下载日志已记录，仅供内部参考

南京证券 NANJING SECURITIES

行业评级：推荐

化工行业2026年下半年投资策略：布局景气赛道，加码成长龙头

研　究　员　　顾诗园
投资咨询证书号　S0620521120001
联 系 方 式　　025-58519167
邮　　箱　　sygu@njzq.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

第一部分　行情回顾及供需分析

第二部分　四条投资主线

下载日志已记录，仅供内部参考

内容摘要

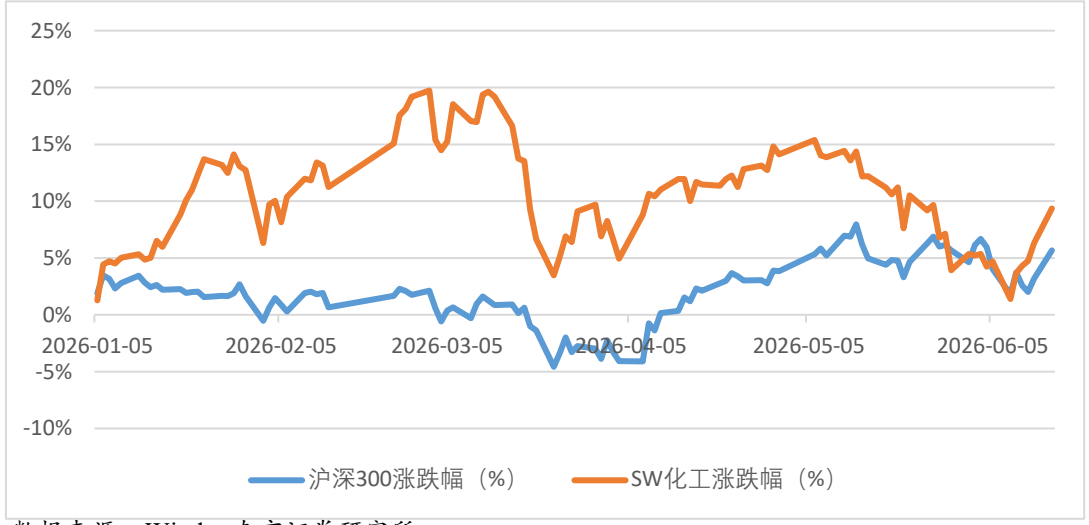
- **市场表现与估值-估值修复向业绩兑现切换：**2026年以来，化工行业周期底部向上趋势已确立，板块指数跑赢大盘，市场交易逻辑正由前期的估值修复，逐步切换至业绩修复行情。从资金面来看，公募基金对化工板块的持股比例中枢持续抬升，板块整体配置价值仍有进一步提升的空间。
- **业绩与基本面-量价齐升，供需格局持续优化：业绩表现，**受原油价格中枢抬升带动，化工品价差显著扩大。26Q1基础化工、炼化及贸易板块业绩同环比均实现显著改善。**供给端，**行业资本开支延续收缩态势，26Q1在建工程与资本支出同比继续下降，前期新建产能陆续投放后，供给端压力逐步缓解。同时，在“反内卷”政策引导、行业自律推进及“双碳”目标临近的多重作用下，落后产能加速出清，供给端释放积极信号，夯实了行业走出周期底部的基石。**需求端，**呈现结构性分化特征。传统下游房地产依然偏弱，汽车市场在政策边际效应递减下有所回调；但家电、纺服需求保持平稳，新材料下游需求旺盛。此外，在全球地缘政治冲突频发的背景下，中国制造业供应链展现出极强的稳定性，化工品出口动能强劲恢复。**库存与价格，**行业自25Q3开启补库周期，目前部分子行业补库尚未完成，仍有空间。价格方面，中国化工品价格指数（CCPI）随油价在3月快速上行后，于6月中旬有所回落，当前价格分位数处于55%的合理区间。至2026年5月，化工各子行业PPI同比增速已全面转正。
- **投资主线1：自主可控-半导体材料国产替代加速：**受益于行业增长与国产替代双重逻辑，半导体材料板块周期性相对较弱，随国内晶圆产能扩张逐步放量。目前高端材料国产化率仍低，替代空间广阔。建议关注：鼎龙股份、安集科技、江丰电子、上海新阳、雅克科技、彤程新材、华特气体。
- **投资主线2：AI算力驱动——芳纶材料量价齐升：**芳纶总体需求保持稳健增长。其中，对位芳纶在光缆增强领域呈现量价齐升态势；芳纶纸在高端PCB领域替代玻纤的进程正加速验证。供给端全球产能高度集中，以泰和新材为首的国产企业正加速突围，有望占据全球主导地位。建议关注：泰和新材、中化国际、民士达、同益中。
- **投资主线3：供给收缩与需求持续-氟化工景气上行：**上游萤石是我国战略性矿产资源，国内储采比低，资源安全需要加强。2024年起三代制冷剂执行配额制，二代制冷剂配额持续削减，推动制冷剂盈利显著改善。同时，在AI算力需求驱动下，六氟化钨、PTFE、PVDF等高端氟化工材料市场前景广阔。建议关注：金石资源、巨化股份、昊华科技、三美股份、永和股份。
- **投资主线4：反内卷与盈利向上-核心龙头白马：**在国家“反内卷”政策引导与行业自律行动的推动下，叠加“双碳”节点临近及油价上行带来的产品提价，上半年行业业绩向好。化工核心资产盈利稳定性强、成长持续性突出，是穿越周期的优选配置。建议关注：宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升、万华化学。
- **风险提示：**宏观经济增速低于预期、下游需求疲弱、原材料价格及化工产品价格大幅波动、技术突破风险

下载日志已记录，仅供内部参考

1.1 行情回顾：化工周期底部向上，指数跑赢市场

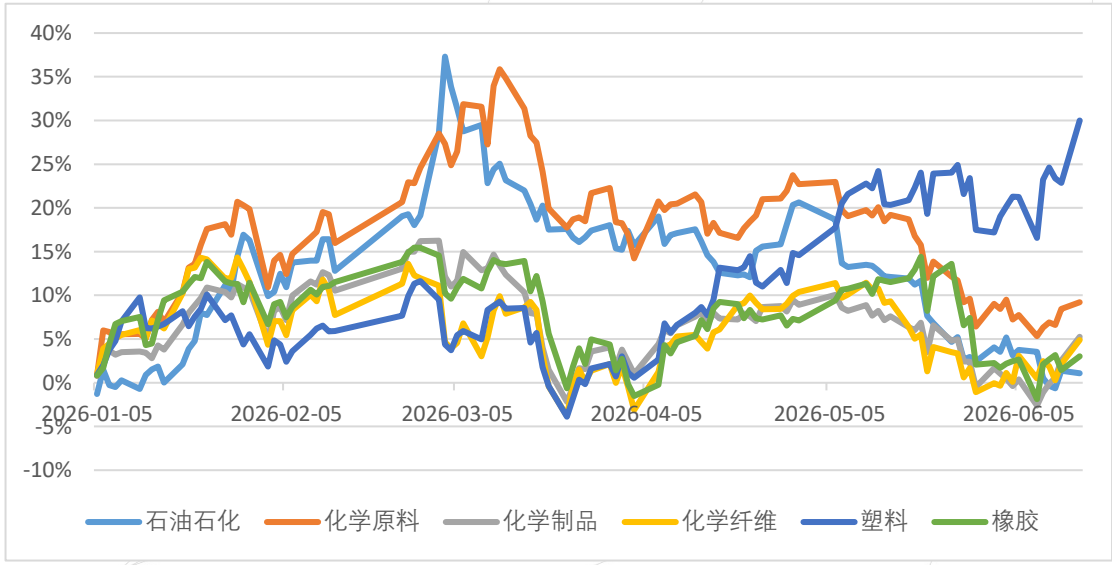
- 2026年至今（2026年6月15日）申万化工指数上涨9.35%，**跑赢同期沪深300指数3.70%。**
- 2026年以来，化工指数经历了两波上下行，3月主要受美伊战争急速下跌，5月预期原油后续下行压制盈利，6月中旬开始反弹主要为国际局势缓和利好。化工**处于周期上行阶段，前期为估值抬升，26Q1-Q2进入业绩兑现期。原料端因战争影响，3月开始原油价格大幅上行带动产品价格向上，6月中旬开始随地缘缓和快速回调，供给端“反内卷”持续推进，“双碳”约束渐行渐近，后续需求端若能稳步回暖，则周期有望持续上行。**
- 细分子行业来看，2026年至今石油化工、化学原料、化学制品、化学纤维、塑料和橡胶的涨跌幅分别为1.08%、+9.20%、+5.25%、+4.89%、+30.00%、+3.03%，**细分板块股价表现分化明显，今年Q1偏上游石油石化、化学原料板块表现亮眼，Q2开始偏下游的塑料行业一骑绝尘，主要受下游AI应用带动，上游相关细分材料显著受益。**

2026年至今（6月15日）沪深300 和 SW化工涨跌幅



数据来源：Wind，南京证券研究所

2026年至今（6月15日） SW化工子行业涨跌幅

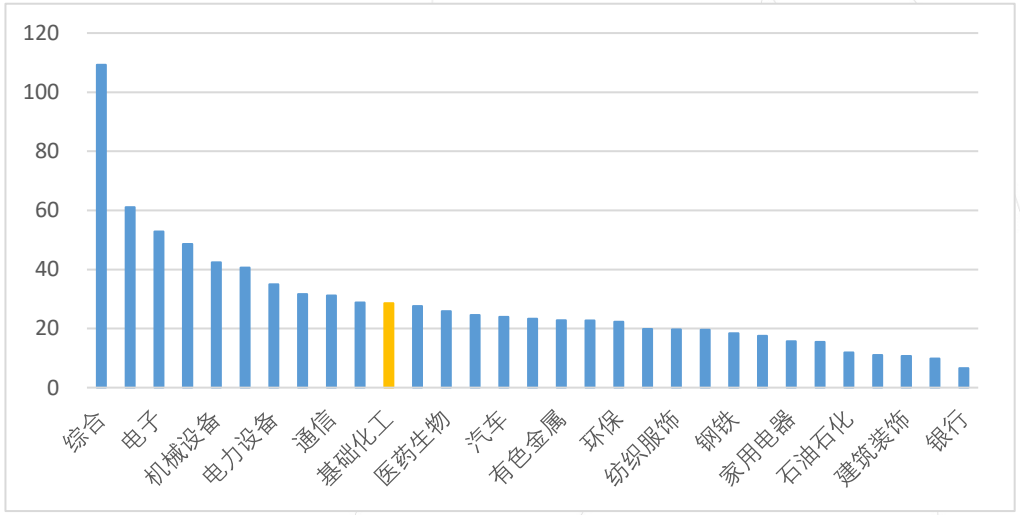


下载日志已记录，仅供内部参考

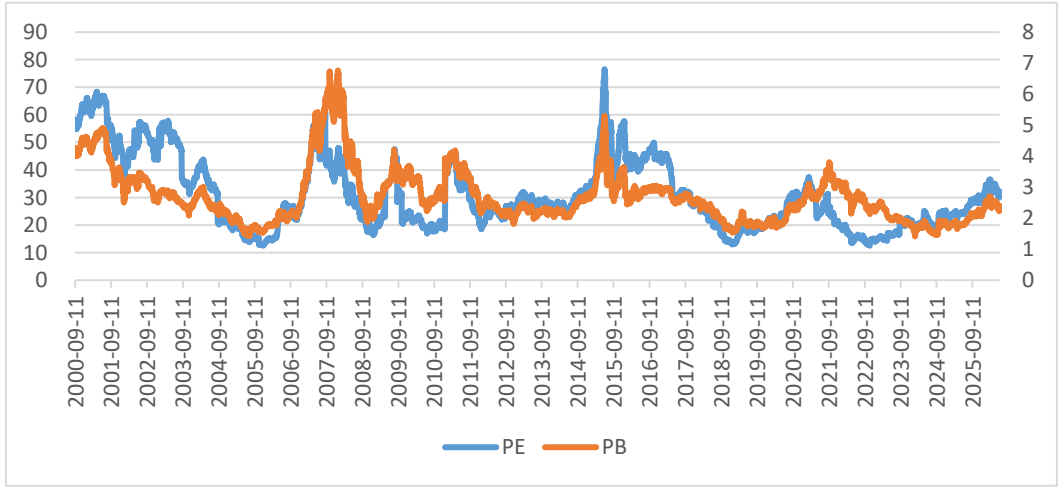
1.2 估值分析：估值修复行情延续

- **纵向对比：**截止2026年6月15日，申万基础化工行业PE为28.6倍，PB为2.5倍，**从2021年9月开始估值波动回落，反映悲观预期，2022年末PE底部抬升，24年末PB底部回升，26年上半年延续25年估值修复行情。**
- **横向对比：**目前化工PE在申万31个行业中排名第11，**处于中游偏上位置。**
- **细分子行业：**目前塑料行业PE估值最高（58.5倍），炼化及贸易PE估值最低（13.6倍），**除塑料行业外，各个子行业PE仍处于历史均值以下。**

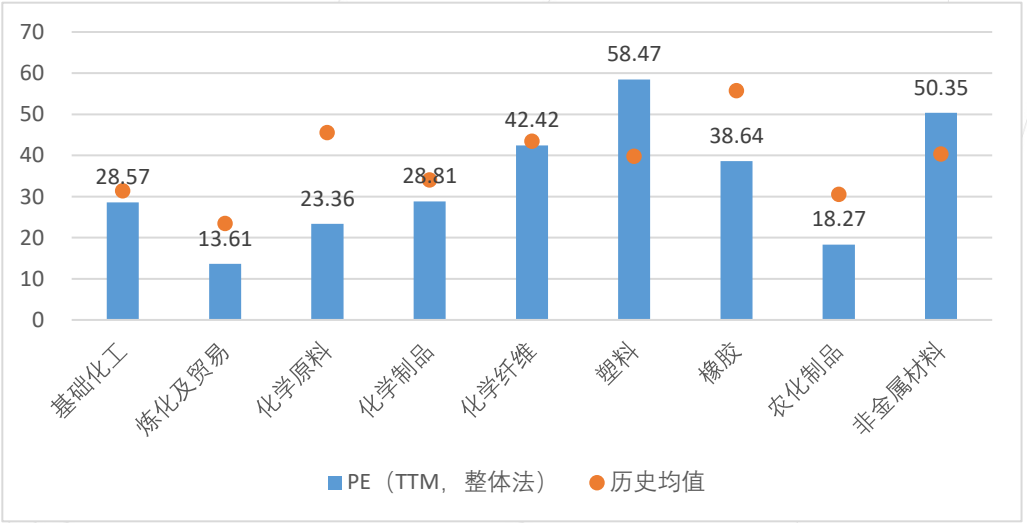
截至2026年6月15日SW一级行业PE（TTM）



化工行业PE及PB历史走势



化工行业及子板块PE估值（截至2026/6/15）



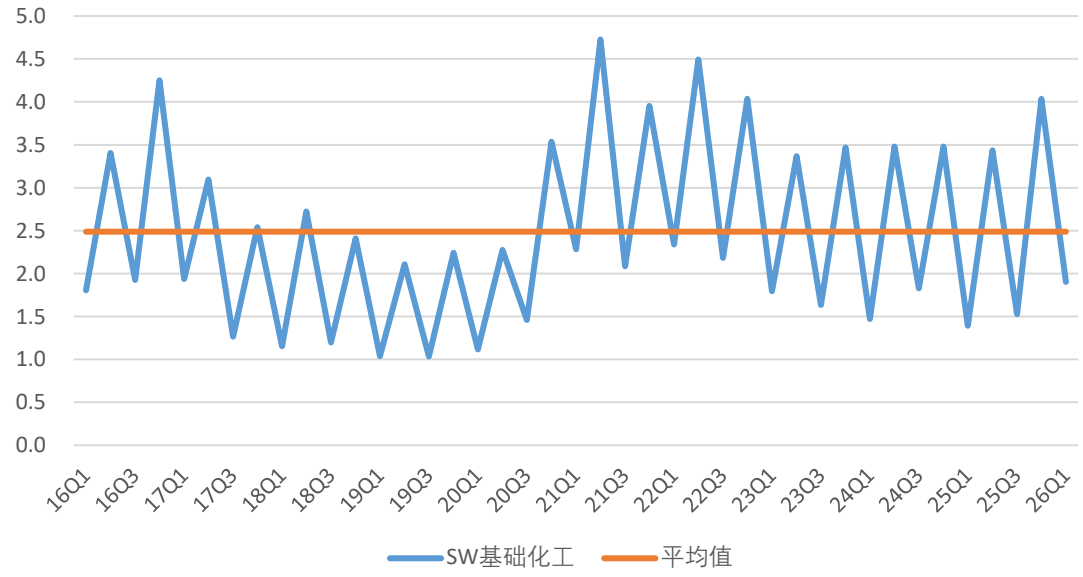
数据来源：Wind，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

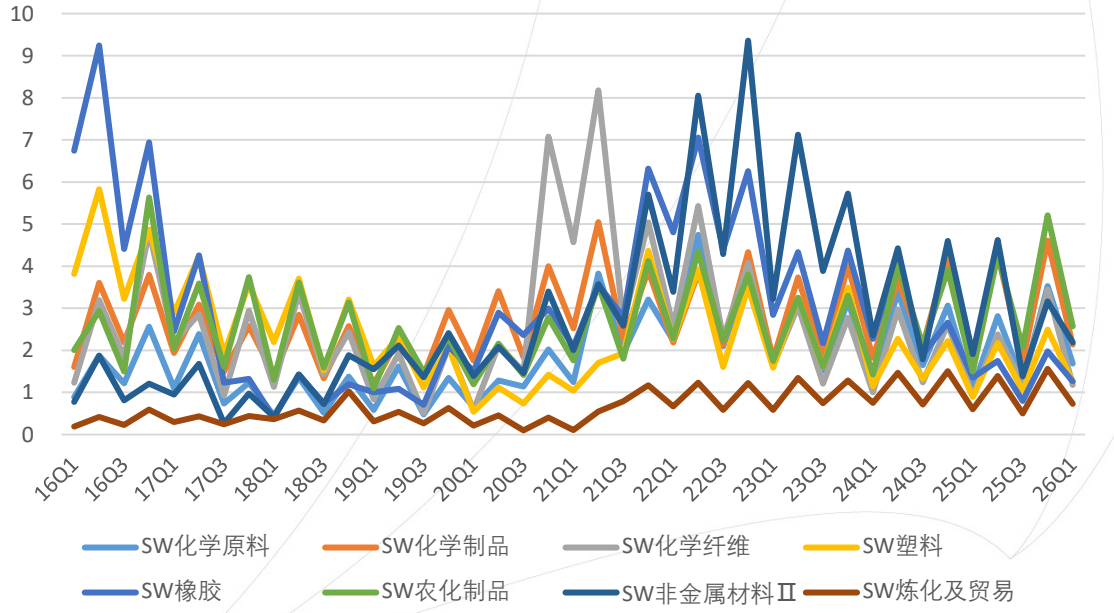
1.3 资金端：基金持股比例中枢抬升

- 从基金持股比例来看，化工行业2021Q2基金持股比例达到2016年以来的高位，23年-25年化工行业基金持股比例在历史均值附近波动，至25Q4达到23年以来的高点，**未来在需求预期逐步好转下，上游原材料价格向下传导更加顺畅，化工行业投资价值有望底部回升。**

化工行业基金持股比例



化工细分子行业基金持股比例



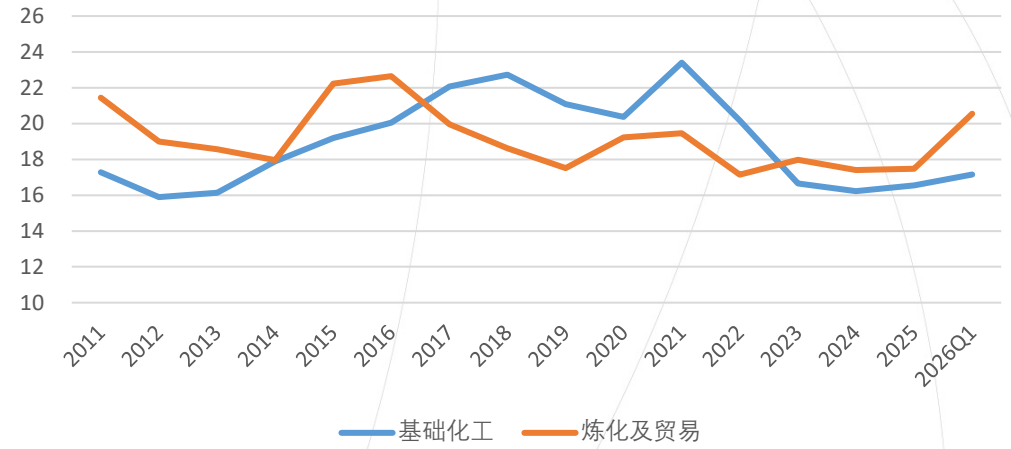
数据来源：Wind，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

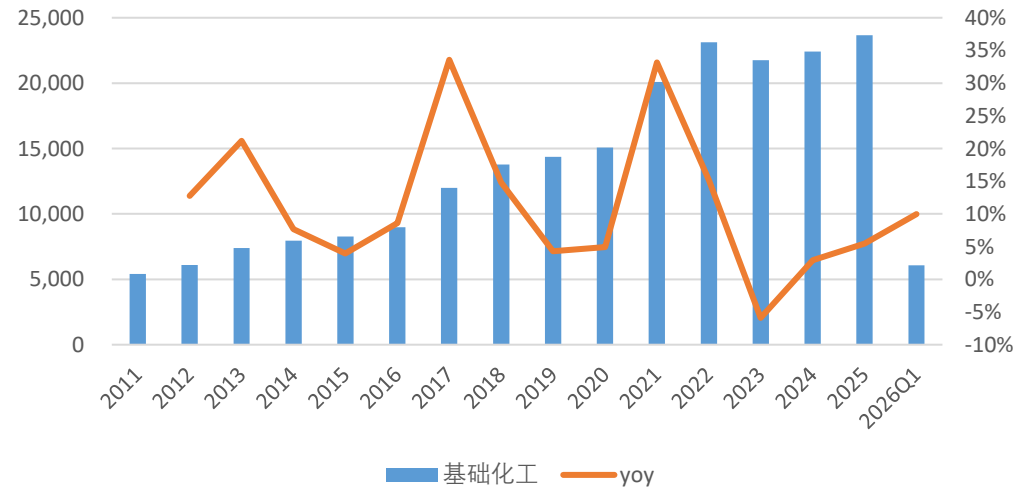
2.1 业绩表现：26Q1基础化工业绩同环比提升，油价上行带动下盈利显著修复

- **收入端：**2026Q1基础化工行业整体实现营收6061亿元（同比+10.0%，环比-0.6% ）。
- **业绩端：** 2026Q1基础化工归母净利润为394亿元（同比+14.0%，环比+259%）。26Q1单季度基础化工行业毛利率17.18%（同比+0.54pct，环比+0.99pct）， 26Q1单季度净利率6.88%（同比+0.39pct，环比+4.84pct），**26年Q1因地缘冲突带动油价上行，从而推动化工品价格价差抬升，盈利同环比显著修复。**

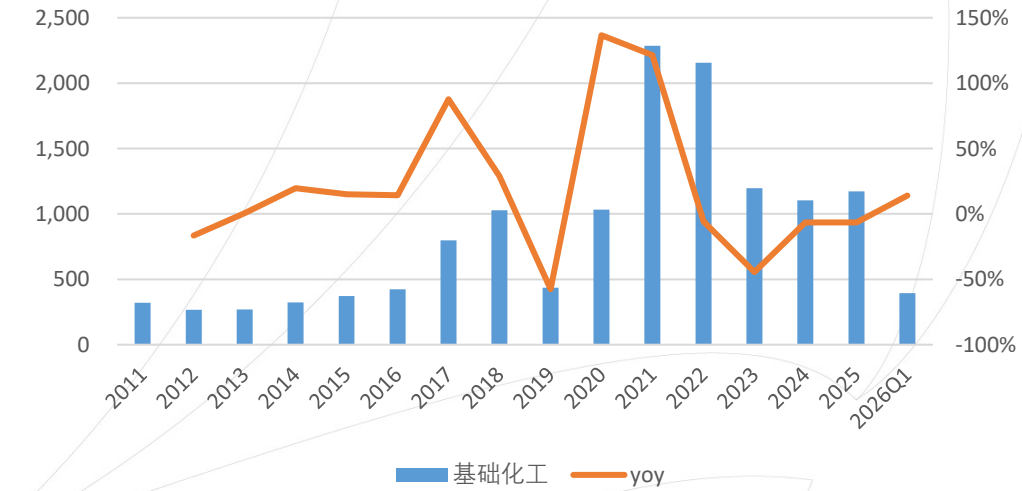
基础化工行业、炼化及贸易毛利率（%）



基础化工行业主营业务收入情况（单位：亿元）



基础化工行业归母净利润情况（单位：亿元）



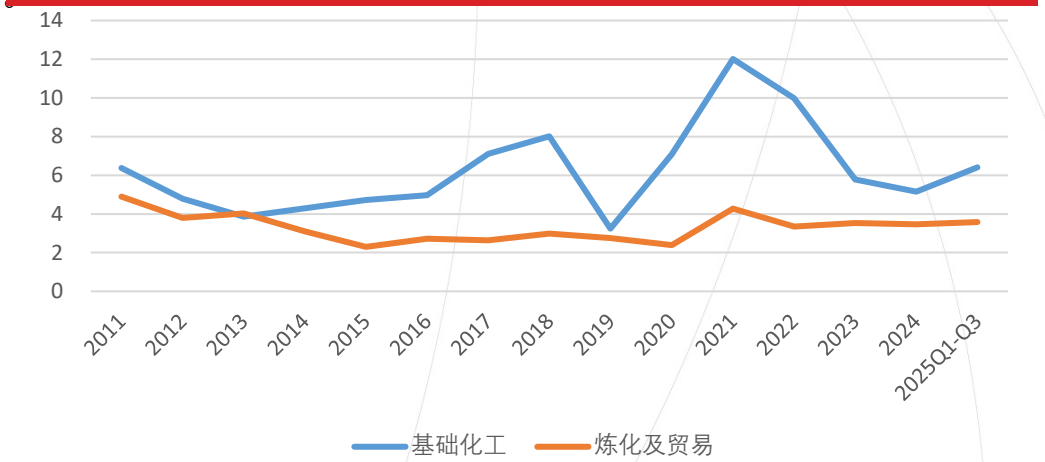
数据来源：Wind，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

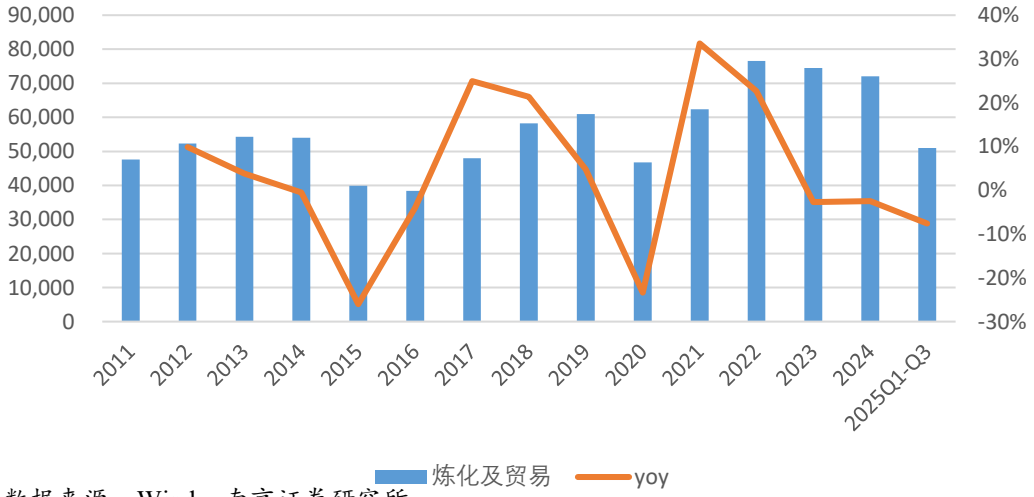
2.1 业绩表现：26Q1炼化及贸易业绩同环比提升，油价上行带动下盈利显著修复

- **收入端：**2026Q1炼化及贸易实现营收16961亿元（同比-3.6%，环比+3.5%）。
- **业绩端：**2026Q1炼化及贸易归母净利润为784亿元（同比+22.2%，环比+140.7%）。26Q1单季度炼化及贸易毛利率20.55%（同比+3.25pct，环比+2.29pct），26Q1单季度净利率5.26%（同比+1.22pct，环比+3.21pct）。**26年Q1因地缘冲突带动油价上行，从而推动化工品价格抬升，叠加原油库存收益，盈利同环比显著修复。**

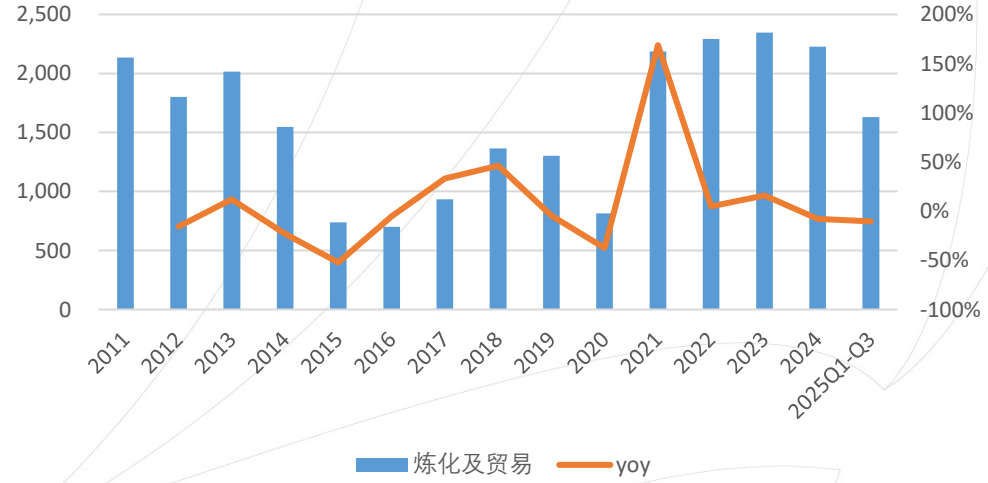
基础化工行业、炼化及贸易净利率（%）



炼化及贸易行业主营业务收入情况（单位：亿元）



炼化及贸易行业归母净利润情况（单位：亿元）



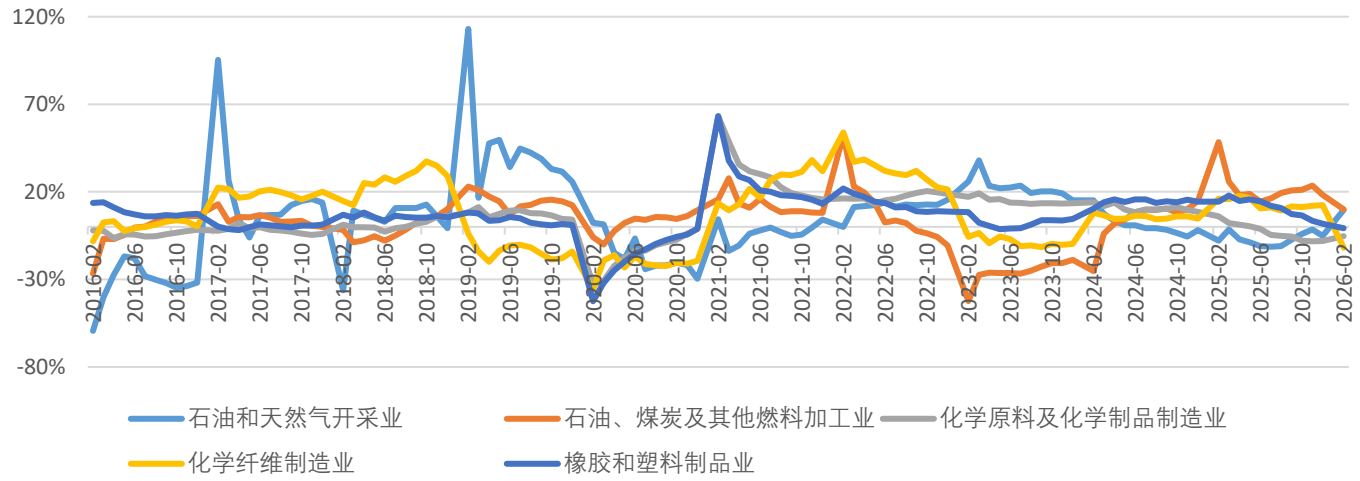
数据来源：Wind，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1 供给端：在建产能陆续释放，资本开支持续放缓

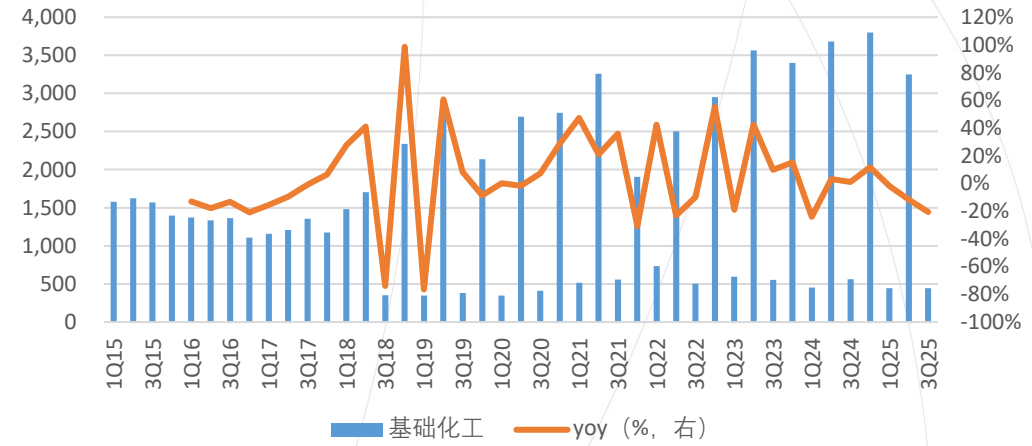
- **行业固定资产投资完成额：**2026年1-4月石油和天然气开采业/石油、煤炭及其他燃料加工业/化学原料及化学制品制造业/化学纤维制造业/橡胶和塑料制品业固定资产投资完成额累计增速分别为5%/-5%/-4%/-14%/-5%。**行业中石油天然气开采投资增速为正、其他子行业增速为负数，中下游行业投资明显放缓。**
- **上市公司在建工程&资本支出：**从行业上市公司数据，**26Q1行业在建工程、资本支出延续25年趋势继续同比下降，前期新建产能陆续投放，资本开支增速持续放缓。**
- **反内卷政策频出，行业自律推进，“双碳”节点渐行渐近，供给端释放积极信号，带动行业走出周期底部。**

固定资产投资完成额累计同比（%）

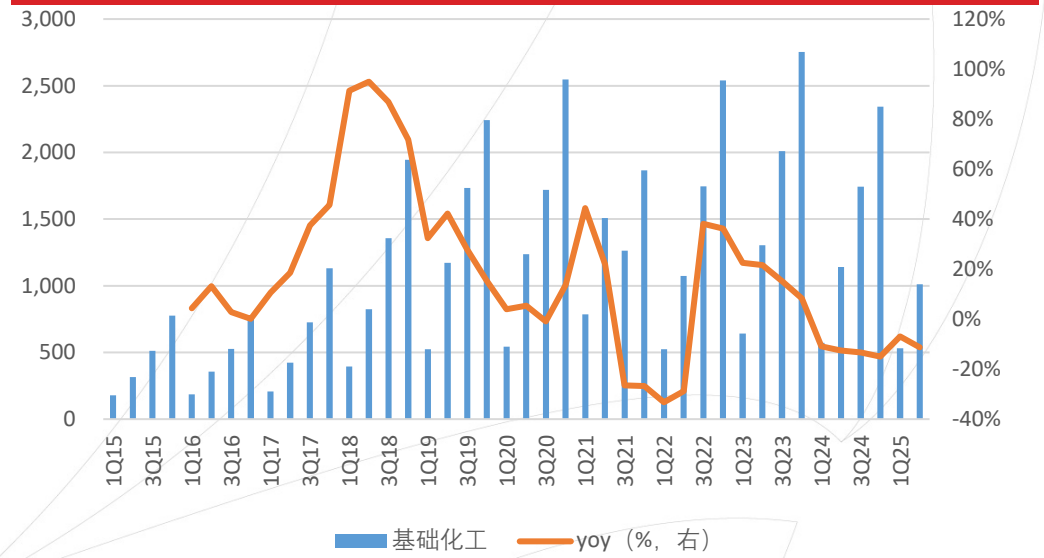


数据来源：Wind，南京证券研究所

SW基础化工行业在建工程合计（亿元）及同比 （%）



SW化工行业资本支出合计（亿元）及同比 （%）

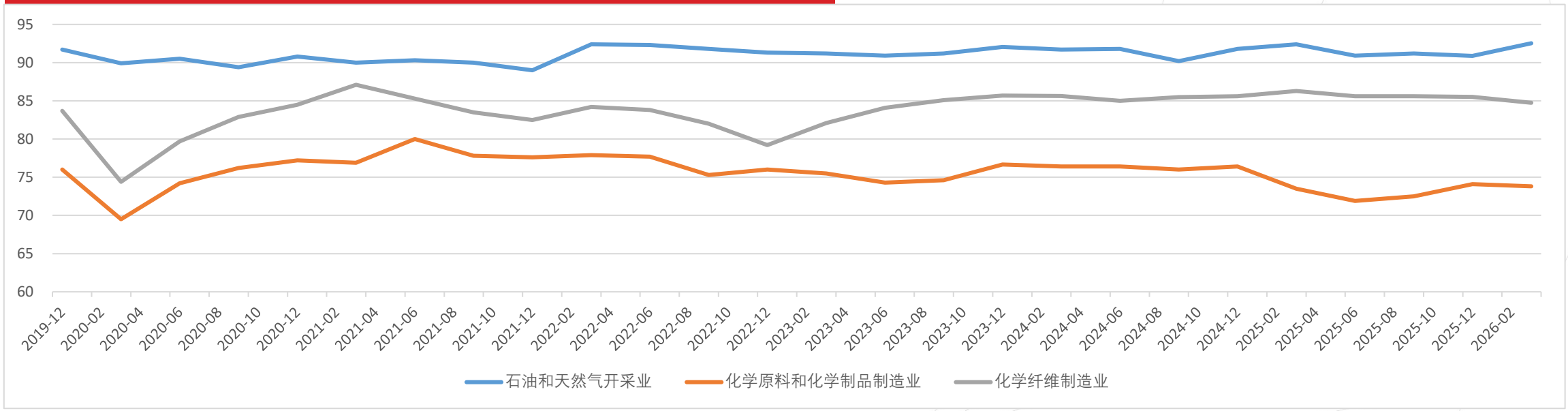


下载日志已记录，仅供内部参考

2.1 供给端：化学原料及制品产能利用率继续下行

- **行业产能利用率：**2022年至今，俄乌冲突背景下，能源价格大幅上行，前端石油和天然气开采业产能利用率维持高位90%以上，26年3月开始因美以伊战争带动油价大幅上行，行业开工率也有明显提升。产业链往下走，化学原料及制品的产能利用率自2021Q2达到高位80%后一路下行，23Q2下降到74.3%后略有回升但仍未恢复到较好水平，25年以来继续下行，25Q3-Q4底部回升，**25年12月开始看到固定资产投资降速**。产业链继续向下，化纤产能利用率自2021Q3达到高位83%后一路下行，22Q4出现产能利用率见底回升，**至今维持平稳状态**。

行业产能利用率（季度，%）



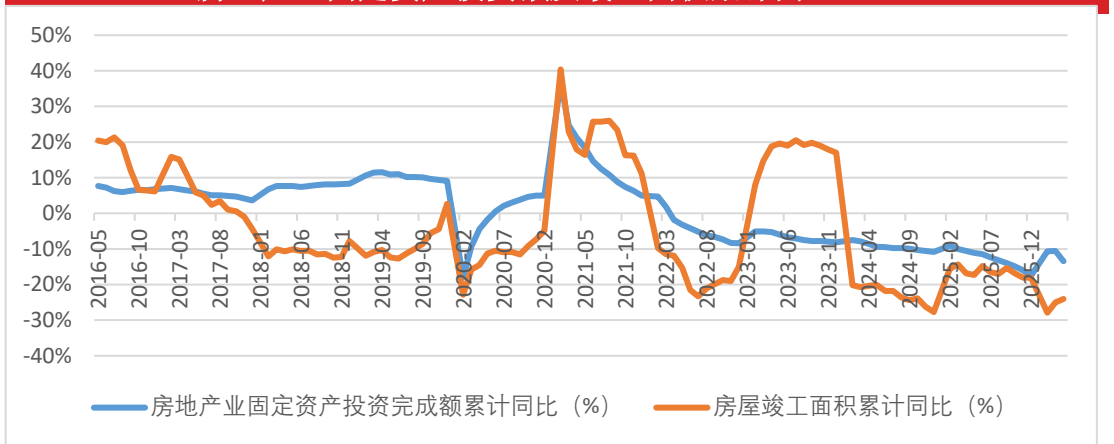
数据来源：iFind，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

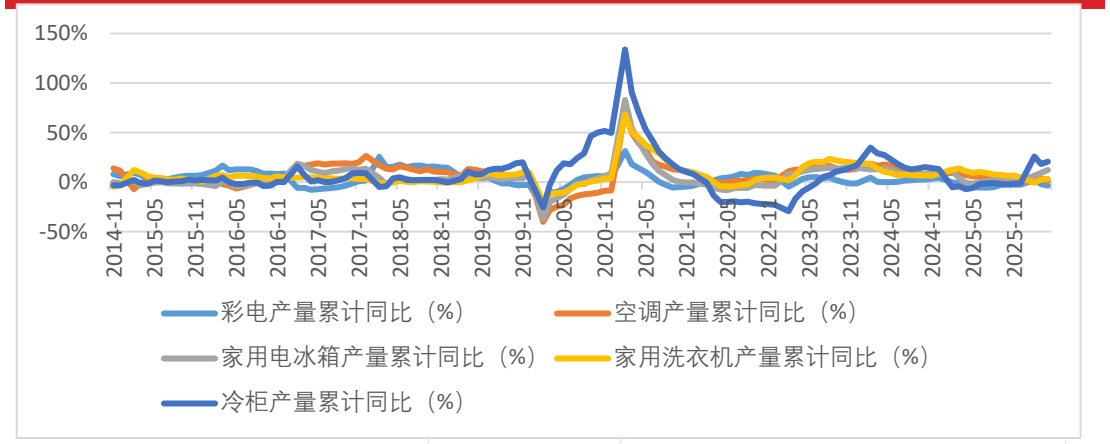
2.2 需求端：传统下游房地产较弱、汽车、家电、纺服需求底部企稳，温和复苏

- 化工行业传统下游**房、车、家电、纺服**需求从21年下半年高位回落，市场下行压力之下，**26年以来需求底部盘整，地产竣工端、投资端依然疲弱，传统燃油车产量同比负增，新能源车产量同比转正，家电中空调冰冷增速较好、纺服温和复苏**。今年以来，积极的财政政策和适度宽松的货币政策环境持续，在促内需，支持新兴产业发展等政策推动下，需求有望企稳回升。

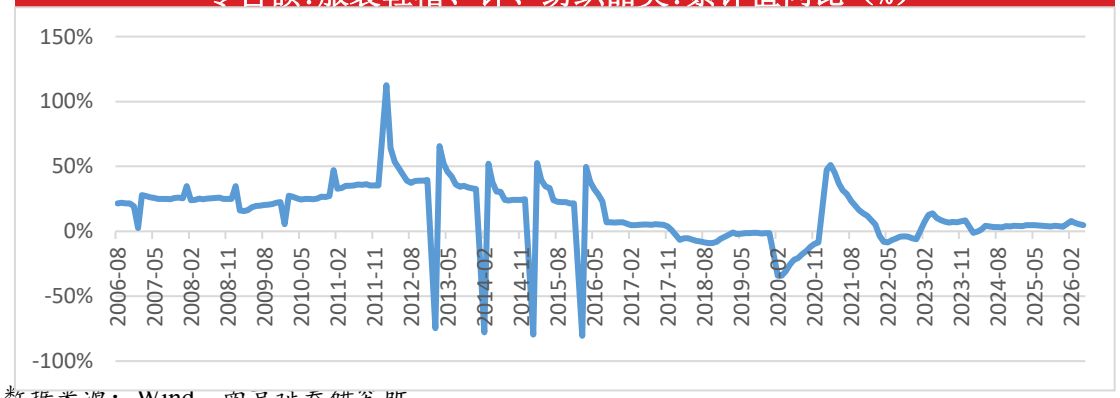
房地产业固定资产投资额及竣工面积累计同比（%）



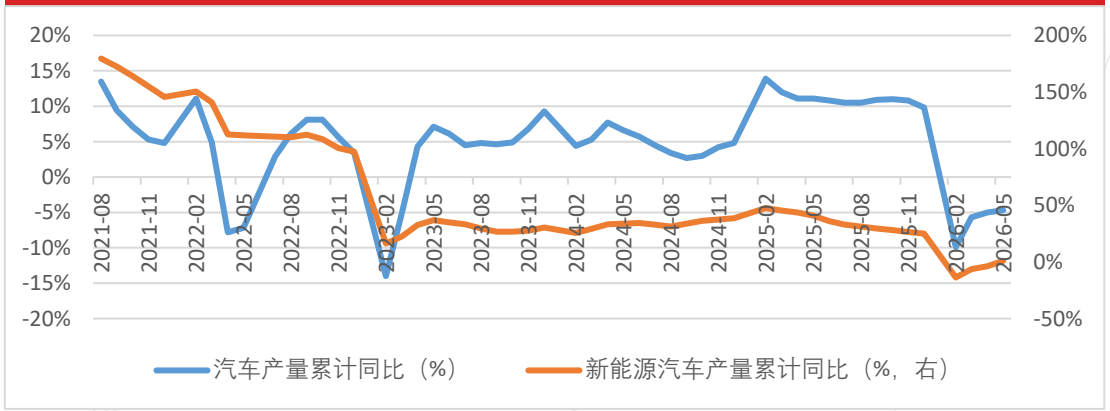
彩电、空调、洗衣机、冰箱冷柜产量累计同比（%）



零售额:服装鞋帽、针、纺织品类:累计值同比（%）



汽车、新能源汽车产量累计同比（%）



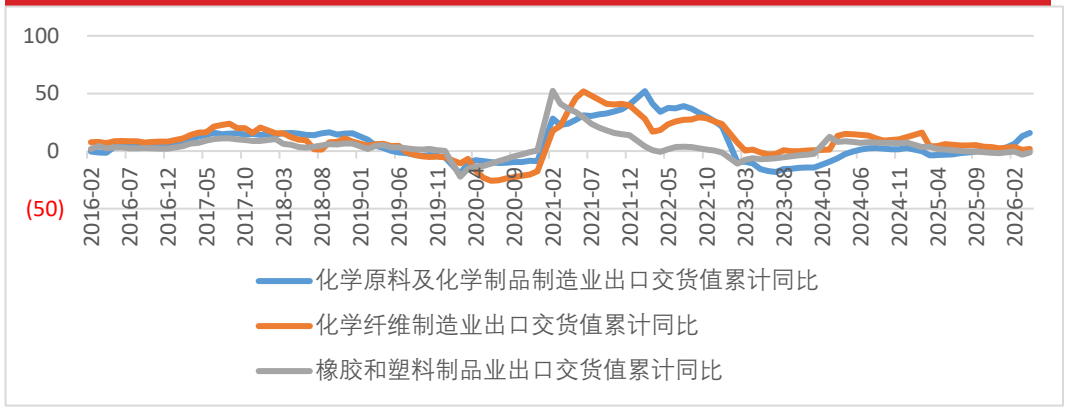
数据来源：Wind，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

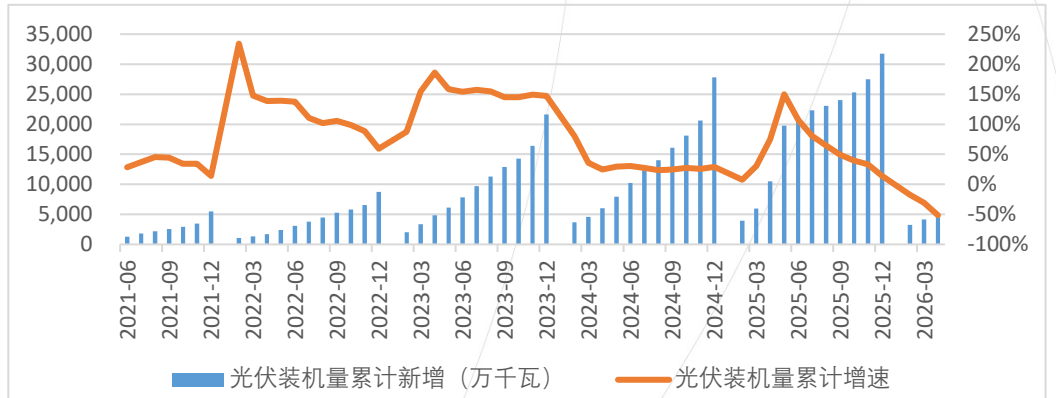
2.2 需求端：电子行业下游需求旺盛，中国化工品出口恢复

- 新材料下游需求也自21下半年高位回落，23年以来**半导体及消费电子出货量底部回升增速亮眼，新能源汽车和光伏等需求降速，新能源上游材料在反内卷政策下供给端有望改善。出口方面，25年受到贸易战冲击，化工品出口受阻，26年1-4月，化学原料及制品/化学纤维/橡胶和塑料制品出口交货值累计同比分别为+15.8%/+1.7%/-1.1%，较25年明显恢复。**在地缘政治冲突频发的环境下，中国制造业供应链稳定优势明显。

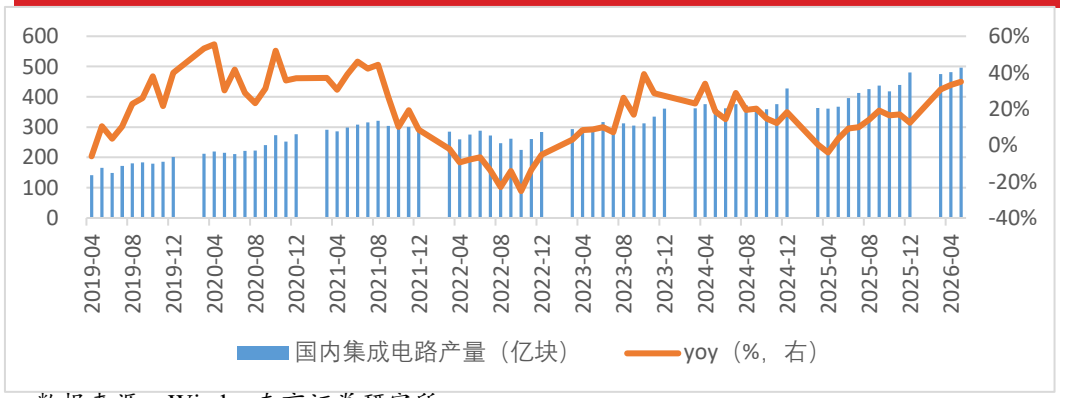
化工子行业出口交货值累计同比（%）



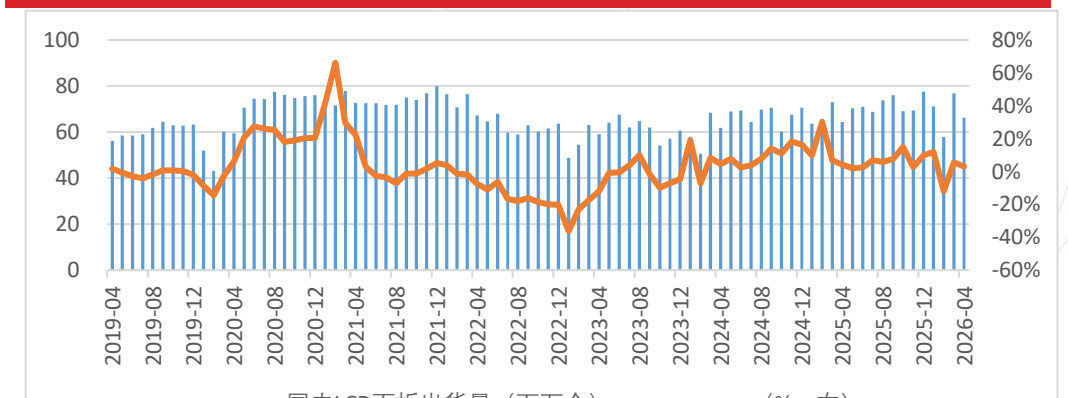
光伏装机量累计新增（万千瓦）及累计增速（%）



国内集成电路产量当月值（亿块）及增速（%）



国内LCD面板出货量当月值（百万个）及增速（%）



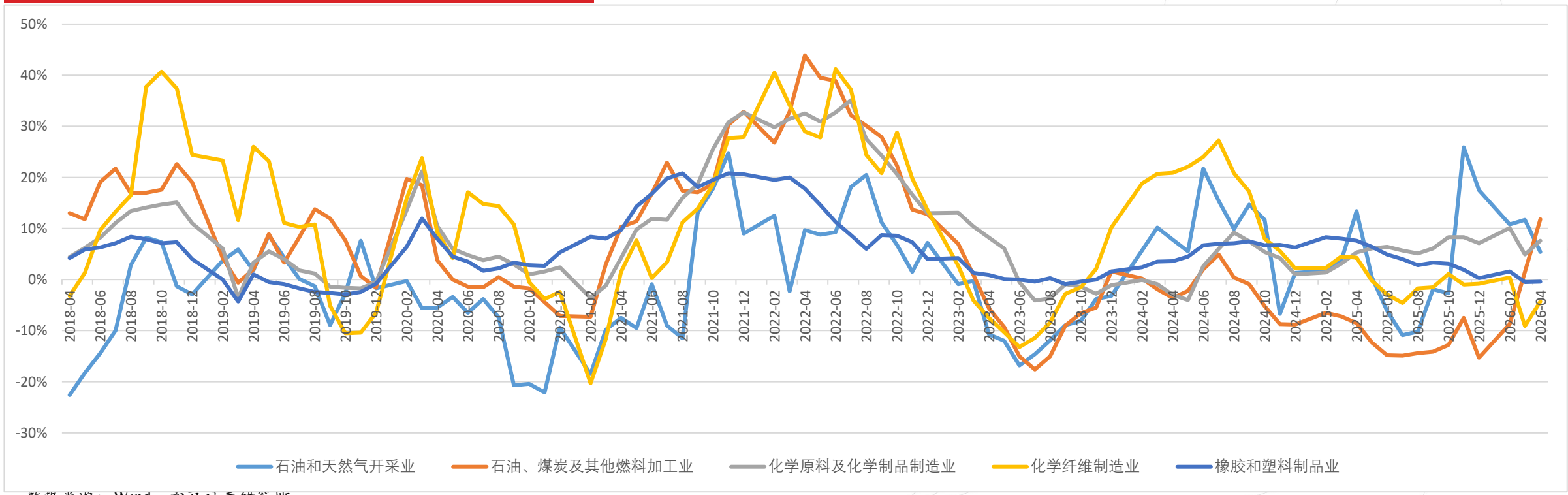
数据来源：Wind，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 需求端：行业25Q3补库需求开启，部分子行业补库尚未完成

- 从化工行业产成品存货同比增速来看，24Q2-Q3库存相对高位后回落，行业进入去库阶段，到25Q2行业总体库存处于较低位置，25Q3开启补库需求，目前各行业出现库存周期分化，除了石油、煤炭及其他燃料加工业库存较高外，其他子行业补库尚未完成。

化工子行业产成品存货同比（%）



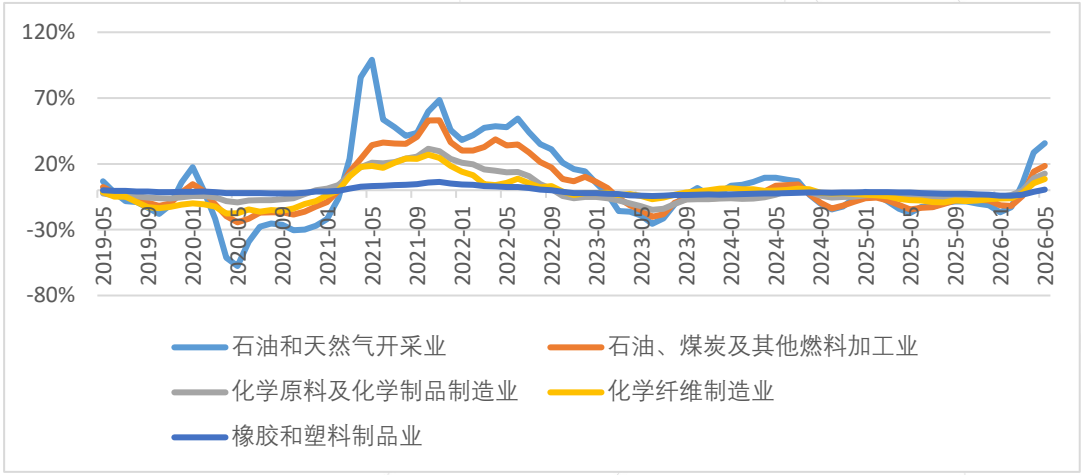
数据来源：Wind，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

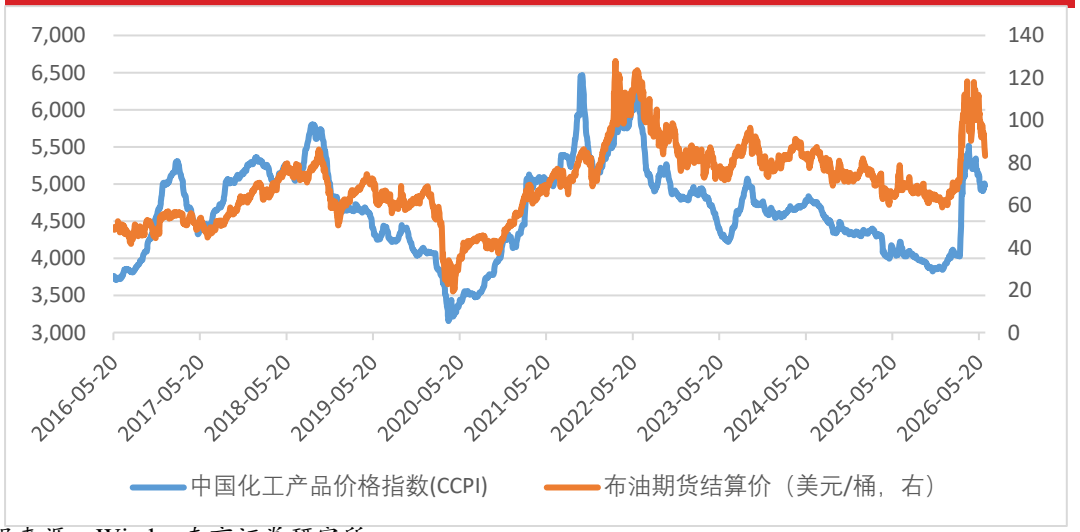
2.3 价格：CCPI随油价上行快速攀升，行业PPI增速底部回正

- **化工品价格指数：**26年3月开始因为美以伊战争，霍尔木兹海峡封闭，油价快速上行，布伦特原油价格最高到112美金/桶，已经接近22年俄乌战争时期最高油价，6月中旬冲突缓和，原油价格快速回落到80美金左右，**中国化工品价格指数（CCPI）也随油价回调，但目前仍处于55%的历史分位。**
- **化工行业PPI：**2021年10月开始化工行业PPI从历史高位回落，23-25年国内经济复苏不及预期，PPI低位徘徊，26年5月化工各子行业PPI同比增速均已回正。

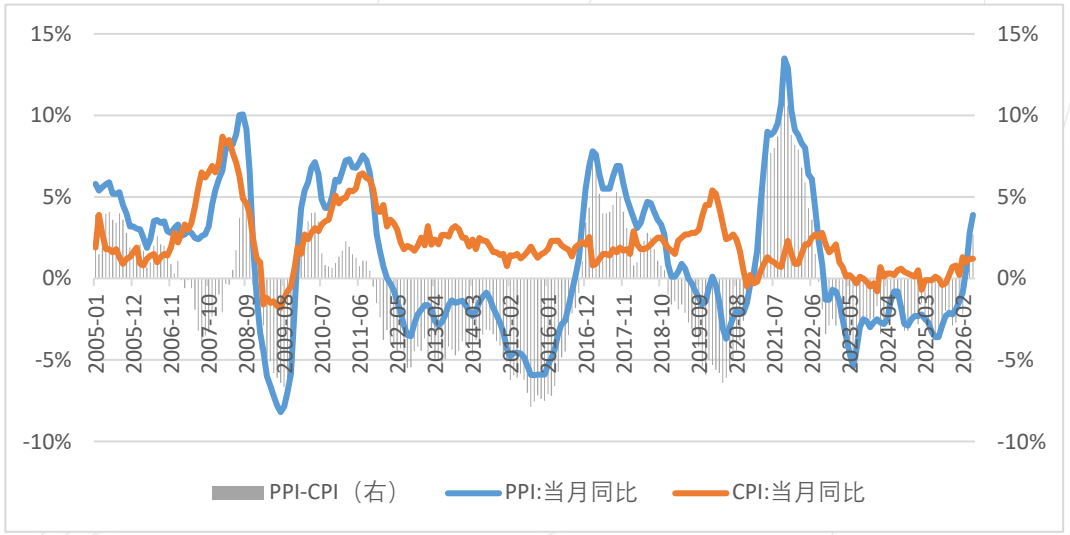
化工细分行业PPI当月同比（%）



中国化工品价格指数 VS 布油价格（美元/桶，右）



PPI&CPI当月同比及剪刀差



数据来源：Wind，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

投资主线1　自主可控-半导体材料

投资主线2　AI需求带动-芳纶

投资主线3　供给受控-氟化工

投资主线4　穿越周期-龙头白马

下载日志已记录，仅供内部参考

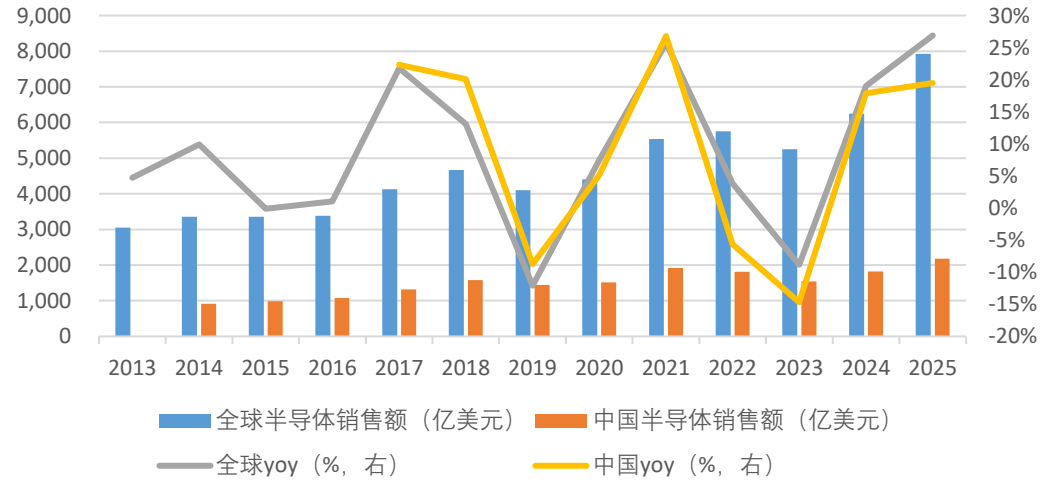
1.1 半导体材料：行业增长+国产替代双重驱动，材料迎来放量时刻

□ 行业景气向好，材料端周期性较弱：

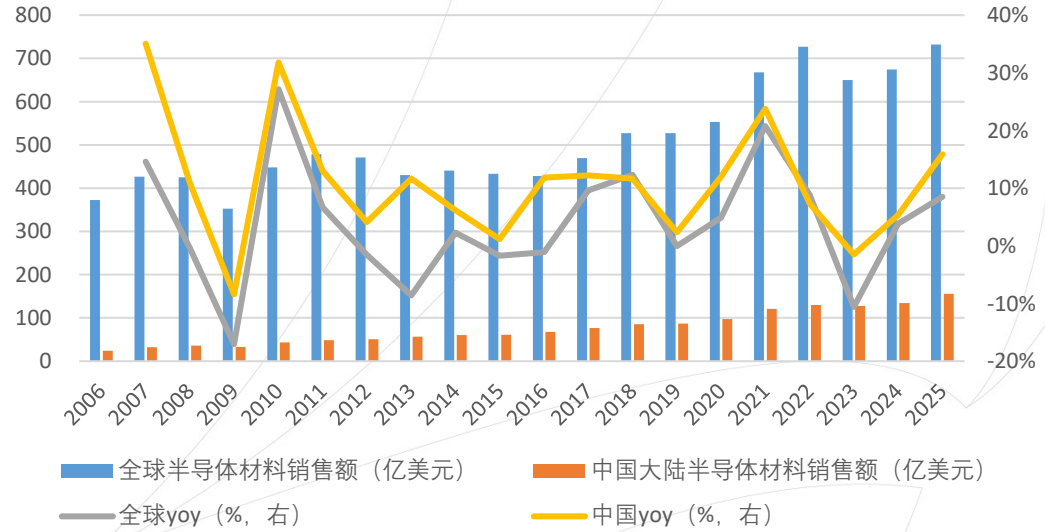
1）半导体市场：根据美国半导体行业协会（SIA）及世界半导体贸易统计组织（WSTS）数据，2025年全球半导体行业销售额7924亿美元，同比增长27%，25年在人工智能、自动驾驶等新兴应用驱动下，全球半导体行业延续24年开始的上行周期。

2）半导体材料市场：根据国际半导体产业协会（SEMI）最新发布的报告，2025年全球半导体材料市场销售额突破历史高位，达到732亿美元，同比增长6.8%，创历史新高。区域排名上，中国台湾以217亿美元的销售额，连续第16年稳居全球最大半导体材料消费市场；中国大陆销售额156亿美元稳居第二位，增速12.5%遥遥领先；韩国以112亿美元排名第三。预计2025年后市场将以年均4.5%的复合增长率增长，到 2029 年市场规模将超过 870 亿美元。

全球及中国半导体销售额（亿美元）及增速



全球及中国半导体材料销售额（亿美元）及增速



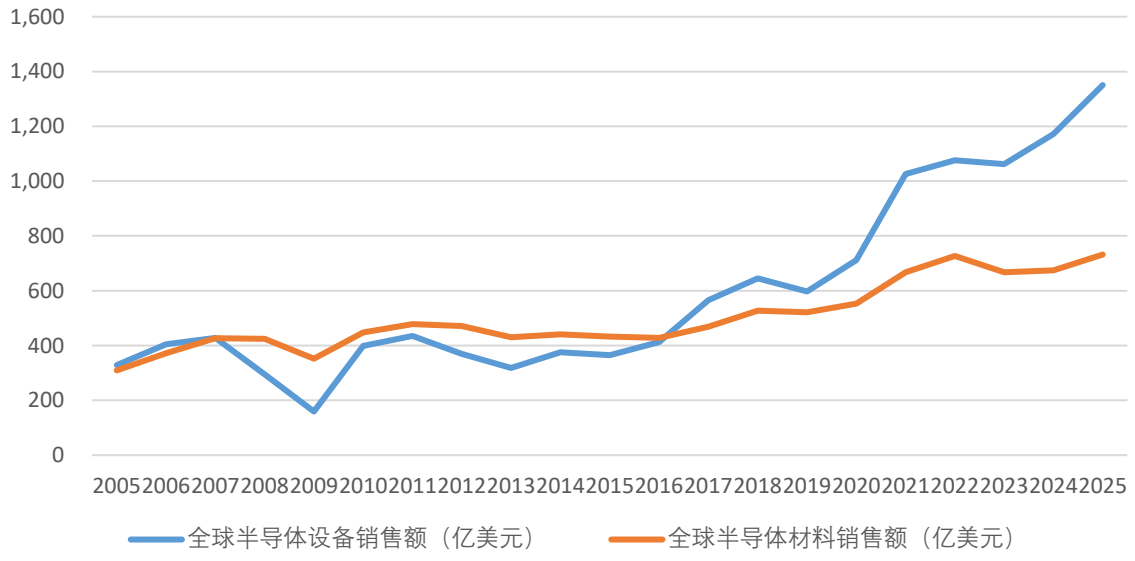
数据来源：Wind，SEMI报告，上海新阳公告，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

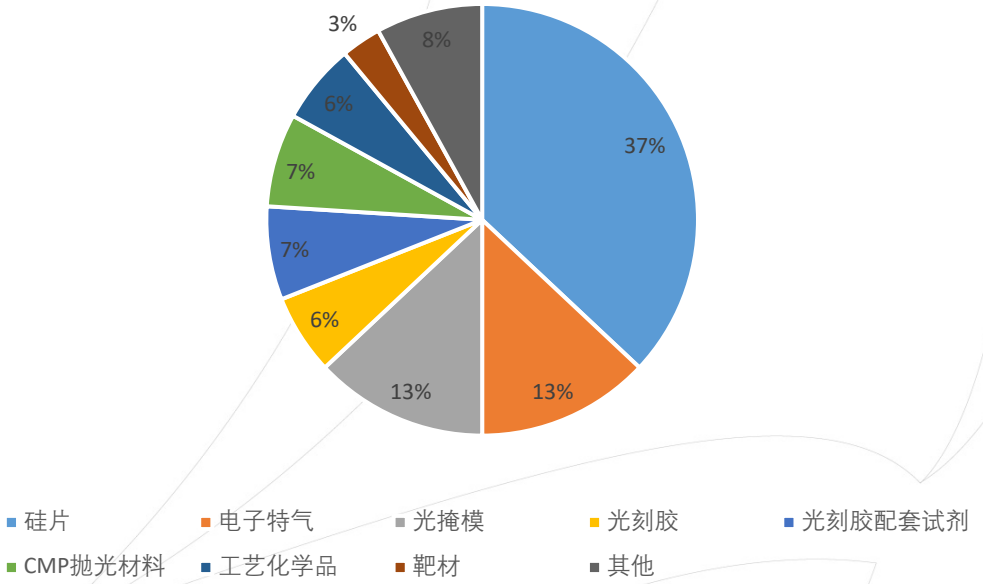
1.1 半导体材料：行业增长+国产替代双重驱动，材料迎来放量时刻

- **材料市场稳定性高：**半导体材料特别是前端晶圆制造材料在集成电路芯片制造中至关重要，部分关键材料会决定芯片的性能和工艺发展方向，下游客户对产品质量要求非常苛刻，因此材料市场前期研发投入大，进入测试论证的时间长，客户更换供应商成本较高。半导体材料是易耗品，一旦进入了下游晶圆厂的供应链，会随晶圆厂的产能扩张而逐步上量。
- **国内材料各子领域发展情况不同：**目前全球半导体材料市场的主要供应商还是美国、日本、韩国等国外企业，中国大陆的高端半导体材料对外依存度仍然较高，国产替代空间较大。

半导体材料周期性不明显



半导体晶圆制造环节各材料占比



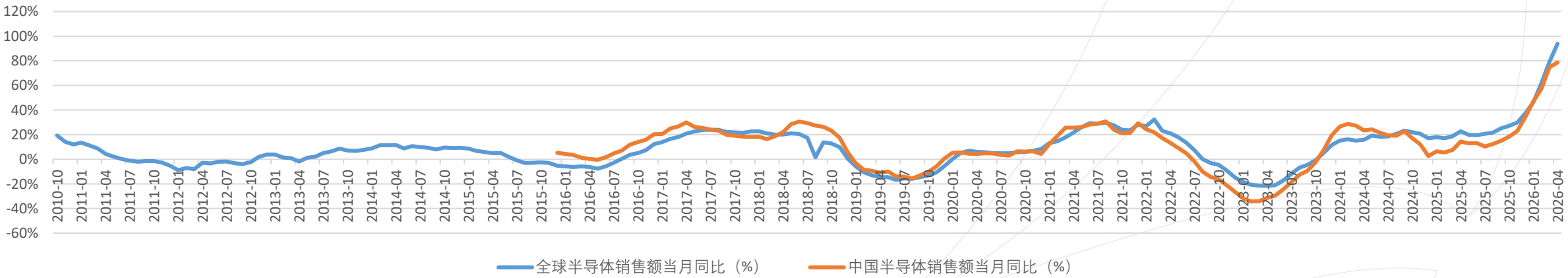
数据来源：iFind，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 半导体材料：下游晶圆厂资本开支持续，AI驱动新一轮周期向上

- **下游晶圆厂资本开支持续：**2024年5月，大基金三期成立，注册资本3440亿人民币，远超前两期总和（一期和二期注册资本分别为987亿和2042亿），运作年限从一期、二期的10年延长至15年，旨在依托更大规模、更为长远的耐心资本支持，加速国内半导体产业的技术突破与自主创新，缩小与国际先进水平的差距，构建更加稳固、可控的半导体产业链体系。国内重要晶圆厂资本开支持续，2026年半导体材料需求有望进一步上量。
- **AI驱动新一轮半导体周期向上：**全球和中国半导体销售额的当月同比降幅已于23年5月出现收窄趋势。新一轮半导体行业的上行周期将由AI驱动，随着大模型的不断迭代、模型性能提高以及推理成本的下降，有望持续赋能到各行各业，目前海外已经在模型层和垂直应用（AI+教育、AI+医疗等）取得商业化进展，国内AI顶层框架持续落地，强化需求牵引，加快重点行业赋能，并涌现出以Deepseek、通义千问、豆包为代表的优质大模型。

全球与中国半导体销售额同比



数据来源：iFind，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.3 半导体材料：关注各细分产品龙头公司

- **国内材料公司正在崛起，平台化发展大势所趋：**关注**安集科技**-CMP抛光液龙头，功能性湿电子化学品协同发展，电镀液及添加剂初期放量；**鼎龙股份**-国内CMP抛光垫龙头，积极布局清洗液、封装材料、柔显材料等，高端光刻胶初期放量。**雅克科技**-前驱体材料龙头，并有面板光刻胶、电子特气、硅微粉、LNG保温材料等。**江丰电子**-靶材龙头企业，设备零部件快速放量；**彤程新材**-光刻胶龙头企业，CMP抛光垫初步起量；**上海新阳**-电镀液及添加剂、刻蚀液等，研磨液和光刻胶起量初期；**华特气体**-电子特气等。

半导体材料	全球龙头	国内代表	国产化率	晶圆制造材料中占比
硅片	日本信越化工、日本住友胜高等	沪硅产业、立昂微、有研硅、TCL中环等	55%（8 英寸）、10%（12 英寸）	37%
掩膜版	日本Toppan、日本DNP等	龙图光罩、清溢光电、路维光电等	晶圆厂商自产为主	13%
电子特气	美国空气化工、法液空、德国林德集团、日本大阳日酸等	广钢气体、华特气体、金宏气体、中船特气等	15%	13%
光刻胶及配套	日本JSR、日本信越化学、东京应化、住友化学等	北京科华、苏州瑞红、徐州博康、鼎龙股份、上海新阳、南大光电	G/I线＜20%，KrF＜2%、ArF＜1%	13%
CMP抛光材料	美国卡博特、日本Fujimi、美国陶氏、美国杜邦等	安集科技、鼎龙股份	抛光液10%、抛光垫5%	7%
湿电子化学品	德国巴斯夫、美国霍尼韦尔、日本住友化学等	晶瑞电材、江化微、中巨芯、上海新阳、天承科技、江化微等	10%（G3 及以上）	6%
溅射靶材	日本日矿金属、日本东曹、美国霍尼韦尔、美国普莱克斯等	江丰电子、阿石创、有研新材等	10%	3%

数据来源：iFind，东吴证券，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

投资主线1　自主可控-半导体材料

投资主线2　AI需求带动-芳纶

投资主线3　供给受控-氟化工

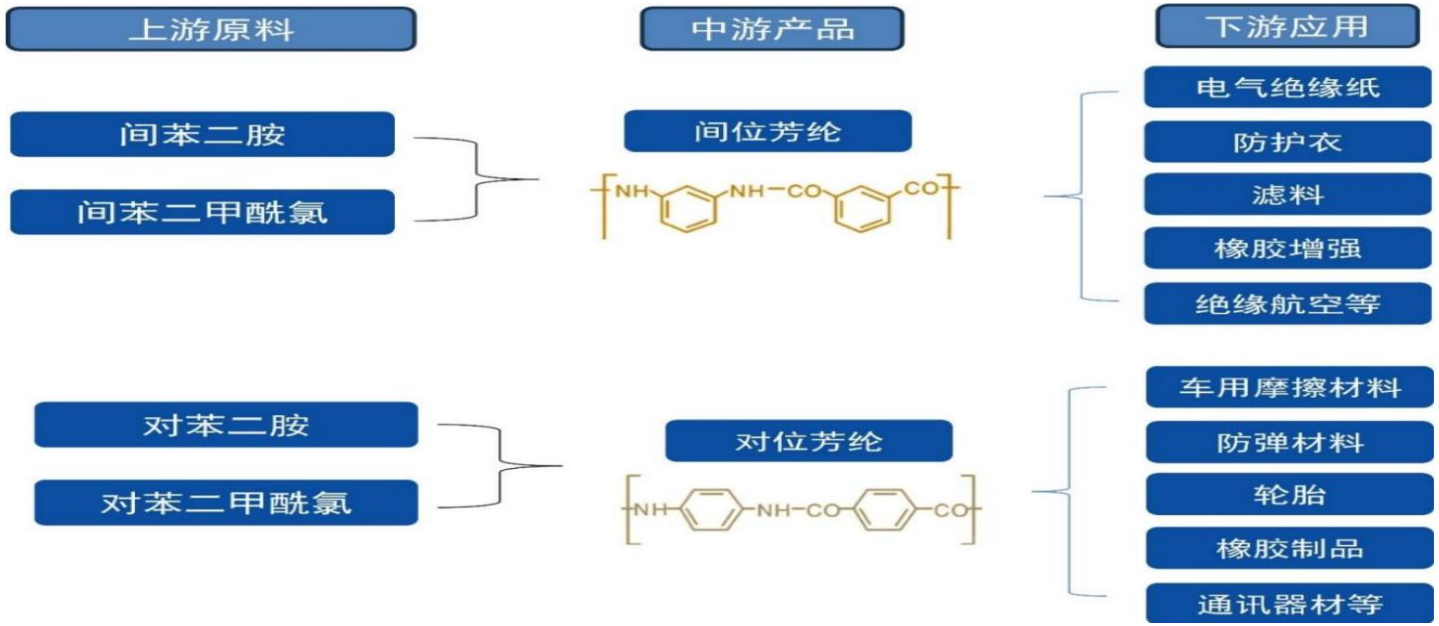
投资主线4　穿越周期-龙头白马

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1 芳纶介绍：三大高性能纤维之一，对位&间位性能差异大

- **芳纶介绍：**与碳纤维、超高分子量聚乙烯纤维并称世界三大高科技纤维，具有高强高模、耐高温、耐摩擦、阻燃、尺寸稳定性好等特点。
- **对位&间位及下游应用：**芳纶分为全芳香族聚酰胺纤维（划分为对位芳纶和间位芳纶）和杂环芳香族聚酰胺纤维。对位芳纶（技术壁垒更高）强刚性、耐高温、高强度、高模量，用于防弹、航天工业、通信电缆、增强复材骨架、轮胎、帘子布等。间位芳纶耐高温，伸长率高，耐磨和耐压缩疲劳好，用在防火材料、高温传送带、高温过滤材料、高温防护织物、电气绝缘隔热、锂电池隔膜涂覆等。

芳纶产业链



数据来源：前瞻产业研究院、华创证券，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 供给端：国产突破海外防守，有望占据全球主导地位

- **泰和新材产能全球前三，海外龙头战略收缩：**20世纪60年代，美国杜邦率先开发出芳纶，国内泰和2004年实现间位芳纶量产，2011年对位芳纶量产。全球名义产能约 18-19 万吨（集中在海外），需求约 14-15万吨。国内来看，泰和新材处于全球龙二龙三地位，对位产能1.6万吨，排名仅次于杜邦3.5万吨、帝人3.2万吨，间位产能1.6万吨，排名仅次于杜邦2.2万吨。海外杜邦及帝人处于战略收缩策略，其中杜邦26年4月以18亿美元完成芳纶业务出售（包括Kevlar®和Nomex®品牌），战略性退出芳纶赛道，聚焦半导体、医疗、水处理等高增长领域。帝人于2025年宣布关闭其位于荷兰的工厂，更注重效率优先和高利润市场。

全球间位芳纶产能及扩产计划（吨）

企业	所在地	产能（吨）	在建	备注
美国杜邦	美国、西班牙	22,000		2026年4月以18亿美元完成芳纶业务出售
泰和新材	山东	16,000	20,000	3-5年逐步达产（含芳纶隔膜）
日本帝人	日本、泰国	4,500		维持存量产能，更聚焦高利润市场
超美斯（同益中收购）	江苏	5,000		
韩国东丽熊津	韩国	3,200		
德安德新材料	江苏	3,000		
沣晟泰新材料	内蒙古	3,000	3,000	预计26年投产
仙鹤艾迈德	浙江	3,000	3,000	
韩国汇维仕	韩国	1,000		
东芳卓然	内蒙古		8,000	预计26年12月投产
汇总		**60,700**	**34,000**	

全球对位芳纶产能及扩产计划（吨）

企业	所在地	产能（吨）	在建	备注
杜邦	美国、日本、爱尔兰	35,000		2026年4月以18亿美元完成芳纶业务出售
帝人	日本、荷兰	32,000		更注重效率优先和高利润市场
泰和新材	宁夏	16,000	12,000	3-5年逐步达产
中化国际	江苏	7,500		
韩国可隆	韩国	7,500	7,500	时间待定
中芳特纤	山东	5,200		其中2000吨26q1投产
韩国晓星	韩国	3,700		
韩国泰光	韩国	1,500		
蓝星新材（中国化工旗下）	四川	1,200		
平煤神马	河南	4,500	6,000	未有时间计划
东芳卓然	内蒙古		12,000	预计26年12月投产
仪征化纤	宁夏		4,000	预计27年3月投产
汇总		**114,100**	**41,500**	

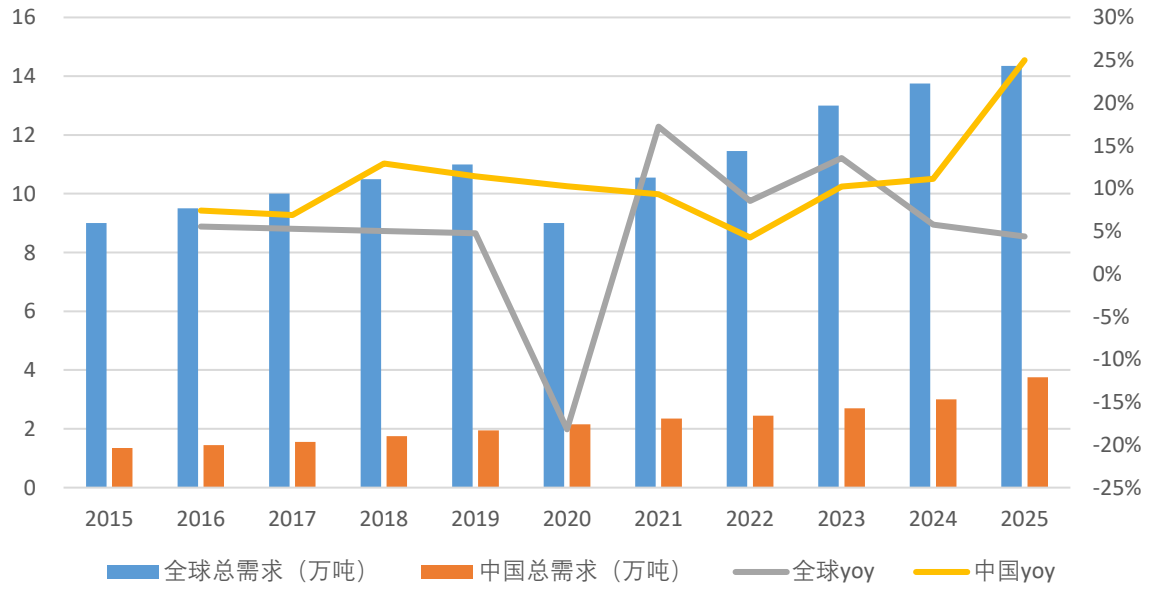
数据来源：公司公告、卓创咨询、华创证券，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 需求端：总体增速较好，全球5%+中国10%

- **全球及国内需求量增速：**根据各方数据整理，2015-2025年，全球和中国芳纶需求量复合增速分别为5%和10%左右。
- **光缆增强需求可期：**对位芳纶纤维凭借高强度，高模量以及低蠕变的性能，兼具优秀的化学稳定性和低热膨胀效应，是最理想的光缆非金属增强材料。
- **芳纶纸在PCB领域替代玻纤正在验证推进：**芳纶纸是由芳纶短切纤维和芳纶浆粕按一定比例混合抄造而成的特种纤维纸，合成技术壁垒较高。芳纶纸相比玻纤优势在于，负CTE-减少热循环后的分层、翘曲和焊点开裂。更低Dk-在信号传输速度、损耗等表现更强。具有更好的耐热、绝缘性能等。产业下游正在验证推进中。

全球及中国芳纶需求量（万吨）及增速



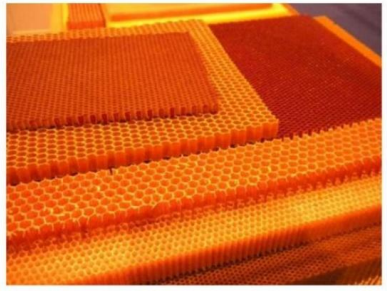
数据来源： iFind、公开资料、天风证券，南京证券研究所

芳纶纸性能及实物图

性能特点	简介
高强度	以0.05mm厚度的芳纶纸为例,国家标准为33N/cm，发行人同规格产品为40N/cm
耐高温	芳纶纸可以在210℃的环境中长期使用
本质阻燃	芳纶纸不添加任何阻燃剂就天然的具有阻燃功能，极限氧指数 >28%，在空气中不燃烧、不熔化
绝缘	以0.05mm厚度的芳纶纸为例，国家标准(GB/T20629.3)要求的每毫米耐电击穿强度为1.2万伏，发行人同规格产品为1.5万伏
抗腐蚀	芳纶纸能耐大多数高浓无机酸，对其他大多数化学试剂、有机溶剂十分稳定
耐辐射	芳纶纸耐α、β、γ射线以及紫外线辐射的性能十分优异



间位芳纶纸



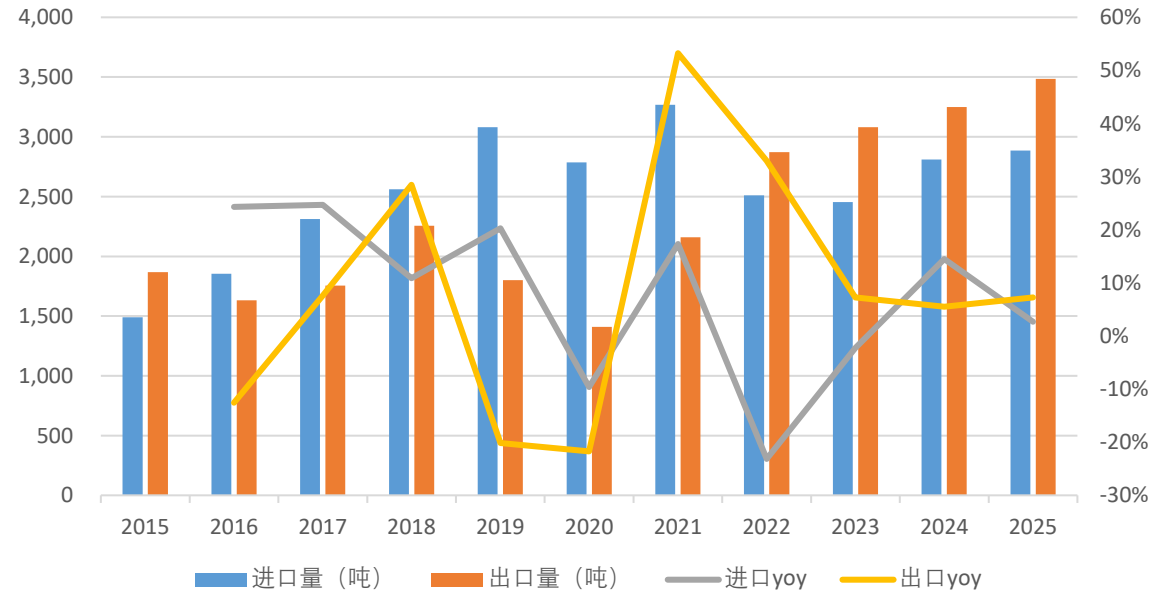
间位芳纶纸蜂窝芯材

下载日志已记录，仅供内部参考

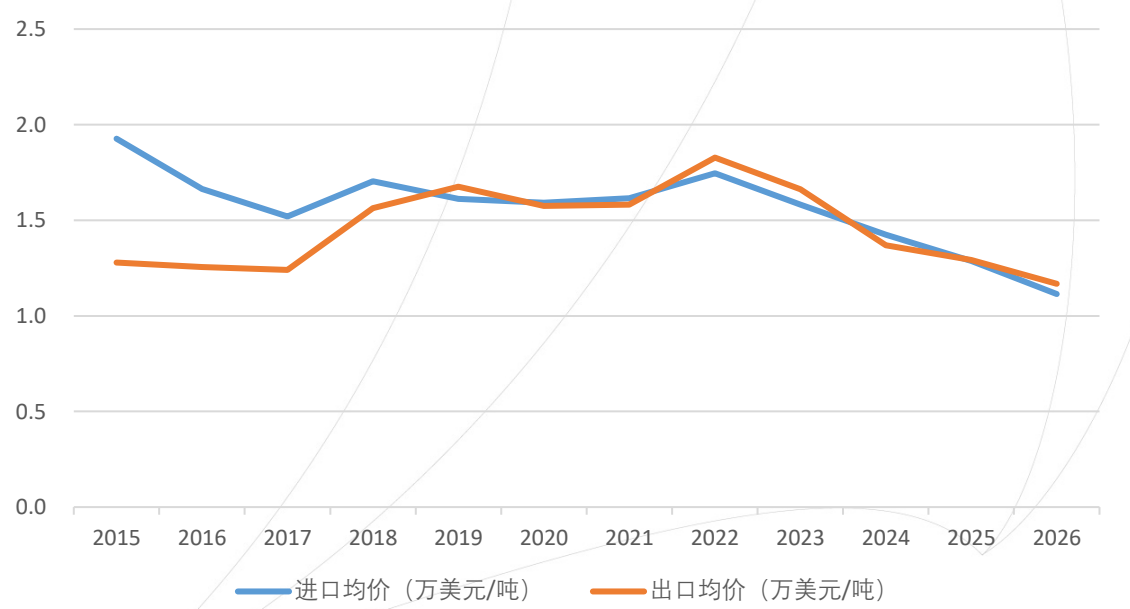
2.4 芳纶进出口及价格：22年开始为净出口，价格基本追平

- **进出口量：**我国从22年开始变成净出口国，出口价格也在22年实现反超进口价格，反应近几年国内芳纶产品力提升。
- **进出口价：**因缺乏市场价格数据，从进出口月度数据看，4月进口和出口均价在0.95万美金/吨和1.1万美金/吨，处于2015年以来的历史分位的4%和12%。

芳纶历年进出口数量（吨）&增速（%）



芳纶年度进出口价格（万美元/吨）



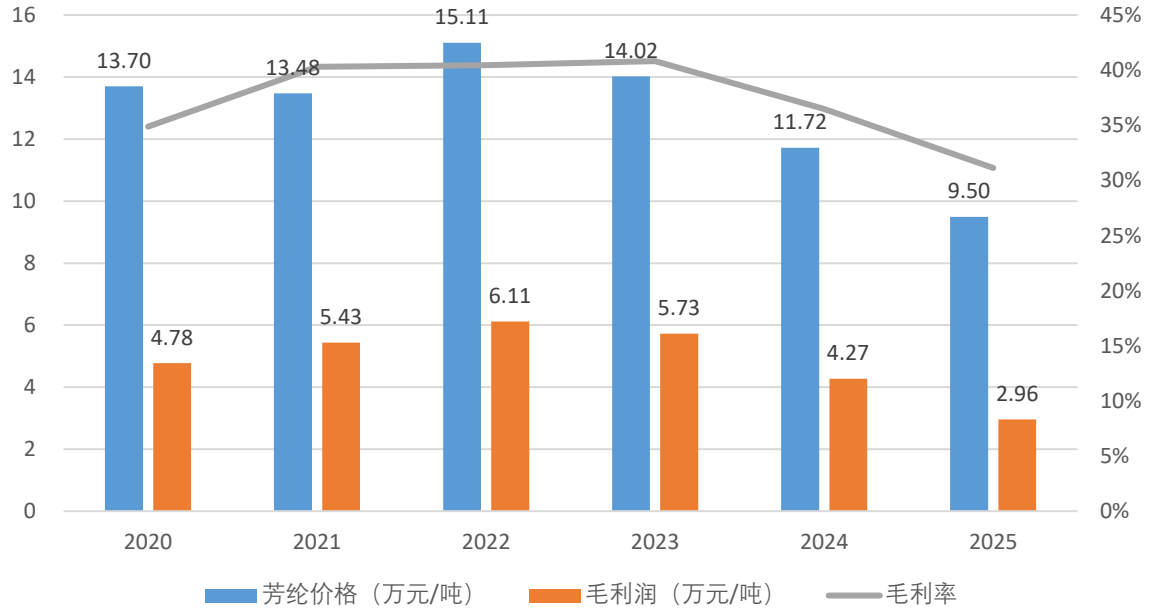
数据来源：iFind，萝卜投研，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.5 泰和新材芳纶价格及盈利情况：25年达到历史底部，有望回升

- **2025年价格及盈利达到底部：**从泰和新材披露数据看，芳纶均价从22年最高点15万元/吨降到25年的9.5万元/吨，单吨毛利润也从6万元/吨降低到不到3万元吨，毛利率从40.5%降低到31%。当前价格及盈利下降空间不大，另有AIDC需求驱动，海外已经率先提价，后续价格有望底部回升。

泰和新材芳纶均价、毛利润（万元/吨）及毛利率



数据来源：iFind，公司公告，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

投资主线1　自主可控-半导体材料

投资主线2　AI需求带动-芳纶

投资主线3　供给受控-氟化工

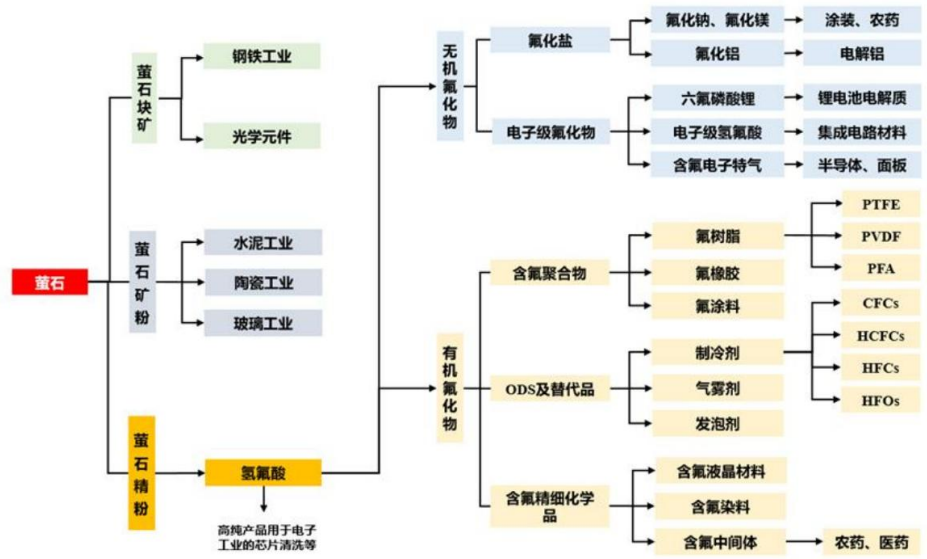
投资主线4　穿越周期-龙头白马

下载日志已记录，仅供内部参考

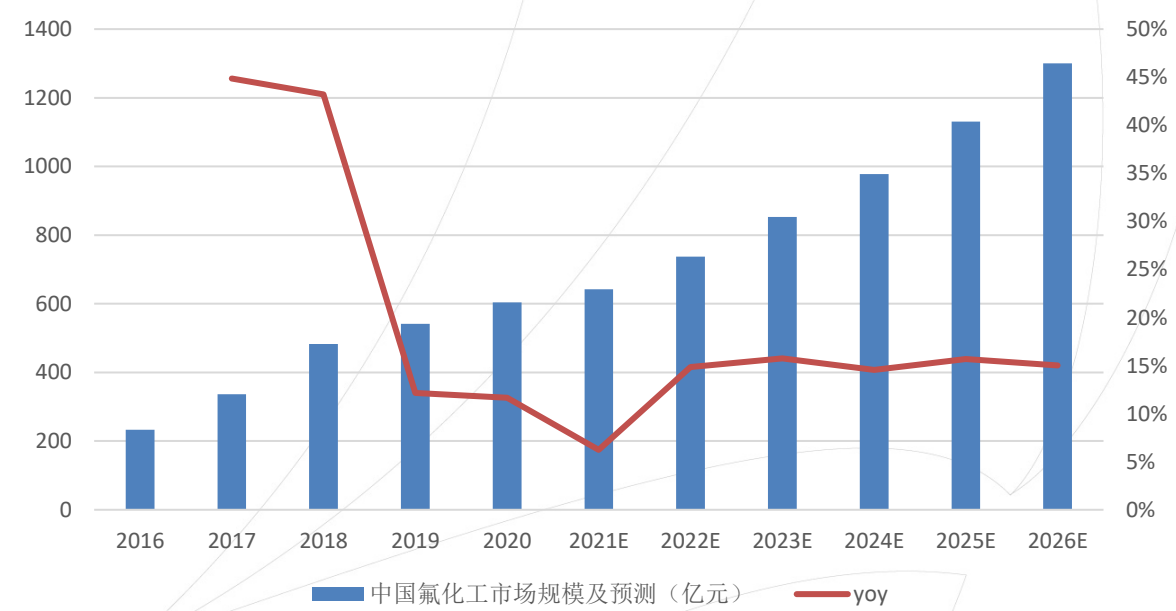
3.1 氟化工产业链：高端氟化工产品空间较大

- **氟化工产业链全景：**最上游萤石，是制取氢氟酸最经济、最关键的矿物原料；氢氟酸是氟化工产业链的起点。氟化工上游原料还有甲烷氯化物、液氯和电石。中游包括有机氟化物（包括制冷剂、氟聚合物、氟精细化学品三大块）和无机氟化物（包括氟化铝、冰晶石等氟化盐等产品）。
- **国内氟化工市场规模超600亿，未来复合增速14%：**根据前瞻产业研究院数据，2020年国内氟化工市场规模超过600亿元，2016-2020年复合增速达到27%，主要得益于下游空调制冷系统和新能源车行业对氢氟酸和六氟磷酸锂的需求拉动。未来氟化工行业市场规模逐年提升，复合增速14%，市场规模有望在2026年超过1300亿元。

氟化工行业全景图



氟化工市场规模及预测（亿元）



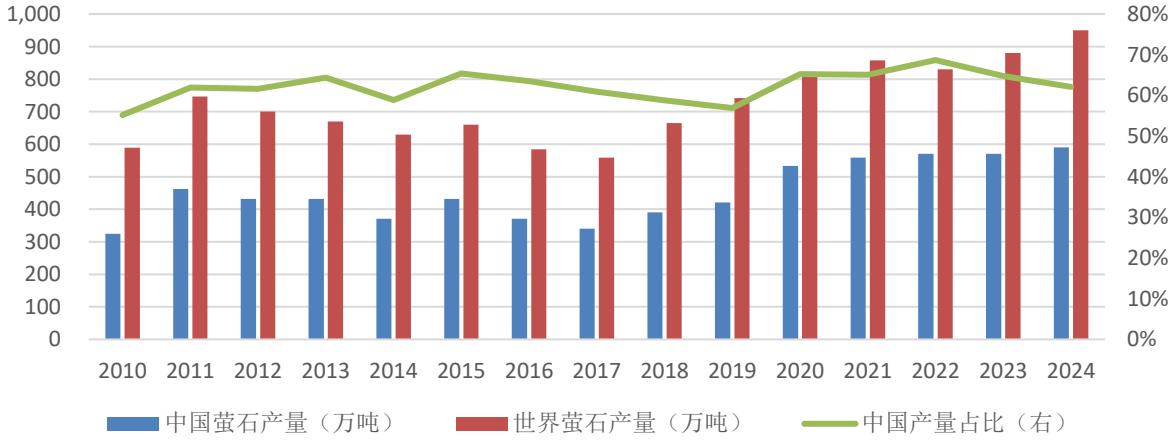
数据来源：前瞻研究院，金石资源公告，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

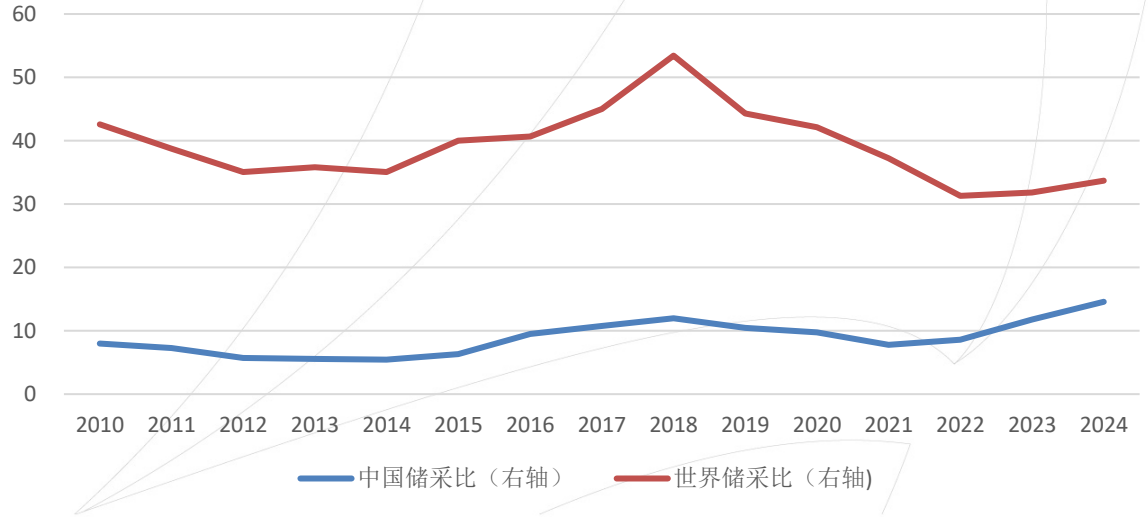
3.2 萤石供给端：我国是全球最大萤石产地，储采比低

- **萤石是我国战略性矿产资源：**我国2016年公布《全国矿产资源规划（2016-2020年）》，划定了24种“战略性矿产资源”，其中非金属矿产包括4种（磷、钾盐、晶质石墨、萤石）。萤石（CaF2）是工业中唯一可大量提供氟元素的矿物资源，又名“氟石”。
- **中国储采比低，资源安全需要加强：**根据USGS数据，2024年全球萤石总储量约3.2亿吨（100%氟化钙），较24年初公布的数据增加4000吨，其中中国储量从6700万吨提升至8600万顿（占比约27%），超越墨西哥成为全球第一。我国萤石资源开采过度，产量常年超过全球的60%，单一萤石矿山的储采比仅10余年，资源保障能力和安全亟待加强。2022年4月7日，工信部等六部委发布《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》解读中提出，保护性开采萤石资源，鼓励开发利用伴生氟资源，维护产业链供应链安全稳定。2024年3月8日，国家矿山安全监察局综合司发布关于开展萤石矿山安全生产专项整治的通知，供给端收缩有望带动价格中枢上行。

历年全球及中国萤石产量（万吨）及中国产量占比



中国及世界萤石储采比



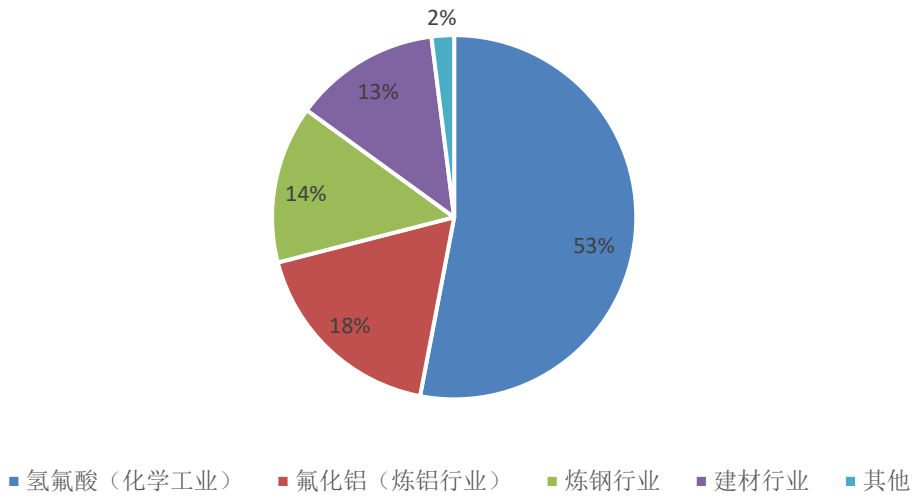
数据来源：金石资源公告，美国地质调查局 USGS，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

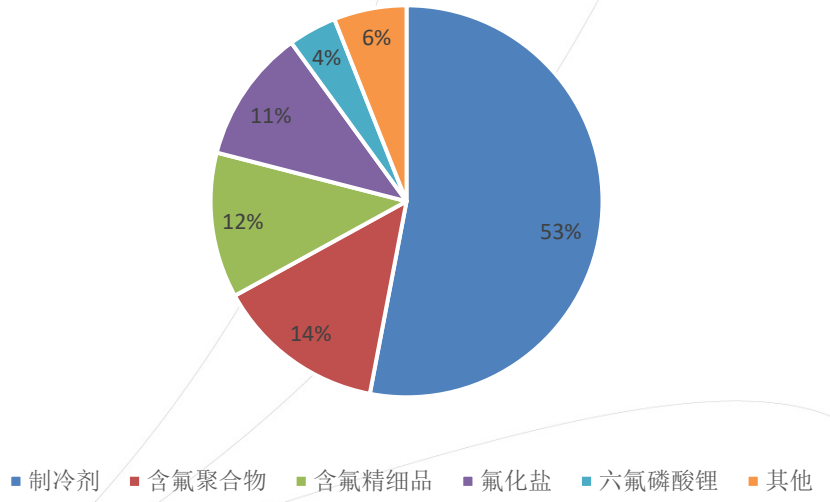
3.2 萤石需求端：下游行业增速3%-5%，我国是世界主要消费区

- **萤石下游需求：**萤石下游需求主要是氢氟酸（占比53%）、氟化铝（18%）、炼钢（14%）、建材（13%），根据氢氟酸、电解铝和粗钢产量增速，估计萤石需求增速在3%-5%左右。中国是全世界的主要萤石消费区，占比世界的60%。
- **下游制冷剂需求提振：**目前氢氟酸50%以上的下游需求为制冷剂，制冷剂主要下游领域为空调（占比78%）、冰箱（占比16%）、汽车（占比6%）。2024-2025年因天气、政策、出口等因素，空调排产较好，有力拉动了制冷剂需求，进而带动氢氟酸及萤石需求。

萤石下游应用



2021年氢氟酸下游需求结构



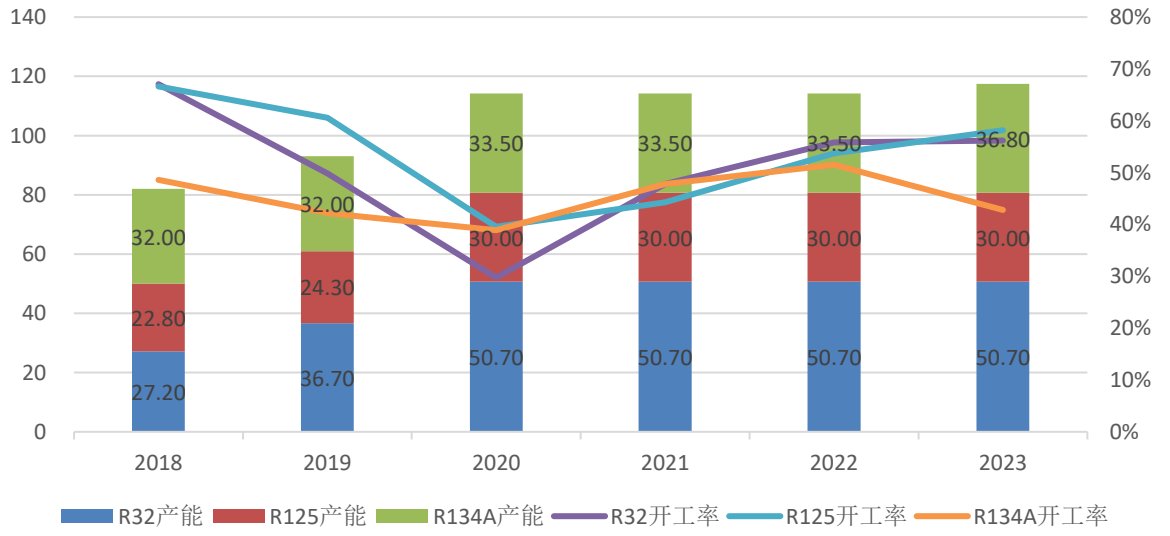
数据来源：USGS，通联数据，智研咨询，华创证券，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

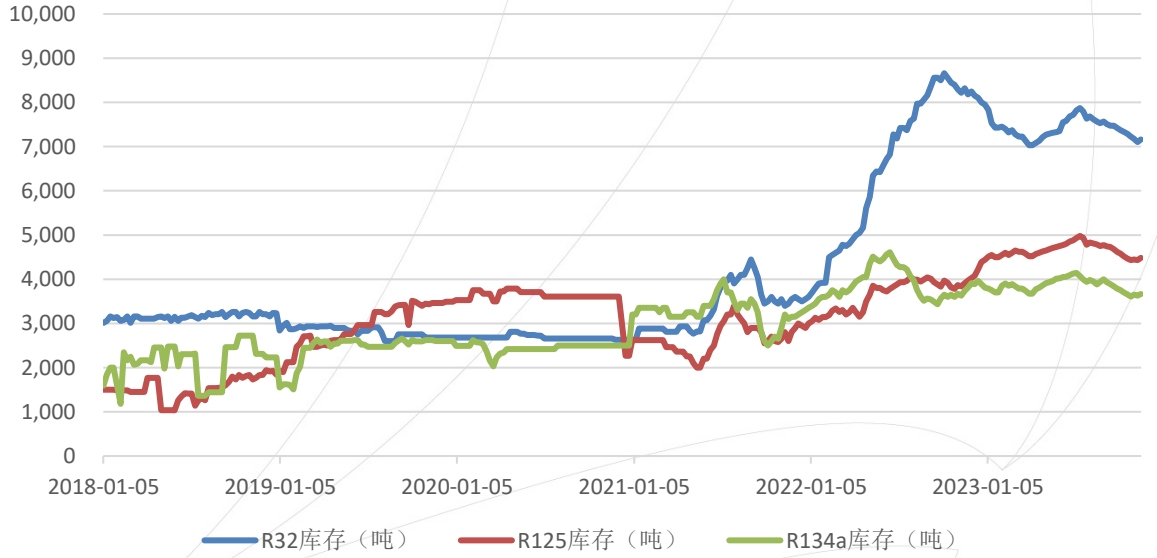
3.3 三代制冷剂配额敲定，制冷剂盈利底部反转

- **我国处于二代向三代制冷剂切换阶段：**一代制冷剂（CFCs）具有较高的臭氧消耗潜能（ODP）和全球变暖潜能（GWP），2010年在全球范围内淘汰。二代制冷剂（HCFCs）对臭氧层破坏相对较小，目前在发达国家已基本淘汰，在发展中国家逐渐淘汰。三代制冷剂（HFCs）不会对臭氧层造成破坏（ODP为0），但其温室效应较二代明显增加，目前发达国家已开始削减三代制冷剂用量，发展中国家正逐步用三代替代二代制冷剂。四代制冷剂（HFOs）不破坏臭氧层，温室效应较低，我国四代仍在初步探索阶段，因专利基本为外企垄断，产品价格较高，短期不具备大规模推广条件。
- **第三代制冷剂配额争夺期结束，产能扩张压力缓解：**根据二代制冷剂经验，2020-2022三年内三代制冷剂平均下游使用量将成为未来配额的主要参考指标，各家配额或将按照期间各企业市占率分配，2019年是三代制冷剂配额争夺的最后窗口，厂商纷纷投建产能。从库存来看，因配额争夺，三代制冷剂库存也在2022年10月达到高位。

R32、R125、R134A产能（万吨）及开工率（%，右）



三代制冷剂周度库存（吨）

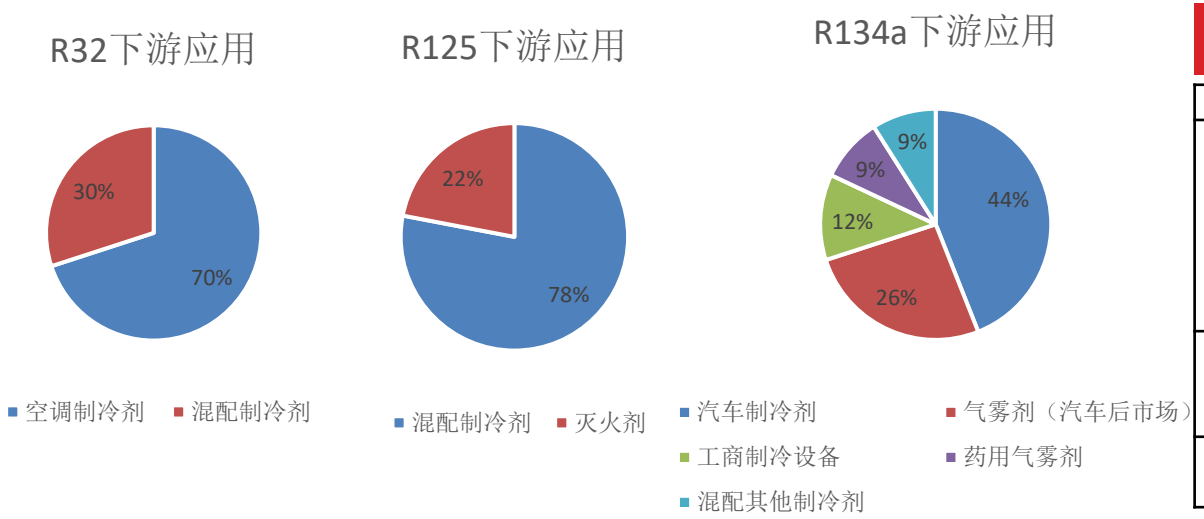


数据来源：通联数据，《关于消耗臭氧层物质的蒙特利尔议定书》，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 24年开始三代制冷剂执行配额制，制冷剂盈利向好

- **三代制冷剂主产品包括R32、R125和R134a：**三代制冷剂海外专利在2009-2011年失效，2012-2013年开始接棒二代应用。R32主要用于空调制冷及混配制冷剂，是替换R22的主要产品；R125主要用于混配及灭火器；R134a应用广泛，用于汽车制冷剂、气雾剂（汽车后市场）等。
- **中国是全球三代制冷剂最大的生产国、消费国：和出口国：**根据中化蓝天集团数据，2020年我国三代制冷剂总产能为168.3万吨，总产量为81.1万吨，出口量为17.3万吨。2019年《蒙特利尔议定书》基加利修正案生效，**我国（发展中国家第一组）**应自2024年将生产和使用冻结在基线水平（**9月21日生态环境部《2024年度氢氟碳化物配额总量设定与分配实施方案（征求意见稿）》**，基线是20 -22年HFCs 平均值+HCFCs 基线水平的65%，以二氧化碳当量计算）。2029年削减10%，2035年削减30%，2040年削减50%，2045年削减80%。**发展中国家第二组（印度、巴基斯坦、伊拉克等）**以2024-2026为基线年，2028年开始冻结，2032年削减10%，2037年削减20%，2042年削减30%，2047年削减85%。



全球HCFCs 和HFCs削减计划

国家	产品	2013	2015	2016	2019E	2020E	2024E	2025E	2030E
中国	第二代HCFCs	实施配额制生产	削减10%	累计削减20%		累计削减35%		累计削减67.5%	淘汰，保留2.5%的维修量
	第三代HFCs		政策：处置销毁的补贴安排				开始减少使用		
欧盟	第三代HFCs		冻结生产，开始逐步削减	开始限制应用，打击需求端					累计削减79%
美国	第三代HFCs				开始每年削减10%				

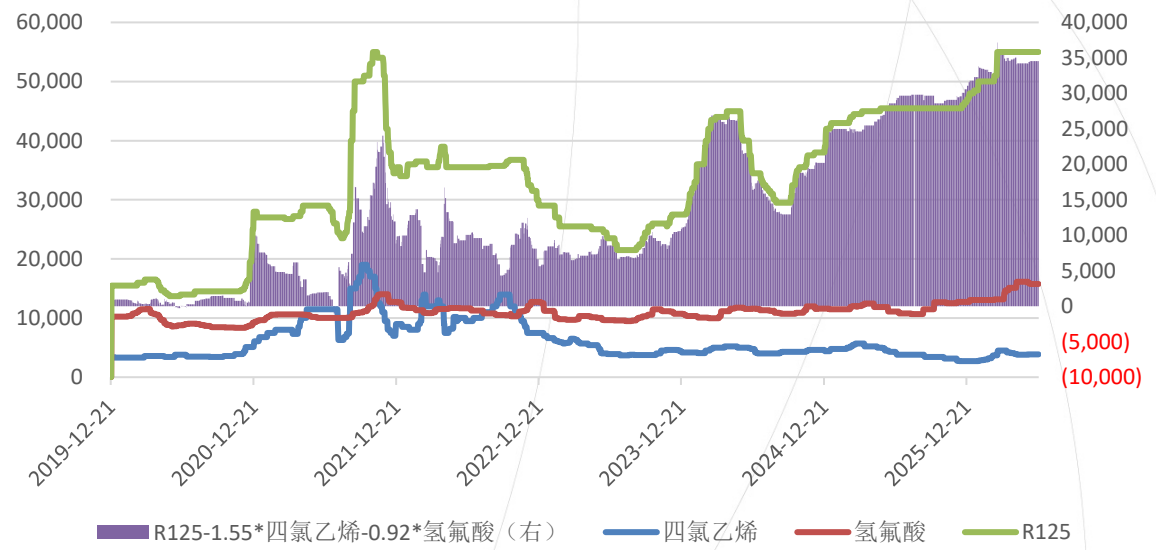
数据来源：华经情报网，广发证券，《蒙特利尔议定书》，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

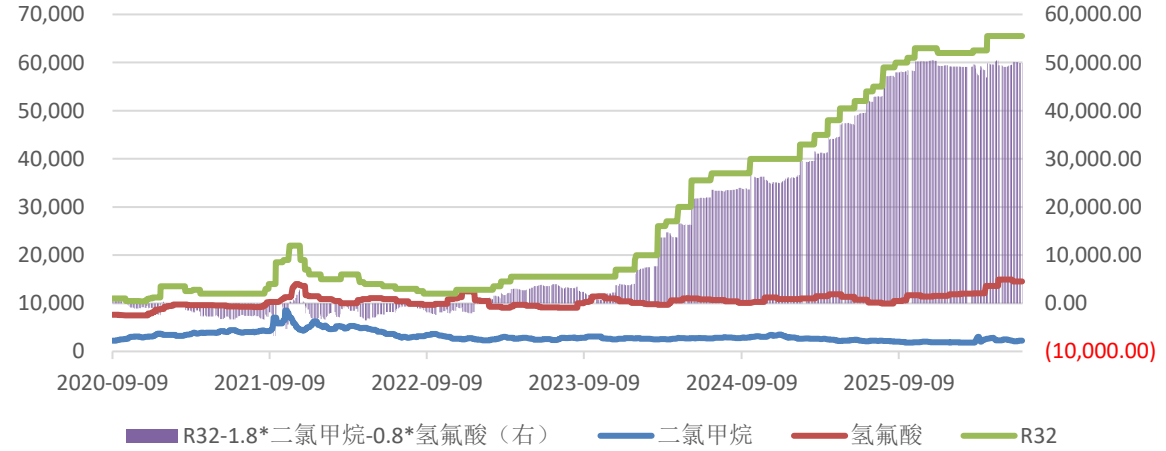
3.3 24年开始三代制冷剂执行配额制，制冷剂盈利向好

- **第三代制冷剂配额争夺期结束，主产品价格及价差底部反转：**因供给过剩，20-22年三代制冷剂大部分进入价差负值区间，22年底三代制冷剂配额争夺期结束，厂商格局基本确定，价格和价差底部向上。23年11月，生态环境部正式印发《2024年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》，三代制冷剂行业格局已定，景气反转，盈利稳步向上。26年6月生态环境部发布27年二代和三代制冷剂配额征求意见稿，与26年总量保持不变，R245fa转换规则优化，龙头企业巨化、东岳、三美等仍然占据主要份额。

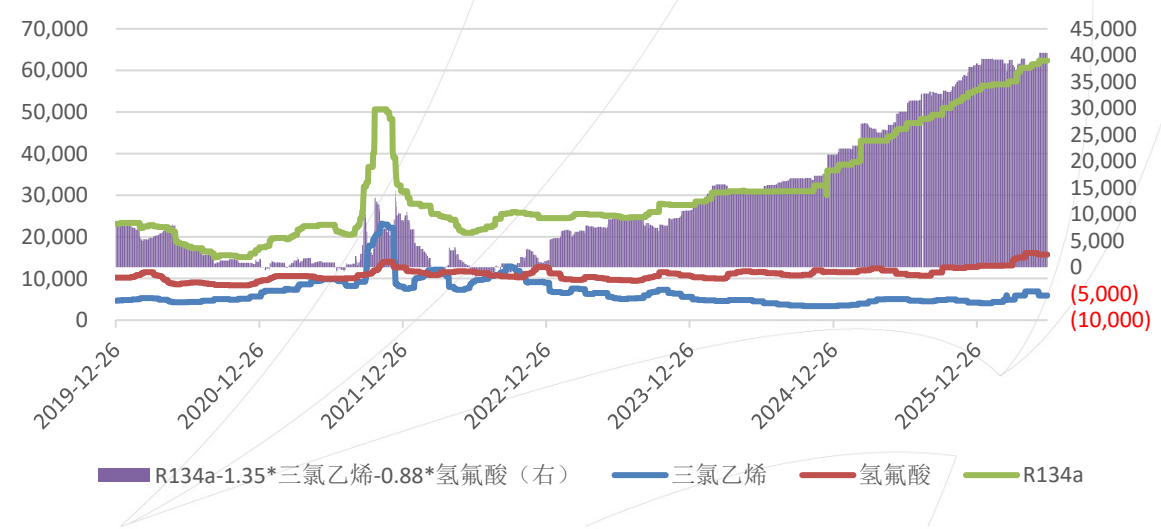
R125价格（元/吨）及价差（元/吨）



R32价格（元/吨）及价差（元/吨）



R134a价格（元/吨）及价差（元/吨）



数据来源：iFind，通联数据，生态环境部官网，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

投资主线1　自主可控-半导体材料

投资主线2　AI需求带动-芳纶

投资主线3　供给受控-氟化工

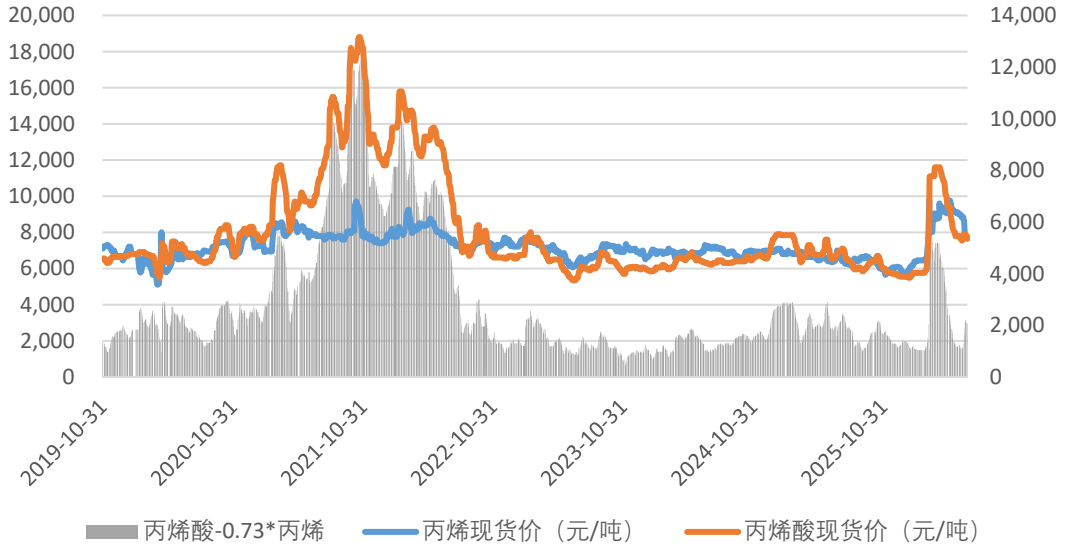
投资主线4　穿越周期-龙头白马

下载日志已记录，仅供内部参考

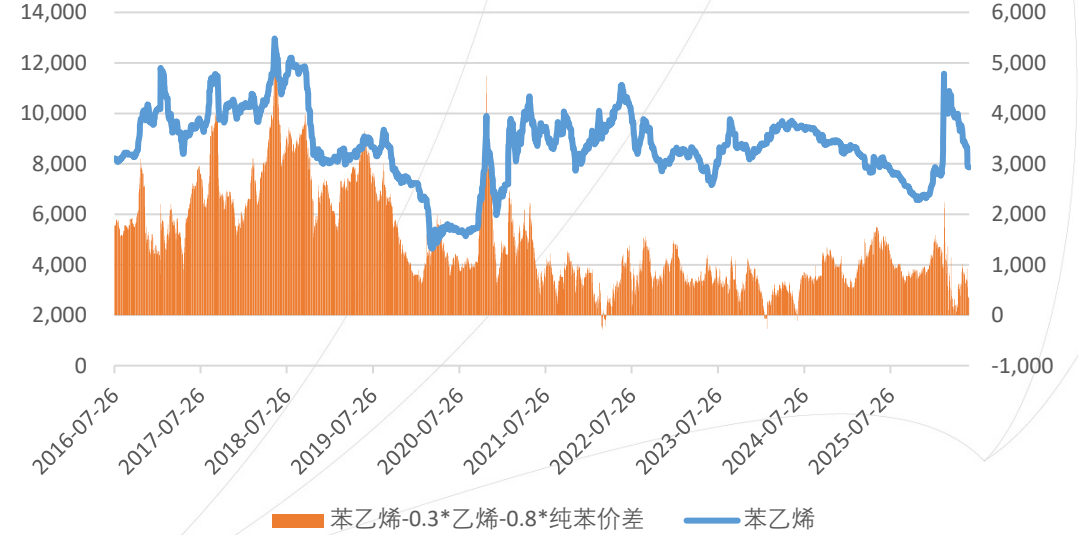
4.1 卫星化学：烯烃路线龙头，储备项目丰富

- **国内轻烃路线龙头：**公司具备C2乙烷裂解路线先发优势，拥有管道、码头、运输船舶等美国乙烷稀缺出口资源；另外在C3的PDH路线上逐步做深做长产业链，提升抗风险能力。原料端乙烷及丙烷价格维持低位，公司C2及C3产业链盈利稳定。
- **储备项目丰富，气头盈利性凸显：**1）公司α-烯烃技术走在国内前列。2023年6月，公司在连云港徐圩新区拟投资257亿元建设α-烯烃综合利用高端新材料产业园项目，建设包括250万吨α-烯烃轻烃配套原料、50万吨α-烯烃、60万吨POE、100万吨茂金属聚乙烯、80万吨PVC、1.5万吨聚α-烯烃、5万吨超高分子量聚乙烯等产品。其中三期项目2024年6月末开工，预计26年下半年建成投产，27逐步贡献业绩。四期项目暂缓，考虑国内或海外布局。2）4万吨EAA一期项目，16万吨SAP、30万吨高吸水性树脂、20万吨精丙烯酸等产能建设预计26年下半年逐步投产。

丙烯酸、丙烯价格及价差情况（元/吨）



苯乙烯价格及价差（元/吨）



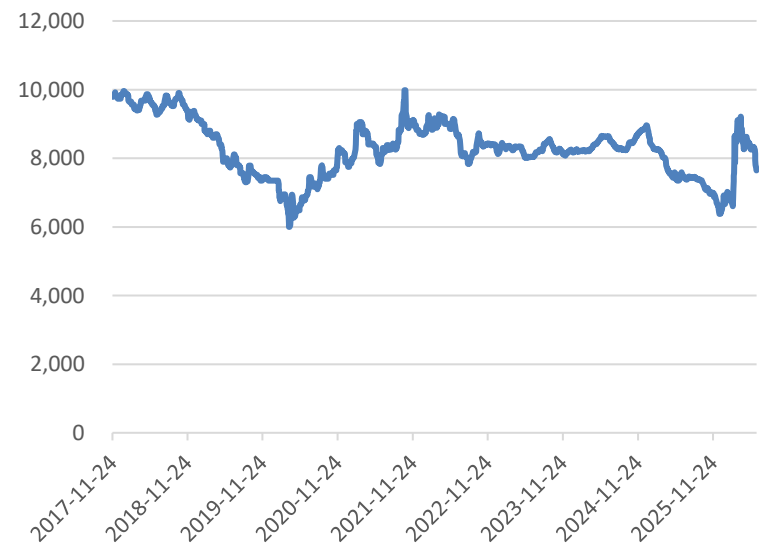
数据来源：iFind，公司公告，申万化工，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

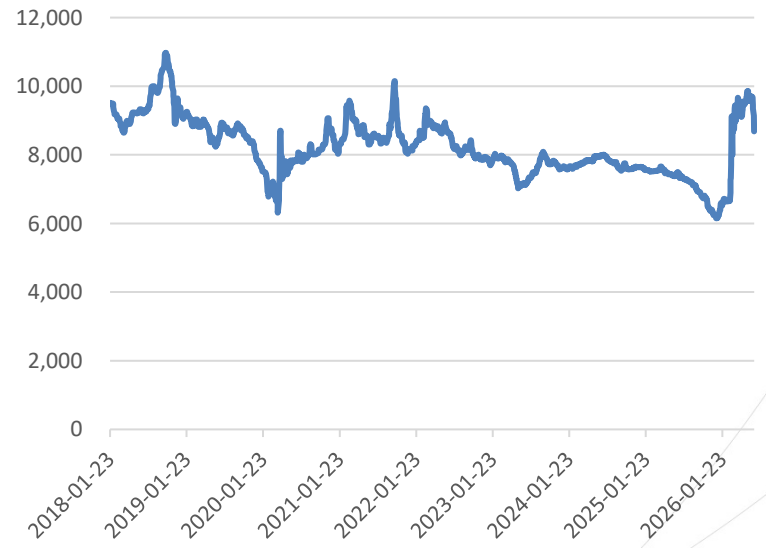
4.2 宝丰能源：煤制烯烃价差走扩后回调，在建项目支撑未来成长

- **主产品聚烯烃及焦炭价格低位：**25年聚乙烯和聚丙烯均价同比24年全年均价下滑11%和7%，而焦炭价格同比下滑24%，26年3月因美伊战争带动原油价格上行带动烯烃价格上涨，而公司属于煤制烯烃路线，煤炭价格稳定，受益于价差走扩，煤头相比油头和PDH路线优势明显，6月中旬开始产品价格随油价回调。焦炭板块23-25年因房地产带动钢材需求疲弱导致利润收窄，后续国家在城市基建、家电、设备以旧换新方面政策驱动，价差有望向上。
- **储备项目积极推进，未来成长可期：**2022年6月，公司300万吨/年煤焦化多联产项目正式投产，公司焦化产能从400万吨/年提升至700万吨/年。宁东三期50万吨/年煤制烯烃及项目50万吨/年C2-C5综合利用制烯烃项目，烯烃已于2023年9月投产，其中25万吨EVA于24年初投产。内蒙古一期300万吨/年煤制烯烃项目24年末逐步达产，储备项目方面，1）宁东四期项目于25年4月开工建设，计划26年底建成投产；2）新疆基地400万吨烯烃项目、内蒙二期烯烃项目正在积极推进。

聚乙烯价格（元/吨）



聚丙烯价格（元/吨）



焦炭价格（元/吨）



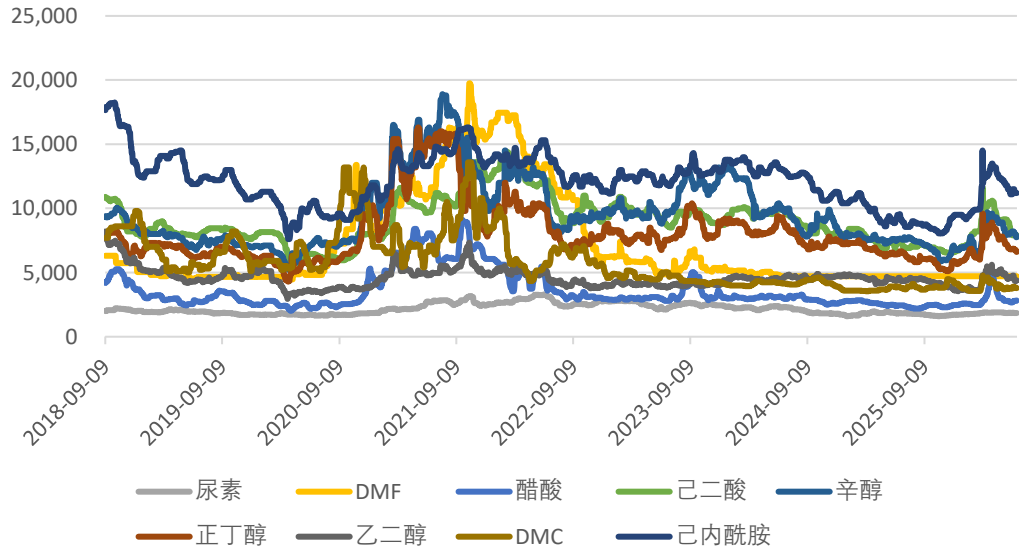
数据来源：iFind，公司公告，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

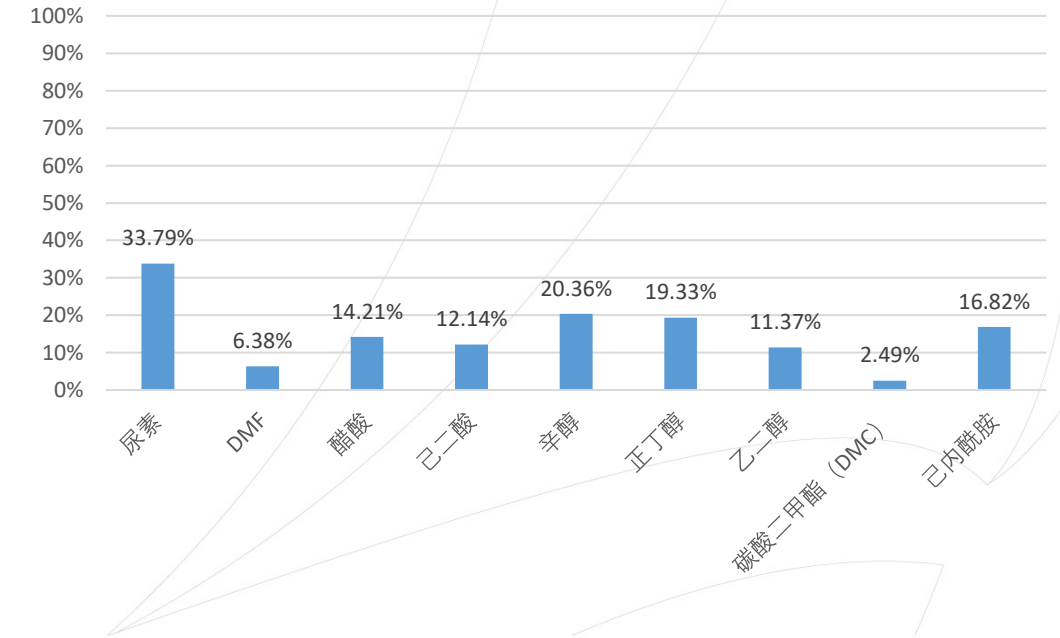
4.3 华鲁恒升：一头多线煤化工龙头，内部精细化挖潜+荆州二基地推动成长

- **产品价格底部震荡：**煤化工产品下游涉及衣食住行，经历22-25年周期下行及磨底阶段，25年末行业在“反内卷”自律协同下价格缓步上行，至26年3月开始因美伊战争影响，化工产品价格有明显上行,6月中旬开始局势缓和油价下行，化工品价格也随之回调。目前除尿素、辛醇价格分位数在20%以上，其他产品价格在20%历史分位以下，总体又回到底部位置。
- **德州本部布局新能源及新材料，荆州第二基地打开成长空间：**1）德州基地：德州第一、二套合成气老装置将陆续技改优化，提升运营销量。2）荆州基地：目前已经全面生产，立即启动一批高端化工项目，其中20万吨/年BDO已于2025年建成投产，30万吨/年TDI项目预计2027年投产。

主要煤化工产品价格低位（元/吨）



主产品当前价格（6月24日）所处历史分位



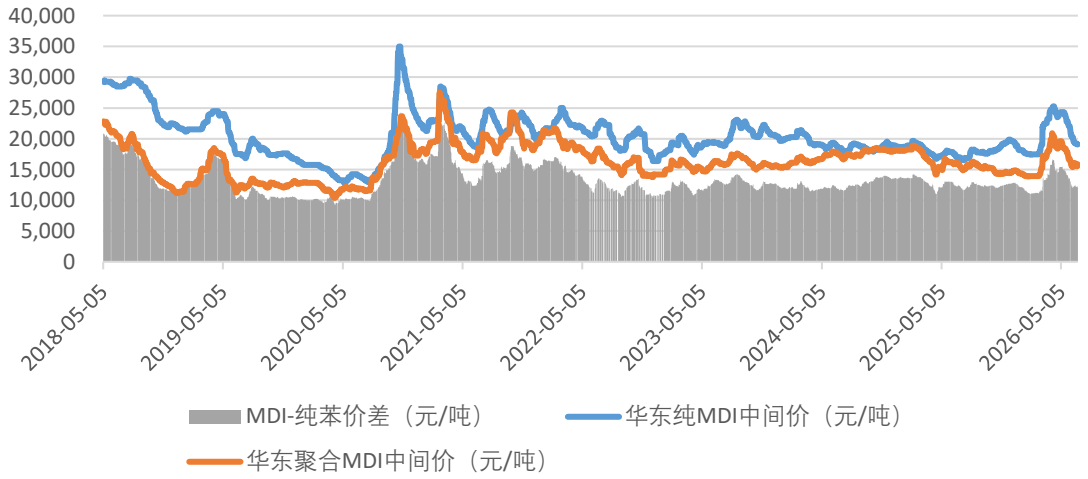
数据来源： Wind，公司公告，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

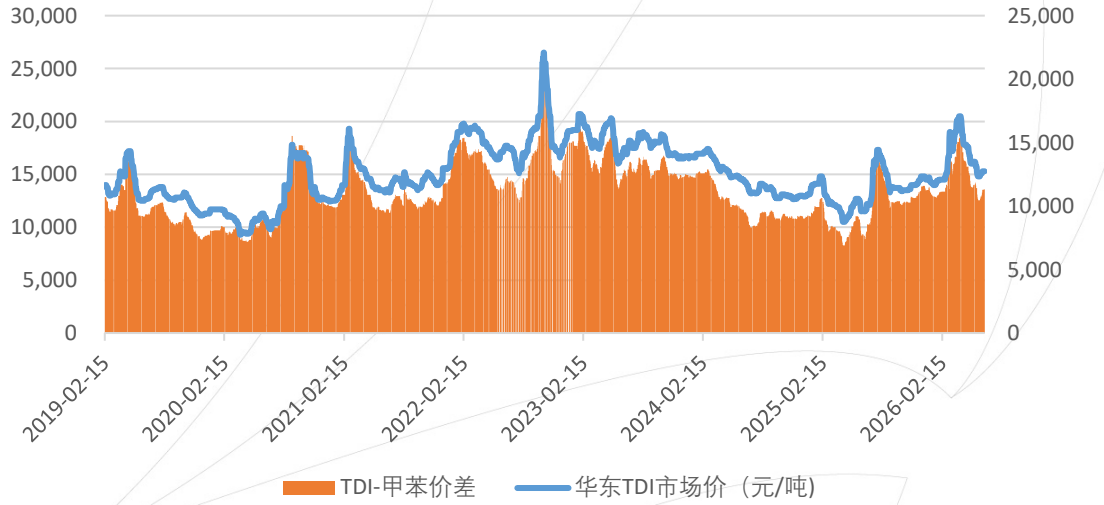
4.4 万华化学：全球聚氨酯龙头，底部向上弹性大

- **全球聚氨酯龙头，行业格局稳定，公司市占率抬升：**截至2025年，公司现有MDI产能380万吨，全球市占率35%居全球第一。后续福建基地将扩建70万吨，公司MDI产能将达450万吨，市占率提升至38%。公司聚氨酯成本在全球成本曲线最左侧，优势明显。现有TDI产能144万吨（国内119+海外25），25年8月万华福建TDI二期33万吨/年装置已建成投产，全球市占率42%居全球第一。长期看，全球聚氨酯新产能投放以万华为主，供给端可控，而需求端一旦底部向上，万华将充分受益。
- **石化提供低成本原料，新材料贡献新增长极：石化板块**现有75万吨丙烷脱氢（PDH）和百万吨乙烯一期项目，大乙烯二期120万吨/年的乙烯裂解及下游装置，于2025年4月一次开车成功；24年蓬莱一期90万吨PDH装置及配套项目开车成功。C2-C3产业链产品价格及价差处于历史低位，待需求回暖有望底部向上。**新材料板块**除现有特种胺、ADI 类、特种 PC、特种 TPU、水性涂料等产能继续扩张；在光伏、锂电等也加强布局，包括三元材料和磷酸铁锂等电池材料、PBAT和PLA等可降解材料、POE等高端聚烯烃材料、柠檬醛和薄荷醇等香精香料产品、有机硅胶、抛光液和抛光垫等半导体材料。

MDI价格及价差（元/吨）



TDI价格及价差（元/吨）



数据来源：iFind，公司公告，南京证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- **宏观经济增速低于预期：**假如受到不可抗力等事件影响，带来宏观经济增速显著低于预期，将影响化工行业生产及消费预期。
- **下游需求疲弱：**化工行业下游涉及各行各业，主要下游衣食住行等需求如果恢复不及预期，持续疲弱，将影响行业收入及利润。
- **原材料价格及化工产品价格大幅波动：**上游原材料价格及产品价格的大幅波动将打乱企业生产计划，影响企业收入及利润。
- **技术突破风险：**高端化工材料处于国产替代关键阶段，部分面临技术突破困难，进程受阻的风险，影响行业发展预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

- 作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

- 本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司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，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。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、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。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投资者私人投资建议。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，本公司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。
- 本公司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，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。
- 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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资评级说明

南京证券行业投资评级标准：

推　　荐：预计6个月内该行业指数相对沪深300指数涨幅在10%以上；
中　　性：预计6个月内该行业指数相对沪深300指数涨幅在-10%～10%之间；
回　　避：预计6个月内该行业指数相对沪深300指数跌幅在10%以上。

南京证券上市公司投资评级标准：

买　　入：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数涨幅在15%以上；
增　　持：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数涨幅在5%～15%之间；
中　　性：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数涨幅在-10%～5%之间；
回　　避：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数跌幅在10%以上。