仅供内部参考，请勿外传！

华泰证券 HUATAI SECURITIES

煤化工：中国碳基物资安全的基石

华泰研究

2026 年 6 月 29 日 | 中国内地　　专题研究

我们较为系统地梳理了中国煤化工产业全景。煤化工行业景气度与国际油气价格、国内化工品资本开支、海外产能动态等因素有关。我们重点分析 PVC、尿素、甲醇、醋酸、煤制烯烃、煤制乙二醇、煤制气等产品以及绿氢耦合等煤化工发展方向，在国内“富煤贫油少气”背景下，煤化工是保障能源安全与化工产业链自主可控的战略产业。26 年 3 月美以伊冲突扰动中东油气供应，凸显煤化工战略地位与盈利修复机遇。

基础煤化工品景气度受供给端政策约束和出口增量驱动

基础煤化工产品（PVC、尿素、甲醇、醋酸等）景气度受供给端政策约束与出口增量驱动。PVC 供给端受“双碳”能耗监管和“水俣公约”无汞化改造约束，叠加乙烯法盈利受油价扰动收窄，电石法龙头有望迎来供给拐点，且对印度方面的出口高增长支撑需求改善。尿素在国内化肥保供背景下价格弹性较小，但伴随固定床高成本装置出清、天然气制尿素开工率受压制，叠加国内外尿素价差扩大，拥有出口配额的龙头企业有望获增量利润。甲醇方面受下游 MTO 扩产利好，25 年产能利用率近 95%，由于中东甲醇占我国进口比例较高，地缘冲突下国内甲醇价差迎来短期改善。

新型煤化工产品盈利受油煤价格剪刀差和进口替代影响

新型煤化工产品（煤制烯烃、煤制乙二醇等）盈利受油煤剪刀差与进口替代影响。25 年末煤制/甲醇制工艺占国内烯烃产能 16%，美以伊冲突下全球烯烃供应链风险上升，煤制烯烃作为全供应链国内自主可控的生产技术，战略地位有望凸显。25 年国内乙二醇对外依存度仍约 30%，且中东进口比例超过 60%，由于国内原料成本劣势以及煤制乙二醇供需区域性错配等问题，煤制乙二醇历史盈利偏弱，但在美以伊地缘冲突下中东供应收缩，煤制乙二醇价差有所改善，我们认为煤制乙二醇未来进口替代空间充足。

煤制油气保障国内能源安全，绿氢耦合打开煤化工低碳转型空间

煤制气、煤制油是我国能源安全的战略储备技术，截至 25 年末煤制气在产/已批复产能达 75/60 亿方/年，我们认为新疆地区凭借较低的煤炭成本，煤制气技术或已具备经济性。煤制油过往盈利偏弱导致 2018 年后产能增长放缓，但新疆、内蒙煤矿供应增加，以及煤制油单吨投资额下降有望加快新产能落地。绿氢耦合是煤化工低碳转型的重要方向，我们测算当前绿氢耦合煤制烯烃技术在碳配额 510 元/吨以上时具经济性，伴随电解水制氢成本下降、国内外碳排放成本上升，绿氢耦合有望加快落地。

关注低成本煤制甲醇、烯烃乙二醇、煤制气、绿氢耦合等方向

由于国内烯烃、乙二醇对外依赖度仍较高，且煤化工成本端对煤价较为敏感，我们建议关注烯烃/乙二醇国产替代机遇下的低成本煤制甲醇、煤制烯烃和煤制乙二醇等子板块。同时，煤制油气作为国内能源安全的储备技术亦值得关注，考虑煤制气在低成本煤价下已具备一定经济性，我们建议关注低成本煤制气板块的盈利规模扩张机会。此外，国内外碳排监管趋严下，煤化工绿色化转型或将迎来机遇，建议关注绿氢耦合煤化工的盈利能力改善。推荐煤制烯烃龙头宝丰能源，国内先进煤化工企业华鲁恒升、鲁西化工、华谊集团、皖维高新。

风险提示：能源价格大幅波动，下游需求不及预期，环保减排政策不及预期。

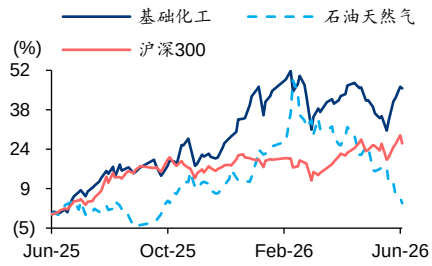
基础化工	增持（维持）
石油天然气	增持（维持）

庄汀洲　研究员
SAC No. S0570519040002　zhuangtingzhou@htsc.com
SFC No. BQZ933　+(86) 10 5679 3939

张雄　研究员
SAC No. S0570523100003　zhangxiong@htsc.com
SFC No. BVN325　+(86) 10 6321 1166

张宸*　联系人
SAC No. S0570124080036　zhangchen024211@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价（当地币种）	投资评级
华鲁恒升	600426 CH	49.50	买入
鲁西化工	000830 CH	23.80	买入
宝丰能源	600989 CH	38.67	买入
华谊集团	600623 CH	10.92	增持
皖维高新	600063 CH	8.25	增持

资料来源：华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传！

正文目录

煤化工产业链与历史复盘 3

煤化工产业链：国内 C1 产业链向烯烃、乙二醇、煤制气等方向发展 3

原油、煤炭与煤化工的历史发展复盘 4

基础煤化工保障工农业生产资料安全，能源领域仍有可为 8

PVC：电石链重要下游，出口增长叠加“双碳”约束助力行业景气回升 8

尿素：煤制氨主要产品，国内化肥保供背景下价格弹性较小 10

甲醇：C1 产业链中间体，进口甲醇是国内重要的供应来源 14

煤制烯烃：保障国内烯烃供应安全，盈利受益于油煤剪刀差 16

醋酸：供应宽松预期下，配套煤制甲醇企业有望保持盈利韧性 18

煤制乙二醇：过往盈利能力偏弱，未来进口替代空间较大 20

煤制气：能源安全地位突出，新疆地区煤制气或具备经济性 22

先进煤化工以能源安全、高附加值、绿色低碳为发展方向 24

煤制油：历史盈利能力偏弱，投资成本下降有望加快新产能落地 24

煤制芳烃：仍处于规模化落地前的探索阶段 25

绿氢耦合：国内外减碳政策加速绿氢使用场景落地 25

重点推荐公司 29

风险提示 30

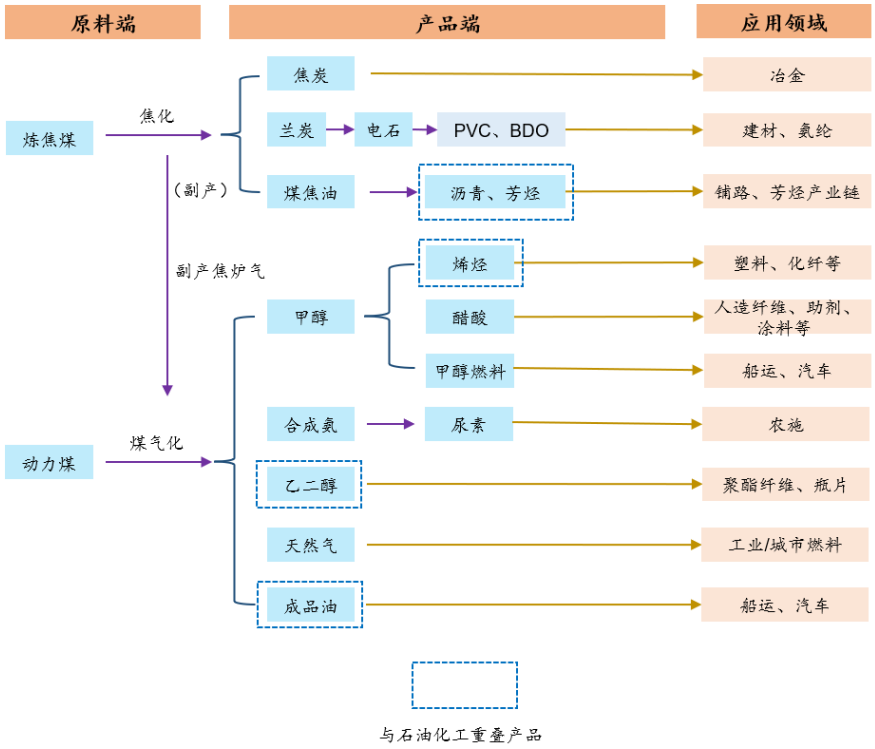
仅供内部参考，请勿外传！

煤化工产业链与历史复盘

煤化工产业链：国内 C1 产业链向烯烃、乙二醇、煤制气等方向发展

煤化工下游关联能源和化工原材料领域，部分产品与石油化工重叠。在煤焦化产业链中，电石是重要的中间产品，电石产业链已基本形成了独立于石油化工的需求市场，而在煤焦油中存在沥青、芳烃、C4、C5 等小规模副产物与石化产品重叠。在煤气化产业链中，合成氨和甲醇是传统的煤化工产品，近 10 年大规模发展的新型煤化工是基于中间体的延伸，形成了煤制烯烃、煤制乙二醇等品种，构成石化产业链的重要补充。

图表1：煤化工产业链简图



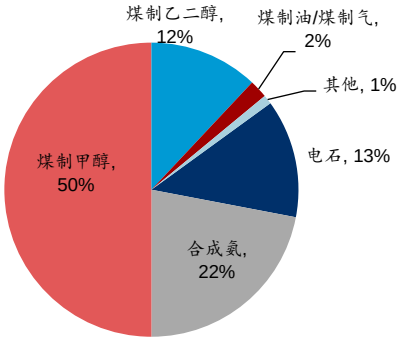
资料来源：中国煤炭市场网，华泰研究

电石是煤焦化工艺的重要产品，下游生产 PVC、BDO 等。受制于早期我国煤质不佳，炼焦产业链是煤化工的重要组成部分，产品包括焦炭、兰炭/电石、焦炉气、副产物煤焦油等。其中，炼焦煤-兰炭-电石构成传统煤化工的重要产业链，据百川盈孚，电石的主要下游产品为 PVC、BDO、醋酸乙烯及衍生物（PVA、EVA 等）等，终端应用领域包括建材塑料、氨纶、纸张粘合剂、日用注塑制品、光伏胶膜等。

煤气化是煤化工的核心，重要产品为合成氨及甲醇，煤制烯烃和乙二醇是我国石化产业链的重要补充。在化工技术中，C1 产业链以天然气（中东、美国等）或煤炭（中国、东南亚、欧洲部分地区等）为起点，独立于原油为原料的产业链（即石化产业链）。现代煤化工采用煤气化为核心技术，生产合成气，进而生产甲醇、合成氨，终端需求包括甲醇燃料、醋酸、尿素等。2010 年中国 D-MTO 技术大规模投产，我国拥有以煤和甲醇为原料生产乙烯、丙烯的能力。2012 年后国内多家企业采用日本宇部、福建物构所等技术，以合成气为原料生产乙二醇。乙烯、丙烯、乙二醇是石化产业链的关键产品，煤制烯烃和煤制乙二醇在国内逐步扩产，成为我国石化产业链的重要补充。

仅供内部参考，请勿外传！

图表2：2023 年我国煤化工产业链中各品种规模占比（按标煤估算）



资料来源：中国煤炭市场网，百川盈孚，隆众资讯，华泰研究

煤制气、煤制油是我国能源安全的战略储备技术，但生产效率仍需提升。煤炭通过煤气化技术可生产天然气和成品油。但受制于产能规模化程度较低、盈利能力对煤炭成本敏感、国内煤炭产区与下游油气需求的地域不匹配等因素，当前已投产的煤制气/煤制油项目在盈利性上不够乐观，且相较于石油炼化、天然气直接开采等传统工艺，煤制工艺的规模占比很低。但我国在油气资源上对外依存度在 70%、40%以上，基于国内富煤的禀赋条件，煤制气、煤制油是保障我国能源安全的战略储备技术，未来产能规模有望逐步扩张。

与石油化工存在重叠的产品约占煤化工规模的 50-55%。据百川盈孚等，我们以下游煤化工品的标煤耗用量作为核算基准，在煤化工产品中，电石占 13%，煤制甲醇占 50%，煤制乙二醇占 12%，煤制油/煤制气占 2%。且在电石中，PVC（含糊树脂）占比约 85%，计算得 PVC 占总规模约 11%；在煤制甲醇中，MTO（甲醇制烯烃）需求约 60%，计算得煤制烯烃占总规模约 30%。我们估算，与石油化工存在重叠或替代的产品规模（即 PVC、烯烃、乙二醇、煤制油/煤制气）在煤化工中占比约 50-55%。因此煤化工行业景气度与国际油价、石化产业有较强相关性。

原油、煤炭与煤化工的历史发展复盘

煤炭作为石油天然气的能源替代品，国内煤价与全球油价有一定相关性。油、煤、气作为电力及交运领域可以互相替代的化石能源，当全球油价大幅波动时，会导致替代品化石能源的价格波动。2016 年后，在供给侧改革大背景下，国内基本完成了对大幅超产、生产手续不完整的小型煤矿产能限制，且在全球经济复苏和海外 OPEC 联合减产下，国内煤价与全球油价的走势较为接近，油煤价格同步上升。17-20 年，由于全球油价大幅波动，国内政策提高了煤炭长协覆盖率，平抑了煤价波动。21 年后，进口煤规模提升，国内煤炭供给市场受进口煤影响，国内煤价对全球油价的波动敞口放大。

仅供内部参考，请勿外传！

图表3：2015 年至今国际油价和国内煤价历史复盘



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究

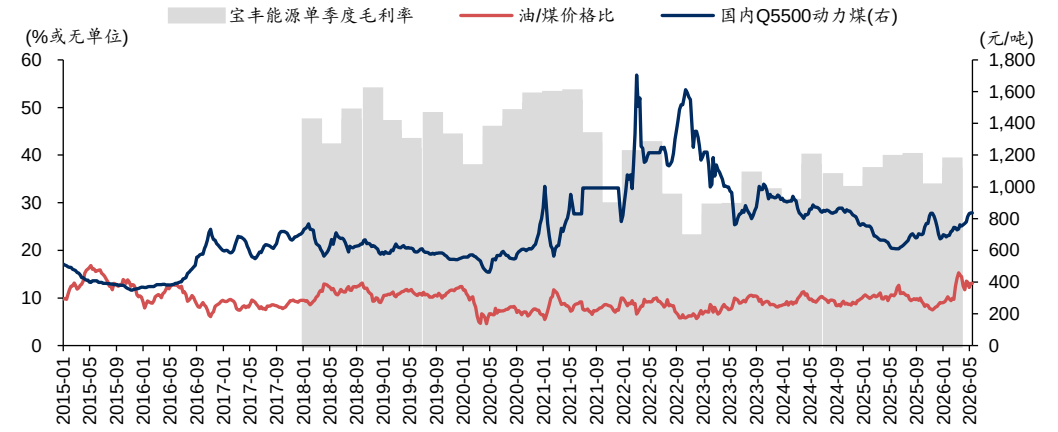
除油价外，煤矿超产监管、供应端长协覆盖率等政策端因素亦在中短期层面影响国内煤价。国际油价通过能源替代品逻辑、进口煤贸易等影响国内煤价。为保证国内能源稳定，政策端亦参与了国内煤炭供给调控，措施包括煤矿超产监管、供应端长协覆盖率等。从历史来看，17-18 年以及 22-23 年，国内政策要求提高煤炭长协供应量，以减少海外能源价格的冲击。25 上半年煤炭因供应宽松煤价大幅下跌，同年 7-8 月国家对超产煤矿责令停产整改，煤价企稳。而 26 年 3 月以来，许多煤化工行业积极响应了煤炭企业的长协供应，以规避高油价对煤价的潜在冲击。总体而言，政策端对煤炭供给的调控，部分程度削弱了海外能源波动的影响。

煤化工不同产品的价差水平受多种因素影响，包括国内化工品资本开支周期、油煤价格剪刀差、海外产能动态等。国内的煤化工中有 50-55%的规模是与石化重叠的产品，此类产品主要与油煤价格剪刀差有关，例如煤制烯烃、煤制乙二醇。其他主要产品的景气度则关联整个国内化工行业，因此与行业资本开支、补库意愿（可用产成品存货衡量）以及海外产能周期相关，代表性产品有尿素、醋酸等。以下选取国内代表性煤化工企业的历史毛利率做简要分析：

煤制烯烃盈利能力受益于油煤剪刀差扩大。宝丰能源是国内领先的煤制烯烃企业，公司自 18-24 年在宁夏基地扩产煤制烯烃，25 年在内蒙古基地投产单套国内最大的煤制烯烃产能，截至 25 年底公司拥有煤制烯烃产能 520 万吨，主要产品为聚乙烯、聚丙烯。公司历史上的单季度毛利率跟随油/煤价格比波动，在国际油价处于高位震荡期间，由于国内煤炭长协覆盖率提升叠加政策端对煤炭供给的调控，国内煤价相对稳定，公司受益于油煤剪刀差扩大。例如在 18-19 年以及 24-25 年期间，油煤剪刀差相对高位，公司毛利率明显改善。

仅供内部参考，请勿外传！

图表4：宝丰能源单季度毛利率和油价、煤价的对比

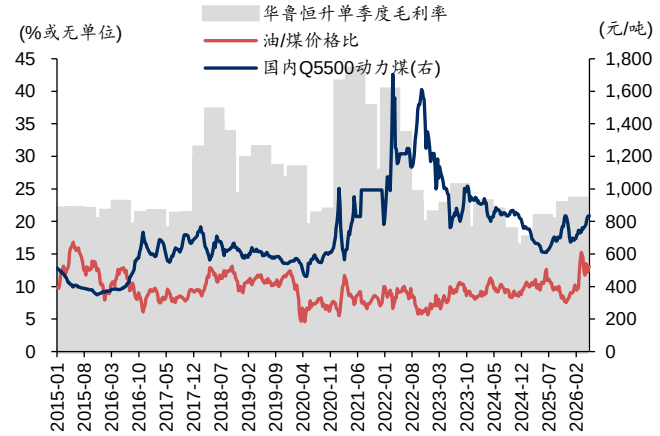


注：油/煤价格比的计算方式为 Brent 原油期货价格 / 国内 Q5500 动力煤价格 *100

资料来源：Wind，华泰研究

多数煤化工企业盈利跟随化工周期波动，顺周期属性较明显。我们选择华鲁恒升、鲁西化工作为代表性煤化工企业。华鲁恒升以煤气化平台为核心，主要产品包括尿素、醋酸、草酸等，下游终端需求为农业、纺织、涂料、稀土和锂电等。鲁西化工涵盖煤、盐、硅化工领域，原料和需求领域均呈现多样化。上述两个公司的毛利率高位发生在 17-18 年和 20-21 年，主要原因为 17-18 年伴随前期供给侧改革导致行业资本开支收缩，以及 20-21 年政策端利好下内外需主动补库情绪高涨。此外，上述两个公司的盈利能力与油煤剪刀差相关性较弱。

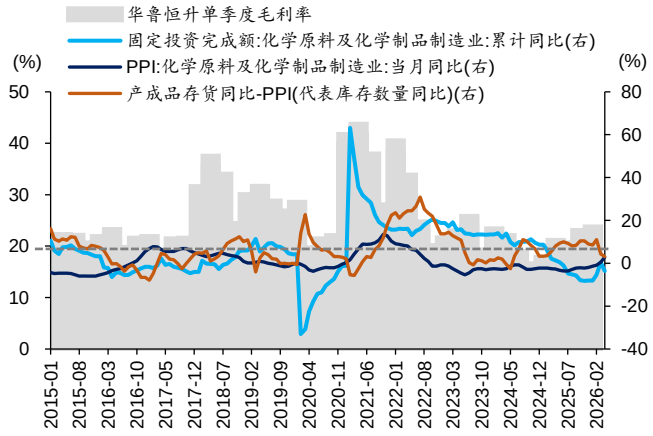
图表5：华鲁恒升单季度毛利率和油价、煤价的对比



注：油/煤价格比为“Brent 原油期货价格 / 国内 Q5500 动力煤价格 *100”

资料来源：Wind，华泰研究

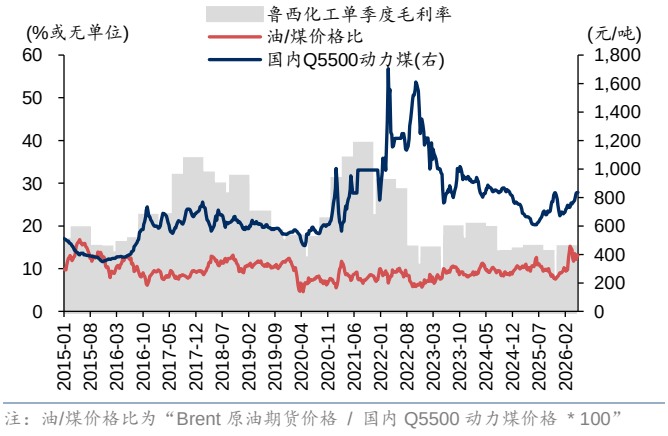
图表6：华鲁恒升单季度毛利率和部分化工行业指标的对比



注：行业库存数量同比计算方式为“行业产成品存货同比 — PPI”

资料来源：Wind，国家统计局，华泰研究

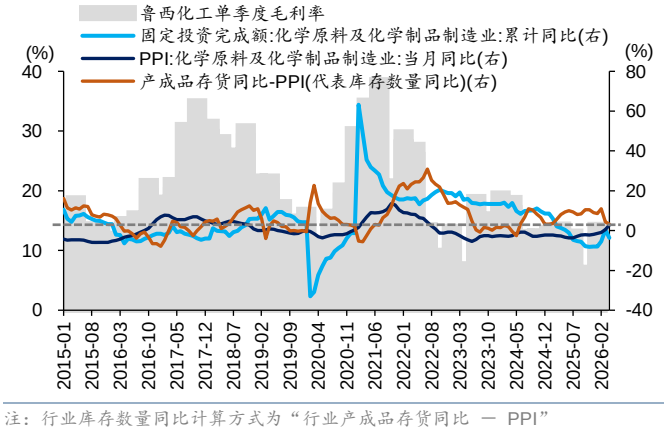
图表7：鲁西化工单季度毛利率和油价、煤价的对比



注：油/煤价格比为“Brent 原油期货价格 / 国内 Q5500 动力煤价格 *100”

资料来源：Wind，华泰研究

图表8：鲁西化工单季度毛利率和部分化工行业指标的对比



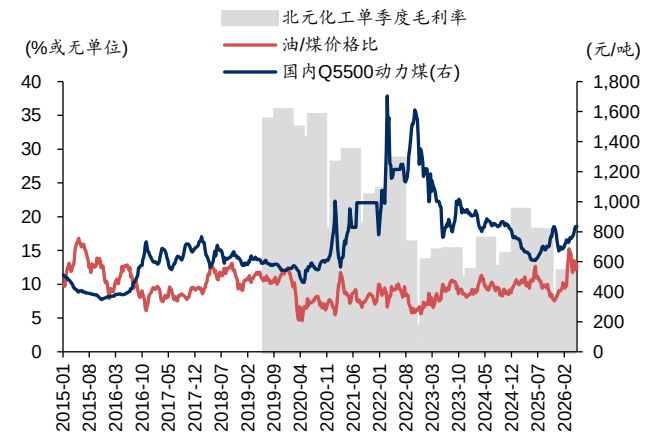
注：行业库存数量同比计算方式为“行业产成品存货同比 — PPI”

资料来源：Wind，国家统计局，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

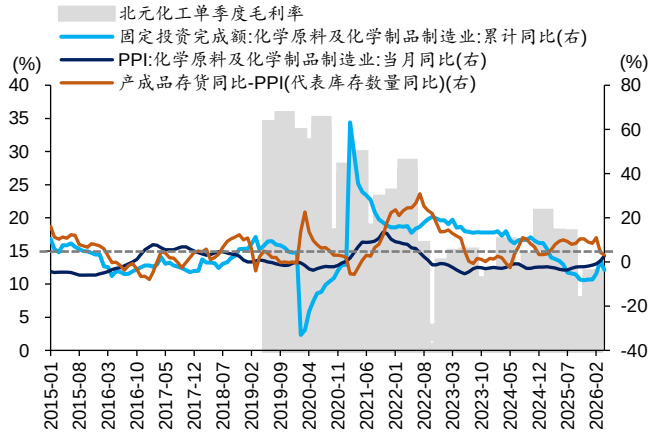
氯碱企业中 PVC 业务波动显著，企业盈利同时受化工产能周期和地产周期影响。我们选择北元化工、中泰化学作为代表性氯碱企业。在 15-16 年和 20-21 年，地产景气度高位支撑 PVC 盈利较好，氯碱企业的毛利率显著改善。上述两个公司因业务结构不同而在盈利周期上有差异，18-19 年地产需求增速仍较为乐观，北元化工由于氯碱盈利占比较高，延续受益于地产景气度；而同期中泰化学因粘胶纤维行业供给过剩导致公司盈利下滑。24-25 年烧碱、粘胶等产品因供需趋紧呈现价差修复，上述两个公司毛利率底部改善。

图表9： 北元化工单季度毛利率和油价、煤价的对比



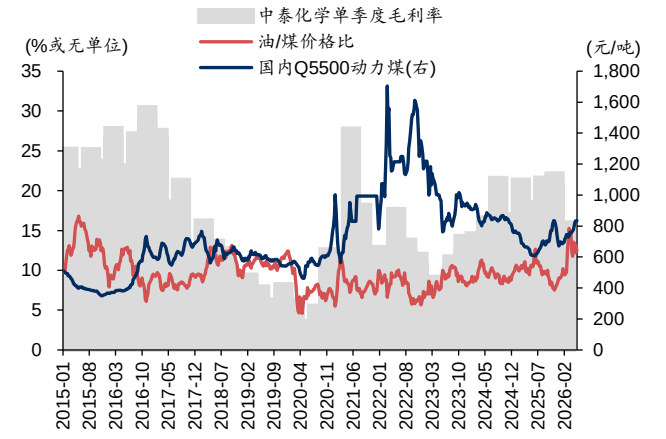
注：油/煤价格比为“Brent 原油期货价格 / 国内 Q5500 动力煤价格 *100”
资料来源：Wind，华泰研究

图表10： 北元化工单季度毛利率和部分化工行业指标的对比



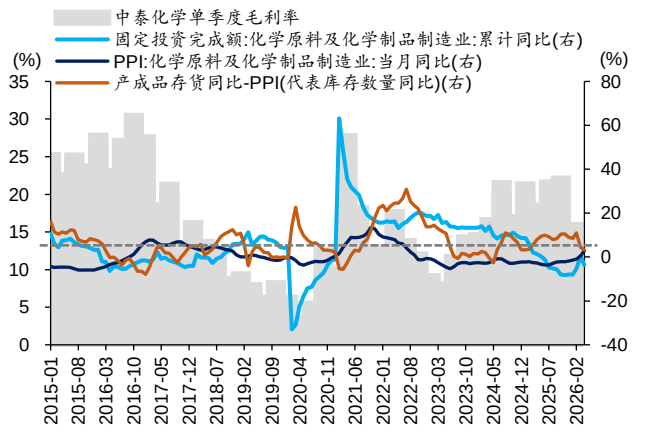
注：行业库存数量同比计算方式为“行业产成品存货同比 — PPI”
资料来源：Wind，国家统计局，华泰研究

图表11： 中泰化学单季度毛利率和油价、煤价的对比



注：油/煤价格比为“Brent 原油期货价格 / 国内 Q5500 动力煤价格 *100”
资料来源：Wind，华泰研究

图表12： 中泰化学单季度毛利率和部分化工行业指标的对比



注：行业库存数量同比计算方式为“行业产成品存货同比 — PPI”
资料来源：Wind，国家统计局，华泰研究

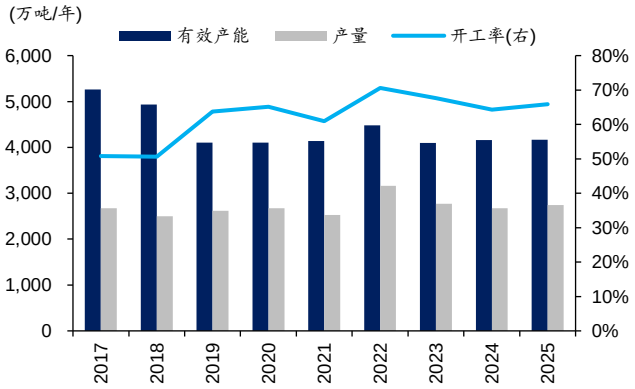
仅供内部参考，请勿外传！

基础煤化工保障工农业生产资料安全，能源领域仍有可为

PVC：电石链重要下游，出口增长叠加“双碳”约束助力行业景气回升

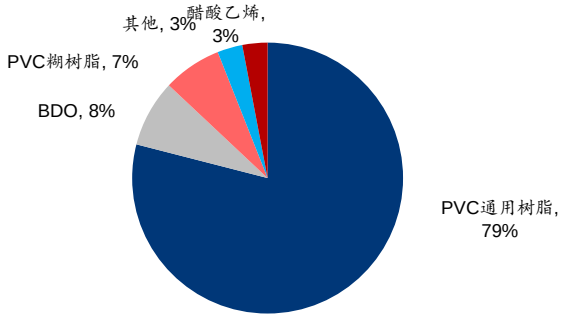
我国拥有全球独特的电石产业链，高耗能下国内产能扩张受限。电石采用焦煤、兰炭为原料，是传统煤化工的重要中间品。在我国“富煤少油”的背景下，叠加历史上电石下游 PVC 高度关联建材需求，我国形成了全球独特的以电石为中间体的煤化工 C2 产业链。据隆众资讯，电石下游最主要产品为 PVC 通用树脂，此外还包括 1,4-丁二醇（BDO）、醋酸乙烯等。由于电石的生产过程需要大量的电，据隆众资讯，生产 1 吨电石耗电 3000-3500 度，以电石含税价 2400 元/吨计算，度电产值仅 0.75 元/度电。因此国内政策端自 15-16 年供给侧改革后持续限制电石产能扩张，内蒙、宁夏部分地区每年在用电高峰月份要求电石企业避峰生产。

图表13：国内电石产能、产量情况



资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表14：2025 年电石下游需求结构



资料来源：隆众资讯，华泰研究

图表15：国内电石行业相关政策

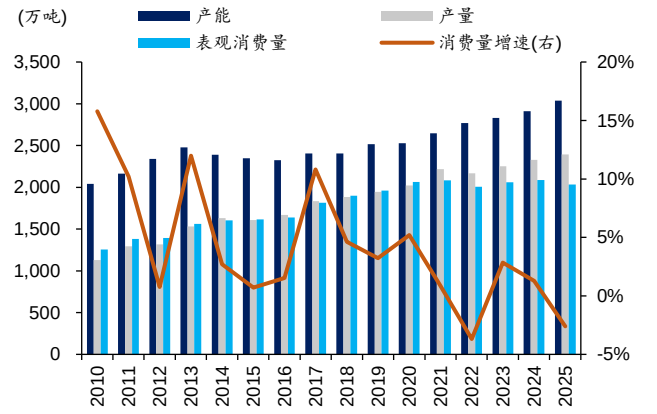
发布时间	发布单位	发布文件	主要内容
2023 年	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2024 年)》	将电石(以大型先进工艺设备进行等量替换的除外)列为限制类产业，并将单台炉容量小于 12,500 千伏安的电石炉、开放式电石炉、内燃式电石炉列为淘汰类产业
2022 年	国家发改委	《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南（2022 年）》	通过改造升级，到 2025 年电石领域能效优于标杆水平的年 2022 产能比例达到 20%，低于基准水平的产能基本清零
2018 年	国家发改委	《国家发展改革委关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》	全面清理取消对高耗能行业的优待类电价以及其他各种不合理价格优惠政策。严格落实铁合金、电石、烧碱、水泥、钢铁、黄磷、锌冶炼等 7 个行业的差别电价政策

资料来源：国家发改委，双欣环保招股说明书，华泰研究

电石主要下游产品 PVC 的内需增长偏弱，出口增长较显著。PVC 是电石最主要的下游产品。据百川盈孚，PVC 需求结构中管材、型材/门窗、板材、管件、电缆料等领域均与地产表现较为相关，合计占比约 70%。据氯碱工业协会，因烧碱快速扩产配套耗氯端 PVC 产能，19-25 年国内 PVC 产能由 2500 万吨增长至约 3000 万吨，而受地产表现偏弱影响，国内表观消费量自 19 年来维持在 2000 万吨左右，开工率维持 80%左右。PVC 出口方面增长显著，自 21 年来中国 PVC 已由净进口转为净出口，25 年出口量达到 382 万吨，占年度产量 16%，主要出口流向为印度、越南、孟加拉国等，出口增长有望支撑 PVC 供需改善。

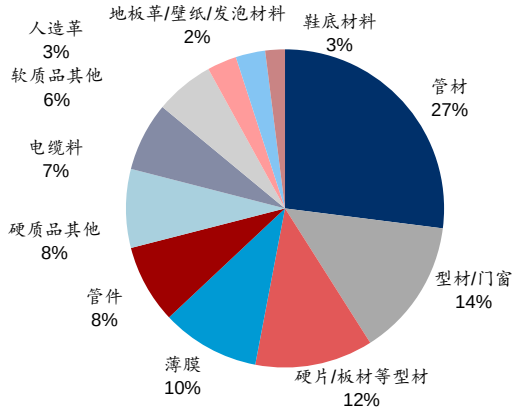
仅供内部参考，请勿外传！

图表16：国内 PVC 产能、产量情况



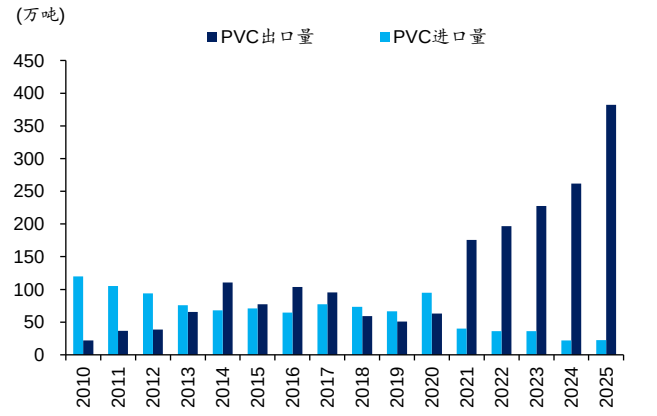
资料来源：中国氯碱工业协会，华泰研究

图表17：2025 年 PVC 下游需求结构



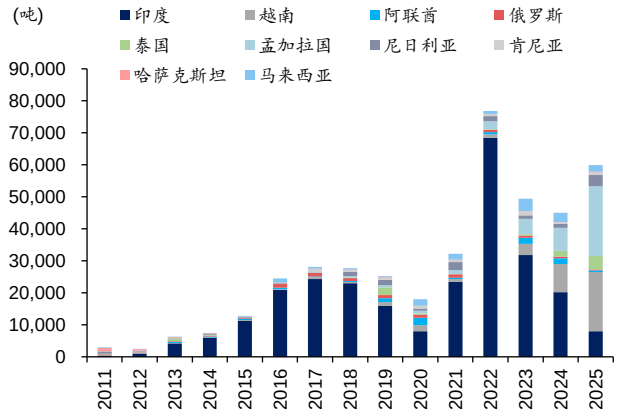
资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表18：中国 PVC 进出口情况



资料来源：海关总署，隆众资讯，华泰研究

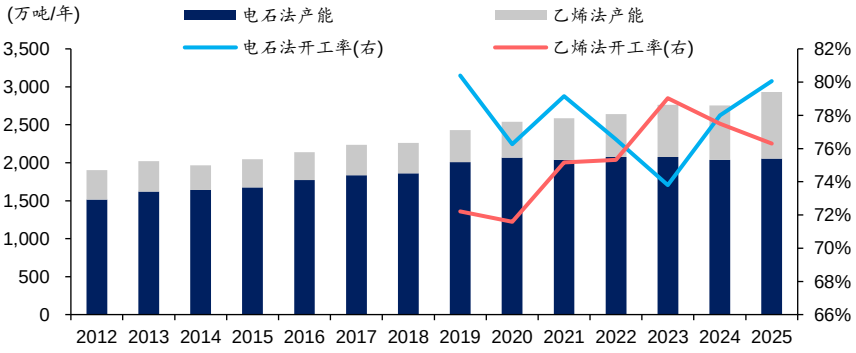
图表19：中国 PVC 出口主要流向



资料来源：海关总署，隆众资讯，华泰研究

电石法 PVC 供给受到政策端生产“双碳”监管、含汞催化剂改造的影响。国内 PVC 以电石法主导，21 年后伴随国内乙烯产能扩张，行业新增产能主要为乙烯法，据隆众资讯，19-25 年国内电石法 PVC 产能占比由 87%下降到 70%。尽管电石法占比下降，仍是影响行业供给的重要因子。根据工信部 26 年 5 月发布的工业节能监察通知，强调电石法 PVC 的 2 级能耗标准须达到 193kgce/t，并监察无法达到 3 级能耗的生产企业。此外，25 年 11 月“水俣公约”第六次大会明确 2032 年禁止原生汞开采，当前绝大多数电石法 PVC 通过含汞催化剂生产，“水俣公约”推进或加快现有产能无汞化改造，且由于无汞催化剂多采用贵金属，高成本催化剂有望削弱电石法扩产意愿并淘汰小型产能。PVC 行业有望迎来供给拐点。

图表20：电石法 PVC 和乙烯法 PVC 产能结构



资料来源：隆众资讯，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

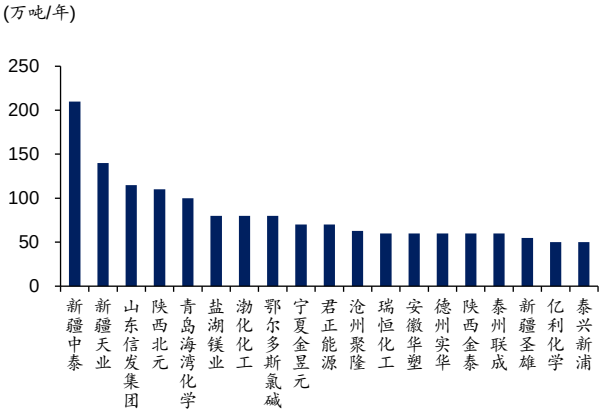
图表21：工信部《关于组织开展2026年度工业节能监察工作的通知》中对于聚氯乙烯树脂的能耗限额

生产工艺及产品名称	聚氯乙烯树脂单位产品综合能耗 kgce/t					
	通用型			糊用型		
	1级	2级	3级	1级	2级	3级
电石法聚氯乙烯树脂	≤185	≤193	≤270	≤430	≤450	≤480
乙烯法聚氯乙烯树脂	≤600	≤620	≤635	≤900	≤950	≤1 100
联合法聚氯乙烯树脂						
姜钟法聚氯乙烯树脂						
单体法聚氯乙烯树脂	≤150	≤175	≤210	≤355	≤385	≤415

注：聚氯乙烯树脂产品名称及规格参照GB/T 5761、GB/T 15592。

资料来源：工信部办公厅，华泰研究

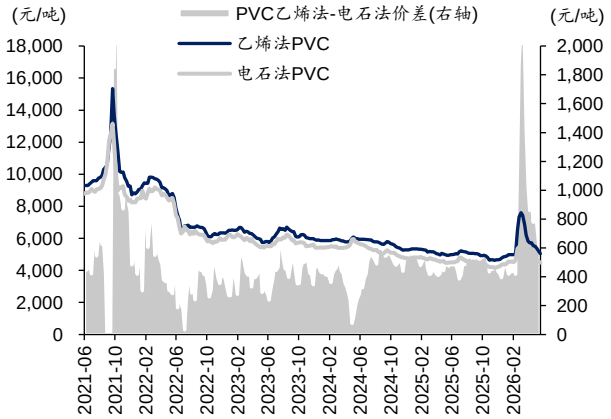
图表22：国内PVC头部企业产能情况（统计截至2025年12月）



资料来源：百川盈孚，华泰研究

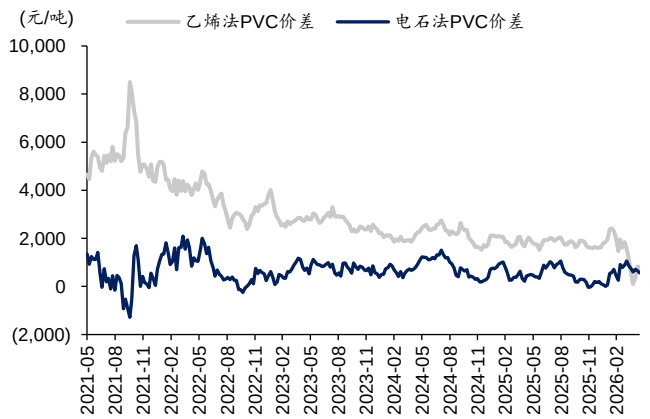
需求偏弱下PVC已经历6年低景气，近期油价扰动致乙烯法PVC盈利收窄。由于近年来PVC下游需求受地产景气压制，叠加烧碱盈利较好，进一步加剧PVC供应宽松，自2021年以来电石法PVC价差持续处于低位。26年2月底美以伊冲突爆发导致国内石油、乙烯出现短期供给缺口，3-4月乙烯价格上涨致乙烯法PVC价差显著收窄。我们认为，在国内煤炭资源安全的背景下，电石法PVC或将延续供给主导地位，在能耗监管、无汞化改造的背景下，PVC产能龙头有望受益。若乙烯供应缺口持续，乙烯法PVC供应收缩，我们认为中短期电石法PVC或有价差修复机会。

图表23：PVC价格走势



资料来源：百川盈孚，隆众资讯，华泰研究

图表24：PVC价差走势



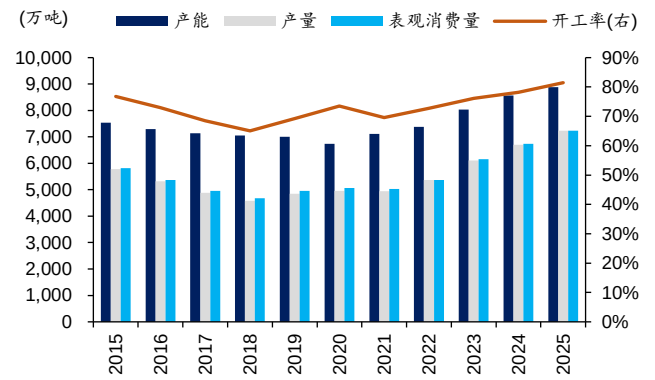
资料来源：百川盈孚，隆众资讯，华泰研究

尿素：煤制氨主要产品，国内化肥保供背景下价格弹性较小

煤制氨约占煤化工规模的20-25%，供给侧受能耗监管，行业开工逐步偏紧。据百川盈孚等，煤制氨约占煤化工规模20-25%。煤制氨通过“煤炭-氢气-合成氨”工艺生产，投资规模较大、碳排放强，因此我国自15年后持续监察超标排放的氨装置，15-20年国内氨产能减少。21年后受联碱法纯碱、己内酰胺等扩产配套需求带动，氨产能开始增长，但受限于碳排/能耗审批，行业供需逐步偏紧，25年国内合成氨产能8880万吨，开工率82%，较15年+4.7pct。据隆众资讯统计，合成氨需求结构中尿素占比最大（63%），其余产品包括纯碱（10%）、己内酰胺（6%）、磷酸二铵/一铵（7%）等。国内联碱法纯碱、己内酰胺配套合成氨比例较高，因此下游尿素需求水平是影响合成氨供需的重要因素。

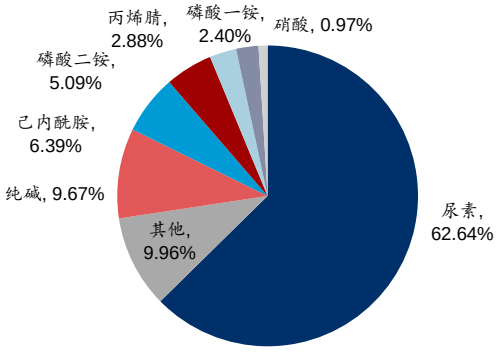
仅供内部参考，请勿外传！

图表25：国内合成氨产能、产量



资料来源：隆众资讯，华泰研究

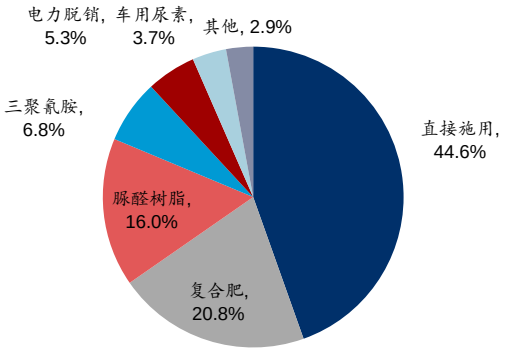
图表26：2025 年合成氨下游需求结构



资料来源：隆众资讯，华泰研究

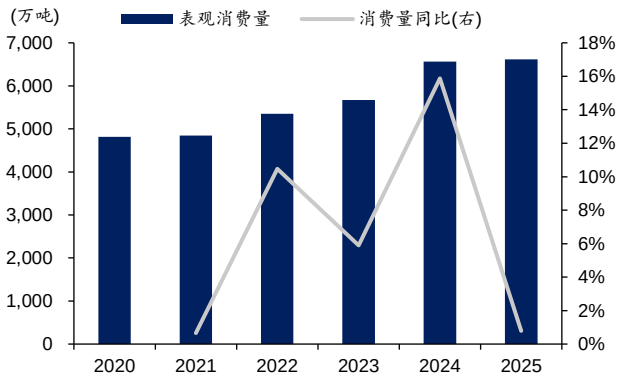
国内尿素农施需求持续增长，工业需求稳中有增。据隆众资讯，25 年尿素下游消费结构中，农施需求（直接施用+复合肥）占比 65%，其余大多数为工业需求，包括脲醛树脂、三聚氰胺、电厂脱硝等。近年来我国北方降水量增多，农业规模有所扩大，带动尿素等化肥需求量持续增长。在工业需求方面，以三聚氰胺为例，国内三聚氰胺产能、产量自 2020 年以来均有增长。农施叠加工业需求支撑 25 年尿素表观消费量 6620 万吨，同比+1%。

图表27：2025 年尿素下游消费结构



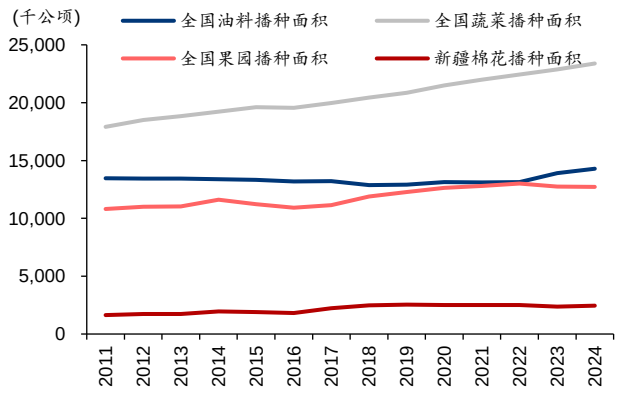
资料来源：隆众资讯，华泰研究

图表28：2020-2025 年尿素表观消费量变化



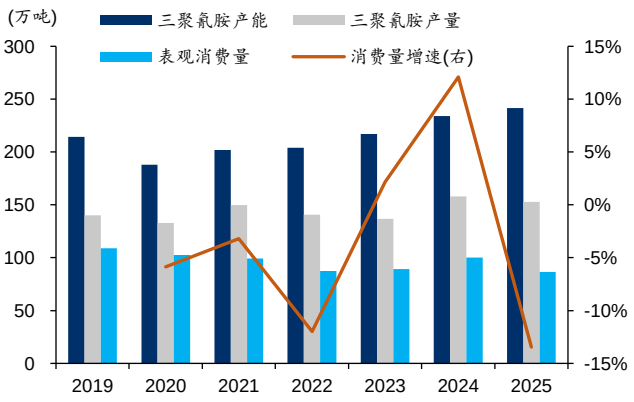
资料来源：隆众资讯，海关总署，华泰研究

图表29：2011-2024 年国内重要经济作物播种面积



资料来源：国家统计局，新疆统计局，华泰研究

图表30：2019-2025 年三聚氰胺供需变化

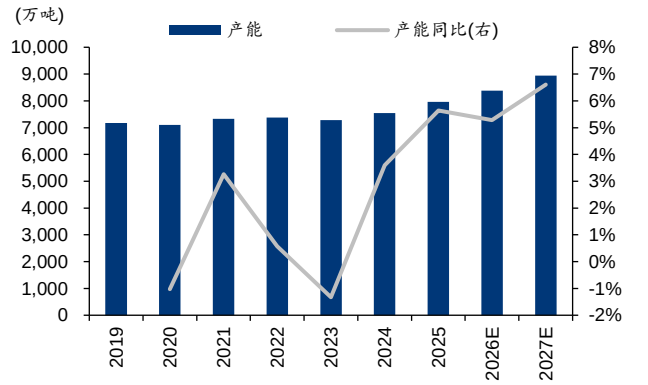


资料来源：隆众资讯，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

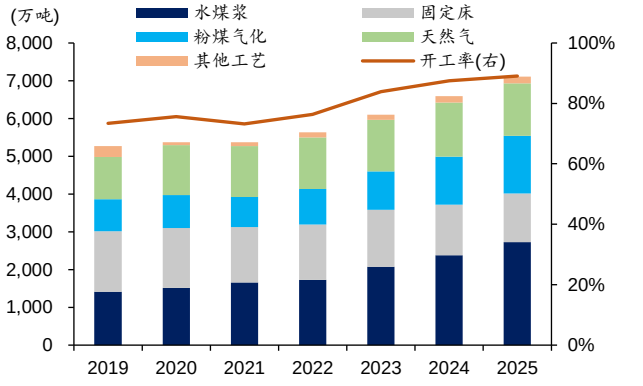
国内新增产能较多，政策指导下固定床装置进入出清阶段。国内尿素装置在 2015-2019 年进行供给侧改革，能耗较高的固定床工艺进入淘汰阶段。在 21 年后国内亦有多套水煤浆/煤气化装置投产，目的在于补充旧产能退出后的市场空间。据隆众资讯，截止 25 年末，国内尿素产能为 7980 万吨，较 24 年增长 5.8%。工信部、发改委等部门自 21 年来已发布多个淘汰落后尿素装置的相关政策内容。在环保政策持续落实的节奏下，落后装置有望于近 3 年完成出清。

图表31：2019-2027E 国内尿素产能变化情况



资料来源：隆众资讯，华泰研究

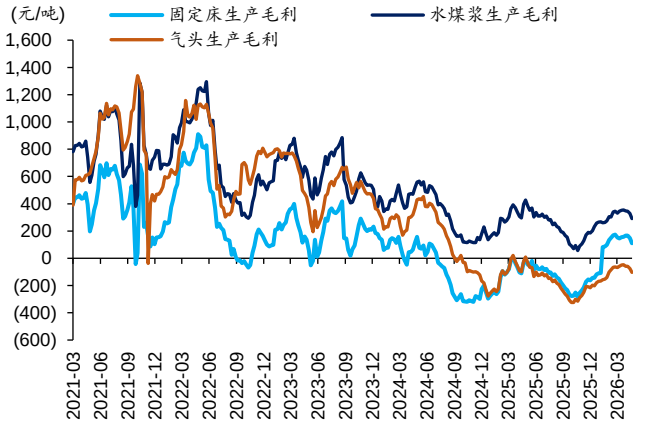
图表32：国内尿素产量（按工艺）



注：水煤浆、固定床、粉煤气化均属于煤制尿素工艺
资料来源：隆众资讯，华泰研究

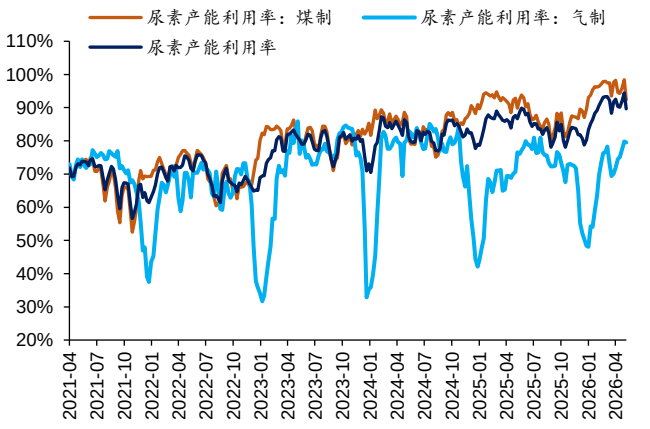
国内固定床、天然气工艺等高成本装置产量仍较高，低盈利能力或加快产能退出，有望支撑尿素价格企稳向上。尿素生产工艺可分为水煤浆、粉煤气化、固定床、天然气制等，其中固定床生产成本较高。据隆众资讯，19-20 年国内固定床尿素产量占比约 30%，21-25 年固定床产量占比逐年下降，25 年占比约 18%，规模仍较大。若固定床装置逐步退出，让出的供给缺口或致行业供应偏紧，支撑尿素价格企稳向上。此外，26 年 3 月以来天然气成本上升影响气制尿素开工率，据隆众资讯，26 年初至今国内气制企业开工率同比下滑较大，现有行业有效产能或进一步减少。

图表33：各尿素工艺的理论毛利水平



资料来源：隆众资讯，华泰研究

图表34：国内煤制/气制尿素开工率走势



资料来源：隆众资讯，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

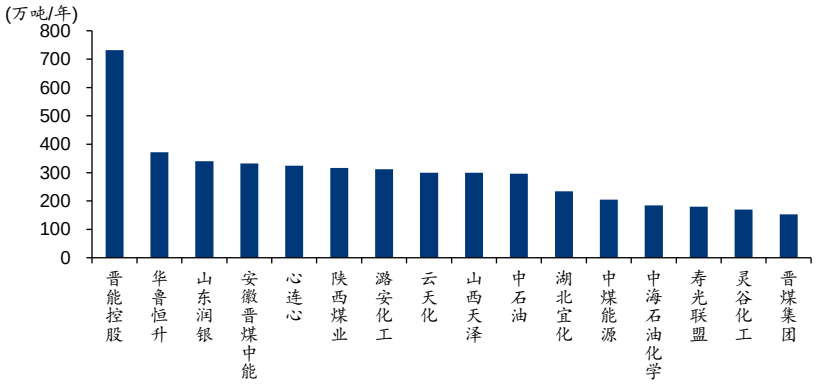
图表35：尿素供给侧改革政策汇总

时间	发布部门	文件	主要内容
2021-12	工信部	《“十四五”工业绿色发展规划》	严控尿素、磷铵、电石、烧碱、黄磷等行业新增产能，新建项目应实施产能等量或减量置换。
2022-03	山东省发改委	《关于“两高”项目管理有关事项的通知》	氮肥行业新项目按照鲁政办字[2021]57 号文件规定的产能替代比例执行
2022-03	工信部、发改委、生态环境部等	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	加强化肥生产要素保障，提高生产集中度和骨干企业产能利用率，确保化肥稳定供应。
2023-06	发改委等	《工业重点领域能效标杆水平和基准水平(2023 年版)》	在规定时限内将能效改造升级到基准水平以上，对于不能按期改造完毕的项目进行淘汰对本次增加的乙二醇，尿素…等 11 个领域，原则上应在 2026 年底前完成技术改造或淘汰退出。
2024-09	工信部	《工业重点行业领域设备更新和技术改造指南》	石化化工行业以炼化、煤化工、氯碱…等领域达到设计使用年限或实际投产运行超过 20 年的主体老旧装置为重点...加快更新改造老旧、低效、高风险设备.

资料来源：政府部门官网，华泰研究

尿素行业格局分散，大型装置门槛高。国内尿素产能集中度较低，据百川盈孚，25 年国内尿素 CR4 在 13-14%，CR8 为 23%左右，原因系我国历史上化肥供应的区域性较强。由于尿素生产需要合成气或天然气，运距较短，企业若无原料配套，也需依赖周边地区供应，因此大型尿素装置门槛较高，大多数分布于煤炭成本较低的山西、陕西、内蒙古、新疆等地。

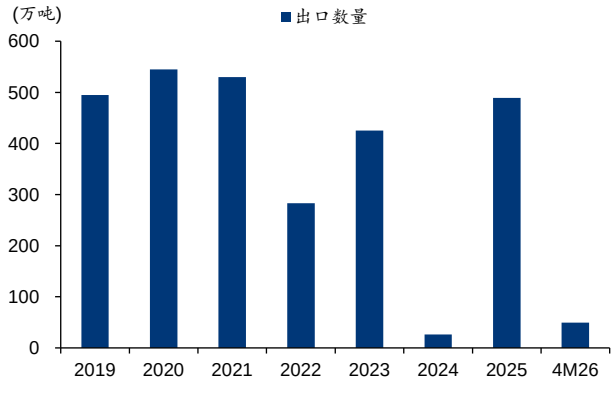
图表36：国内主要尿素生产企业及产能（统计截止 2025 年 12 月）



资料来源：隆众资讯，华泰研究

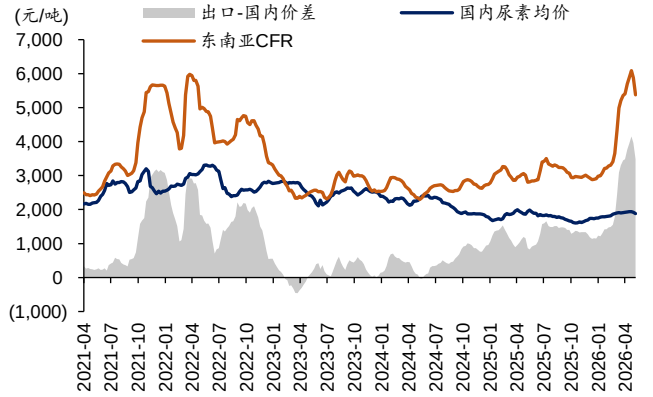
海外尿素价格高于国内，国内化肥保供下尿素价格弹性较小。为保证国内农肥供应量，24 年中国尿素出口实施严格法检：即控制出口数量，延长出口检查时间。20-23 年尿素出口量为每年 300-500 万吨，而 24 年尿素出口量仅有 26 万吨。行业供给增长较快叠加出口限制下，国内尿素价格低位运行。25 年尿素出口配额逐步修复至 489 万吨，出口配额主要按企业/贸易商年内保供、淡储水平分配。26 年 3 月美以伊冲突以来，海外天然气上涨且波斯湾尿素供应受限，当前国内外尿素价差在 3000-4000 元/吨，拥有尿素出口配额的企业有望获得增量利润。

图表37：国内尿素年度出口量变化



资料来源：海关总署，华泰研究

图表38：国内尿素均价-东南亚 CFR 价差



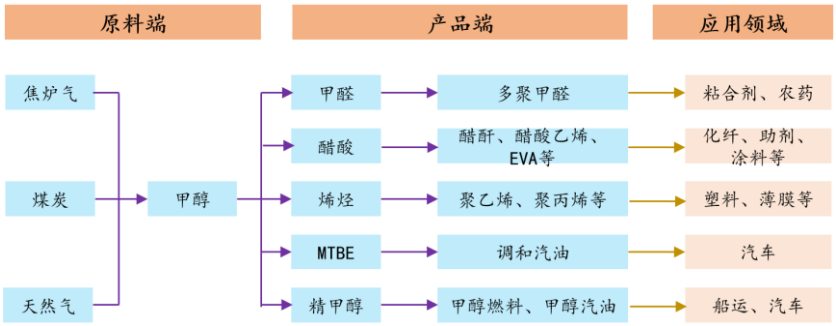
资料来源：Bloomberg，隆众资讯，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

甲醇：C1 产业链中间体，进口甲醇是国内重要的供应来源

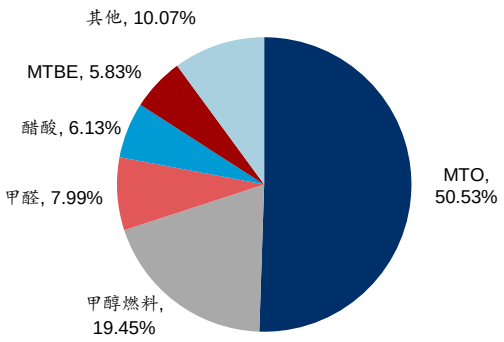
甲醇是 C1 产业链的中间体，MTO 扩产带动甲醇产量增长较明显。国内通过煤气化工艺生产合成气和甲醇作为 C1 产业链的起点。据隆众资讯，25 年甲醇下游消费结构中，MTO（甲醇制烯烃）占比 50.5%，其余包括甲醇燃料、甲醛、醋酸、MTBE 等。近年来，烯烃产能扩张较快，MTO 工艺在我国煤炭资源丰富的地区具有一定成本优势，MTO 产能扩张带动甲醇产能和产量增长较明显。据金联创和隆众资讯统计，2019-2025 年我国 MTO/甲醇产能年复合增速为 5.5%/3.6%。2021 年我国 MTO 产能接近 1700 万吨，而在 2025 年我国 MTO 产能超过 2000 万吨，带动甲醇产能利用率接近 95%。

图表39：甲醇产业链简图



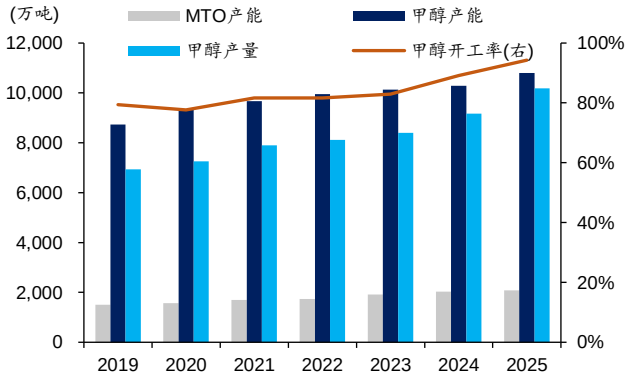
资料来源：百川盈孚，隆众资讯，华泰研究

图表40：2025 年甲醇下游消费结构



资料来源：隆众资讯，华泰研究

图表41：我国 MTO 产能及甲醇产能扩张情况

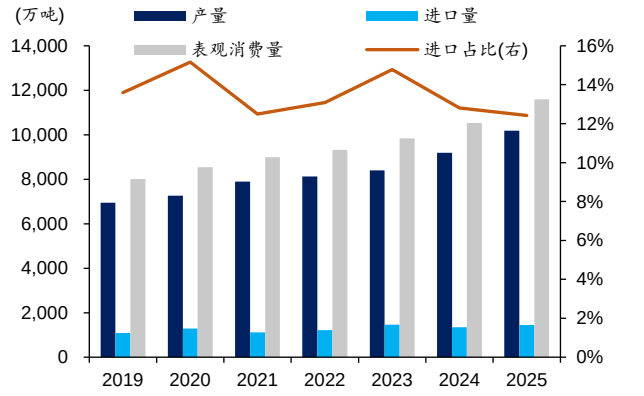


资料来源：金联创，隆众资讯，华泰研究

进口甲醇是我国甲醇的重要供应来源之一，主要来源为中东地区。国内多采用煤制甲醇，而海外天然气制甲醇成本较低，因此进口甲醇是我国甲醇重要的供应来源。据隆众资讯和海关总署统计，2019-2025 年进口甲醇量占每年表观消费量的 13-15%，每年有 1200-1400 万吨进口甲醇流入市场。其中，伊朗是我国港口甲醇的主要来源之一，因该国拥有天然气成本优势，直接运输或部分通过阿曼、阿联酋等国家转运进入我国。2025 年我国甲醇进口量约 1400 万吨，阿曼/阿联酋/沙特/伊朗的甲醇进口量为 299/268/329/82 万吨，中东地区甲醇供应量约占我国每年进口的 60%。

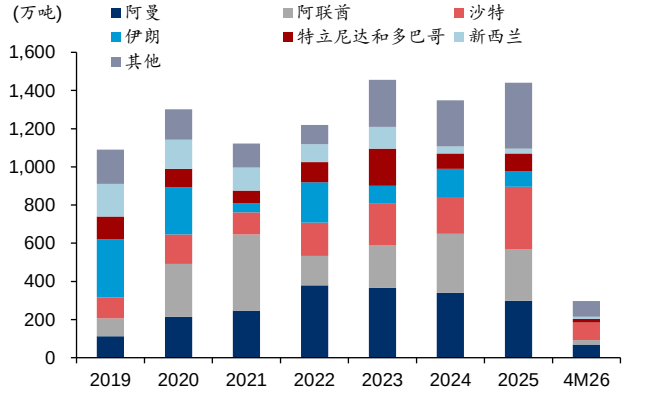
仅供内部参考，请勿外传！

图表42：甲醇表观消费量及进口量



资料来源：隆众资讯，海关总署，华泰研究

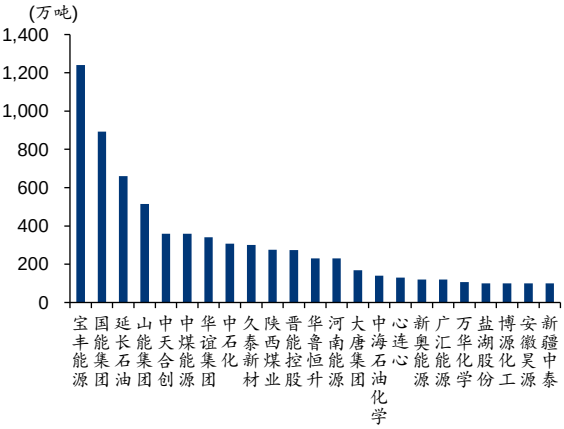
图表43：国内甲醇进口来源国



资料来源：海关总署，华泰研究

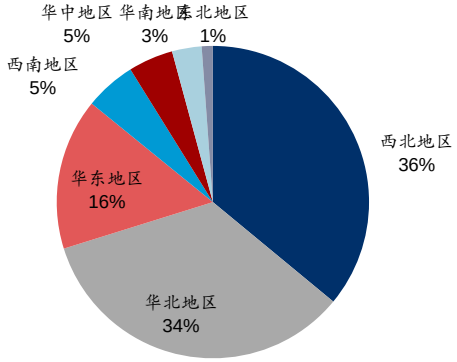
当前国内甲醇年产能超过 1 亿吨，大型装置多配套下游消纳，近年来 MTO 扩产支撑甲醇供需偏紧。据隆众资讯统计，2025 年国内甲醇生产企业超过 220 家，年产能约 10800 万吨，其中产能超过 100 万吨的企业有 23 家，包括宝丰能源、国能集团、延长石油、中天合创、中煤能源等。大型甲醇装置多配套下游消纳，如 MTO、甲醛、醋酸、MTBE 等产品。近年来 MTO 产能持续扩张，据隆众资讯统计，联泓新材料、中煤、国能、新疆中泰等企业均有 MTO 规划产能。由于进口甲醇主要来自伊朗、阿曼、阿联酋等西亚地区，受地缘冲突扰动，海外新产能投产进度延后，国内甲醇仍占主要供应地位。MTO 产能扩张或将带动甲醇供需逐步偏紧。

图表44：国内甲醇生产企业及年产能（统计截止 2025 年 12 月）



资料来源：隆众资讯，相关公司公告，华泰研究

图表45：国内甲醇产能分布（按区域，统计截止 2025 年 12 月）

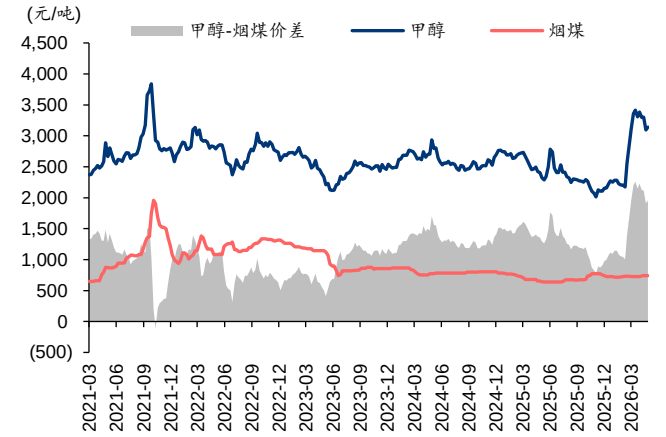


资料来源：隆众资讯，相关公司公告，华泰研究

26 年 3 月美以伊冲突影响伊朗甲醇出口，国内甲醇价差短期改善。国内甲醇的供需呈现一定的区域错配，煤制甲醇装置主要位于西北、华北的煤炭产地，受液体危化品运输限制，华东地区的甲醇原料更依赖进口甲醇。由于伊朗等中东地区甲醇供应量占国内进口 60%，26 年 3 月美以伊冲突致伊朗甲醇贸易量下滑，短期导致国内华东港口甲醇价格冲高。据隆众资讯，甲醇价格在 2600-2700 元/吨以上，内蒙、陕西等地的甲醇外运具备经济性，沿海进口甲醇短缺支撑国内甲醇开工率回升。若波斯湾周边甲醇贸易持续受阻，国内甲醇价差有望维持较好水平。

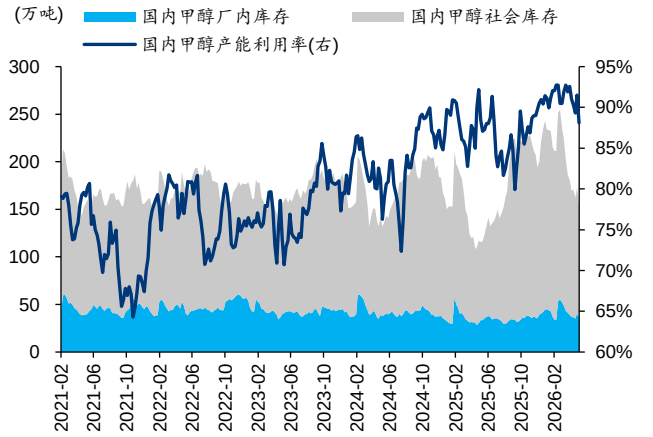
仅供内部参考，请勿外传！

图表46： 甲醇现货价格及价差



资料来源：隆众资讯，金联创，华泰研究

图表47： 国内甲醇开工率及库存

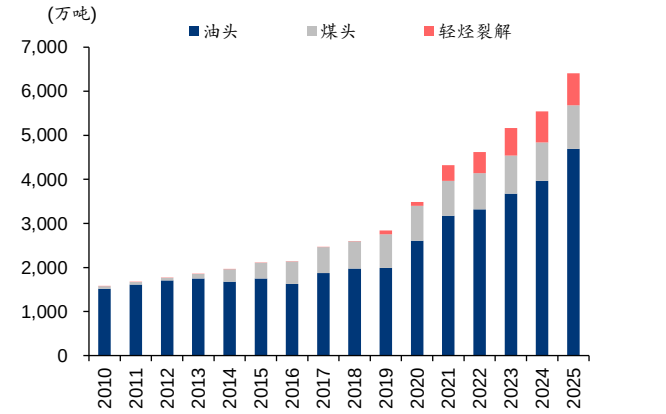


资料来源：隆众资讯，华泰研究

煤制烯烃：保障国内烯烃供应安全，盈利受益于油煤剪刀差

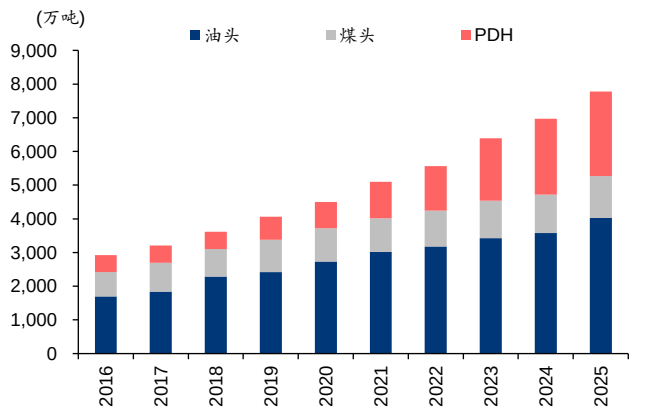
煤制烯烃已成为国内烯烃产能的重要组成部分，25 年末煤头工艺产能占比 16%。煤制烯烃主要工艺为煤气化生产甲醇，再通过甲醇生产乙烯/丙烯，技术上将甲醇制烯烃称为 MTO，其中还配套前端煤制甲醇的工艺称为 CTO。2010 年中国大连物化所 DMTO 技术规模化落地于神华包头 60 万吨/年煤制烯烃示范装置。此后 MTO 成为我国烯烃供应的重要组成部分，据隆众资讯，截至 25 年末国内煤制乙烯/丙烯产能达到 990/1240 万吨/年，占国内乙烯/丙烯产能 16%/16%，自 2016 年复合增速 7%/6%。

图表48： 国内乙烯产能结构（分工艺）



资料来源：隆众资讯，华泰研究

图表49： 国内丙烯产能结构（分工艺）



资料来源：隆众资讯，华泰研究

我们估算国内煤制烯烃在油价 70 美元/桶以上时，较石脑油路线具有成本竞争力。东亚烯烃定价主要取决于原油/石脑油，油价越高且煤价相对越低时，煤制烯烃盈利扩大。以内蒙/宁夏煤炭坑口价 400-500 元/吨为基准，当国际油价 40-50 美元/桶以上时，煤制烯烃有现金流盈利，当国际油价 70 美元/桶以上时，煤制烯烃有毛利。若选取新疆地区煤炭坑口价 100-150 元/吨时，煤制烯烃毛利盈亏点可低至 50 美元/桶。此外，煤制烯烃对原料成本较敏感，若采用华东地区煤价 700 元/吨（不含税，对应甲醇成本约 2300 元/吨），则 MTO 毛利盈亏点对应油价在 80-90 美元/桶。

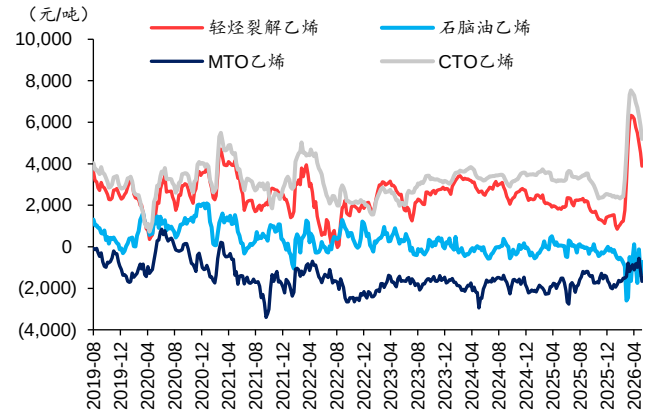
仅供内部参考，请勿外传！

图表50：石脑油路线烯烃全成本对应的煤炭/甲醇原料成本测算

布伦特油价	石脑油路线烯烃全成本（含料工费）	对应 MTO 甲醇价格	对应 CTO 煤炭价格	煤价对应的我国地区
美元/桶	不含税，元/吨	不含税，元/吨	不含税，元/吨	
30	3,042	670	-213	
40	3,858	967	-22	
50	4,651	1,255	164	新疆
60	5,467	1,552	356	
70	6,258	1,839	541	内蒙、宁夏等
80	7,076	2,137	733	
90	7,867	2,424	919	华东地区
100	8,685	2,722	1,111	
110	9,480	3,011	1,297	

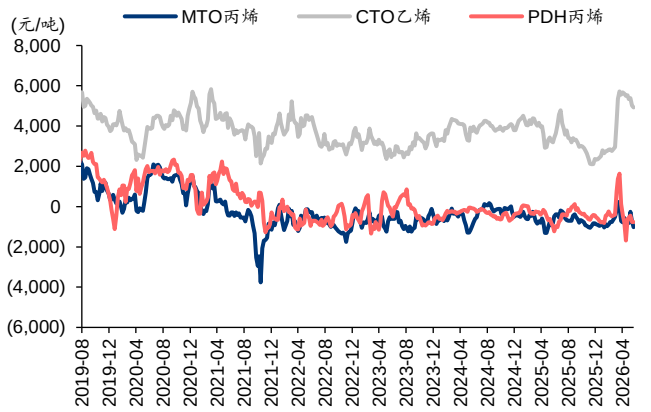
资料来源：《对我国乙烯原料路线多元化发展现状及趋势探讨》（赵文明，2018），华泰研究测算

图表51：国内乙烯理论毛利水平（分工艺）



资料来源：隆众资讯，华泰研究

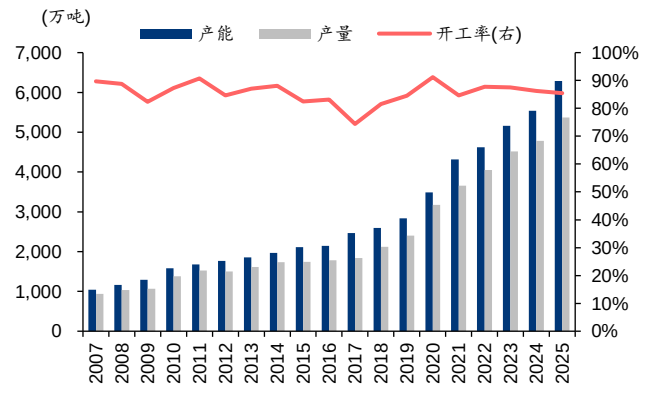
图表52：国内丙烯理论毛利水平（分工艺）



资料来源：隆众资讯，华泰研究

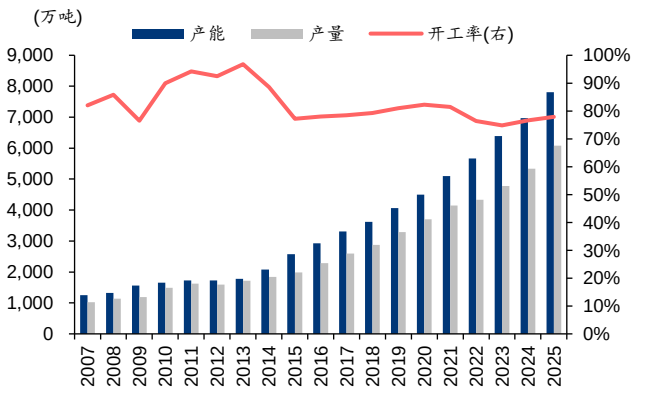
伴随全球烯烃供应链风险或上升，煤制烯烃战略地位有望提高。乙烯方面，21 年之前国内乙烯产能多集中于中石油与中石化体系，叠加中东/美国具备原料优势，长期以来 C2 制品大量依赖进口。19 年后国内民营炼化、煤制烯烃进入扩产周期，助力我国 25 年 C2 自给率达 75%，但目前聚乙烯、乙二醇等仍有进口需求。丙烯方面，国内 PDH（丙烷脱氢）产能在 15 年和 21 年快速扩张，截至 25 年我国 C3 自给率接近 98%，其中 PDH 的丙烷原料多数来自中东。26 年 3 月美以伊冲突导致中东石脑油、丙烷、聚烯烃等产品外运量下降，伴随全球烯烃供应链风险或上升，煤制烯烃作为我国从原料到下游均自主可控的工艺路线，景气度和战略地位有望提升。

图表53：国内乙烯产能、产量



资料来源：隆众资讯，华泰研究

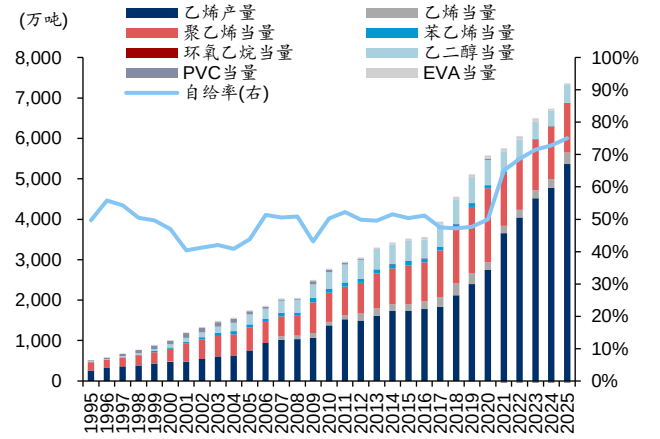
图表54：国内丙烯产能、产量



资料来源：隆众资讯，华泰研究

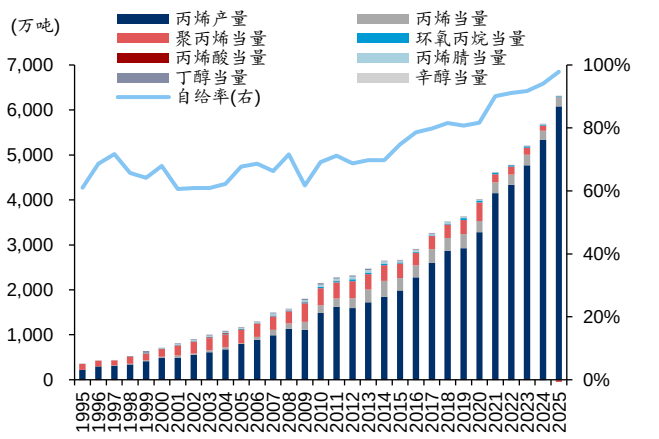
仅供内部参考，请勿外传！

图表55： 国内乙烯及乙烯产品消费量（折乙烯当量）



资料来源：海关总署，隆众资讯，华泰研究

图表56： 国内丙烯及丙烯产品消费量（折丙烯当量）

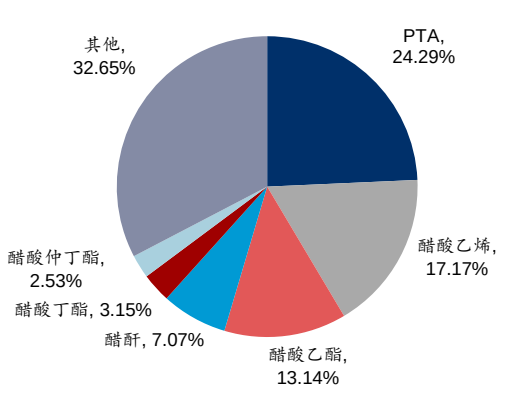


资料来源：海关总署，隆众资讯，华泰研究

醋酸：供应宽松预期下，配套煤制甲醇企业有望保持盈利韧性

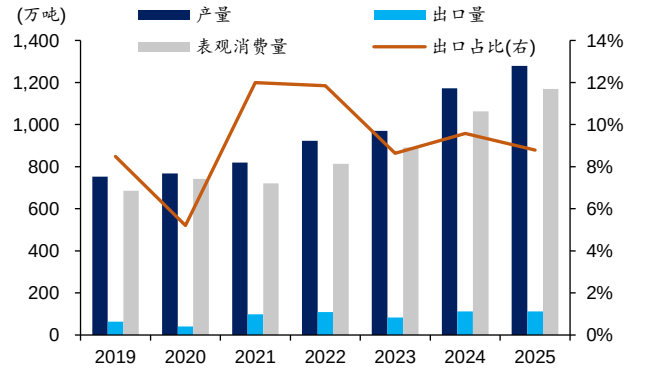
醋酸是重要化工品，PTA、醋酸乙烯是醋酸的重要下游，下游增长带动醋酸产量增长显著。据隆众资讯，25 年醋酸下游消费结构中，PTA/醋酸乙烯/醋酸乙酯占比为 24%/17%/13%，其余下游还包括醋酐、醋酸丁酯、氯乙酸等。醋酸产量自 21 年来增长显著，20-25 年 CAGR 约 8.8%，主要受下游化纤产业/光伏产业扩张带动的 PTA、醋酸乙烯产量增长。此外，21 年后我国醋酸出口量占国内产量比例在 10%以上，其中主要出口国为印度，占出口量 50%以上。印度在化纤、纺织领域的增长带动其醋酸需求快速增加。

图表57： 2025 年醋酸下游消费结构



资料来源：隆众资讯，华泰研究

图表58： 醋酸产量和消费量变化

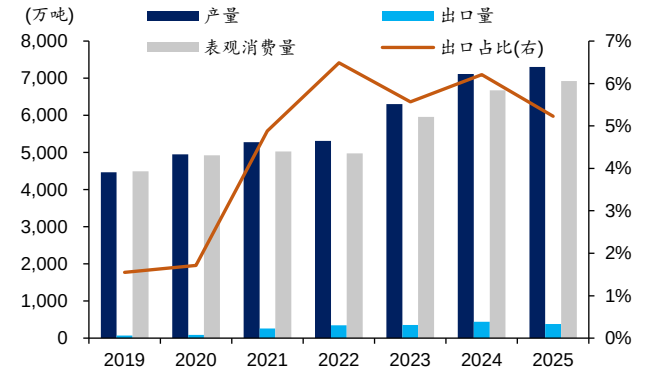


资料来源：海关总署，隆众资讯，华泰研究

下游 PTA、醋酸乙烯扩产支撑醋酸产量增长，24 年来行业产能增速较快。作为醋酸的重要下游，21 年以来 PTA、醋酸乙烯进入扩产节奏，其中 PTA 出口量已逐步提升，开始稳步供应海外，醋酸乙烯进口比例大幅下降。据隆众资讯，25 年醋酸产能/产量 1550/1279 万吨，同比+28%/+9%，由于 25 年扩产较快，醋酸开工率下滑至 83%。国内头部醋酸企业包括华谊集团、华鲁恒升、建滔化工、江苏索普等，CR5 约 50%，且行业未来规划产能较多，主要集中于内蒙、新疆等煤炭产地。

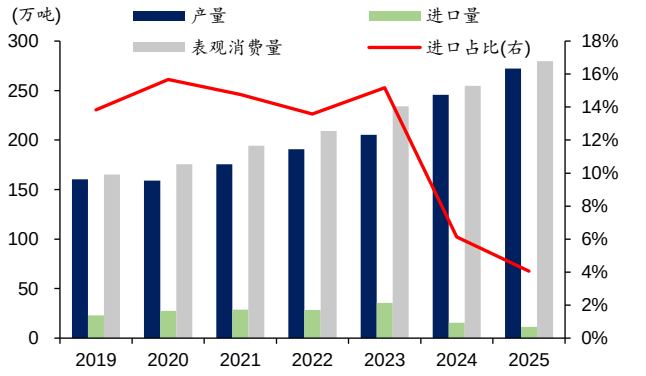
仅供内部参考，请勿外传！

图表59：PTA 产量和消费量变化



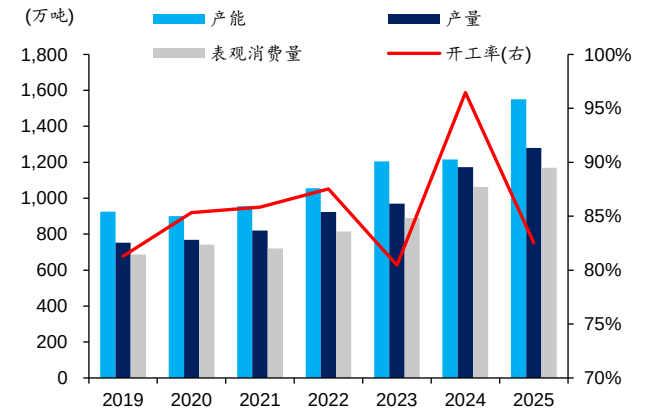
资料来源：海关总署，隆众资讯，华泰研究

图表60：醋酸乙烯产量和消费量变化



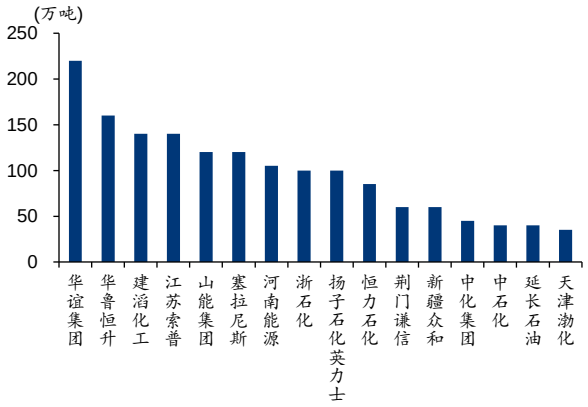
资料来源：海关总署，隆众资讯，华泰研究

图表61：醋酸产能和产量变化



资料来源：百川盈孚，隆众资讯，华泰研究

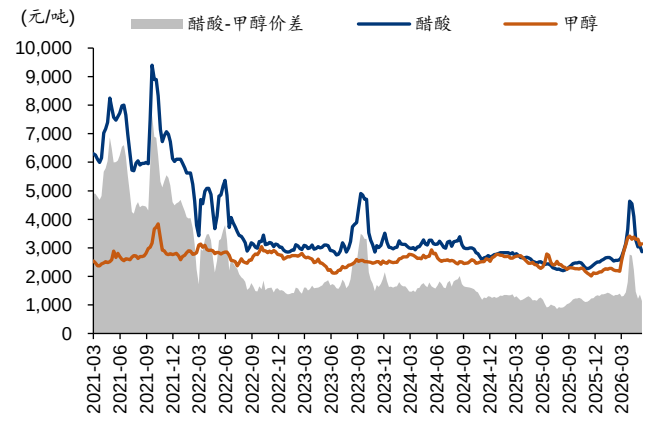
图表62：国内醋酸生产企业及年产能（统计截至 2025 年 12 月）



资料来源：隆众资讯，相关公开信息及环评文件，华泰研究

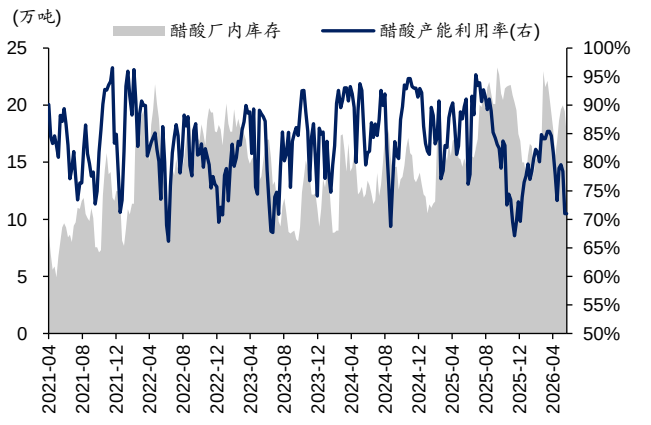
醋酸供应宽松预期下，配套煤制甲醇企业盈利韧性较强。24H2 因行业内大型装置投产导致醋酸价差显著收窄，且 25 年 20%的产能增速进一步加剧供应宽松局面。由于国内甲醇价格受伊朗进口影响较大，中东地缘冲突反复或导致甲醇价格高位波动，国内煤制甲醇成本较港口甲醇价格优势较显著。国内大型醋酸企业华鲁恒升、江苏索普、华谊集团等均有煤制甲醇配套。若中期而言国内醋酸价格紧贴外购甲醇成本线，以甲醇-醋酸单耗 0.5 计算，配套煤制甲醇的醋酸吨利润或增厚 200-400 元/吨，拥有甲醇配套的企业有望保持盈利韧性。

图表63：醋酸价格及醋酸-甲醇价差



资料来源：隆众资讯，华泰研究

图表64：醋酸开工率及库存



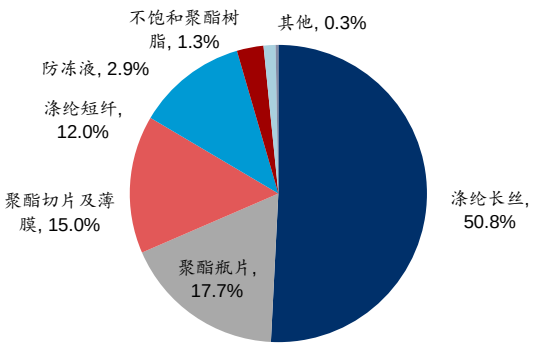
资料来源：隆众资讯，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

煤制乙二醇：过往盈利能力偏弱，未来进口替代空间较大

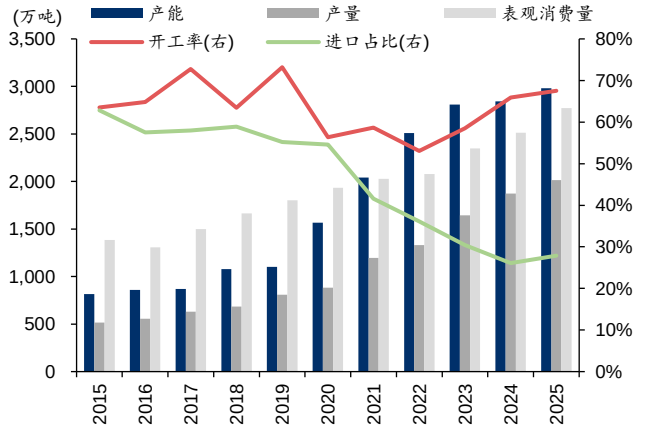
乙二醇超过 95%用于聚酯领域，下游扩产带动需求增长。2025 年乙二醇需求结构中超过 95%用于聚酯领域，主要为涤纶长丝（51%）、聚酯瓶片（18%），其余需求还包含防冻液（3%）等。受 20-21 年下游聚酯扩产带动，国内乙二醇产能增速较快，据隆众资讯，2025 年国内乙二醇产能/产量为 2980/2010 万吨，自 2020 年 CAGR 为 11%/15%。下游涤纶长丝及纺织终端产品、聚酯瓶片等出口规模逐年增加，我们认为聚酯领域的内外需增加将带动国内乙二醇需求持续增长。

图表65：2025 年乙二醇下游需求结构



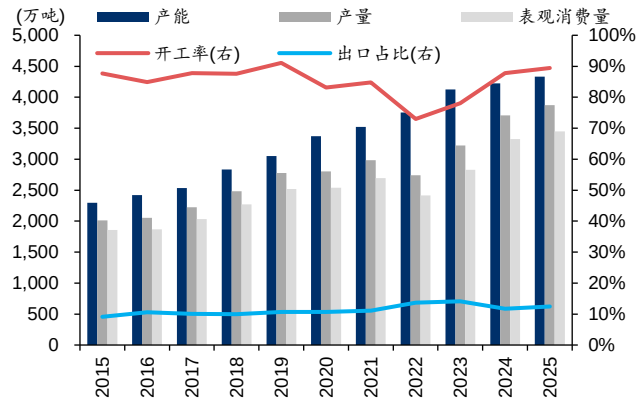
资料来源：隆众资讯，华泰研究

图表66：乙二醇产能、产量情况



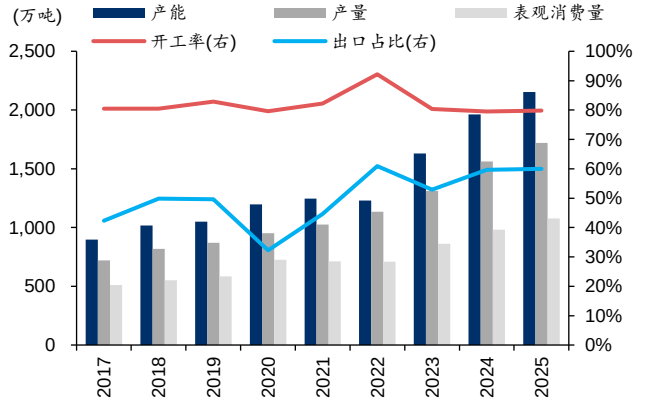
资料来源：隆众资讯，海关总署，华泰研究

图表67：涤纶长丝产能、产量情况



资料来源：隆众资讯，海关总署，华泰研究

图表68：聚酯瓶片产能、产量情况

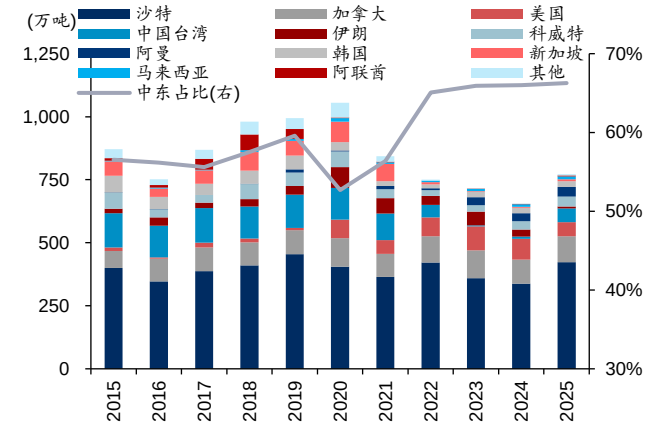


资料来源：隆众资讯，海关总署，华泰研究

中国乙二醇对外依存度约 30%，中东凭借乙烯成本优势成为主要进口来源地。尽管国内乙二醇产能扩张较快，中东、北美等地凭借乙烯成本优势，对中国出口乙二醇规模仍较大。据隆众资讯，25 年国内乙二醇表观消费量 2770 万吨，进口占比由 20 年 55%下降至 25 年接近 30%，对外依存度仍较大。其中，沙特、科威特等中东地区的进口来源占比在 66%，相当于国内近 20%乙二醇供应受中东影响，中东地缘冲突反复或导致乙二醇价格波动较大。

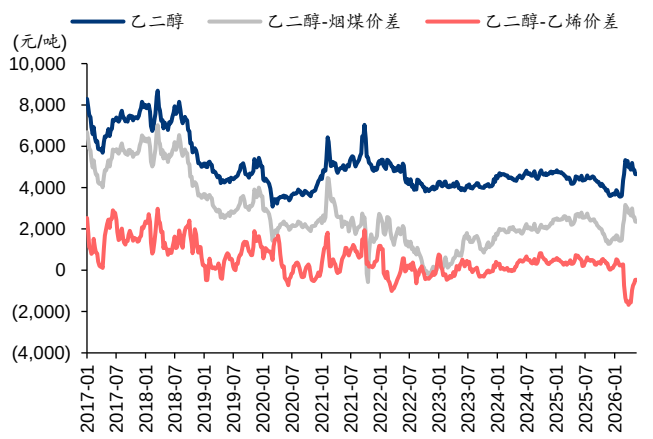
仅供内部参考，请勿外传！

图表69：中国乙二醇进口来源国



资料来源：隆众资讯，海关总署，华泰研究

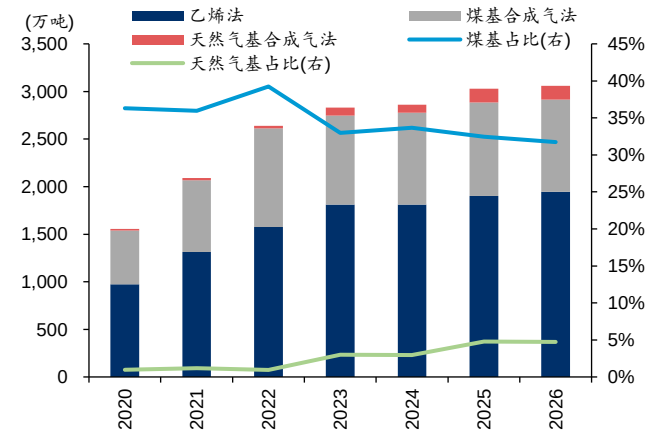
图表70：乙二醇价格及价差走势



资料来源：百川盈孚，隆众资讯，华泰研究

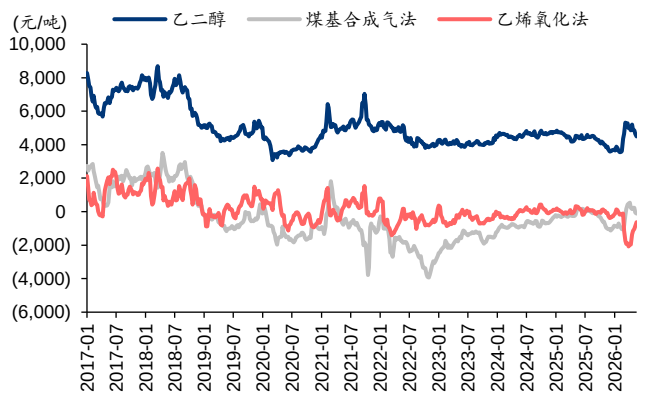
华东乙烯成本不占优致乙二醇盈利空间较小，中西部煤制工艺盈利亦长期承压。乙二醇生产工艺包括乙烯氧化法、煤基合成气法、天然气基合成气法。当前国内 60%以上的产能为乙烯法，行业长期受进口冲击、国内乙烯成本不占优等因素影响，国内乙二醇开工率不足 70%，理论盈利较低。对煤制工艺而言，国内中西部煤炭产区的乙二醇距离华东聚酯需求端较远，叠加运费成本高，煤制乙二醇理论盈利水平自 21 年后持续承压。据我们测算，国内乙烯价格 5000 元/吨时，对应乙烯氧化法 MEG 成本约 3400 元，对应煤基法煤价 345 元/吨。26 年 3 月美以伊冲突致中东供应收缩，国内乙烯价格 8000 元/吨时对应 MEG 成本 5200 元/吨，对应煤基法煤价 966 元/吨。中东扰动下煤制乙二醇价差有所改善。

图表71：乙二醇产能结构（分工艺）



资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表72：不同工艺的乙二醇理论毛利水平



资料来源：百川盈孚，隆众资讯，华泰研究

图表73：乙烯法乙二醇全成本对应的煤炭原料成本测算

国内乙烯价格	乙烯氧化法 MEG 全成本（含料工费）	对应煤基法煤炭价格
不含税，元/吨	不含税，元/吨	不含税，元/吨
4,000	2,800	138
4,500	3,100	241
5,000	3,400	345
5,500	3,700	448
6,000	4,000	552
6,500	4,300	655
7,000	4,600	759
7,500	4,900	862
8,000	5,200	966
8,500	5,500	1,069
9,000	5,800	1,172

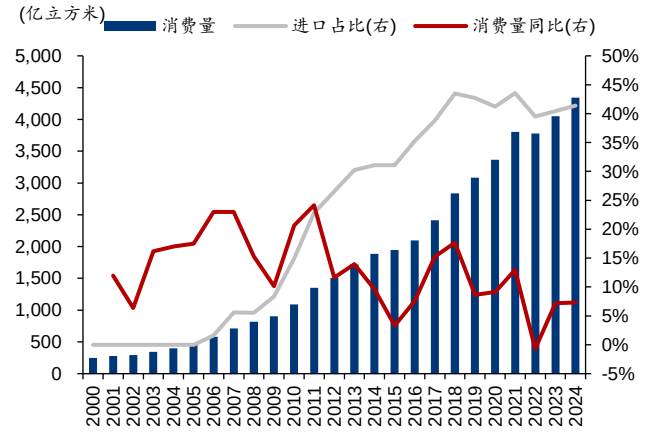
资料来源：隆众资讯，金联创，华泰研究测算

仅供内部参考，请勿外传！

煤制气：能源安全地位突出，新疆地区煤制气或具备经济性

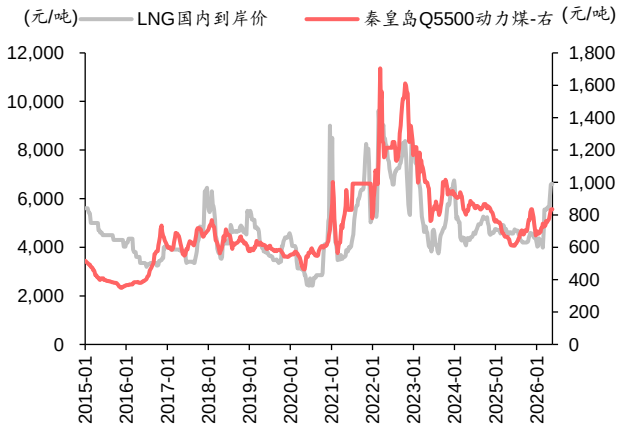
中国天然气消费量迅速增长，对外依存度仍较高。伴随国内城镇化进程推进、管网建设加快、“煤改气”政策实施等背景下，据 BP 统计，中国天然气消费量自 2015 年后迅速增长，2024 年消费量达 4344 亿方，自 2015 年 CAGR 为 8.4%。同时由于国内油气资源优势偏弱，进口天然气规模亦快速增长，17-24 年国内天然气对外依存度始终维持在 40%左右。

图表74： 中国天然气消费量及对外依存度



资料来源：BP，海关总署，华泰研究

图表75： 国内煤价与 LNG 到岸价走势



资料来源：Bloomberg，百川盈孚，华泰研究

煤制燃料的战略地位已得到重视，25 年末在产/已批复煤制气产能达 75/60 亿方/年。在国家发改委 23 年发布的《关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》中，鼓励通过指标置换的方式建设煤制燃料（含煤制油和煤制气）产能。截至 25 年末，国内在产煤制气产能近 75 亿方，主要位于内蒙古/新疆等煤炭产区，已获批复的煤制气产能 60 亿方，均位于新疆准东。此外，规划中的煤制气产能超过 220 亿方，包括华能、中煤、其亚等企业项目。在国内富煤少油少气背景下，煤制油气的战略地位已得到政策端支持。

图表76： 国内现有煤制天然气项目（统计截至：2025-12）

项目	产能（亿立方米）	投产时间	投资额（亿元）
内蒙古大唐克旗煤制天然气项目	13.3	2013-12	141.8
内蒙古汇能煤制天然气项目	4	2014-10	70
新疆庆华煤制天然气项目	13.75	2013-12	264.4
新疆伊犁浙能新天煤制天然气项目	20	2017-03	176
内蒙古汇能煤制天然气二期项目	10.4	2021-07	45
内蒙古大唐克旗煤制天然气二期项目	13.3	2023-10	115.3

资料来源：国家发改委，当地生态环境局，各公司官网，华泰研究

图表77： 国内规划煤制天然气项目（统计截至：2025-12）

项目	公司	地点	产能（亿立方米）	投资额（亿元）	计划投产时间	状态
准东 20 亿立方米/年煤制天然气项目	国能新疆煤制气有限公司	新疆准东	20	168	2027 年	建设中
准东 20 亿 Nm3/年煤制天然气项目	新疆天池能源有限责任公司	新疆准东	20	170	2027 年	建设中
准东 20 亿立方米/年煤制天然气项目	新疆新业国有资产经营(集团)有限责任公司	新疆准东	20	155	2027 年	环评批复
煤制天然气二期项目	新疆庆华能源集团有限公司	新疆伊犁	40	194		环评招标中
40 亿 Nm3/a(一期 20 亿 Nm3/a)煤制天然气项目	中国华能集团公司新疆准东公司	新疆准东	20	两期合计 260		可研中
条湖煤炭清洁高效转化多能融合综合示范项目	中煤集团新疆能源有限公司	新疆哈密	40	320		可研中
年产 60 亿立方米煤制天然气项目一期工程	新疆其亚化工有限公司	新疆准东	20	160		环评公示
40 亿立方米/年煤制天然气项目	新疆中新建煤炭产业有限公司	兵团第十三师	40	300		环评公示
40 亿立方米/年煤制天然气项目	内蒙古华星新能源有限公司	内蒙古鄂尔多斯	40	229		土地供应
40 亿立方米煤制天然气项目	神华煤制油化工有限公司	内蒙古鄂尔多斯	40	233		技术方案咨询

资料来源：国家发改委，当地生态环境局，各公司官网，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

煤制气经济性主要取决于煤炭成本，我们认为煤价在 200 元/吨以下煤制气具有较强竞争力。我们依据水煤浆/粉煤气化工艺的煤制气项目公开信息，测算在煤价 100/150/200 元/吨时，出厂现金流成本约 0.57/0.71/0.85 元/Nm3，含折旧的出厂全成本为 0.99/1.13/1.27 元/Nm3。结合中国石油在新疆当地的天然气成本约 0.9-1 元/Nm3，煤制气在当地消纳的竞争力偏弱。若测算新疆煤制气管输至华东区域消纳，则含运输费的现金流成本约 1.27/1.41/1.55 元/Nm3，全成本为 1.69/1.83/1.97 元/Nm3。结合安徽、河南、江苏等地区 1.8-1.9 元/Nm3 天然气价格，新疆煤制气在华东地区的竞争力较强。若进口 LNG 价格持续偏强运行，则国内煤制气竞争力将进一步凸显。

图表78：新疆准东地区煤制天然气项目成本测算

煤炭价格	原料煤+燃料煤单耗	电耗	水耗	人工及损耗	现金流成本	管网费	现金流成本	折旧摊销	全成本
不含税，元/吨	kg	度	kg	元	出厂成本，元/Nm3	新疆到江苏，元/Nm3	含管网费，元/Nm3	元	含管网费，元/Nm3
100	2.8	0.2	5	0.2	0.568	0.7	1.268	0.425	1.693
150	2.8	0.2	5	0.2	0.708	0.7	1.408	0.425	1.833
200	2.8	0.2	5	0.2	0.848	0.7	1.548	0.425	1.973
250	2.8	0.2	5	0.2	0.988	0.7	1.688	0.425	2.113
300	2.8	0.2	5	0.2	1.128	0.7	1.828	0.425	2.253
350	2.8	0.2	5	0.2	1.268	0.7	1.968	0.425	2.393
400	2.8	0.2	5	0.2	1.408	0.7	2.108	0.425	2.533
450	2.8	0.2	5	0.2	1.548	0.7	2.248	0.425	2.673
500	2.8	0.2	5	0.2	1.688	0.7	2.388	0.425	2.813

注：成本计算均不含增值税

资料来源：《新疆天池能源准东 20 亿 Nm3/年煤制天然气项目环评》，隆众资讯，百川盈孚，华泰研究测算

图表79：我国天然气主干管网规划图



资料来源：国家发改委，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

先进煤化工以能源安全、高附加值、绿色低碳为发展方向

煤制油：历史盈利能力偏弱，投资成本下降有望加快新产能落地

出于经济性原因，我国煤制油产能自 2018 年后增长放缓。煤制油/煤液化技术是将固体煤炭转变为液体燃料（汽油、柴油、航空煤油等）的工艺。在国内“富煤少油”结合能源安全的背景下，09-10 年国内开始小规模投产 50 万吨煤制油产能。在 17-18 年间，国内建成运营约 1000 万吨煤制油装置，此后再无新增产能。由于我国新疆以外地区的低价煤较少，国际油价大幅波动，以及成品油税费问题存在不确定性等，18 年至今国内煤制油投资放缓。

图表80：国内现有煤制油项目（统计截至：2025-12）

项目	煤液化产能（万吨）	投产时间	投资额（亿元）
内蒙古伊泰鄂尔多斯煤间接液化项目	16	2009-03	
山西潞安煤间接液化项目	16	2009-07	
神华年产 18 万吨煤间接液化示范工程	18	2009-12	170
神华鄂尔多斯煤直接液化项目	108	2012-03	426
陕西延长石油煤油共炼项目	45	2015-01	18
兖矿陕西未来能源煤间接液化项目	100	2015-08	164
神华宁煤煤炭间接液化示范项目	400	2016-12	550
内蒙古伊泰杭锦旗精细化学品项目	120	2017-07	168
山西潞安高硫煤综合利用间接液化项目	180	2017-12	237

资料来源：国家发改委，当地生态环境局，各公司官网，华泰研究

煤制油受政策支持，国内煤化工用水、采矿成本等优势扩大助力煤制油新产能落地。国家发改委 23 年对煤制燃料（含煤制油和煤制气）做出指导，鼓励通过指标置换的方式建设煤制燃料产能。近年来新疆、内蒙等地新增煤矿较多，且受益于当地降水增加支撑用水指标宽松，煤化工生产成本优势巩固。截至 25 年 12 月，国内至少有 3 套煤制油在建产能，位于新疆和陕西榆林，在建煤制油产能 700 万吨。据我们的不完全统计，规划中的煤制油产能为 456 万吨。我们认为国家对能源安全的重视只增不减，在海外能源供应存在不确定性的情况下，国内煤制油新产能有望加快落地。

图表81：国内规划煤制天然气项目（不完全统计，时间截至：2025-12）

项目	公司	地点	煤液化产能（万吨）	投资额（亿元）	计划投产时间	状态
哈密能源集成创新基地项目(一阶段煤制油工程)	国家能源集团新疆哈密能源化工有限公司	新疆哈密	400	900	2027 年	建设中
100 万吨/年煤制油示范项目	伊泰伊犁能源有限公司	新疆伊犁	100	210	2028 年	建设中
神华榆林循环经济煤炭综合利用项目	中国神华煤制油化工有限公司	陕西榆林	200	798	2028 年	建设中
榆林煤制清洁燃料升级示范项目	陕西延长榆能清洁能源有限公司	陕西榆林	240	529		设计签约
国家能源投资集团有限责任公司煤直接液化升级示范项目	国家能源集团鄂尔多斯能源化工有限公司	内蒙古鄂尔多斯	216	368		环评招标中

资料来源：国家发改委，当地生态环境局，各公司官网，华泰研究

煤制油项目投资规模较大，成本对煤价、折旧费用敏感。依据我国在产/在建的规模化煤制油项目公开信息，以煤炭原料生产 1 吨柴油为例，我们测算在煤价 200/250/300 元/吨时，含运输费、消费税的现金流成本为 4470/4700/4930 元/吨，含折旧的全成本为 5595/5825/6055 元/吨。由于煤液化的装置投资规模较大，折旧费用亦对成本有较大影响。我们测算在单吨煤液化投资额 2/2.5/3 万元/吨时，含运输费、消费税的现金流成本为 4880/4980/5080 元/吨，含折旧的全成本为 5880/6230/6580 元/吨。若海外能源供应不稳定致国内油价高位波动，叠加煤制油技术迭代助力项目投资规模下降，煤制油竞争力有望凸显。

仅供内部参考，请勿外传！

图表82：不同煤价和投资额下煤制柴油成本测算

单吨投资额（万元/吨）	煤炭价格（元/吨，不含税）								
	100	150	200	250	300	350	400	450	500
1.8	4,820	5,050	5,280	5,510	5,740	5,970	6,200	6,430	6,660
2	4,960	5,190	5,420	5,650	5,880	6,110	6,340	6,570	6,800
2.1	5,030	5,260	5,490	5,720	5,950	6,180	6,410	6,640	6,870
2.25	5,135	5,365	5,595	5,825	6,055	6,285	6,515	6,745	6,975
2.3	5,170	5,400	5,630	5,860	6,090	6,320	6,550	6,780	7,010
2.5	5,310	5,540	5,770	6,000	6,230	6,460	6,690	6,920	7,150
2.7	5,450	5,680	5,910	6,140	6,370	6,600	6,830	7,060	7,290
3	5,660	5,890	6,120	6,350	6,580	6,810	7,040	7,270	7,500

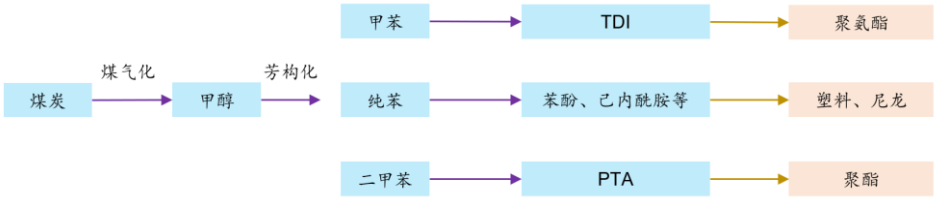
注：主要假设包括煤炭单耗 4.6 吨/吨，财务费用=单吨折旧*0.4，运输费 500 元/吨，柴油消费税 1400 元/吨等。

资料来源：《伊泰伊犁能源有限公司 100 万吨/年煤制油示范项目环评》，隆众资讯，华泰研究测算

煤制芳烃：仍处于规模化落地前的探索阶段

因芳烃收率和选择性等问题，MTA 技术尚未大规模落地。苯、甲苯等部分芳烃产品可以从煤焦油中分离出来，焦化苯作为有经济效益的焦化副产物，是广义上的“煤制芳烃”技术，但焦化的目的并不是获取芳烃。以芳烃为主目标产物的煤化工技术称为 MTA（甲醇制芳烃），流程为煤-合成气-甲醇-芳烃。当前国内外 MTA 技术主要有 SABIC 的甲醇芳构化、清华大学流化床 FMTA 技术、山西煤化所固定床 MTA 技术，均处于规模化前的探索阶段，面临的问题有催化剂选择性、芳烃收率等。

图表83：甲醇制芳烃 MTA 产业链简图



资料来源：百川盈孚，隆众资讯，华泰研究

国内已有万吨级 MTA 项目处于工业化试验阶段。据我们的不完全统计，国内于 14-15 年投产小规模煤制芳烃产能，但主要工艺为甲醇参与苯/甲苯/二甲苯实现三种主要芳烃产品的转化，狭义上的 MTA 项目并未投产。陕西华电榆横煤制芳烃示范项目采用清华大学流化床 FMTA 技术，已完成 3 万吨的工业化试验，但目前建设进度偏慢。

图表84：国内规划煤制芳烃项目汇总（不完全统计，截至 2025 年 12 月）

项目	地点	芳烃产能（万吨）	投资额（亿元）	状态
新疆中基石油化工年产 4 万吨甲醇制芳烃项目	新疆米东	4	0.5	2015 年投产
内蒙古庆华集团 10 万吨甲醇制芳烃项	内蒙古阿拉善盟	8.5	1.7	改建为甲胺项目
新疆新业能源化工 10 万吨/年甲醇制混合芳烃项目	新疆五家渠	10	3.7	建设延后
陕西华电榆横煤制芳烃示范项目	陕西榆林	120	331	建设延后

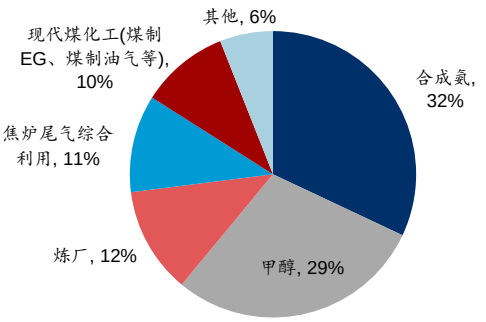
资料来源：各项目环评报告，华泰研究

绿氢耦合：国内外减碳政策加速绿氢使用场景落地

氢气是煤化工的重要原料，其中氨和甲醇是主要的消纳氢气产品。24 年国内氢气产量超过 3600 万吨，其中 60%以上为煤制氢，包括煤气化、煤焦化等，约 20%来源于天然气制氢，电解水等可再生制氢（绿氢）比例仅占 1%左右。氢气消纳方面，氢作为煤化工的重要原料，在国内超过 60%的氢被生产为合成氨、甲醇，进而被生产为烯烃、尿素等终端产品。绿氢替代化石能源制氢的理论空间较大。

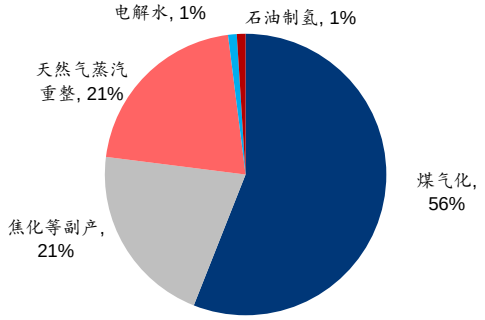
仅供内部参考，请勿外传！

图表85：2024 年国内氢气下游需求结构



资料来源：IEA，华泰研究

图表86：2024 年国内氢气来源



资料来源：IEA，华泰研究

海外碳足迹监管趋严和国内“碳排双控”政策或加速绿氢使用场景落地。近年来全球范围内以欧盟为代表的多个国家/地区对工业生产环保减排提出了要求，其中欧盟碳排放体系（EU-ETS）和碳边境税（CBAM）是最严格的碳排监管政策，要求在 27-30 年前后，所有于欧盟境内的生产企业、进入欧盟的产品均需对碳排放进行申报，并交纳费用获得证书。我国亦提出减排政策，2026 年全国两会的政府工作报告中，计划在 26/27 年分别实现碳排核算基础建设和重点行业碳排机制初步运行，并在 2030 年实现碳达峰目标。国内外密集的环保减排政策，督促传统煤化工等高碳排行业转型，有望加速煤化工+绿氢使用场景落地。

图表87：国内外主要环保减排政策整理

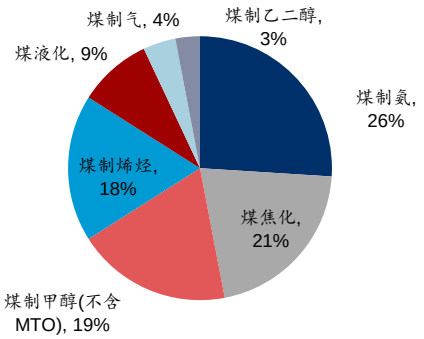
机构/法规	主要内容
IMO《净零框架》	计算燃料温室气体强度(GFI)。船运甲醇燃料需满足如下 GFI 值：2028 年降低 17%至 77.439 gCO2eq/MJ，2035 年降低 43%至 53.181 gCO2eq/MJ(直接合规目标)。若 GFI 高于直接合规目标但低于基本合规目标，需按 100 美元/吨购买一级补救单位(RU)；若高于基本合规目标，需按 380 美元/吨购买二级补救单位。
欧盟碳排放体系 EU-ETS	EU ETS 的总量控制以排放配额形式体现，每份配额授予排放一吨二氧化碳当量的权利。配额通过拍卖方式出售并可进行交易。随着总量控制收紧，欧盟碳市场的配额供应量相应减少。配额主要通过拍卖方式出售，但企业也可获得部分免费配额。企业还可根据需求相互交易配额。若设施或运营商减少排放，企业可选择出售剩余配额和/或留存供未来使用。在该体系下，企业必须每年监测并报告其排放量，并上缴足额配额以完全覆盖其年度排放。
欧盟碳边境税 CBAM	2019 年底首次提出，通过政策手段减少全球碳排放，同时确保欧盟内部产业的竞争力，防止“碳泄漏”（即企业为规避高碳成本将生产转移至气候政策宽松的国家）。23-25 年处于过渡期（提交隐含碳排放数据，但无需购买 CBAM 证书）；26 年进入实施期（欧盟进口商需购买 CBAM 证书以覆盖进口产品的隐含碳排放）；28 年后扩围，将 CBAM 覆盖范围扩大至约 180 种钢铁和铝密集型下游产品，以应对碳泄漏风险。
中国碳交易市场	由强制碳市场和自愿碳市场组成。强制碳市场覆盖发电、钢铁、水泥、铝冶炼等行业，通过配额分配、交易和清缴机制，强制重点排放单位减排；自愿碳市场鼓励全社会参与，通过核证自愿减排量（CCER）交易，实现碳抵消。二者通过配额清缴抵销机制衔接，共同推动碳减排目标实现。
“十五五”碳排双控规划	2026 年完成碳排放核算基础建设，2027 年实现重点行业和区域的碳排双控机制初步运行，2030 年实现碳排双控机制成熟运行。若 2027 年高能耗企业未建立减碳路径，或面临项目审批受限、融资成本上升等风险。完成碳排双控考核的企业获得设备更新贷款贴息、优先用能权等政策红利。国务院明确重点行业为电力、钢铁、有色金属、建材（水泥、玻璃等）、石化、化工等工业行业；重点产品为电力、燃油、钢铁、电解铝、水泥、化肥、氢、石灰、玻璃、乙烯、合成氨、电石、甲醇、煤化工、动力电池、光伏、新能源汽车、电子电器等。
2030 中国碳达峰行动	能源绿色低碳转型、节能降碳增效、工业领域碳达峰、城乡建设碳达峰、交通运输绿色低碳、循环经济助力降碳、绿色低碳科技创新、碳汇能力巩固提升、绿色低碳全民行动及各地区梯次有序碳达峰，旨在通过多领域协同推进，实现 2030 年前碳达峰目标。

资料来源：EUR-Lex，IMO，国家发改委，华泰研究

我国煤化工碳排强度较高，绿氢耦合是重要减碳方式之一。2021 年我国煤化工碳排放量超过 6 亿吨，约占全国碳排放量 5%，其中煤化工碳排占煤炭消费总碳排的 25%。我国碳排规模较大的产品为煤制氨、煤制甲醇、煤制烯烃，占比 26%/19%/18%。碳排来自工艺和燃烧过程，由于合成气中碳多氢少，因此制取高氢碳比产品时，必须将 CO 与水反应补充氢，并副产大量 CO2。煤化工减碳主要有 4 种方式：（1）降低产品氢碳比；（2）绿氢耦合，即在工艺中补充绿氢；（3）减少燃烧排放，如采用绿电代替蒸汽驱动；（4）CCUS 技术，即对排放的 CO2 进行捕集利用与封存。

仅供内部参考，请勿外传！

图表88：2021 年煤化工各产品二氧化碳排放量



资料来源：《中国煤化工行业二氧化碳排放达峰路径研究》（金玲等，2022），华泰研究

图表89：2021 年主要煤化工子行业碳排放强度

	单位	工艺过程	燃烧	合计
煤制氨	吨 CO2/吨产品	2.4	0.9	3.3
煤焦化	吨 CO2/吨产品	0.1	0.1	0.2
煤制甲醇	吨 CO2/吨产品	2.4	0.8	3.2
煤液化/煤制油	吨 CO2/吨产品	3.7	2.1	5.8
煤制天然气	吨 CO2/千立方米产品	2.7	2.1	4.8
煤制烯烃	吨 CO2/吨产品	6.3	4.5	10.8
煤制乙二醇	吨 CO2/吨产品	3.2	1.9	5.1

资料来源：《中国煤化工行业二氧化碳排放达峰路径研究》（金玲等，2022），华泰研究

绿氢耦合煤制烯烃有望减少碳排 5-15 吨 CO2/吨烯烃。我们依据宝丰能源 40 万吨/年风光制绿氢耦合煤制烯烃项目测算减碳程度。该项目配套建设风光制氢一体化项目（单独立项），逐年补充绿氢/绿氧，氢气补入甲醇合成装置，氧气补入空分装置。根据环评报告，预计至补氢第五年时，项目年碳排放量将从 1765 万吨下降至 1555 万吨，下降 12%，折合单吨煤制烯烃减少碳排 5.3 吨。除此之外，公司还通过采用高压煤气化废锅技术（回收高位显热）、DMTO 三代技术（降低原料单耗）、蒸汽驱动机组改为电驱机组，实现全流程减碳。相较于纯煤炭制 300 万吨/年烯烃项目，本项目有望合计减少二氧化碳排放量 632 万吨，降幅 30%，折合单吨煤制烯烃减少碳排 15.8 吨。

图表90：宝丰能源 40 万吨/年风光绿氢耦合煤制烯烃减碳效果对比

项目	指标	绿氢耦合方案	纯煤方案	下降幅度
煤炭消耗量	原煤用量（万吨）	829	1,037	-20%
	燃料煤用量（万吨）	112	211	-47%
	合计（折标煤，万吨）	800	1,061	-25%
碳排放量	低温甲醇洗尾气（CO2，万吨）	981	1,423	-31%
	燃料煤（CO2，万吨）	235	446	-47%
	外购电折算（CO2，万吨）	207	176	+18%
	各个加热炉（CO2，万吨）	45	54	-17%
	合计排放（CO2，万吨）	**1,468**	**2,100**	**-30%**

资料来源：内蒙古宝丰风光绿氢耦合制烯烃项目环评，华泰研究

绿氢耦合的竞争力在于电解水制氢成本和碳交易价格。据华泰证券研究所化工组 2024 年 4 月 9 日发布的《绿氢：化工重要血液，未来空间广阔》中测算当电价为 0.5/0.25/0.1 元/度时，对应碱性电解槽制氢的成本为 38.4/24.5/16.2 元/kg 氢气。据宝丰能源环评，40 万吨煤制烯烃产能于补氢第五年时可耦合 22.6 万吨绿氢，则吨烯烃产能消耗 0.57 吨绿氢。我们取电解水制绿氢成本 15 元/kg，并假设绿氢烯烃产品拥有 400-500 元/吨溢价，当耦合绿氢后的吨烯烃减少碳排 15.8 吨 CO2 时，对应 CO2 平衡价格 510 元/吨。根据欧盟碳交易价格 550-650 元/吨（约 70-80 欧元/吨），绿氢耦合煤制烯烃或具有一定经济性，若绿氢成本受益于电解槽投资规模下降，则绿氢耦合的竞争力有望进一步凸显。

仅供内部参考，请勿外传！

图表91：电解水制氢耦合煤制烯烃对应的碳交易经济性

电解水制氢成本	绿氢耦合后吨烯烃减少碳排	绿氢烯烃产品溢价	对应吨 CO2 交易价格
元/kg	吨 CO2/吨烯烃	元/吨烯烃	元/吨 CO2
35	15.8	500	1,220
30	15.8	480	10,42
25	15.8	460	865
20	15.8	440	687
15	15.8	420	510
12	15.8	400	404
10	15.8	380	334
9	15.8	360	299

资料来源：宝丰能源环评，《氢能供应链成本分析及建议》（张轩等，2022），华泰研究测算

图表92：中国上海/欧洲碳排放权交易价格走势



资料来源：Wind，上海环境能源交易所，欧洲能源交易所，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

重点推荐公司

我们认为在海外油气供应扰动背景下，煤化工作为碳基物资安全的战略地位有望凸显。由于国内烯烃、乙二醇对外依赖度仍较高，且煤化工成本端对煤价较为敏感，我们建议关注烯烃/乙二醇国产替代机遇下的低成本煤制甲醇、煤制烯烃和煤制乙二醇等子板块。同时，煤制油气作为国内能源安全的储备技术亦值得关注，考虑煤制气在低成本煤价下已具备一定经济性，我们建议关注低成本煤制气板块的盈利规模扩张机会。此外，国内外碳排监管趋严下，煤化工绿色化转型或将迎来机遇，建议关注绿氢耦合煤化工的盈利能力改善。推荐煤制烯烃龙头宝丰能源，国内先进煤化工企业华鲁恒升、鲁西化工、华谊集团、皖维高新。

图表93：重点公司推荐一览表

			最新收盘价	目标价	市值（百万）	EPS（元）				PE（倍）			
股票名称	股票代码	投资评级	（当地币种）	（当地币种）	（当地币种）	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
华鲁恒升	600426 CH	买入	25.09	49.50	53,074	1.56	2.75	2.95	3.06	16.07	9.12	8.49	8.19
鲁西化工	000830 CH	买入	12.56	23.80	23,918	0.48	1.19	1.33	1.45	26.38	10.58	9.48	8.64
宝丰能源	600989 CH	买入	20.74	38.67	152,094	1.55	2.09	2.22	2.37	13.40	9.94	9.34	8.76
华谊集团	600623 CH	增持	7.68	10.92	16,303	0.26	0.52	0.55	0.58	29.39	14.87	14.02	13.31
皖维高新	600063 CH	增持	7.86	8.25	16,263	0.21	0.33	0.39	0.46	37.47	23.58	20.02	17.14

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表94：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
华鲁恒升 (600426 CH)	华鲁恒升 4 月 27 日发布 26 年一季报，26Q1 实现营收 83.4 亿元，同比+7%/环比+13%，归母净利润 11.2 亿元（扣非后 11.1 亿元），同比+58%/环比+19%（扣非后同比+58%/环比+19%）。26Q1 归母净利润略低于我们前瞻预期（12 亿元），主要是肥料和有机胺等销量略低于我们预期。同时公司公告拟提前股东会授权董事会决定中期利润分配。考虑公司系国内煤化工龙头企业，拥有领先的煤化工成本和规模优势，有望受益于煤化工产品景气回升，维持“买入”评级。 考虑煤化工产品景气，我们上调草酸等价格和毛利率等预测，预计公司 26-28 年归母净利润 58/63/65 亿元（前值 50/56/57 亿元，上调 17%/13%/15%），CAGR 为 25%。结合可比公司 26 年 Wind 一致预期平均 15xPE，考虑公司拥有较好的煤化工成本和规模优势，给予 26 年 18xPE，目标价 49.5 元（前值 47.4 元，对应 26 年 20xPE vs 可比公司 17xPE），维持“买入”评级。 风险提示：煤炭成本波动较大；下游需求不及预期。 报告发布日期：2026 年 04 月 27 日 **点击下载全文：华鲁恒升(600426 CH,买入)：煤化工景气助力盈利改善**
鲁西化工 (000830 CH)	鲁西化工于 4 月 28 日发布 2025 年报和 2026 一季报：25 年实现营收 291 亿元，同比-2%，归母净利润 9.1 亿元，同比-55%，扣非净利润 7.1 亿元，同比-64%；26Q1 实现归母净利润 4.4 亿元，同比+6%/环比+476%，扣非净利润 3.9 亿元，同比+2%/环比+282%。公司 25 年/26Q1 归母净利润基本符合我们的预期（9.6/4.5 亿元）。公司计划 25 年末分红 3.8 亿元，占 25 年归母净利润 42%。考虑公司具备一体化生产和规模优势，产品景气拐点渐近有望贡献业绩弹性，维持“买入”评级。 我们基本维持此前的盈利预测，预计公司 26-28 年归母净利润 22.6/25.2/27.7 亿元（26-27 年预测前值为 22.7/25.3 亿元，基本持平），对应 EPS 为 1.19/1.33/1.45 元。结合可比公司 26 年 Wind 一致预期平均 16xPE，考虑公司煤化工和新材料一体化优势突出，给予公司 26 年 20xPE，目标价 23.80 元（前值为 23.80 元，对应 26 年 20xPE vs 可比公司 16xPE），维持“买入”评级。 风险提示：下游需求不及预期；原料价格大幅波动。 报告发布日期：2026 年 04 月 29 日 **点击下载全文：鲁西化工(000830 CH,买入)：煤化工景气修复助力公司业绩回升**
宝丰能源 (600989 CH)	宝丰能源 4 月 23 日发布 2026 一季报：26 年一季度实现营收 132 亿元，同比+23%/环比+6%，归母净利润 36.6 亿元，同比+50%/环比+53%，扣非净利润 34.0 亿元，同比+31%/环比+33%。考虑 26 年油煤剪刀差或同比扩大，公司煤制烯烃成本优势有望延续，我们维持“买入”评级。 我们维持此前的盈利预测，预计公司 26-28 年归母净利润为 153/163/174 亿元，对应 EPS 为 2.09/2.22/2.37 元。结合可比公司 26 年 Wind 一致预期平均 16xPE，并考虑公司烯烃工艺成本优势居行业前列，给予公司 26 年 18.5xPE，目标价 38.67 元（前值为 45.98 元，对应 26 年 22xPE vs 可比公司 19xPE），维持“买入”评级。 风险提示：煤炭价格大幅波动；下游需求不及预期；新项目进度不及预期。 报告发布日期：2026 年 04 月 24 日 **点击下载全文：宝丰能源(600989 CH,买入)：Q1 盈利环比修复，煤制烯烃景气向好**
华谊集团 (600623 CH)	华谊集团 4 月 27 日发布 2026 一季报：26 年一季度实现营收 116 亿元，同比+1%/环比+11%，归母净利润 1.68 亿元，同比+7%/环比+5%，扣非净利润 1.96 亿元，同比+49%/环比+235%。公司 Q1 归母净利润低于我们的预期（2.40 亿元），原因系 PDH、丙烯酸业务产销量及销售价格不及预期所致。考虑公司拥有大宗化工/精细化工多元化业务优势，国企改革下价值有望迎来重估，我们维持“增持”评级。 我们维持此前的盈利预测，预计公司 26-28 年归母净利润为 11.0/11.6/12.3 亿元，对应 EPS 为 0.52/0.55/0.58 元。结合可比公司 26 年 Wind 一致预期平均 21xPE，给予公司 26 年 21xPE，目标价 10.92 元（前值 10.92 元，对应 26 年 21xPE vs 可比公司 21xPE），维持“增持”评级。 风险提示：新项目进度较慢，下游需求不及预期，资产注入进度较慢。 报告发布日期：2026 年 04 月 28 日 **点击下载全文：华谊集团(600623 CH,增持)：拟注入广西能化助力公司价值重估**

仅供内部参考，请勿外传！

股票名称	最新观点
皖维高新 (600063 CH)	皖维高新 4 月 13 日发布 2026 一季报：26 年一季度实现营收 19.4 亿元，同比-2.8%/环比-5.4%，归母净利润 1.36 亿元，同比+16%/环比+152%，扣非净利润 1.24 亿元，同比+6.3%/环比+913%。公司 Q1 归母净利润基本符合我们的预期（1.30 亿元）。考虑 PVA 行业竞争格局较好，且公司 PVA 光学膜、汽车级 PVB 胶片等产品迎来放量期，我们维持公司“增持”评级。 我们基本维持此前对 26-27 年的盈利预测，预计公司 26-28 年归母净利润为 6.9/8.1/9.5 亿元，对应 EPS 为 0.33/0.39/0.46 元。结合可比公司 26 年 Wind 一致预期平均 25xPE，给予公司 26 年 25xPE，目标价 8.25 元（前值 7.59 元，对应 26 年 23xPE vs 可比公司 23xPE），维持“增持”评级。 风险提示：行业竞争加剧导致价格低迷；下游需求增长偏慢；新产品放量进度不达预期。 报告发布日期：2026 年 04 月 14 日 **点击下载全文：皖维高新(600063 CH,增持)：海外成本压力下 PVA 景气有望上行**

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

能源价格大幅波动

若国内煤价大幅波动，可能导致煤化工成本端发生较大变化。若海外油气价格波动较大，则可能引起煤制烯烃、煤制乙二醇等子行业的盈利波动。

下游需求不及预期

煤化工原材料的下游应用关联地产、农业、日用塑料、纺服、工业涂料等。多数煤化工子行业处于产能和需求的同步增长状态，若下游需求增速放缓，则可能影响煤化工景气度。

环保减排政策不及预期

关于煤化工低碳减排转型的速度与国内外环保监管政策有一定相关性。若国内外环保监管政策力度下滑，煤化工绿色转型进度可能受到影响。

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

分析师声明

本人，庄汀洲、张雄，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，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(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券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华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

仅供内部参考，请勿外传！

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 华鲁恒升（600426 CH）、鲁西化工（000830 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师庄汀洲、张雄本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华鲁恒升（600426 CH）、鲁西化工（000830 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

仅供内部参考，请勿外传！

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限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：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司