

2024年09月19日

超配

证券分析师

张晶磊 S0630524090001

zjlei@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

吴骏燕 S0630517120001

wjyan@longone.com.cn

证券分析师

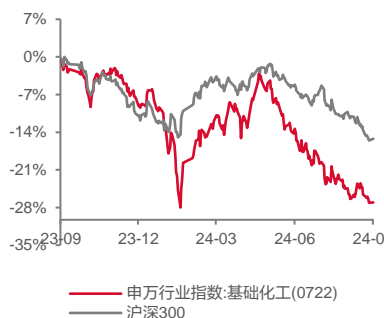
张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

联系人

马小萱

mxuan@longone.com.cn



相关研究

- 1.R32剩余配额分配，制冷剂长期景气仍将持续——氟化工行业月报
- 2.原材料价格回调，需求保持稳定——轮胎行业月报（2024年7月）
- 3.巨化股份（600160）：制冷剂价格上行，公司业绩有望持续提升——公司简评报告

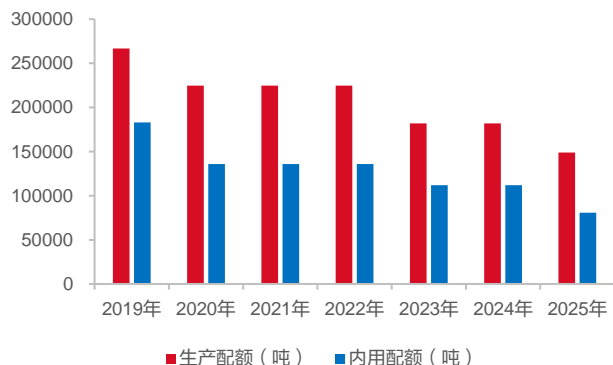
R22配额削减，三代制冷剂配额政策延续，看好制冷剂景气向上

——基础化工行业简评

投资要点：

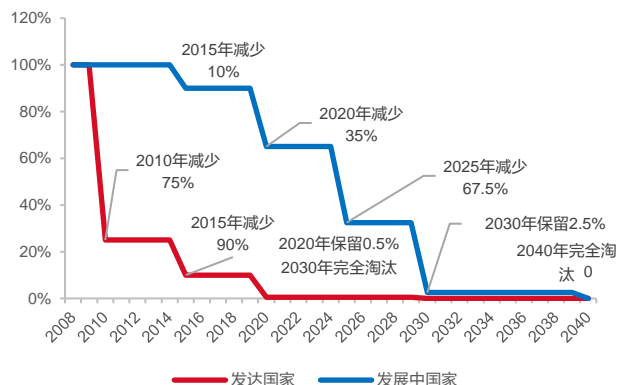
- **事件：**2024年9月14日，生态环境部发布了“关于公开征求2025年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物配额总量设定和分配方案意见的函”，同时编制了《2025年度消耗臭氧层物质配额总量设定与分配方案（征求意见稿）》和《2025年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案（征求意见稿）》，公开征求意见。
- **二代制冷剂配额加速缩减，R22价格有望上行。**根据《2025年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案（征求意见稿）》，2025年度我国HCFCs生产配额总量为163573吨，内用生产配额总量和使用配额总量均为86029吨，分别折合9465ODP吨和5061.3ODP吨。即2025年度我国HCFCs生产和施用量分别削减基线值得67.5%和73.2%，满足我国阶段性履约任务要求，分别较2024年度削减51241吨和42996吨。其中，R22生产配额为149068吨，较2024年度减少32779吨，内用配额为80862吨，较2024年度削减31044吨，削减幅度较大，分别达到18%和28%；R141b和R142b削减加速，2025年生产配额分别为9157吨和3360吨，较2024年度削减幅度分别为57%和64%，内用配额分别为3395和1240，削减幅度分别达到68%和79%。**目前二代制冷剂R22主要用于维修市场，存量需求比较稳定，我们认为，R22配额的削减有望推动价格持续上涨。**
- **三代制冷剂生产和使用总量保持在基线值，与去年相同；R32配额增发，三代制冷剂景气有望延续。**2025年度我国HFCs生产基线值保持为18.53亿吨CO₂、HFCs使用基线值为9.05亿吨CO₂，保持在基线值，与2024年度相同。在2024年度配额的基础上，根据HFCs淘汰的替代需求、半导体行业对HFC-41和HFC-236ea的增长需求，增发R32生产配额45000吨、HFC-245fa配额8000吨、HFC-41配额20吨、HFC-236ea配额50吨。受到今年家用空调需求的推动，三代制冷剂R32社会库存减少，价格快速上行，内用配额虽已增发35000吨，目前看对价格没有产生过多影响，因此我们认为，2025年度增发配额对R32的价格也将不会产生负面影响，三代制冷剂景气有望延续。
- **受供需因素推动，制冷剂产品价格有望维持高位。**据百川盈孚数据，制冷剂价格自2024年上行以来，总体仍保持高位。截至2024年9月18日，R22/R32/R134a/R125价格分别为30000/35500/33500/29500元/吨，较2024年初涨幅分别为53.85%/105.80%/19.64%/6.31%。
- **投资建议：**2025年二代制冷剂配额削减，三代制冷剂生产配额总量保持在基线值，随着家用空调新装及维修替代等需求的提升，三代制冷剂供需关系趋紧，制冷剂行业有望维持高景气度。**建议关注生产配额领先的行业龙头：巨化股份、三美股份、永和股份等。**
- **风险提示：**制冷剂下游需求不及预期；氟化工原料价格大幅波动；政策变化的风险。

图1 2019-2025年中国 R22 配额 (吨)



资料来源：生态环境部，东海证券研究所

图2 二代制冷剂削减进程



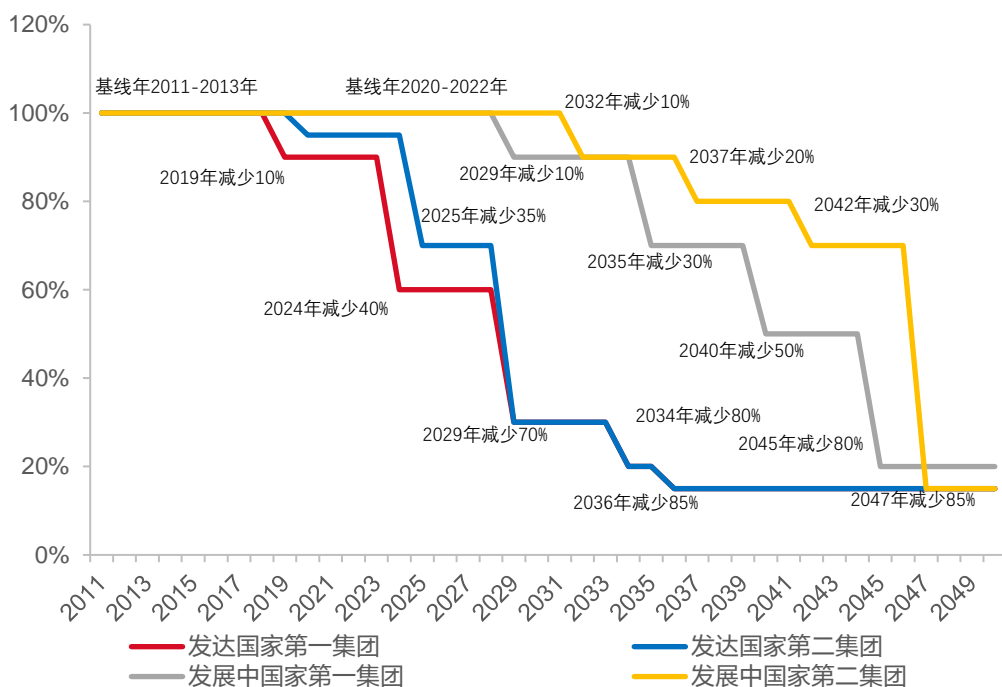
资料来源：《蒙特利尔议定书》，东海证券研究所

表1 2025年度二代制冷剂配额削减情况 (吨)

| 物质品种 | 2025年度生产配额 | 与2024年度相比生产配额削减 | 2025年度内用生产配额 | 与2024年度相比内用生产配额削减 |
|-----------|------------|-----------------|--------------|-------------------|
| HCFC-22 | 149068 | 32779 | 80862 | 31044 |
| HCFC-141b | 9157 | 11938 | 3395 | 7354 |
| HCFC-142b | 3360 | 5995 | 1240 | 4559 |
| HCFC-123 | 1738 | 472 | 432 | 0 |
| HCFC-124 | 250 | 57 | 100 | 39 |
| HCFC-133a | 0 | 0 | 0 | 0 |

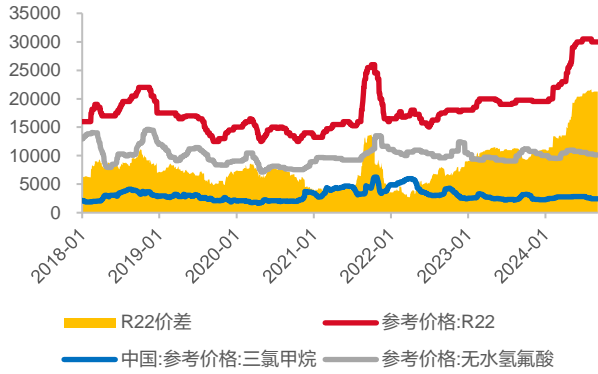
资料来源：生态环境部，东海证券研究所

图3 三代制冷剂配额削减进程



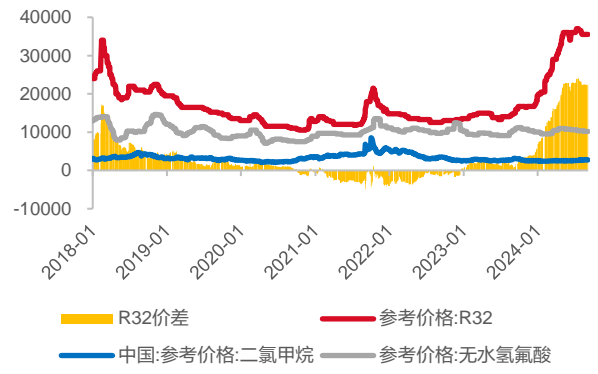
资料来源：巨化股份公司公告，东海证券研究所

图4 R22 价格与价差(元/吨)



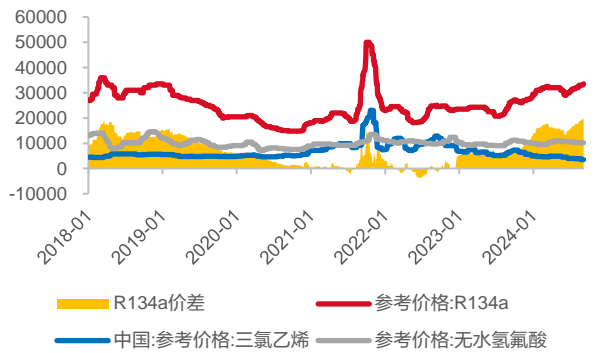
资料来源：百川盈孚，东海证券研究所

图5 R32 价格与价差(元/吨)



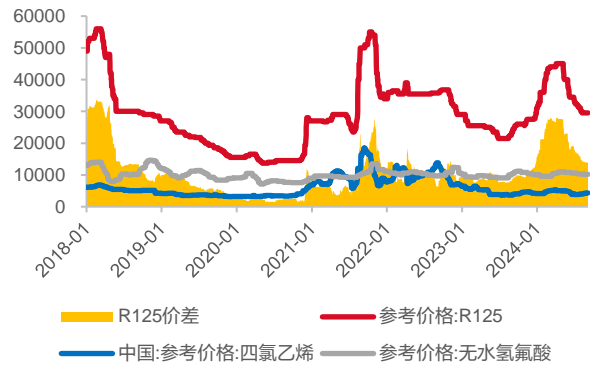
资料来源：百川盈孚，东海证券研究所

图6 R134a 价格与价差(元/吨)



资料来源：百川盈孚，东海证券研究所

图7 R125 价格与价差(元/吨)



资料来源：百川盈孚，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中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](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

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](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089