

证券研究报告|行业专题报告

基础化工

行业评级 **强于大市** (维持评级)

2024年10月11日



## 2025年配额政策逐渐明朗，看好制冷剂价格中枢向上

**证券分析师：**

孙范彦卿 执业证书编号：S0210524050021

- ▶ **外部国际公约支撑制冷剂供给端优化。**我国加入保护臭氧层和减少碳排放的环保国际公约后，积极履约推动氟碳化合物迭代。2024年，我国氢氟烃（HFCs）进入配额制管理，生产量和消费量冻结在基线值，预计第一次削减始于2029年；我国氢氯氟烃（HCFCs）进一步削减，预计2025年削减67.5%，2030-2040年间保留年均2.5%供维修服务使用。
- ▶ **我国配额制维持政策一致性、稳定性、可预期性。**我国2024年进入HFCs配额管理期，各品种供需格局优化行业集中度提升，而配额大框架调整空间有限。年内配额调整及配额增发不改行业格局意在保障供应链安全稳定。随着2025年政策逐渐明朗，明年供给总量及竞争格局落定。相比2024年，不变供给总量（配额+库存）量级及行业集中度，增加不同品种配额在年中的两次调整机会，配额调整的灵活性进一步完善。
- ▶ **2025年细分品种供需格局可以更加乐观。**1) **HFC-32**：“以旧换新”促消费政策利好空调零售带动空调排产回暖，中资空调企业海外工厂产能陆续释放。此外受益于空调新装冷媒需求结构变化，预计市场市占率提升至80-90%，进一步挤压R22、R410a市场。低GWP值长期空间广阔。2) **HFC-134a**：“以旧换新”促消费政策刺激汽车行业拉动制冷剂需求，随新能源汽车占比在新车产量及维修保有量中提升R134a中长期需求仍有保证。3) **HCFC-22**：配额稀缺性增强，价格弹性可期。2025年R22生产配额、内用生产配额分别为14.91、8.09万吨，相比2024年削减3.28、3.10万吨，削减比例分别达18%、28%。考虑2024年年初海内外有库存积压，我们认为2025年制冷剂供需格局也不悲观。
- ▶ **投资建议：**在国际环保公约约束下我国对制冷剂实施配额制管理，供应收缩供需格局优化行业集中度提升，需求随全球空调、汽车、工商制冷发展边际向上，支撑制冷剂价格中枢持续上行。随着25年配额政策明朗预期稳定，建议关注**巨化股份、东岳集团、三美股份、永和股份、昊华科技、东阳光、金石资源**。
- ▶ **风险提示：**政策变动风险；政策支持力度不及预期；需求不及预期；市场竞争趋于激烈；项目推进不及预期；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

- 外部国际公约支撑制冷剂供给端优化
- 国内配额制维持政策一致性、稳定性、可预期性
- 2025年细分品种供需格局可以更加乐观
- 投资建议
- 风险提示

- **氟碳化学品：制冷剂为原料外主要用途，根据环保性可划分四代。**
- 氟碳化学品广泛应用于大规模商业化的制冷剂、发泡剂、气雾剂、灭火剂、清洗剂和含氟聚合物单体原料用途等领域。近些年全球每年氟碳化学品用量约250万吨，其中原料用途110万吨，制冷剂95万吨，发泡剂35万吨，气雾剂5万吨，溶剂2万吨，灭火剂2万吨。
- 根据衡量环保性的重要指标**臭氧层消耗潜值**（ODP：以CFC-11的臭氧破坏影响作为臭氧层消耗潜值的基准）和**全球变暖潜值**（GWP：以CO2作为参照气体并设定其气候变暖潜值为1），氟碳化学品可划分为四代：氟氯烃（CFCs，第一代）、氢氟氯烃（HCFCs，第二代）、氢氟烃（HFCs，第三代）、氢氟烯烃（HFOs，第四代）。

**图表：四代际氟碳化学品**

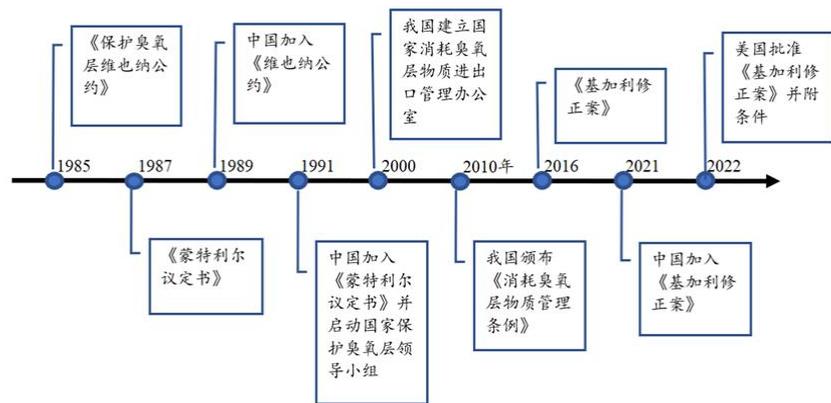
代系	类别	主要产品	ODP值 (RI1=1)	GWP值 (CO <sub>2</sub> =1)	主要用途
第一代	氟氯烷烃（CFCs）	CFC-11	1	4660	已被禁用
第二代	氢氟氯烃（HCFCs）	HCFC-22	0.055	1760	用于工业、商业、家庭空调系统制冷剂以及含氟高分子材料原材料
第三代	氢氟烃（HFCs）	HFC-134a	0	1430	主要用作汽车空调系统制冷，也可用于冰箱、中央空调、商业制冷
		HFC-125	0	3500	主要用于混配R404a、R507、R410a等混合制冷剂，用于空调、商业制冷、冷水机组等行业；也可用作灭火剂
		HFC-32	0	675	主要用于生产R 32制冷剂，混配R410a等混合制冷剂
		HFC-143a	0	4470	主要用作混配R404a、R507等混合制冷剂
第四代	氢氟烯烃（HFOs）	HFO-1234yf、 HFO-1234ze	0	极低	尚未广泛使用

资料来源：中国氟硅有机材料工业协会，生态环境部对外合作与交流中心，制冷剂网，华福证券研究所

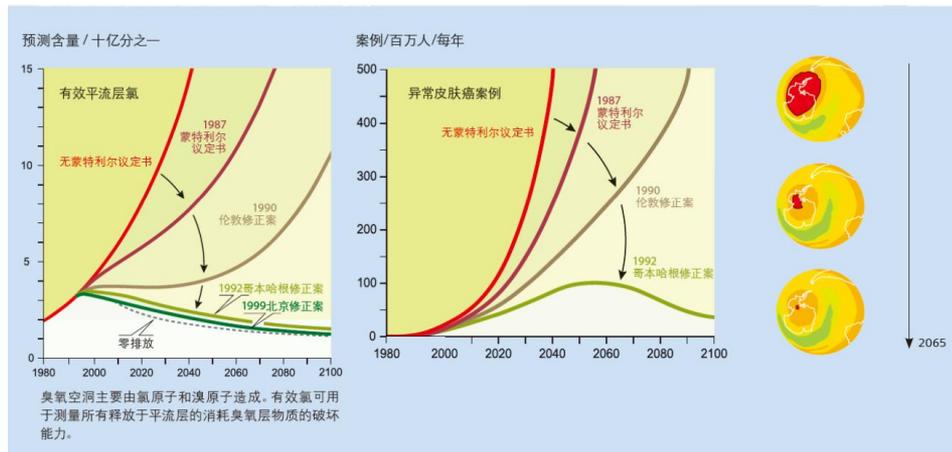
# 外部国际公约支撑制冷剂供给端优化

- ▶ **我国加入保护臭氧层和减少碳排放的环保国际公约。**
  - 1985年《保护臭氧层维也纳公约》-为全球保护臭氧层的共同行动奠定了重要的法律基础；
  - 1987年《蒙特利尔议定书》-逐步停止生产和使用以R22为主的HCFCs；
  - 1997年《京都议定书》-控制温室气体排放量；
  - 2015年《巴黎协定》-本世纪把全球平均气温升高较工业化前水平控制在2°C之内，并为把升温控制在1.5 °C之内而努力；
  - 2016年《基加利修正案》-有效减少强效温室气体HFCs的排放，从而在本世纪末防止全球升温0.5°C。
  - **我国1989年加入《维也纳公约》，1991年加入《蒙特利尔议定书》，2021年加入《基加利修正案》**

图表：臭氧层保护的国内与国际行动



图表：公约和议定书成就



资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院，生态环境部对外合作与交流中心，华福证券研究所

# 外部国际公约支撑制冷剂供给端优化

## ► 履约外部环保公约推动氟碳化合物迭代。

- **氢氟烃 (HFCs)**：2024年生产量和消费量冻结在基线值，预计第一次削减始于2029年。
- **氢氯氟烃 (HCFCs)**：2025年削减67.5%，预计2030-2040年间保留年均2.5%供维修服务使用。

图表：HCFCs削减时间表

进度	发达国家（第2条款国）	发展中国家（第5条款国）
基线值	1989年CFCs的2.8%+1989年HCFCs	2009-2010年HCFCs平均值
冻结	2004年	2013年
削减进度	2010年削减75% 2015年削减90% 2020年削减99.5%，仅留0.5%供2020-2030年的维修使用	2015年削减10% 2020年削减35% 2025年削减67.5%

图表：HFCs削减时间表

进度	第2条款国		第5条款国	
	大部分发达国家	俄罗斯、白俄罗斯、哈萨克斯坦、塔吉克斯坦、乌兹别克斯坦	大部分发展中国家（含中国）	印度、沙特阿拉伯、巴基斯坦、科威特、巴林、伊朗、伊拉克、阿曼、卡塔尔、阿联酋
基线值	2011-2013年HFCs平均值+HCFCs基线值的15%	2011-2013年HFCs平均值+HCFCs基线值的25%	2020-2022年HFCs平均值+HCFCs基线值的65%	2024-2026年HFCs平均值+HCFCs基线值的65%
冻结	/	/	2024年	2028年
削减进度	2019年削减10% 2024年削减40% 2029年削减70% 2034年削减80% 2036年削减85%	2020年削减5% 2025年削减35% 2029年削减70% 2034年削减80% 2036年削减85%	2029年削减10% 2035年削减30% 2040年削减50% 2045年削减80%	2032年削减10% 2037年削减20% 2042年削减30% 2047年削减85%

资料来源：永和股份公司公告，生态环境部对外合作与交流中心，华福证券研究所

- 外部国际公约支撑制冷剂供给端优化
- 国内配额制维持政策一致性、稳定性、可预期性
- 2025年细分品种供需格局可以更加乐观
- 投资建议
- 风险提示

# 国内配额制维持政策一致性、稳定性、可预期性

- ▶ **我国开启配额制管理，HFCs厂商集中度较高。**
- **我国2024年进入HFCs配额管理期。**2023年11月，生态环境部发布《2024年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》，根据生态环境部组织的基线年HFCs生产核查结果和海关进口贸易记录，最终确定2024年我国HFCs生产配额总量为18.53亿吨二氧化碳当量（tCO<sub>2</sub>），内用生产配额总量为8.95亿tCO<sub>2</sub>、进口配额总量为0.1亿tCO<sub>2</sub>。
- **配额政策可调整但空间有限。**1) 部分配额暂未分配（HCFCs基线值的65%），但生态环境部将在2024年期间根据履约工作进展和相关行业需求，在不突破2024年全年总配额的前提下进行二次分配。2) 按品种分配生产配额和内用生产配额。3) 同一品种HFCs配额可在生产单位间进行等量调整；不同品种HFCs配额仅可在申请2024年度配额时进行调整，调整不得增加总二氧化碳当量且任一品种HFCs的配额调增量不得超过生产单位核定的该品种配额量的10%。
- **各HFCs品种厂商集中度极高。**2024年1月，生态环境部正式发布《2024年度氢氟碳化物生产、进口配额核发表》，HFCs的总生产配额为74.56万吨。主流品种R32、R134a、R125的CR3和CR5分别为76%、87%、75%和96%、95%、94%。

图表：HFCs各厂商各品种情况

万吨	R32				R134a				R125				其他	
	生产配额	市占率	内用配额	出口占比	生产配额	市占率	内用配额	出口占比	生产配额	市占率	内用配额	出口占比	生产配额	市占率
巨化股份	8.35	35%	4.95	41%	6.06	28%	2.34	61%	5.01	30%	1.83	63%	3.03	24%
飞源化工	2.43	10%	1.44	41%	1.59	7%	0.61	61%	1.41	9%	0.52	63%	0.00	0%
东岳集团	4.73	20%	2.80	41%	0.69	3%	0.27	61%	1.49	9%	0.55	63%	0.73	6%
三美股份	2.78	12%	1.65	41%	5.15	24%	1.93	63%	3.15	19%	1.13	64%	0.63	5%
中化蓝天	0.00	0%	0.00	0%	5.96	28%	2.30	61%	2.77	17%	1.01	64%	1.06	8%
东阳光	2.66	11%	1.58	41%	0.43	2%	0.17	61%	1.70	10%	0.61	64%	0.00	0%
永和股份	0.58	2%	0.34	41%	1.09	5%	0.42	61%	0.64	4%	0.23	63%	3.22	26%
其他	2.43	10%	1.44	41%	0.60	3%	0.23	61%	0.40	2%	0.14	66%	3.86	31%
合计	23.96	100%	14.19	41%	21.57	100%	8.26	62%	16.57	100%	6.01	64%	12.54	100%
<b>CR3</b>		<b>76%</b>				<b>87%</b>				<b>75%</b>				
<b>CR5</b>		<b>96%</b>				<b>95%</b>				<b>94%</b>				

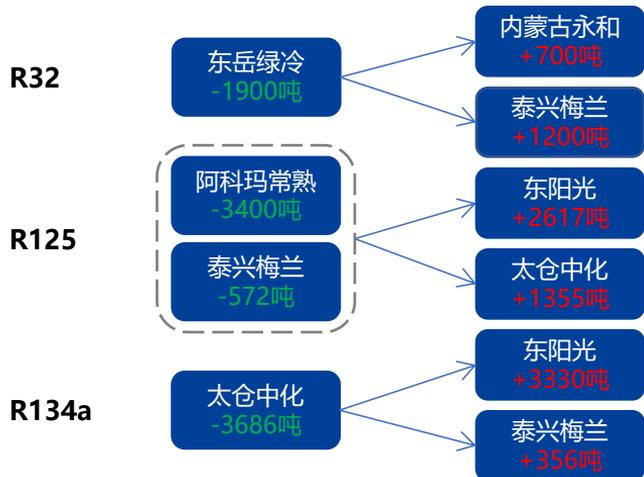
资料来源：生态环境部，华福证券研究所

# 国内配额制维持政策一致性、稳定性、可预期性

## 年中配额调整及配额增发意在保供不改格局

- 年中配额调整不改变行业集中度。** 2024年6月，生态环境部发布《关于阿科玛（常熟）氟化工有限公司等13家企业2024年度含氢氟烃和氢氟碳化物生产配额调整的公示》，调整以R32、R134a和R125为主，配额仍集中在头部企业，行业集中度未明显变化，主要是出于生产成本、装置释放产能和自身配额多少、以及终端市场辐射区域等多种因素考虑，涉及集团内部子公司/关联公司之间的调整以及代加工形式的调整。
- 年中配额增发意在保供不改格局。** 2024年8月，生态环境部发布《关于2024年度氢氟碳化物剩余配额有关安排的通知》，按照各生产单位享有HFC-32内用生产配额占全国比例，分配35000吨HFC-32内用生产配额，折合2362.5万吨二氧化碳当量。R32空调产销超预期增长，供给总量（配额+库存）存在供给缺口，增发前9-12月剩余月均配额量低于全年最低内需量，增发后月均配额量1.69万吨，满足空调生产需求，保障供应链安全稳定。

图表：2024年HFCs生产配额调整情况



图表：2024年HFC-32内用配额使用情况

	2024年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	剩余 4月平均
R32产量 (万吨)		1.67	1.57	2.23	2.36	2.33	2.35	2.27	2.10	1.77
生产配额使用率		83%	79%	112%	118%	117%	118%	114%	105%	
R32内需 (万吨)		1.41	1.09	1.48	1.58	1.52	1.42	1.24	1.18	0.82
内用配额使用率		119%	93%	125%	133%	129%	120%	105%	100%	
R32+50%*R410a出口		0.25	0.47	0.75	0.78	0.81	0.93	1.03	0.92	

资料来源：生态环境部，ACMI，氟化工，卓创资讯，海关总署，华福证券研究所

# 国内配额制维持政策一致性、稳定性、可预期性

## ➤ 2025年政策基本确定，奠定明年供给总量及格局。

- 2024年9月，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》：**1) 总量**，在2024年配额基础上，考虑HCFCs淘汰的替代需求、半导体行业R41和R236ea增长需求，增发R32内用生产配额4.5万吨、R245fa内用生产配额0.8万吨、R41内用生产配额20吨、R236ea生产配额50吨。**配额按原有市场份额占比发放。****2) 调整**，HFCs同一品种和不同品种配额调整包括申请2025年配额时的调整（2024.10.31之前）和获得2025年配额后的年中调整（2025.4.30、2025.8.31之前），其中不同品种间三次调整机会针对某品种配额累计调增不超过10%，且不得增加总CO2当量。**相比2024年，供给总量（配额+库存）量级未变，增加不同品种配额在年中的两次调整机会，充分考虑上下游企业可能对特定品种的需求预估出现偏差，在不增加配额总量的前提下，完善配额调整的灵活性。**

图表：2025年HFCs生产配额总量变化

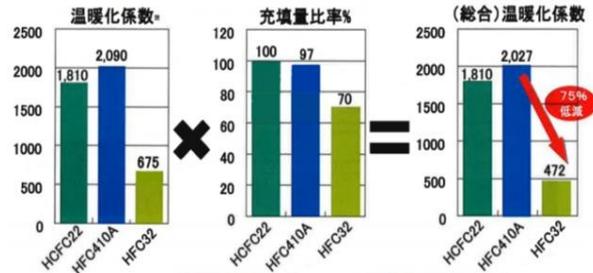
品种	生产配额(吨)	内用生产配额(吨)	出口配额(吨)	内用占比	出口占比
HFC-32	239563+45000	141939+45000	97624	66%	34%
HFC-125	165668	60083	105585	36%	64%
HFC-134a	215670	82639	133031	38%	62%
HFC-143a	45517	11169	34348	25%	75%
HFC-152a	32671	7801	24870	24%	76%
HFC-227ea	31278	27521	3757	88%	12%
HFC-236ea	141+50	0	141+50	0%	100%
HFC-236fa	842	147	695	17%	83%
HFC-245fa	14160+8000	8682+8000	5478	75%	25%
HFC-41	50+20	16+20	34	51%	49%
HFC-23	2952	2348	604	80%	20%
总计	801582	395365	406217	49%	51%

- 外部国际公约支撑制冷剂供给端优化
- 国内配额制维持政策一致性、稳定性、可预期性
- 2025年细分品种供需格局可以更加乐观
- 投资建议
- 风险提示

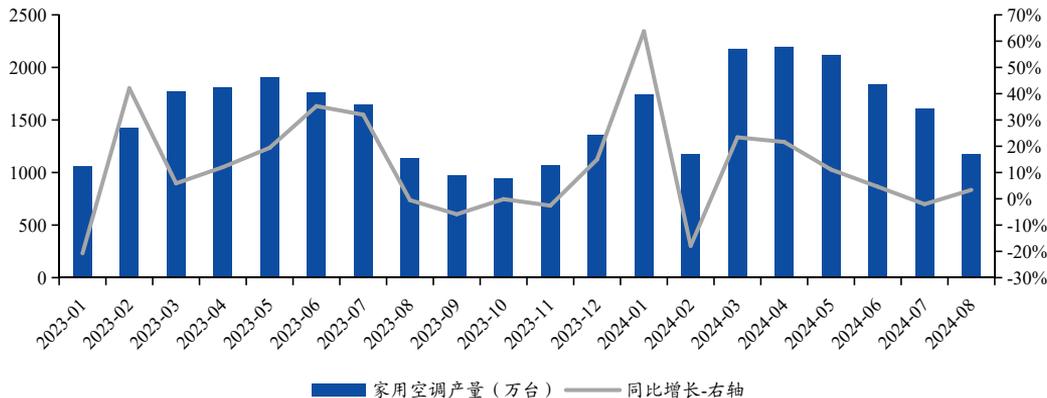
## ➤ HFC-32：受益于空调新装冷媒需求结构变化。

- R32可以直接用于R32空调或与HFC-125混配用于R410a空调。HFC-32的修正GWP值较HFC-410a低75%，环保性能优势显著。目前格力、美的、海尔等主流空调厂家都完成了R32制冷剂的切换，出口机型中R32空调的占比也在显著提升。欧盟F-Gas 法规修正案 ANNEX III 条例规定，2025年1月1日起，GWP≥750的制冷剂将禁止在单一分体式空调系统中使用。而美国使用R32和R454b（70%R32，30%R1234yf）替代R410a。R32空调在家用空调市场市占率达80-90%，预计进一步挤压R22、R410a空调市场。

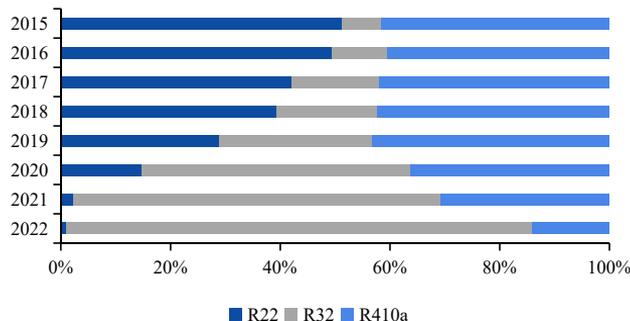
图表：主流三代制冷剂修正GWP情况



图表：家用空调月度产量及增速



图表：家用空调分冷媒产量情况



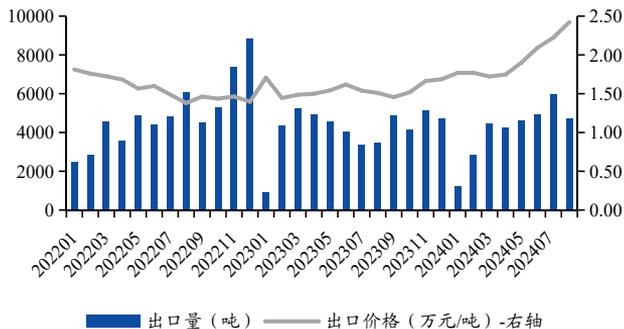
资料来源：同花顺iFinD，大金，华福证券研究所

# 2025年细分品种供需格局可以更加乐观

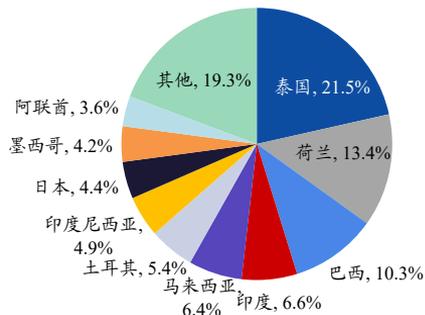
## ➤ HFC-32：国内外下游工厂排产存在增长趋势。

- **内贸：以旧换新政策利好空调零售带动排产回暖。**根据奥维云网，8月空调零售市场复苏，家用空调国内零售规模为492.1万台，同比增长22.1%。在零售拉动、双十一备货等因素带动下空调10月内外销排产实现双增长，10月份国内空调企业总排产1033万台，同比增长23.1%；内销排产478万台，同比增长8.4%，主要系政策引导补贴高效空调，虽渠道库存水位不低但需求结构变化带来新订单；出口排产规模555万台，同比增长39.2%，主要系10月北美市场订单开启而库存处于低位，中东、非洲等新兴市场需求因炎热气候及经济增长保持高增。
- **外贸：中资企业海外建厂陆续投产。**以R32主要出口国泰国为例，在中国企业部分空调产能转移的背景下，泰国已成为全球第二大空调制造中心。据产业在线，2019-2023冷年，泰国家用空调产能从1310万台上升至2080万台，年均复合增速12%。2025年供应端内用配额同比增加32%（1.56万吨/月），出口配额同比今年持平（0.81万吨/月）。2024年1-8月出口用R32在0.74万吨/月，考虑今年年初海外有库存积压且中资空调厂海外产能释放，理论2025年R32出口配额可能存在缺口，而出口又可使用内用配额。**我们认为2025年增发配额4.5万吨后R32供需格局也不应悲观**

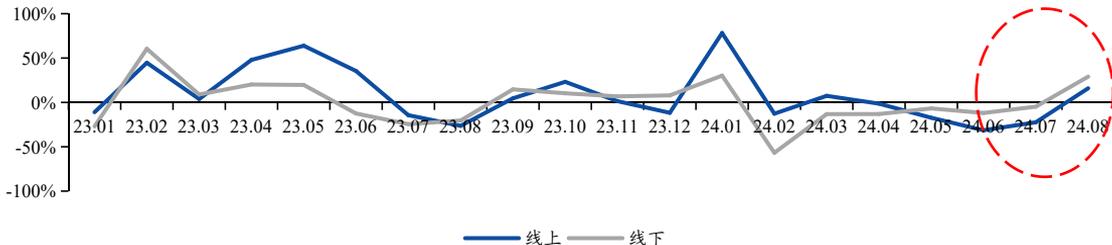
图表：2022-2024年R32月度出口量及出口均价



图表：2024年1-6月累计R32出口贸易伙伴



图表：2023-2024月度空调市场分渠道零售额规模同比

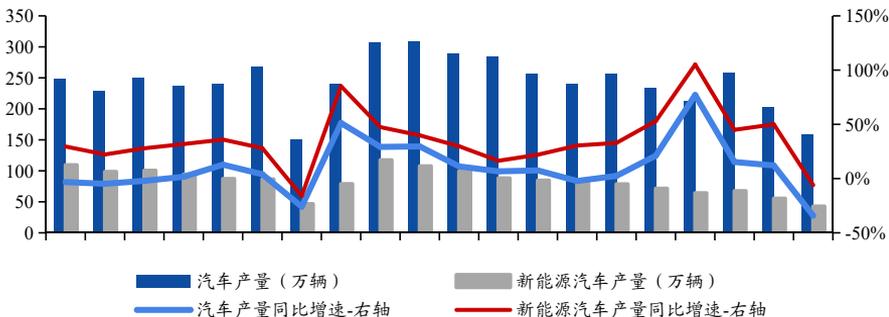


# 2025年细分品种供需格局可以更加乐观

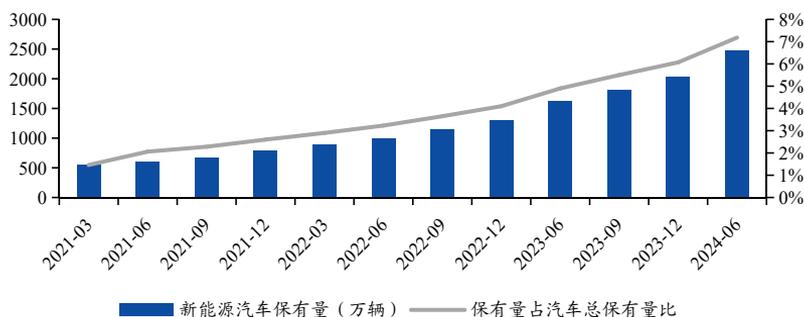
## ➤ HFC-134a：旺季+政策+新能源占比提升带动需求增长。

- **汽车“以旧换新”“金九银十”促R134a需求增长。**R134a常用于车用空调，中国国内销售的乘用车、货车及大巴主要使用R134a作为制冷剂。9月1日到15日，全国乘用车零售82.8万辆，同比增长18%；其中，新能源乘用车零售44.5万辆，同比增长63%。汽车报废更新政策加力叠加地方置换更新补贴政策陆续生效，汽车行业即将迎来“金九银十”的传统销售旺季，将有助于进一步释放消费活力。
- **新车产量及维修保有量中新能源占比提升进一步带动R134a需求。**乘用车及货车制冷剂平均加注量小于1kg，而大巴车空调系统尺寸更大，制冷剂加注量在1kg-10kg之间。新能源汽车由于发动机余热的缺失，常规制冷系统冬季需切换为热泵模式运行，新能源汽车制冷剂加注量大于1kg。8月新能源汽车新车产量已经达到汽车新车总产量的43.8%。

图表：汽车及新能源汽车月度产量及同比增速



图表：新能源汽车季度保有量及占汽车总保有量比例



图表：汽车空调系统的替代制冷剂性能、成本和市场状态比较

类型	GWP	相对能效比	成本 (元/kg)	使用寿命期内保养次数	安全性	市场状态
R-134a	1430	/	30	2	A1不可燃	主流制冷剂
R-1234yf	<1	相当	300	2	A2L弱可燃	已广泛商业化
R-152a	138	提高10%	18	2	A2可燃	试验性
R-744	1	低温下制冷能效比较高，高温下制冷能效较差	6	2-4	A1不可燃	在乘用车及大巴均有小批量应用
R-290	3	提高约20%	20	2	A3极易燃	一款电动大巴已商业化，乘用车无商业化案例

资料来源：同花顺iFinD，《中国汽车空调温室气体减排措施及政策建议》杨柳含子等，华福证券研究所

# 2025年细分品种供需格局可以更加乐观

## ➤ HCFC-22：配额削减稀缺性增强

- 2025年R22生产配额、内用生产配额分别为14.91、8.09万吨，相比2024年削减3.28、3.10万吨，削减比例分别达18%、28%。
- 2025年挤塑聚苯乙烯泡沫塑料、工业和商业制冷和空调、室内空调制造和热泵热水器、维修行业R22消费进一步淘汰。

图表：2025年HCFCs分品种生产配额量

	2025年度生产配额 (吨)	与2024年度相比生 产配额削减(吨)	2025年度内用 生产配额(吨)	与2024年度相比内 用生产配额削减 (吨)
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
合计	163573	51241	86029	42996

图表：2022年中国按行业分列的氟氯烃消费量（吨）

物质	ODP值/ 吨	挤塑聚 苯乙烯 泡沫塑 料	聚氨 酯泡 沫塑 料	工业和 商业制 冷和空 调	室内空 调制造 和热泵 热水器	溶剂	维修	合计
HCFC-22	0.055	23500	0	28500	29000	0	53065	134065
HCFC-141b	0.110	0	25295	0	0	2500	0	27795
HCFC-142b	0.065	1000	0	65	0	0	885	1949
HCFC-123	0.020	0	0	540	0	0	410	950
HCFC-124	0.022	0	0	0	0	0	23	23
合计		24500	25295	29105	29000	2500	54383	164783

图表：中国氟氯烃淘汰管理计划第二阶段氟氯烃消费限量和按行业计划分列的淘汰量

行业	基线	2016-2017年		2018-2019年		2020-2022年		2023-2024年		2025年		2026年	
(ODP吨, %)	控制目标	控制目标	削减幅度	控制目标	削减幅度	控制目标	削减幅度	控制目标	削减幅度	控制目标	削减幅度	控制目标	削减幅度
全国	18865.4	16,978.9	-10.0%	15,048.1	-20.2%	11,772.0	-37.6%	8,618.0	-54.3%	5,063.5	-73.2%	4,513.5	-76.1%
挤塑聚苯乙烯泡沫塑料	2540.0	2,286.0	-10.0%	2,032.0	-20.0%	1,397.0	-45.0%	762.0	-70.0%	165.0	-93.5%	0.0	-100.0%
聚氨酯泡沫塑料	5392.2	4,449.6	-17.5%	3,774.5	-30.0%	2,965.7	-45.0%	1,078.4	-80.0%	330.0	-93.9%	0.0	-100.0%
工业和商业制冷和空调	2402.8	2,162.5	-10.0%	2,042.4	-15.0%	1,609.9	-33.0%	1,369.6	-43.0%	780.9	-67.5%	780.9	-67.5%
室内空调制造和热泵热水器	4108.5	3,697.7	-10.0%	2,876.0	-30.0%	2,259.7	-45.0%	1,614.1	-60.7%	1,232.6	-70.0%	1,232.6	-70.0%
溶剂	494.2	455.2	-7.9%	395.4	-20.0%	321.2	-35.0%	148.3	-70.0%	55.0	-88.9%	0.0	-100.0%

资料来源：氟务在线, UNIDO, 华福证券研究所

- 外部国际公约支撑制冷剂供给端优化
- 国内配额制维持政策一致性、稳定性、可预期性
- 2025年细分品种供需格局可以更加乐观
- **投资建议**
- 风险提示

- 在国际环保公约约束下我国对制冷剂实施配额制管理，供应收缩供需格局优化行业集中度提升，需求随全球空调、汽车、工商制冷发展边际向上，支撑制冷剂价格中枢持续上行。随着25年配额政策明朗预期稳定，**建议关注巨化股份、东岳集团、三美股份、永和股份、昊华科技、东阳光、金石资源。**

**图表：建议关注标的**

证券代码	公司名称	股价（元）		EPS（元）			PE（倍）			
		2024/10/10	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600160	巨化股份	20.91	0.35	0.90	1.26	1.59	59.83	23.31	16.58	13.18
0189.HK	东岳集团	7.34	0.32	0.94	1.24	1.43	22.94	7.81	5.94	5.12
603379	三美股份	32.16	0.46	1.35	1.88	2.43	70.20	23.88	17.12	13.23
605020	永和股份	18.61	0.48	1.03	1.48	1.81	38.44	18.11	12.60	10.31
600378	昊华科技	30.51	0.99	1.06	1.35	1.60	30.91	28.89	22.64	19.02
600673	东阳光	8.16	-0.10	0.36	0.49	0.63	-83.52	22.67	16.82	12.95
603505	金石资源	27.13	0.58	0.88	1.31	1.58	47.03	30.78	20.77	17.15

资料来源：同花顺iFinD，华福证券研究所

注：盈利预测为一致性预测

- 外部国际公约支撑制冷剂供给端优化
- 国内配额制维持政策一致性、稳定性、可预期性
- 2025年细分品种供需格局可以更加乐观
- 投资建议
- 风险提示

- 政策变动风险。
- 政策支持力度不及预期。
- 需求不及预期。
- 市场竞争趋于激烈。
- 项目推进不及预期。
- 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

**在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。**

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

