

2025 年制冷剂配额征求意见稿点评

优于大市

制冷剂配额长期约束，看好 R22 及 R32 景气度延续

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 基础化工 · 化学制品

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn 执证编码：S0980520120002
证券分析师： 张歆钰 021-60375408 zhangxinyu4@guosen.com.cn 执证编码：S0980524080004

事项：

2024年9月14日，生态环境部发布《关于公开征求2025年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物配额总量设定和分配方案意见的函》，方案初步制定了2025年二代制冷剂（HCFCs）与三代制冷剂（HFCs）的配额总量及分配方案，并对方案编制进行了说明。其中HCFCs落实年度履约淘汰任务，生产量和使用量分别削减基线值的67.5%和73.2%；HFCs生产和使用总量控制目标保持在基线值，维持了2024年的生产配额总量为18.53亿吨CO₂、内用生产配额总量为8.95亿吨CO₂、进口配额总量为0.1亿吨CO₂，在具体细分品类上，根据2024年的供需情况，R32、R245fa、R41、R236ea相比2024年有细微变化。

国信化工观点：1) 2025年制冷剂配额方案征求意见稿发布，二代、三代制冷剂供给端具备长期约束，看好制冷剂产品景气度延续；2) HCFCs：生产总量与使用总量分别削减基线值的67.5%和73.2%，其中R22内用生产配额同比削减约28%，维修市场需求端支撑下，R22价格具备弹性；3) HFCs：生态环境部根据HCFCs淘汰的替代需求、半导体行业R41和R236ea的增长需求，增发4.5万吨R32生产配额（内用生产配额为4.5万吨）、8000吨R245fa生产配额（内用生产配额为8000吨）、20吨R41配额（内用生产配额为20吨）、50吨R236ea（内用生产配额0吨），其他品种配额与2024年保持一致；在配额调整上，生产企业在满足不增加总CO₂当量且累计调整增量不超过分配方法核定品种配额量10%的前提下，可在年中4月30日与8月31日前提提交同一品种或不同品种的配额调整申请，在限制条件未改变的前提下，利于制冷剂上下游企业根据实际的需求情况进行产能的灵活调配。4) 投资建议：随着配额管理落地、供给侧结构性改革不断深化、行业竞争格局趋向集中，而下游需求持续平稳增长、新型领域、新兴市场需求高速发展，我们看好三代制冷剂的景气延续，供需格局向好发展趋势确定性强。我们建议关注产业链完整、基础设施配套齐全、规模领先以及工艺技术先进的氟化工龙头企业及上游资源龙头。相关标的：巨化股份、三美股份、昊华科技等公司。5) 风险提示：氟化工产品需求不及预期；政策风险（氟制冷剂环保政策趋严、升级换代进程加快、配额发放政策变更等）；全球贸易摩擦及出口受阻；地产周期景气度低迷；各公司项目投产进度不及预期；原材料价格上涨；化工安全生产风险等。

评论：

◆ 生态环境部发布2025年制冷剂配额方案征求意见稿，看好制冷剂产品景气度延续

2024年9月14日，生态环境部发布《关于公开征求2025年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物配额总量设定和分配方案意见的函》，方案初步制定了2025年二代制冷剂（HCFCs）与三代制冷剂（HFCs）的配额总量及分配方案，并对方案编制进行了说明。方案整体遵循目标导向、稳中求进、分段实施、分类施策的工作原则，二代制冷剂配额严格落实年度履约淘汰任务，三代制冷剂配额在综合考虑行业发展需求和2024年度HFCs配额实施情况下，对部分产品的配额发放进行了细微调整。我们认为，配额征求意见稿的发布预示着政策严肃性将持续，在供给端长期强约束的背景下，我们持续看好制冷剂产品的景气度延续。

◆ HCFCs：生产总量与使用总量分别削减基线值的67.5%和73.2%，R22内用生产配额同比削减28%

根据《2025年度消耗臭氧层物质配额总量设定与分配方案》征求意见稿，2025年我国HCFCs生产配额总量为16.36万吨，内用生产配额总量与使用配额总量为8.60万吨，2025年度我国HCFCs生产和使用量分

别削减基线值的 67.5%和 73.2%。细分产品来看，R22 生产配额/内用生产配额相比 2024 年分别削减 18%/28%；R141b 生产配额/内用生产配额削减 57%/68%、R142b 生产配额/内用生产配额削减 64%/79%、R123 生产配额削减 21%、R124 生产配额/内用生产配额削减 19%/28%。R22、R141b、R142b 内用配额削减量相对较大，产品将具备一定价格弹性。据测算，2025 年 R22 内用生产配额分配为：巨化股份 2.53 万吨，东岳集团 2.24 万吨，梅兰化工 1.99 万吨，三美股份 0.34 万吨，永和股份 0.22 万吨。

表1: 二代制冷剂配额变化情况 (吨)

制冷剂品种	2024 年生产配额	2025 年生产配额 (意见稿)	2025 年削减幅度	2024 年内用生产配额	2025 年内用生产配额 (意见稿)	2025 年削减幅度
R22	181847	149068	-18%	111906	80862	-28%
R141b	21095	9157	-57%	10749	3395	-68%
R142b	9355	3360	-64%	5799	1240	-79%
R123	2210	1738	-21%	432	432	-
R124	307	250	-19%	139	100	-28%

资料来源：生态环境部、国信证券经济研究所整理

表2: R22 分配方案 (万吨)，市占率龙头企业受益

年份	2024 年		2025 年意见稿		2025 年意见稿	
	生产配额	内用配额	生产配额	内用配额	生产配额占比	内用配额占比
企业名称						
东岳集团	5.26	3.11	4.39	2.24	29.46%	27.75%
巨化股份	4.74	3.50	3.89	2.53	26.10%	31.28%
梅兰化工	3.76	2.75	3.08	1.99	20.68%	24.55%
阿科玛	1.07	0.09	0.88	0.06	5.89%	0.77%
三美股份	0.95	0.47	0.78	0.34	5.25%	4.22%
三爱富	0.86	0.41	0.71	0.29	4.74%	3.62%
临海利民	0.82	0.41	0.67	0.30	4.56%	5.87%
永和股份	0.39	0.30	0.32	0.22	4.52%	3.67%
兴国兴氟	0.08	0.07	0.07	0.05	0.46%	0.59%
其他	0.13	0.09	0.11	0.07	0.74%	0.84%
合计	18.18	11.19	14.91	8.09		

资料来源：生态环境部、国信证券经济研究所整理测算

◆ HFCs：相较 2024 年增发 4.5 万吨 R32，增加两次年内配额调整机会，供给在配额约束下更具灵活性

生态环境部根据 HCFCs 淘汰的替代需求、半导体行业 R41 和 R236ea 的增长需求，增发 4.5 万吨 R32 生产配额（内用生产配额为 4.5 万吨）、8000 吨 R245fa 生产配额（内用生产配额为 8000 吨）、20 吨 R41 配额（内用生产配额为 20 吨）、50 吨 R236ea（内用生产配额 0 吨），其他品种配额与 2024 年保持一致。

在配额调整上，生产企业在满足不增加总 CO₂ 当量且累计调整增量不超过分配方法核定品种配额量 10% 的前提下，可在年中 4 月 30 日与 8 月 31 日前提交同一品种或不同品种的配额调整申请，在限制条件未改变的前提下，利于制冷剂上下游企业根据实际的需求情况进行产能的灵活调配。

在不考虑年内品种间配额调整的前提下，我们测算了 2025 年 R32 具体分配方案，其中巨化股份（含飞源化工）生产配额为 128039 吨，市占率为 45.00%，东岳集团生产配额为 56131 吨，市占率为 19.73%，三美股份生产配额为 32997 吨，市占率为 11.60%，东阳光生产配额为 31638 吨，市占率为 11.12%，行业竞争格局不变。

表3: R32 分配方案 (吨), 行业格局不改

年份	2024 年		2025 年意见稿		2025 年意见稿
	生产配额	内用配额	生产配额	内用配额	市占率
企业名称					
巨化股份	83459	49450	99136	65128	34.84%
飞源化工	24332	14417	28903	18988	10.16%
东岳集团	47255	27999	56131	36876	19.73%
三美股份	27779	16459	32997	21677	11.60%
东阳光	26635	15780	31638	20783	11.12%
梅兰化工	20856	12357	24774	16275	8.71%
永和股份	5770	3417	6854	4500	2.41%
聊城氟尔	3477	2060	4130	2713	1.45%
合计	239563	141939	284563	186939	

资料来源: 生态环境部、国信证券经济研究所整理测算

◆ 配额细则方案的落地, 叠加开年空调排产数据表现靓丽, 制冷剂延续景气上行趋势

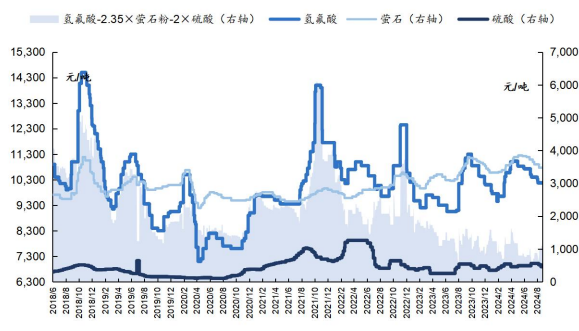
1-2 月制冷剂价格较往年更早/提前性地出现了稳步上涨。3 月份涨价最明显的制冷剂品种是 R32 和 R410a, 月度环比上涨 14%和 9%; 4-5 月份价格上涨的制冷剂品种主要是 R22; 6 月 R32 产品价格保持相对稳定。根据百川盈孚, 截至 9 月 18 日, R22 市场价为 29500 元/吨, 较年初上涨 55.26%; R32 市场价为 34500 元/吨, 较年初上涨 105.97%, 主流空调需求长协订单逐步向市场价格靠拢。整体来说, 2024 上半年, 制冷剂市场表现靓丽, 因空调企业考虑 2024 年大宗原料价格上涨、气温再创新高、楼市回暖、以旧换新政策等因素, 空调排产量在 3-6 月同比大幅上升, 需求集中释放叠加配额限制, 产品价格及盈利持续向上, 制冷剂产业链成为氟化工产业链当中最良性竞争的一环。

表4:

产品种类	当前价格 (元/吨, 2024/9/18)	较 2024 年初变化幅度	较 2023 年初变化幅度
R22	29500	55.26%	63.89%
R142b	16500	3.13%	-58.75%
R32	34500	105.97%	165.38%
R125	29000	7.41%	3.57%
R134a	32500	20.38%	38.30%
R143a	43000	36.51%	115.00%
R152a	19000	40.78%	-9.52%

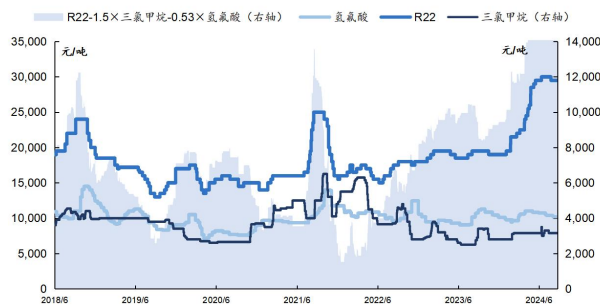
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图1: 萤石-氢氟酸价格与价差走势



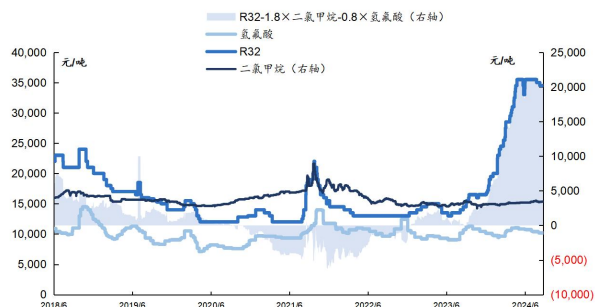
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图2: 二代制冷剂 R22 价格与价差走势



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图3: 三代制冷剂 R32 价格与价差走势



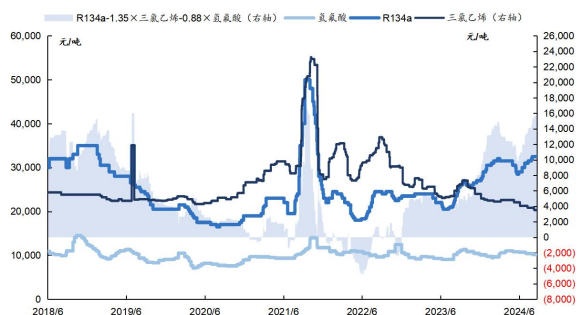
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图4: 三代制冷剂 R125 价格与价差走势



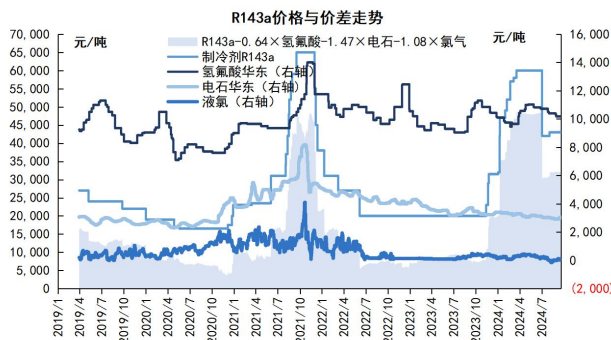
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图5: 三代制冷剂 R134a 价格与价差走势



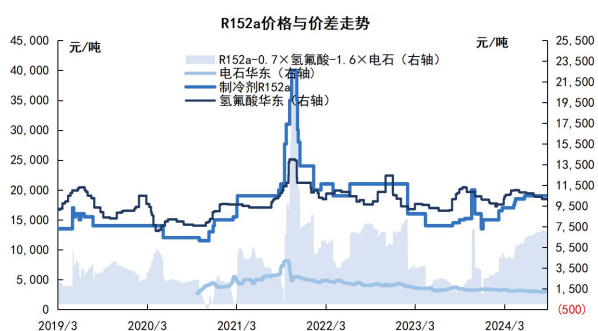
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图6: 三代制冷剂 R143a 价格与价差走势



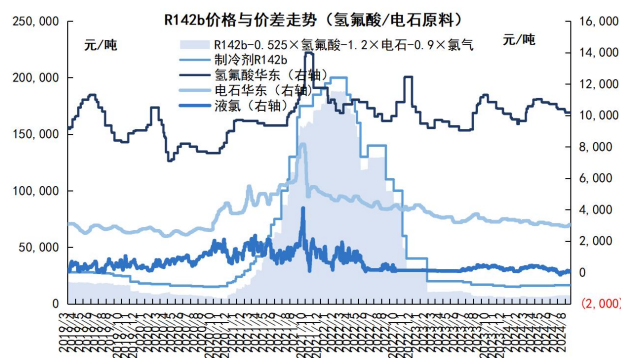
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图7: 三代制冷剂 R152a 价格与价差走势



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图8: 二代制冷剂 R142b 价格与价差走势



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议:

随着配额管理落地、供给侧结构性改革不断深化、行业竞争格局趋向集中，而下游需求持续平稳增长、新型领域、新兴市场需求高速发展，我们看好三代制冷剂的景气延续，供需格局向好发展趋势确定性强。我们建议关注产业链完整、基础设施配套齐全、规模领先以及工艺技术先进的氟化工龙头企业及上游资源龙头。相关标的：**巨化股份、三美股份、昊华科技**等公司。

表5：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价(2024/9/13) (元)	EPS			PE		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
600160	巨化股份	优于大市	15.96	0.35	0.74	0.95	47.18	21.57	16.80
603379	三美股份	优于大市	27.96	0.46	0.91	1.06	74.22	30.73	26.38
605020	永和股份	优于大市	14.56	0.48	1.05	1.48	51.63	13.87	9.84
600378	昊华科技	优于大市	24.82	0.99	1.15	1.38	30.88	21.58	17.99
603505	金石资源	优于大市	22.88	0.58	0.85	1.19	47.06	26.92	19.23

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

◆ 风险提示：

氟化工产品需求不及预期；政策风险（氟制冷剂环保政策趋严、升级换代进程加快、配额发放政策变更等）；全球贸易摩擦及出口受阻；地产周期景气度低迷；各公司项目投产进度不及预期；原材料价格上涨；化工安全生产风险等。

相关研究报告：

- 《氟化工行业：2024年6月月度观察-配额约束显现，R22及R32景气度延续》——2024-07-02
- 《氟化工行业：2024年5月月度观察-R22景气度快速提升，矿山整治推动萤石价格创新高》——2024-06-04
- 《氟化工行业：2024年4月月度观察-制冷剂保持高景气，多地推进萤石矿专项整治》——2024-04-26
- 《氟化工行业：2024年3月月度观察-“以旧换新”助力空调排产增长，三代制冷剂进一步上涨》——2024-03-29
- 《氟化工行业：2024年2月月度观察-制冷剂步入景气上行周期，“以旧换新”家电汽车快速响应》——2024-03-04

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.GSI）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±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显观点
	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±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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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提及的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