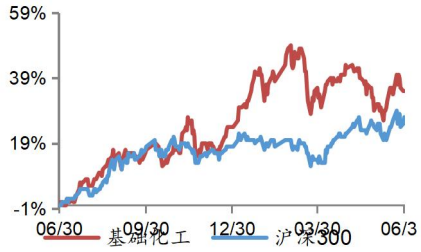
仅供内部参考，请勿外传

供需修复拐点将至，氯碱价值重估正当时

行业评级： 增持

报告日期： 2026-06-30

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1.化工半年报行情开启，电子化学品景气度提升 2026-06-30

2.烯烃周报：油价继续回落，乙烷价格维稳 2026-06-25

3.美伊签署谅解备忘录原油价格回落，AI 材料价格大幅上涨 2026-06-24

主要观点：

● **核心观点：**

氯碱行业历经四年下行周期，当前行业整体产能趋于过剩，产业链整体盈利承压、行业资本开支回落至历史低位。历经长期充分市场竞争后，行业供需格局逐步迈入全新均衡阶段，我们认为现阶段氯碱行业存在三大核心预期差：其一，行业整体产能虽呈过剩态势，但存量产能中老旧落后、高耗能装置占比偏高，在双碳管控政策持续收紧背景与产业无汞化驱动下，低效产能出清节奏有望进一步加快；其二，下游需求具备较强基本面韧性，近三年国内 PVC 实际需求量总体保持平稳，产品海外出口量持续维持高增态势，行业供需格局修复拐点渐行渐近；其三，国内头部氯碱企业依托生产规模、运营效率等多重优势构筑深厚成本壁垒，核心竞争力突出，有望平稳穿越行业周期，伴随行业集中度持续提升，呈现强者恒强发展格局。与此同时，中东地缘局势扰动推升国际原油价格中枢，叠加海外氯碱生产装置不可抗力事件频发，海外供给端扰动加剧，相较之下国内头部氯碱企业凭借完善的产业链一体化布局，具备更强的经营韧性与风险抵御能力。我们认为当前氯碱产业链已处于周期底部区间，布局价值凸显，行业迎来底部配置良机，板块价值重估正当时。

● **政策约束持续趋紧，氯碱行业老旧装置加速退出，供给格局持续优化。**

氯碱工业是基础性原材料工业，以原盐为核心原料，通过电解饱和食盐水联产烧碱、氯气、氢气，因氯气需即产即消，形成“碱-氯-PVC”一体化体系，核心产品为 PVC 和烧碱，下游覆盖氧化铝、锂电、基建、地产等多领域，需求与宏观经济高度绑定。当前烧碱价格及价差稳定，PVC 盈利处于景气低谷，行业呈现“碱强氯弱”格局，企业靠烧碱盈利弥补氯气亏损实现整体运行，2022 年下半年起 PVC 环节陷入亏损，2025 年下半年氯碱一体化盈利承压，低效落后产能有望加速清退。考虑氯碱行业为高耗能行业，单位价值能耗偏高，成本对能耗政策敏感，叠加“双碳”战略推进，政策严控新增产能、淘汰老旧装置与《水俣公约》倒逼行业无汞化转型，当前我国氯碱老旧装置占比较高且电石法产能占比超七成，行业供给格局优化有望提速。

● **氯碱下游内需地产有望回暖，外需出口支撑稳固。**

需求端，PVC 下游分为硬制品（管材管件、型材门窗等）和软制品（地板、薄膜等），其中房地产占终端应用近 50%，是影响行业景气度的核心领域。受地产下行影响，硬制品开工下滑，软制品因应用场景多元、需求稳健，成为内需重要增长点。当前地产松绑政策频出，从国家到地方多措并举提振市场，PVC 内需有望筑底回暖。出口端 2020-2025 年保持高速增长，年复合增速达 43%，印度是核心出口市场，2025 年出口占比 40%，其国内 PVC 供需缺口显著，预计 2025-2027 年缺口仍超 300 万吨。2025 年 11 月印度取消 PVC 的 BIS 认证，扫清主要目标市场出口障碍。后续来看，短期中东地缘风险推动原油供给紧张，助力 PVC 库存去化；中长期行业供给增速回落、落后产能出清，内需外需均有支撑，氯碱行业景气度有望触底修复。

● **国内氯碱行业综合竞争力凸出，海外新装置多数延期。**

全球 PVC 产能呈缓步增长，2025 年总产能达 6427 万吨，海外多数新建项目延期甚至终止，叠加欧美日老旧装置因成本、环保等因素加速退

仅供内部参考，请勿外传

出，全球供给增量有限。中国氯碱行业整体产能规模位居全球首位，生产装备与工艺技术达到国际先进水平，且相较海外企业，国内产能受能源波动、地缘冲突冲击更小，装置运营稳定性更高，整体盈利稳定性与行业抗周期能力凸显。

● 相关公司

1.产业链延伸布局氯碱，一体化优势显著，相关公司：**中泰化学、新疆天业、北元化工、君正集团、英力特**。

2.氯碱深度耦合产品布局，多业务协同发展，相关公司：**万华化学、三友化工、嘉化能源、天原股份**。

3.氯碱主业高度聚焦，景气回暖有望带来业绩高弹性企业，相关公司：**华塑股份、氯碱化工、镇洋发展**。

● 风险提升

环保及安全督察力度不及预期，
海外经济复苏不及预期，
原材料价格大幅波动，
企业安全生产风险等。

● 相关公司：

公司	PVC 产能（万吨）	烧碱产能（万吨）	当前市值（亿元）	PE-TTM	PB-MRQ
中泰化学	260	186	98	-29.0	0.5
新疆天业	134	97	71	-69.7	0.8
万华化学	130	135	2,247	16.3	1.9
华塑股份	64	38	83	-74.2	1.4
三友化工	52.5	53	136	740.9	0.9
氯碱化工	40	102	95	13.9	1.2
英力特	26	21	25	-4.0	2.2
北元化工	110	80	139	329.5	1.2
镇洋发展	30	35	60	81.3	3.2
嘉化能源	60	29	87	10.5	0.8
君正集团	80	55	386	12.4	1.3
天原股份	50	48	77	52.8	1.1

资料来源：iFind，华安证券研究所
注：市值及 PE 数据截至 2026 年 6 月 30 日

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

1 政策与市场双重牵引下，氯碱工业供给端约束趋紧 5
1.1 氯碱工业核心产品为 PVC 和烧碱，景气周期底部落后产能有望出清 5
1.2 绿色低碳发展目标下，老旧装置清退助力行业格局优化 6
2 供给端扩张进入尾声，乙烯法产能占比不断提升 10
2.1 《水俣公约》加速行业无汞化进程，落后电石法产能存在限制 10
2.2 供给端扩张进入尾声，后续新增产能有限 11
2.3 海外新增产能多数延期，全球老旧装置持续退出 12
3 地产需求有望筑底回暖，出口支撑持续向好 15
3.1 地产松绑政策频出，国内需求有望筑底回暖 15
3.2 海外需求向好，支撑 PVC 出口增长 17
4 氯碱行业景气有望筑底回升，相关企业迎来价值重估 20
氯碱主业高度聚焦，景气回暖有望带来业绩高弹性： 20
产业链延伸布局氯碱，一体化优势显著： 20
氯碱深度耦合产品布局，多业务协同发展： 21
5 风险提示： 22

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1 氯碱产业链图 5
图表 2 烧碱价格及价差 6
图表 3 PVC 电石法及乙烯法利润 6
图表 4 山东氯碱一体化装置利润 6
图表 5 工业重点领域能效标杆水平和基准水平 7
图表 6 高能耗产业限制政策梳理 8
图表 7 烧碱 20 年以上装置占比 10
图表 8 PVC20 年以上装置占比 10
图表 9 工业重点领域能效标杆水平和基准水平 10
图表 10 我国电石法 PVC 占据主流 11
图表 11 2020~2025 年中国 PVC 及烧碱产能 11
图表 12 2025 年 PVC 产能格局 12
图表 13 2025 年烧碱产能格局 12
图表 14 中国 PVC 新增产能统计 12
图表 15 全球 PVC 产能（万吨） 13
图表 16 2025 年全球 PVC 产能地区格局 13
图表 17 欧洲 ERCROS、美国西湖、美国 Olin 与申万氯碱板块营收、利润对比 13
图表 18 全球 PVC 新增产能统计 14
图表 19 近期海外 PVC 项目退出情况 14
图表 20 PVC 下游应用结构 15
图表 21 中国 PVC 表观需求量（万吨） 16
图表 22 截至 2026 年 5 月房屋竣工面积（万平方米）及同比 16
图表 23 PVC 下游开工率分化 16
图表 24 政策有望推动地产回暖 17
图表 25 中国 PVC 出口量及同比 18
图表 26 中国 PVC 出口目的地格局 18
图表 27 印度工业生产指数(IIP):基础设施及建筑 18
图表 28 印度国内 PVC 供需及预测 18
图表 29 印度 PVC 产能情况 18
图表 30 印度 BIS 梳理 19
图表 31 地缘冲突下 PVC 行业库存有所下降 20

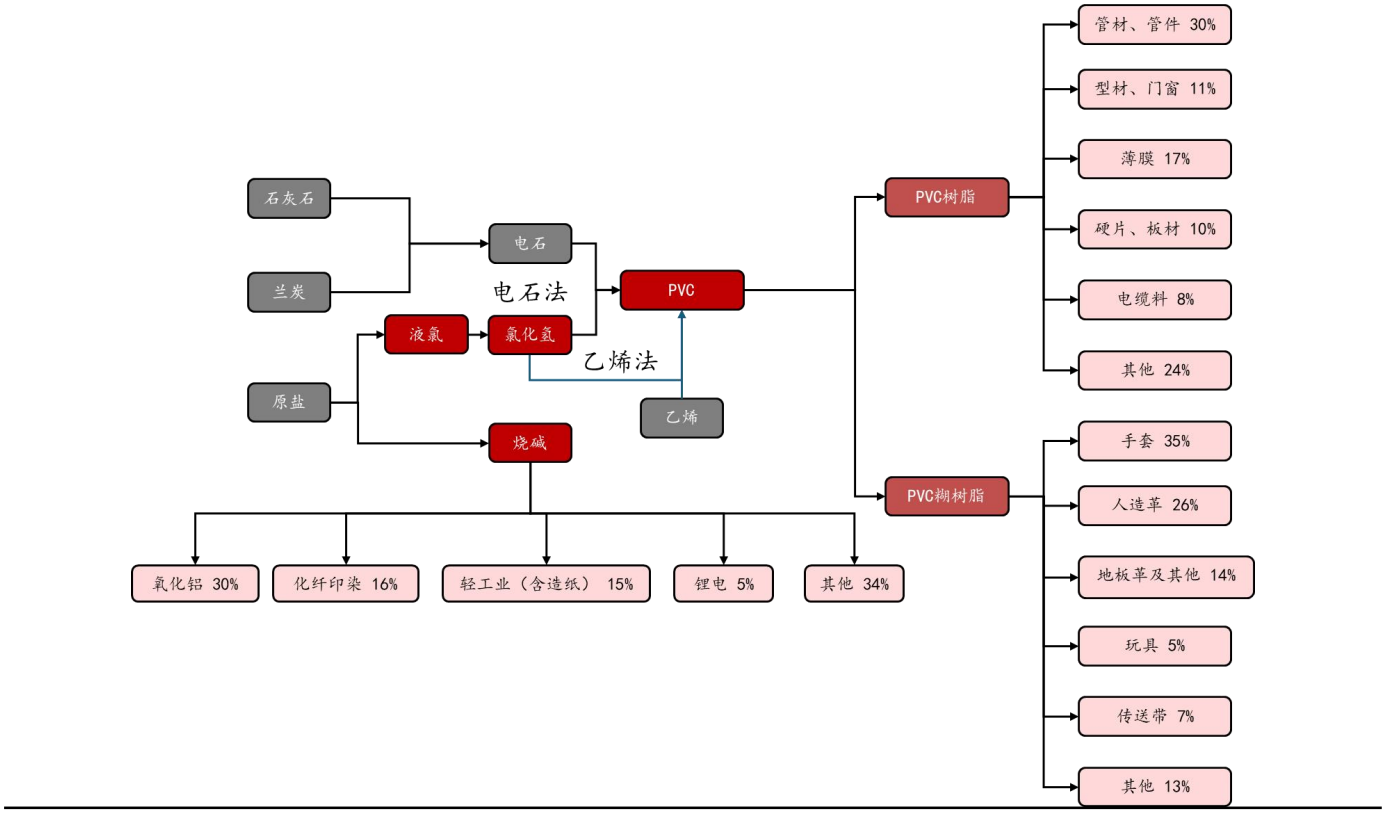
仅供内部参考，请勿外传

1 政策与市场双重牵引下，氯碱工业供给端约束趋紧

1.1 氯碱工业核心产品为 PVC 和烧碱，景气周期底部落后产能有望出清

氯碱工业是基础性原材料工业，核心产品为 PVC 和烧碱。氯碱工业是以原盐（氯化钠）为核心原料，通过电解饱和食盐水工艺联产烧碱（氢氧化钠）、氯气、氢气三大基础化学品的核心基础化工产业。氯气具有强刺激性与腐蚀性，吸入可致人体中毒，且液氯储运难度高、需即产即消，因此氯碱企业通常配套电石法或乙烯法工艺生产聚氯乙烯（PVC）以消化氯气，形成“碱-氯-PVC”一体化产业体系。由于氯碱工业产品下游应用场景广泛，是支撑我国下游制造业稳定运行的关键基础性原材料工业。其中烧碱终端覆盖氧化铝、化纤印染、轻工造纸、锂电新能源等领域，PVC 终端渗透基建、地产、薄膜等领域，终端需求与宏观经济运行高度绑定。

图表 1 氯碱产业链图

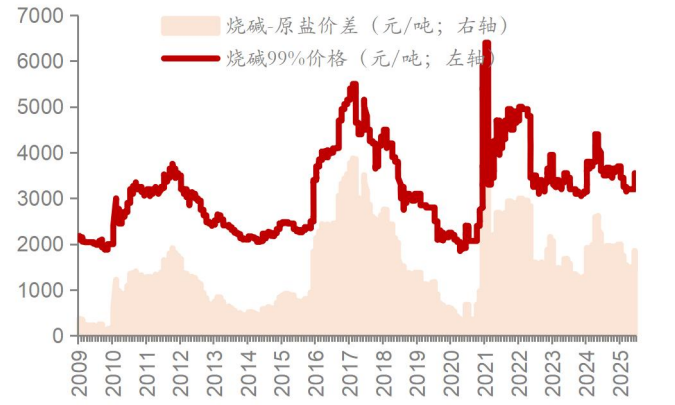


资料来源：中国化工信息周刊、百川盈孚，华安证券研究所

烧碱价格及价差保持稳定，PVC 盈利处于景气低谷。因电解工艺固定联产烧碱与氯气，近年行业处于碱强氯弱格局，即烧碱需求旺盛、盈利较稳定，企业为保障烧碱产出而维持高开工，同步被动产出大量氯气；由于氯气储运困难、需求偏弱常以低价外销，企业用烧碱的盈利弥补氯气环节的亏损，以实现装置整体盈利与正常运行。“以碱补氯”周期下，PVC 价格走弱，叠加需求端地产、基建增速下行，2022 年下半年开始 PVC 环节逐步陷入亏损，当前盈利位于景气低谷。

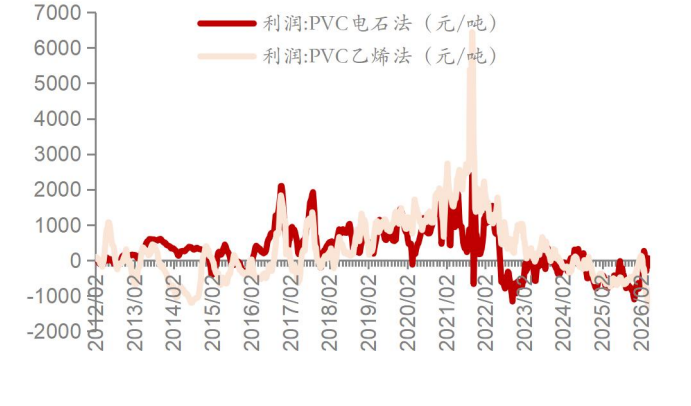
仅供内部参考，请勿外传

图表 2 烧碱价格及价差



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

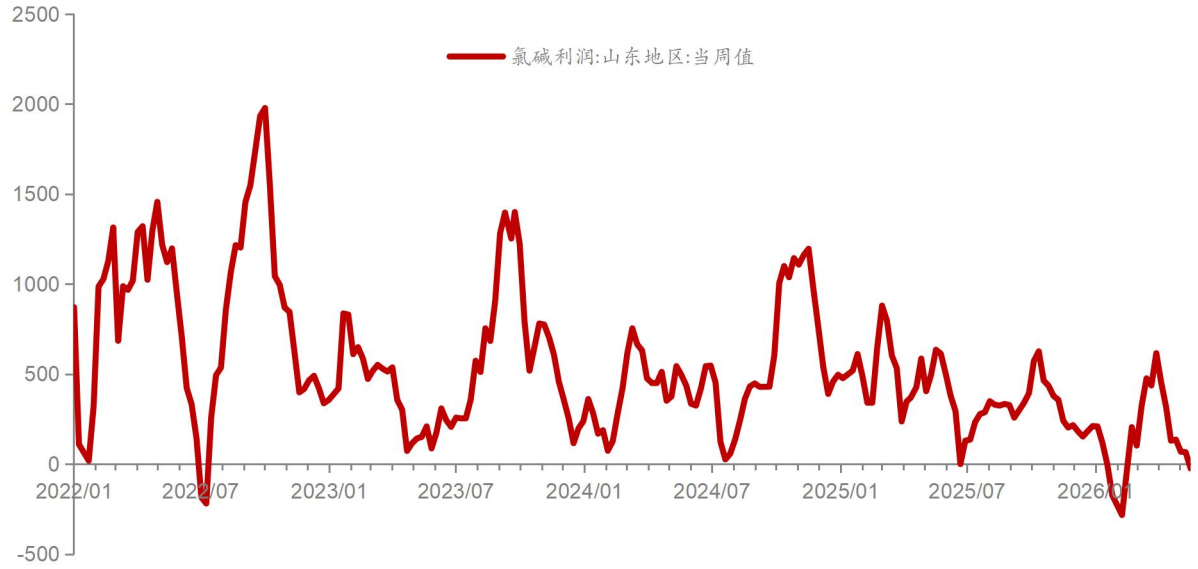
图表 3 PVC 电石法及乙烯法利润



资料来源：iFind，华安证券研究所

氯碱一体化利润承压，行业落后产能有望逐步清退。2025 年下半年，烧碱与 PVC 价格相继走弱，氯碱一体化装置盈利中枢显著承压，一度跌入亏损区间。此前在“以碱补氯”模式下，部分中小型、老旧装置依靠价差维持微利运行，得以维系开工，而在行业盈利中枢持续下移的背景下，不具备产业链一体化优势及能源成本偏高的氯碱装置经营压力大幅加剧，低效落后产能有望加速出清。

图表 4 山东氯碱一体化装置利润



资料来源： iFind，华安证券研究所

1.2 绿色低碳发展目标下，老旧装置清退助力行业格局优化

氯碱行业为高耗能行业，单位价值能耗高于黄磷、钛白粉、金属硅等。依据《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》数据，氯碱产业链核心产品烧碱、聚氯乙烯（PVC）及原料电石的能耗水平均处于工业领域前列。尽管单吨烧碱、乙烯法 PVC 及电石的生产能耗低于黄磷、工业硅、钛白粉等产品，但氯碱产业链产品的单位价值能耗显著偏高。据百川盈孚近三年市场均价数据，黄磷、钛白粉、工业硅均价分别约 23098 元/吨、14939 元/吨、12126 元/吨，而氯碱产

仅供内部参考，请勿外传

业链中烧碱（98%）、乙烯法 PVC 及电石均价分别约 3386 元/吨、5723 元/吨、2932 元/吨，产品单价偏低直接推高单位价值能耗，使其成本端对能耗政策变动更为敏感。

图表 5 工业重点领域能效标杆水平和基准水平

产品 / 规格工艺	标杆水平（千克标煤 / 吨）	基准水平（千克标煤 / 吨）	参考标准
工业硅-主要还原剂为煤	2800	3600	GB 31338
工业硅-主要还原剂为石油焦和煤	2700	3500	GB 31338
工业硅-主要还原剂为木炭	2500	3300	GB 31338
黄磷	2300	2800	GB 21345
合成氨-粉煤	1350	1550	GB 21344
合成氨-非优质无烟块煤、型煤	1200	1520	GB 21344
合成氨-优质无烟块煤	1100	1350	GB 21344
合成氨-天然气	1000	1200	GB 21344
钛白粉-硫酸法金红石型	1000	1300	GB 32051
聚氯乙烯(PVC)-乙烯法(糊用型)	950	1100	GB 30527
钛白粉-氯化法	900	950	GB 32051
电石	805	940	GB 21343
钛白粉-硫酸法锐钛型	800	1000	GB 32051
烧碱-离子膜法固碱≥98%	620	685	GB 21257
聚氯乙烯(PVC)-乙烯法(通用型)	620	635	GB 30527
乙烯(石脑油烃类)	590	640	GB 30250
纯碱-天然碱法-碳化法(重质)	455	490	—
聚氯乙烯(PVC)-电石法(糊用型)	450	480	GB 30527
纯碱-天然碱法-碳化法(轻质)	410	440	—
对二甲苯	380	550	GB 31534
乙二醇	375	470	GB 32048
纯碱-氨碱法(重质)	365	420	—
纯碱-氨碱法(轻质)	320	370	—
烧碱-离子膜法液碱≥30%	315	350	GB 21257
磷酸一铵-传统法(粒状)	255	275	GB 29138
磷酸二铵-传统法(粒状)	250	275	GB 29139
纯碱-联碱法(重质)	205	250	GB 29140
聚氯乙烯(PVC)-电石法(通用型)	193	270	GB 30527
磷酸二铵-料浆法(粒状)	185	200	GB 29139
磷酸一铵-料浆法(粒状)	170	190	GB 29138
磷酸一铵-料浆法(粉状)	165	185	GB 29138
纯碱-联碱法(轻质)	160	200	GB 29140
尿素-汽轮机驱动	150	170	GB 32035
尿素-电机驱动	138	165	GB 32035
精对苯二甲酸(PTA)	80	180	GB 31533

资料来源：《工业重点领域能效标杆水平和基准水平(2023 年版)》，华安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

绿色低碳上升为国家核心战略，氯碱产业供给约束趋紧。2016 年发布的《国务院办公厅关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》中就已经把聚氯乙烯归为过剩行业，并明确提出严控新增产能。《产业结构调整指导目录(2024 年本)》中明确提出“20 万吨/年以下聚乙烯、乙炔法聚氯乙烯、起始规模小于 30 万吨/年的乙烯氧氯化法聚氯乙烯”被列为限制类。此外，氯碱行业为高耗能行业同时受到国内绿色低碳相关政策限制。2025 年发布的《碳达峰碳中和的中国行动》白皮书，明确将石化化工行业列为重点降碳领域；同期出台的《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》，为氯碱行业划定短期转型路径，要求通过淘汰老旧装置、推广绿电应用、实施节能技改、推动产业集聚，实现高效、绿色、高附加值发展。2026 年 1 月 20 日国新办发布会进一步明确，自 2026 年起全国全面实施碳排放总量和强度双控制度，实现工业企业与园区全覆盖，减排成效与项目审批、政策补贴、产能规模刚性挂钩，未达标企业将面临限产、停产等严厉处罚。在政策约束持续加码、“双碳” 战略纵深推进的背景下，氯碱行业产能扩张将受到严格管控，低效落后产能有望加速退出，行业供给格局持续优化。

图表 6 高能耗产业限制政策梳理

发布时间	政策名称	主要内容
2016 年 8 月	《国务院办公厅关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》	严格控制尿素、磷铵、电石、烧碱、聚氯乙烯、纯碱、黄磷等过剩行业新增产能
2024 年 1 月	《原材料工业数字化转型工作方案(2024-2026 年)》	针对降低由于生产过程合成炉负荷多变、电解过程电流及电压波动大等工艺不平稳而增加的水电消耗，加强氯气、烧碱等多种危险化学品安全管控等需求，一是做好“基础填平补齐”，推广电解槽、聚合釜等主要设备全参数状态监测，自控阀门应用，DCS 控制系统，“工业互联网+危险化学品安全生产”建设，解决氯碱生产过程中人工控制不平稳、安全风险集中等问题;二是做好“先进技术推广”，鼓励实施盐酸合成炉、液氯汽化等装置先进过程控制系统(APC)应用，推动氯碱企业提高装置系统平稳率，提升本质安全和清洁生产水平。
2024 年 2 月	《产业结构调整指导目录（2024 年本）》	20 万吨/年以下聚乙烯、乙炔法聚氯乙烯、起始规模小于 30 万吨/年的乙烯氧氯化法聚氯乙烯被列为限制类
2025 年 7 月	中央财经委员会第六次会议	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等问题。会议提出，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 9 月	《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》	《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》旨在推动氯碱行业向高效、绿色、高附加值方向转型。其核心路径是推进老旧装置（如烧碱、聚氯乙烯）更新改造，并鼓励应用人工智能、推动节能减碳等数字化绿色化升级。方案同时引导产业向高质量园区集聚以优化布局，并通过拓展建筑、汽车及新能源等领域市场需求，为 PVC 等关键产品提供新的发展方向，最终实现行业质的

仅供内部参考，请勿外传

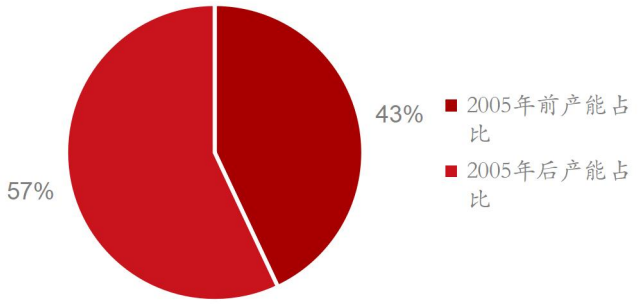
		有效提升。
2025 年 9 月	《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》	《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》旨在推动氯碱行业向高效、绿色、高附加值方向转型。其核心路径是推进老旧装置（如烧碱、聚氯乙烯）更新改造，并鼓励应用人工智能、推动节能减排等数字化绿色化升级。方案同时引导产业向高质量园区集聚以优化布局，并通过拓展建筑、汽车及新能源等领域市场需求，为 PVC 等关键产品提供新的发展方向，最终实现行业质的有效提升。
2025 年 11 月	《碳达峰碳中和的中国行动》白皮书	《碳达峰碳中和的中国行动》白皮书将石化化工作为重点行业，强力驱动氯碱行业绿色低碳转型。其核心要求——能源绿色转型、节能降碳改造、发展循环经济及建设碳市场与绿电交易机制，深刻影响着这一高耗能行业：促使企业使用绿电、进行节能技改、资源化副产物并承担碳排放成本。同时，下游绿色建筑与新能源汽车等产业也正引导氯碱产品（如 PVC）向高端化发展。
2025 年 11 月	《电石生产安全技术规范》《乙炔法生产氯乙烯安全技术规范》	两项强制性国标《电石生产安全技术规范》（GB32375-2025）与《乙炔法生产氯乙烯安全技术规范》（GB14544-2025）已修订发布，将于 2026 年 9 月 1 日实施。新标系统规范了电石、氯乙烯等高风险工艺的生产、储存与应急处置安全要求，旨在管控火灾、爆炸等风险。核心亮点是强化智能化管控，明确要求应用出炉机器人、无人巡检等自动化技术，从源头提升企业本质安全水平。
2026 年 1 月	国新办发布会	2026 年将全面实施碳排放总量和强度双控，实现工业企业与园区全覆盖，减排成效与项目审批、政策补贴、产能规模刚性挂钩，未达标企业将面临限产、停产等严厉处罚。
2024 年 7 月	《化工老旧装置淘汰退出和更新改造工作方案》（四部门联合印发）	应急管理部、工业和信息化部、国务院国资委、市场监管总局联合印发了《化工老旧装置淘汰退出和更新改造工作方案》，根据产业政策、安全标准、安全风险等情况明确分类治理要求，旨在实现依法淘汰一批、有序退出一批、改造提升一批，进一步提升化工行业本质安全水平。

资料来源：各部委公告，华安证券研究所

老旧装置清退与升级改造为行业宏观调控核心政策抓手。2024 年 7 月应急管理部、工业和信息化部、国务院国资委、市场监管总局四部门联合印发《化工老旧装置淘汰退出和更新改造工作方案》，明确以产业政策、安全标准及风险管控为依据，对化工老旧装置实施分类治理，着力实现“依法淘汰一批、有序退出一批、改造提升一批”，从源头化解安全风险、推动行业存量产能结构性优化。据观研天下统计，我国烧碱产能中运行超 20 年的装置占比约 43%，PVC 产能中超 20 年产能占比约 13%。氯碱行业作为高耗能、高风险的基础化工门类，老旧产能占比相对较高，随着“双碳”政策与安全环保标准持续提标，受益于老旧装置清退与置换，行业格局有望持续优化。

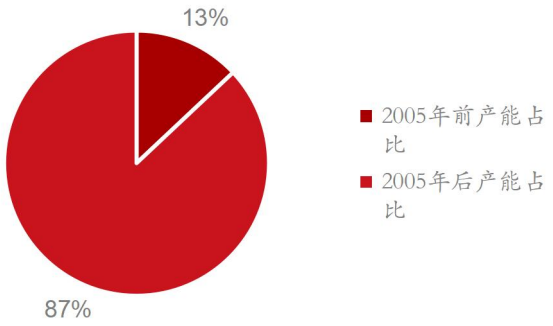
仅供内部参考，请勿外传

图表 7 烧碱 20 年以上装置占比



资料来源：观研天下，华安证券研究所

图表 8 PVC20 年以上装置占比



资料来源：观研天下，华安证券研究所

2 供给端扩张进入尾声，乙烯法产能占比不断提升

2.1 《水俣公约》加速行业无汞化进程，落后电石法产能存在限制

《水俣公约》是拥有超过 140 个缔约国的国际公约，对汞的生产和使用进行限制，自 2017 年开始生效，2032 年明确全面禁止原生汞矿开采。2016 年 4 月 28 日，第十二届全国人民代表大会常务委员会第二十次会议批准《关于汞的水俣公约》。根据《水俣公约》关于氯乙烯（PVC）在附件第二部分中要求：在缔约方大会确定基于现有工艺无汞催化剂技术和经济均可行 5 年后，不允许继续使用汞；在 2032 年，原生汞矿将禁止开采。作为汞资源的重要来源，原生汞矿的停止开采意味着汞的使用场景将会非常受限。

图表 9 工业重点领域能效标杆水平和基准水平

工艺分类	使用汞或汞化合物的生产工艺	管控要求 / 淘汰日期
第一部分：受第五条第二款管制的工艺（淘汰日期后禁止使用，除非申请豁免）	氯碱生产	2025 年全面淘汰
	使用汞或汞化合物作为催化剂的乙醛生产	2018 年全面淘汰
第二部分：受第五条第三款管制的工艺（采取措施限制汞使用）	氯乙烯单体的生产（电石法 PVC 核心工艺）	1. 至 2020 年，在 2010 年用量基础上每单位产品汞用量减少 50%
		2. 减轻对原生汞矿开采汞的依赖
		3. 减少汞向环境的排放和释放
		4. 支持无汞催化剂和工艺的研发
		5. 无汞催化技术经济可行 5 年后，禁止继续使用汞
		6. 向缔约方大会报告汞替代与淘汰进展

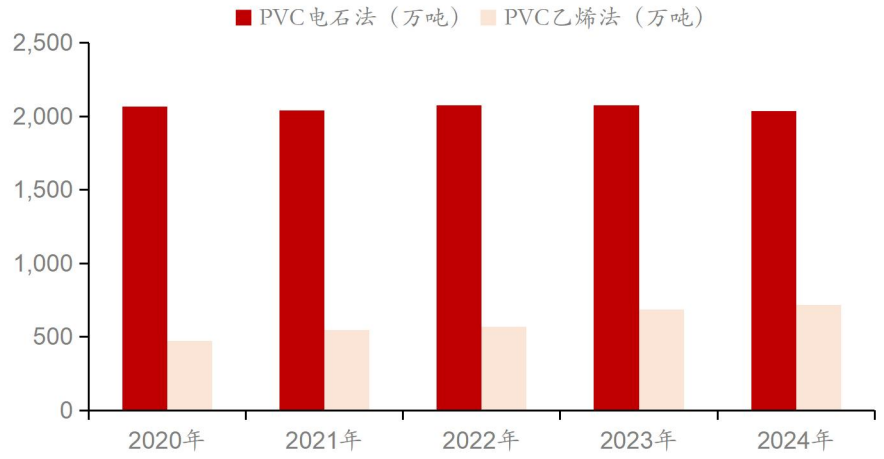
资料来源：联合国环境规划署，华安证券研究所

电石法 PVC 产能占比高，汞催化剂限制有望进一步缓解供给压力。受我国“富

仅供内部参考，请勿外传

煤贫油少气”的资源禀赋制约，国内 PVC 产能中采用电石法工艺的装置占比达 70%以上，其流程经电石水解制取乙炔，乙炔与氯化氢在以活性炭为载体、浸渍吸附氯化汞的催化剂作用下发生加成反应生成氯乙烯单体，最终经聚合反应制得聚氯乙烯成品。在氯乙烯合成环节，含汞催化剂是提升反应效率的关键助剂，伴随行业无汞化转型进程持续推进，传统高汞电石法落后产能面临加速淘汰压力。部分存量装置虽启动无汞工艺改造时面临化工装置改造成本高、工艺验证周期长、替代汞催化剂的贵金属催化路线寿命短、再生利用难等一系列问题，即便改造投产行业成本中枢也将上移。当前行业深度亏损下企业主动推进无汞化改造的动力显著不足，在汞催化剂使用限制政策持续加码的背景下，PVC 行业供给端压力有望逐步缓解。

图表 10 我国电石法 PVC 占据主流

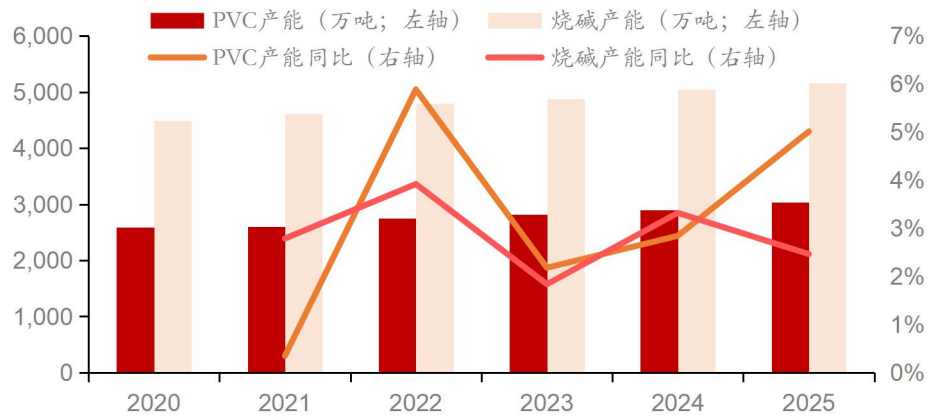


资料来源：观研天下，华安证券研究所

2.2 供给端扩张进入尾声，后续新增产能有限

由于氯碱联产特性，PVC 与烧碱产能近年同步增长。根据百川盈孚数据，2020-2025 年国内 PVC 产能由 2591 万吨增长至 3038 万吨，年均复合增长率约为 3.2%，累计增幅达 17.25%，同期烧碱产能由 4485 万吨增长至 5165 万吨，年均复合增长率约为 2.8%，累计增幅达 15.15%，二者增速相近。

图表 11 2020~2025 年中国 PVC 及烧碱产能

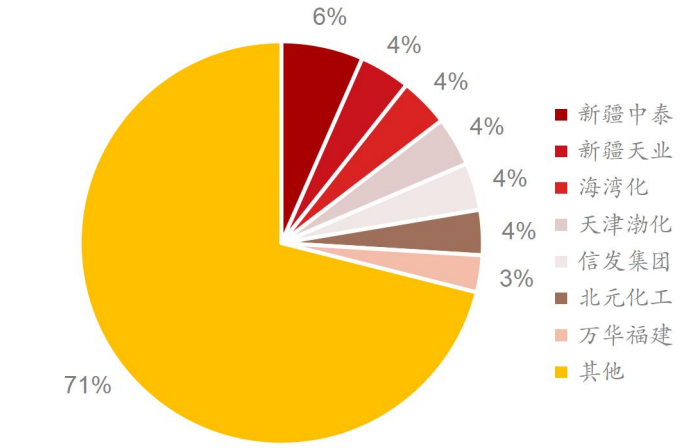


资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

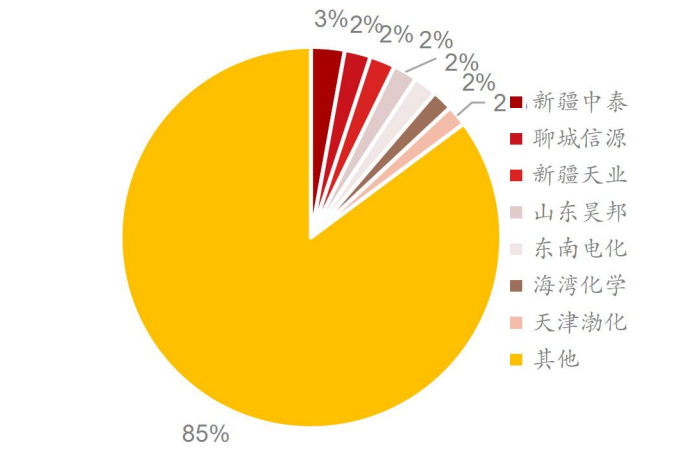
国内氯碱行业市场集中度偏低，竞争格局较为分散。根据百川盈孚数据，PVC 行业前五大企业产能合计达 679 万吨，CR5 为 22%；烧碱行业前五大企业产能合计达 576 万吨，CR5 为 11%。根据《产业结构调整指导目录（2024 年本）》中明确的起始规模小于 30 万吨/年的乙烯氧氯化法聚氯乙烯被列为限制类，我们统计 30 万吨及以下 PVC 产能合计 722 万吨，占比达 24%。当前国内氯碱行业整体市场集中度偏低、竞争格局分散，且中小企业占比较高，在行业盈利持续承压、政策管控持续加码的双重驱动下，行业供给格局优化空间广阔，落后低效产能有望持续出清。

图表 12 2025 年 PVC 产能格局



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 13 2025 年烧碱产能格局



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

后续 PVC 新增产能有限，以乙烯法为主。2026 年国内暂无 PVC 新增产能投产，规划新增产能主要集中于 2027 年与 2028 年上半年，且全部为乙烯法产能，合计规划新增规模约 256 万吨。以 2025 年国内 3038 万吨的总产能为基数测算，2025-2028 年 PVC 行业产能年均复合增速约为 2.7%，低于 2020~2025 年的历史复合增速；同时考虑到新建装置存在产能爬坡周期、投产进度存在不确定性等因素，实际产量增速将更为有限。

图表 14 中国 PVC 新增产能统计

项目	省份	生产工艺	产能（万吨）	预计投产时间
广西华谊氯碱化工有限公司	广西自治区	聚氯乙烯--乙烯法	40	2028-03
万融新材料（福建）有限公司	福建省	聚氯乙烯--乙烯法	96	2028-03
计划新增 40 万吨乙烯法聚氯乙烯	广西自治区	聚氯乙烯--乙烯法	40	2027-06
连云港石化有限公司	江苏省	聚氯乙烯--乙烯法	80	2027-03
产能合计			256	

资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

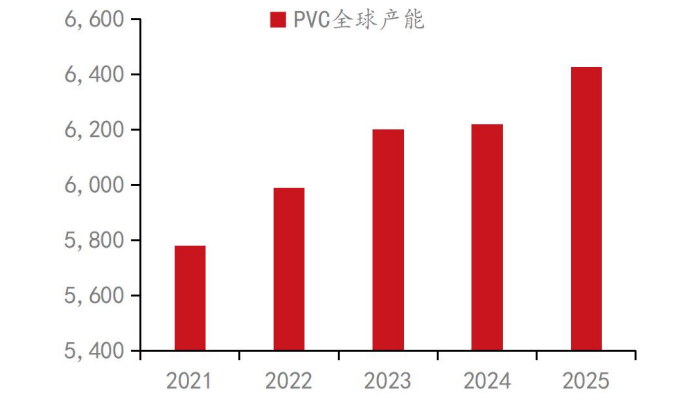
2.3 海外新增产能多数延期，全球老旧装置持续退出

受中国新建产能推动，全球 PVC 产能呈现缓步增长趋势。截至 2025 年，全球 PVC 总产能规模已达 6427 万吨，近年行业产能呈缓步增长态势。中国是全球产能扩张的核心贡献力量，据金联创统计，2025 年中国 PVC 产能占全球约 47%；美国与西欧紧随其后，分别以约 16%、14%的占比位居全球第二、第三位；印度、

仅供内部参考，请勿外传

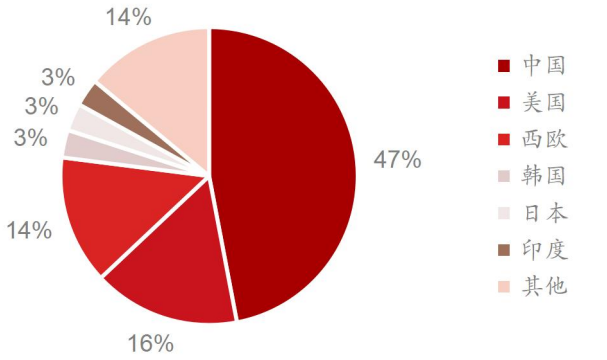
韩国、日本的产能占比均为 3%左右。

图表 15 全球 PVC 产能（万吨）



资料来源：隆众资讯，华安证券研究所

图表 16 2025 年全球 PVC 产能地区格局



资料来源：金联创，华安证券研究所

国内头部氯碱企业依托能耗管控、生产规模、运营效率等多重优势构筑深厚成本壁垒，核心竞争力突出。据《中国氯碱报》报道，国内氯碱行业整体产能规模位居全球首位，生产装备与工艺技术达到国际先进水平，在新兴市场具备较高占有率与成熟贸易渠道。相较海外企业，国内产能受能源波动、地缘冲突冲击更小，装置运营稳定性更高。我们对比美国 Olin、欧洲 ERCROS 等海外传统氯碱企业 2020-2025 年财务数据，国内上市氯碱板块毛利率表现韧性充足，整体盈利稳定性与行业抗周期能力显著优于欧美同业。

图表 17 欧洲 ERCROS、美国西湖、美国 Olin 与申万氯碱板块营收、利润对比

公司名称	项目	2020	2021	2022	2023	2024	2025
欧洲 ERCROS（百万欧元）	营收	360	542	717	481	431	417
	毛利	27	54	105	30	14	6
	毛利率	8%	10%	15%	6%	3%	1%
美国西湖（百万美金）	营收	5,465	8,670	11,008	8,336	4,626	4,018
	毛利	231	2,549	2,416	59	129	-2100（含商誉减值与关停费用）
	毛利率	4%	29%	22%	1%	3%	-
美国 Olin（百万美金）	营收	2,960	4,141	5,085	39,995	3,630	3,684
	毛利	4	998	1,181	664	296	181
	毛利率	0%	24%	23%	2%	8%	5%
申万氯碱板块（亿元）	营收	1,959	1,993	1,709	1,389	1,273	1,250
	毛利	264	433	289	157	164	190
	毛利率	13%	22%	17%	11%	13%	15%

资料来源：各公司年报、iFind，华安证券研究所

注：ERCROS 数据源于其氯与衍生物板块、美国西湖数据源于其 Performance Materials 板块、Olin 数据源于其氯碱产品板块

国外 PVC 新项目多数延期，个别计划停止。印度信实工业 75 万吨、阿达尼

仅供内部参考，请勿外传

集团 200 万吨两大核心 PVC 扩产项目原计划 2026 年投产，当前均出现大幅延期，实际投产时间分别后移至 2026 年下半年至 2027 年上半年、2028 财年；墨西哥 Orbia100 万吨 PVC 扩产项目因氯碱行业盈利持续低迷，已于 2023 年宣布终止扩产计划；阿联酋 35 万吨 PVC 项目原计划 2026 年年底投产，现预计延期至 2028 年第四季度完工。整体来看，海外 PVC 新建项目普遍延期、部分终止，产能扩张节奏显著放缓，短期全球 PVC 供给增量有限。

图表 18 全球 PVC 新增产能统计

企业 / 项目	规划产能（万吨 / 年）	项目进展	备注说明
墨西哥 Orbia	100	2023 年已停止计划	因氯碱行业利润低迷，于 2023 年宣布终止扩产计划
印度信实工业	75	原计划 2026 年投产，大概率延期	据 2025 年 4 月财报披露，PVC 扩产产量贡献预计在 2027-2028 年体现，实际投产时间预计为 2026 年下半年～2027 年上半年
印度阿达尼集团	200	原计划 2026 年投产，严重延期	据 2025 年 7 月海外媒体消息，PVC 项目预计于 2028 财年投产
信越 Plaquemine 工厂二期（原规划 60 万吨 PVC）	38	已于 2024 年年底投产（实际落地 38 万吨）	2024 年 10 月宣布美国路易斯安那州普拉奎明新建 PVC 工厂正式商业化生产，预计 2024 年底达到全面运营产能
美国 OLIN	50	2025 年一季度以合作方式进入 PVC 市场，无新工厂建设消息	2025 年 1 月表示将通过 EDC 代工协议于 2025 年一季度进入美国 PVC 销售市场，无新建工厂计划
阿联酋 TAZIZ	35	原计划 2026 年投产，现预计 2028 年第四季度	2025 年 11 月报道，该项目 PVC 料在 2028 年投产。

资料来源：众塑联，华安证券研究所

全球老旧装置持续退出，中国 PVC 市场占比有望持续提升。近年全球化工行业正经历结构性产能调整，受地缘政治冲突、环保合规压力加剧、全球产能转移等多重因素影响，欧洲与日本化工品生产成本不断抬升。预计 2025-2028 年将成为全球化工产能退出的高峰期，与此同时，作为 PVC 核心原料的乙烯，其全球范围内的老旧产能持续退出，从产业链上游对海外 PVC 生产形成刚性制约，推动中国 PVC 在全球市场的份额持续提升。

图表 19 近期海外 PVC 项目退出情况

公司	工厂名/所在地区	装置	产能	预计关停时间	备注
威诺瓦	荷兰 Beek	PVC	22.5	2025 年 11 月	Vynova25 年 7 月份宣布计划停止其荷兰 Beek-GeleenPVC 生产，工厂 1972 年投产，产能 22.5 万吨
陶氏	德国施科保氯碱厂	氯 25/碱 27.5/VCM39	/	28-Q4	DOW 于 2025 年 7 月宣布，对 25 年 4 月首次公布的欧洲资产后续举措，董事会批准关停在欧洲的三工厂，预计 28 年第四季度关闭，25 万吨氯碱、

仅供内部参考，请勿外传

					39 万吨 VCM 同步关停
斯波拉纳	捷克内拉托维采	PVC	13.5	2025 年 1 月	捷克 Spolana 内拉托维采年产能 13.5 万吨 PVC 装置 25 年 1 月 13 日停产
东光	日本 Kawasaki	PVC	25	2025 年 12 月	计划 2025 年 12 月关停川崎工厂 PVC 厂（其中名古屋装置在 2011 年关闭）
阿科玛	法国 Jarri	氯/纯碱等	/	25 年年中~年底	2025 年 1 月 21 日，阿科玛提交重组方案，将导致氯气、纯碱、氯化甲烷和技术液体生产活动的关闭

资料来源：氯碱化工信息网，华安证券研究所

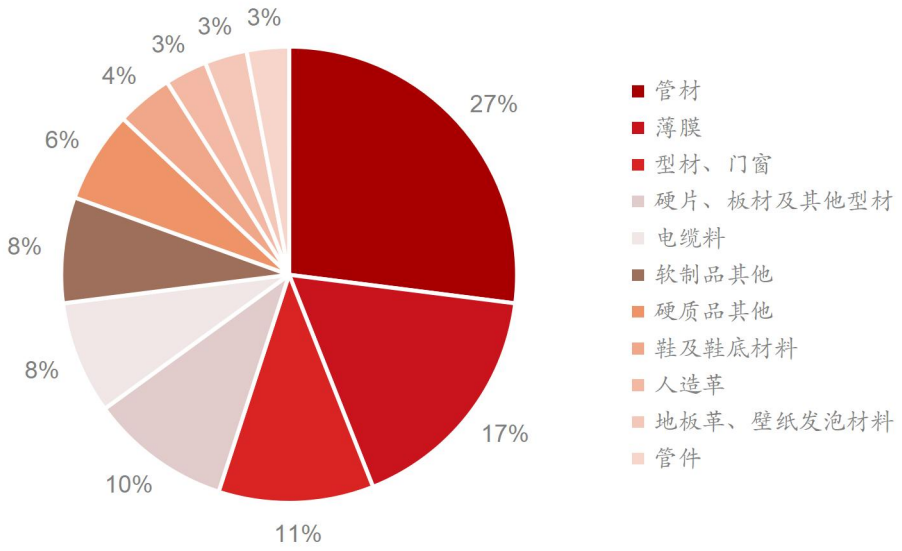
氯碱盈利承压下，全球最大氯碱企业吞并亨斯迈寻求转型。2026 年 6 月 16 日，全球最大氯碱企业 Olin 与聚氨酯核心厂商亨斯迈（Huntsman）宣布合并。Olin 在氯气、烧碱、环氧等上游产品具备规模优势与原料成本优势，亨斯迈则在聚氨酯、胺类化学品及先进材料领域具备配方研发与应用壁垒。当前全球氯碱行业盈利持续承压，我们认为本次合并能为 Olin 拓展聚氨酯、胺类、先进材料等氯气下游消纳路径，弱化传统氯碱业务的周期性影响，进而打造一体化程度更高的氯系全价值链。

3 地产需求有望筑底回暖，出口支撑持续向好

3.1 地产松绑政策频出，国内需求有望筑底回暖

PVC 下游制品可分为硬制品和软制品两种。硬制品主要涵盖管材管件、型材门窗、硬片及其他片材等；软制品包含地板等铺地材料、薄膜、电缆料、人造革、鞋及鞋底材料等。从终端应用结构来看，由于管材作为 PVC 最主要的下游产品，房地产以接近 50%的终端应用占比成为影响 PVC 行业景气度的核心经济领域。

图表 20 PVC 下游应用结构



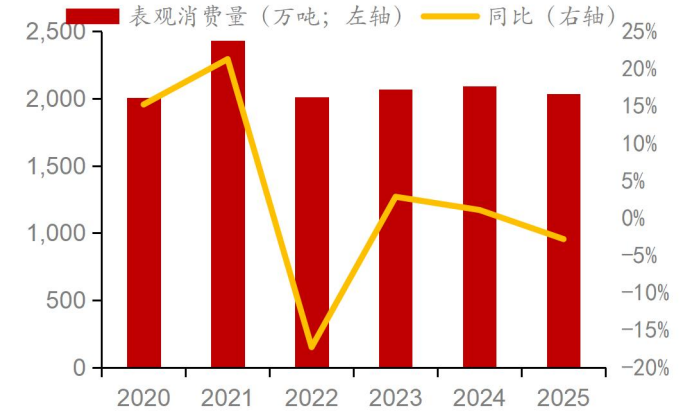
资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

受房地产行业整体下行影响，我国 PVC 表观需求量出现下滑。房地产施工中

仅供内部参考，请勿外传

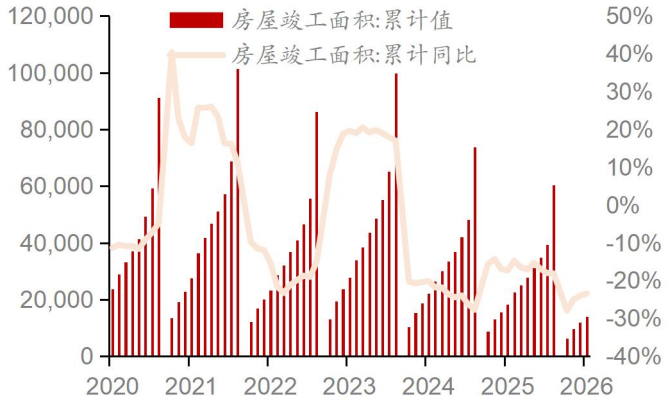
PVC 的使用场景集中于 PVC 排水管、型材、门窗等，集中于房屋竣工端。近年我国房屋竣工面积大幅下滑，据国家统计局数据，2023、2024、2025 年国内房屋竣工面积分别为 9.98、7.37、6.03 亿平方米，同比+17.0%、-27.7%、-18.1%，下滑速度有所放缓。受房地产行业下行拖累，我国 PVC 表观需求量出现下滑，2025 年我国 PVC 表观需求量约 2034 万吨，较 2021 年需求高点 2433 万吨，累计下滑 16.4%。

图表 21 中国 PVC 表观需求量（万吨）



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

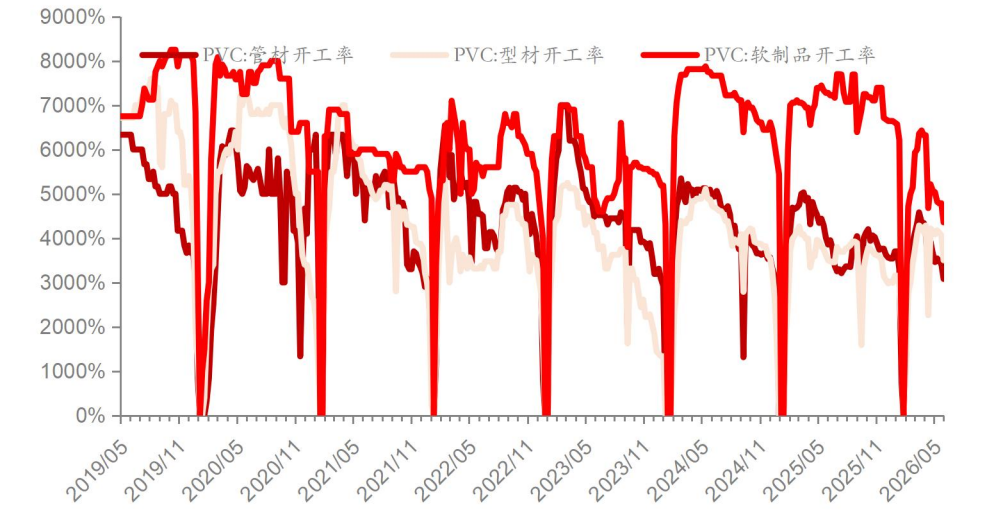
图表 22 截至 2026 年 5 月房屋竣工面积（万平方米）及同比



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

PVC 下游开工分化，软制品成为重要内需增长点。受地产端需求拖累，2026 年 PVC 管材与型材开工率近年来中枢逐步下滑，而 PVC 软制品开工率保持相对高位，走势分化印证软制品具备较强的需求韧性。与高度依赖地产需求的 PVC 硬制品不同，软制品下游覆盖电商包装、食品饮料、日化用品、电线电缆、鞋材等多个领域，应用场景更为多元，需求随宏观经济平稳运行保持稳健增长，在一定程度上对冲了地产端需求下滑对国内 PVC 总需求的拖累，成为重要内需增长点。

图表 23 PVC 下游开工率分化



资料来源：iFind，华安证券研究所

地产松绑政策不断，PVC 需求有望筑底回暖。为增强房地产行业和市场信心，

仅供内部参考，请勿外传

中央及各地方政府频发房地产支持性政策，包括取消限购、降低首付比例、提高公积金贷款最高额度等。国家层面，2024 年 9 月将商贷首/二套首付比例统一降至不低于 15%；11 月优化契税、取消非普通住宅增值税；2025 年《政府工作报告》明确持续缩减限制性措施。地方同步跟进，以上海为例，大幅缩短非沪籍社保缴纳年限并扩大购房范围，多管齐下提振需求，推动地产市场止跌回稳，PVC 需求有望筑底回暖。

图表 24 政策有望推动地产回暖

发布时间	发布部门	文件名称	核心内容
2023. 08. 18	财政部、税务总局、住建部	《关于延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》	居民出售自有住房并 1 年内重新购房的个税退税优惠政策，执行期限延长至 2025 年 12 月 31 日，降低居民换房成本
2024. 05. 27	上海市住建委、市房管局、市规划资源局、市税务局	《关于优化本市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》	非沪籍购房社保/个税年限从 5 年降至 3 年，重点区域降至 2 年；取消离异购房套数限制，优化非沪籍单身人士购房范围
2024. 09. 24	中国人民银行、国家金融监督管理总局	《关于优化个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》	不再区分首套、二套住房，商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 15%，全面降低居民购房信贷门槛
2024. 11. 30	财政部、税务总局、住建部	《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》	2024 年 12 月 1 日起优化契税优惠标准，扩大低税率适用范围；取消北上广深非普通住宅增值税征收规定，个人销售 2 年以上住房一律免征增值税
2025/3/5	国务院	2025 年《政府工作报告》房地产相关工作部署	明确持续用力推动房地产市场止跌回稳，因城施策调减限制性措施，加力实施城中村改造，释放刚性和改善性住房需求，拓宽保障性住房再贷款使用范围

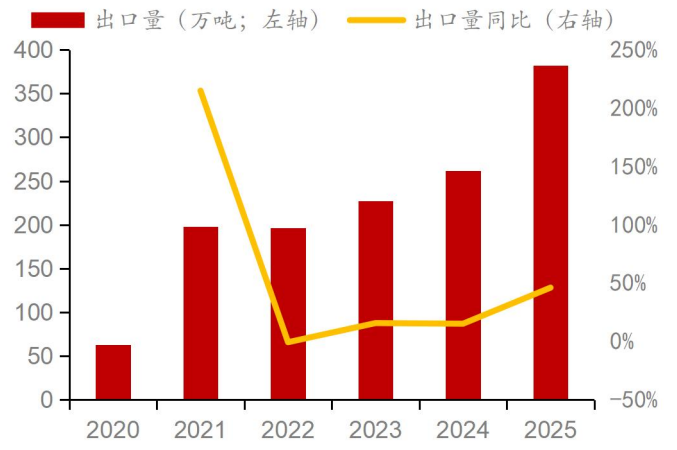
资料来源：各部委公告，华安证券研究所

3.2 海外需求向好，支撑 PVC 出口增长

近年我国 PVC 出口呈现高速增长态势。2020 至 2025 年间，我国 PVC 出口量由 62 万吨增长至 382 万吨，年复合增速达 43%。印度市场为我国 PVC 出口中无可替代的核心市场，2025 年累计出口 151 万吨，占比我国总出口量 40%，断崖式领先第二大市场越南，后者年出口量达 23 万吨，占比约 6%。

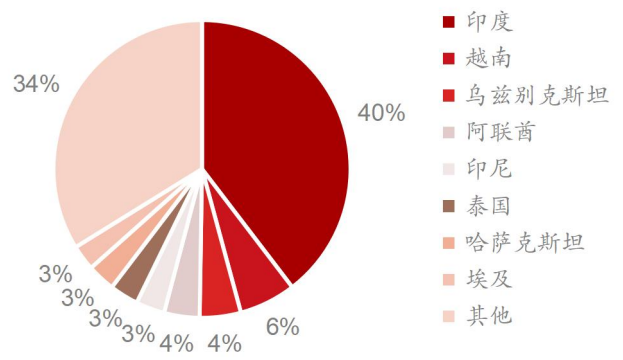
仅供内部参考，请勿外传

图表 25 中国 PVC 出口量及同比



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 26 中国 PVC 出口目的地格局



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

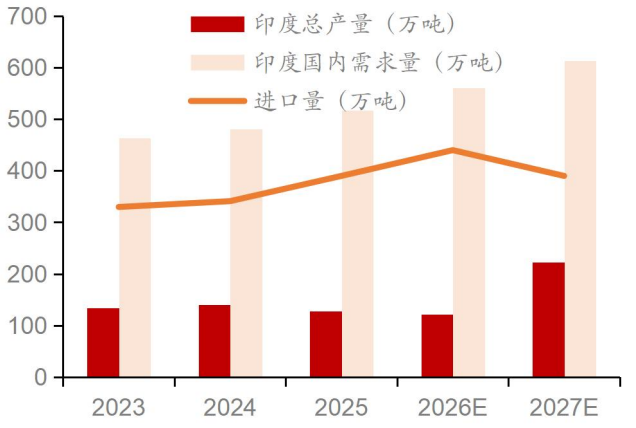
印度近年来基础设施及建设发展势头迅猛，PVC 国内存在供需缺口。据印度央行公布的基础设施及建筑工业生产指数，2019-2024 年年复合增速达 6.6%，基建领域的持续高景气度拉动印度本土 PVC 需求稳步增长。但印度本土 PVC 产量规模难以匹配市场需求，供需缺口持续扩大，高度依赖进口补充。据氯碱聚氯乙烯期刊发布的《印度 BIS 认证体系和印度聚氯乙烯市场深度解析》，预计 2025-2027 年印度国内 PVC 需求持续增长并有望突破 600 万吨，新增供给主要集中在 Reliance Industries 的 125 万吨项目与 Mundra Petrochem 的 100 万吨项目，预计于 2027 年后投产，年供给仍存 300 万吨以上缺口，进口依赖度维持高位。

图表 27 印度工业生产指数(IIP):基础设施及建筑



资料来源：印度央行，华安证券研究所

图表 28 印度国内 PVC 供需及预测



资料来源：氯碱聚氯乙烯期刊，华安证券研究所

图表 29 印度 PVC 产能情况

公司名称	聚氯乙烯产能（万吨）	新增产能（万吨）	备注
Reliance Industries Ltd.	73.5	125	乙烯法
Chemplast Sammar Ltd.	43		含 10.7 万 t/a 糊树脂
Finolex Industries Ltd.	28.5		-

仅供内部参考，请勿外传

DCW Ltd.	15		电石法
DCM Shriram Ltd.	7.7		电石法
Mundra Petrochem		100	
合计	167.7	225	

资料来源：氯碱聚氯乙烯期刊，华安证券研究所

印度 BIS 认证政策取消，扫清中国对印 PVC 出口限制。此前印度计划将所有进入印度市场的进口聚氯乙烯树脂列入 BIS 认证范围，只有通过 BIS 认证的企业才能将聚氯乙烯树脂出口到印度国内市场，意图以技术准入门槛限制他国 PVC 产品进入以保护本国产业。但由于印度国内原油、乙烯、电石等化工原料短缺，制造成本高昂，人员效率低下，印度本土聚氯乙烯供给有限的状况难以改变，最终于 2025 年 11 月宣布取消针对 PVC 的 BIS 认证。

图表 30 印度 BIS 梳理

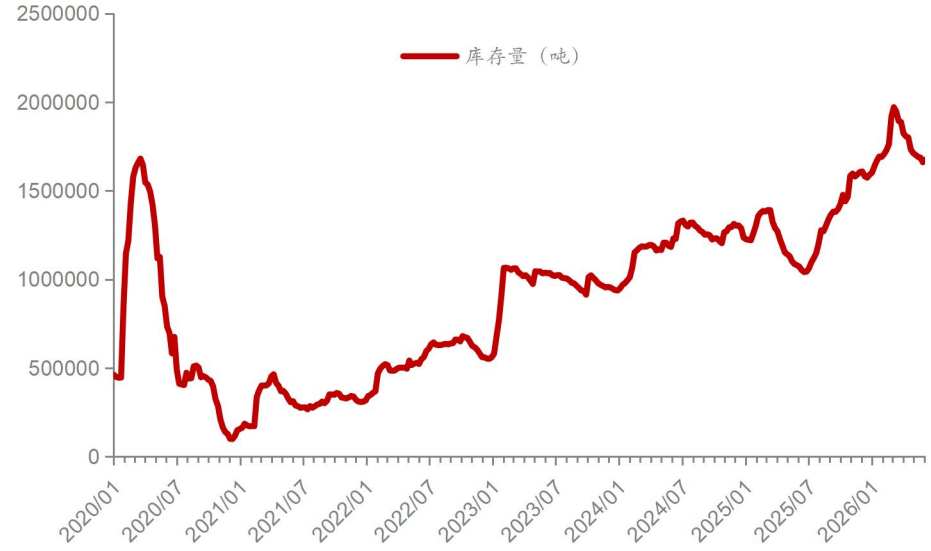
时间	事件	关键内容
2022 年 9 月	印度本土企业申请保证措施	质控进口 PVC 氯乙烯单体超标，损害本土产业
2023 年 5 月	印度商工部终裁	仅对氯乙烯残留量>2PPI 的 PPVC 实施进口数量限制
2023 年 9 月	纳入 BIS 强制认证清单	依据《印度标准局法》将 PVC 列入强制认证范围
2024 年 2 月	发布质量控制令(QCO)	原定 2024 年 8 月 26 日生效，要求进口 PVC 通过 BIS 认证
2024 年 8 月	第一次延期	生效日期延至 2024 年 12 月 24 日
2024 年 12 月	第二次延期	生效日期延至 2025 年 6 月 24 日
2025 年 5 月	召开利益相关方论证会	讨论国内产能与进口数据，未再延期
2025 年 6 月	第三次延期	生效日期延至 2025 年 12 月 24 日
2025 年 11 月	终止实行	印度取消对进口 PVC 的 BIS 认证政策

资料来源：金联创，华安证券研究所

短期地缘风险有望推动 PVC 库存去化，长期供需格局改善行业景气触底修复。本次中东地缘政治危机爆发以来，原油生产设施频频遭袭，外运通路受阻，引发国际原油供给短缺，而海外 PVC 产能以石油头乙烯法为主，原料供应存在制约。此前 PVC 市场库存处于高位，短期内地缘风险突发有望推动 PVC 库存去化，缓解供需矛盾。中长期，行业供给增速回落，老旧、高成本、小产能装置持续退出，需求端内需地产有望企稳回升，外需出口增速仍存，氯碱行业景气度有望修复。

仅供内部参考，请勿外传

图表 31 地缘冲突下 PVC 行业库存有所下降



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

4 氯碱行业景气有望筑底回升，相关企业迎来价值重估

氯碱主业高度聚焦，景气回暖有望带来业绩高弹性：

（1）华塑股份

公司主要从事以 PVC 和烧碱为核心的氯碱化工产品生产与销售，建成了以 PVC、烧碱为核心的“矿—煤—电—氯碱化工—‘三废’综合利用”的一体化循环经济体系，在资源、成本、技术、规模、环保等多个方面具有综合竞争优势，拥有 PVC 年产能 64 万吨，烧碱年产能 48 万吨。

（2）氯碱化工

上海氯碱化工股份有限公司是中国知名的氯碱产品生产商、供应商，公司在上海化学工业区、广西钦州港石化产业园区设有两大生产基地，主要产品年生产能力涵盖烧碱 102 万吨、二氯乙烷 72 万吨、液氯 60 万吨、氯乙烯 20 万吨、聚氯乙烯 48 万吨。

（3）镇洋发展

公司主营业务为氯碱相关产品的研发、生产与销售，地处宁波石化经济技术开发区是国家级化学工业专业园区，公司作为园区内唯一的烧碱、液氯供应企业，可直接管输销售至园区下游客户。截至 2025 年 12 月底，公司烧碱产能 35 万吨/年、液氯产能 30.68 万吨/年、氯化石蜡产能 7 万吨/年、次氯酸钠产能 20 万吨/年、MIBK 产能 1.925 万吨/年、ECH 产能 4 万吨/年、氢气产能 0.875 万吨/年、聚氯乙烯产能 30 万吨/年。

产业链延伸布局氯碱，一体化优势显著：

仅供内部参考，请勿外传

（1）中泰化学

公司依托新疆地区丰富的煤炭、原盐、石灰石等自然资源，通过不断优化管理理念和完善产业生态圈，发展成为拥有氯碱化工和粘胶纺织产业两大主业、煤化工重点产业的优势企业，主营聚氯乙烯树脂（PVC）、离子膜烧碱、粘胶纤维、粘胶纱、甲醇五大产品，配套热电、兰炭、电石、电石渣制水泥等循环经济产业链。截至 2025 年底，公司拥有 260 万吨 PVC 树脂、186 万吨离子膜烧碱、88 万吨粘胶纤维、320 万锭粘胶纱线及 100 万吨甲醇产能。

（2）新疆天业

公司具备完整的“自备电力→电石→聚氯乙烯树脂（PVC）及副产品→电石渣及其他废弃物制水泥”绿色、低碳联动式循环经济产业链，拥有 134 万吨 PVC（包括 114 万吨通用 PVC、10 万吨特种树脂、10 万吨糊树脂）、97 万吨离子膜烧碱、213 万吨电石、25 万吨乙醇产能、22.5 万吨乙烯法氯乙烯单体产能，同时拥有自备热电站以及 535 万吨电石渣制水泥装置，已逐步实现产品的多元化、差异化、高端化布局，成为国内氯碱化工产业化配套完整、产品型号齐全的聚氯乙烯生产企业。

（3）北元化工

公司形成了完整的以 PVC 为核心的“煤—盐—发电—电石—氯碱化工（离子膜烧碱、PVC）—工业废渣综合利用生产水泥”的一体化绿色循环经济产业链，现具有 110 万吨/年聚氯乙烯、80 万吨/年离子膜烧碱、220 万吨/年新型干法工业废渣水泥、50 万吨/年电石、4×125MW 火力发电、300MW 光伏发电生产能力。

（4）君正集团

公司具备完整的“煤一电一氯碱化工”“煤一电一特色冶金”一体化循环经济产业链条，拥有聚氯乙烯产能 80 万吨、烧碱产能 55 万吨、电石产能 238.3 万吨、石灰石开采能力 500 万吨、煤炭开采能力 90 万吨、水泥熟料产能 135 万吨、硅铁产能 28 万吨、焦炭产能 300 万吨、甲醇产能 55 万吨、BDO 产能 30 万吨、PTMEG 产能 12 万吨，拥有发电装机容量 163.5 万千瓦。

（5）英力特

英力特主营业务包括电石、PVC、烧碱、盐酸、液氯等初级形态塑料及合成树脂的生产销售，以及电力、热力的生产销售，构建了“自备电力→电石→聚氯乙烯”一体化产业链。由热电机组为电石的生产提供了电力，自产电石又为下游产品聚氯乙烯提供了生产原料，形成了以西部煤炭资源为依托、以电力生产为基础、以聚氯乙烯和烧碱生产为核心、废物综合利用为一体的产业链，一体化产业链进一步巩固。目前公司已拥有年产电石 40 万吨、PVC（聚氯乙烯）26 万吨（其中：糊树脂 4 万吨）、烧碱 21 万吨。

氯碱深度耦合产品布局，多业务协同发展：

（1）万华化学

公司主营业务分为聚氨酯、石化及精细化工新材料三大板块，其中聚氨酯板块公司在规模、技术、成本多维度实现了全球领先。氯碱板块公司各基地合计拥有 PVC130

仅供内部参考，请勿外传

万吨，烧碱 135 万吨。

（2）三友化工

公司为拥有化纤、纯碱、氯碱、有机硅四大主业并配套热电、原盐、碱石、物流、国际贸易等循环经济体系的集团型企业，主营产品涵盖粘胶短纤维、纯碱、烧碱、聚氯乙烯、混合甲基环硅氧烷等，PVC、烧碱年产能分别达到 52.5 万吨、53 万吨。

（3）嘉化能源

嘉化能源是一家以热电联产为核心、循环经济模式为特色的高新技术基础化工企业，位于浙江嘉兴港区。公司主营业务涵盖脂肪醇（酸）、聚氯乙烯（PVC）、蒸汽、氯碱等，并扩展至磺化医药、硫酸、光伏与氢能等领域。公司脂肪醇产能居国内前列，蒸汽和氯碱业务具备显著区位与成本优势，产品主要供给长三角区域内的众多头部企业。依托热电联产装置的核心产业链，公司通过稳步推进脂肪醇二期、PVC 二期、废盐电解综合利用项目等重点项目建设，持续提升自身循环经济的竞争力，当前公司共有 60 万吨 PVC、29.7 万吨烧碱产能。

（4）天原股份

公司构建“氯-钛-磷-铁-锂”一体化循环产业链，以氯碱化工为主体，以化工新材料和新能源电池材料为两翼协同发展，布局 50 万吨 PVC、48 万吨烧碱、3 万吨水合肼、100 万吨水泥、10 万吨 PS、10 万吨氯化法钛白粉（在建 10 万吨）及 20 万吨磷酸铁锂正极材料产能。

5 风险提示：

环保及安全督察力度不及预期，
海外经济复苏不及预期，
原材料价格大幅波动，
企业安全生产风险等。

仅供内部参考，请勿外传

分析师与研究助理简介

分析师：王强峰，华安证券化工首席分析师，浙江大学化工硕士，2 年大型能源化工央企工作经验，7 年化工行业研究经验，所在团队连续多年获 Wind 基础化工金牌分析师、Choice 石油化工最佳分析师，负责能源、化工及新材料领域的研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%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，致使无法给出明确的投资评级。