



2025年05月29日

## 晨会纪要20250529

## 证券分析师:

姚星辰 S0630523010001  
yxc@longone.com.cn

## 证券分析师:

刘思佳 S0630516080002  
liusj@longone.com.cn

## 联系人:

吴康辉  
wkh@longone.com.cn

## 重点推荐

- 1.化工供给侧改革蓄力，哪些板块更有空间？——化工系列研究（二十五）
- 2.常熟银行（601128）：非息收入表现亮眼，资产质量管理审慎——公司简评报告
- 3.日本三井化学退出三氟化氮业务，我国电子特气竞争力有望加强——化工新材料行业简评

## 财经要闻

- 1.日本40年期国债拍卖结果不佳
- 2.外交部：中国对沙特、阿曼、科威特、巴林4国试行免签
- 3.美联储发布5月FOMC会议纪要

## 正文目录

|                                                    |          |
|----------------------------------------------------|----------|
| <b>1. 重点推荐 .....</b>                               | <b>3</b> |
| 1.1. 化工供给侧改革蓄力，哪些板块更有空间？——化工系列研究（二十五） . 3          |          |
| 1.2. 常熟银行 (601128)：非息收入表现亮眼，资产质量管理审慎——公司简评报告 ..... | 4        |
| 1.3. 日本三井化学退出三氟化氮业务，我国电子特气竞争力有望加强——化工新材料行业简评 ..... | 5        |
| <b>2. 财经新闻 .....</b>                               | <b>7</b> |
| <b>3. A 股市场评述 .....</b>                            | <b>8</b> |
| <b>4. 市场数据 .....</b>                               | <b>9</b> |

## 1.重点推荐

### 1.1.化工供给侧改革蓄力，哪些板块更有空间？——化工系列研究（二十五）

证券分析师：吴骏燕，执业证书编号：S0630517120001；证券分析师：谢建斌，执业证书编号：S0630522020001；证券分析师：张磊，执业证书编号：S0630524090001

联系人：花雨欣，hyx@longone.com.cn

投资要点：

研究方法：沿用 2024 年 6 月我们发布的报告《从财务指标透析化工产能出清几何》中的研究方法，摘取三个财务指标，包括资本支出/折旧和摊销、ROE（摊薄）、经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入，综合判断近十年化工整体及各子板块产能投放（出清）情况，以及是否匹配 ROE 和现金流。

2024 年基础化工整体产能投入持续减少，行业处于底部拐点。从 2024 年年报情况来看，化工行业在 2023 年利润快速下滑的影响下，资本开支持续收缩，资本支出/摊销和折旧的比值从 2.26 回落至 1.64，尽管 ROE 仍未明显改善，但现金流迎来向上转折。从近十年维度来看，目前情况类似于 2014-2015 年，彼时化工行业推出了较大的供给侧改革行动，促使后续行业景气好转；当前时点，在国家政策端对供给侧要求频繁提及的背景下，我们认为供给侧政策或再次发挥作用，化工行业周期正处于关键拐点。

子板块筛选：通过比较发现，1) 仅从产能投入（出清）角度来看，2024 年资本支出变化较大、产能投入明显减少的前十个板块有：有机硅、其他橡胶制品、其他化学纤维、非金属材料、复合肥、改性塑料、氟化工、聚氨酯、钛白粉和其他化学原料。

2) 若综合考虑盈利和现金流情况（2025Q1 数据），景气修复较好的板块有：复合肥、氟化工、膜材料、其他化学制品、农药、食品及饲料添加剂、涂料油墨和纺织化学制品；

3) 钾肥、煤化工和氯碱整体景气好转，但产能投入仍处于历史较高地位。

投资建议：部分板块已提前反映，供给改革预期下还可关注以下三维度。结合子板块近期市场表现，大部分产能投入放缓（出清较快）、经营数据较好的板块基本都在市场有所反应，如复合肥、涂料油墨等。我们认为后续还可关注板块及个股可分为以下三个维度：

1) 若供给侧改革强化，供给压缩弹性较大板块：有机硅、膜材料、氯碱、染料，关注板块代表企业合盛硅业、兴发集团（有机硅&草甘膦）、东材科技、君正集团、浙江龙盛、闰土股份等；

2) 供需格局或仍偏弱，关注具有相对优势的品种或龙头企业：煤化工龙头宝丰能源、氟化工制冷剂品种相关及龙头巨化股份、农药板块的广信股份、润丰股份、江山股份等。

3) 更侧重需求端带动，关注企业本身α的板块：食品添加剂的龙头代表金禾实业、百龙创园；改性塑料的代表企业金发科技、普利特等。

风险提示：财务指标选取主观性风险；财务指标时效性风险；下游需求修复不及预期和出口政策风险。

## 1.2.常熟银行（601128）：非息收入表现亮眼，资产质量管理审慎——公司简评报告

证券分析师：王鸿行，执业证书编号：S0630522050001，whxing@longone.com.cn

### 投资要点

事件：常熟银行公布 2025 年一季报。Q1，公司实现营业收入 29.71 亿元（+10.04%，YoY）归属于上市公司股东净利润 10.84 亿元（+13.81%，YoY）。季末，公司总资产规模为 3890.15 亿元（+6.67%，YoY），不良贷款率为 0.76%（-1BP，QoQ），不良贷款拨备覆盖率为 489.56%（-10.95PCT，QoQ）。单季度净息差为 2.61%，同比下降 22BPs。

对公信贷发力弥补部分信贷缺口；金融投资寻求业务发展与监管要求之间的平衡。2025 年 Q1，公司资产规模增长有所放缓。从结构上来看，个贷新增规模继续明显弱于近年同期，与行业趋势相符。一方面是受居民信贷需求偏弱影响，另一方面或是由于在行业零售贷款风险上升的背景下，公司对经营贷、信用卡、消费贷等风险资产的投放较为慎重。在零售承压的背景下，公司抓住旺季窗口，继续向阻力较小的对公领域发力：一般贷款维持双位数增长，新增票据也处于高位。金融投资方面，2024 年下半年公司响应防范风险的监管要求，对规模适度控制；今年 Q1 新增规模明显改善，反映公司在风险防范中后期，寻求业务发展与监管要求之间的平衡。Q2 债市呈现震荡格局，长债利率风险明显降低，公司投资端受监管影响有望继续弱化。在资产端增长放缓背景下，公司相应调整揽储节奏以保持资产负债相匹配，Q1 公司吸收存款规模相应回落。

息差在资产端影响下继续收窄，存款成本管控强化有望缓冲后续压力。测算 2025 年 Q1 生息资产收益率同比下行 45BPs 至 4.47%。一方面是由于新发放贷款利率随行业继续走低；另一方面是由于 2024 年下半年 LPR 降息重定价及存量住房贷款利率下降影响显现；再者，收益率较高的个贷占比持续下降倾向于拉低整体收益率。受存款重定价高峰及主动优化负债结构影响，计息负债平均成本率明显改善，测算同比下降 29BPs 至 2.02%。综合来看，资产端对息差的压力仍占上风，与行业趋势一致。测算单季度净息为 2.61%，同比下降 22BPs。5 月新一轮降息已传导至 LPR 及大中型银行存款端。当前中小银行面临更大的息差压力和信用风险压力，稳息差诉求更强，预计中小银行将跟随大型银行开启新一轮存款挂牌利率调降。常熟银行分别于 2024 年 11 月及 2025 年 3 月两次下调存款挂牌利率，预计仍具备进一步下调的空间。随着存款重定价展开，息差压力将随行业放缓。

投资收益表现亮眼；代理贵金属与保险收入驱动手续费佣金收入快速增长。Q1 公司实现投资收益+公允价值变动损益 4.71 亿元，依然处于单季度较高水平，同比增长 9.06%，好于行业水平。考虑到 Q1 债市以调整行情为主，公司较好投资收益一方面或受益于较好的投资能力，另一方面或是由于公司选择在债市高点兑现累计浮盈比较大的长期投资账户，如以摊余成本计量的金融投资规模环比下降 22 亿元，或与此有关。Q1，常熟银行实现手续费及佣金净收入 0.71 亿元，同比增长 495.23%，大幅超预期。

公司坚持审慎原则，计提力度较大，整体资产质量保持稳定。2025 年 Q1 末，公司不良率为 0.76%，环比下降 1BP。从行业形势来看，个贷风险依然处于出清途中，此前公司关注率贷款占比与逾期贷款占比随行业上升，反映不良生成面临上升压力。公司继续保持审慎原则，加大计提力度，Q1 资产减值损失同比增长 13%。预计公司同步对不良资产保持较大的不良核销力度，不良率得以保持低位，拨备覆盖率有所下降。公司当前拨备仍然具有明显优势，后续在不良核销及业绩维稳方面仍有较大的发挥空间。

产业股东与中长期投资基金增持彰显对公司价值的认可。产业股东方面，第二大股东常熟市发展投资公司持股比例上升 0.47%至 3.55%。机构投资者方面，第四大股东社保基金 16042 组合增持 0.10%至 2.82%，社保基金 406 组合、利安人寿新进前十大股东。

投资建议：Q1 公司非息收入表现好于预期，同时，受规模放缓与息差收窄影响，利息收入低于预期。展望后市，新一轮降息落地，存贷端利率预计进一步下行，常熟银行以个人存款为主的存款结构将使得其负债端受益更明显。我们相应更新盈利预测，预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 117.12、122.25、138.57 亿元（原预测为 115.85、126.09、138.57 亿元），归属于普通股股东净利润分别为 42.38、46.87、52.14 亿元（原预测为 43.20、47.82、52.68 亿元），期末每股净资产分别为 9.50、10.64、11.88 元，对应 5 月 27 日收盘价的 PB 分别为 0.82、0.73、0.66 倍。我们维持公司“买入”投资评级。

**风险提示：经营性贷款质量大幅恶化；负债成本管控效果不佳致净息差大幅收窄。**

### 1.3.日本三井化学退出三氟化氮业务，我国电子特气竞争力有望加强——化工新材料行业简评

证券分析师：吴骏燕，执业证书编号：S0630517120001；证券分析师：谢建斌，执业证书编号：S0630522020001；证券分析师：张磊，执业证书编号：S0630524090001

联系人：花雨欣，hyx@longone.com.cn

投资要点：

事件：5 月 26 日，日本巨头三井化学宣布，决定退出其全资子公司下关三井化学生产的三氟化氮（NF<sub>3</sub>）业务，生产将于 2026 年 3 月底停止，销售将于同年内结束。三井化学表示，关停的原因由于海外产品价格竞争加剧、原材料及公用工程成本上涨、维修等成本上升，该业务盈利极为困难。虽然公司采取了各种合理化和削减成本的措施，但很难确保继续经营所需的利润，因此决定退出该业务。

三氟化氮：半导体制造的“隐形关键材料”。三氟化氮（NF<sub>3</sub>），在纯净状态下通常被认为是无色无味气体。在低温时呈现为不透明固体，温度上升到-216.54℃时变为透明，熔点为-206.79℃，沸点为-129.01℃，相对密度 1.537（-129℃）。在高温下表现出良好的稳定性，可耐受高达 627℃的温度。通常用熔盐电解法制得，也可直接氟化氨化钠或氨气而获得。采用辉光放电法使氮气和氨气直接作用也能制备三氟化氮。三氟化氮在微电子工业中作为一种优良的等离子蚀刻气体，在离子蚀刻时裂解为活性氟离子，这些氟离子对硅和钨化合物，高纯三氟化氮具有优异的蚀刻速率和选择性（对氧化硅和硅），它在蚀刻时，在蚀刻物表面不留任何残留物，是非常良好的清洗剂，同时在芯片制造、高能激光器方面得到了大量的运用。

电子气体受益新兴行业发展需求，目前海外四大巨头仍处垄断地位。据 ACMI 相关数据显示，预计 2025 年全球电子特气市场规模将达到 60.23 亿美元。据卓创资讯，2024 年国内电子气体市场预计 200 亿元左右，电子大宗与电子特气分别整体占比 55%/45%。广义上的电子气体是指具有电子级纯度的特种气体，主要分为电子大宗气体及电子特气，广泛应用在包括集成电路、显示面板、半导体照明和光伏等泛半导体行业。电子大宗供应品种少，稳定性保供性要求高；电子特气多达数百种，多用于光刻、刻蚀、掺杂、沉积等工艺环节。竞争格局上，国际主要供应商 60 多家，主要分布在美欧日韩，通过整合兼并，形成空气产品、林德、液化空气和大阳日酸四大气体公司。在芯片用电子气体领域，四大公司在建设芯片工厂时同步建设气站和供气设施，提供整套气体解决方案，占全球近 70% 市场份额。

我国电子气体国产化水平提升，三氟化氮已成为净出口产品。随着近年来集成电路、液晶面板、LED、光纤通信、光伏、高端装备制造、医疗健康等国家重点发展的新兴行业的发展，我国在电子级气体领域国产化有所快速提升，以三氟化氮为例，2023 年，全球三氟化氮产能 4.7 万吨/年，产量 4.4 万吨，开工率为 93%；中国三氟化氮产能为 2.5 万吨/年，产量约 2.4 万吨。中国生产商主要有中船特气、中国中化(昊华气体)、南大光电等。中国三氟化氮产能产量逐步提高，随着客户认证的增多，三氟化氮成为净出口产品。2023 年进口量为 344.23 吨，出口量为 2545.42 吨，出口量是进口量的 7.39 倍。

投资建议：日本三井化学退出三氟化氮业务，或正说明我国相关产品已具备国际竞争力，并有望承接其退出市场，进一步扩大国际市场占有率。建议关注电子级气体相关上市代表企业：南大光电、中船特气、昊华科技、雅克科技等。

**风险提示：下游电子等行业需求不及预期风险；我国电子气体企业下游市场拓展不及预期风险；海外贸易保护政策风险。**

## 2.财经新闻

### 1.日本 40 年期国债拍卖结果不佳

日本 40 年期国债拍卖认购倍数为 2.2，低于上次拍卖的 2.9，是自去年 11 月以来最低的需求水平。投标倍数为 2.21，为 2024 年 7 月来新低。

(信息来源: Wind)

### 2.外交部: 中国对沙特、阿曼、科威特、巴林 4 国试行免签

5 月 28 日，外交部发言人毛宁表示，为了进一步便利中外人员往来，中方决定扩大免签国家范围，自 2025 年 6 月 9 日至 2026 年 6 月 8 日，对沙特、阿曼、科威特、巴林持普通护照人员试行免签政策。上述四国持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友、交流访问、过境不超过 30 天，可以免办签证入境。加上 2018 年全面互免签证的海合会成员国阿联酋和卡塔尔，中方已经实现对海合会国家免签全覆盖。

(信息来源: 北京日报)

### 3.美联储发布 5 月 FOMC 会议纪要

美联储 5 月 FOMC 会议纪要显示，与会者一致认为对经济前景的不确定性增加，采取谨慎的货币政策是适当的；与会者一致认为，他们已做好充分准备，等待对经济前景的更多明确信息。美元走软归因于对贸易政策对经济增长影响的担忧；工作人员表示，美债长期收益率的上升仅部分归因于更高的期限溢价。部分官员表示，失去避险资产地位可能对美国产生长期影响。几乎所有官员都认为通胀持续时间可能比预期更长。

(信息来源: 美联储)

### 3.A 股市场评述

表1 行业涨跌幅情况

| 行业涨跌幅前五 |          |       |          |
|---------|----------|-------|----------|
| 行业      | 涨幅前五 (%) | 行业    | 跌幅前五 (%) |
| 饰品      | 5.09     | 专业连锁Ⅱ | -2.00    |
| 非白酒     | 2.43     | 乘用车   | -1.98    |
| 饮料乳品    | 2.23     | 互联网电商 | -1.74    |
| 物流      | 1.82     | 能源金属  | -1.74    |
| 调味发酵品Ⅱ  | 1.51     | 动物保健Ⅱ | -1.61    |

资料来源：同花顺，东海证券研究所

## 4.市场数据

表2 市场表现

| 2025/05/28 | 名称           | 单位       | 收盘价      | 变化    |
|------------|--------------|----------|----------|-------|
| 资金         | 融资余额         | 亿元,亿元    | 17984    | 44.01 |
|            | 逆回购到期量       | 亿元       | 1570     | /     |
|            | 逆回购操作量       | 亿元       | 2155     | /     |
| 国内利率       | 1 年期 MLF     | %        | 2        | /     |
|            | 1 年期 LPR     | %        | 3        | /     |
|            | 5 年期以上 LPR   | %        | 3.5      | /     |
|            | DR001        | %,BP     | 1.4141   | -3.39 |
|            | DR007        | %,BP     | 1.6062   | -1.24 |
| 国外利率       | 10 年期中债到期收益率 | %,BP     | 1.6832   | -4.29 |
|            | 10 年期美债到期收益率 | %,BP     | 4.4700   | 4.00  |
|            | 2 年期美债到期收益率  | %,BP     | 3.9600   | 4.00  |
| 股市         | 上证指数         | 点, %     | 3339.93  | -0.02 |
|            | 创业板指数        | 点, %     | 1985.38  | -0.31 |
|            | 恒生指数         | 点, %     | 23258.31 | -0.53 |
|            | 道琼斯工业指数      | 点, %     | 42098.70 | -0.58 |
|            | 标普 500 指数    | 点, %     | 5888.55  | -0.56 |
|            | 纳斯达克指数       | 点, %     | 19100.94 | -0.51 |
|            | 法国 CAC 指数    | 点, %     | 7788.10  | -0.49 |
|            | 德国 DAX 指数    | 点, %     | 24038.19 | -0.78 |
|            | 英国富时 100 指数  | 点, %     | 8726.01  | -0.59 |
|            | 美元指数         | /, %     | 99.8731  | 0.30  |
| 外汇         | 美元/人民币(离岸)   | /,BP     | 7.1929   | 13.00 |
|            | 欧元/美元        | /, %     | 1.1292   | -0.33 |
|            | 美元/日元        | /, %     | 144.87   | 0.36  |
| 国内商品       | 螺纹钢          | 元/吨, %   | 2964.00  | -0.77 |
|            | 铁矿石          | 元/吨, %   | 698.50   | -0.14 |
| 国际商品       | COMEX 黄金     | 美元/盎司, % | 3312.40  | 0.38  |
|            | WTI 原油       | 美元/桶, %  | 61.84    | 1.56  |
|            | LME 铜        | 美元/吨, %  | 9566.00  | -0.31 |

资料来源：同花顺，东海证券研究所

## 一、评级说明

|        | 评级 | 说明                                 |
|--------|----|------------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%     |
|        | 看平 | 未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间   |
|        | 看空 | 未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%     |
| 行业指数评级 | 超配 | 未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10% |
|        | 标配 | 未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间 |
|        | 低配 | 未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%   |
|        | 增持 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间  |
|        | 中性 | 未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间     |
|        | 减持 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间   |
|        | 卖出 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%   |

## 二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 座机：(8621) 20333275  
 手机：18221959689  
 传真：(8621) 50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 座机：(8610) 59707105  
 手机：18221959689  
 传真：(8610) 59707100  
 邮编：100089