

超配（维持）

基础化工行业 2025 年上半年投资策略

重磅增量政策出台，需求回暖值得期待

2024 年 11 月 24 日

投资要点：

卢立亭

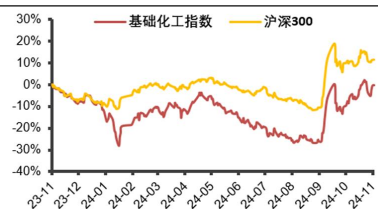
SAC 执业证书编号：

S0340518040001

电话：0769-22110925

邮箱：luliting@dgzq.com.cn

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，同花顺 iFinD

相关报告

- **重磅增量政策出台，需求回暖值得期待。**目前行业盈利磨底，企业新增产能意愿有望减弱，叠加重要会议强调防内卷，行业供给压力有望逐步趋缓；而随着一揽子重磅增量政策的落地实施，下游需求改善值得期待，有望带动基础化工行业供需格局逐步向好。细分板块来看，一是建议关注磷矿石供需格局有望维持紧平衡的磷化工板块；二是关注行业供给端受政策约束的制冷剂板块；三是关注有望受益于下游家电和汽车需求改善的改性塑料板块。
- **磷化工：**供给方面，年初发布的《推进磷资源高效高值利用实施方案》提出，要完善磷矿资源市场配置和矿业权出让制度，严格有序投放磷矿矿业权，合理确定新建矿山开采规模，提升磷矿资源可持续保障能力，预计磷矿供给投放将更加有序。同时，由于国内磷矿矿山大部分已进入深部开采，地下深部水文地质条件复杂，工程量大，投资额高，矿山建设周期长，2025年新增产量仍存在不确定性。需求方面，下游磷肥具有刚需属性，对磷矿石的需求有望维持稳定；而新能源汽车景气度维持高位，有望继续拉动磷矿石需求增长。磷矿石供需格局有望维持紧平衡，价格或维持坚挺运行，从而对整个磷化工产业链形成支撑。个股方面，建议关注云天化（600096）、川恒股份（002895）、兴发集团（600141）等行业领先公司。
- **制冷剂：**2025年配额政策落地，整体来看，二代和三代制冷剂在供给端依然严格受控，供给端约束不改。为满足下游生产需要，政策对部分品种的配额进行了调增，但调整后不改行业竞争格局。需求端，近几个月空调排产、新能源车产销保持快速增长。在家电、汽车以旧换新补贴和海外市场需求向好的背景下，空调、新能源汽车产销有望维持良好增长，利好制冷剂需求持续提升，建议关注三美股份（603379）和巨化股份（600160）。
- **改性塑料：**近年来我国的塑料改性化率从2011年的16.3%逐步提升至2021年的24%，但与全球50%的改性化率相比仍有较大提升空间。随着我国一揽子重磅增量政策的出台，以及家电、汽车以旧换新补贴政策的实施，改性塑料下游需求有望持续改善，建议关注金发科技（600143）、沃特股份（002886）和普利特（002324）。
- **风险提示：**能源价格剧烈波动导致化工产品价差收窄风险；宏观经济波动风险；房地产、基建、汽车、家电需求不及预期风险；部分化工产品新增产能过快释放导致供需格局恶化风险；行业竞争加剧风险；贸易摩擦影响产品出口风险；海运费波动影响出口风险；天灾人祸等不可抗力事件的发生。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目录

1. 回顾：2024Q3 业绩同环比承压	4
2. 政策：供给端强调防内卷，需求端着力稳经济	7
2.1 供给端强调防止“内卷式”恶性竞争，畅通落后低效产能退出渠道	7
2.2 需求端政策不断加码，重磅增量政策稳经济	8
3. 磷化工：三季度归母净利润同环比提升，磷矿石价格有望维持高位	9
3.1 2024 年三季度业绩表现良好	9
3.2 磷矿石供需或将维持紧平衡，业内领先企业分红率大幅提升	11
4. 制冷剂：2025 年配额政策落地，供给约束下行业景气有望延续	16
4.1 2025 年配额政策落地，供给端约束不改	16
4.2 空调需求旺盛，11 月排产增速亮眼	17
5. 改性塑料：家电、汽车补贴政策带动改性塑料需求增长	20
5.1 改性塑料盈利受原油、塑料价格影响较大，行业竞争格局较为分散	20
5.2 家电、汽车补贴政策带动改性塑料需求增长	22
6. 投资策略	27
7. 风险提示	28

插图目录

图 1：2013 年以来我国化工品价格指数走势情况	4
图 2：2023 年以来化工行业细分领域 PPI 情况	4
图 3：2020Q1-2024Q3 中信基础化工行业季度营业总收入增长情况	5
图 4：2020Q1-2024Q3 中信基础化工行业季度归母净利润增长情况	5
图 5：2007 年以来基础化工板块在建工程、固定资产同比增速变化情况	5
图 6：2006-2024 年三季度末基础化工板块在建工程、固定资产、在建工程在固定资产中的占比情况	5
图 7：截至 11 月 13 日，2024 年年初以来各板块涨跌幅情况（按中信行业分类）	6
图 8：中信基础化工行业过去十年 PB 变化情况（截至 2024 年 11 月 13 日）	6
图 9：中信基础化工行业过去十年 PE（TTM）变化情况（截至 2024 年 11 月 13 日）	6
图 10：2021Q1-2024Q3 磷肥及磷化工板块单季度营业收入增速变化情况	10
图 11：2021Q1-2024Q3 磷肥及磷化工板块单季度归母净利润增速变化情况	10
图 12：磷化工产业链	11
图 13：全球磷矿石储量地区分布情况	11
图 14：国内磷矿石储量地区分布情况	11
图 15：2016-2023 年我国磷矿石产量变化情况	12
图 16：2016-2023 年全球磷矿石产量变动情况	12
图 17：2024 年 1-9 月份我国磷矿石产量月度变化情况	13
图 18：2024 年以来我国磷矿石价格走势情况	13
图 19：我国磷矿石下游各领域占比情况	14
图 20：2019-2024 年前三季度黄磷产量同比变动情况	14
图 21：2019-2024 年前三季度磷酸一铵产量同比变动情况	14
图 22：2019-2024 年前三季度磷酸二铵产量同比变动情况	14
图 23：2019-2024 年前三季度工业级磷铵产量同比变动情况	15
图 24：2019-2024 年前三季度磷酸铁锂产量同比变动情况	15
图 25：磷肥及磷化工板块部分上市公司股息率（近 12 个月）情况（股价对应 11 月 12 日收盘价）	15

图 26 : 2025 年制冷剂 R22 生产配额的企业分布情况	17
图 27 : 2021 年以来我国空调出口量、产量累计同比增速变动情况	18
图 28 : 2024 年 11 月我国空调排产增长情况	18
图 29 : 近一年来 R32 价格走势图	18
图 30 : 2023 年以来 R32 毛利润走势图	18
图 31 : 近一年来 R22 价格走势图	18
图 32 : 近一年来 R22 毛利润走势图	18
图 33 : 近一年来 R134a 价格走势图	19
图 34 : 近一年来 R134a 毛利润走势图	19
图 35 : 改性塑料示意图	20
图 36 : 2023 年以来布伦特原油期货结算价变动情况	21
图 37 : 2021-2024 年我国聚丙烯粒料年均价变动情况 (2024 年均价截至 11 月 21 日)	21
图 38 : 2021-2024 年我国 ABS 年均价变动情况 (2024 年均价截至 11 月 21 日)	22
图 39 : 近年来改性塑料板块毛利率变动情况	22
图 40 : 2022-2024 年预计我国改性塑料产量 (万吨) 年均复合增速为 6.01%	23
图 41 : 2022-2024 年预计我国改性塑料市场规模 (亿元) 年均复合增速为 5.89%	23
图 42 : 2015-2023 年我国限额以上企业家用电器和音像器材类商品销售额年度同比增速情况	23
图 43 : 我国限额以上企业家用电器和音像器材类商品月度零售额	24
图 44 : 我国限额以上企业家用电器和音像器材类商品月度零售额同比增速情况	24
图 45 : 2018-2023 年我国汽车产量增速变化情况	25
图 46 : 2018-2023 年我国新能源汽车产量增速变化情况	25
图 47 : 2021Q1-2024Q3 改性塑料板块单季度营业收入增速变化情况	26
图 48 : 2021Q1-2024Q3 改性塑料板块单季度归母净利润增速变化情况	26

表格目录

表 1 : 今年下半年我国出台的部分重磅经济政策	8
表 2 : 磷肥及磷化工各上市公司 2024 年前三季度营业总收入、归母净利润同比增速情况	10
表 3 : 磷肥及磷化工板块各上市公司 2024Q3 营业总收入、归母净利润同环比增速情况	10
表 4 : 磷肥及磷化工板块部分上市公司 2022 年、2023 年现金分红比例情况	15
表 5 : 改性塑料板块各上市公司 2024 年前三季度营业总收入、归母净利润同比增速情况	26
表 6 : 改性塑料板块各上市公司 2024Q3 营业总收入、归母净利润同环比增速情况	27
表 7 : 重点公司盈利预测 (截至 11 月 21 日收盘价)	28

1. 回顾：2024Q3 业绩同环比承压

金九银十不及预期，三季度化工价格指数走弱。2024 年第三季度，我国化工产品价格指数呈下跌趋势，Q3 均值同比下降 3.13%，环比下降 4.13%，主要是由于三季度下游需求较为疲软，金九银十表现不及预期，行业整体供需格局较差，且原油价格下行也导致部分化工品价格缺乏成本端支撑而下跌。

从细分板块 PPI 来看，2023 年下半年至 2024 年 7 月份，化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业 PPI 同比降幅呈收窄态势。然而今年 8 月份以来，化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业 PPI 同比情况拐头向下。10 月份，我国化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业 PPI 分别同比-5.60%和-2.50%。而橡胶和塑料制品业 PPI 10 月份的同比降幅也相比 9 月份走扩至-1.90%。

图 1：2013 年以来我国化工品价格指数走势情况



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 2：2023 年以来化工行业细分领域 PPI 情况



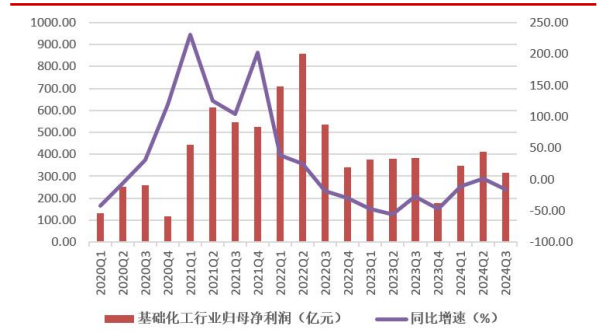
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

三季度基础化工板块业绩同环比承压，仅少数板块同环比实现提升。2024Q3，基础化工板块营业总收入为 6288.80 亿元，同比下降 2.59%，环比下降 3.00%；归母净利润是 316.56 亿元，同比下降 16.29%，环比下降 23.68%；基础化工板块 2024Q3 毛利率是 16.72%，同比下降 0.68 个百分点，环比下降 1.35 个百分点；净利率是 5.18%，同比下滑 0.91 个百分点，环比下降 1.44 个百分点。2024Q3 板块业绩同环比承压，主要是由于三季度下游需求疲软，而供给端依旧宽松，化工品整体价格、盈利呈下行趋势。从细分板块来看，只有磷肥及磷化工和改性塑料板块 Q3 的归母净利润实现同比和环比双增长，只有磷肥及磷化工、钾肥、电子化学品、其他化学原料这四个板块 Q3 的毛利率实现同比和环比的双提升。

三季度末行业在建工程增速有所加快。资本支出方面，截至 2024 年三季度末，中信基础化工板块在建工程是 4707.98 亿元，同比+6.79%，在建工程规模为 2006 年以来新高，增速相比二季度末有所加快；固定资产是 13997.75 亿元，同比+16.34%。2024 年三季度末在建工程在固定资产中的占比为 33.63%，相比二季度末提升 1.75 个百分点。后续来看，目前行业盈利磨底，预计企业扩产意愿将下降，静待供给端新增产能压力减缓。

图 3：2020Q1-2024Q3 中信基础化工行业季度营业总收入增长情况

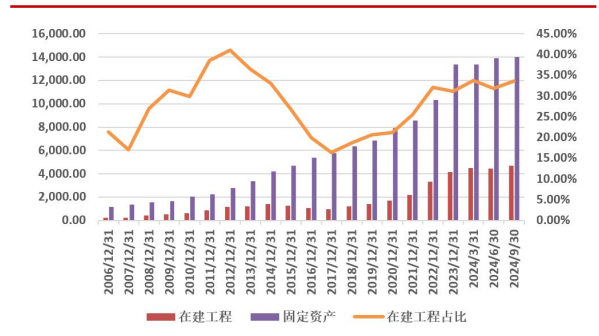

数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 4：2020Q1-2024Q3 中信基础化工行业季度归母净利润增长情况


数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 5：2007 年以来基础化工板块在建工程、固定资产同比增速变化情况


数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

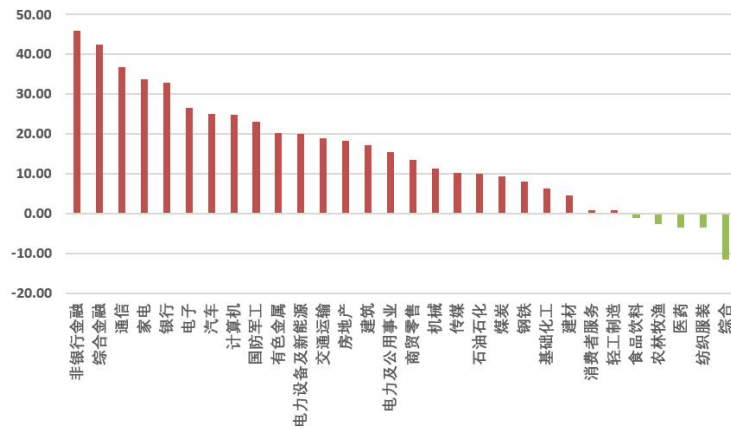
图 6：2006-2024 年三季度末基础化工板块在建工程、固定资产、在建工程在固定资产中的占比情况


数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

行业盈利较弱，今年以来板块跑输沪深 300。二级市场表现方面，截至 2024 年 11 月 13 日，中信基础化工行业年初以来上涨 6.29%，跑输沪深 300 指数 13.52 个百分点，在中信 30 个行业中排名第 22。年初以来基础化工板块表现明显落后于沪深 300 指数，主要是行业整体盈利表现依然偏弱所致。

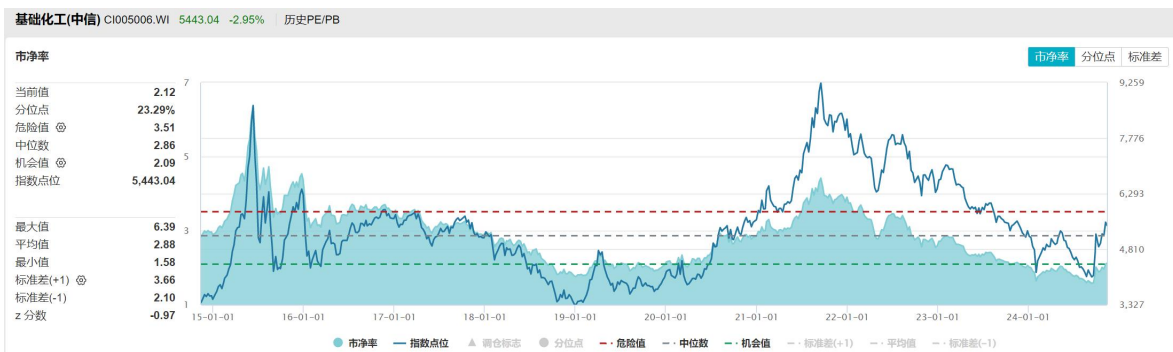
受重磅增量政策提振，板块估值有所修复。市净率估值方面，根据万得的统计数据，截至 2024 年 11 月 13 日，中信基础化工板块 PB 为 2.12 倍，处于近十年 23.29% 的分位点水平。市盈率估值方面，截至 2024 年 11 月 13 日，中信基础化工板块 PE (TTM) 为 35.55 倍，处于近十年 56.75% 的分位点水平。受 9 月底的一揽子重磅增量政策发布的影响，近期基础化工板块的估值相比 9 月中旬有所提升。

图 7：截至 11 月 13 日，2024 年年初以来各板块涨跌幅情况（按中信行业分类）



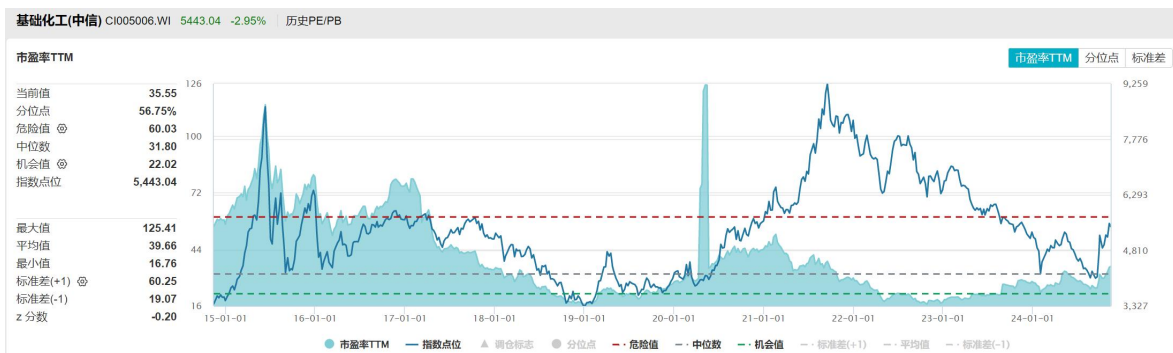
数据来源：同花顺iFinD，东莞证券研究所

图 8：中信基础化工行业过去十年PB变化情况（截至2024年11月13日）



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 9：中信基础化工行业过去十年PE（TTM）变化情况（截至2024年11月13日）



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

2. 政策：供给端强调防内卷，需求端着力稳经济

2.1 供给端强调防止“内卷式”恶性竞争，畅通落后低效产能退出渠道

供给端强调防内卷，强化优胜劣汰机制。今年 7 月 30 日，中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势和经济工作，明确提出要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争；强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。

而早在今年 5 月 29 日，国务院印发《2024—2025 年节能降碳行动方案》（以下简称《行动方案》），《行动方案》提出，2024 年，单位国内生产总值能源消耗和二氧化碳排放分别降低 2.5%左右、3.9%左右，规模以上工业单位增加值能源消耗降低 3.5%左右，非化石能源消费占比达到 18.9%左右，重点领域和行业节能降碳改造形成节能量约 5000 万吨标准煤、减排二氧化碳约 1.3 亿吨。2025 年，非化石能源消费占比达到 20%左右，重点领域和行业节能降碳改造形成节能量约 5000 万吨标准煤、减排二氧化碳约 1.3 亿吨。即 2024—2025 年，重点领域和行业节能降碳改造形成节能量合计约 1 亿吨标准煤、减排二氧化碳约 2.6 亿吨。

初步测算，扣除原料用能和非化石能源消费量后，“十四五”前三年，全国能耗强度累计降低约 7.3%，在保障高质量发展用能需求的同时，节约化石能源消耗约 3.4 亿吨标准煤、少排放二氧化碳约 9 亿吨。但与此同时，受新冠疫情等因素影响，全国能耗强度降低仍滞后于时序进度，部分地区节能降碳形势较为严峻，完成“十四五”规划《纲要》确定的节能降碳约束性指标，任务仍然艰巨。

石化化工行业节能降碳目标量占比较大。具体到石化行业方面，《行动方案》指出，2024—2025 年，石化化工行业节能降碳改造形成节能量约 4000 万吨标准煤、减排二氧化碳约 1.1 亿吨，在所有重点领域和行业的节能量和二氧化碳减排量中分别占比 40%和 42.31%。

炼油、乙烯、合成氨、电石行业产能的能效情况与目标仍有一定差距。《行动方案》还指出，到 2025 年底，全国原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，炼油、乙烯、合成氨、电石行业能效标杆水平以上产能占比超过 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。而根据国家发改委公布的《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南（2022 年版）》，截至 2020 年底，我国炼油、乙烯、合成氨、电石行业能效优于标杆水平的产能分别约占 25%、20%、7%、3%，能效低于基准水平的产能分别约占 20%、30%、19%、25%，与此次《行动方案》中提出的目标仍有一定差距。

严格石化化工产业政策要求，严控高耗能领域新增产能。《行动方案》明确，要强化石化产业规划布局刚性约束。严控炼油、电石、磷铵、黄磷等行业新增产能，禁止新建用汞的聚氯乙烯、氯乙烯产能，严格控制新增延迟焦化生产规模。新建和改扩建石化化工项目须达到能效标杆水平和环保绩效 A 级水平，用于置换的产能须按要求及时关停并拆除主要生产设施。全面淘汰 200 万吨/年及以下常减压装置。

总的来看，政策层面强调防止“内卷式”恶性竞争，强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道；而此前国务院印发节能降碳行动方案，石化化工行业节能降碳

的节能量和二氧化碳减排量在所有重点领域和行业中分别占比 40%和 42.31%，且强调要强化石化产业规划布局刚性约束。我们认为，基础化工行业经过了这两年产能的快速扩张，目前行业竞争加剧，产品盈利承压，在国家政策强调防止内卷、节能降碳的背景下，行业内落后产能有望逐步退出，整体供给端增速将逐步下降。

2.2 需求端政策不断加码，重磅增量政策稳经济

今年以来国家针对需求端的政策逐步加码。7 月 24 日，统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。9 月 24 日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会主要负责人介绍了金融支持经济高质量发展有关情况，多项重磅政策同时推出，进一步支持经济稳增长。其中，备受市场关注的是降准降息、降低存量房贷利率、统一房贷最低首付比例等宽松的货币政策和房地产支持政策。9 月 26 日，中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势和经济工作，提出要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地，要回应群众关切，调整住房限购政策。11 月 8 日，人大常委会明确，从 2024 年开始，我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。再加上这次全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，直接增加地方化债资源 10 万亿元。同时也明确，2029 年及以后到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。政策协同发力后，2028 年之前，地方需要消化的隐性债务总额从 14.3 万亿元大幅下降至 2.3 万亿元，化债压力大大减轻。

近几个月系列重磅政策的出台，包括消费品以旧换新政策、降准降息、支持房地产止跌回稳的相关措施、大力度支持化解地方政府债务等，显示出国家稳经济促发展的决心，系列组合拳的落地将有利于基础化工行业下游需求的逐步改善。

表 1：今年下半年我国出台的部分重磅经济政策

时间	部门/文件/会议	主要内容
2024年7月24日	国家发展改革委、财政部发布《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。
2024年9月24日	国务院新闻办公室举行新闻发布会	央行： 降低存款准备金率和政策利率，并带动市场基准利率下行；降低存量房贷利率，统一房贷最低首付比例；创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展。 证监会： 推动构建“长钱长投”的政策体系、发布促进并购重组的措施；推动中长期资金入市，重点提出三方面举措；促进并购重组六条举措。 金融监管总局： 优化“无还本续贷”政策 阶段性扩大到中型企业；对六家大型商业银行增加核心一级资本；扩大试点城市范围至北京等18个城市。
2024年9月26日	中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势和经济工作	要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。要降低存款准备金率，实施有力度的降息。要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施。
2024年11月8日	十四届全国人大常委会第十二次会议新闻发布会	从2024年开始，我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。再加上这次全国人大常委会批准的6万亿元债务限额，直接增加地方化债资源10万亿元。同时也明确，2029年及以后到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。
2024年11月13日	财政部、税务总局、住房城乡建设部印发《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》	明确多项支持房地产市场发展的税收优惠政策。包括：1) 对个人购买家庭唯一住房和家庭第二套住房，只要面积不超过140平方米的，统一按1%的税率缴纳契税。2) 对个人销售已购买2年以上(含2年)住房一律免征增值税。3) 将各地区土地增值税预征率下限统一降低0.5个百分点。4) 取消普通住宅和非普通住宅标准的城市，对纳税人建造销售增值额未超过扣除项目金额20%的普通标准住宅，继续实施免征土地增值税优惠政策。

资料来源：政府官网，东莞证券研究所

目前行业盈利磨底，企业新增产能意愿有望减弱，叠加重要会议强调防内卷，行业供给压力有望逐步趋缓；而随着一揽子重磅增量政策的落地实施，下游需求改善值得期待，有望带动基础化工行业供需格局逐步向好。细分板块来看，一是建议关注磷矿石供需格局有望维持紧平衡的磷化工板块；二是关注行业供给端受政策约束的制冷剂板块；三是关注有望受益于下游家电和汽车需求改善的改性塑料板块。

3. 磷化工：三季度归母净利润同环比提升，磷矿石价格有望维持高位

3.1 2024 年三季度业绩表现良好

受磷矿石价格维持高位，磷铵等产品价格同比上涨等因素带动，磷肥及磷化工板块前三季度归母净利润实现快速增长。2024 年前三季度，中信基础化工行业分类中的磷肥及磷化工板块实现营业收入 925.69 亿元，同比-5.43%；实现归母净利润 69.84 亿元，同比+31.69%。单季度来看，磷肥及磷化工板块 2024Q3 实现营业收入 316.02 亿元（YoY-8.46%，QoQ-6.26%），实现归母净利润 25.15 亿元（YoY+57.94%，QoQ+7.07%），板块第三季度业绩同环比继续向好，主要是由于磷铵等产品三季度价格同环比表现较好所致。

公司层面来看，磷肥及磷化工的 9 家上市公司中只有 2 家公司前三季度收入出现负增长，且全部上市公司归母净利实现正增长。其中，川恒股份、川金诺、川发龙磷等公司前三季度收入、归母净利润增速表现均较好。单季度来看，川恒股份、兴发集团 Q3 收入、归母净利润同环比均实现增长，在板块中表现较优。

其中，川恒股份的饲料级磷酸二氢钙三季度价格环比继续上涨，推动公司第三季度业绩环比继续向好。云天化受益于回购磷化集团股权，三季度业绩明显增厚，同时，三季度公司磷铵业务价格整体表现较好，也是公司三季度利润同环比增长的重要原因。兴发集团前三季度得益于农化市场行情回暖，公司磷矿石、磷肥、草甘膦产品盈利能力同比增强，同时特种化学品板块保持良好的发展态势及盈利水平，也对公司业绩形成了重要支撑。

图 10：2021Q1-2024Q3 磷肥及磷化工板块单季度营业收入增速变化情况



数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 11：2021Q1-2024Q3 磷肥及磷化工板块单季度归母净利润增速变化情况



数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

表 2：磷肥及磷化工各上市公司 2024 年前三季度营业总收入、归母净利润同比增速情况

证券代码	证券简称	前三季度营业总收入 (亿元)	同比增速 (%)	前三季度归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)
002895.SZ	川恒股份	39.73	29.36	6.72	36.75
300505.SZ	川金诺	22.00	14.90	1.10	202.18
002312.SZ	川发龙蟒	60.52	11.06	4.25	30.73
600331.SH	宏达股份	24.19	7.90	0.21	130.86
002165.SZ	红宝丽	19.00	2.33	0.46	4.69
600078.SH	澄星股份	24.34	0.18	-0.68	-39.37
600141.SH	兴发集团	220.50	0.04	13.14	37.85
600470.SH	六国化工	48.17	-8.48	0.38	436.09
600096.SH	云天化	467.24	-12.34	44.24	19.42

资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

表 3：磷肥及磷化工板块各上市公司 2024Q3 营业总收入、归母净利润同环比增速情况

证券代码	证券简称	2024Q3 营业总收入 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)	2024Q3 归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)	环比增速 (%)
002895.SZ	川恒股份	14.89	24.98	3.39	3.18	45.97	45.41
002312.SZ	川发龙蟒	20.27	13.02	-13.88	1.31	40.80	-30.96
300505.SZ	川金诺	8.37	6.95	6.98	0.44	160.50	-5.13
600141.SH	兴发集团	86.46	3.54	32.69	5.09	52.73	20.26
002165.SZ	红宝丽	6.41	-7.28	-3.22	0.08	-77.27	-7.98
600470.SH	六国化工	17.57	-9.60	-7.17	0.09	142.55	-63.61
600078.SH	澄星股份	8.17	-15.67	-7.36	-0.51	-4324.58	-450.02
600331.SH	宏达股份	6.57	-16.51	-37.24	-0.37	-1409.12	-158.05
600096.SH	云天化	147.31	-18.54	-18.77	15.83	54.16	14.56

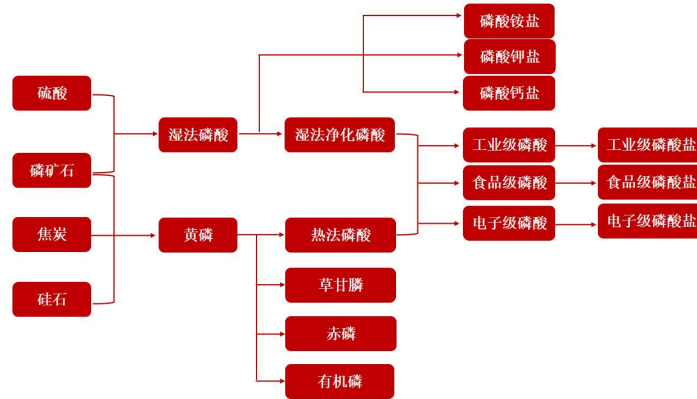
资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

3.2 磷矿石供需或将维持紧平衡，业内领先企业分红率大幅提升

3.2.1 供给端新增产能落地情况仍需跟踪

磷矿石处于磷化工产业链的上游，是产业链的起点，具有不可再生、不可替代的特点。而产业链中游包括磷酸、黄磷等，下游主要是磷酸盐、磷肥等，最终应用领域有农业、养殖、食品、医药、新能源、电子等行业。

图 12：磷化工产业链



数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

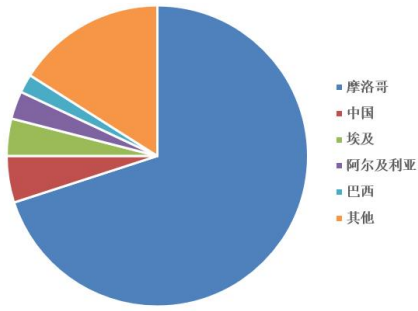
我国磷矿石储量全球第二，但储采比、品位均较低。根据美国地质勘探局 2021 年 1 月的统计数据，全球磷矿石储量约 710 亿吨，主要分布在非洲、北美、亚洲、中东等地区。其中，储量最大的是摩洛哥及西撒哈拉地区，储量达到 500 亿吨，全球占比约 70.4%；储量第二大的是中国，为 32.4 亿吨，全球占比约 4.5%。磷矿石产量方面，中国是全球最大的磷矿石生产国，其次是摩洛哥及西撒哈拉，然后是美国，三者 2021 年产量全球占比分别约 39%、18%和 10%。

但从储采比（静态可采年限）来看，2024 年我国磷矿石储采比为 38，大幅低于同期全球 325 的平均储采比，和摩洛哥 1250 的储采比。整体而言，我国磷矿资源可持续保障能力并不强。

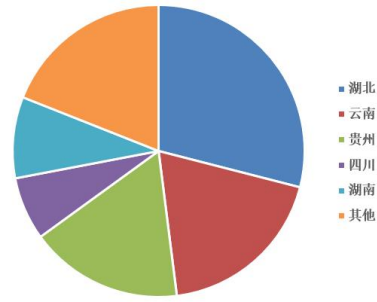
根据国家统计局的数据，我国目前磷矿石的基础储量是 32.4 亿吨，主要分布在湖北、四川、贵州、云南、湖南这五个省份，合计储量在全国占比超过 80%。我国磷矿资源存在富矿少贫矿多、开采难度大、伴生矿多、品位低等特点。我国磷矿近 90.8%为中低品位磷矿，平均品位为 16.85%，较摩洛哥（33%）和美国（30%）存在较大差距，且在技术上可利用、具有经济价值的磷矿储量只有总储量的 22%。

图 13：全球磷矿石储量地区分布情况

图 14：国内磷矿石储量地区分布情况



数据来源：美国地质勘探局，川恒股份2023年年报，东莞证券研究所



数据来源：隆众资讯，东莞证券研究所

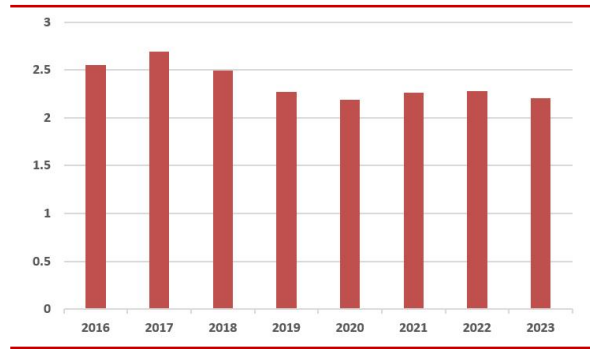
近年来我国磷矿石产量先降后回升。根据国家统计局的数据，自 2016 年以来，我国磷矿石产量大致呈下降趋势，从 2016 年末的 1.44 亿吨下降至 2020 年末的 0.89 亿吨，下降幅度达到 38%。2021 年受磷肥、磷酸铁等需求向好影响，我国磷矿石产量和表观消费量同比明显提升约 16%。2022-2023 年，我国磷矿石产量分别是 1.047 亿吨和 1.053 亿吨，呈小幅上行趋势。全球来看，2017-2020 年全球磷矿石产量也呈下行趋势，从 2017 年的 2.69 亿吨下降至 2020 年的 2.28 亿吨，下降幅度约为 15%。2021-2022 年，受磷矿石下游需求向好和价格上行周期提振，全球磷矿石产量稳步增长，同比增速分别是 3.2% 和 0.88%。然而进入 2023 年，全球磷矿石产量同比下降 3.51% 至 2.2 亿吨，其中摩洛哥磷矿石产量同比下降 10.26%。

图 15：2016-2023 年我国磷矿石产量变化情况



数据来源：同花顺iFinD，东莞证券研究所

图 16：2016-2023 年全球磷矿石产量变动情况



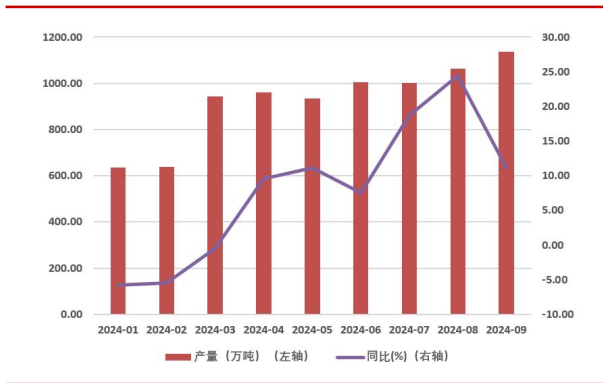
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

今年以来我国磷矿石产量实现较快增长，然下游需求良好，供需格局依然偏紧。2024 年 1-9 月份，我国磷矿石产量为 8226.31 万吨，同比增长 9%。全国磷矿石产量的增长主要是由于四川省磷矿产量大幅增加所致。2024 年四川省新投产磷矿石产能 100 万吨。同时，四川地区磷矿贸易活跃，约一半产量销往长江中下游地区（主要湖北省）。虽然今年前三季度磷矿石产量同比实现较快增长，但下游磷酸一铵、磷酸二铵、工业级磷铵和磷酸铁锂等产品前三季度产量均呈现出不同程度的增长，其中磷酸铁锂同比增长 50.98%，因此磷矿石整体供需格局依然偏紧，使得其价格依然在高位坚挺运行。具体来看，30%品位磷矿石市场价格维持高位，前三季度价格均在 1000 元/吨以上，波动幅度

较小，前三季度均价为 1012.03 元/吨；28%品位磷矿石前三季度市场价格低点为 937 元/吨，高点为 950 元/吨，前三季度均价为 944.50 元/吨；而 25%品位磷矿石价格波动幅度大于前两者，前三季度价格低点在 720 元/吨，高点为 785 元/吨，前三季度均价为 763.03 元/吨。

本轮磷矿石价格上行周期从 2021 年开启，主要是由于疫情下海外供应链受损、美联储货币宽松政策等导致的通胀加剧，能源、粮食价格上涨，传导至磷矿石。随着俄乌冲突的降温、美联储此前大幅加息，能源、粮食价格已从高位明显回落，但我国磷矿石价格依然维持高位，一方面是在环保等政策影响下供给端增速相对节制，另一方面则与下游新能源车对磷酸铁需求快速增长密切相关。

图 17：2024 年 1-9 月份我国磷矿石产量月度变化情况



数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

图 18：2024 年以来我国磷矿石价格走势情况



数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

2024 年 1 月，工业和信息化部、国家发展改革委等八部门联合印发《推进磷资源高效高值利用实施方案》（以下简称《方案》）。《方案》从创新驱动、结构优化、绿色发展、生态培育等四个方面明确了具体发展目标。结构优化目标方面，磷铵、黄磷等传统产品产能利用率显著提升，产业集中度进一步提高；高附加值磷化学品等非农用产品在磷化工中的营收占比不断优化。绿色发展目标方面，标的污染物排放限额达到先进值，能效标杆水平以上的磷铵产能占比超过 35%，新增磷石膏无害化处理率达到 100%、综合利用率达到 65%，存量磷石膏有序消纳。

强化资源保障支撑，行业整合有望加速。《方案》明确，完善磷矿资源市场配置和矿业权出让制度，严格有序投放磷矿矿业权，支持“采、选、加”一体化的大型磷化工优势企业按照市场化原则取得矿业权，合理确定新建矿山开采规模，提升磷矿资源可持续保障能力。支持优强企业通过兼并重组等方式整合中小磷矿，推动技术落后、效率低下、不符合生态环保要求、不具备安全生产条件的磷矿企业依法依规退出。《方案》强调的以上内容，有利于行业中一体化的大型磷化工优势企业进一步获得上游磷矿石资源保障，进一步做大做强；而缺乏下游配套、技术效率环保优势较弱的中小磷矿企业面临退出或被兼并整合的风险，行业集中度有望加速提升。

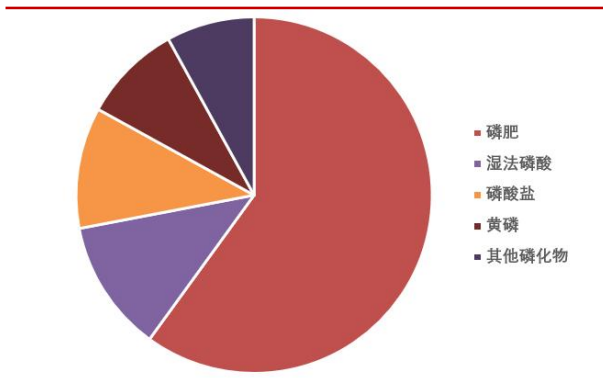
后续来看，根据百川盈孚的数据，2025 年规划新增产能约 2285 万吨，占当前我国磷石产能的 19.18%，规划产能较多。然而，年初发布的《推进磷资源高效高值利用实施

方案》提出，要完善磷矿资源市场配置和矿业权出让制度，严格有序投放磷矿矿业权，合理确定新建矿山开采规模，提升磷矿资源可持续保障能力，预计磷矿供给投放将更加有序；此外，由于国内磷矿石矿山大部分已进入深部开采，地下深部水文地质条件复杂，工程量大，投资额高，矿山建设周期长，2025 年新增产量仍存在不确定性，需要密切跟踪规划产能建设进度和投产情况。

3.2.2 需求端磷肥刚需属性强，新能源贡献增量需求

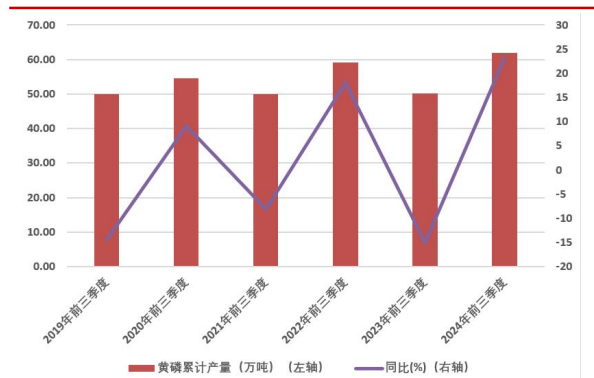
需求方面，根据百川盈孚的数据，磷矿石下游占比最大的磷肥，占比达到 60%，然后是湿法磷酸（12%）、磷酸盐（11%）、黄磷（9%）和其他磷化物（8%）。今年前三季度，磷矿石的下游产品黄磷、磷酸一铵、磷酸二铵、工业级磷铵和磷酸铁锂前三季度产量分别是 61.86 万吨、823.72 万吨、1069.24 万吨、116.65 万吨、179.84 万吨，分别同比+23.16%、+12.02%、+1.3%、+8.51%、+50.98%，对于上游磷矿石的需求具有明显拉动作用。

图 19：我国磷矿石下游各领域占比情况



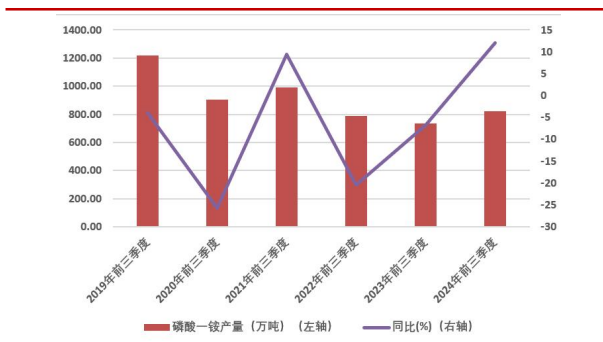
数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

图 20：2019-2024 年前三季度黄磷产量同比变动情况



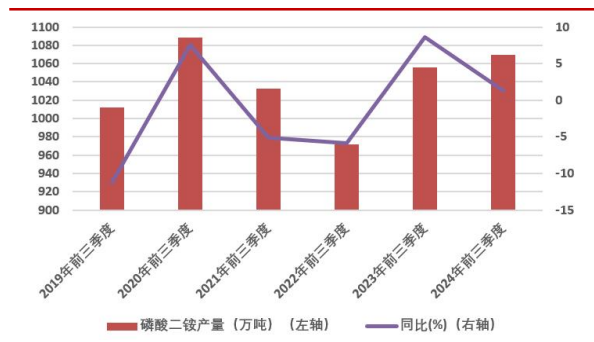
数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

图 21：2019-2024 年前三季度磷酸一铵产量同比变动情况

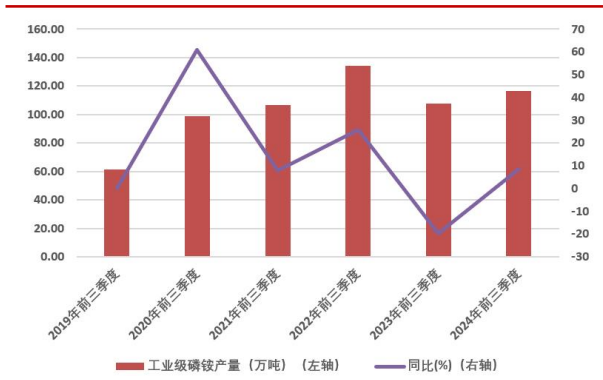


数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

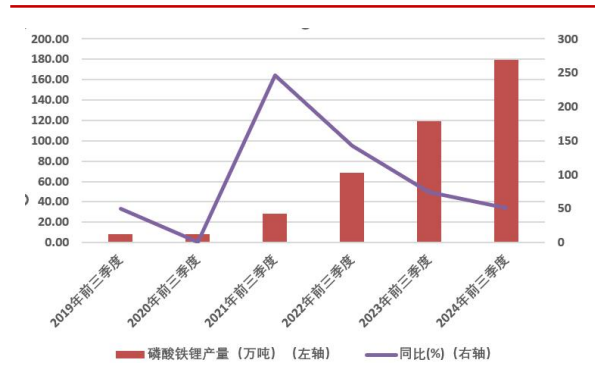
图 22：2019-2024 年前三季度磷酸二铵产量同比变动情况



数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

图 23：2019-2024 年前三季度工业级磷铵产量同比变动情况


数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

图 24：2019-2024 年前三季度磷酸铁锂产量同比变动情况


数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

后续来看，磷肥具有刚需特点，预计未来需求量有望保持相对稳定。湿法磷酸等方面，预计在新能源汽车等的带动下需求量有望实现较快增长，从而带动上游磷矿石需求提升。今年以来，以旧换新补贴政策下新能源汽车产销两旺，前十个月产量和销量分别同比+33.01%和+33.93%，对磷酸铁及其上游磷矿石需求带动较为明显。此外，根据百川盈孚的数据，预计 2025 年我国湿法磷酸产能将继续增加，计划的新增产能或达到 40 万吨，约占目前全国湿法磷酸产能的 11.17%，届时新产能的投产也为磷矿石需求形成支撑。

3.2.3 业内领先企业分红率大幅提升

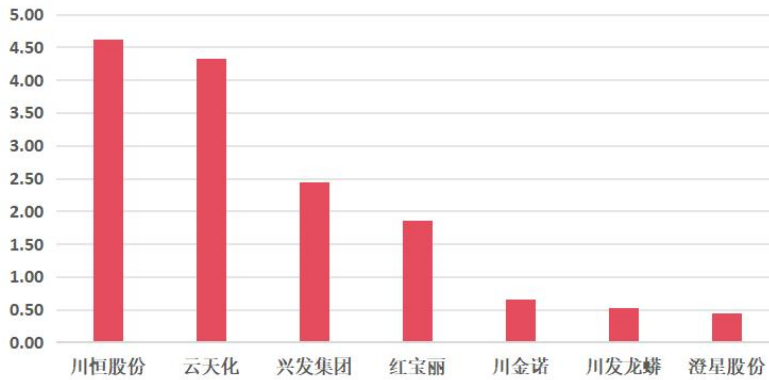
板块内部分公司分红比例、股息率明显提升。2023 年，磷肥及磷化工中的部分领先公司分红比例同比明显提高，川恒股份、兴发集团、川发龙蟒、云天化 2023 年的分红比例分别达到 70.30%、48.01%、41.09%和 40.31%，相比 2022 年分别提升了 23.94、29.15、1.97 和 9.85 个百分点。随着分红比例的提高，其股息率也随之明显提升。以 2024 年 11 月 12 日收盘价测算，川恒股份、云天化的股息率（近 12 个月）分别为 4.62%和 4.33%，处于较高水平。

表 4：磷肥及磷化工板块部分上市公司 2022 年、2023 年现金分红比例情况

证券代码	证券名称	2022年分红比例 (%)	2023年分红比例 (%)
002895.SZ	川恒股份	46.36	70.30
600141.SH	兴发集团	18.85	48.01
002312.SZ	川发龙蟒	39.12	41.09
600096.SH	云天化	30.46	40.31

资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 25：磷肥及磷化工板块部分上市公司股息率（近12个月）情况（股价对应11月12日收盘价）



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

总的来看，供给方面，年初发布的《推进磷资源高效高值利用实施方案》提出，要完善磷矿资源市场配置和矿业权出让制度，严格有序投放磷矿矿业权，合理确定新建矿山开采规模，提升磷矿资源可持续保障能力，预计磷矿供给投放将更加有序。同时，由于国内磷矿矿山大部分已进入深部开采，地下深部水文地质条件复杂，工程量大，投资额高，矿山建设周期长，2025 年新增产量仍存在不确定性。需求方面，下游磷肥具有刚需属性，对磷矿石的需求有望维持稳定；而新能源汽车景气度维持高位，有望继续拉动磷矿石需求增长。磷矿石供需格局有望维持紧平衡，价格或维持坚挺运行，从而对整个磷化工产业链形成支撑。个股方面，建议关注云天化（600096）、川恒股份（002895）、兴发集团（600141）等行业领先公司。

4. 制冷剂：2025 年配额政策落地，供给约束下行业景气有望延续

4.1 2025 年配额政策落地，供给端约束不改

今年下半年，制冷剂板块二级市场呈先抑后扬的走势。7-9 月中，受 R32 配额增发和担忧 2025 年制冷剂配额政策生变等因素的影响下，板块持续下挫。而 9 月末以来，受一揽子重磅增量政策发布的提振，板块跟随市场明显反弹。

从个股业绩来看，行业领先企业巨化股份和三美股份三季报业绩可能低于市场预期，但相比板块中的其他个股来说依然可圈可点。其中，巨化股份前三季度实现营业收入 179.06 亿元，同比+11.83%；实现归母净利润 12.58 亿元，同比+68.40%。公司前三季度制冷剂产品销量同比+11.41%，均价同比+29.81%，收入同比+44.62%至 63.19 亿元。制冷剂产品的量价齐升是公司前三季度业绩快增的重要驱动力。此外，三美股份 2024 年前三季度实现营业总收入 30.39 亿元，同比+16.50%；实现归母净利润 5.61 亿元，同比+135.63%。公司制冷剂产品价格三季度延续涨势，是公司业绩增长的主要驱动力。

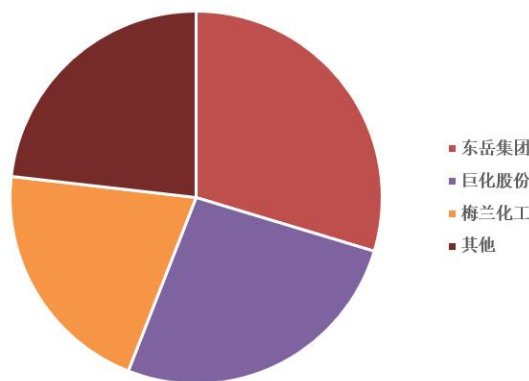
2025 年配额政策落地，供给端约束不改。今年 9 月，生态环境部发布了《2025 年度消耗臭氧层物质配额总量设定与分配方案（征求意见稿）》和《2025 年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案（征求意见稿）》。

三代制冷剂配额总量与 2024 年相同，增发 R32 等品种生产配额。本次分配在 2024 年度配额基础上，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 R32 生产配额 4.5 万吨（内用生产配额 4.5 万吨），R245fa 生产配额 0.8 万吨（内用生产配额 0.8 万吨），R41 生产配额 20 吨（内用生产配额 20 吨），R236ea 生产配额 50 吨（其中内用生产配额 0 吨）。其中，2025 年 R32 内用生产配额相比 2024 年增加 4.5 万吨，有利于缓解下游空调排产旺盛带来的供给缺口。企业分配方面，R32 行业竞争格局不变，新增配额后，巨化股份（含飞源化工 51% 股权）R32 配额为 11.39 万吨，东岳集团配额为 5.61 万吨，三美股份配额为 3.30 万吨。

三代制冷剂任一品种年度配额累计调增不得超过 10%。三代制冷剂配额调整方面，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 配额调整不得增加总二氧化碳当量，任一品种 HFCs 的年度配额累计调增量不得超过该生产单位根据本方案分配方法核定的该品种配额量的 10%。生态环境部根据行业需求在 2025 年期间安排两次 HFCs 配额调整，生产单位提交配额调整申请的日期分别是 2025 年 4 月 30 日前和 8 月 31 日前。

R22 生产配额削减 18%，东岳、巨化市占率高。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，即 2025 年我国 HCFCs 生产和使用量分别削减基线值的 67.5% 和 73.2%。其中，2025 年 R22 的生产配额为 149068 吨，占 HCFCs 生产配额总量的 91%。2025 年 R22 生产配额相比 2024 年削减 18.03%；内用生产配额是 80862 吨，相比 2024 年削减 27.74%。据测算，2025 年 R22 生产配额最多的前三家企业是东岳集团（4.42 万吨，占比 30%）、巨化股份（3.92 万吨，占比 26%）和梅兰化工（3.11 万吨，占比 21%），CR3 约 77%，行业集中度高。

图 26：2025 年制冷剂 R22 生产配额的企业分布情况



数据来源：生态环境部，东莞证券研究所

4.2 空调需求旺盛，11 月排产增速亮眼

空调需求向好，11 月排产快增。2024 年前 10 个月，我国空调出口量/产量累计同比增长 27.20%/8.20%。同时，奥维云网（AVC）数据显示，2024 年 11 月我国家用空调排

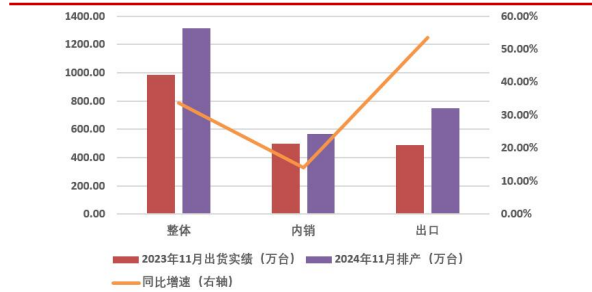
产 1314 万台，同比增长 33.6%；其中内销排产 566 万台，同比增长 14.0%；出口排产 748 万台，同比增长 53.5%。内外销排产均呈现积极增长态势。我们认为，随着新兴市场需求持续释放，以及国内以旧换新对内需的刺激，空调产销量有望持续增长，从而带动制冷剂产品需求向好。

图 27：2021 年以来我国空调出口量、产量累计同比增速变动情况



数据来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

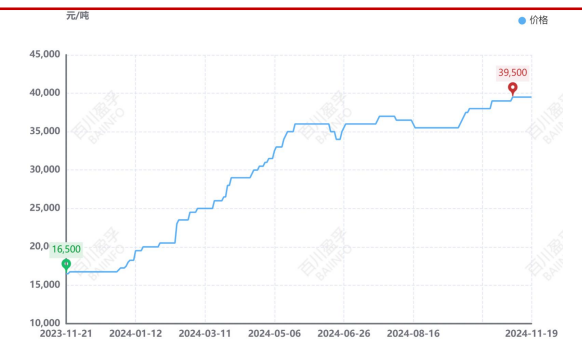
图 28：2024 年 11 月我国空调排产增长情况



数据来源：奥维云网，东莞证券研究所

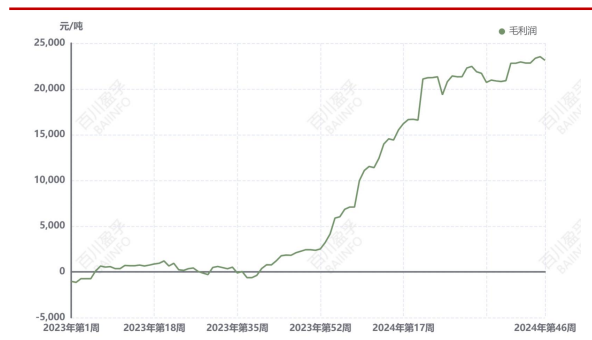
受下游需求向好和明年配额政策落地的驱动，主流制冷剂产品价格在三季度以反弹上行为主，但品种之间走势强弱有所分化，部分产品价格强势运行，但部分波动较大。价格运行最为强势的品种有 R32 和 R22，截至 11 月 19 日，R32 和 R22 价格分别是 3.95 万元/吨和 3.2 万元/吨，分别同比+139.39%和+64.1%，分别相比 6 月末 +9.72%和+6.67%。盈利方面，11 月第二周 R32 和 R22 的毛利润分别达到 23130 元/吨和 20736.5 元/吨，分别同比+1176.76%和+143.69%。

图 29：近一年来 R32 价格走势图



数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

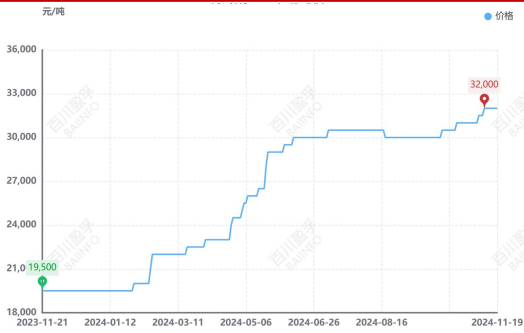
图 30：2023 年以来 R32 毛利润走势图



数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

图 31：近一年来 R22 价格走势图

图 32：近一年来 R22 毛利润走势图



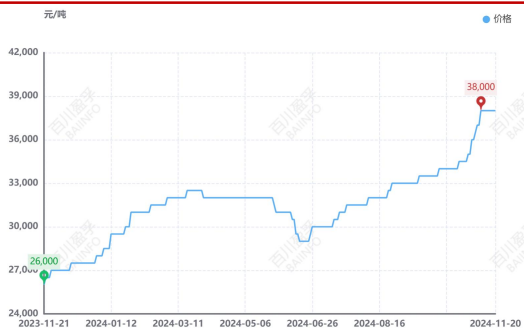
数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所



数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

R134a 价格在 6 月份出现明显回调，下跌幅度接近 10%，主要受下游需求较弱和市场担忧配额政策调整等因素的影响。7 月以来，R134a 价格稳步上涨，进入 11 月上旬，上涨速度有所加快。截至 11 月 19 日，R134a 价格为 3.8 万元/吨，同比+46.15%，相比 6 月末+31.03%。盈利方面，11 月份的第二周，R134a 的毛利润为 21037 元/吨，同比+290.09%。今年下半年以来，R134a 价格的改善主要是受行业库存逐步消化，以及以旧换新补贴政策下汽车尤其是新能源汽车产销量提升等因素的影响。

图 33：近一年来 R134a 价格走势图



数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

图 34：近一年来 R134a 毛利润走势图



数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

整体来看，2025 年配额政策落地，供给端约束不改，且从配额调增品种的情况来看，表明政策调整以满足下游生产需要和供应链安全为重点，价格可能不是影响政策调整的核心，二代和三代制冷剂在供给端依然严格受控。需求端，近几个月空调排产、新能源车产销依然快速增长，在家电、汽车以旧换新补贴和海外市场需求向好的背景下，空调、新能源汽车产销有望维持良好增长，利好制冷剂需求继续提升，建议关注三美股份（603379）和巨化股份（600160）。

5. 改性塑料：家电、汽车补贴政策带动改性塑料需求增长

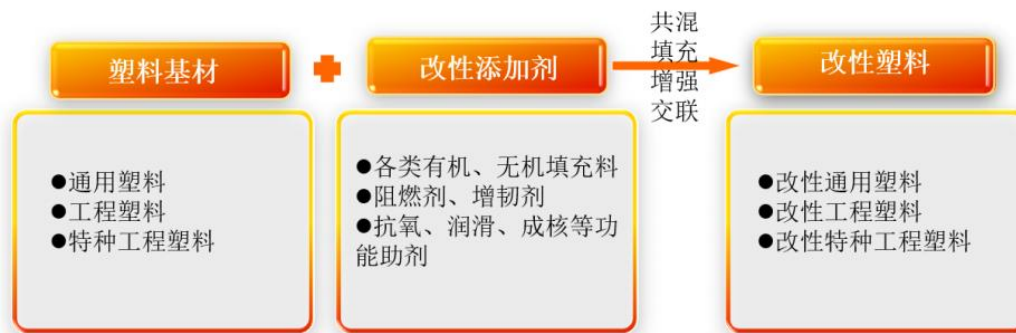
5.1 改性塑料盈利受原油、塑料价格影响较大，行业竞争格局较为分散

塑料材料是以合成树脂为主要原料的高分子材料，具有良好的可塑性。根据市场需求、物理特性和价格的不同，塑料通常分为三大类：通用塑料、工程塑料和特种工程塑料。尽管这些塑料产品展现出多种优良性能，但单一成分的塑料仍面临物理特性不足的问题，并且存在易燃、易老化和强度不足等固有缺陷。因此，在汽车、轨道交通和电器等领域的应用中，往往需要对塑料进行改性以满足特定要求。

塑料改性主要是以通用塑料、工程塑料或特种工程塑料为基础，辅以各种有机和无机填充料及功能助剂，通过填充、增韧、增强、共混和合金化等技术手段，提升塑料在力学、流变性、燃烧性以及电、热、光、磁等方面的性能。根据功能，塑料改性可分为阻燃改性、抗静电改性、抗老化改性、降解改性和功能化改性等；而按改性过程则主要分为物理改性和化学改性。

新材料是国家工业发展的基础行业，近年来，在我国重点发展高端制造业、战略性新兴产业、构建“国内大循环”战略和实现经济转型的背景下，改性塑料作为重要的新材料种类，是我国实现目前规划的重要产业，发展国产高端改性塑料是我国实现进口替代重要的步骤。近年来，国家和地方政府推出多项激励措施，旨在促进改性塑料等高分子材料行业的快速发展。

图 35：改性塑料示意图



数据来源：《富恒新材向不特定合格投资者公开发行股票并在北京证券交易所上市招股说明书》，东莞证券研究所

改性塑料行业上游的直接原材料主要有聚乙烯（PE）、聚丙烯（PP）、聚苯乙烯（PS）、聚氯乙烯（PVC）、丙烯腈-丁二烯-苯乙烯（ABS）、聚酰胺（PA）和聚对苯二甲酸丁二醇酯（PBT）等塑料。其中，聚丙烯（PP）和丙烯腈-丁二烯-苯乙烯（ABS）的使用量尤为突出，分别约占改性塑料行业的 43%和 31%。

而聚丙烯（PP）、聚酰胺（PA）和丙烯腈-丁二烯-苯乙烯（ABS）等塑料作为石化

产业链的重要组成部分，其市场价格与原油价格的波动密切相关。2020 年下半年至 2022 年初，原油价格的上涨推动了 PA、PP、ABS 等塑料价格的上升，导致改性塑料行业的盈利能力受到挤压。相应的，受原材料价格上涨的影响，中信行业分类的改性塑料板块 2021-2022 年毛利率分别是 14.89% 和 14.46%，相比 2020 年的 22.78% 明显下降。

然而，2022 年至 2023 年上半年，由于供需关系的变化以及原油价格的回落，PA、PP、ABS 等塑料的价格开始下降。进入 2023 年 6 月，国际油价的高位运行为 PA、PP、ABS 等塑料价格提供了一定程度的支持。同时，政府出台了一系列旨在稳定经济和促进汽车、家电等行业的政策，有效地刺激了下游需求，使得塑料价格开始呈现上行趋势，特别是在 8 月份，塑料价格的上涨趋势愈发明显。2023 年四季度原油需求预期走弱，且欧佩克+减产力度不及市场预期，导致原油价格呈下行趋势，拖累塑料价格走低。整体来看，2023 年原油和塑料价格同比下降，大部分改性塑料上市公司毛利率有所改善。但由于业内头部公司如金发科技的部分业务景气度下行、毛利率下降，拖累改性塑料板块 2023 年毛利率同比下降 1.81 个百分点至 12.65%。

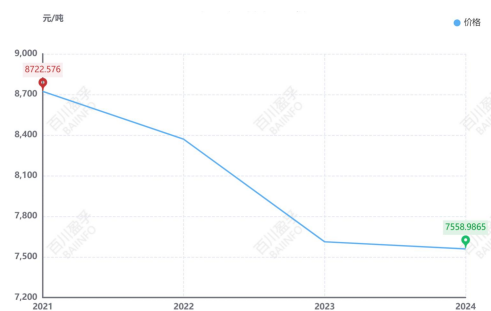
2024 年 1-4 月，OPEC+ 的减产执行力度较好，推动原油价格上涨，但 4-5 月，随着下游需求的走弱，原油价格明显走低；6 月短暂反弹后，受全球经济需求偏弱运行、OPEC+ 产量相对宽松等的影响，原油价格三季度加速下挫。截至 11 月 7 日，今年以来，布伦特原油期货结算价的均值是 81.02 美元/桶，相比 2023 年全年 82.17 美元/桶的均价略有下降。而塑料方面，我国聚丙烯粒料今年前十个月产量同比增长 4.22%，但供过于求之下，其年初至今价格（截至 11 月 21 日）相比去年全年均价略降 0.69%；而 ABS 由于今年前十个月产量同比下降 28.06%，使得其年初至今价格（截至 11 月 21 日）相比去年全年均价上涨 6.53%。作为改性塑料使用量最大的两种原材料，今年以来 PP 价格的略降和 ABS 价格的上涨使得前三季度改性塑料的成本压力有所加大。相应地，改性塑料板块 2024 年前三季度毛利率同比下降 1.65 个百分点至 11.81%。

图 36：2023 年以来布伦特原油期货结算价变动情况



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 37：2021-2024 年我国聚丙烯粒料年均价变动情况（2024 年均价截至 11 月 21 日）



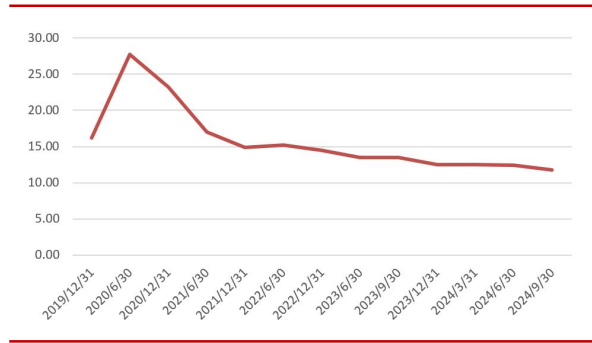
数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

图 38：2021-2024 年我国 ABS 均价变动情况（2024 年均价截至 11 月 21 日）



数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

图 39：近年来改性塑料板块毛利率变动情况



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

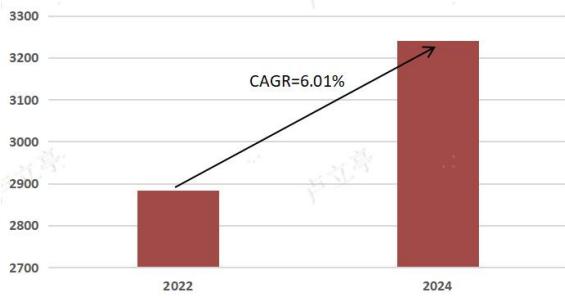
中国改性塑料产业规模庞大，但企业分布较为分散，行业集中度有待提高。改性塑料应用范围广泛，新能源、人工智能、物联网等新兴技术的发展进一步拓宽了改性塑料的应用场景，造就了改性塑料巨大的市场规模。同时，不同应用领域和终端产品对改性塑料的性能要求各异，使得改性塑料在实际应用中呈现出非标准化和定制化的特点，导致市场上改性塑料品种繁多。各厂商通常专注于特定的细分市场和客户群体，难以全面覆盖市场需求，导致行业格局分散，竞争激烈。

中高端改性塑料产品国产替代空间广阔。目前，国内改性塑料领域的上市公司众多，包括金发科技、国恩股份、会通股份、普利特、道恩股份、南京聚隆和聚赛龙等。然而，在中高端改性塑料产品市场，国内企业的市场份额相对较小，与杜邦、巴斯夫、朗盛等国际大型化工企业在资金规模和技术实力上存在较大差距。这些跨国企业通常集原料供应、改性设备、品牌建设、技术研发和产品销售于一体。近年来，部分国内改性塑料企业通过技术创新、生产工艺优化，以及性价比和本地化服务的优势，在部分中高端产品领域逐步实现进口替代，未来国产替代的趋势有望进一步增强。

5.2 家电、汽车补贴政策带动改性塑料需求增长

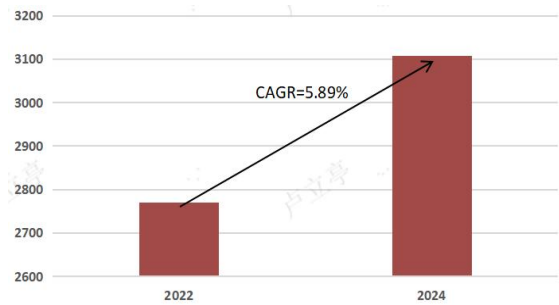
改性塑料下游应用领域广泛，我国塑料改性化率仍有提升空间。目前，改性塑料凭借其质轻、易塑、价廉、性能丰富的优点，被广泛应用于家用电器、汽车工业、消费电子、信息通讯等下游领域。国内来看，根据中商产业研究院的数据，2016-2021 年我国改性塑料产量由 1,563 万吨提升至 2,650 万吨，年均复合增速是 11.14%，预计 2022 年改性塑料产量将达到 2,884 万吨，同比增长 8.83%，2024 年将增至 3,421 万吨，相比 2022 年增长 18.62%，维持快速增长势头。市场规模方面，2022 年我国改性塑料市场规模约为 2,771 亿元，同比增长 6.44%，2023 年我国改性塑料市场规模将达 2,939 亿元，预计 2024 年将达 3,107 亿元。近年来我国的塑料改性化率从 2011 年的 16.3% 逐步提升至 2021 年的 24%，但与全球 50% 的改性化率相比仍有较大提升空间。

图 40: 2022-2024 年预计我国改性塑料产量(万吨) 年均复合增速为 6.01%



数据来源:《富恒新材向不特定合格投资者公开发行股票并在北京证券交易所上市招股说明书》, 东莞证券研究所

图 41: 2022-2024 年预计我国改性塑料市场规模(亿元) 年均复合增速为 5.89%

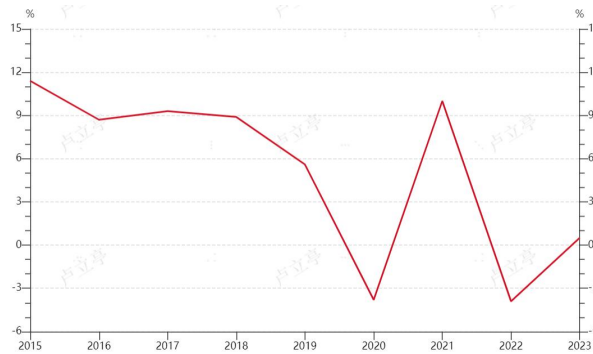


数据来源:《2022年会通新材料股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2024年跟踪评级报告》, 东莞证券研究所

5.2.1 家电领域

随着家电行业的不断发展,塑料在家电中的使用量急剧上升,已经成为家电领域中仅次于钢铁的第二重要材料。洗衣机和冰箱在制造过程中使用塑料原材料的比例高达 30%至 40%,而在电视机的生产中,塑料的使用比例则在 23%到 25%之间,空调器的塑料使用率大约为 11%。改性塑料因其良好的特性被广泛用于家电产品的外壳、风扇叶片、装饰件等部件,几乎所有用于家电的塑料都需要经过改性处理以满足特定需求。由于家电行业与房地产市场的周期性密切相关,而近年来受到房地产市场波动和宏观经济压力的影响,我国限额以上企业家电零售额出现了波动。

图 42: 2015-2023年我国限额以上企业家用电器和音像器材类商品销售额年度同比增速情况



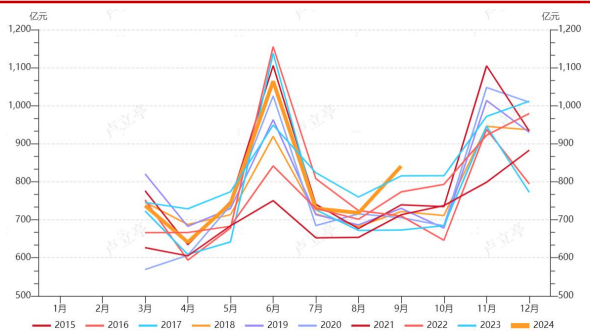
数据来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

自 2024 年起,家电行业迎来了一系列政策支持,特别是在 2 月 23 日的中央财经委员会第四次会议上,强调了加快产品更新换代是推动高质量发展的重要举措,要鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。3 月 1 日,国务院常务会议审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》。7 月 24 日,国家发改委和财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》,明确支持家电产品以旧换新,对个人消费者购买 2 级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、

电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等 8 类家电产品给予以旧换新补贴。补贴标准为产品销售价格的 15%，对购买 1 级及以上能效或水效标准的产品，额外再给予产品销售价格 5% 的补贴。8 月初，消费品以旧换新领域 1500 亿元国债资金已全部下达到地方。

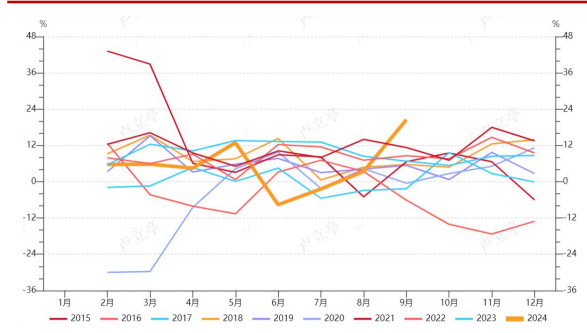
受家电补贴政策的影响，9 月份，我国限额以上企业家用电器和音像器材的零售额是 841 亿元，同比增长 20.5%，增速比上月加快 17.1 个百分点，单月零售额和零售额增速均为近十年来同期最高。11 月排产方面，产业在线数据显示，2024 年 11 月空冰洗排产合计总量共计 3135 万台，较去年同期生产实绩增长 20.7%。分产品来看，11 月份家用空调排产 1519.2 万台，较去年同期实绩增长 41.6%；冰箱排产 856 万台，较上年同期生产实绩增长 9.3%；洗衣机排产 760 万台，较去年同期生产实绩增长 2.4%，显示三大白电排产维持良好增长势头。

图 43：我国限额以上企业家用电器和音像器材类商品月度零售额



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 44：我国限额以上企业家用电器和音像器材类商品月度零售额同比增速情况



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

随着上一批大规模家电下乡产品到达更换周期，家电补贴政策的积极推动预计将刺激国内家电市场的需求。而海外方面，东南亚、非洲等新兴市场对家电需求持续旺盛，家电出口需求有望得到支撑。因此，内外需共振之下，预计家电行业的景气度有望得以维持。

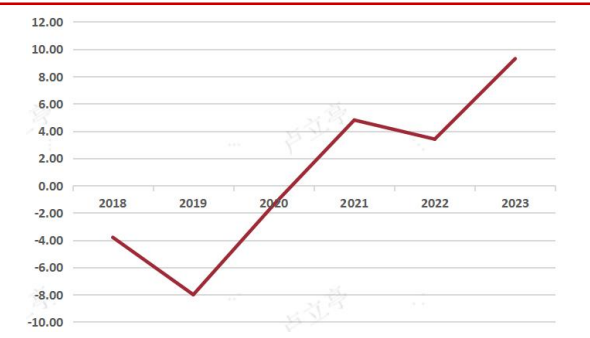
5.2.2 汽车领域

轻量化和环保节能已成为汽车行业的主导趋势。相较于传统金属材料的高密度和成本，塑料因其卓越的综合性能和经济性，逐渐在汽车制造业中占据一席之地。特别是随着改性塑料技术的不断进步，其在阻燃、机械强度、抗冲击、韧性和可塑性等方面的性能提升，使其能够更好地适应汽车产业的设计需求。改性塑料的应用有助于减轻车辆的重量，不仅增强了汽车的动力性能，还有效降低了能源消耗。根据中国汽车工程学会发布的《节能与新能源汽车技术路线图（2.0 版）》，轻量化技术被列为重点发展领域，预计到 2035 年，燃油乘用车的轻量化系数将降低 25%，而纯电动乘用车的轻量化系数将降低 35%。由于新能源汽车增加了电池组模块、充电设施等，其对改性工程塑料的需求相比传统燃油车有所提高，每辆新能源车大约需要 30 公斤的工程塑料用量。随着新能源汽车渗透率的提升，轻量化趋势下，预计改性塑料需求量有望持续增长。

近年来我国汽车产量增速有所波动。2018-2020 年，我国汽车产量呈下降趋势，产

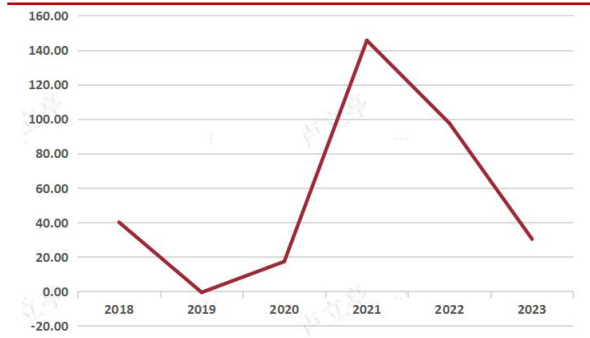
量同比增速分别为-3.80%、-8.00%和-1.40%，主要是受中美经贸摩擦、环保标准切换、经济波动影响消费意愿等因素的影响。进入 2021 年，汽车市场出现回暖迹象，企业复工复产进展顺利，加之新能源汽车技术进步和市场接受度的提升，以及关键零部件供应能力的增强，推动了新能源汽车的快速增长。在此背景下，2021-2023 年，我国汽车产量分别实现了 4.80%、3.40%和 9.30%的同比增长，新能源汽车产量的增长更是分别达到了 145.60%、97.50%和 30.30%。

图 45：2018-2023 年我国汽车产量增速变化情况



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 46：2018-2023 年我国新能源汽车产量增速变化情况



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

2024 年，随着以旧换新补贴政策等的出台落地，以及新能源汽车在供应方面的持续增强，消费者的购买意愿有望明显提升，从而推动新能源汽车产销量保持快速增长。2024 年 4 月 12 日，商务部等 14 个部门联合发布了《促进消费品更新换代行动计划》，该计划设定了明确的目标：到 2025 年，加速淘汰国三及以下排放标准的乘用车，并力争使报废汽车的回收量比 2023 年增加 50%。新政策的推行预计将促进汽车回收量的增长，刺激汽车市场的需求，并加快电动化转型的步伐。2024 年 7 月，国家发改委和财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知，明确提高乘用车报废更新补贴标准，对报废 2018 年 4 月 30 日前注册登记的新能源乘用车或 2.0L 及以下排量燃油乘用车，并购买纳入《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车，补贴 2 万元；对报废国三及以下排放标准燃油乘用车 并购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车的，补贴 1.5 万元。8-10 月，各地方开始执行汽车消费补贴政策，叠加各大车企新车型的陆续推出，预计汽车四季度产销量有望明显改善。

5.2.3 改性塑料板块三季报表现较好

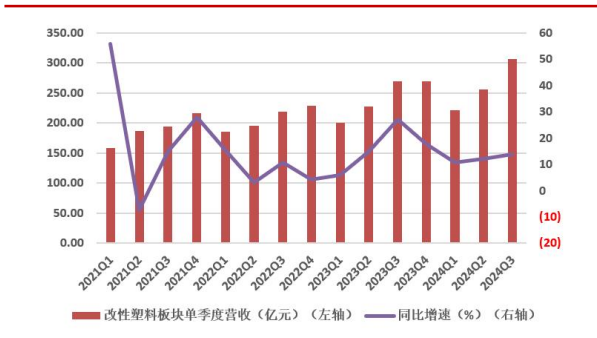
受今年家电、汽车行业以旧换新补贴政策的影响，改性塑料板块前三季度业绩实现较快增长，在基础化工板块的细分行业中表现较好。2024 年前三季度，中信基础化工行业分类中的改性塑料板块实现营业收入 784.51 亿元，同比+12.37%；实现归母净利润 18.81 亿元，同比+1.18%；实现扣非归母净利润 18.45 亿元，同比+10.96%。单季度来看，改性塑料板块 2024Q3 实现营业收入 307 亿元（YoY+13.74%，QoQ+20.00%），实现归母净利润 7.20 亿元（YoY+23.27%，QoQ+7.40%），板块第三季度业绩同环比继续向好，主要是由于今年以来，改性塑料的主要下游领域家电、汽车在以旧换新补贴政策下，景气度较好，部分公司改性塑料产销量实现较好增长。

公司层面来看，前三季度板块中 16 家上市公司中只有 3 家公司收入出现负增长，而富恒新材、江苏博云、南京聚隆、奇德新材和金发科技前三季度收入增速表现较好，均在 15% 以上。利润端，板块中 11 家公司前三季度归母净利润实现正增长，沃特股份、金发科技等增速居前。单季度来看，金发科技、沃特股份等公司第三季度收入、归母净利润环比增速均表现较优。

其中，金发科技得益于改性塑料和新材料产品市场占有率提升，以及绿色石化和医疗健康产品产能爬坡，各产品产销量同比均实现增长，今年第三季度，金发科技单季度营收创历史新高。沃特股份前三季度 LCP、PPA、PPS 等特种高分子材料产品的营业收入均实现显著提升。特别是 LCP 业务，随着原材料问题的解决，已进入良性发展轨道，毛利率同比改善明显。沃特华本 PTFE 业务是沃特股份在半导体领域的重要布局，今年上半年公司完成对沃特华本 100% 的收购，其业绩赋能在三季度逐步显现。

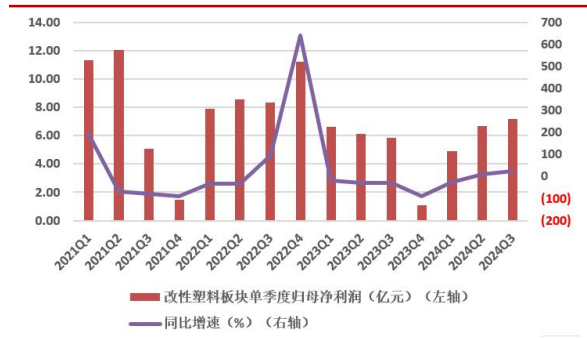
总的来看，近年来我国的塑料改性化率从 2011 年的 16.3% 逐步提升至 2021 年的 24%，但与全球 50% 的改性化率相比仍有较大提升空间。随着我国一揽子重磅增量政策的出台，以及家电、汽车以旧换新补贴政策的实施，改性塑料下游需求有望持续改善，建议关注金发科技（600143）、沃特股份（002886）和普利特（002324）。

图 47：2021Q1-2024Q3 改性塑料板块单季度营业收入增速变化情况



数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 48：2021Q1-2024Q3 改性塑料板块单季度归母净利润增速变化情况



数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

表 5：改性塑料板块各上市公司 2024 年前三季度营业总收入、归母净利润同比增速情况

证券代码	证券简称	2024 年前三季度营业总收入 (亿元)	同比增速 (%)	2024 年前三季度归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)
002886.SZ	沃特股份	12.87	16.29	0.25	62.97
300221.SZ	银禧科技	14.16	17.25	0.39	46.66
600143.SH	金发科技	404.65	18.01	6.83	41.02
688219.SH	会通股份	42.90	9.81	1.52	33.68
002768.SZ	国恩股份	141.60	11.79	4.58	21.17
301003.SZ	江苏博云	4.78	31.35	1.01	20.38
300995.SZ	奇德新材	2.54	26.00	0.06	10.28
832089.BJ	禾昌聚合	11.14	12.30	0.91	5.70
832469.BJ	富恒新材	5.73	45.86	0.47	5.65
300644.SZ	南京聚隆	16.12	29.47	0.56	5.44
002838.SZ	道恩股份	37.69	12.05	0.98	0.36
301131.SZ	聚赛龙	11.83	14.05	0.26	-21.04
002324.SZ	普利特	57.38	-11.69	2.09	-47.99
300586.SZ	美联新材	12.69	-9.10	0.37	-63.78
300538.SZ	同益股份	22.82	1.21	0.06	-71.45
300478.SZ	杭州高新	2.47	-9.52	-0.16	-138.43

资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

表 6：改性塑料板块各上市公司 2024Q3 营业总收入、归母净利润同比增速情况

证券代码	证券简称	2024Q3营业总收入（亿元）	同比增速（%）	环比增速（%）	2024Q3归母净利润（亿元）	同比增速（%）	环比增速（%）
600143.SH	金发科技	171.18	22.78	33.35	3.03	1,886.40	9.77
002886.SZ	沃特股份	4.80	23.82	8.37	0.10	138.65	8.61
002768.SZ	国恩股份	48.34	2.08	-1.44	1.84	43.91	21.16
300221.SZ	银禧科技	5.40	21.20	12.65	0.13	24.44	-45.84
300995.SZ	奇德新材	0.97	43.78	11.81	0.02	21.86	233.68
688219.SH	会通股份	15.60	7.05	7.15	0.57	16.63	9.49
301003.SZ	江苏博云	1.67	30.69	-1.47	0.31	3.48	-13.90
832089.BJ	禾昌聚合	4.21	6.83	15.45	0.32	-3.27	11.07
002838.SZ	道恩股份	14.47	28.61	29.67	0.31	-3.64	-0.30
301131.SZ	聚赛龙	4.24	9.92	1.52	0.12	-13.52	17,063.35
300644.SZ	南京聚隆	6.12	24.87	11.12	0.15	-24.77	-13.82
832469.BJ	富恒新材	1.79	21.69	-18.52	0.13	-36.39	-16.56
002324.SZ	普利特	19.88	-18.87	10.30	0.65	-67.56	-0.64
300586.SZ	美联新材	4.17	-2.46	-3.19	0.02	-81.58	-75.24
300538.SZ	同益股份	9.21	9.10	14.55	0.01	-91.34	-19.36
300478.SZ	杭州高新	0.94	-9.51	12.18	-0.07	-113.97	-58.58

资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

6. 投资策略

重磅增量政策出台，需求回暖值得期待。目前行业盈利磨底，企业新增产能意愿有望减弱，叠加重要会议强调防内卷，行业供给压力有望逐步趋缓；而随着一揽子重磅增量政策的落地实施，下游需求改善值得期待，有望带动基础化工行业供需格局逐步向好。细分板块来看，一是建议关注磷矿石供需格局有望维持紧平衡的磷化工板块；二是关注行业供给端受政策约束的制冷剂板块；三是关注有望受益于下游家电和汽车需求改善的改性塑料板块。

磷化工：供给方面，年初发布的《推进磷资源高效高值利用实施方案》提出，要完善磷矿资源市场配置和矿业权出让制度，严格有序投放磷矿矿业权，合理确定新建矿山开采规模，提升磷矿资源可持续保障能力，预计磷矿供给投放将更加有序。同时，由于国内磷矿矿山大部分已进入深部开采，地下深部水文地质条件复杂，工程量大，投资额高，矿山建设周期长，2025 年新增产量仍存在不确定性。需求方面，下游磷肥具有刚需属性，对磷矿石的需求有望维持稳定；而新能源汽车景气度维持高位，有望继续拉动磷矿石需求增长。磷矿石供需格局有望维持紧平衡，价格或维持坚挺运行，从而对整个磷化工产业链形成支撑。个股方面，建议关注云天化（600096）、川恒股份（002895）、兴发集团（600141）等行业领先公司。

制冷剂：2025 年配额政策落地，整体来看，二代和三代制冷剂在供给端依然严格受控，供给端约束不改。为满足下游生产需要，政策对部分品种的配额进行了调增，但调整后不改行业竞争格局。需求端，近几个月空调排产、新能源车产销保持快速增长。在家电、汽车以旧换新补贴和海外市场需求向好的背景下，空调、新能源车产销有望维持良好增长，利好制冷剂需求继续提升，建议关注三美股份（603379）和巨化股份（600160）。

改性塑料：近年来我国的塑料改性化率从 2011 年的 16.3% 逐步提升至 2021 年的 24%，但与全球 50% 的改性化率相比仍有较大提升空间。随着我国一揽子重磅增量政策的出台，以及家电、汽车以旧换新补贴政策的实施，改性塑料下游需求有望持续改善，建议关注

金发科技（600143）、沃特股份（002886）和普利特（002324）。

表 7：重点公司盈利预测（截至 11 月 21 日收盘价）

代码	股票名称	股价（元）	EPS（元）			PE			评级	评级变动
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
600096	云天化	23.02	2.47	2.92	3.03	9.32	7.88	7.60	买入	维持
002895	川恒股份	22.12	1.41	1.79	2.28	15.69	12.36	9.70	买入	维持
600141	兴发集团	24.43	1.24	1.62	2.01	19.54	14.54	11.75	买入	维持
603379	三美股份	33.78	0.46	1.21	1.45	73.43	24.30	17.06	买入	维持
600160	巨化股份	21.73	0.35	0.63	0.8	62.09	21.51	16.34	买入	维持
600143	金发科技	8.87	0.12	0.37	0.59	74.54	23.97	15.03	买入	维持
002886	沃特股份	16.19	0.02	0.15	0.38	703.91	107.93	42.61	买入	维持
002324	普利特	11.18	0.42	0.27	0.32	26.62	41.41	34.94	买入	维持

资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

7. 风险提示

- （1）油价、煤价等上游能源价格剧烈波动导致化工产品价差收窄风险；
- （2）宏观经济波动风险；
- （3）房地产、基建、汽车、家电需求不及预期风险；
- （4）部分化工产品新增产能过快释放导致供需格局恶化风险；
- （5）行业竞争加剧风险；
- （6）贸易摩擦影响产品出口风险；
- （7）海运费波动影响出口风险；
- （8）天灾人祸等不可抗力事件的发生。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn