剂方面，2024年起中国三代制冷剂实行配额制，中国的三代制冷剂拥有全球80%以上的配额，形成了“全球供给侧结构性改革结果（过剩产能一次性去化，供给受配额限制）+全球特许经营权（配额许可）+配额集中度高（全球配额集中在中国、中国配额集中在行业头部企业）”特定商业模式。制冷剂价格脱离周期品定价，呈现超长景气周期价格上涨态势。**氟化液方面**，随着AI技术发展，服务器功率密度大幅提升，传统风冷散热方式已达瓶颈，液冷技术可有效降低数据中心PUE，其中浸没式及双相冷板式液冷成为未来趋势，带动上游氟化液及制冷剂需求快速增长，建议关注单相/双相浸没式/冷板式冷却液——氟化液（全氟聚醚、氢氟醚、六氟丙烯低聚体、全氟胺）在液冷领域的应用进展。我们看好看好制冷剂R32、R134a、R22品种涨价，也看好氟化液在液冷领域的渗透率提升，重点推荐氟化工行业上市公司【巨化股份】、【东岳集团】、【三美股份】。

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	33.88	1.02	1.98	2.86	19.7	17.1	11.8	2.5
601857.SH	中国石油	优于大市	8.72	0.90	0.91	0.94	9.9	9.6	9.3	1.0
600989.SH	宝丰能源	优于大市	17.35	0.86	1.64	1.85	19.5	10.6	9.4	2.9
600160.SH	巨化股份	优于大市	38.69	0.73	1.62	2.01	33.2	23.9	19.2	5.4
002001.SZ	新和成	优于大市	24.90	1.91	2.21	2.36	12.8	11.1	10.4	2.5
002648.SZ	卫星化学	优于大市	20.09	1.80	1.96	2.46	10.4	10.2	8.2	2.2

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

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