

油价波动影响化工投资偏好，聚焦确定性与成长性

证券研究报告

2026年05月31日

化工行业 2026 年中期策略

核心结论

基础化工行业整体景气底部修复。2026Q1，基础化工板块实现营收同比+9.26%、归母净利润同比+13.41%，且毛利率、净利率自 2022 年以来首次实现同环比双改善，行业盈利能力走出底部。分子行业来看，新材料与农化领跑，传统大宗品承压。农化板块，钾肥营收同比+70.8%、净利润+122.75%，量价齐升；新材料方向，氟化工、聚氨酯、粘胶等细分领域表现亮眼；煤化工板块，成本优势兑现带动净利润同比增长。

煤化工与石油化工：高油价重塑成本曲线，供给格局优化，利好油气稳定资源的重估。油煤比价处于历史高位，煤化工路线（煤制油、煤制烯烃、煤制乙二醇等）成本优势显著扩大，煤化工企业迎来盈利窗口与现金流改善的双重利好。推荐：宝丰能源（已覆盖）、华鲁恒升（已覆盖），建议关注卫星化学、鲁西化工、诚志股份。石油化工方面，中东冲突导致全球原油供给收缩，高油价加速高成本产能出清，行业龙头受益于“全球稳定供应商”估值重估。

农化：化肥聚焦资源壁垒与出口弹性，农药底部夯实。钾肥：价格与利润稳定，盐湖股份、藏格矿业等具备稀缺资源价值，关注大合同谈判进展。磷化工：短期受硫磺大涨压制，但矿化一体企业（云天化、兴发集团）抗风险能力强，海外磷肥溢价显著，出口若放松将带来较大弹性。氮肥：内外价差较大，关注法检政策变化，华鲁恒升、鲁西化工等成本领先企业受益于出口窗口打开。农药：农药原药价格指数底部夯实，静待回升周期开启。随着全球农药补库需求逐步释放及成本端支撑强化，行业向上修复的通道正在酝酿中。推荐：农药行业一体化龙头，布局葫芦岛基地，具备顺周期弹性的扬农化工（已覆盖）；建议关注：出口逻辑向全球品牌渠道逻辑升级的成长型农药龙头润丰股份。

半导体上游材料国产替代正处于历史性战略窗口。AI 算力集群扩张、先进制程升级与海外供应链扰动三重共振，半导体上游材料国产替代正从“中低端替代”迈向“攻高端、进大厂”的关键突破期。从芯片制备相关的衬底、前驱体、特气、光刻胶及配套助剂、湿电子化学品、EMC 抛光液、抛光垫、封装料等，到与高频高速 CCL 相关的填充树脂、填料，再到服务器相关的光纤材料、液冷耗材、特种材料等，围绕算力支持的材料面临全产业链的缺货和价值重估。另外，建议关注或将迎来拐点，国产高端技术突破的碳纤维行业。

投资建议：建议关注三条主线：①高油煤比价下的煤化工盈利重估（宝丰能源、华鲁恒升）；②资源壁垒与出口弹性兼具的农化（钾肥、磷化工、农药）；③国产替代加速的半导体材料（光刻胶、湿电子化学品、电子特气等）。

风险提示：原材料价格大幅波动、下游需求不及预期、产能过剩及竞争加剧、出口政策及地缘政治风险、半导体行业周期波动及国产替代进度不及预期等风险。

行业评级	超配
前次评级	超配
评级变动	维持

近一年行业走势



相对表现	1个月	3个月	12个月
基础化工	-8.93	-12.80	34.28
沪深 300	1.76	3.85	27.39

分析师

- 李旋坤 S0800526040011**
17610467325
lixuankun@xbmail.com.cn
- 王金源 S0800526050001**
13691013950
wangjinyuan@xbmail.com.cn

相关研究

- 基础化工：液冷新纪元：AI 算力驱动下的冷却介质机遇—液冷行业专题报告 2025-09-28
- 基础化工：破解反内卷，中游再定价—化工行业反内卷专题报告 2025-08-02
- 基础化工：冰箱新标显著提升 VIP 板需求，关注赛特新材、再升科技— 2025-07-22

索引

内容目录

一、 基础化工：成本驱动机制影响投资偏好，关注终端需求变化	5
1.1 成本驱动下化工品价格走高，煤化工路线的经济性显著增强	5
1.2 年初至今化工板块涨幅居前，整体估值水平处于中游水平	8
二、 化工整体迎来景气修复，部分子行业仍然承压	9
2.1 2025 年新材料、氟化工及农化板块景气度较高	9
2.2 2026Q1 化工行业收入增长与盈利能力修复同步发生	11
三、 煤化工确定性强，新材料的增量需求弹性大	13
3.1 煤化工：油煤比价扩大的核心受益者	13
3.2 石油化工：高油价下加速高成本企业出清	16
3.3 氟化工：制冷剂卖方强势格局延续	17
3.4 农化：建议关注化肥上游原材料价格与出口政策变化	18
3.4.1 化肥：成本抬升利润承压，建议关注上游原材料价格与出口政策变化	18
3.4.2 农药：历史底部夯实阶段，静待回升周期开启	21
3.5 轮胎：成本承压，建议关注原材料价格变化与关税政策	22
3.6 新材料：关注算力配套材料的需求增长，以及高端材料的国产替代	24
3.6.1 湿电子化学品：受益半导体先进制程扩产和 AI 算力需求提升	24
3.6.2 光刻胶及配套材料：芯片制造光刻工艺的核心耗材	25
3.6.3 电子特气：国产替代加速	27
3.6.4 先进封装材料：国产化率有待提升	28
3.6.5 高频高速 PCB 树脂：PPO 高频高速电子树脂的核心基础材料	28
3.6.6 CCL 材料：AI 材料链中当前景气较强的环节之一	29
3.6.7 SOFC：有望从主题转向产业链放量	29
3.6.8 碳纤维：或将迎来拐点，关注“国产高端技术突破”	29
四、 投资建议	31
五、 风险提示	31

图表目录

图 1：原油和动力煤市场价格走势	5
图 2：液化天然气价格走势	5
图 3：中国化工产品价格指数	6
图 4：化学工业、化学原料及化学制品和基础化学原料制造 PPI	6
图 5：肥料和农药制造 PPI	6
图 6：专用化学品、炸药、火工及焰火产品和日用化学品制造 PPI	6

图 7: 涂料、油墨、颜料及类似产品和合成材料制造 PMI	6
图 8: 化学药品原料药和化学药品制剂制造 PMI	7
图 9: 化纤、纤维原料及纤维、合成纤维和生物基材料制造 PMI	7
图 10: 中国制造业 PMI 新订单和原材料库存指数 (%)	7
图 11: 申万化工指数相对沪深 300 走势	8
图 12: 申万化工 PE-TTM (倍)	8
图 13: 申万一级行业涨跌幅	9
图 14: 申万一级行业 PE-TTM (倍)	9
图 15: 2025 年营业总收入合计(同比增长率)[单位] %	10
图 16: 2025 年归属母公司股东的净利润合计(同比增长率)[单位] %	11
图 17: 基础化工板块单季度营业总收入和归母净利润同比增长情况	11
图 18: 基础化工板块单季度净利率和毛利率变化情况	12
图 19: 2026Q1 申万化工子行业营业总收入合计同比/环比增长率情况	13
图 20: 2026Q1 申万化工子行业归母净利润合计同比增长率情况	13
图 21: 油煤比价 (假设 1 吨原油约 7 桶, 美元人民币汇率 6.8)	14
图 22: 煤制油毛利润走高	14
图 23: 煤制油盈利水平提升	14
图 24: 不同合成路线乙二醇毛利润	15
图 25: 不同合成路线聚乙烯毛利润	15
图 26: 不同合成路线聚丙烯粒料毛利润	15
图 27: 布伦特和 WTI 原油价格走势 (美元/桶)	16
图 28: 2026Q1 申万石油石化板块营收同比增长率	17
图 29: 2026Q1 申万石油石化板块归母净利润同比增长率	17
图 30: 制冷剂价格持续上涨	18
图 31: 萤石价格震荡运行	18
图 32: 磷矿石价格保持高位	19
图 33: 硫磺价格大幅上行	19
图 34: 磷肥价格走高	19
图 35: 磷肥利润下行	19
图 36: 国际尿素价格大幅上行	20
图 37: 尿素利润低位震荡	20
图 38: 钾肥价格相对稳定	20
图 39: 近一年钾肥利润窄幅震荡	20
图 40: 复合肥价格上行	21
图 41: 近一年复合肥利润窄幅震荡	21
图 42: 农药原药价格指数	22
图 43: 汽车轮胎行业开工率 (%)	22
图 44: 国内轮胎产量和出口数量 (万条)	22

图 45: 国内头部胎企季度营收变化趋势.....	23
图 46: 国内头部胎企季度净利润变化趋势.....	23
图 47: 橡胶价格走势 (元/吨)	23
图 48: 炭黑和螺纹钢价格走势 (元/吨)	23
图 49: 汇兑走势.....	24
图 50: 海运费价格指数走势 (点)	24
图 51: 湿电子化学品产业链.....	25
图 52: 光刻胶产业链.....	26
图 53: 中国光刻胶行业市场规模.....	26
图 54: 国产碳纤维价格长期底部运行	30
图 55: 近期丙烯腈价格大幅上涨.....	30
表 1: 煤化工相关标的	15
表 2: 部分湿电子化学品应用场景	24
表 3: 湿电子化学品相关公司	25
表 4: 不同光刻胶国产化率和市场特征.....	26
表 5: 光刻胶产业链相关公司	27
表 6: 电子特气产业链相关公司.....	27
表 7: 先进封装材料相关公司	28
表 8: 高频高速 PCB 树脂相关公司	28

一、基础化工：成本驱动机制影响投资偏好，关注终端需求变化

1.1 成本驱动下化工品价格走高，煤化工路线的经济性显著增强

油气价走高、煤价相对稳定，煤化工路线成本优势凸显。化工行业具有显著的“能源—原料—产品”强关联特征，原油、动力煤、液化气作为最上游的基础能源和化工原料，其价格走势通过直接成本传导、替代竞争、供给扰动三条路径深刻影响整个化工产业的运行格局。当前正处于“油价走高、煤价相对稳定”的典型高油价阶段，这种能源价差结构正深刻重塑化工行业的成本格局，最直接的表现是煤化工路线对油制/气制路线的成本优势显著扩大。

图 1：原油和动力煤市场价格走势

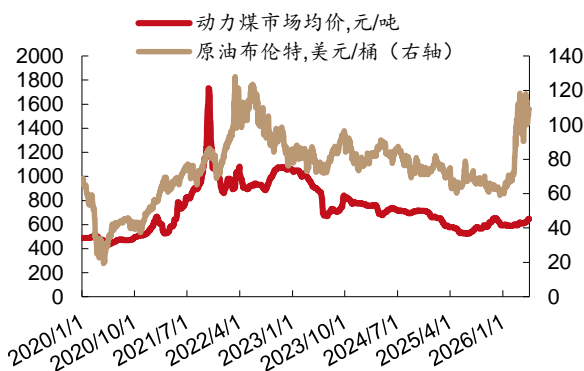


图 2：液化天然气价格走势



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

从 2019 年 5 月至 2026 年 5 月，中国化工产品价格指数经历了宽幅震荡。2019.05—2020.02 (下跌期)：主要受中美贸易摩擦、国内化工行业景气度回落，需求收缩，叠加原油价格下跌，化工品成本支撑塌陷。2020.02—2022.05 (快速上涨期)：受益于国内疫情防控率先见效、复工复产推进，以及海外订单转移、全球货币宽松；2021 年起原油、煤炭、天然气等能源价格大幅上涨，成本驱动下化工品价格全面走高。2022.05—2025.12 (震荡下行期)：主因新增产能集中释放，下游地产、纺织、汽车等需求疲软，行业进入主动去库阶段；同时海外加息抑制需求，出口承压。2026.01—2026.05 (反弹期)：受“十五五”开局年稳增长政策拉动，基建、新能源、新材料等领域需求回暖，叠加部分子行业供给侧出清初见成效，行业景气度边际改善。3 月，受原油等能源价格大幅上涨，成本驱动下化工品价格全面走高。

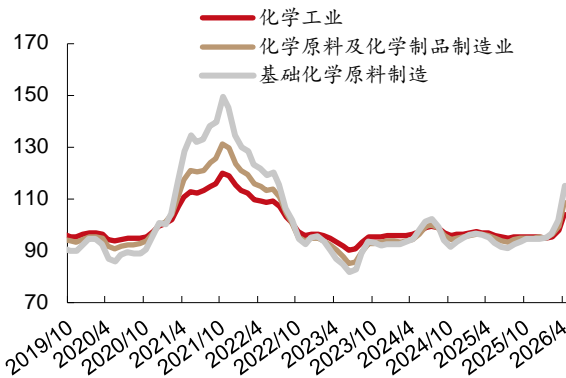
图3：中国化工产品价格指数



资料来源：Wind，化工在线，西部证券研发中心

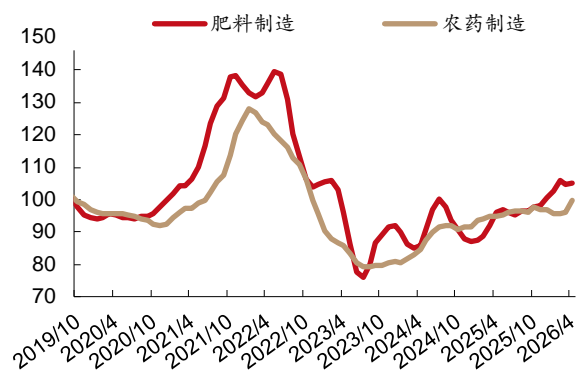
4月份化工行业PPI整体上行。2026年4月，国家统计局公布的16个化工相关子行业中，有13个行业的PPI同比上涨（指数>100），1个持平，2个同比下跌。上游基础原料及农化板块价格强势上涨，而中下游日用化学品、化学药品制剂制造价格承压。4月份化学工业整体PPI为104.3，同环比分别上涨7.7%/6.3%，表明行业整体价格水平较上年同期有所回升。

图4：化学工业、化学原料及化学制品和基础化学原料制造PPI



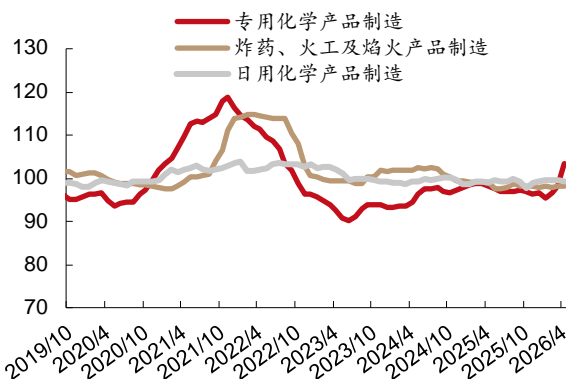
资料来源：Wind，国家统计局，西部证券研发中心

图5：肥料和农药制造PPI



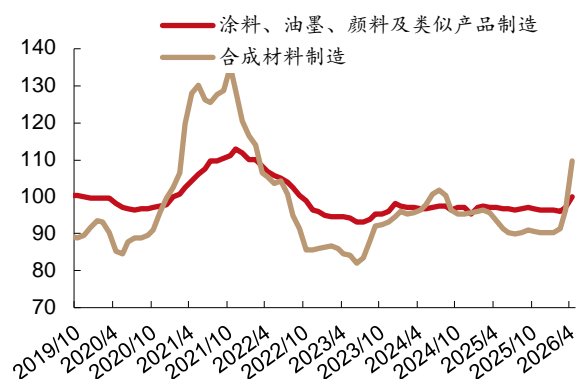
资料来源：Wind，国家统计局，西部证券研发中心

图6：专用化学品、炸药、火工及焰火产品和日用化学品制造PPI



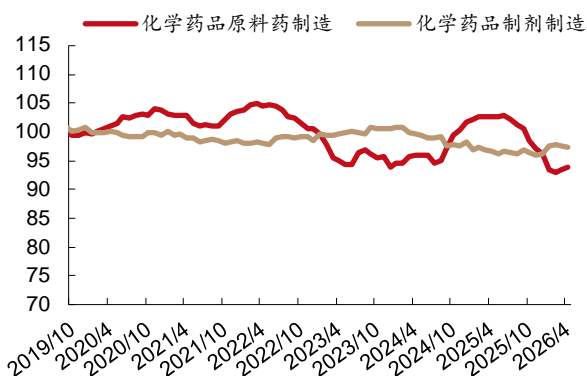
资料来源：Wind，国家统计局，西部证券研发中心

图7：涂料、油墨、颜料及类似产品和合成材料制造PPI



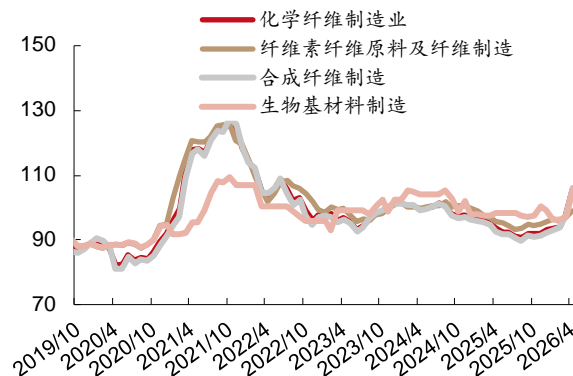
资料来源：Wind，国家统计局，西部证券研发中心

图 8：化学药品原料药和化学药品制剂制造 PPI



资料来源：Wind，国家统计局，西部证券研发中心

图 9：化纤、纤维原料及纤维、合成纤维和生物基材料制造 PPI

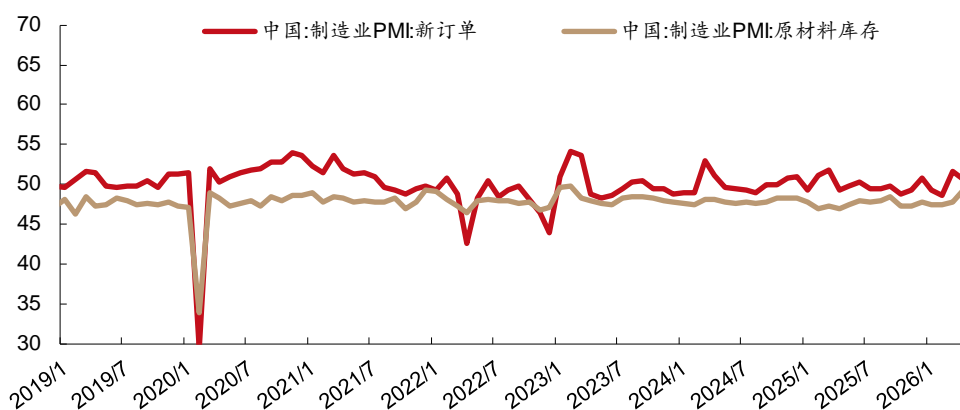


资料来源：Wind，国家统计局，西部证券研发中心

制造业总需求自一季度末开始回暖，持续性有待观察。新订单指数直接反映制造业整体需求的强弱，对化工品（如塑料、橡胶、化纤、涂料等）的需求具有领先或同步指示意义。最新水平（2026年4月）：50.6%，仍处于50荣枯线以上，表明制造业新订单总量仍在扩张。但相比3月的51.6%回落了1.0个百分点，扩张速度放缓。新订单连续两个月处于扩张区间（3月、4月），表明制造业总需求自一季度末开始回暖，这对化工品的订单量是积极信号。但4月环比回落，持续性有待观察。

截至4月份数据，新订单回暖尚未转化为原材料补库，企业仍在消化自有库存或延迟采购，化工行业面临的终端需求是“暖意初现但尚未形成实物工作量”，利润修复更多依赖成本端。原材料库存指数反映制造业企业对未来生产预期的信心及采购行为。低库存通常意味着企业看淡后市或资金周转紧张，也可能在需求回暖时触发集中补库。2026年4月原材料库存水平49.3%，小幅回升。这意味着化工品（尤其是中间品和原材料）的实际销售量并未跟随订单同步增长，企业仍在消化自有库存或延迟采购。因此，化工行业面临的终端需求是“暖意初现但尚未形成实物工作量”，利润修复更多依赖成本端（如煤化工优势）而非需求拉动。

图 10：中国制造业 PMI 新订单和原材料库存指数 (%)

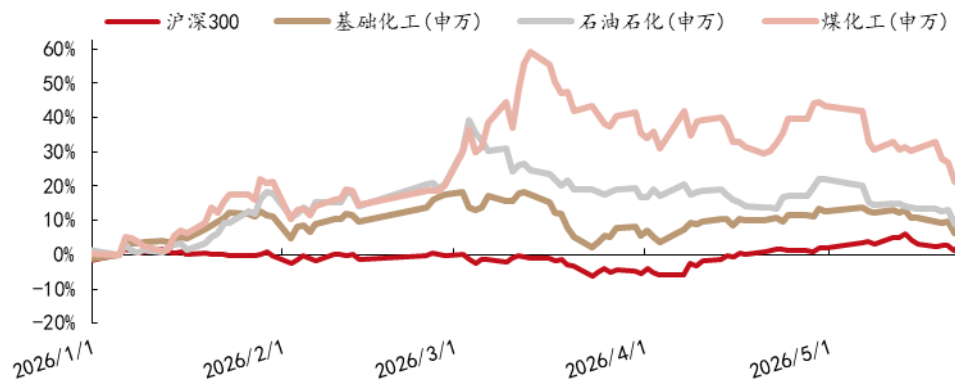


资料来源：Wind，国家统计局，西部证券研发中心

1.2 年初至今化工板块涨幅居前，整体估值水平处于中游水平

化工板块整体跑赢沪深 300，煤化工领先。年初至 2026 年 5 月 22 日，煤化工指数领跑石油石化、基础化工、沪深 300。2026 年初以来，受益于“十五五”开局年稳增长政策发力、反内卷政策和双碳政策以及全球能源价格高位运行，上游资源型及煤化工板块获得显著超额收益。

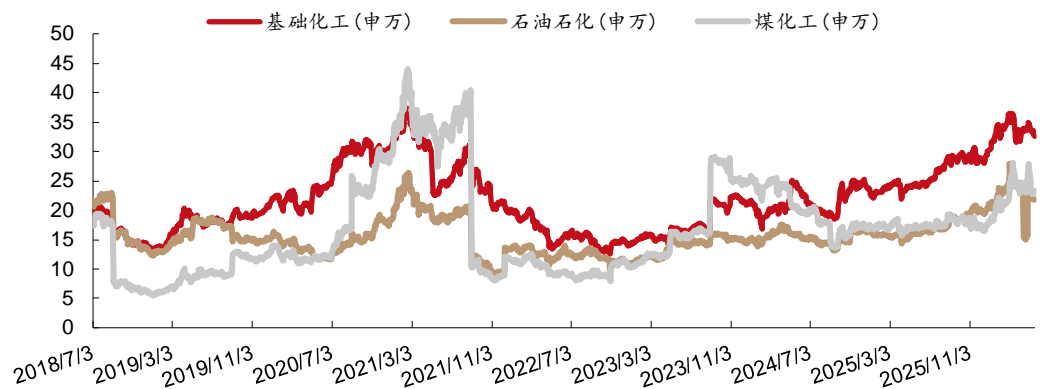
图 11：申万化工指数相对沪深 300 走势



资料来源：Wind，西部证券研发中心

截至 2026 年 5 月 22 日，基础化工(申万) PE 为 32.45 倍，石油石化(申万)为 20.77 倍，煤化工(申万)为 21.34 倍。三大板块 PE 均处于近五年中高位区间。这一轮 PE 走高表明市场正在为化工板块盈利修复提前定价。

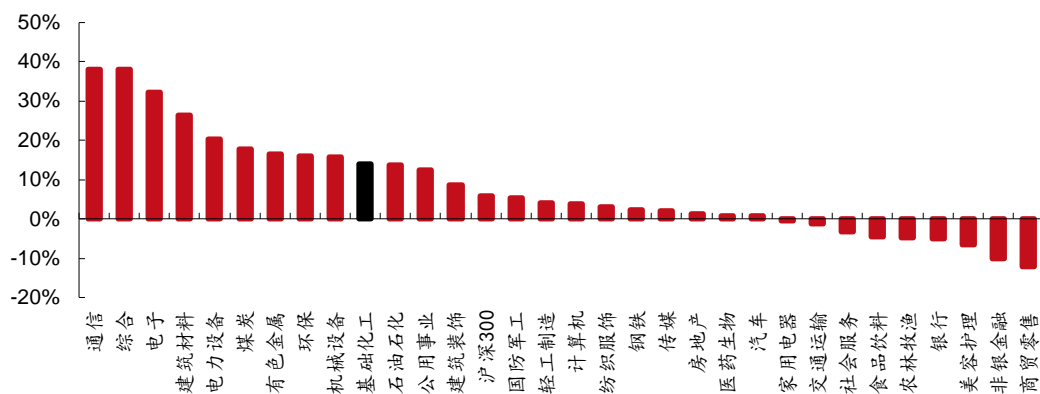
图 12：申万化工 PE-TTM (倍)



资料来源：Wind，西部证券研发中心

年初至 2026 年 5 月 22 日，基础化工板块涨幅 10.51%，在 32 个板块中排名第 10。

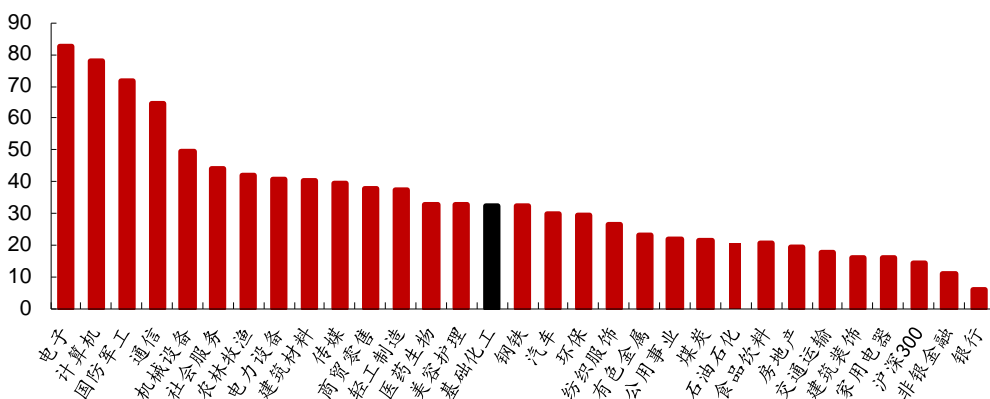
图 13：申万一级行业涨跌幅



资料来源：Wind，西部证券研发中心

截至 2026 年 5 月 22 日，基础化工板块 PE (TTM) 为 32.45 倍，在 32 个板块中排名第 16。

图 14：申万一级行业 PE-TTM (倍)



资料来源：Wind，西部证券研发中心

二、化工整体迎来景气修复，部分子行业仍然承压

2.1 2025年新材料、氟化工及农化板块景气度较高

2025 年化工行业呈现出“高增长集中于新材料、农化及部分精细化工，而传统大宗化学品及化纤原料普遍承压”的鲜明格局。2025 年营收实现正增长子行业数量略多于负增长（19 比 14），但由于衰退领域多为体量较大的基础化工品，对行业整体营收的拖累显著。未来需重点关注房地产竣工端、纺织出口及汽车产销对化工品需求的传导变化，以及有机硅、纯碱、锦纶等过剩产能的出清节奏。

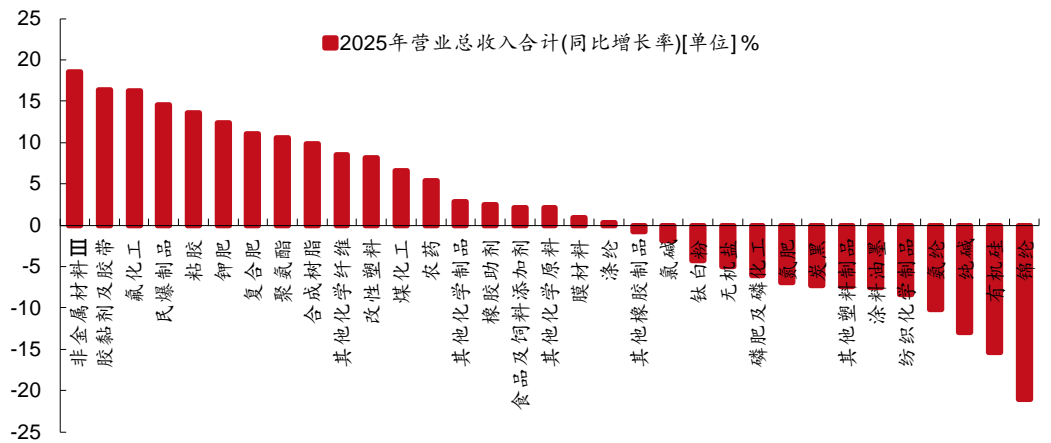
从申万 33 个化工子行业来看，营业总收入增速在 10% 以上的子行业共有 8 个，占比约 24%，其中非金属材料 III (+18.57%)、胶黏剂及胶带 (+16.41%)、氟化工 (+16.21%) 位列前三，展现出强劲的景气上行趋势。民爆制品 (+14.63%)、粘胶 (+13.60%)、钾肥 (+12.36%)、复合肥 (+11.04%) 及聚氨酯 (+10.55%) 亦保持两位数增长。这些领域普遍受益于新能源、新材料及农业刚性需求：非金属材料（如碳纤维、陶瓷基复合材料）

受航空航天及新兴产业需求拉动；氟化工受益于制冷剂配额约束及含氟聚合物需求释放；民爆制品则与矿山开采、基建投资活跃密切相关；钾肥、复合肥则受益于国家粮食安全战略及国内化肥保供稳价政策。

中速增长梯队（5%~10%）包括合成树脂（+9.87%）、其他化学纤维（+8.48%）、改性塑料（+8.18%）、煤化工（+6.61%）及农药（+5.42%）。

低速增长区间（0~5%）涵盖其他化学制品（+2.9%）、橡胶助剂（+2.55%）、食品及饲料添加剂（+2.17%）、其他化学原料（+2.09%）、膜材料（+0.95%）及涤纶（+0.37%）。

图 15：2025 年营业总收入合计(同比增长率)[单位] %



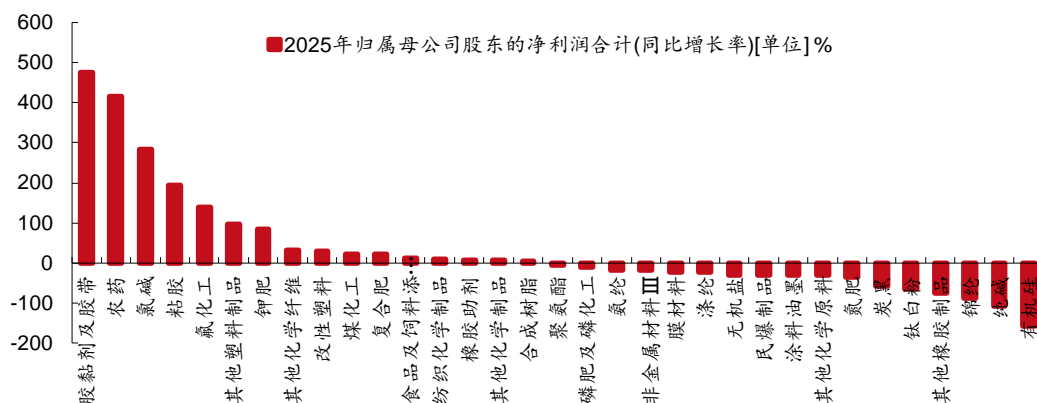
资料来源：Wind，西部证券研发中心

2025 年化工行业盈利端高景气赛道（胶黏剂、农药、氟化工、钾肥等）利润增长明显，而传统大宗品（纯碱、有机硅、钛白粉、锦纶等）陷入深度亏损。净利润正增长子行业虽略多于负增长，但亏损领域的体量和深度对行业整体利润拖累显著。未来需警惕产能过剩行业的现金流风险，同时关注供需格局有望率先修复的子行业（如反内卷效果较好的有机硅，以及减产节奏较好的细分行业）。

从盈利增速分布看，正增长子行业共 16 个。其中胶黏剂及胶带（+476.43%）、农药（+416.15%）、氯碱（+282.77%）、粘胶（+194.44%）、氟化工（+138.66%）位列前五，实现翻倍以上增长。

次高速增长梯队（20%~50%）包括其他化学纤维（+31.66%）、改性塑料（+29.89%）、煤化工（+23.27%）、复合肥（+22.80%），显示新材料及农化板块在利润端同样保持较强韧性。温和正增长区间（0~15%）涵盖食品及饲料添加剂（+12.93%）、纺织化学制品（+9.82%）、橡胶助剂（+7.19%）、其他化学制品（+6.48%）、合成树脂（+4.29%），此类子行业盈利虽未大幅扩张，但仍实现弱复苏。

图 16：2025 年归属母公司股东的净利润合计(同比增长率)[单位] %

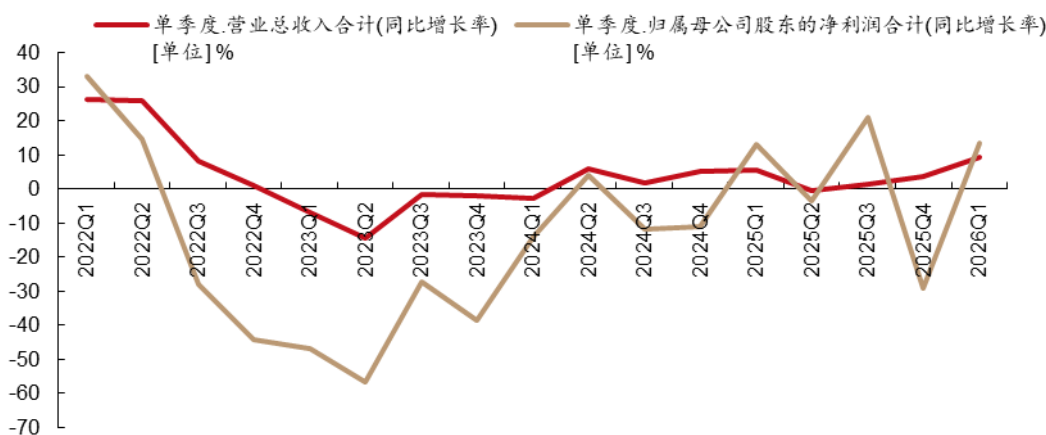


资料来源：Wind，西部证券研发中心

2.2 2026Q1 化工行业收入增长与盈利能力修复同步发生

2026 年第一季度，基础化工板块实现营业总收入同比增长 9.26%，归母净利润同比增长 13.41%。回顾 2022—2025 年，板块经历了“高基数回落→深度负增长→底部震荡→缓慢修复”的完整周期。2026Q1 的数据释放出积极信号，收入增长与盈利能力修复同步发生，且利润增速高于营收增速，表明行业不再单纯“增收不增利”。

图 17：基础化工板块单季度营业总收入和归母净利润同比增长情况

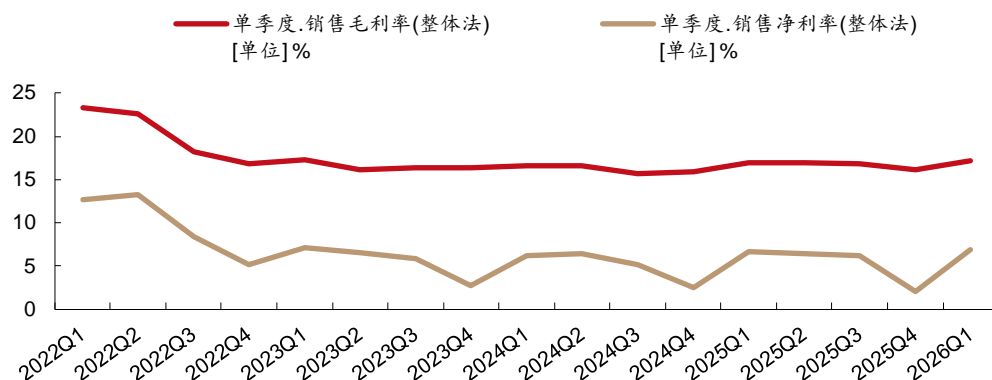


资料来源：Wind，西部证券研发中心

2026 年第一季度，基础化工板块销售毛利率为 17.14%，销售净利率为 6.87%，分别较 2025 年第四季度（16.14%、2.02%）环比提升 1.00 个百分点、4.85 个百分点；较 2025 年第一季度（16.89%、6.61%）同比提升 0.25 个百分点、0.26 个百分点。这是自 2022 年以来，板块首次在一季度同时实现毛利率与净利率的同比、环比双改善，且净利率修复幅度显著强于毛利率，表明行业不仅成本压力有所缓解，费用管控及减值冲击也在减弱，盈利质量实质性回升。

回顾 2022—2025 年，板块毛利率从 22% 以上的高位持续下滑至 16% 左右，净利率从 13% 以上跌至 2%~7% 的区间震荡，侧面反映了上游成本高企、下游需求疲软、产能过剩三重压力的持续挤压。2026Q1 的数据释放出明确信号：毛利率止跌企稳，净利率修复，行业盈利能力正走出底部。

图 18: 基础化工板块单季度净利率和毛利率变化情况



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

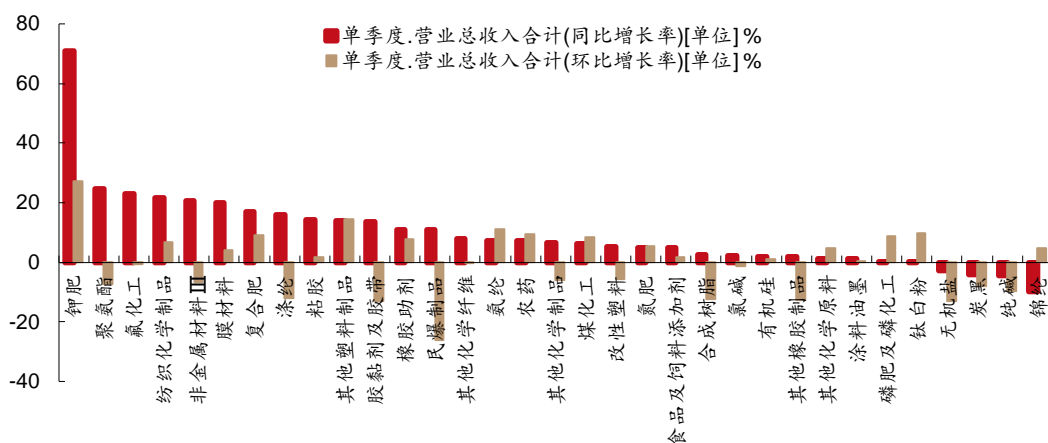
2026 年第一季度 33 个化工子行业营业总收入合计的同比与环比增长数据，行业整体呈现“同比普涨、环比分化”的阶段特征，但内部结构性差异显著。

营业总收入同比维度：多数子行业实现正增长，钾肥领跑全场。33 个子行业中，有 29 个实现同比正增长，表明化工行业整体较 2025 年同期出现明显回暖。其中，钾肥(+70.8%)同比增速较大，主要受益于钾肥景气度较好。聚氨酯(+24.69%)、氟化工(+23.06%)、纺织化学制品(+21.58%)、非金属材料Ⅲ(+20.53%)、膜材料(+20.13%)等 5 个子行业同比增速超过 20%，显示出新材料、高端化工品及农化产业链的强劲增长动力。此外，复合肥(+17.15%)、涤纶(+16.14%)、粘胶(+14.27%)、其他塑料制品(+13.95%)、胶黏剂及胶带(+13.6%)等十余个子行业同比增速也保持在 10%以上，反映出农业投入品、化纤及部分精细化工领域需求旺盛。

营业总收入环比维度：季节性波动显著，钾肥与其他塑料制品表现突出。从环比增长率来看，子行业间差异较大。钾肥(+27.29%)环比增速同样高居首位，叠加同比高增，确认了其处于强景气周期阶段。其他塑料制品(+14.33%)、氨纶(+11.13%)、钛白粉(+9.89%)、农药(+9.38%)、复合肥(+9.09%)、磷肥及磷化工(+8.90%)、煤化工(+8.27%)等 7 个子行业环比增速超过 8%，显示这些领域在 2026 年 Q1 较 2025 年 Q4 有明显边际改善，可能与春季备货、补库需求或装置复产有关。

行业复苏不均衡，关注景气持续性与季节性扰动。整体来看，2026 年 Q1 化工行业营收端呈现“同比强修复、环比弱调整”的格局。同比的高增长部分源于 2025 年 Q1 的低基数效应，同时也验证了下游农业、新材料、化纤等领域真实需求的回暖；环比的显著分化则暴露了部分子行业可能仍受困于需求节奏、库存压力和产能过剩。钾肥凭借农需刚性和价格支撑，成为一季度最耀眼的子行业；氟化工、聚氨酯、膜材料等新材料方向保持高景气；而纯碱、锦纶、炭黑等传统大宗品仍处于同比负增长区间，景气拐点尚未明确。

图 19: 2026Q1 申万化工子行业营业总收入合计同比/环比增长率情况



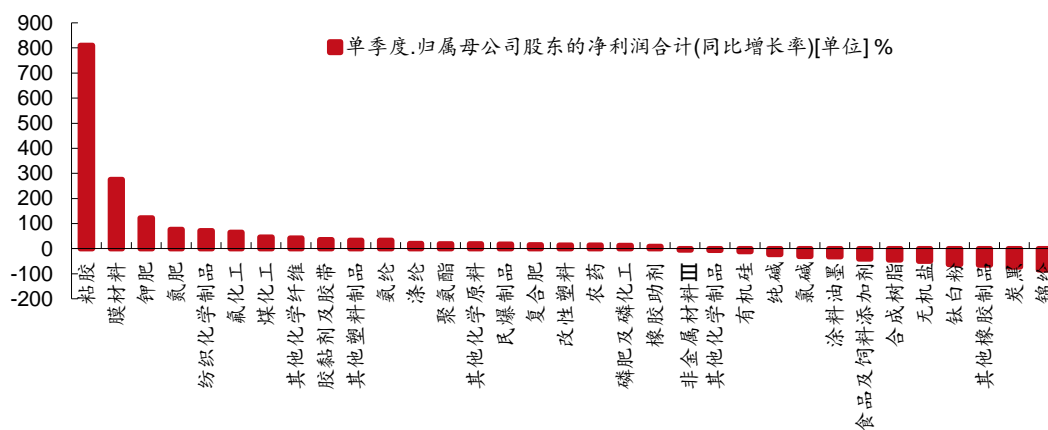
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

基于 2026 年第一季度 33 个化工子行业归属母公司股东的净利润合计的同比增长数据，盈利端呈现高增长与深衰退并存的特征。

归母净利润同比维度：高增长与深衰退并存，粘胶、膜材料、钾肥领涨。其中粘胶（+809.82%）同比增幅突出。膜材料（+275.17%）、钾肥（+122.75%）、氮肥（+76.13%）、纺织化学制品（+71.06%）、氟化工（+64.81%）等 5 个子行业同比增速超过 60%。此外，煤化工（+45.35%）、其他化学纤维（+42.4%）、胶黏剂及胶带（+35.23%）、其他塑料制品（+33.43%）、氨纶（+32.58%）、涤纶（+20.41%）、聚氨酯（+19.61%）等十余个子行业也实现双位数以上增长，表明多数精细化工及化纤产业链在一季度盈利明显改善。

综合来看，2026 年 Q1 化工行业盈利端呈现“强季节性修复与结构性困局并存”的复杂局面。建议重点关注盈利增长且行业格局向好的子行业（氟化工、钾肥、煤化工）。

图 20: 2026Q1 申万化工子行业归母净利润合计同比增长率情况



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

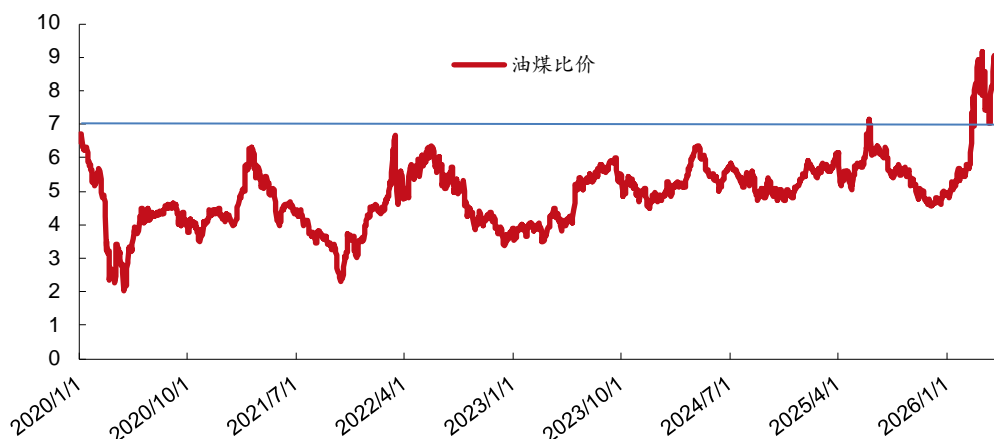
三、煤化工确定性强，新材料的增量需求弹性大

3.1 煤化工：油煤比价扩大的核心受益者

油煤比价处于历史高位，煤化工路线的成本优势凸显。随着国际油价中枢上移，煤化

工路线的经济性显著增强。2026年3月中旬以来，油价维持中高位，而煤炭价格受国内保供稳价政策影响相对稳定，油煤比价持续运行在7以上，为近年来绝对高位。高油煤比价显著提升了现代煤化工（尤其是煤制油、煤制烯烃、煤制乙二醇等）路线的经济竞争力，煤化工产品的盈利窗口拓宽，行业迎来高景气周期。

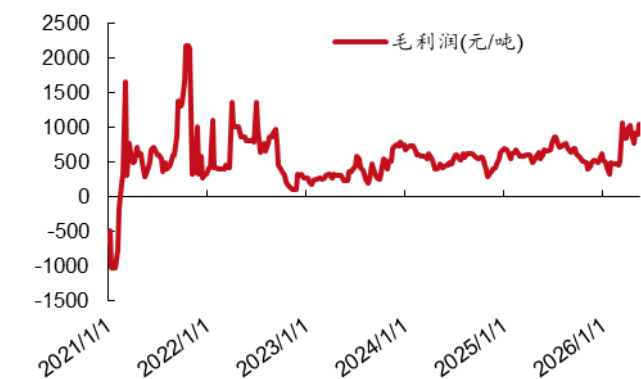
图 21：油煤比价（假设 1 吨原油约 7 桶，美元人民币汇率 6.8）



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

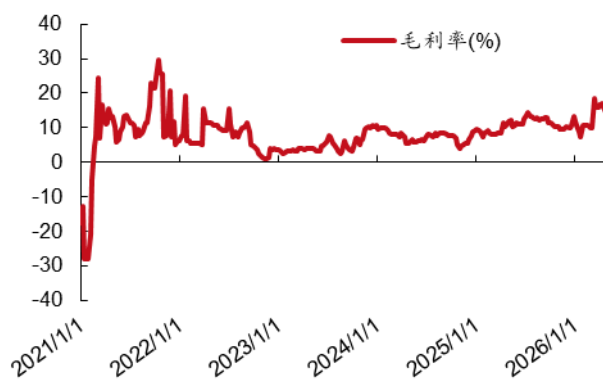
油煤比价处于历史高位，煤制油迎来景气修复。自 2020 年以来，国内煤制油行业利润经历了“深度亏损-急速冲顶-剧烈波动-中枢修复”的完整周期。当前（截至 2026 年 5 月 15 日），行业利润处于历史中高水平，单吨毛利润稳定在 1000 元附近，毛利率接近 18%。

图 22：煤制油毛利润走高



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

图 23：煤制油盈利水平提升



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

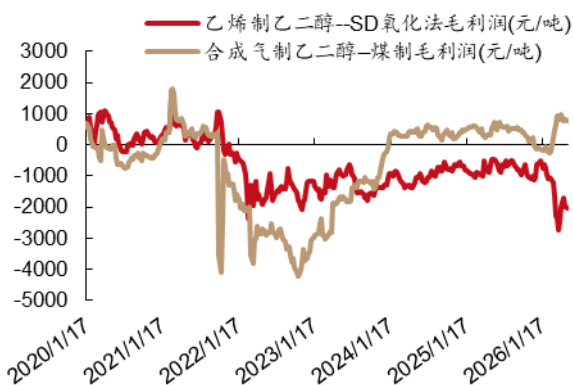
不同工艺利润分化明显，煤制路线利润中枢显著上移。煤制乙二醇与乙烯法乙二醇的利润走势呈现出背离形态。煤制路线自 2023 年四季度触及深度亏损后，于 2024 年开始逐步修复并实现盈利，2025 年 12 月-2026 年 2 月处于亏损状态，2026 年 3 月再次进入正盈利区间。而乙烯法乙二醇自 2022 年以来从未实现过系统性盈利，始终处于亏损状态（截至 2026 年 5 月 15 日毛利润约-2000 元/吨）。

聚乙烯工艺利润分化加剧：煤制（CTO）持续领跑，石脑油与乙烷路线深陷亏损。煤制聚乙烯（CTO）已确立绝对成本优势：截至 2026 年 5 月中旬，CTO 路线毛利润高达 1970.69 元/吨，而同期石脑油裂解路线亏损 -4167 元/吨，乙烷裂解路线亏损 -2517 元/吨。CTO 是三种工艺中唯一持续实现正毛利润的路线，且盈利水平处于历史中高位。自

2024年以来，CTO路线保持正盈利，而石脑油路线处于长期亏损，乙烷路线自2026年3月也陷入深度亏损。聚乙烯行业正经历由成本曲线主导的产能出清与路线替代。

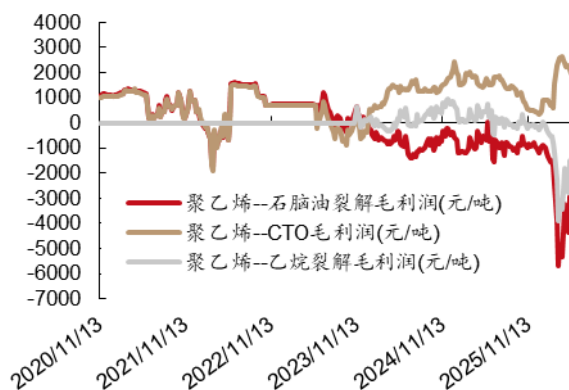
CTO 盈利稳定性验证煤化工竞争优势。在国内煤炭价格相对可控、国际油价中高位的环境下，煤制聚乙烯不仅能够抵御原料波动风险，更可享受超额利润。当前近2000元/吨的毛利润为煤化工企业提供了强劲的现金流支撑。

图 24：不同合成路线乙二醇毛利润



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

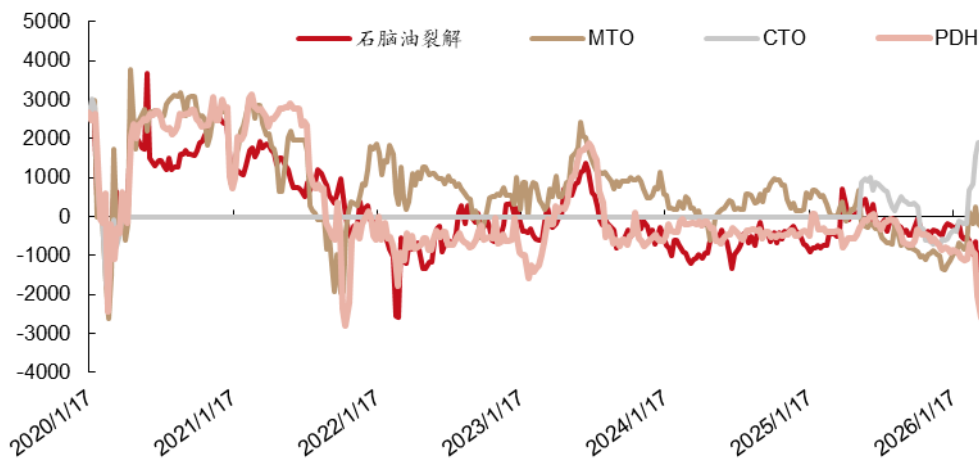
图 25：不同合成路线聚乙烯毛利润



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

与聚乙烯类似，聚丙烯 CTO 路线在当前成本结构下拥有最强竞争力。石脑油路线已处于现金成本边缘，PDH 路线则面临严重倒挂。

图 26：不同合成路线聚丙烯粒料毛利润



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

高油煤比价显著提升了现代煤化工（尤其是煤制油、煤制烯烃、煤制乙二醇等）路线的盈利水平，煤化工产品的盈利窗口拓宽，行业迎来高景气周期。建议关注具备煤炭资源、装置大型化、产品高端化的煤化工龙头企业，其盈利确定性在当前化工板块中具备稀缺性。

表 1：煤化工相关标的

证券简称	相关产品	相关业务简介
宝丰能源	聚烯烃	2025年，聚烯烃产能达到520万吨/年，产能规模跃居我国煤制烯烃行业第一位。
华鲁恒升	尿素、醋酸等	依托洁净煤气化技术，提高资源综合利用能力
鲁西化工	化肥等	公司外购煤炭、丙烯、纯苯等原料，园区内产业链条一体化优势明显

证券简称	相关产品	相关业务简介
诚志股份	烯烃、甲醇	南京诚志的以煤炭为原料生产工业气体及甲醇产品；并且以甲醇为原料生产乙烯、丙烯、丁辛醇等产品。诚志永清主要由 60 万吨/年甲醇制烯烃装置和其优化项目 10 万吨/年丁二烯装置组成，主要产品为乙烯、丙烯、丁二烯，副产品为乙烷、丙烷、工业丁烷等。
金牛化工	甲醇	公司控股子公司金牛旭阳拥有的甲醇生产能力为 20 万吨/年，生产方式为焦炉气制甲醇。
江苏索普	醋酸	公司拥有完整的醋酸上下游产业链，以煤炭为源头，通过煤制气、催化剂合成甲醇、甲醇羰基化等工艺流程生产醋酸。

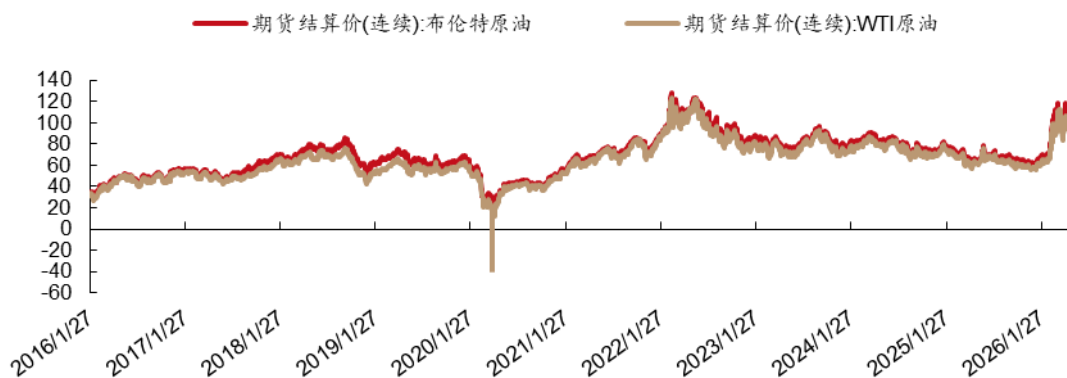
资料来源：各公司 2025 年财报，西部证券研发中心

据新华社报道，5月22日19时29分，山西长治市沁源县山西通洲集团留神峪煤业有限公司井下发生瓦斯爆炸事故，造成重大人员伤亡。事故发生后，各地区各部门将汲取事故教训，深入排查整治各类风险隐患，坚决防范遏制重特大事故发生。后期的安全排查工作可能导致供给端带来短期的不确定性，建议关注后期煤炭价格。

3.2 石油化工：高油价下加速高成本企业出清

中东冲突已深刻重塑全球原油供需格局。据 IEA 发布的《Oil Market Report》显示，供给端，受霍尔木兹海峡局势影响，4月全球石油供应量进一步下降 180 万桶/日，至 9510 万桶/日。假设 6 月份霍尔木兹海峡的石油运输逐渐恢复，预计 2026 年全球石油供应量将平均下降 390 万桶/日，至 1.022 亿桶/日。需求端，IEA 预计 2026 年全球石油需求将同比下降 42 万桶/日，至 1.04 亿桶/日，比战前的预测低 130 万桶/日。截至 5 月 27 日，布伦特原油期货价格报 94.29 美元/桶，较年初上涨约 55%。油价上涨对石化产业链的成本传导、盈利弹性和子行业分化影响深远。

图 27：布伦特和 WTI 原油价格走势（美元/桶）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

地缘冲突强化中国稳定供给优势。地缘冲突持续扰动全球石化供应链，海外尤其是欧洲部分化工装置受能源价格和成本压力影响，竞争力持续削弱，甚至出现永久关停趋势。中国化工凭借全产业链配套、稳定供应与成本优势，全球市场份额有望持续提升，并加速向全球定价权提升演进。这一逻辑对国内龙头的意义在于：过去市场更多将中国化工企业理解为“成本型制造商”，而在海外供给退出、全球客户重视供应稳定性的背景下，国内头部企业的估值框架可能逐步向“全球稳定供应商”切换，对盈利中枢和估值中枢均有支撑。

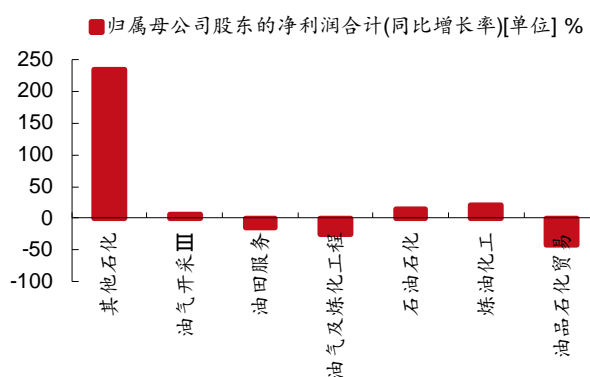
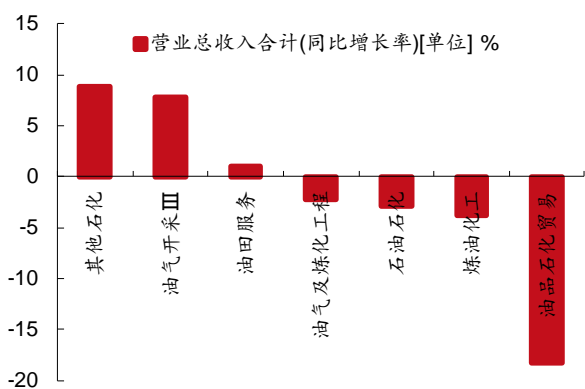
整体来看，石油石化行业在多重因素驱动下呈现出结构性差异。2026Q1 石油石化板块“营收小降、利润大增”，核心驱动力来自地缘政治推高的油价红利 + 炼化环节价差

修复 + 供给端政策收紧带来的格局改善。尽管下游贸易环节承压，但中上游的强劲表现推动板块整体盈利重回双位数增长轨道。这一格局凸显出一体化程度高、技术壁垒强、成本控制优的企业拥有更强的抗风险与顺价能力。未来，石化行业的发展将更多地从“总量增长”转向“结构优化”，在风险与机遇并存的新周期里，那些能够穿越周期、实现高质量增长的企业，更具备长期价值。未来需紧盯油价变动及需求韧性，行业龙头在景气上行期具备更高弹性。

分板块来看，炼化化工 2026Q1 实现营业收入 16432.19 亿元，同比下降 3.82%；归母净利润 760.22 亿元，同比增长 19.93%，是拉动板块利润增长的主要力量。利润增长源于炼化产品价差同比扩大、油价上涨带来的库存收益等，受益于国内需求韧性与行业格局优化。

图 28：2026Q1 申万石油石化板块营收同比增长率

图 29：2026Q1 申万石油石化板块归母净利润同比增长率



资料来源：Wind，西部证券研发中心

资料来源：Wind，西部证券研发中心

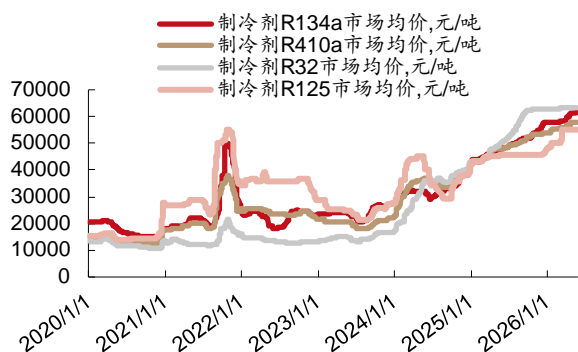
3.3 氟化工：制冷剂卖方强势格局延续

配额政策驱动供给收缩，制冷剂进入高景气周期。本轮制冷剂价格大幅上涨的核心驱动力是《基加利修正案》下 HFCs 生产配额带来的供给端政策性刚性收缩。从数据看，截至 2026 年 5 月 23 日，制冷剂 R134a、R410a、R32 价格较 2024 年年初分别上涨 125%、158%、274%，是典型的供给驱动型涨价，标志着制冷剂行业已进入高景气周期。

R32 作为家用空调主流制冷剂，需求刚性最强且 GWP 相对较低，在配额政策下被赋予更高价值，价格从 2024 年初约 1.7 万元/吨涨至 2026 年 5 月的 6.35 万元/吨，涨幅约 270%，成为领涨龙头且价格稳定性最佳。R134a 受益于汽车空调刚需及售后维修市场，价格从 2.8 万元/吨稳步涨至 6.2 万元/吨，涨幅约 120%。R125 主要用于混配 R410a，受供给相对充裕及下游淡旺季影响，涨至 5.5 万元/吨后有所回落，涨幅约 100%。

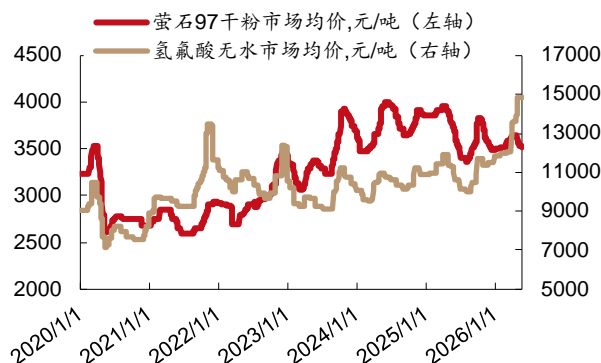
成本推动有限，利润向制冷剂环节集中。萤石 97 干粉价格长期在 3400-3600 元/吨区间波动，2026 年 5 月约为 3522 元/吨，较 2024 年初基本持平；氢氟酸无水价格从约 1 万元/吨涨至 1.48 万元/吨，涨幅约 48%，远低于于制冷剂 200% 以上的涨幅。这表明本轮制冷剂涨价并非成本推动型，而是配额政策下的供给溢价。价差（制冷剂售价减去原料成本）大幅扩张，制冷剂环节的单吨毛利和毛利率可观，产业链利润主要集中在中游制冷剂生产企业。

图 30：制冷剂价格持续上涨



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

图 31：萤石价格震荡运行



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

龙头集中度提升，行业定价权显著增强。配额主要集中在巨化股份、三美股份、昊华科技、东岳集团、永和股份等头部企业，行业定价权显著增强。

景气高位运行，需关注政策执行与需求变化。当前制冷剂价格已处于历史高位，供给端受制于配额政策，下游空调、汽车、冷链等需求仍有支撑，短期供需缺口难以逆转，预计 2026 年三季度旺季价格仍有上行空间，行业景气尚未见顶。潜在的风险包括：配额政策执行不及预期（超配或违规生产可能导致价格承压）、下游地产和汽车周期走弱对需求的超预期下滑、海外 HFCs 产能重启对出口市场的冲击、以及高价可能加速 R290 等天然制冷剂的替代进程，这些因素均可能改变当前供需平衡格局。

供给政策驱动景气延续，配额价值重估是核心逻辑。制冷剂板块正处于供给政策驱动型景气周期的中后段，核心驱动力是配额限制带来的供给收缩而非成本上涨。投资主线应聚焦拥有充裕配额和一体化能力的龙头企业。后续需紧密跟踪配额执行情况、下游需求变化以及替代技术进展，配额价值重估仍是本轮周期中贯穿始终的核心逻辑。

3.4 农化：建议关注化肥上游原材料价格与出口政策变化

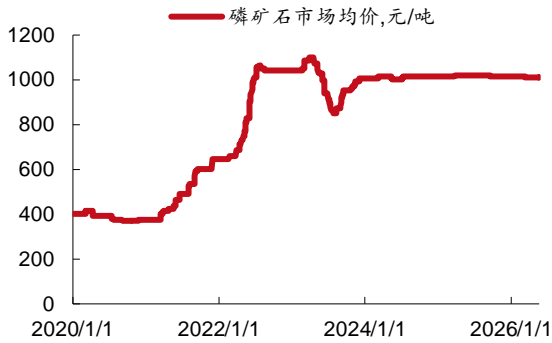
3.4.1 化肥：成本抬升利润承压，建议关注上游原材料价格与出口政策变化

2026 年全球化肥市场被中东冲突、霍尔木兹海峡扰动、能源与硫磺价格波动重塑，国际尿素、磷肥价格显著上行，而国内在保供稳价政策下形成“全球涨、中国稳”的独立行情，内外价差较大。我们建议化肥板块投资聚焦出口政策以及具备上游资源的一体化企业。

2024 年以来磷矿石市场均价走势平稳。磷矿作为战略性矿产，开采受严格配额与环保管控，主流大厂执行长协定价，且下游磷肥需求相对稳定，未出现恐慌性囤货。

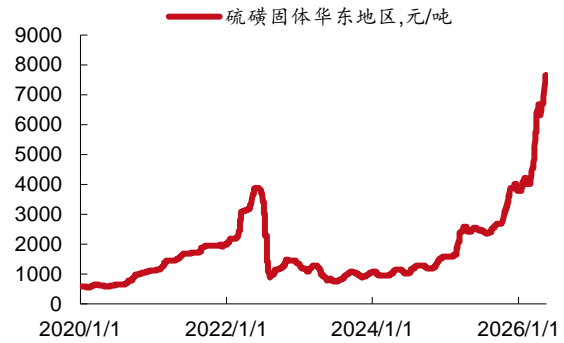
硫磺价格加速上行，磷化企业成本压力增大。2026 年 3 月初至 5 月中旬，价格自约 4000 元/吨急速拉升，连续突破 5000、6000、7000 元/吨关口。价格大涨主要受供应端冲击驱动，呈现典型的原料“挤兑”式上涨。对于磷化工企业，硫磺外购比例高的企业面临巨大成本压力与亏损风险。

图 32：磷矿石价格保持高位



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

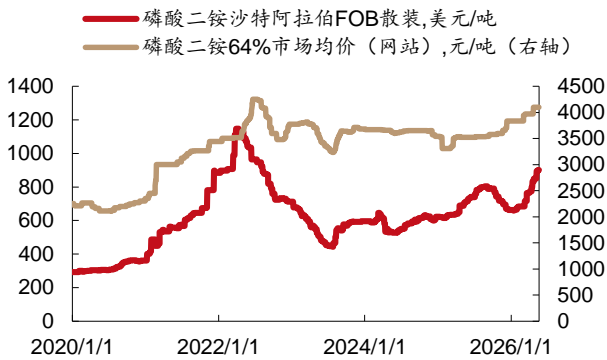
图 33：硫磺价格大幅上行



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

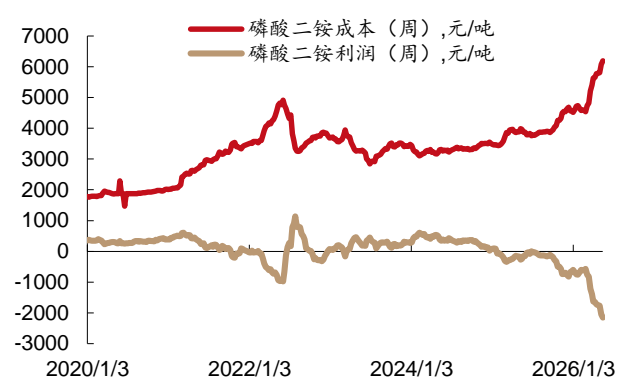
成本上涨，售价跟涨幅度较小，磷肥利润端承压下行。在硫磺价格大涨、磷矿石价格刚性高位横盘的背景下，磷酸二铵成本被持续推高，而下游售价无法快速跟涨，导致单吨亏损扩大。利润修复的核心变量或不在于二铵自身，或在于硫磺价格何时回归。另外，海外价格上涨幅度较大，具备海外出口溢价。建议关注硫磺进口到货量、炼厂开工恢复情况，以及磷肥出口政策的边际变化，这些将是二铵行业走出“至暗时刻”的关键信号。

图 34：磷肥价格走高



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

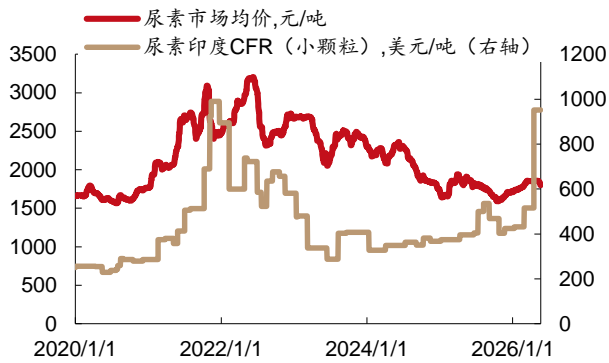
图 35：磷肥利润下行



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

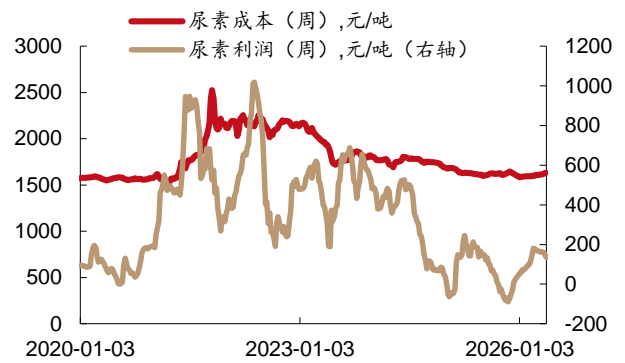
关注尿素出口政策变化。当前氮肥行业国内供给相对充足，国内尿素均价低位震荡，而印度尿素价格大幅上涨，内外价差较大。展望后市，尿素价格的核心矛盾不在于国际市场的涨跌，而在于国内供给与出口政策的边际变化。若政策持续收紧，价格将继续在成本线附近徘徊，行业面临长期微利甚至亏损；若出口窗口阶段性打开，国内尿素企业有望迎来一轮利润端的修复。建议密切关注法检政策动向、国内库存变化及印度招标的实际成交情况。

图 36: 国际尿素价格大幅上行



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

图 37: 尿素利润低位震荡



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

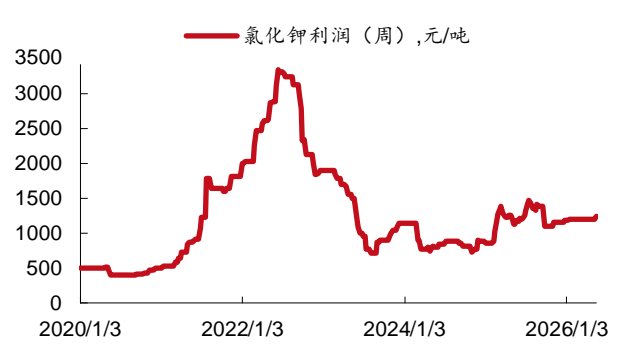
2026 年以来，钾肥价格波动小，利润相对稳定。自 2025 年中起，氯化钾价格在 3200-3300 元/吨的平台窄幅运行，显示出较强的价格刚性和供需均衡。其行业利润合理、国产替代稳步推进、进口来源多元化。当前价格对上游（国产钾、进口商）和下游（复合肥企业）均处于可接受范围，预计这一稳态将在 2026 年下半年延续。建议重点关注国际大合同谈判、老挝钾肥增量及地缘政治变化，但短期内氯化钾仍将是整个化肥板块中最具确定性的品种。

图 38: 钾肥价格相对稳定



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

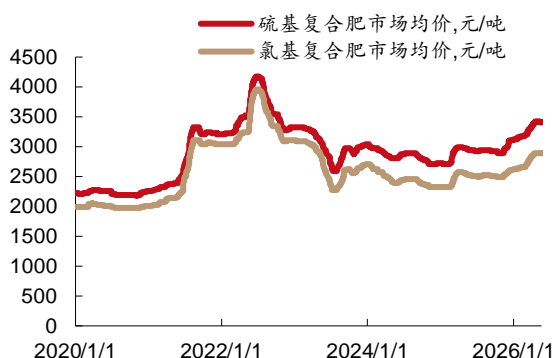
图 39: 近一年钾肥利润窄幅震荡



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

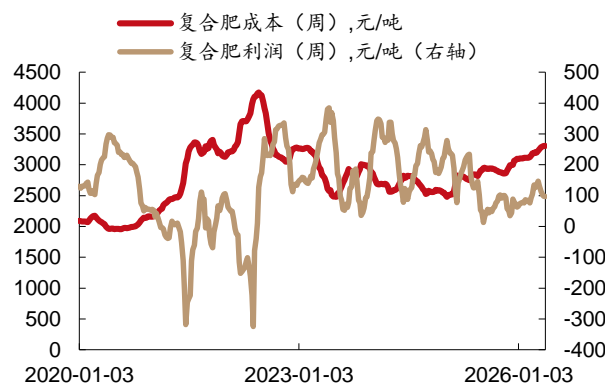
在成本上涨压力下，复合肥利润收窄但持续为正，有望继续维持在 50~150 元/吨的合理区间，行业整体运行稳健。建议关注秋季备肥需求释放和钾肥大合同谈判进展，但复合肥板块在化肥产业链中仍是较具防御性。

图 40：复合肥价格上行



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

图 41：近一年复合肥利润窄幅震荡



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

化肥行情不再只是“春耕备肥+商品涨价”的短周期交易，而是叠加了全球地缘博弈、国内粮食安全、资源品重估、绿色农业转型、新能源材料协同等因素。单质肥重点关注上游资源获取能力与成本控制优势；复合肥重点关注产品与渠道；磷化工重点关注矿化一体与新能源协同；钾肥重点关注稀缺性与平台价值。

3.4.2 农药：历史底部夯实阶段，静待回升周期开启

农药原药价格指数底部夯实，结构性亮点显现，静待回升周期开启。中国农药原药价格总指数近期小幅波动，但整体已进入历史底部夯实阶段，下行空间或有限。细分品类中，除草剂率先展现出强劲的企稳回升动能，成为市场信心的“压舱石”；杀虫剂、杀菌剂虽仍在低位整理，但同比及环比跌幅已显著收窄。随着全球农药补库需求逐步释放及成本端支撑强化，行业向上修复的通道正在酝酿中。

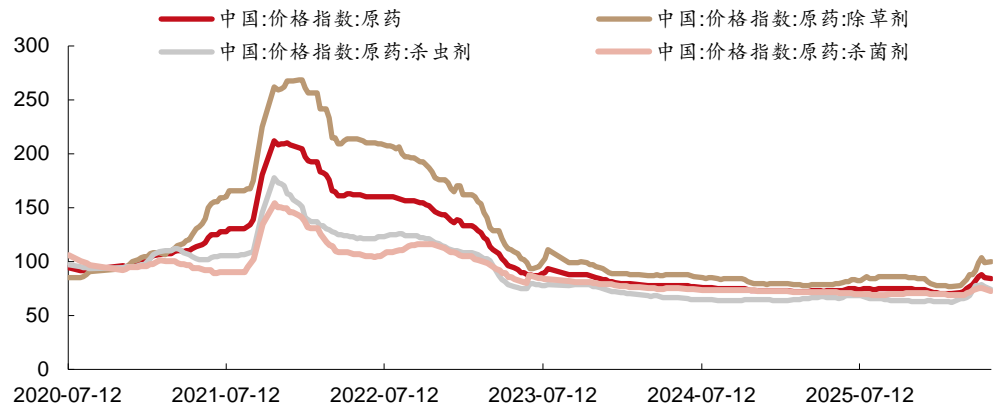
整体走势：总指数在底部区域蓄势，向下风险充分释放。截至 2026 年 5 月 10 日，农药原药价格总指数收于 84.17 点。虽然较两周前的 85.36 点略有回踩，但观察更长周期可见：当前指数已远离 2025 年底 70 点左右的低位，且自 2026 年初以来稳定在 80 点以上。与 2021-2022 年历史高点相比，价格已回归至上一轮周期的启动平台，估值吸引力显著提升。

品类分化：除草剂率先突围，杀虫剂/杀菌剂筑底待变。除草剂：表现最为亮眼，是三大品类中唯一保持在 95 点上方且最为接近百点关口的品种。5 月 10 日指数较 4 月 26 日的 99.45 点稳中有升，较 2025 年底的 77 点附近累计反弹幅度接近 30%。后续若站上 100 点心理关口，有望带动整体市场情绪回暖。

杀虫剂：虽然当前数值偏低，但自 2026 年 3 月触及 68.61 点低点后，杀虫剂指数已整体抬升，近期回调并未跌破前期低位。74 点附近较年初 62.96 点仍保留超过 17% 的涨幅，底部抬升趋势未改。随着夏季虫害高发期临近，下游采购有望逐步启动，价格具备向上弹性。

杀菌剂：同样处于历史相对低位。当前杀菌剂价格已充分反映经济作物种植收益偏弱的利空，利空因素边际钝化。且随着水果、蔬菜等价格周期性回暖，杀菌剂需求有望迎来修复。

图 42：农药原药价格指数



资料来源：Wind，西部证券研发中心

成本端，原油、煤炭等基础能源价格已脱离底部，农药中间体生产成本难以下行，原药价格的进一步下跌空间有限。供给端，长期低价有望倒逼部分高成本产能退出，导致行业集中度提升，龙头议价能力增强。需求端，后续关注南美、东南亚等主要农药进口国的采购意愿，尤其是对除草剂的需求变化。

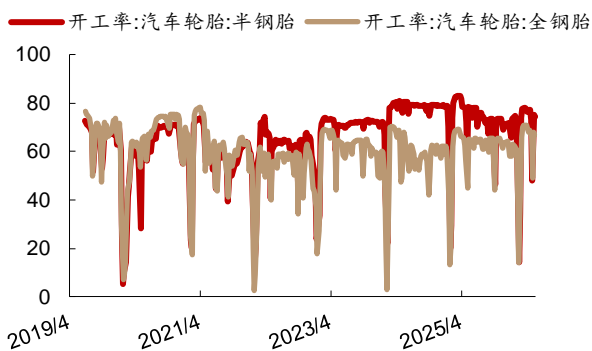
预计三季度随着传统用药旺季及海外订单集中落地，农药价格有望逐步回升。当前是中长期布局的黄金窗口，行业景气回升的确定性正在增强。建议关注：农药行业一体化龙头，布局葫芦岛基地，具备顺周期弹性的扬农化工（已覆盖）；出口逻辑向全球品牌渠道逻辑升级的成长型农药龙头润丰股份。

3.5 轮胎：成本承压，建议关注原材料价格变化与关税政策

汽车轮胎行业开工率相对稳定。截至 2026 年 5 月 21 日，本周国内半钢胎平均开工率为 74.26%，同比-3.96 pct，环比上周-0.81 pct；全钢胎平均开工率为 66.91%，同比+1.95 pct，环比上周-0.91pct。

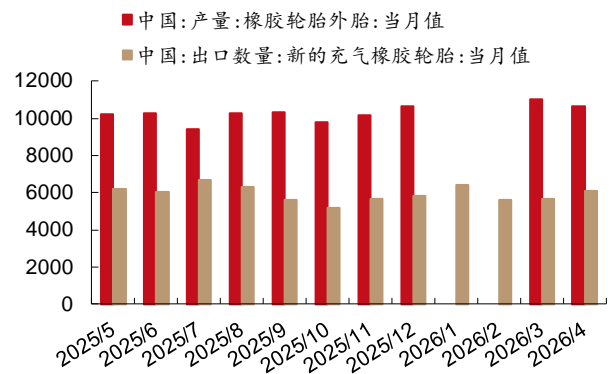
4 月份橡胶轮胎出口数量实现同环比增长。2026 年 4 月，国内橡胶轮胎外胎产量 1.06 亿条，同比+4.38%；出口 0.61 亿条，同比+6.12%，环比+7.98%。

图 43：汽车轮胎行业开工率（%）



资料来源：Wind，中国橡胶信息贸易网，西部证券研发中心

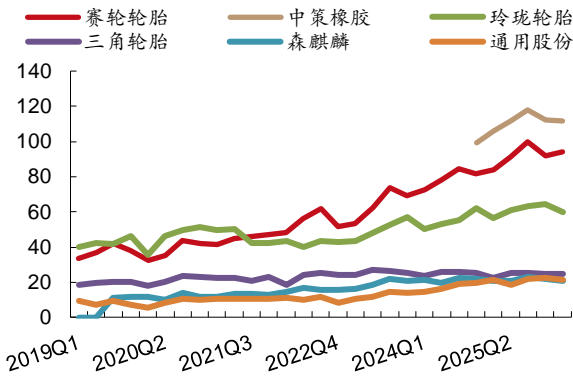
图 44：国内轮胎产量和出口数量（万条）



资料来源：Wind，国家统计局，海关总署，西部证券研发中心

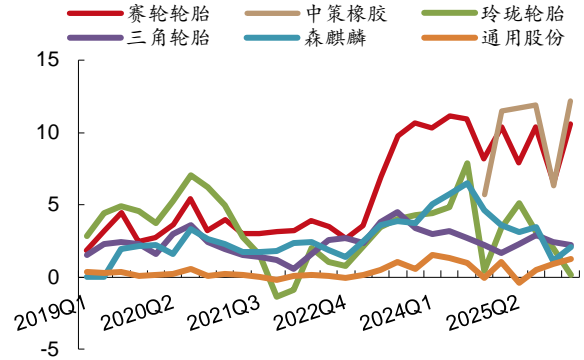
2026Q1，头部轮胎企业营收多数实现同比增长，环比多数负增长，主要系季节性因素波动影响。利润端，赛轮轮胎，中策橡胶增长强劲，作为轮胎头部企业，抗风险能力较强。

图 45：国内头部胎企季度营收变化趋势



资料来源：Wind，西部证券研发中心

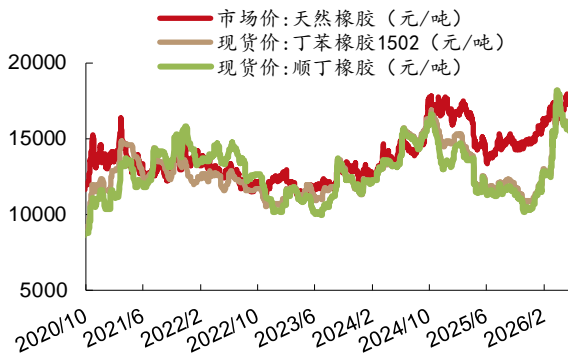
图 46：国内头部胎企季度净利润变化趋势



资料来源：Wind，西部证券研发中心

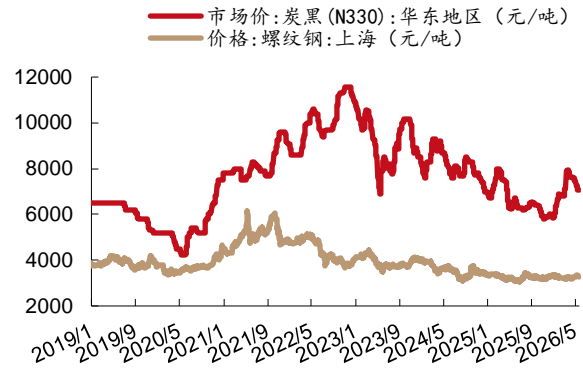
轮胎主要原材料成本上涨，建议关注原材料价格后期波动。2026 年年初至今，轮胎上游主要原材料天然橡胶，合成橡胶，炭黑价格上涨明显。截至 2026 年 5 月 21 日，天然橡胶/ 丁苯橡胶 1502/ 顺丁橡胶/ 炭黑(N330):华东价格分别为 17,400/ 15,700 / 15,500 / 7,060 元/吨，较年初分别上涨 14.1% /37.1% /37.2% /20.2%。

图 47：橡胶价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，中国橡胶信息贸易网，化工在线，西部证券研发中心

图 48：炭黑和螺纹钢价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，隆众资讯，西部证券研发中心

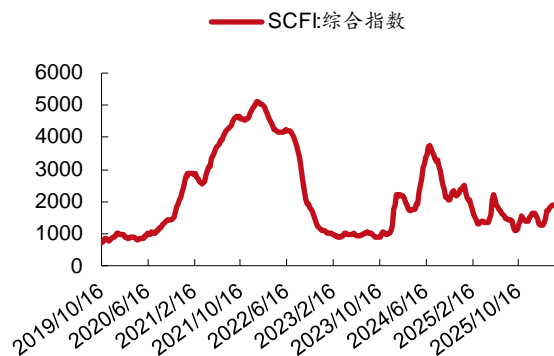
轮胎企业出口占比较大，汇兑和海运费对轮胎企业经营会产生较大影响。2026Q1，人民币升值，轮胎企业产生汇兑损失。海运费价格指数有所上涨，但仍在相对历史低位，负面影响有限。

图 49：汇兑走势



资料来源：Wind，中国人民银行，西部证券研发中心

图 50：海运费价格指数走势（点）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

轮胎板块是“全球替代+海外产能释放+高端配套突破”三因素共振下的估值重塑。建议关注全球化布局领先，非公路轮胎领域的技术和市场地位方面具备显著优势的赛轮轮胎；全球化产能布局，品牌升级与高端配套突破，打开成长天花板的中策橡胶；全钢巨胎高壁垒细分龙头，深度绑定紫金江铜的海安集团；聚焦高端产品与市场，全球化布局清晰的森麒麟；聚焦高壁垒的非公路轮胎（OHT）赛道，打开第二成长曲线的风神股份。同时需警惕原材料价格上行，欧洲双反、美国关税与其他地区贸易限制政策变化等风险。

3.6 新材料：关注算力配套材料的需求增长，以及高端材料的国产替代

半导体上游材料国产替代正处于历史性战略窗口。AI 算力集群扩张驱动高端材料需求非线性增长，先进制程与 3D 结构升级提升单位晶圆耗材强度，外部供给扰动加速国内晶圆厂对本土供应链的导入进程。多因素共振下，光刻胶、湿电子化学品、电子特气、先进封装材料以及高频高速树脂等细分赛道均处于从“中低端替代”向“高端突破”的关键转型期。

3.6.1 湿电子化学品：受益半导体先进制程扩产和AI算力需求提升

湿电子化学品，又称超净高纯试剂，是指在微电子、光电子制造的湿法工艺（如清洗、光刻、蚀刻等）中使用的各类液体化工材料。其主体成分纯度要求大于 99.99%，并对金属杂质和微尘颗粒有严格的控制要求，直接影响芯片的成品率、性能和可靠性。产品可分为两大类：通用湿电子化学品（单成分、高纯度化学品，如电子级硫酸、氢氟酸、双氧水等）和功能性湿电子化学品（复配类化学品，如显影液、剥离液、清洗液、蚀刻液等）。

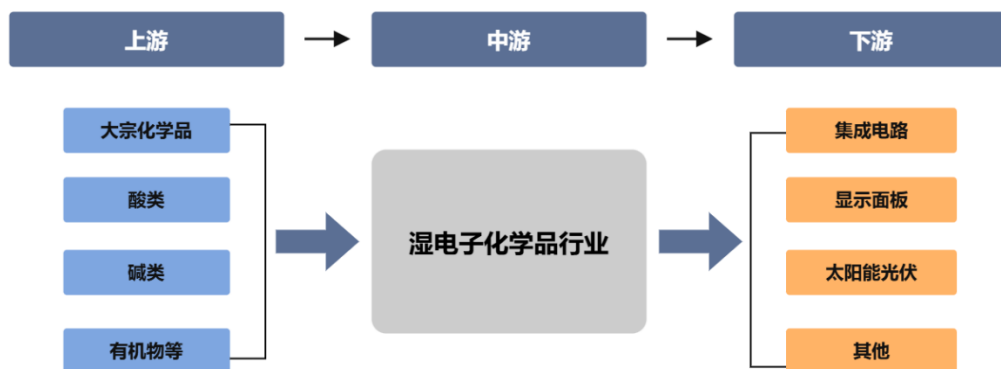
表 2：部分湿电子化学品应用场景

品类	核心应用场景
电子级硫酸	晶圆前道制造清洗、刻蚀
电子级双氧水	晶圆前道制造清洗、氧化
电子级氢氟酸	晶圆刻蚀、清洗
电子级氨水	集成电路前道制造、光刻胶剥离
电子级盐酸	晶圆清洗、刻蚀

资料来源：兴福电子招股说明书，多氟多公司官网，中巨芯科技股份有限公司招股说明书，西部证券研发中心

湿电子化学品产业链上游为基础化工原材料供应商，中游为通过精馏、过滤、提纯等工艺将工业级原料纯化至电子级的生产商，下游主要应用于集成电路、显示面板和光伏太阳能三大领域。

图 51：湿电子化学品产业链



资料来源：华经产业研究院，西部证券研发中心

未来，湿电子化学品市场需求在半导体先进制程扩产和 AI 算力需求拉动下有望恢复增长。据华经产业研究院数据，受光伏市场量增价减、价格竞争拖累，2023 年以来我国湿电子化学品总体市场规模增长停滞。2024 年度中国湿电子化学品市场规模为 223.60 亿元，同比基本持平，到 2025 年我国湿电子化学品市场规模微幅下降至 222.40 亿元。

全球市场由欧美和日本企业主导。德国巴斯夫、美国陶氏、日本关东化学、三菱化学等企业凭借技术和品牌优势，在 G4/G5 级别的高端产品市场占据主导地位。国内企业在电子级硫酸、双氧水、氢氟酸等 G5 级产品上已取得突破。

表 3：湿电子化学品相关公司

股票代码	公司简称	核心产品	产能(万吨)	核心客户
688545.SH	兴福电子	电子级磷酸、硫酸、双氧水等	37.4	中芯国际、长江存储、SK 海力士
603078.SH	江化微	电子级硫酸、硝酸、IPA 等	23.5	中芯国际、华虹集团、长鑫存储
300655.SZ	晶瑞电材	电子级双氧水、硫酸、光刻胶	/	中芯国际、长江存储、合肥长鑫
603931.SH	格林达	TMAH 显影液、蚀刻液、清洗液	/	京东方、华星光电等面板厂
300236.SZ	上海新阳	功能性清洗剂、电镀液及添加剂	/	长江存储、中芯国际、合肥长鑫
688549.SH	中巨芯	电子级氢氟酸、硝酸、氨水等	/	中芯国际、华虹集团、士兰微
688019.SH	安集科技	CMP 抛光液、功能性清洗剂	/	中芯国际、长江存储、台积电

资料来源：兴福电子招股说明书，兴福电子 2025 年半年报，江化微投资者关系活动记录表（2024），江化微公司官网，江化微 2025 年半年报，格林达 2025 年年报，上海新阳 2025 年年报，上海新阳投资者关系活动记录表，中巨芯 2025 年年报，中巨芯招股说明书，安集科技 2025 年年报，关于安集微电子科技（上海）股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券申请文件的审核问询函的回复，晶瑞电子材料股份有限公司 2024 年年度报告摘要，西部证券研发中心

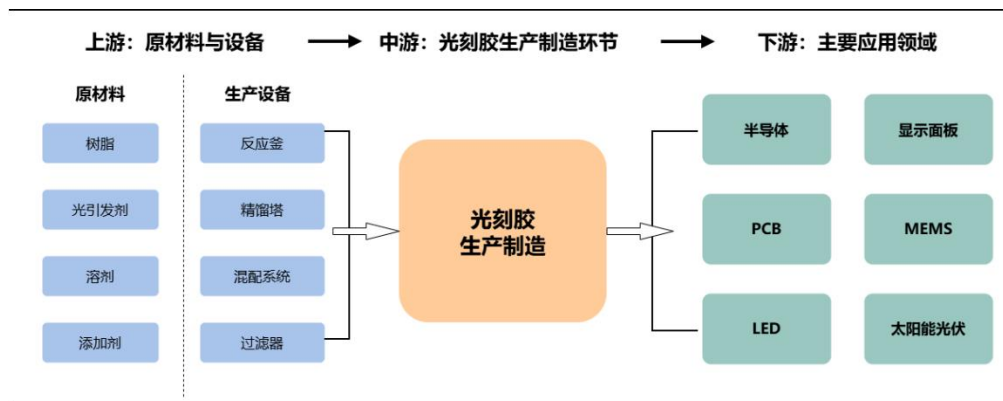
3.6.2 光刻胶及配套材料：芯片制造光刻工艺的核心耗材

光刻胶是半导体制造光刻工艺的核心耗材，其性能直接决定芯片的制程精度与良率。在先进制程（7nm 及以下）领域，光刻胶技术长期被日美企业垄断，研发难度大、认证周期长，是国内半导体产业链国产化率最低、亟待突破的关键“卡脖子”环节之一。光刻胶配套材料（包括底部抗反射涂层 BARC、旋涂碳层 SOC、六甲基二硅氮烷 HMDS 等）是保障光刻胶发挥性能、提升图案对比度的必需配套材料，技术壁垒丝毫不亚于光刻胶本体。目前该领域国产化率更低，对外依赖度高，是国内高端半导体材料产业链完善的重要拼图。

光刻胶行业产业链上游主要包括树脂、光引发剂、溶剂与添加剂等原材料，以及反应

釜、精馏塔、混配系统、过滤器等生产设备。产业链中游为光刻胶生产制造环节。产业链下游主要应用于半导体、显示面板、PCB、MEMS、LED、太阳能光伏等领域。

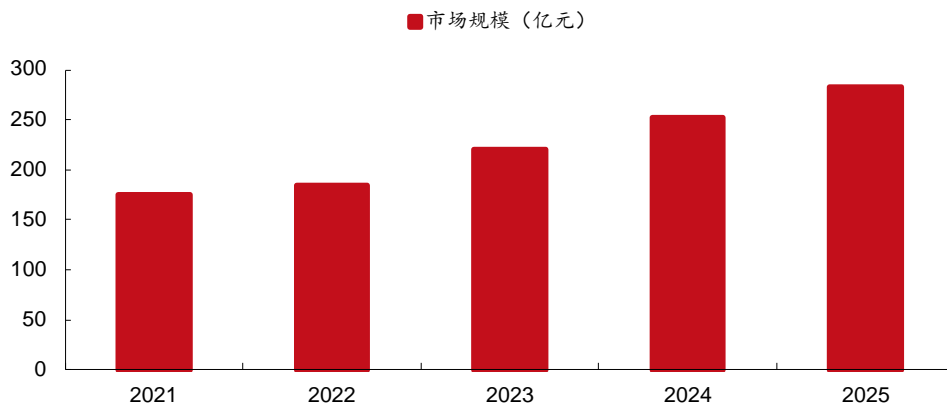
图 52：光刻胶产业链



资料来源：华经产业研究院，西部证券研发中心

光刻胶作为半导体材料中技术壁垒最高的环节之一，是芯片制造光刻工艺的核心耗材，直接影响芯片的线宽控制与最终良率。当前，中国光刻胶行业正站在从“中低端替代”向“高端突破”转型的关键节点。根据智研咨询数据，2025 年中国光刻胶行业整体市场规模为 282.34 亿元，同比增长 12.16%。

图 53：中国光刻胶行业市场规模



资料来源：智研咨询，西部证券研发中心

在政策支持、市场需求与地缘政治因素的三重共振下，国内半导体光刻胶国产化替代进入不可逆的加速阶段，呈现“成熟制程率先突破、高端制程稳步追赶”的格局。

表 4：不同光刻胶国产化率和市场特征

技术路线	国产化率	市场特征
G/I 线	20%-25%	技术相对成熟，国产化率较高
KrF	不足 5%	部分企业已实现突破，加速替代
ArF	不足 1%	高度依赖进口，国产替代最为迫切
EUV	≈0%	国内尚处于研发起步阶段

资料来源：华经产业研究院，西部证券研发中心

光刻胶核心壁垒主要体现在以下三个方面。1.技术壁垒：高纯度单体合成工艺难度大，

直接决定光刻胶性能。高端 PHS 树脂（用于 KrF）和丙烯酸酯树脂（用于 ArF）几乎完全依赖进口。2.认证周期：客户端验证周期一般需要 18 个月甚至更久。3.上游原材料：ArF 光刻胶用光酸产生剂（PAG）长期被日美企业掌控。

全球光刻胶市场呈现高度寡头垄断格局。主要参与者包括日本 JSR、东京应化（TOK）、信越化学、富士胶片以及美国杜邦等。国内企业在 PCB/面板级光刻胶领域已实现较高国产化率，但在半导体级高端光刻胶领域仍处于追赶阶段。

表 5：光刻胶产业链相关公司

公司简称	核心产品/技术进展
南大光电	ArF 光刻胶领军企业，率先突破并实现销售，产能 50 吨/年，ArF 光刻胶验证工作正常推进中
彤程新材	控股北京科华，国内光刻胶龙头，产品线覆盖 G/I/KrF/ArF 全系列；部分 ArF/ArFi 产品已通过国内芯片厂验证并取得规模量产订单
鼎龙股份	CMP 抛光垫龙头切入高端光刻胶，已有数款 KrF/ArF 产品进入稳定批量供应阶段
晶瑞电材	I 线光刻胶市占率领先
上海新阳	半导体湿电子化学品龙头，布局高端光刻胶，光刻胶产品已有销售，部分产品还在验证中
恒坤新材	国内 SOC 与 BARC 双料龙头，2023 年两项产品销售规模均位居境内国产厂商第一；ArF 浸没式光刻胶已通过验证并小规模销售
新亚强	电子级六甲基二硅氮烷（HMDS）千吨级以上产能，已向国内外多家半导体及面板显示领域头部客户稳定供应
八亿时空	国内领先的 KrF 光刻胶树脂供应商，百吨级产线已量产，多款 KrF 光刻胶树脂产品已给客户量产交付
强力新材	全球光引发剂龙头之一，产品覆盖 PCB、LCD、半导体光刻胶等领域
瑞联新材	OLED 材料龙头，布局高端光刻胶单体，覆盖从 g 线到 EUV 全系列，数款已量产

资料来源：彤程新材、强力新材、瑞联新材 2025 年半年报，晶瑞电子、上海新阳 2025 年年度报告摘要，恒坤新材 2025 年年报，证券时报，证券日报，南大光电投资者关系活动记录表（2026 年 4 月 15 日），鼎龙股份关于全资子公司实施增资扩股并与员工持股平台共同投资建设年产 300 吨 KrF/ArF 光刻胶产业化项目的公告，财联社，恒坤新材首次公开发行股票并在科创板上市之上市保荐书，西部证券研发中心

3.6.3 电子特气：国产替代加速

电子特气是半导体制造中的关键材料，直接参与晶圆制造的刻蚀、清洗、成膜、掺杂、光刻、离子注入等核心工艺，对芯片性能和良率有直接影响。当前行业的核心边际变化在于“AI/存储扩产+先进制程/3D 结构升级+国产替代加速+海外供应扰动”四因素共振。相比上一轮单纯跟随晶圆厂资本开支，本轮单位晶圆耗材量同步抬升，需求弹性可能大于投产弹性。

电子特气全球市场由空气化工、林德、液化空气、大阳日酸等国际巨头主导。国内企业昊华科技、金宏气体、华特气体、南大光电、中船特气和雅克科技等在电子特气领域已取得突破，部分产品进入台积电、美光、中芯国际等国际头部晶圆厂供应链。

表 6：电子特气产业链相关公司

公司简称	核心产品/技术进展
中船特气	含氟特气龙头，NF3 销量 10579 吨，WF6 销量 1330 吨；2025 年营收 22.6 亿元，同比增长 15.88%
华特气体	氟碳类、光刻气、HBr、BCl3、乙硅烷等；新产品推动特种气体毛利约 39%，部分产品已通过东南亚半导体厂认证
金宏气体	超纯氨、TEOS、电子大宗载气；新增导入 20 余家半导体客户，6 个电子大宗载气项目落地
昊华科技	含氟电子特气，六氟丁二烯全球第一，NF3 全国前三；正在扩建 NF3/SF6 产能
南大光电	前驱体+氨类/氟类特气+光刻胶；2024 年前驱体收入 5.78 亿元，同比增长 70.3%
雅克科技	前驱体龙头+电子特气+光刻胶；2025 年半导体化学材料收入 21.11 亿元，同比增长 8.01%，毛利率 44.79%
正帆科技	前驱体+电子混合气+气体系统；铜陵二期前驱体项目试生产，产品覆盖 High-K/金属/硅基四大类
凯美特气	光刻气、准分子激光气；已获 Cymer、GIGAPHOTON 认证，与中芯国际、长江存储合作
广钢气体	电子大宗气+特种气体

资料来源：中船特气、金宏气体、雅克科技、正帆科技 2025 年年报，金宏气体、昊华科技 2025 年半年报，南大光电 2024 年年报和年度报告摘要，凯美特气 2025

年年度报告摘要，华特气体投资者关系活动记录表（2026年4月14日），证券日报，西部证券研发中心

3.6.4 先进封装材料：国产化率有待提升

半导体封装材料是构成芯片成品的重要组成部分，在半导体产业链后道工序中扮演关键角色，主要功能包括保护芯片免受物理、化学等环境因素影响、增强导热散热性能，并实现芯片与外部电路的电气连接。在摩尔定律放缓背景下，先进封装成为延续芯片性能提升的关键路径。Chiplet、2.5D/3D、CoWoS 等先进封装技术复杂度远超传统封装，带动了有机基板（特别是 ABF 基板）、环氧塑封料（EMC）、底部填充胶（Underfill）、热界面材料（TIM）等关键材料的需求显著提升。

先进封装产业链上游的设备和材料是技术突破的关键瓶颈和投资热点，国内厂商在材料领域已占据一定份额，材料本地化配套能力的提升对中国先进封装产业降低对外依存度、增强供应链安全性具有战略意义。

表 7：先进封装材料相关公司

公司简称	核心产品/技术进展
华海诚科	EMC 领域国内龙头，并购衡所华威整合产能和技术，提升全球竞争力
德邦科技	芯片粘接材料（Underfill 等），推出低介电常数产品
联瑞新材	球形硅微粉重要供应商，功能性填料核心企业
壹石通	导热球形氧化铝
康强电子	引线框架、键合丝等封装材料
国瓷材料	先进封装的“陶瓷基板/管壳/高热导”侧
雅克科技	覆盖先进封装多条关键材料链的平台型公司

资料来源：华海诚科 2025 年年度报告，德邦科技 2024 年年度报告摘要，壹石通投资者关系活动记录表（编号：2025-004），康强电子 2025 年年度报告摘要，国瓷材料 2025 年年报，Wind，西部证券研发中心

3.6.5 高频高速 PCB 树脂：PPO 高频高速电子树脂的核心基础材料

PPO（聚苯醚）是由 2,6-二甲基苯酚经氧化偶联聚合制得的一类高性能热塑性树脂，具有低介电常数、低介电损耗、耐热、低吸湿、耐水解稳定性强等特点，是高频高速电子树脂的核心基础材料。

碳氢树脂通常仅由 C、H 元素构成或以其为主体，核心优势在于 C-H 键极性小、极化率低，介电常数和介电损耗更低，结构设计自由度更高。碳氢树脂来源广泛、价格低廉，具有较高的性价比，是非常具有竞争力的高频、高速及高性能电路板用树脂基体。

产业链传导路径为：PPO/碳氢树脂→CCL（覆铜板）→PCB（印制电路板）→AI 服务器/交换机/光模块/5G 基站/6G 设备。

表 8：高频高速 PCB 树脂相关公司

公司名称	核心优势
圣泉集团	目前产品细分包括电子级酚醛树脂、特种环氧树脂、PPO/OPE、碳氢树脂、苯并噁嗪树脂、双马来酰亚胺树脂等功能型高分子材料。
东材科技	台系客户卡位最深，全球化客户覆盖更广；M8 已批量供货，M9 碳氢树脂已形成显著先发优势
中化国际	南通星辰具备深厚 PPO 工业化基础，低分子 PPO 供不应求；央企资源、客户协同、资金能力强

资料来源：圣泉集团、东材科技 2025 年半年报，国务院国资委文章《南通星辰改革创新浴火重生走出老国企转型脱困新道路》，西部证券研发中心

3.6.6 CCL材料：AI材料链中当前景气较强的环节之一

CCL 是 AI 材料链中当前景气较强的环节之一，需求驱动来自 AI 服务器、交换机、背板、加速卡和高速互联升级，供给约束则来自高端电子布和高阶 CCL 产线建设周期长、认证周期长，因此 2026 年内供需偏紧状态难以明显缓解。

AI 基础设施的 SerDes 速率持续升级，CCL 材料要求从 M7、M8 逐步升级至 M9/M10，对介电损耗、信号完整性和层数提出更高要求，高性能 PCB 与 CCL 需求同步放大。CCL 价格持续上调，建滔在 4 月月内已进行二次涨价，幅度 10%，说明下游对涨价具备一定承受能力，行业供需偏紧已开始实质性传导至盈利。建议关注圣泉集团、东材科技、国瓷材料、联瑞新材等，对应树脂体系、CCL 及 PCB 材料等不同环节。

3.6.7 SOFC：有望从主题转向产业链放量

SOFC（固体氧化物燃料电池）是 2026 年新材料与能源装备交叉领域中最值得重视的电池技术。其短期催化来自美国数据中心电力短缺和 AI 算力基础设施建设，中期价值来自高效率、高可靠性的分布式电源方案逐步商业化。其部件材料和系统配套需求有望进入放量初期。

SOFC 是美国数据中心缺电问题的重要解决方案之一。SOFC 发电效率超过 60%，热电联产效率可达 85% 以上。同时，还具有燃料灵活、绿色低碳、不使用贵金属等优势，能够使用天然气、氢气、煤制气、生物质气、甲醇等多种燃料，使用天然气的 SOFC 相比传统天然气发电机组可以实现减碳 30% 以上。这决定了其在高电价、低碳约束和高可靠供电场景中具备较强竞争力。Oracle 对 Bloom Energy 加单，使相关项目规模提升至 2.8GW，SOFC 成为美国数据中心缺电问题的重要解决方案之一。Bloom Energy 2026Q1 业绩明显超预期，并上修全年指引，表明订单和交付节奏正在加快。

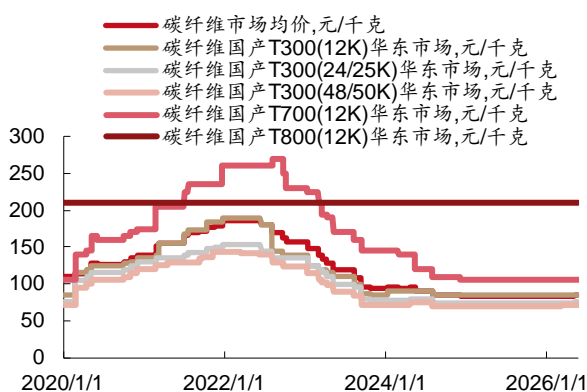
国内产业链方面，三环集团涉及隔膜板，春晖智控涉及温度传感器，潍柴动力则具备系统和整机能力，奥福科技涉及重整器。若电力约束持续、数据中心建设保持高景气，则 SOFC 有望从主题转向产业链放量。

3.6.8 碳纤维：或将迎来拐点，关注“国产高端技术突破”

碳纤维行业景气度或将迎来拐点，在成本推动、需求扩张及技术突破等多重利好下，有望开启新一轮景气周期。

成本端，上游原料丙烯腈价格的大幅上涨，叠加能源成本压力，使得企业利润被压缩，有望推动碳纤维产品价格的上涨。

图 54：国产碳纤维价格长期底部运行



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

图 55：近期丙烯腈价格大幅上涨



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

政策与需求双轮驱动。碳纤维被誉为“黑色黄金”，其高景气度的背后是政策扶持与新兴市场需求形成的双重共振。从政策端看，碳纤维作为保障国家安全的战略性基础材料，已被纳入国家关键战略材料范畴。从需求端看，碳纤维应用版图正加速扩张：风电叶片是最大的需求领域，2026 年低空经济飞行器对轻量化碳纤维需求有望激增；航空航天中的国产大飞机、商业航天等，为高端碳纤维打开了广阔的国产替代空间。

工业规模与高端技术构筑企业护城河。碳纤维行业已形成清晰的分层竞争格局，龙头企业的护城河在于其规模化的全产业链优势，或在高端领域的技术壁垒。在工业领域，以吉林化纤、中复神鹰为代表的龙头企业，凭借大规模产能和完整产业链，在风电、压力容器等成本敏感型市场中占据主导地位，吉林化纤更是凭借风电碳纤维订单，一度成为全球产能最大的公司。在高端领域，光威复材、中简科技等则深耕国防军工和航空航天，依靠强大的技术研发构建了较高的准入壁垒。

近期，高端碳纤维新星和顺科技，在高端碳纤维领域已取得系统性技术突破与产业化成果，具备 T800 级高强度及 M40J/M46J 级高模型两大核心产品的批量生产能力。公司年产 350 吨 M 级碳纤维项目已于 2026 年 4 月顺利完成全生产流程（聚合、纺丝、碳化环节）试生产，并且近期 HM46J（M46J 级）产品也成功试产。这意味着和顺科技已正式具备了两种高端产品（HM40J 和 HM46J）的批量生产能力。更为关键的是，公司的发展路径已形成清晰的产品梯队与长远布局。其碳纤维产品性能对标行业标杆日本东丽，技术实力与规模化生产能力已获得专业机构与市场验证。目前公司正加快推进首批 M 级产品（M40J/M46J）的批量交付认证，并同步启动了 T1000 级等更高性能产品的研发验证。待二期产线全面建成后，和顺科技将形成年产 350 吨高性能碳纤维及配套 850 吨原丝的产能，成为高模量碳纤维国产替代进程中的重要力量。

基于当前的行业景气度与竞争格局，碳纤维领域的投资逻辑可围绕“盈利中枢提升”和“国产高端技术突破”两条主线展开。第一条主线聚焦于行业的盈利修复周期，可关注在工业级大丝束领域具备成本管控和规模优势的头部企业。这些企业在行业底部率先提价，且成本端未来若因原料价格回落而改善，利润弹性可观，是行业景气度回升的直接受益者。第二条主线着眼于长期的高端化发展空间，其核心在于国产化替代。一方面，在国产大飞机、商业航天等国家战略需求驱动下，高端碳纤维的国产化率有望持续提升。另一方面，以中复神鹰、和顺科技等高端碳纤维突破为代表的技术胜利，为相关企业打开了国际高端市场的巨大替代空间。把握国产技术进步中具备先发优势的企业，是分享碳纤维产业升级红利的关键。

四、投资建议

基础化工行业整体景气底部修复。2026Q1，基础化工板块实现营收同比+9.26%、归母净利润同比+13.41%，且毛利率、净利率自2022年以来首次实现同环比双改善，行业盈利能力走出底部。分子行业来看，新材料与农化领跑，传统大宗品承压。农化板块，钾肥营收同比+70.8%、净利润+122.75%，量价齐升；新材料方向，氟化工、聚氨酯、粘胶等细分领域表现亮眼；煤化工板块，成本优势兑现带动净利润同比增长。

煤化工与石油化工：高油价重塑成本曲线，供给格局优化，利好油气稳定资源的重估。油煤比价处于历史高位，煤化工路线（煤制油、煤制烯烃、煤制乙二醇等）成本优势显著扩大，煤化工企业迎来盈利窗口与现金流改善的双重利好。推荐：宝丰能源（已覆盖）、华鲁恒升（已覆盖），建议关注卫星化学、鲁西化工、诚志股份。石油化工方面，中东冲突导致全球原油供给收缩，高油价加速高成本产能出清，行业龙头受益于“全球稳定供应商”估值重估。

农化：化肥聚焦资源壁垒与出口弹性，农药底部夯实。钾肥：价格与利润稳定，盐湖股份、藏格矿业等具备稀缺资源价值，关注大合同谈判进展。磷化工：短期受硫磺大涨压制，但矿化一体企业（云天化、兴发集团）抗风险能力强，海外磷肥溢价显著，出口若放松将带来较大弹性。氮肥：内外价差较大，关注法检政策变化，华鲁恒升、鲁西化工等成本领先企业受益于出口窗口打开。农药：农药原药价格指数底部夯实，静待回升周期开启。随着全球农药补库需求逐步释放及成本端支撑强化，行业向上修复的通道正在酝酿中。推荐：农药行业一体化龙头，布局葫芦岛基地，具备顺周期弹性的扬农化工（已覆盖）；建议关注：出口逻辑向全球品牌渠道逻辑升级的成长型农药龙头润丰股份。

半导体上游材料国产替代正处于历史性战略窗口。AI算力集群扩张、先进制程升级与海外供应链扰动三重共振，半导体上游材料国产替代正从“中低端替代”迈向“攻高端、进大厂”的关键突破期。从芯片制备相关的衬底、前驱体、特气、光刻胶及配套助剂、湿电子化学品、EMC抛光液、抛光垫、封装料等，到与高频高速CCL相关的填充树脂、填料，再到服务器相关的光纤材料、液冷耗材、特种材料等，围绕算力支持的材料面临全产业链的缺货和价值重估。另外，建议关注或将迎来拐点，国产高端技术突破的碳纤维行业。

投资建议：建议关注三条主线：①高油煤比价下的煤化工盈利重估（宝丰能源、华鲁恒升）；②资源壁垒与出口弹性兼具的农化（钾肥、磷化工、农药）；③国产替代加速的半导体材料（光刻胶、湿电子化学品、电子特气等）。

五、风险提示

1. 原材料价格大幅波动风险。化工行业具有显著的“能源—原料—产品”强关联特征。若未来国际油价、国内煤价、硫磺、磷矿石等上游原材料价格出现剧烈波动（如油价快速回落导致油煤比价收窄，或煤炭保供稳价政策松动导致煤价上行），将直接影响煤化工路线的成本优势及行业盈利水平，部分高成本产能可能面临亏损压力。

2. 下游需求复苏不及预期风险。若房地产、纺织、汽车等主要下游领域需求持续疲软，或出口订单受海外经济放缓影响而下滑，化工品价格及企业开工率可能承压，行业景气修复进程将被打断。

3. 行业产能过剩及竞争加剧风险。报告中指出，纯碱、有机硅、锦纶、钛白粉等子行业仍面临新增产能集中释放、供需严重失衡的困境，部分产品价格已跌破现金成本。若产能

出清节奏缓慢，叠加行业内企业通过降价抢占份额，将导致主要产品价格持续下行，进一步压缩利润空间，中小型企业可能面临营收放缓、亏损扩大的风险。

4. 出口政策及地缘政治风险。化肥板块（磷肥、尿素等）受国内保供稳价政策约束，内外价差虽较大，但若出口法检政策持续收紧，国内企业将无法充分享受国际高价红利。此外，中东冲突、霍尔木兹海峡扰动等地缘政治因素可能影响硫磺、钾肥等进口资源供应，加剧成本波动风险。

5. 半导体行业周期波动及国产替代进度不及预期风险。半导体上游材料（光刻胶、湿电子化学品、电子特气等）的国产替代进程受晶圆厂验证周期、技术突破难度、下游资本开支节奏等多重因素影响。若全球半导体行业进入下行周期，或国内晶圆厂扩产放缓、导入意愿下降，将导致高端材料需求不及预期，相关企业的业绩兑现可能延迟。



西部证券—投资评级说明

行业评级	超配： 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配： 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配： 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性： 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出： 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。