

证券研究报告



反内卷、谋双碳、驭变局，中国化工迎新篇 化工行业2026年度中期投资策略

金益腾（分析师）

证书编号：S0790520020002

邮箱：jinyiteng@kysec.cn

张晓锋（分析师）

证书编号：S0790522080003

邮箱：zhangxiaofeng@kysec.cn

毕挥（分析师）

证书编号：S0790121070017

邮箱：bihui@kysec.cn

蒋跨越（分析师）

证书编号：S0790523120001

邮箱：jiangkuayue@kysec.cn

徐正凤（分析师）

证书编号：S0790524070005

邮箱：xuzhengfeng@kysec.cn

李思佳（分析师）

证书编号：S0790123070026

邮箱：lisijia@kysec.cn

李婷（联系人）

证书编号：S0790126040022

邮箱：liting@kysec.cn

2026年5月19日

反内卷、谋双碳、驭变局，中国化工迎新篇

1. “反内卷”+碳达峰，国内化工供给端有望迎来改善

本轮化工周期主要由供给端推动，未来周期跨度有望拉长，周期盈利有望再创新高。2024年以来国内行业固定资产投资增速已明显放缓，国内“反内卷”定调从【综合整治“内卷式”竞争】变为【深入整治“内卷式”竞争】。2026年4月，中办、国办发布《关于更高水平更高质量做好节能降碳工作的意见》、《碳达峰碳中和综合评价考核办法》，既明确了未来节能降碳的行动纲领，又建立了刚性约束的考核体系，标志着我国双碳工作进入了更高水平约束、更实举措的全新阶段，化工景气拐点逐渐明朗。

2. 地缘冲突扰动全球能化供应链，看好中国化工稳定供应全球

长期来看，近年来中国化工品销售额及化工行业资本开支均稳居全球第一，并呈稳定增长态势。未来考虑地缘冲突扰动海外供应链，我国化工产业链韧性十足，叠加欧洲等地区化工产业陆续退出，我们看好中国化工产业凭借成本、技术与产能优势，进一步提升全球市场占有率，加速提升中国化工行业话语权。

3. 中短期：盈利拐点+补库周期共振，化工右侧布局窗口全面开启

推荐标的：【聚酯产业链】恒力石化、荣盛石化、新凤鸣、桐昆股份、万凯新材；【氨纶】华峰化学、新乡化纤；【粘胶短纤】三友化工；【有机硅】合盛硅业、三友化工、兴发集团；【制冷剂】巨化股份、三美股份、昊华科技；【磷化工】云天控股、兴发集团；【农药】扬农化工、兴发集团等。受益标的：【聚酯产业链】东方盛虹、恒逸石化、华润材料；【粘胶短纤】中泰化学；【有机硅】新安股份、东岳硅材、鲁西化工、恒圣科技；【制冷剂】东岳集团、永和股份、东阳光；【磷化工】川恒股份、云天化；【农药】江山股份、广信股份、润丰股份等。

4. 长期：供给端向好+稳定供应全球，中国化工全球优势持续强化

推荐标的：【龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化；【煤化工】华鲁恒升等。受益标的：【龙头白马】东方盛虹；【煤化工】鲁西化工；【煤制烯烃】宝丰能源；【乙烷】卫星化学；【氯碱】中泰化学、新疆天业、君正集团、北元集团、嘉化能源、氯碱化工等。

5. 风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行；其他风险详见倒数第4页标注1。

目 录

CONTENTS

1

“反内卷”+碳达峰，国内化工供给端有望迎来改善

2

地缘冲突扰动全球能化供应链，看好中国化工稳定供应全球

3

中短期：盈利拐点+补库周期共振，化工右侧布局窗口全面开启

4

长期：供给端向好+稳定供应全球，中国化工全球优势持续强化

5

盈利预测与投资建议

6

风险提示

■ 中央财经委员会第六次会议定调“反内卷”，2026年政府工作报告进一步明确“深入整治‘内卷式’竞争”。

■ 自2024年7月召开的中共中央政治局会议首次提出防止“内卷式”恶性竞争以来，国内“反内卷”呼声日益强烈。2025年7月1日，中央财经委员会第六次会议定调反内卷，此后化工多个行业迅速跟进，纷纷发起反内卷行动。2025年10月28日，《“十五五”规划建议》提出，坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点，并在统一市场基础制度规则、综合整治“内卷式”竞争、健全一体衔接的流通规则 and 标准等方面作出部署。

■ 2025年12月11日，中央经济工作会议中，从【综合整治“内卷式”竞争】变为【深入整治“内卷式”竞争】。同时，今年政府工作报告中，明确表述“2025年综合整治‘内卷式’竞争成效显著”，以及2026年政府工作报告之一是“深入整治‘内卷式’竞争”。2026年4月28日，中共中央政治局会议再次强调深入整治“内卷式”竞争，未来“反内卷”力度有望进一步加大。

表：“反内卷”政策持续出台

时间	内容
2024年7月	中共中央政治局会议提出，要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。
2024年12月	中央经济工作会议进一步指出，要综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。
2025年3月5日	《政府工作报告》要求，加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争。
2025年7月1日	中央财经委员会第六次会议召开，研究纵深推进全国统一大市场建设、海洋经济高质量发展等问题。会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。
2025年7月4日	公开征求《化工装置老化评估方法(征求意见稿)》意见，企业应科学系统识别、评估与管理化工企业装置、设备老化风险，对实际使用超过20年的化工装置开展老化评估，并采取相应的老化管理措施。
2025年7月18日	工程师谢少锋在7月18日国新办新闻发布会上表示，钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案即将出台，工业和信息化部将推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能。
2025年7月30日	中共中央政治局会议提出，深化改革，纵深推进全国统一大市场建设，推进重点行业产能治理，规范地方招商引资行为。并且强调要依法依规治理企业无序竞争，推动市场竞争秩序持续优化。
2025年8月1日	国家发改委新闻发布会中多次提及“内卷式”竞争，蒋毅表示将加快推进价格法修订，加强政策宣贯和提示提醒。选取“内卷式”竞争问题比较突出的行业领域，有针对性开展成本调查，摸清生产经营情况，督促企业自觉规范价格行为。
2025年10月28日	《“十五五”规划建议》提出，坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点，并在统一市场基础制度规则、综合整治“内卷式”竞争、健全一体衔接的流通规则 and 标准等方面作出部署。
2025年12月11日	中央经济工作会议中，从综合整治“内卷式”竞争变为【深入整治“内卷式”竞争】，反内卷的力度有望加大。
2026年3月5日	政府工作报告在介绍2026年政府工作任务时提出，加强反垄断、反不正当竞争，强化公平竞争审查刚性约束，综合运用产能调控、标准引领、价格执法、质量监管等手段，深入整治“内卷式”竞争，营造良好市场生态。
2026年3月12日	司法部部长贺荣在十四届全国人大四次会议第三场“部长通道”上表示，今年政府立法工作将重点突出几个方面，包括突出优化营商环境。制定全国统一大市场建设条例，着力解决地方保护、不当设置一些准入条件、“内卷式”竞争等问题，体现法治是最好的营商环境。
2026年4月28日	中共中央政治局会议强调，要加快建设现代化产业体系，保持制造业合理比重。纵深推进全国统一大市场建设，深入整治“内卷式”竞争。全面实施“人工智能+”行动，发展智能经济新形态，完善人工智能治理，进一步深化国资国企改革。系统应对外部冲击挑战，提高能源资源安全保障水平，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。

■ 2020年9月22日，我国在第75届联合国大会一般性辩论上郑重宣示，中国二氧化碳排放力争于**2030年前达到峰值**、努力争取**2060年前实现碳中和**的“双碳”战略目标。2021年发布的《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》为双碳工作总纲领，明确总体要求、主要目标、重点任务和保障措施。2026年3月，十五五规划纲要中明确提出“以碳达峰碳中和为牵引，协同推进降碳、减污、扩绿、增长”，**“十五五”期间单位GDP二氧化碳排放强度累计要降低17%**。

■ 2026年4月22日，中办、国办发布《关于更高水平更高质量做好节能降碳工作的意见》，4月23日发布《碳达峰碳中和综合评价考核办法》，两项重磅文件接连发布，既明确了未来节能降碳的行动纲领，又建立了刚性约束的考核体系，标志着我国双碳工作进入了更高水平、更严约束、更实举措的全新阶段。未来高耗能化工项目审批门槛大幅抬升，落后产能加速出清，存量优质产能稀缺性凸显，行业盈利中枢将长期抬升。

表：“双碳”政策持续出台

时间	内容
2021年9月	《中共中央 国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》为双碳工作总纲领，明确总体要求、主要目标、重点任务和保障措施。
2021年10月	国务院正式印发《 2030年前碳达峰行动方案 》。这份文件作为中国实现2030年前碳达峰目标的顶层设计和总体部署，构建了覆盖经济社会发展全过程和各方面的系统性行动框架。
2021年12月	国务院印发《“十四五”节能减排综合工作方案》，到2025年，全国单位国内生产总值能源消耗比2020年下降13.5%，能源消费总量得到合理控制，化学需氧量、氨氮、氮氧化物、挥发性有机物排放总量比2020年分别下降8%、8%、10%以上、10%以上。
2022年2月	工信部等四部门发布《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南（2022年版）》，明确提出对能效在基准水平以下，且难以在规定时限通过改造升级达到基准水平以上的产能，通过市场化方式、法治化手段推动其加快退出。
2022年7月	工信部等三部门发布《工业领域碳达峰实施方案》，提出到2025年，单位工业增加值二氧化碳排放下降幅度大于全社会下降幅度，重点行业二氧化碳排放强度明显下降。
2024年5月	国务院印发《2024—2025年节能降碳行动方案》，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。
2025年7月	发布《固定资产投资项目节能审查和碳排放评价办法》，旨在通过“能碳双控”机制从源头遏制高耗能、高排放项目盲目发展。具体内容包括将年煤炭消费量1000吨以上的项目全部纳入审查范围； 国家发改委直接审查重点领域年综合能源消费量50万吨标准煤及以上（或年煤炭消费量50万吨及以上）项目等。
2025年11月	生态环境部发布了《2024、2025年度全国碳排放权交易市场钢铁、水泥、铝冶炼行业配额总量分配方案》， 到2027年，化工、石化、民航、造纸等行业也将被纳入碳交易市场。
2026年1月	工信部等五部门联合印发《关于开展零碳工厂建设工作的指导意见》，首次从顶层设计层面为零碳工厂建设搭建起系统性政策框架。
2026年3月	十五五规划纲要再次强调，统筹发展和减排，扎实开展碳达峰行动，加快产业结构、能源结构、交通运输结构等调整优化，确保如期实现碳达峰目标。 “十五五”时期，单位国内生产总值二氧化碳排放累计降低17%。
2026年4月22日	中办、国办发布《 关于更高水平更高质量做好节能降碳工作的意见 》，对推进新形势下的节能降碳工作作出系统部署，明确了总体要求、重点任务和实施路径。
2026年4月23日	中办、国办发布《 碳达峰碳中和综合评价考核办法 》，设置“5项控制+9项支撑”的“5+9”指标体系，对评价考核从目标分解、结果评定、实施程序、监测预警等方面进行了部署。

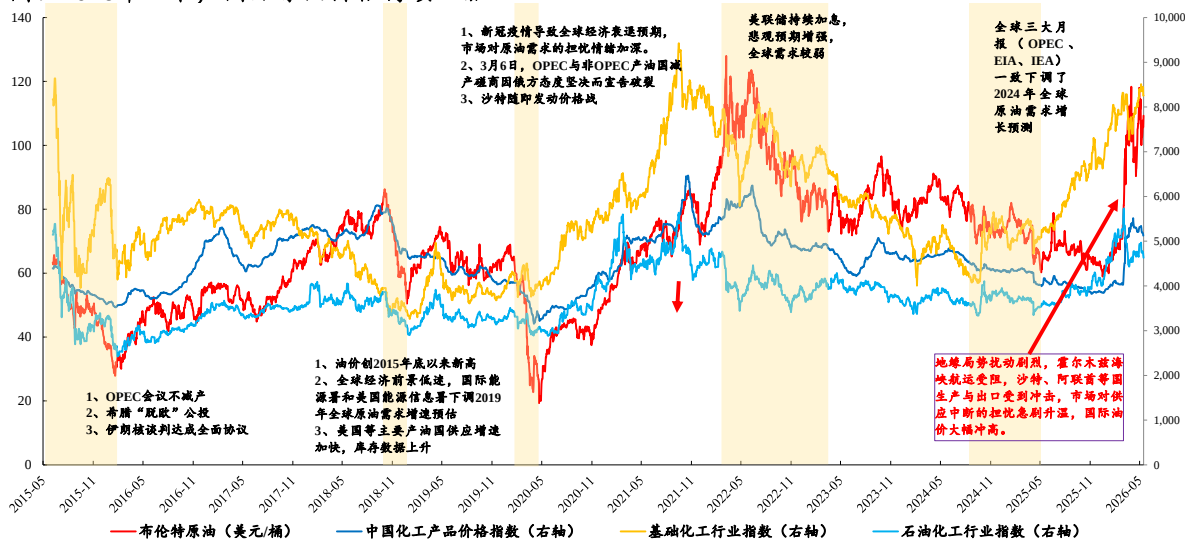
目 录

CONTENTS

- 1 “反内卷”+碳达峰，国内化工供给端有望迎来改善
- 2 地缘冲突扰动全球能化供应链，看好中国化工稳定供应全球
- 3 中短期：盈利拐点+补库周期共振，化工右侧布局窗口全面开启
- 4 长期：供给端向好+稳定供应全球，中国化工全球优势持续强化
- 5 盈利预测与投资建议
- 6 风险提示

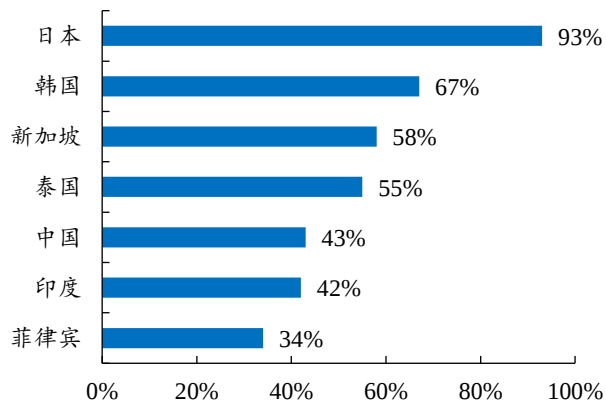
- 3月以来国际原油价格大幅波动上涨，短期或导致化工企业原料压力，长期有望推动中国化工全球市占率进一步提高。2026年2月28日，美国与以色列联合对伊朗发动大规模空袭，随后伊朗对美国及其盟国在中东的军事基地发起导弹打击，同日伊朗宣布封锁霍尔木兹海峡。3月上旬伊朗宣布关闭海峡并威胁反击，供应中断恐慌推动油价大幅破百。3月中下旬随着缓和信号释放与紧张局势反复，油价高位回落并震荡反弹。4月前期，特朗普警告未来两三周将对伊朗进行猛烈打击，并威胁打击伊朗石油设施，伊方强硬回应，双方对峙升级，国际油价大幅冲高至110美元附近。4月中期，美伊双方同意停火两周并启动谈判，此后市场围绕美伊谈判结果反复博弈，国际油价大跌。4月后期，霍尔木兹海峡再次关闭，对峙态势持续加剧，国际油价震荡上涨，重回高位运行。
- 截至2026年5月12日，布伦特原油价格为107.77美元/桶，较2026年初上涨46.97美元/桶，涨幅77.25%。

图：2026年以来，国际原油价格持续上涨



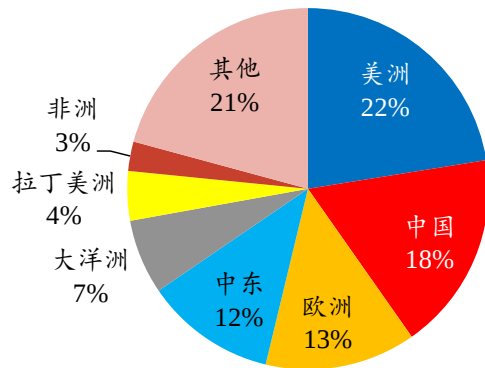
- 受地缘冲突影响，多家在中东运营的能源企业接连宣布停产或减产，且受损装置难以在短时间内复产。据ICIS预测，假设霍尔木兹海峡开放，中东产品出口恢复还需要12到18个月。而中东受损装置恢复所需时间更长，卡塔尔能源表示，其LNG设施受损的恢复预计需要三到五年时间。壳牌表示，其在卡塔尔拉斯拉凡工业城受损的珍珠天然气制油（GTL）工厂2号生产装置（T2）全面修复工作预计需要约一年时间。同时长期停机可能导致腐蚀、蜡质堆积和压力失衡，从而使重启更加复杂。
- 地缘冲突影响将传导至欧洲、日韩等地区。据标普环球能源数据，截至2026年3月22日，中东地区每天超过200万桶炼油产能被关闭，约有10%-12%的全球炼油产能接近冲突区。这意味着进口石脑油和化学品（主要是亚洲）、航空煤油（欧洲和非洲）以及汽油（主要是非洲）的国家将面临供应短缺。印度、巴基斯坦和孟加拉国等亚洲国家将额外面临化肥进口不足的问题。据路透社报道，德国化工行业的商业信心在3月份急剧下降，原因是中东战争对市场前景造成压力，并增加了裁员风险。日本和韩国分别从中东进口70%和50%的石脑油，后续日韩烯烃、PX等化工原料供应量将进一步减少。

图：亚洲地区对中东石油的进口依赖度较高



数据来源：Dlightek、开源证券研究所

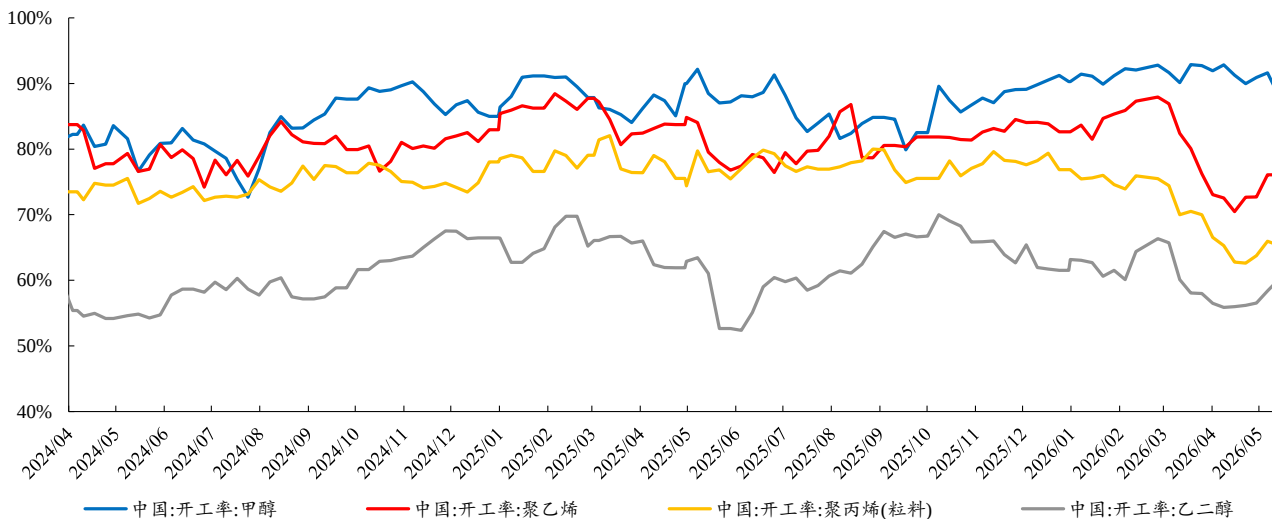
图：中东在全球炼油产能中占比约12% (2026E)



数据来源：IEA、开源证券研究所

■ 2026年3月，中石化总部保民生政策正式落地，国内中石化防御性降负致供给缩量。为优先保障民生用能需求，中石化下属华南地区炼化企业主动下调化工负荷，受影响企业涵盖茂名石化、海南炼化、广州石化、北海炼化及中科炼化等，地方企业也纷纷加入防御性减产行列。截至2026年5月14日，甲醇、聚乙烯、聚丙烯、乙二醇开工率分别为88.19%、74.33%、65.31%、60.10%，较3月初分别-3.46pcts、-12.58pcts、-9.11pcts、-5.63pcts。

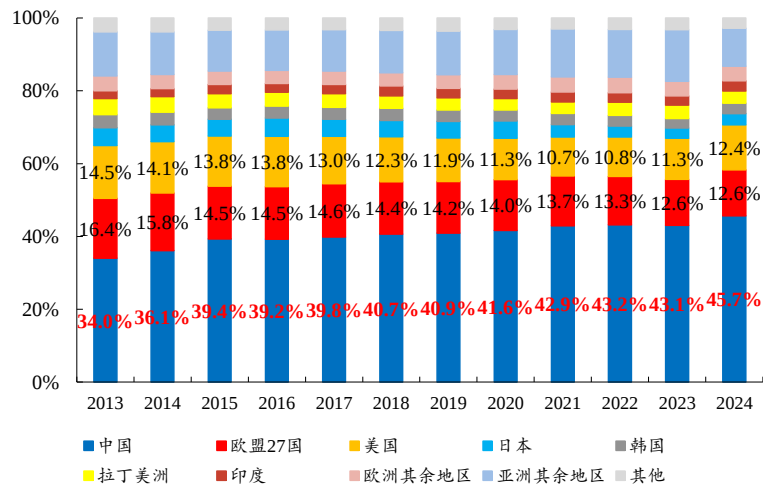
图：2026年3月以来，聚乙烯、聚丙烯等开工率下降明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

- 化工产业是我国最重要的基础制造业之一，全球市占率不断提升。据CEFIC数据，2024年中国化工品销售额约2.30万亿欧元，占全球化工品销售总额的45.7%；2024年中国化工行业资本开支1270亿欧元，占全球化工行业资本开支的46.6%，两项数据自2013年以来均稳居全球第一，并呈稳定增长态势。
- 据欧洲化学工业理事会发布的最新报告，2022年至2025年的四年间，欧洲化工行业累计关闭了高达3700万吨产能，占其总产能的9%。2022年以来，国内化工产业坚定落实国家各项工作部署要求，运行态势整体平稳，稳定供应全球能力凸显。我们看好国内化工行业景气底部向上，化工龙头企业存量资产优势显著，看好中国化工产业凭借成本、技术与产能优势，进一步提升全球市场占有率，加速提升中国化工行业话语权。

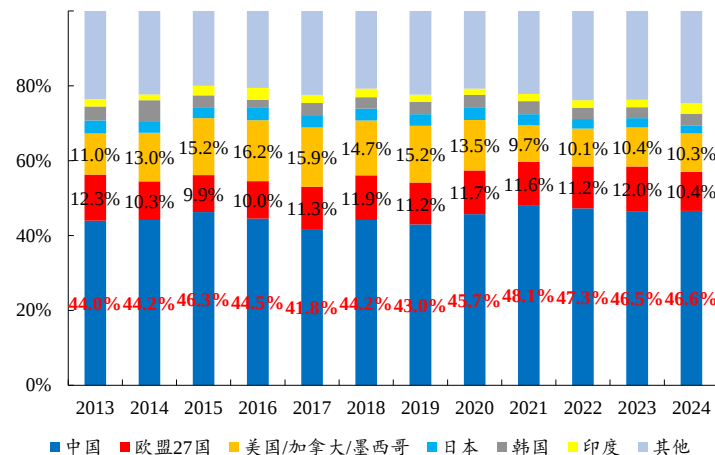
图：2024年，我国在全球化工品销售总额中占比为45.7%



数据来源：CEFIC、开源证券研究所

KYSEC

图：2024年，我国在全球化工资本开支总额中占比为46.6%



数据来源：CEFIC、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1

“反内卷”+碳达峰，国内化工供给端有望迎来改善

2

地缘冲突扰动全球能化供应链，看好中国化工稳定供应全球

3

中短期：盈利拐点 + 补库周期共振，化工右侧布局窗口全面开启

4

长期：供给端向好+稳定供应全球，中国化工全球优势持续强化

5

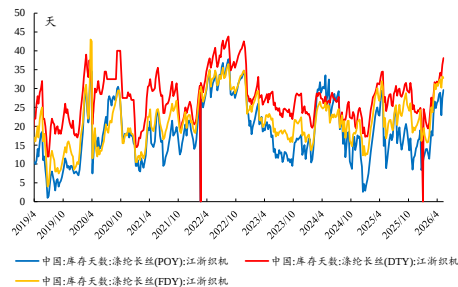
盈利预测与投资建议

6

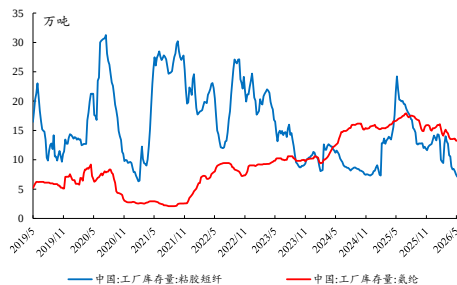
风险提示

- 能源危机致海外化工开工率下降，但终端刚性需求仍在，当前全球化工去库周期已近尾声，多数品种库存降至历史低位，叠加终端旺季来临，主动补库周期即将全面启动。油价中枢回落预期下，化工品价差将持续扩大，板块右侧行情已至。

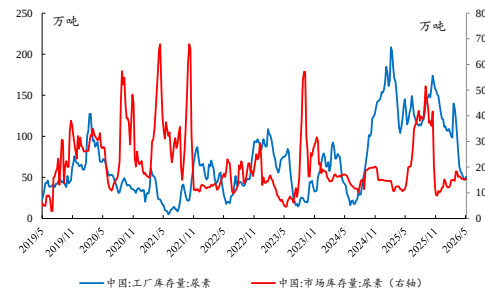
图：5月14日，涤纶POY库存天数为29.6天



图：5月8日，粘胶短纤库存较3月初下降46%



图：5月8日，尿素工厂库存较3月初下降58%



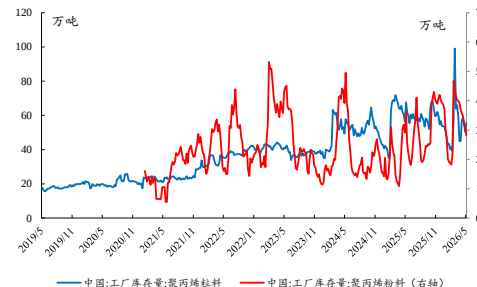
数据来源：Wind、开源证券研究所

图：5月8日，甲醇市场库存较3月初下降36%



数据来源：Wind、开源证券研究所

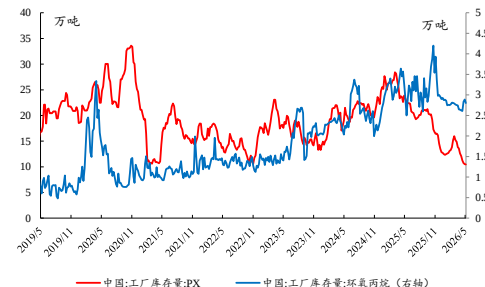
图：5月8日，聚丙烯粒料库存较3月初下降13%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

图：5月8日，PX工厂库存较3月初下降31%



数据来源：Wind、开源证券研究所

- 2026Q1，基础化工板块营收延续增长，盈利能力同比上行明显，全面验证拐点。2026Q1，基础化工板块实现营收6384.7亿元，同比+10.4%、环比+0.3%；实现归母净利润441.1亿元，同比+15.3%、环比+187.3%；销售毛利率17.8%，同比+0.74pcts、环比+1.08pcts；归母净利率6.9%，同比+4.2pcts、环比+4.5pcts。
- 据Wind数据，截至2026年05月13日，基础化工行业市盈率PE为33.6倍、历史分位80.07%，市净率PB为2.5倍、历史分位57.28%；石油石化行业市盈率PE为21.94倍、历史分位75.45%；市净率PB为1.51倍、历史分位38.09%（2010年以来）。

图：2026Q1，基础化工板块营收延续增长，归母净利润同比上行明显

基础化工	当期值（亿元）									同比变化（pcts）								环比变化（pcts）	
	2019Y	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y	2025Y	2025Q4	2026Q1	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y	2025Y	2025Q4	2026Q1	2025Q4	2026Q1
营业收入	15256.6	16113.2	21156.3	24380.0	23130.2	23914.1	24743.6	6363.5	6384.7	5.6%	31.3%	15.2%	-5.1%	3.4%	3.5%	4.2%	10.4%	1.4%	0.3%
营业成本	11978.7	12779.0	16276.0	19459.2	19175.3	19919.9	20515.9	5297.0	5245.6	6.7%	27.4%	19.6%	-1.5%	3.9%	3.0%	3.4%	9.4%	1.9%	-1.0%
毛利	3277.9	3334.2	4880.3	4920.9	3954.9	3994.2	4227.7	1066.5	1139.2	1.7%	46.4%	0.8%	-19.6%	1.0%	5.8%	8.0%	15.2%	-1.3%	6.8%
期间费用：	1987.5	1833.7	1958.3	1999.9	2113.0	2248.3	2361.8	684.9	594.0	-7.7%	6.8%	2.1%	5.7%	6.4%	5.0%	13.5%	16.1%	14.1%	-13.3%
其中：销售费用	727.5	514.5	426.1	446.7	473.6	491.9	507.4	139.4	125.9	-29.3%	-17.2%	4.8%	6.0%	3.9%	3.1%	4.7%	8.9%	9.8%	-9.7%
管理费用	646.9	661.2	763.2	824.9	846.5	879.9	914.2	271.7	217.7	2.2%	15.4%	8.08%	2.6%	3.9%	3.9%	8.4%	4.0%	22.9%	-19.9%
研发费用	340.3	380.2	515.3	590.3	619.0	654.8	689.2	191.1	154.6	11.7%	35.5%	14.6%	4.9%	5.8%	5.3%	8.7%	6.8%	6.8%	-19.1%
财务费用	272.8	277.8	253.6	137.9	173.9	221.6	251.0	82.7	95.7	1.8%	-8.7%	-45.6%	26.1%	27.5%	13.2%	89.5%	128.6%	13.3%	15.7%
归母净利润	528.5	1117.5	2314.0	2234.0	1325.0	1260.3	1328.6	153.5	441.1	111.5%	107.1%	-3.5%	-40.7%	-4.9%	5.4%	-15.0%	15.3%	-60.6%	187.3%
销售毛利率	21.5%	20.7%	23.1%	20.2%	17.1%	16.7%	17.1%	16.8%	17.8%	-0.7%	2.38	-2.88	-3.09	-0.40	0.38	0.59	0.74	-0.35	1.08
期间费用率	13.0%	11.4%	9.3%	8.2%	9.1%	9.4%	9.5%	10.8%	9.3%	-1.65	-2.12	-1.05	0.93	0.27	0.14	0.89	0.45	1.91	-1.46
其中：销售费用率	4.8%	3.2%	2.0%	1.8%	2.0%	2.1%	2.1%	2.2%	2.0%	-1.58	-1.18	-0.18	0.22	0.01	-0.01	0.01	-0.03	0.19	-0.22
管理费用率	4.2%	4.1%	3.6%	3.4%	3.7%	3.7%	3.7%	4.3%	3.4%	-0.14	-0.50	-0.22	0.28	0.02	0.02	0.16	-0.21	0.65	-0.86
研发费用率	2.2%	2.4%	2.4%	2.4%	2.7%	2.7%	2.8%	3.0%	2.4%	0.13	0.08	-0.01	0.25	0.06	0.05	0.13	-0.08	0.50	-0.58
财务费用率	1.8%	1.7%	1.2%	0.6%	0.8%	0.9%	1.0%	1.3%	1.5%	-0.06	-0.52	-0.63	0.19	0.18	0.09	0.59	0.77	0.58	0.20
归母净利率	3.5%	6.9%	10.9%	9.2%	5.7%	5.3%	5.4%	2.4%	6.9%	3.47	4.00	-1.77	-3.43	-0.46	0.10	-0.55	0.29	-4.20	4.50

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 PTA：行业扩产已至尾声，2026年或为盈利向上拐点

下载日志已记录，仅供内部参考

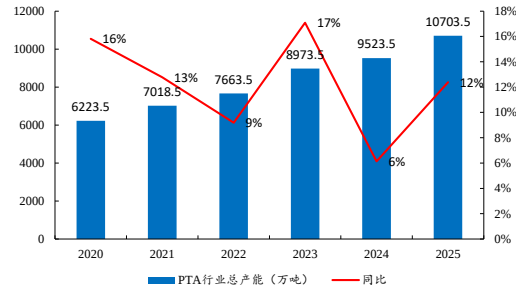
- PTA行业上一轮景气高点出现在2021-2022年，此后伴随行业产能的快速扩张，2024年起大部分企业开始处于亏损状态。
- 进入2025Q3，伴随6月、8月东方盛虹及三房巷分别新增一套PTA装置集中投产+叠加Q3 PTA下游长丝、瓶片等处于需求淡季，PTA价差持续下降，到10月最低点时，PTA时点价差不足100元，按照行业平均350-400元加工成本计算，平均吨亏损250-300元。

表：2019-2025年国内PTA行业处于持续扩产进程

企业	在建/拟建产能（万吨/年）	实际/预计投产时间
四川能投	100	2019年5月投产
新凤鸣（独山能源）	220	2019年10月投产
新疆库尔勒中泰石化	120	2019年12月投产
2019年合计新增产能	440	-
恒力石化（大连）	250	2020年1月投产
恒力石化（大连）	250	2020年6月投产
新凤鸣（独山能源）	220	2020年10月投产
2020年合计新增产能	720	-
福建百宏石化	250	2021年1月投产
东方盛虹（虹港石化）	240	2021年2月投产
浙江逸盛新材料	330	2021年6月投产
2021年合计新增产能	820	-
浙江逸盛新材料	330	2022年1月投产
东莒威联化学	250	2022年12月投产
桐昆股份（嘉通能源）	250	2022年12月投产
2022年合计新增产能	830	-
恒力石化	250	2023年4月投产
恒力石化	250	2023年7月投产
桐昆股份	250	2023年4月投产
海南逸盛	250	2023年12月投产
2023年合计新增产能	1000	-
中国石化仪征化纤	300	2024年4月投产
台化	150	2024年3月投产
新凤鸣	300	2024年12月投产
2024年合计新增产能	750	-
东方盛虹	250	2025年6月投产
三房巷	320	2025年8月投产
新凤鸣	300	2025年10月投产
2025年新增产能	870	-

数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图：2025年国内PTA产能增速12%



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图：2026年5月开始，PTA加工费逐步反弹



资料来源：CCF

3.1 PTA：行业扩产已至尾声，2026年或为盈利向上拐点

下载日志已记录，仅供内部参考

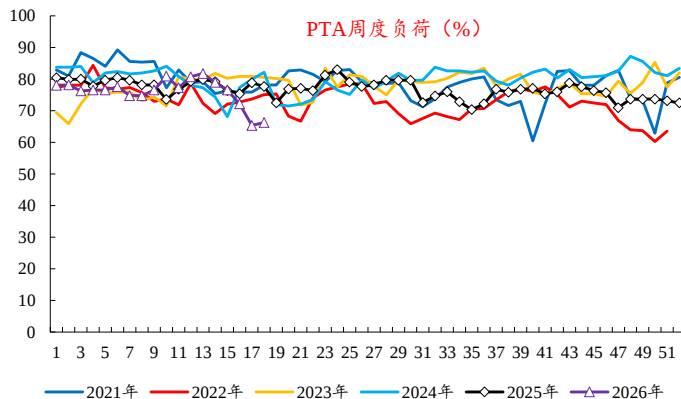
- **PTA未来新增产能十分有限：**预计2026年行业无任何新增产能，2027年规划产能也仅有200万吨，对应约2%的产能增速，且需要在2027年下半年投产。
- **当前PTA行业负荷处于合理水平：**尽管PTA全行业亏损，但从开工率角度来看，2025年全年平均开工率约75%，整体处于合理水平，即PTA行业并非严重产能过剩。
- **往后看，PTA行业未来三年新增产能有限，**需求端保守每年仍有5%以上的需求增速，看好PTA盈利持续修复。
- **推荐标的：**恒力石化、荣盛石化、新凤鸣、桐昆股份；**受益标的：**东方盛虹、恒逸石化等。

表：预计2026年及之后，PTA行业新增产能相对有限

企业	在建/拟建产能（万吨/年）	实际/预计投产时间
中石油乌鲁木齐石化	200	预计2027年H2投产
嘉兴石化	250-300（180万吨老装置技改到250-300万吨）	预计2028年及以后
九江石化		待定
福海创	300	待定
2026年及之后规划产能	1050-1100	-

数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图：2025年，PTA行业全年平均开工率约75%



数据来源：CCF、开源证券研究所

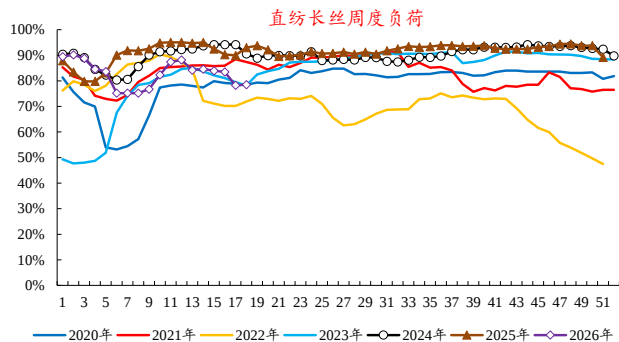
3.2 涤纶长丝：供给格局逐步优化，看好下半年补库需求

下载日志已记录，仅供内部参考

➤ 供给端：涤纶长丝大厂减产保价，供给格局逐步优化

✓ 据CCF消息，主流涤纶长丝工厂决定继续执行减产保价，将减产比例提升至30%，该方案于2026年4月20日起落实，时间持续至二季度末。

图：2025年，长丝行业负荷整体处于较高水平



数据来源：CCF、开源证券研究所

3.2 涤纶长丝：供给格局逐步优化，看好下半年补库需求

下载日志已记录，仅供内部参考

➤ 需求端：

- ✓ 从海外需求来看，美国批发商服装库销比已经降至低位水平，海外或逐步启动补库存行情。同时，国内纺织服装行业存货也已降至低位，消费复苏预期下或迎来主动补库。
- ✓ 长丝直接出口方面，2025年11月，印度BIS正式取消。CCF预测，2026年涤纶长丝出口总量有望达到480万吨，增速11.6%。

图：当前美国批发商服装库销比已经降至低位水平



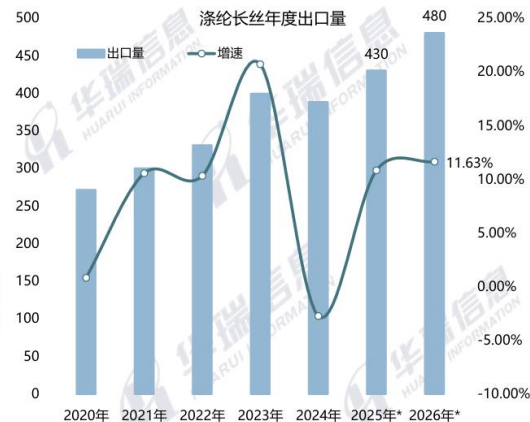
资料来源：CCF

图：国内纺织服装存货处于较低水平



资料来源：CCF

图：CCF预测2026年涤纶长丝出口增速11.6%



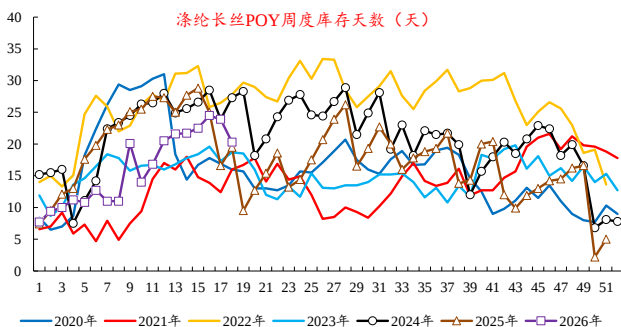
资料来源：CCF

3.2 涤纶长丝：供给格局逐步优化，看好下半年补库需求

下载日志已记录，仅供内部参考

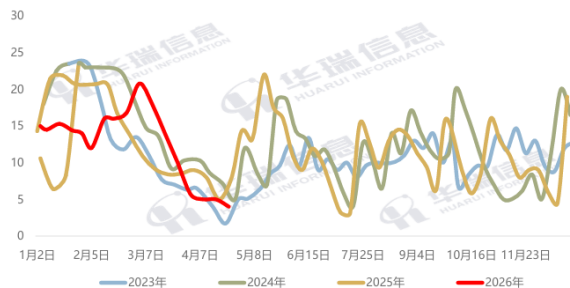
- 长丝到下游产业链为：长丝生产企业→织造企业（采购长丝作为原料、生产坯布）→面料企业→服装生产企业。
- 当前长丝行业面临的问题在于：长丝产销率较低。但产销率较低，并非是需求的消失导致、而是因为需求的推迟。当前长丝下游由于担忧战争缓和、油价下跌，从而带来库存贬值，因此采购积极性极低，仅采购刚需长丝原料、同时出售自身坯布产成品库存，这使得长丝下游的原料备货+产成品库存快速去化，截至4月底，二者合计库存天数已降低过去3年的历史低位。
- 后续一旦战争缓和、局势稳定或到了长丝下游不得不补库的时候，下游刚需补库叠加终端需求旺季来临，长丝盈利弹性有望充分释放。
- ✓ 推荐标的：新凤鸣、桐昆股份；受益标的：恒逸石化等。

图：当前涤纶长丝行业库存处于合理水平



数据来源：CCF、开源证券研究所

图：当前涤纶长丝下游原料备货处于较低水平
涤纶下游（织造+加弹）环节原料备货情况



资料来源：CCF

图：当前坯布环节库存处于较低水平
主要涤纶坯布织造基地库存水平



资料来源：CCF

3.3 聚酯瓶片：行业协同进展顺利，价差持续修复

下载日志已记录，仅供内部参考

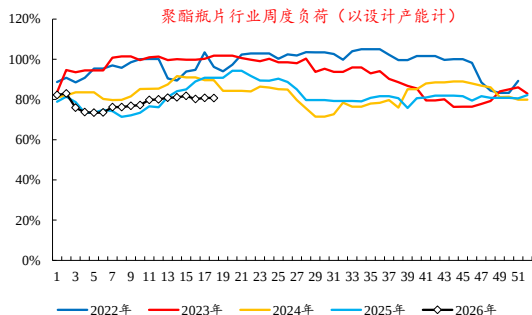
- 国内聚酯瓶片行业扩产接近尾声。国内瓶片行业上一轮扩产周期为2022-2025年，行业总产能由2022年底的1291万吨提升至2025年底的2163万吨，3年间产能累计增幅达到68%。往后看，伴随2025年最后一批在建项目的落地，预计2026年起瓶片行业产能增速开始放缓，供给格局有望显著改善。
- 2025年5月起，受益于国内瓶片行业协同反内卷，瓶片行业整体负荷有所下降，瓶片价差持续修复。
- 推荐标的：万凯新材、荣盛石化；受益标的：恒逸石化、华润材料等。

表：预计2026年及以后，全球聚酯瓶片新增产能相对有限

2026年及以后中国及海外聚酯瓶片扩产梳理			
区域	企业	新增产能（万吨）	预计投产时间
中国	科森	80	计划2026Q3先投40万吨
中国	富海	30	2025年计划投产的装置推迟，后续待定
中国	九江石化	80	规划中，待定
中国	富海	90	规划中，待定，剩余三套30万吨
中国	四川汉江	30	规划中（曾开车过，但未稳定运行）
中国	新疆逸普	30	规划中（曾开车过，但未稳定运行）
土耳其	Merinos	33	预计2026Q2投产
土耳其	KOKSAN	32.4	规划2027年
伊拉克	KOKSAN	32.4	规划2028年
印度尼西亚	LCP	72	规划2028年
美国	Eastman	66	项目搁置中
印度尼西亚	万凯	75	规划2027-2028年，待定
尼日利亚	万凯	30	计划投SSP设备，预计2026年投产

数据来源：百川盈孚、CCF、开源证券研究所

图：2026年，瓶片行业负荷处于低位



数据来源：CCF、开源证券研究所

图：2026年3月开始，瓶片行业加工费大幅扩张



资料来源：CCF

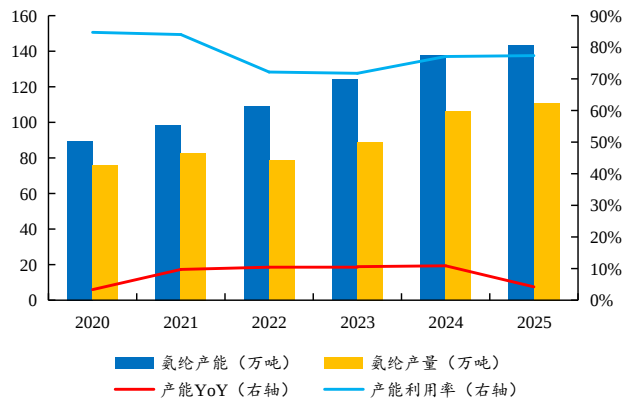
3.4 氨纶：未来新增产能以龙头为主，供给格局向好

下载日志已记录，仅供内部参考

■氨纶：价格底部持续上涨，未来产能增速放缓，供给格局向好。供给方面，2025年氨纶产能增速放缓，2025年氨纶产能达到143.34万吨，同比+4.22%。需求方面，2025年下游纺织服装订单温和增长，持续拉动氨纶需求。随着氨纶需求增长，氨纶行业2025年全年产能利用率达到77.36%，处于历史较高水平。2026年3月以来，氨纶价格底部持续上涨，库存持续下降。

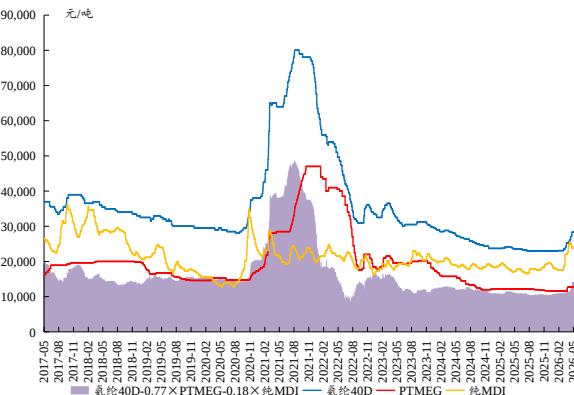
■华峰化学：具有氨纶产能47.5万吨，拟在温州再建20万吨，重庆扩建5万吨；己二酸产能135.5万吨，聚氨酯原液52万吨；新乡化纤：具有氨纶20万吨，在建10万吨氨纶。

图：2025年氨纶产能为143.34万吨，同比+4.22pcts



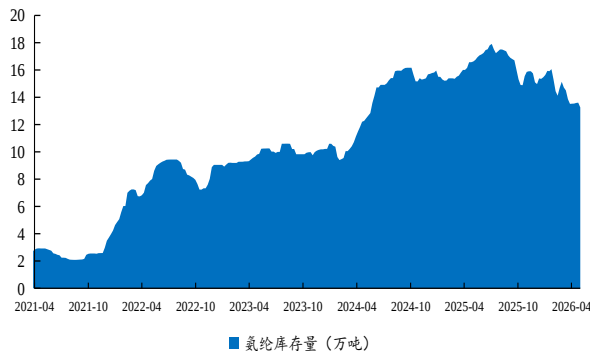
数据来源：Wind、开源证券研究所

图：氨纶价格底部上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：氨纶库存逐步下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.5 粘胶短纤：价格底部上涨，行业集中度较高

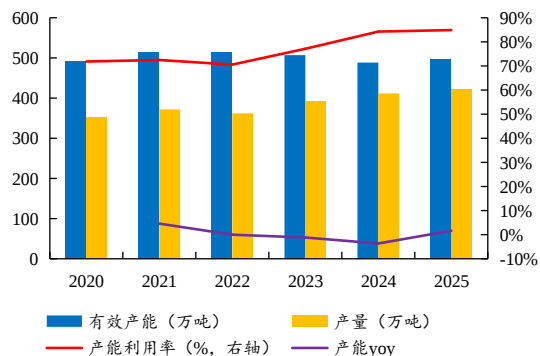
下载日志已记录，仅供内部参考

■粘胶短纤价格底部上涨，看好全球棉花在保粮背景下减产价格上涨，带动所有化纤价格上涨。自2026年3月以来，粘胶短纤的库存逐步下降。

■2021-2024年，粘胶短纤有效产能小幅下降，2025年粘胶短纤有效产能496万吨，同比+1.64%，未来新增产能有限。

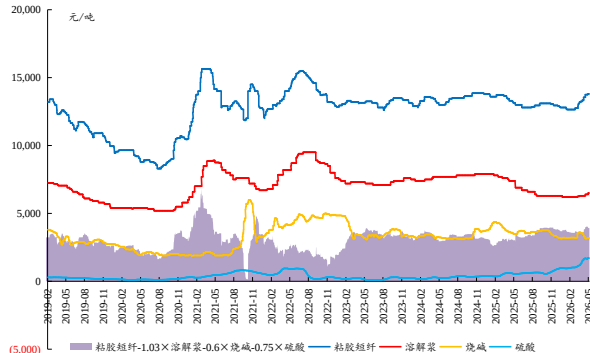
■目前粘胶短纤行业产能主要集中在赛得利（192万吨/年）、中泰化学（88万吨/年）及化工（83万吨/年），CR3高达73%。

图：2025年粘胶短纤有效产能496万吨，同比+1.64%



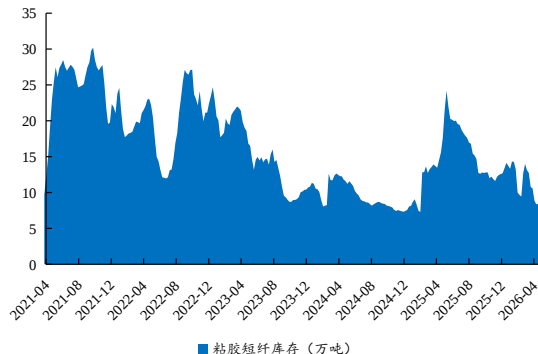
数据来源：Wind、开源证券研究所

图：粘胶短纤价格底部上涨



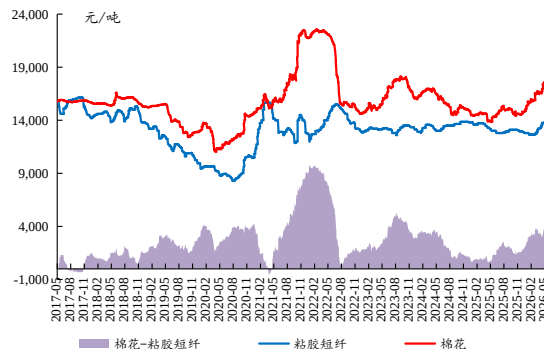
数据来源：Wind、开源证券研究所

图：粘胶短纤库存逐步下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：全球棉花在保粮背景下或减产，价格或持续上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.6 有机硅：行业新增产能十分有限，行业反内卷成效十足

下载日志已记录，仅供内部参考

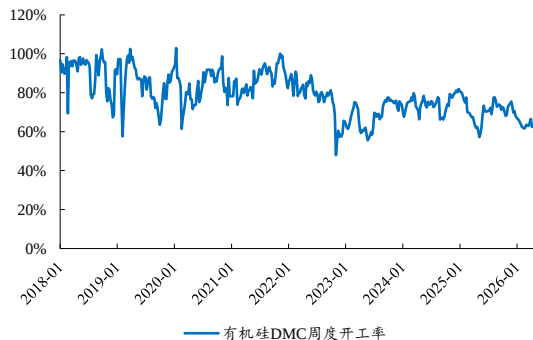
- 预计2026-2027年有机硅行业新增产能十分有限。
- 2025年11月起，有机硅行业反内卷开启。
- 截至2026年5月，有机硅价格价差持续扩大。
- 截至2026年5月1日，有机硅工厂库存4.32万吨，较3月初下降0.17万吨。
- 推荐标的：合盛硅业、三友化工、兴发集团；受益标的：新安股份、东岳硅材、鲁西化工、恒星科技等。

图：预计有机硅行业未来新增产能有限

企业	现有产能(万吨/年)	新增产能(万吨/年)	投产时间	备注
合盛硅业	86.5	-	-	-
江西蓝星星火有机硅有限公司	35.0	-	-	-
东岳硅材	30.0	-	-	-
兴发集团	28.0	-	-	-
新安股份	27.5	-	-	-
鲁西化工	25.0	-	-	-
三友化工	20.0	10	预计2026年底	-
陶氏有机硅(张家港)有限公司	20.0	-	-	-
云南能投化工有限责任公司	15.0	-	-	-
其它	57.0	-	-	-
合计	344.0	10.0	-	-

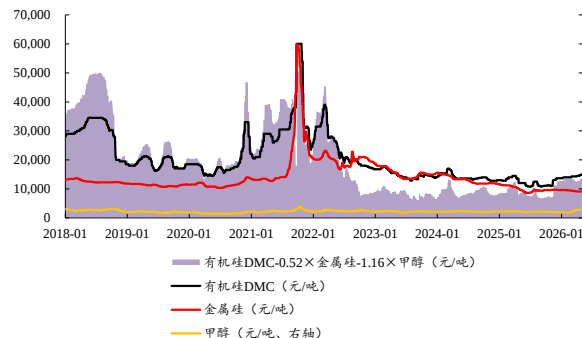
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图：2025年11月至今，有机硅行业开工率整体下降



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图：2025年11月至今，有机硅行业价差整体走扩



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图：当前有机硅行业库存稳中有降



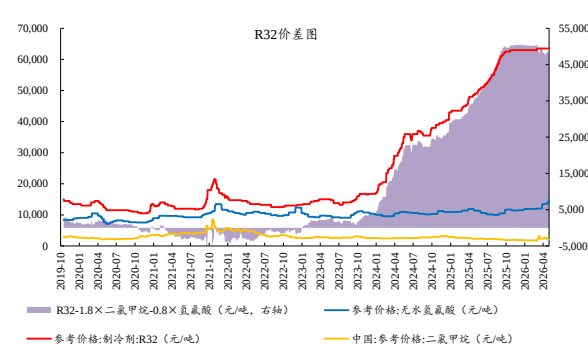
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

3.7 制冷剂：反内卷标杆，主升仍在进行时

下载日志已记录，仅供内部参考

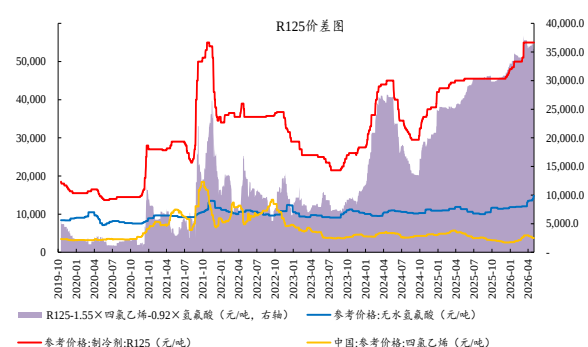
- R32长协价格从2024年初至今：1.8→2.5 →2.8 →3.6 →3.8 →4.06 →4.66 →5 →6.02→6.12 → 6.22 (2026Q2) 万元/吨，零售报价达6.55万元/吨，增速虽变缓但依然在上行趋势中，供需或将长期保持紧张局面。
- R134a价格持续45° 趋势向上，价格突破6万元/吨，或将供不应求。
- R125价格向上趋势不变，其混配制作的R404、R507等或将成为印度、中东地区扩大配额的首选，高GWP品种价值凸显。
- 受价格不断新高、需求暂时受挫等影响，渠道、终端备货意愿低迷，库存低位运行。若需求回暖或将迎来补库需求。
- 供给约束、格局稳固、利润持续释放、估值不断压缩，制冷剂行业具备较高配置价值。
- 推荐标的：巨化股份、三美股份、昊华科技；受益标的：东岳集团、永和股份、东阳光。

图：R32价格稳中有升



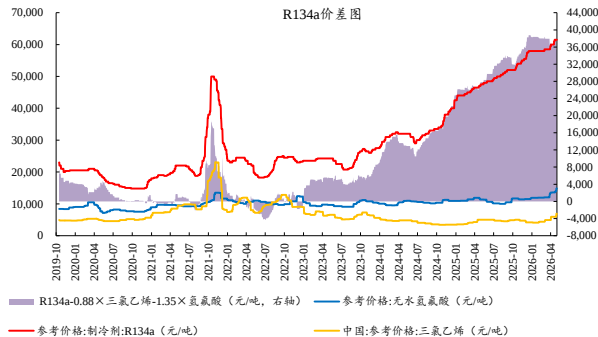
数据来源：Wind、卓创资讯、开源证券研究所

图：R125价格坚挺向上



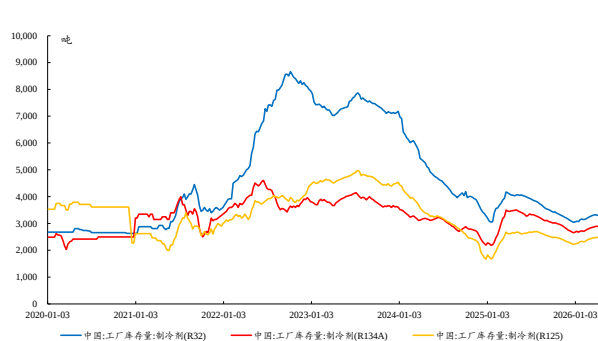
数据来源：Wind、卓创资讯、开源证券研究所

图：R134a价格持续上涨



数据来源：Wind、卓创资讯、开源证券研究所

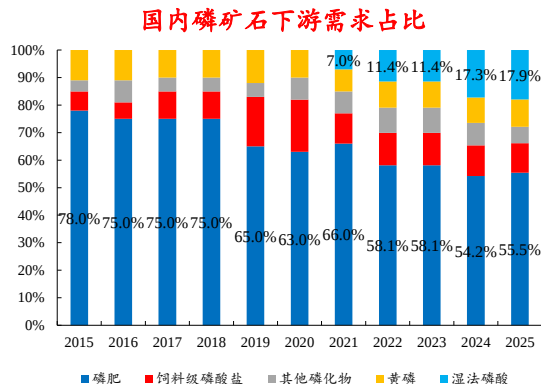
图：制冷剂核心品种库存低位运行



数据来源：Wind、卓创资讯、开源证券研究所

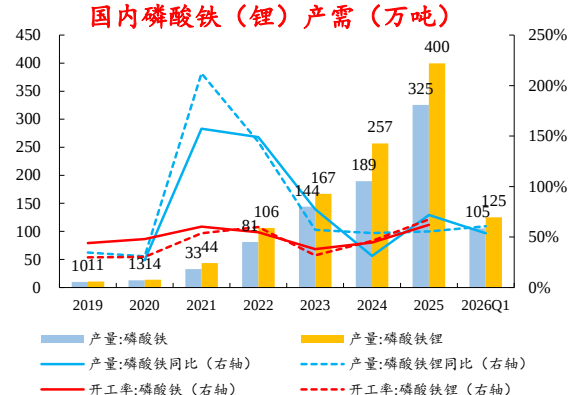
- **2025年湿法磷酸对磷矿石的需求占比稳步提升。**据卓创资讯数据，磷矿石下游磷肥需求占比保持在50%以上，其余是黄磷、磷酸盐及其他磷化物。此外，2021年以来，新能源产业链高景气吸引磷化工企业着力实现“磷矿石-黄磷/（湿法/热法）磷酸-磷酸铁”的全产业链布局，带动湿法磷酸产能有序投放，2025年湿法磷酸对磷矿石的需求占比达到17.9%，同比+0.6pct。
- **2025年磷酸铁、磷酸铁锂产需高增，2026年以来产品价格上涨。**据百川盈孚数据，2025年国内磷酸铁、磷酸铁锂产量325、400万吨，同比+72%、+56%。2026Q1，磷酸铁成本持续增强，行业涨价共识逐步凝聚，下游需求表现平稳。4月磷酸铁锂下游电芯企业整体需求保持坚挺，采购活动维持高位，为铁锂价格提供了有力的需求端支撑。5月6日，磷酸铁市场均价13100元/吨，较上一工作日价格上涨100元/吨。节后归来，市场有部分新单落地，价格有所抬升。磷酸铁锂动力型市场均价上涨3250元/吨至66178元/吨；储能型市场均价上涨3250元/吨至64157元/吨，涨幅5.34%；修复型铁锂市场均价上涨300元/吨至45000元/吨，涨幅0.67%。受新建产能持续释放影响，磷酸铁锂行业整体供应稳步增长。
- **【推荐标的】云图控股、兴发集团等。【受益标的】川恒股份、云天化等。**

图：湿法磷酸对磷矿石需求占比延续提升



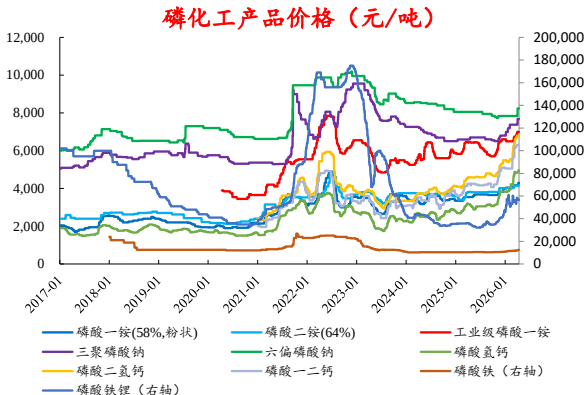
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图：2025年以来，磷酸铁（锂）产量延续高增



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

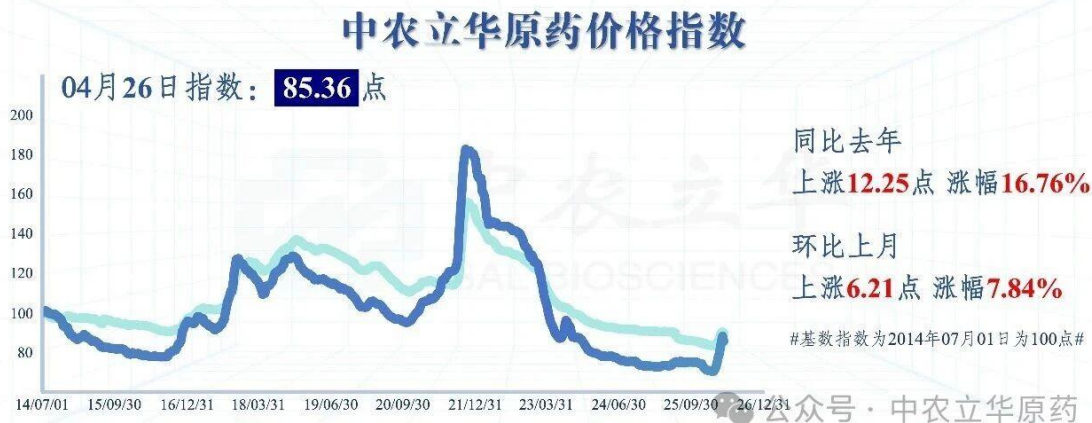
图：2026年以来，磷化工产品价格震荡上涨



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

- 据中农立华原药公众号，2026年4月26日，中农立华原药价格指数报85.36点，同比2025年上涨16.76%，环比3月上漲7.84%。跟踪的上百个产品中，同比2025年51%产品下跌，11%产品持平，38%产品上涨；环比3月8%产品下跌，58%产品持平，34%产品上涨。本周市场成交量较上周有所提升，刚需备货有所分化；市场依旧呈现厂家成本支撑，变现货源搅动等特征，加之国际事件的不确定性，对市场后期判断呈现分化，但市场前期的焦虑情绪已经稳步修复；随着内贸市场终端用药旺季启动和海外出口大市场旺季采购备货临近，预计整体市场成交量会逐步再次提升，产业链各环节阶段性的负反馈会逐步减弱；产业链须关注政策对行业供应端监管趋严的影响，以及需求端库存消化和成本传导情况，以便及时调整灵活多变的备货策略。
- 2022Q4以来，供需错配导致多数农药产品价格震荡下行，旺季来临而出口成本抬升，叠加海外存在提前备货、集中采购的动力，或助力农药及中间体量价齐升、盈利修复。中长期来看，农药行业“反内卷”持续深化，推动行业供给优化和价值重塑。
- 【推荐标的】扬农化工、兴发集团等。【受益标的】江山股份、广信股份、润丰股份等。

图：4月26日，中农立华原药价格指数报85.36点，同比上涨16.76%，环比上月上漲7.84%



目 录

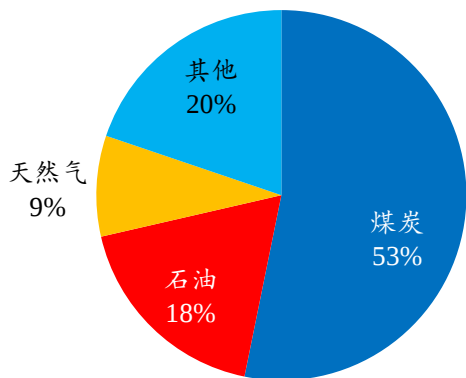
CONTENTS

- 1 “反内卷”+碳达峰，国内化工供给端有望迎来改善
- 2 地缘冲突扰动全球能化供应链，看好中国化工稳定供应全球
- 3 中短期：盈利拐点+补库周期共振，化工右侧布局窗口全面开启
- 4 **长期：供给端向好+稳定供应全球，中国化工全球优势持续强化**
- 5 盈利预测与投资建议
- 6 风险提示

■ 中国化工凭借全产业链配套、稳定供应与成本优势，已成为全球化工供应核心压舱石。海外产能永久关停趋势不可逆，中国化工全球市占率稳步提升，正加速向全球定价者转变。

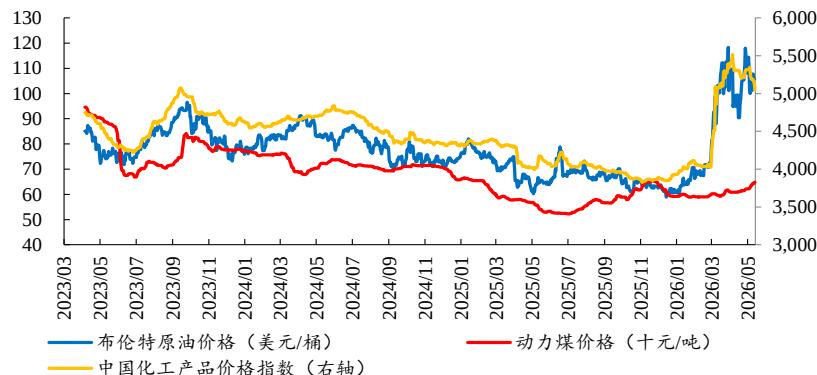
- ① 2004年起我国开始建设战略石油储备，目前储备规模远超欧洲、日韩。2026年3月国家暂停成品油出口，进一步提升市场供应韧性。
- ② 中国已经建成中亚—俄罗斯、中东、非洲、美洲和亚太五大油气合作区，霍尔木兹海峡封闭对中国能源安全的影响较弱。
- ③ **我国煤化工产业全球规模最大、产业链最完整，占世界比重超80%**。2024年，煤炭占我国能源消费总量的53%，且仅2024年我国通过煤化工产业替代约1.4亿吨的进口油气当量。2026年3月以来，CCPI随原油价格上涨明显，截至5月6日，我国动力煤价格为625元/吨，较年初仅上涨5.57%，带来煤化工企业成本端优势明显提升，相关企业有望受益。
- ④ 我国前瞻性布局新能源产业，构建多元化能源供应体系。“十四五”时期我国非化石能源消费比重已经历史性超过了石油，到2060年，这一占比将达到八成。

图：2024年，煤炭占我国能源消费总量的53%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026年3月以来CCPI随原油价格上涨明显，动力煤价格基本稳定

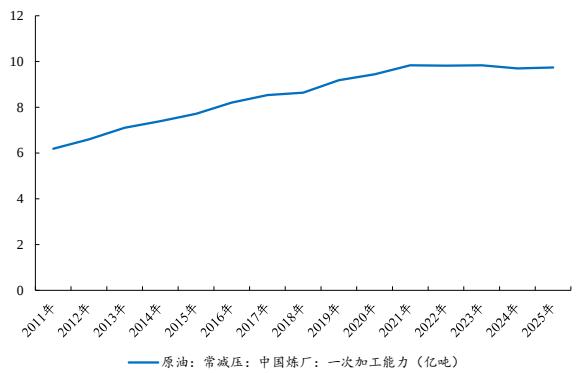


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1 大炼化：中国核心化工资产，10亿吨炼化红线对标电解铝行业，景气腾飞可期

- 随着我国炼化产能无限接近于10亿吨产能红线，叠加双碳要求增强，炼化产能难以扩充，但下游需求增加，尤其是随着海外炼化产能退出，中国炼化产品景气度有望持续提升。对标电解铝行业，电解铝在海外仍存在产能增加，但海外炼化产能同样难以增加，后续大炼化产品价格上涨弹性或高于电解铝。
- 推荐标的：恒力石化、荣盛石化；受益标的：东方盛虹等。

图：到2025年，我国原油加工能力为9.73亿吨，接近10亿吨红线



数据来源：Wind、隆众资讯、开源证券研究所

图：2023年以来，电解铝产能接近4500万吨红线后价格持续上涨



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

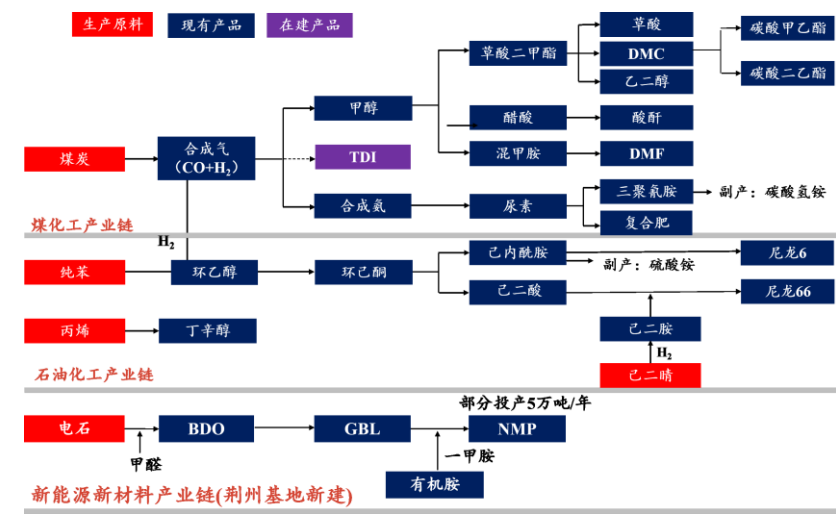
4.2

煤化工：华鲁恒升为优质煤化工龙头企业，双碳背景下有望大幅受益

仅供内部参考

- 华鲁恒升为优质煤化工龙头企业，双碳背景下有望大幅受益。公司成本优势明显，在行业低谷期仍能保持 18%以上的毛利率与 10%以上的销售利润率。在双碳政策收紧、高能耗项目审批门槛大幅提升的背景下，根据公司2024年ESG报告，2024年公司共消耗967.61万吨标准煤，存量产能形成天然壁垒，且凭借行业领先的煤气化成本管控，公司有望在供给侧优化中持续受益，随着双碳政策与化工行业反内卷推进，主要煤化工产品价格修复将带动吨煤盈利释放较大弹性。
- 计划新建产能：德州基地方面，公司拟建气化平台升级改造项目，并拟建20万吨二元酸项目；荆州基地方面，拟建30万吨TDI项目，预计2027年底竣工。

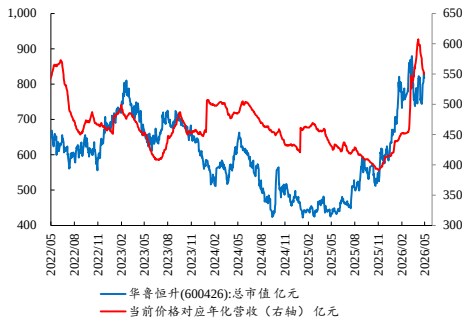
图：公司已形成以煤化工产品为主，石油化工产品为辅的产业链布局



表：公司主要产品为尿素、有机胺、化工产品

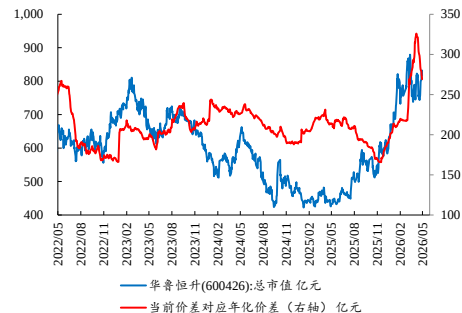
汇总	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
肥料：尿素+复合肥+碳酸氢铵+硫酸铵									
合成氨	90	140	140	140	140	140	140	140	140
甲醇	170	170	170	170	170	170	170	170	170
尿素	130	180	180	180	180	180	255	307	307
复合肥	60	60	60	60	60	60	60	60	60
硫酸铵	10	10	10	10	55	60	60	60	60
碳酸氢铵	25	50	50	50	50	50	50	50	130
有机胺：DMF+一甲胺+二甲胺+三甲胺									
DMF	25	25	25	25	33	33	33	48	48
混甲胺	20	20	20	20	20	40	40	55	55
醋酸及衍生物：醋酸+醋酐									
醋酸	50	50	50	50	50	50	150	150	150
醋酐	5	5	5	5	5	5	5	5	5
新材料：己二酸+环己酮+乙二醇+异辛醇+正丁醇+碳酸二甲酯+己内酰胺									
己二酸	16	16	16	16	33	33	33	53	53
环己酮	10	10	10	10	50	50	50	50	50
辛醇	20	20	20	20	20	20	20	20	20
乙二醇	5	55	55	55	55	55	55	55	55
草酸				10	20	20	30	50	70
DMC					30	30	60	60	60
EMC							15	15	15
己内酰胺					30	30	40	45	45
尼龙6						20	20	20	20
其他									
硝酸	45	45	45	45	45	45	45	45	45
三聚氰胺	5	10	10	10	10	10	10	10	10

图：2026年3月以来，公司产品价格高位震荡



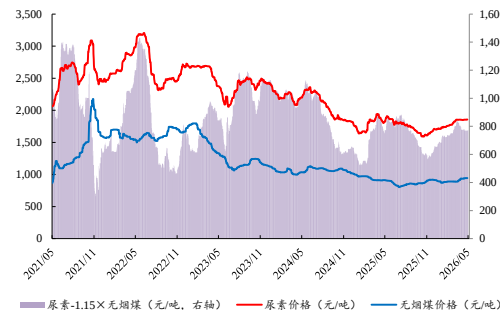
数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026年3月以来，得益于公司煤头工艺生产，公司产品价差持续扩大



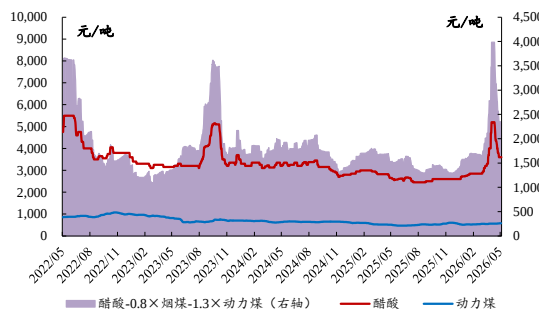
数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026年3月以来，尿素价格价差稳步提升



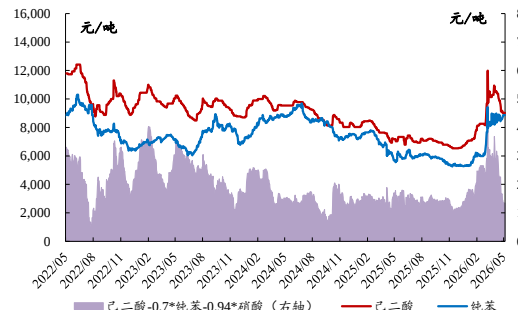
数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026年4月以来，醋酸价格价差中枢抬升



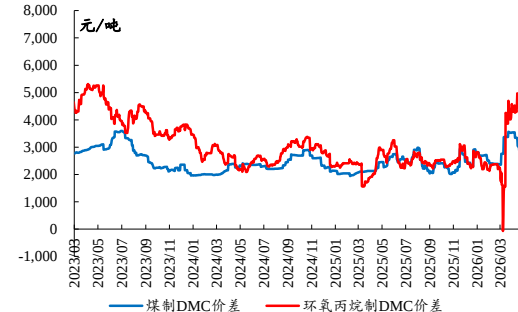
数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026年3月以来，己二酸价格价差中枢抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026年3月以来，煤制碳酸二甲酯价差中枢抬升，油制路线价差持续扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

- 鲁西化工为煤化工行业龙头，产品种类丰富，抗风险能力较强。主营业务包括化工新材料、基础化工及其他业务，其中化工新材料产品包括聚碳酸酯、尼龙6、己内酰胺、有机硅等；基础化工产品包括甲烷氯化物和二甲基甲酰胺等；其他业务主要包括化工装备制造、化工行业相关设计研发等。
- 公司园区内产业链条一体化优势明显。园区各装置之间上下游关联度高，互为原料，通过管网密闭输送，循环利用，安全高效。
- 未来公司持续延链、补链、强链，扩大化工新材料的比重，2025年24万吨/年乙烯下游一体化项目、15万吨丙酸等项目顺利投产。

表：鲁西化工为煤化工行业龙头，产品种类丰富，抗风险能力较强（单位：万吨）

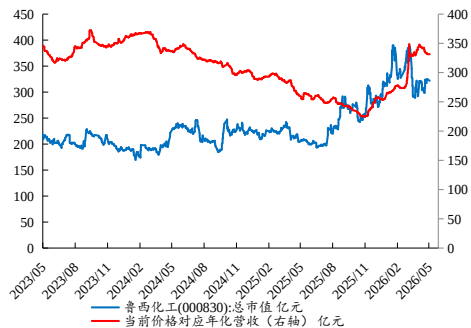
产品	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
多元醇	75	75	75	75	75	75
己内酰胺	30	40	40	40	70	70
双氧水（折百）	25	40	40	40	40	40
尼龙6	30	40	40	40	70	70
DMF	15	15	15	35	35	35
甲酸	40	40	40	40	40	40
丙酸		4	4	4	4	19
甲酸钠	10	10	10	10	10	10
聚碳酸酯	27	27	27	27	27	27
甲烷氯化物	22	22	22	22	22	22
烧碱	40	40	40	40	40	40
氯磺酸	10	10	10	10	10	10
复合肥	170	170	170	170	170	170
有机硅				5	5	45

数据来源：公司公告、公司环评报告、开源证券研究所

4.2 煤化工：鲁西化工煤化工产品，双碳背景下有望大幅受益

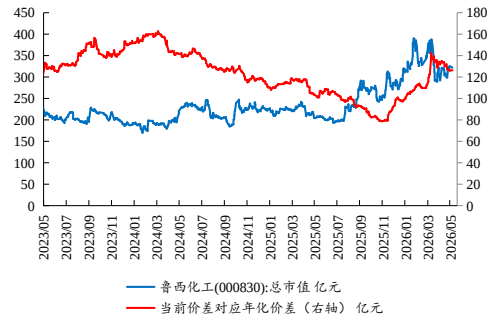
下载日志已记录，仅供内部参考

图：2026年3月以来，公司产品价格持续上涨



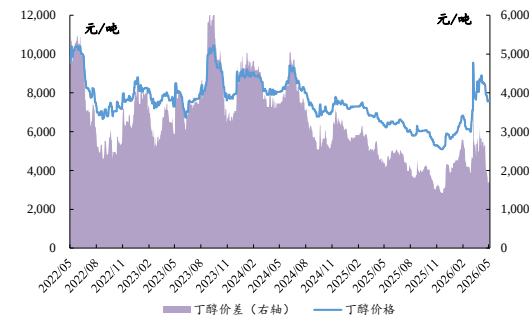
数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026年3月以来，得益于公司煤头工艺生产，公司产品价差持续扩大



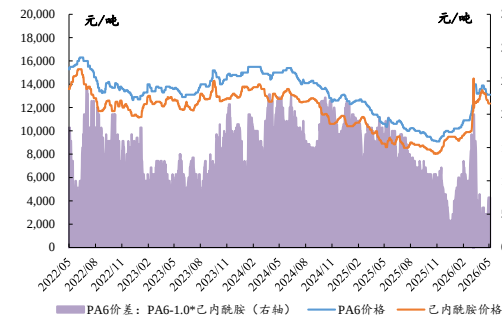
数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026年3月以来，丁醇价差高位震荡



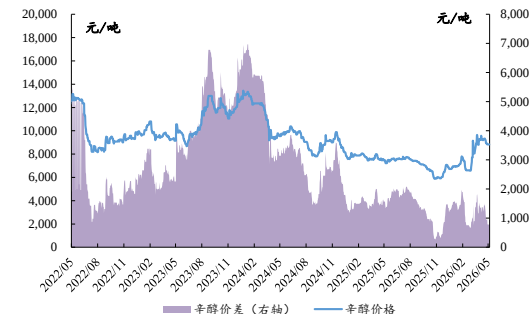
数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026年3月以来，PA6价格提升，价差高位震荡



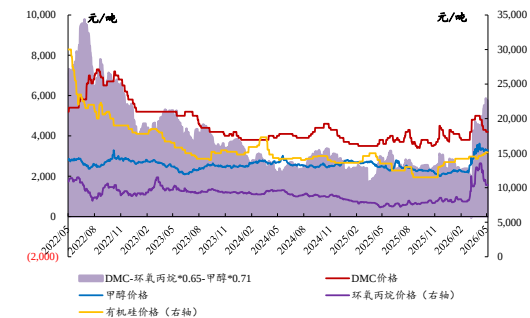
数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026年3月以来，辛醇价差涨幅尚不明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

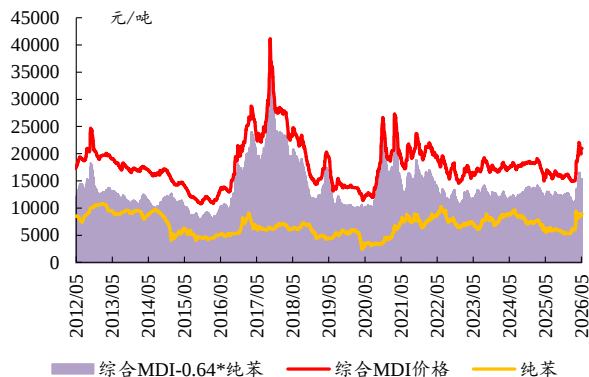
图：2026年3月以来，DMC价差大幅上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

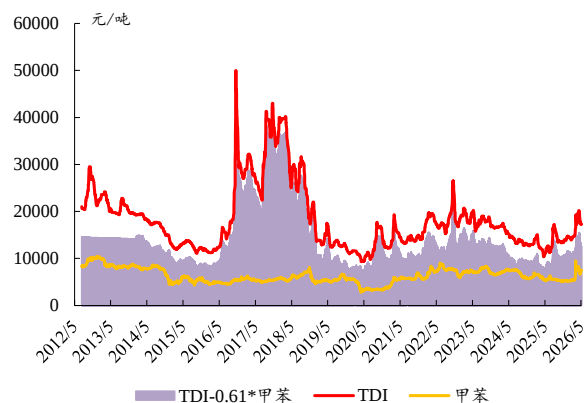
- **聚氨酯板块**，截至2025年末，公司拥有380万吨/年MDI、147万吨/年TDI装置，是目前全球领先的MDI和TDI供应商。**石化板块**，2025年公司成功引入科威特石化工业公司作为长期战略投资者，为石化业务的全球资源整合与可持续发展注入了新动能。此外，万华四川同步推进磷酸铁锂新建、磷酸铁锂改造扩能、石墨负极新建等多个电池材料项目，为集团公司第二主业的战略布局提供坚实支撑。未来伴随地缘冲突背景下海外化工品供应扰动，公司MDI、石化产品有望稳定供应全球，公司主要产品价差有望扩大。
- **MDI&TDI**：据Wind数据，截至2026年5月6日，综合MDI（0.7*聚合MDI+0.3*纯MDI）价格、价差分别为20,990、15,316元/吨；TDI价格、价差分别为17,250、12,901元/吨。需求端来看，国内冰箱、冷柜需求持续增长。2025年，我国家用电冰箱、冷柜产量分别为9,167、2,357万台，同比增长1.41%、0.90%，带动了MDI需求增长。其余汽车行业、氨纶行业等需求逐步提升，MDI、TDI或存在较大向上弹性。

图：5月6日，国内综合MDI价格为20,990元/吨



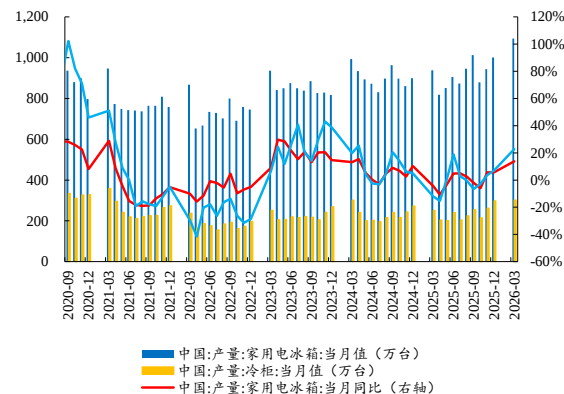
数据来源：Wind、开源证券研究所

图：5月6日，国内TDI价格为17,250元/吨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2025年，国内冰箱、冷柜需求回暖延续



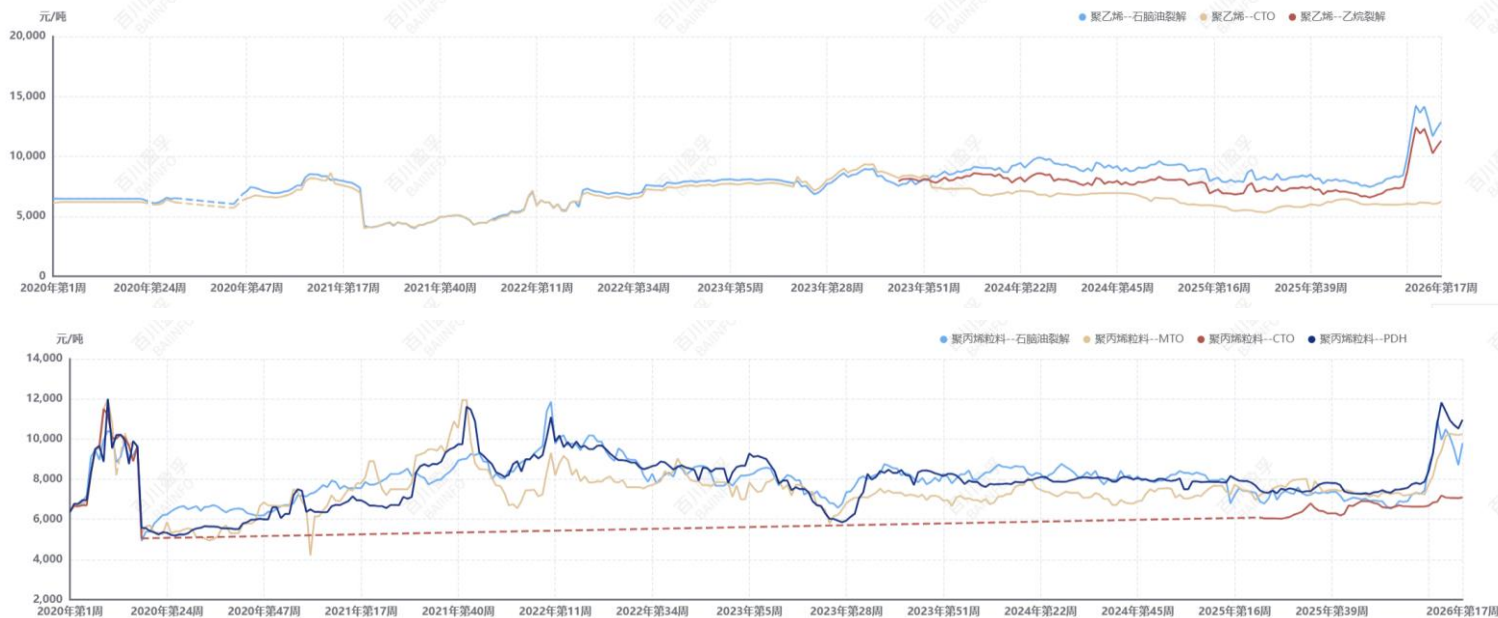
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.4 聚烯烃：煤头优势显著，宝丰能源为优势龙头

下载日志已记录，仅供内部参考

■聚烯烃煤头成本明显优于油头路线。宝丰能源具有聚烯烃产能宁东210+内蒙300=510万吨/年，在建宁东4期50万吨，预计2026年底投产。

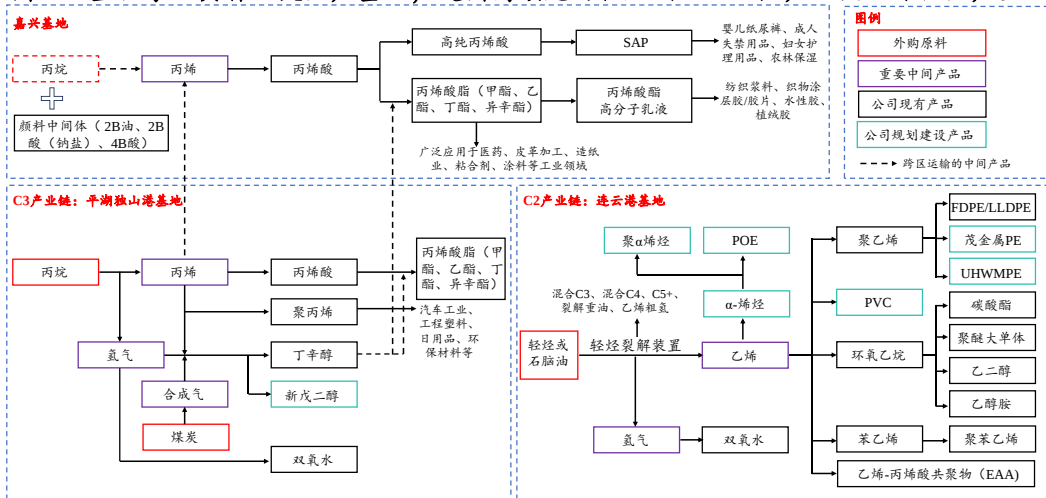
图：聚烯烃煤头成本明显优于油头路线



资料来源：百川盈孚、开源证券研究所

- 在美国得克萨斯州，由中国卫星化学合资建设的Orbit Ethane Export Terminal码头，出口能力约18万桶/日，其中与卫星化学签署15万桶/日长约。得益于美国较为充足的页岩气资源，美国轻烃价格较低，公司在美国的运输码头将助力公司获得较为稳定的北美低价轻烃（乙烷、丙烷等），进而为公司打造较强成本竞争力。

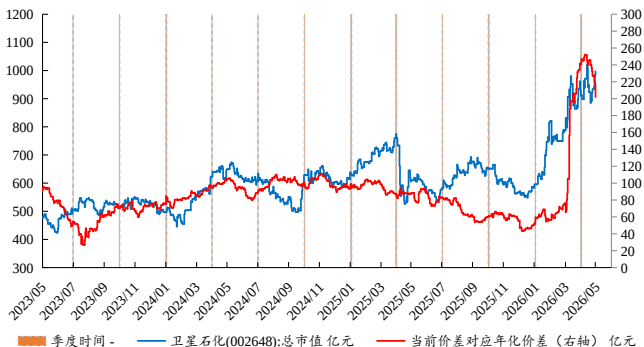
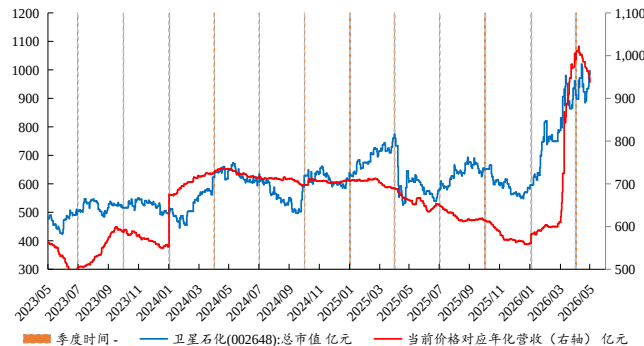
图：卫星化学已具备三大生产基地，是国内领先的轻烃（C2+C3）产业链一体化生产企业



数据来源：公司公告、开源证券研究所

KYSEC

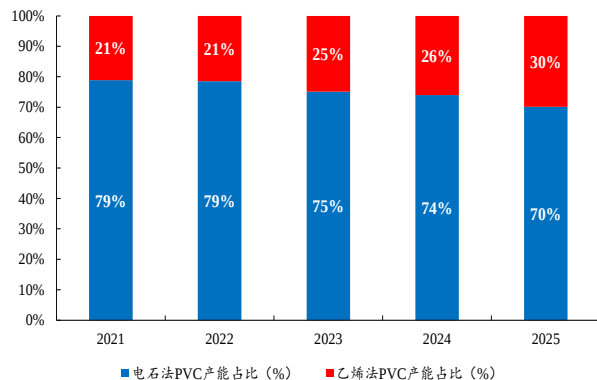
图：2023年以来，公司营收、产品价差呈增长态势



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

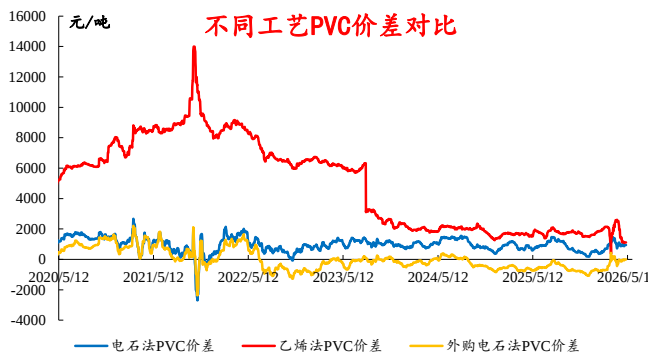
- 短期受原油价格上涨影响，乙烯法价差收窄，自产电石法价差扩大。PVC的生产工艺分为电石法PVC、乙烯法PVC，2025年两种工艺的产能占比分别为70%、30%。海外PVC装置均采用乙烯法工艺，近期受原油价格上涨叠加原油供应不足推动，海外PVC价格持续上涨，带动我国PVC价格持续上涨，但我国煤炭价格整体较为稳定，电石法PVC价差扩大，乙烯法PVC价差收窄。
- 截至5月6日，电石法PVC价格为4856元/吨，环比4月均价-1.11%；价差为939元/吨，环比4月均值-0.36%；乙烯法PVC价格为5716元/吨，环比4月均价-12.28%；价差为1118元/吨，环比4月均值-34.25%，随着中东冲突接近尾声，价格逐渐回落。
- 受益标的：新疆天业、中泰化学、北元集团、氯碱化工、嘉化能源、君正集团等。

图：2021年以来，乙烯法PVC产能占比逐步提高



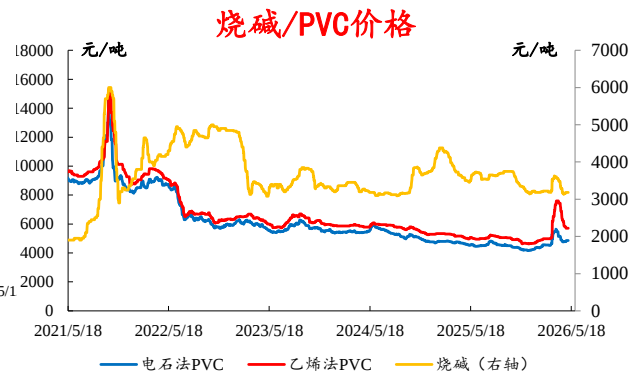
数据来源：隆众资讯、开源证券研究所

图：2026年3月以来，乙烯法工艺价差收窄，电石法工艺价差扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2026年3月以来，氯碱价格维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.6 氯碱：远期海外产能持续推动、国内无汞化推动落后产能退出，格局持续向好

■ 海外方面，据infogram网站统计数据，2025年海外PVC退出产能超120万吨，退出地区主要集中在欧美地区，近年来欧美能源成本增加，而氯碱产业属于高耗能行业，企业生产成本增加，再叠加欧盟装置老旧，竞争力持续下降，预期未来欧美地区仍有氯碱装置退出可能，中国PVC竞争力或持续提升。

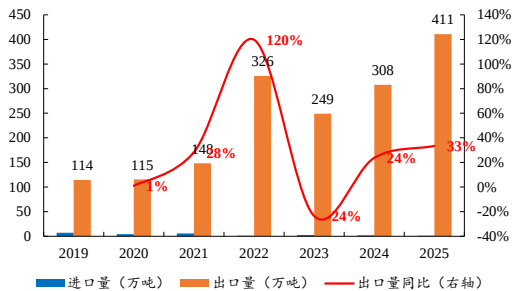
■ 无汞化方面，使用金基催化剂替代氯化汞催化剂将给PVC生产带来100元/吨左右成本增加，或将抬高PVC产品价格，推动落后电石法PVC产能退出。

表：2025年，海外PVC产能退出超120万吨，退出地区主要集中在欧美地区

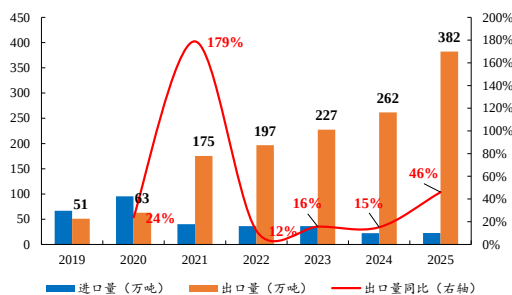
地区	外资企业	中文名	位置	产能 (万吨)	备注
已退出产能					
美国	Obria	奥布里亚	新泽西州佩德里克镇	乳剂PVC (6)	2024年底关闭
	Westlake	西湖	密西西比州阿伯丁	PVC悬挂 (45.4)	由于装置老化、运营不整合及出口市场疲软，于2025年12月底关闭
	Westlake	西湖	路易斯安那州查尔斯湖	苛性钠 (41.5)、氯 (37.6)、苯乙烯 (26)、VCM (41.5)	由于装置老化、运营不整合及出口市场疲软，于2025年12月底关闭
	Arkema	阿克玛	法国贾里	苛性钠 (8.3)，氯 (7.4)	自2025年中期起，补给暂停后被迫停止运营
欧洲	Spolana	斯波拉纳	捷克共和国内拉托维采	PVC (13.5)	预计2025年上半年结束
	Fortischem	强化	诺瓦基，斯洛伐克	PVC (9)	预计将在2025年初关闭至少部分PVC产能
	INEOS	英力士伊诺	德国莱茵贝格	苛性钠 (20.1)、氯 (18)、ECH (5.2)	将于2025年10月关闭氯碱、烯丙烯酸和ECH产能
	Inovyn	文	德国莱茵贝格	苛性钠 (13.3)，氯 (11.9)	计划于2025年上半年停产
	Vencorex	文科雷克斯	法国蓬德克拉	PVC (22.5)	自2025年11月起停止生产
日本	Vynova	维诺娃	荷兰比克	PVC (25)	2025年12月关停川崎工厂PVC厂 (其中名古屋装置在2011年关闭)
	Kawasaki	东光	川崎	PVC(25)	
退出总产能				PVC	121.4
				烧碱	83.2
预计退出产能					
美国	Dow	陶氏	德国施科保	苛性钠 (28)、氯 (25)、EDC (53)、二氯甲烷 (2.5)、VCM (33)	计划于2027年第四季度关闭

数据来源：Wind、隆众资讯、infogram、氯碱化工信息网、开源证券研究所

图：2023年以来，烧碱出口量持续增加



图：2023年以来，PVC出口量持续增加



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

■ 我们认为，在碳达峰+“反内卷”政策推动下，国内化工供给端有望迎来改善。同时，伴随地缘冲突扰动全球能化供应链，我们看好中国化工产业凭借成本、技术与产能优势，进一步提升全球市场占有率。化工行业供需格局持续向好背景下，行业企业盈利向好修复，化工景气拐点逐渐明朗。

表：推荐及受益标的盈利预测与估值

公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）		EPS			PE			
			2026/5/18	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
600309.SH	万华化学	买入	79.90	4.00	5.61	6.21	7.05	20.0	14.2	12.9	11.3
600346.SH	恒力石化	买入	20.51	1.01	1.95	2.38	3.24	20.4	10.5	8.6	6.3
002493.SZ	荣盛石化	买入	12.29	0.08	0.74	0.80	0.97	144.8	16.6	15.4	12.7
600160.SH	巨化股份	买入	34.07	1.40	2.70	3.16	3.60	24.3	12.6	10.8	9.5
600426.SH	华鲁恒升	买入	33.20	1.56	2.69	3.20	3.63	21.3	12.3	10.4	9.1
002064.SZ	华峰化学	买入	10.60	0.37	0.72	0.91	1.16	28.3	14.7	11.6	9.1
603260.SH	合盛硅业	买入	41.46	-2.53	1.32	1.84	2.53	-16.4	31.4	22.5	16.4
601233.SH	桐昆股份	买入	19.81	0.85	2.55	3.05	3.42	23.4	7.8	6.5	5.8
600378.SH	昊华科技	买入	35.41	1.12	1.66	1.94	2.18	31.6	21.3	18.3	16.2
600141.SH	兴发集团	买入	32.20	1.35 1.94	2.23		2.52	23.8	16.6	14.4	12.8
603379.SH	三美股份	买入	58.00	3.38	5.51	6.44	7.65	17.2	10.5	9.0	7.6
603225.SH	新凤鸣	买入	16.62	0.67	1.52	2.07	2.59	24.9	10.9	8.0	6.4
600486.SH	扬农化工	买入	63.23	3.17	4.33	5.21	5.74	19.9	14.6	12.1	11.0
002539.SZ	云图控股	买入	13.90	0.68	1.15	1.56	1.88	20.3	12.1	8.9	7.4
301216.SZ	万凯新材	买入	29.39	0.29	0.84	1.26	-	100.8	35.0	23.3	-
600409.SH	三友化工	买入	7.22	0.04	0.29	0.44	0.58	166.4	24.8	16.2	12.5
000949.SZ	新乡化纤	买入	7.83	0.12	0.49	0.57	0.69	67.3	16.0	13.7	11.3

表：推荐及受益标的盈利预测与估值（续）

公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）	EPS				PE			
			2026/5/18	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
600989.SH	宝丰能源	未评级	29.23	1.55	2.14	2.28	2.45	18.9	13.6	12.8	11.9
002648.SZ	卫星化学	未评级	27.77	1.58	2.54	2.54	2.54	17.6	10.9	10.9	10.9
000301.SZ	东方盛虹	未评级	12.56	0.02	0.49	0.49	0.49	621.8	25.4	25.4	25.4
600096.SH	云天化	未评级	31.61	2.83	2.89	2.89	2.89	11.2	10.9	10.9	10.9
000703.SZ	恒逸石化	未评级	14.71	0.07	1.33	1.33	1.33	205.2	11.1	11.1	11.1
601216.SH	君正集团	未评级	5.54	0.39	0.43	0.43	0.43	14.1	12.9	12.9	12.9
000830.SZ	鲁西化工	未评级	14.67	0.48	0.99	0.99	0.99	30.8	14.9	14.9	14.9
600673.SH	东阳光	未评级	36.63	0.09	0.63	0.78	0.92	400.3	58.1	46.7	39.8
301035.SZ	润丰股份	未评级	71.86	3.72	4.93	4.93	4.93	19.3	14.6	14.6	14.6
002895.SZ	川恒股份	未评级	33.63	2.07	2.57	2.57	2.57	16.2	13.1	13.1	13.1
300821.SZ	东岳硅材	未评级	15.17	-0.02	-	-	-	-942.2	-	-	-
605020.SH	永和股份	未评级	31.43	1.10	1.75	1.75	1.75	28.6	17.9	17.9	17.9
600596.SH	新安股份	未评级	11.70	0.11	0.49	0.49	0.49	107.5	24.0	24.0	24.0
601568.SH	北元集团	未评级	3.86	0.03	-	-	-	141.4	-	-	-
002092.SZ	中泰化学	未评级	5.59	-0.11	0.20	0.20	0.20	-50.1	28.5	28.5	28.5
600618.SH	氯碱化工	未评级	11.95	0.75	-	-	-	16.0	-	-	-
301090.SZ	华润材料	未评级	8.34	-0.06	0.34	0.34	0.34	-142.6	24.8	24.8	24.8
600389.SH	江山股份	未评级	26.40	1.24	1.86	1.86	1.86	21.3	14.2	14.2	14.2
603599.SH	广信股份	未评级	11.89	0.72	1.14	1.14	1.14	16.5	10.4	10.4	10.4
600075.SH	新疆天业	未评级	6.06	-0.03	0.49	0.49	0.49	-181.4	12.4	12.4	12.4
600273.SH	嘉化能源	未评级	7.82	0.73	-	-	-	10.7	-	-	-
002132.SZ	恒星科技	未评级	5.59	0.01	-	-	-	417.2	-	-	-
0189.HK	东岳集团	未评级	12.01	0.98	1.37	1.65	1.87	12.3	8.8	7.3	6.4

- **油价大幅波动：**原油价格受地缘政治、全球供需等多因素影响，若波动剧烈将影响相关企业原料成本及库存损益，或对化工企业业绩形成扰动。
- **下游需求疲软：**若下游需求不及预期，或导致化工产品价格承压，或将影响相关企业盈利能力。
- **宏观经济下行：**若宏观经济下滑压力较大，或导致行业盈利与估值承压，化工景气修复节奏或放缓。
- 其他风险详见倒数第4页标注¹。

¹根据新凤鸣2026年一季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣3.95%的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

根据盐湖股份2026年一季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团控股子公司陕西煤业股份有限公司持有盐湖股份5.03%的股份。尽管开源证券与陕西煤业股份有限公司均属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对陕西煤业股份有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与盐湖股份不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券