

石油石化行业深度研究报告

PTA 与 MEG 供需格局优化推动加工费修复

- **PTA 与 MEG 盈利承压，但供给侧改善节奏分化。** 1) PTA 方面，2020-2025 年国内产能从 6224 万吨扩张至 10704 万吨，CAGR 为 11.5%，而同期需求增速仅 8%，供需长期错配；2025 年加工费均值跌至 261 元/吨，同比下降 26.1%，行业盈利深度承压。但供给拐点已至——2026 年无任何新增产能计划，为自 2019 年以来首次零投产，七年扩张周期就此终结，PTA 成为 PX-PTA-聚酯产业链中唯一零投产环节，加工费修复的供给侧条件已经具备。2) MEG 方面，2020-2025 年国内产能从 1554 万吨快速扩张至 3030 万吨，CAGR 为 14.3%；2022-2025 年行业长期处于亏损状态，2025 年 12 月毛利润触底至 -448 元/吨；2026 年预计新增产能 225 万吨，供需格局由宽松转向再平衡，盈利修复需要更多时间。
- **PTA 行业自律条件成熟，反内卷推进确定性强，加工费修复可期。** 1) 截至 2026 年 6 月 PTA 行业 CR7 达 67%，恒力、荣盛、新凤鸣、恒逸四家头部合计产能近 5000 万吨，寡头格局下龙头协调成本低，自律条件在当前化工品中最为成熟；2026 年零新增产能大幅降低了限产的后顾之忧，龙头主动协调产能投放节奏的意愿与能力同步提升。2) 2025 年 PTA 进口量仅 2 万吨，占表观消费量比例降至 0.03%，国内定价权已回归龙头企业；出口渠道持续拓展，2025 年出口量 382 万吨，目的地覆盖越南、埃及、阿曼、俄罗斯、土耳其等市场，为龙头限产提供了有效的库存消化通道。3) 需求侧支撑稳固，2026 年国内聚酯新增产能约 560 万吨形成刚性拉动，供需格局有望从结构性平衡加速向紧平衡演进，加工费修复弹性较大——PTA 每涨价 100 元/吨，测算新凤鸣、恒力石化利润弹性/公司市值分别达 2.3%和 0.9%。
- **MEG 供需有望转向再平衡，但景气底部特征明显。** 1) 2026 年新增产能 225 万吨中多数集中于下半年投产，上半年实质供给增量有限，叠加聚酯 560 万吨新增产能形成的需求拉动，上半年价格有望阶段性走强，下半年随产能逐步达产供给压力有所上升，节奏上预计前高后低。2) 2027-2028 年行业供需再平衡格局有望逐步确立；当前 MEG 价格和盈利承压，悲观预期较为充分，价格弹性释放空间较大，相关标的价值被低估；涨价 1000 元/吨情景下，测算东方盛虹利润弹性/市值比例达 1.5%，市值弹性在行业代表公司中最为突出。
- **建议关注：**恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、东方盛虹、桐昆股份、新凤鸣、中国石化、中国石油、万凯新材、华润材料。
- **风险提示：**1.原油价格波动风险；2.需求不及预期风险；3.出口风险；4.产业政策调整风险。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	代码	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB（倍）	评级
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E		
荣盛石化	002493.SZ	12.39	0.66	0.79	0.91	18.87	15.67	13.54	2.31	强推
恒力石化	600346.SH	17.22	1.58	1.93	2.16	10.91	8.90	7.99	1.63	强推
桐昆股份	601233.SH	22.99	1.28	1.58		18.00	14.52		1.40	强推
新凤鸣	603225.SH	19.25	1.16	1.38		16.55	13.95		1.60	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2026 年 8 月 5 日收盘价

石油石化 2026 年 08 月 05 日

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：邹骏程

邮箱：zoujuncheng@hcyjs.com

执业编号：S0360526030001

证券分析师：孙维容

邮箱：sunweirong@hcyjs.com

执业编号：S0360526020001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	50	0.01
总市值(亿元)	55,365.81	4.16
流通市值(亿元)	34,514.59	3.24

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-3.0%	13.2%	35.0%
相对表现	-6.7%	8.2%	10.7%



关研究报告

《石油石化行业周报(20260420-20260426)：4 月油头烯烃价差环比扩大，重点关注烯烃龙头宝丰能源和卫星化学》

2026-04-26

《石油石化行业周报(20260330-20260403)：WTI 价格历史性反超布伦特，OPEC+象征性上调产量配额至 20.6 万桶》

2026-04-06

《石油石化行业周报(20260323-20260327)：油价高位震荡，下游化工品持续顺价传导》

2026-03-29

投资主题

报告亮点

本报告基于详实数据，系统论证 PTA 与 MEG 供需格局优化推动加工费修复。报告指出，PTA 行业在 2026 年迎来长达七年扩张周期的终结，当年无新增产能，成为聚酯产业链中唯一零投产环节，其加工费存在明确的修复需求。与此同时，截至 2026 年 6 月 PTA 行业 CR7 约为 67%，龙头协调成本低，自律条件在当前化工品中最为成熟；2025 年进口量仅 2 万吨，国内定价权已回归龙头企业，反内卷推进确定性强。MEG 方面，2026 年新增产能多集中于下半年投放，上半年供需偏紧格局较为确定；2027-2028 年供需有望逐步转向再平衡，底部配置价值较高。

我们的观点：

PTA 方面，2026 年供给侧改善速度将超出市场预期。2026 年零新增产能为行业七年来首次，叠加约 900 万吨落后产能面临永久性退出压力，有效供给收缩将早于静态测算所反映的程度；需求端聚酯新增产能约 560 万吨形成刚性拉动，供需格局有望加速从结构性平衡转向紧平衡，加工费修复弹性集中在下半年释放。

MEG 方面，2026 年上半年存在阶段性偏紧窗口。2026 年新增产能 225 万吨多集中于下半年投产，上半年实质供给增量有限，叠加聚酯 560 万吨新增产能形成的需求拉动，上半年价格有望阶段性走强。2027-2028 年随新增产能大幅减少，供需格局有望转向再平衡，相关标的价值被低估。

投资逻辑

我们认为，芳烃产业链正迎来盈利修复的拐点，核心驱动力在于供给扩张放缓与需求端的稳健增长。中游 PTA，长达七年的扩产周期宣告终结，2026 年预计无新增产能，行业从结构性平衡转向紧平衡，长期受到挤压的加工费存在明确的修复空间；PTA 每涨价 100 元/吨，测算新凤鸣、恒力石化利润弹性/公司市值分别达 2.3%和 0.9%。下游聚酯领域，产能扩张有序放缓，行业集中度持续提升，龙头企业定价能力增强，同时出口市场保持强劲增长，成为消化产能、支撑盈利的关键。MEG 方面，当前价格和盈利承压，悲观预期较为充分，随着供需格局边际改善，相关标的具备较强的底部配置价值；涨价 2000 元/吨情景下，测算东方盛虹利润弹性/市值比例达 3.1%，弹性最为突出。

股价上涨催化

PTA 产能扩张放缓；开工率提升较难；需求与出口增长。

目 录

一、芳烃基本行业介绍	5
（一）什么是芳烃？	5
（二）芳烃产业链是怎么构成的？	5
二、PTA：反内卷政策催化，行业格局加速重塑	6
（一）PTA 反内卷政策：行业自律条件成熟，加工费修复确定性强	6
1、行业长期供需错配，25 年加工费承压至历史底部	6
2、截至 26 年 6 月 PTACR7 达 67%，龙头协调成本低，自律条件优于同类过剩行 业	6
3、2026 年零新增产能，为行业自 2019 年以来首次	6
4、约 900 万吨产能已完全停产，反内卷政策加速落后装置永久性退出	6
（二）进口依存度降至接近零，定价权已大幅回归国内龙头	6
1、进口占比降至接近零，国内定价权回归龙头企业	6
2、出口渠道充当双向调节阀，大幅降低龙头协同限产的边际成本。	7
三、PTA 扩产周期终结，加工费修复确定性强	8
1、供给端：行业扩产或接近尾声，看好供给端格局优化	8
2、需求端：内需稳健增长，外需阶段性受阻	10
3、行业供需格局：供给收缩主导，市场重返紧平衡	11
4、价格与利润：加工费触底，未来有望修复	12
5、相关公司利润弹性测算	13
四、MEG：供需持续放量，行业利润承压	14
1、供给端：供给稳步增长，进口依赖度仍存	14
2、需求端：内需稳健复苏，下游消费结构稳定	16
3、供需格局：由宽松转向再平衡，景气底部特征明确	17
4、价格与利润：行业利润承压	18
5、相关上市公司利润弹性	19
五、建议关注标的	20
六、风险提示	20

图表目录

图表 1 芳烃产业链构成	5
图表 2 PTA 进口比例持续下降	7
图表 3 PTA 产能	8
图表 4 2026 年 PTA 行业产能占比	8
图表 5 PTA2027 年预计投产情况	9
图表 6 PTA 产量	9
图表 7 PTA 开工率	9
图表 8 PTA 表观消费量	10
图表 9 PTA 实际消费量	10
图表 10 PTA 下游消费	10
图表 11 PTA 出口量	11
图表 12 2025 年 PTA 出口对象	11
图表 13 PTA 供需平衡表	12
图表 14 PTA 加工费	12
图表 15 PTA 相关上市公司利润弹性测算	13
图表 16 MEG 产能	14
图表 17 2026 年 MEG 行业产能占比	14
图表 18 MEG 新增产能项目集中于 2027 年	14
图表 19 MEG 产量持续增长	15
图表 20 煤制 MEG 开工率	15
图表 21 乙烯制 MEG 开工率	15
图表 22 MEG 进口量	16
图表 23 2025 年 MEG 进口来源	16
图表 24 MEG 表观消费量	16
图表 25 MEG 实际消费量	16
图表 26 MEG 下游消费量	17
图表 27 MEG 供需平衡表	18
图表 28 MEG 毛利润	19
图表 29 MEG 相关上市公司利润弹性测算	19

一、芳烃基本行业介绍

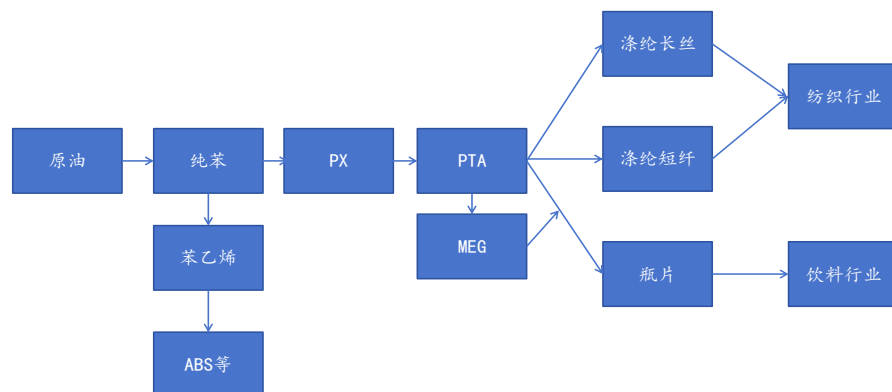
（一）什么是芳烃？

芳烃是重要的基本有机化工原料，主要包含苯、甲苯、二甲苯。其中，二甲苯中的对二甲苯（PX）主要用于生产精对苯二甲酸（PTA），进而生产聚酯（PET），构成了上下游紧密联系的 PX-PTA-PET 芳烃产业链。PET 下游生产的涤纶、瓶片、薄膜等，已经成为人们生活不可或缺的必需品，具有庞大的产业规模 and 市场需求。

（二）芳烃产业链是怎么构成的？

芳烃产业链始于原油，其核心中间体是纯苯。纯苯通过两条主要路径向下游延伸：一方面转化为对二甲苯（PX），进而生产精对苯二甲酸（PTA），PTA 与乙二醇（MEG）聚合后可制成涤纶（包括长丝和短纤），广泛应用于纺织服装领域，也可制成瓶级聚酯切片，用于饮料包装。另一方面，纯苯可生产苯乙烯，并进一步加工成为 ABS 树脂等重要塑料材料。整体而言，该产业链将上游石油资源，通过系列精深加工，最终紧密关联到人们的日常衣着、饮料消费及多种工业制品之中。

图表 1 芳烃产业链构成



资料来源：王澈，《炼化企业纯苯产业发展现状及分析》，华创证券

二、PTA：反内卷政策催化，行业格局加速重塑

（一）PTA 反内卷政策：行业自律条件成熟，加工费修复确定性强

1、行业长期供需错配，25 年加工费承压至历史底部

2020-2025 年 PTA 产能由 6224 万吨扩张至 10704 万吨，CAGR 达 11.5%，而同期需求复合增速仅 8%，供需长期错配。2025 年加工费均值跌至 261 元/吨，同比下降 26.1%。过剩压力下各企业为维持现金流被迫维持甚至提高开工率，加工费持续被压缩至历史底部，修复需要外力打破这一僵局。

2、截至 26 年 6 月 PTA CR7 达 67%，龙头协调成本低，自律条件优于同类过剩行业

反内卷政策的落地效果，本质上取决于行业结构而 PTA 的行业集中度在当前过剩品种中处于较高水平。对比同样面临过剩压力的其他品种：截至 2026 年 6 月 MEG CR6 仅约 37%，参与主体众多，协调难度大，反内卷政策推进效果相对有限。PTA 则截然不同——截至 2026 年 6 月 CR7 达 67%，恒力、新凤鸣、荣盛、恒逸四家头部合计产能近 5000 万吨，寡头格局下协调成本低，一旦头部形成共识，中小装置跟进意愿远大于偏离动机，行业自律具备较强的可执行性。

3、2026 年零新增产能，为行业自 2019 年以来首次

2026 年零新增产能，龙头限产的顾虑降低。在扩产周期持续期间，任何一家企业主动限产都面临被新进产能抢占市场份额的风险，自律行为难以持续。2026 年零新增产能大幅降低了这一顾虑——无增量产能入市，限产收益主要留存于现有龙头之间，主动协调产能投放节奏的意愿与能力同步提升。

4、约 900 万吨产能已完全停产，反内卷政策加速落后装置永久性退出

当前约 900 万吨装置有效产能为零，落后装置在反内卷政策推进下面临永久性退出压力。据百川盈孚，当前 PTA 行业有效产能为零的装置合计约 909 万吨，涉及绍兴华彬、扬子石化、蓬威石化、辽阳石化等 11 家企业；此外，福海创、逸盛石化、英力士、汉邦江阴 4 家企业合计约 360 万吨产能处于部分闲置状态。其中有效产能为 0 的装置单线规模普遍在 100 万吨以下，与行业龙头的大型一体化装置相比竞争劣势明显。随着反内卷政策推进，这类装置面临主动延长检修或因持续亏损永久关停的双重压力，有效供给的实质性收缩将早于供需平衡表静态测算所反映的程度。

（二）进口依存度降至接近零，定价权已大幅回归国内龙头

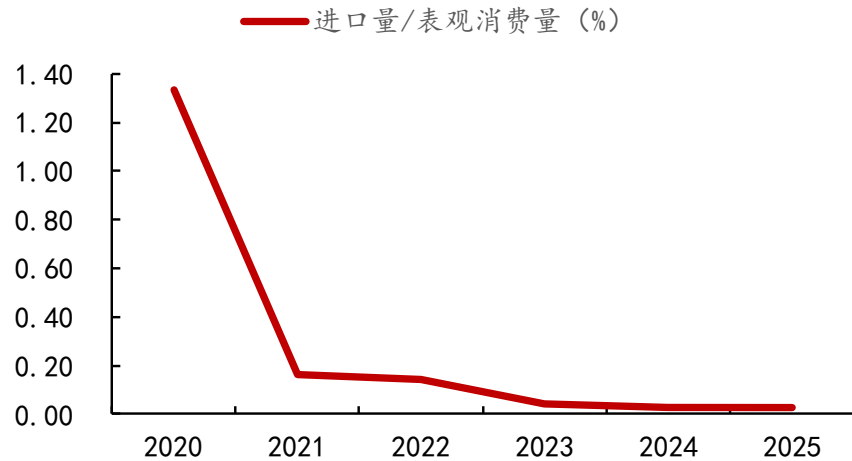
1、进口占比降至接近零，国内定价权回归龙头企业

国内 PTA 自给率已接近 100%，海外货源对国内价格的影响力基本消失。2020 年 PTA 进口量为 62 万吨，占表观消费量比例约 1.3%；2025 年进口量已降至 2 万吨，占表观消费量比例仅 0.03%，出口量则从 85 万吨扩张至 382 万吨，国内龙头的定价行为不再受外部产能牵制。

2、出口渠道充当双向调节阀，大幅降低龙头协同限产的边际成本。

当国内协同控量时，多余产量可通过出口消化，国内流通库存收紧而不至于引发下游聚酯恐慌性备货，限产的代价因此显著降低。2025 年 PTA 出口目的地覆盖越南、埃及、阿曼、俄罗斯、土耳其、印度等多个市场，前五大目的地合计占比约 59.5%，单一市场依赖度低，出口节奏的灵活调节空间较大。国内供需偏紧时可适度收缩出口以支撑价格，宽松时放量出口以消化库存，这一机制在全球化工品中并不多见，是 PTA 反内卷能够持续推进的重要外部条件。

图表 2 PTA 进口比例持续下降



资料来源：百川盈孚，华创证券

三、PTA 扩产周期终结，加工费修复确定性强

1、供给端：行业扩产或接近尾声，看好供给端格局优化

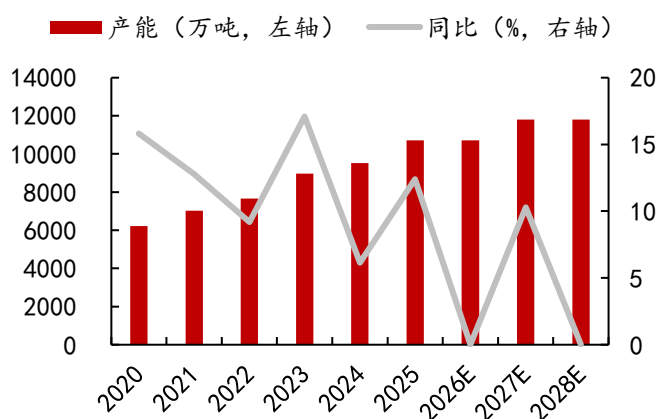
国内 PTA 产能快速扩张。1) 2020 年至 2025 年间，国内 PTA 行业扩产进程不断加快，行业产能由 6224 万吨扩张至 10704 万吨，年均复合增速达到 11.5%。2) 2025 年，PTA 新增盛虹 250 万吨，三房巷 320 万吨，新凤鸣 300 万吨产能。

经过上一轮扩产以后，当前 PTA 行业集中度已达到较高水平。1) 据百川盈孚数据，截至 2026 年 6 月，国内 PTA 行业产能前七名分别为恒力石化、新凤鸣、荣盛石化、恒逸石化、盛虹集团、福建能源石化、桐昆股份，行业产能 CR7 约为 67%。2) 当前国内 PTA 行业集中度较高，龙头企业具备一定的定价权，同时也为行业自律与反内卷创造了良好的条件。

2026 年国内无新增产能计划，结束了长达 7 年的扩张周期，供应压力大幅减轻。1) 福海创 300 万吨装置预计 2027 年 1 月投产、乌鲁木齐石化 200 万吨装置预计 2027 年 7 月投产、九江石化 300 万吨装置及桐昆广西 300 万吨装置均预计 2027 年 12 月投产，对 2026 年供应无影响。作为 2026 年聚酯产业链中唯一零投产环节，PTA 加工费存在修复需求。2) 行业从结构性平衡向紧平衡演进。与此同时，随着国家“反内卷”政策的推进，部分 200 万吨以下的小规模装置可能面临永久性关停，行业有效产能将更加集中于恒力、荣盛、恒逸等头部龙头。

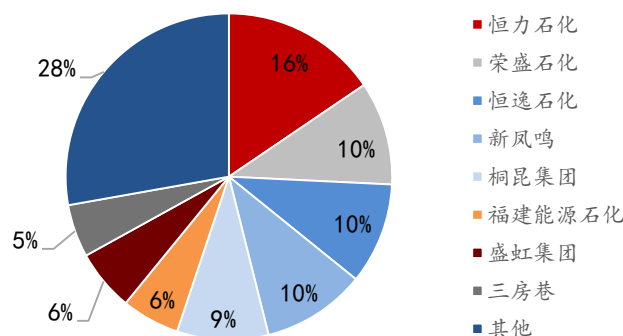
2026-2028 年，中国 PTA 产能扩张呈现阶段性特征：2026 年零新增，2027 年新增 1100 万吨，2028 年再次无新增。1) 新增项目以现有 PTA 企业扩建为主，部分下游企业向上游原料环节拓展，持续完善从“原油-PX-PTA-聚酯”的全产业链布局。2) 行业经历产能过剩与洗牌去产能后，新增供给节奏放缓，供应格局有望逐步优化。

图表 3 PTA 产能



资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 4 2026 年 PTA 行业产能占比



资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 5 PTA2027 年预计投产情况

企业	项目	产能（万吨）	预计投产时间
福建福海创石油化工有限公司	年产 300 万吨 PTA 扩建项目	300	2027 年 1 月
中国石油天然气股份有限公司乌鲁木齐石化分公司	200 万吨/年精对苯二甲酸（PTA）项目	200	2027 年 7 月
中国石油化工股份有限公司九江分公司	九江石化 300 万吨/年 PTA 项目	300	2027 年 12 月
广西桐昆石化有限公司	桐昆钦州绿色化工基地一期化工新材料项目	300	2027 年 12 月
预计 2027 年新增产能合计		1100	

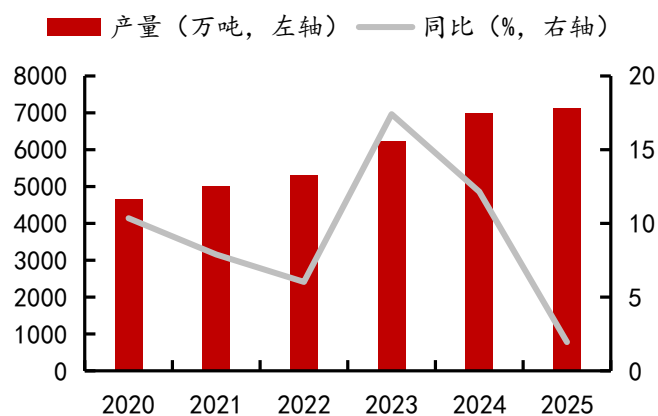
资料来源：百川盈孚，华创证券

产量呈逐年增长趋势，但产量增速慢于产能增速。1) 2020 年至 2025 年间，PTA 产量由 4646 万吨提升至 7134 万吨，年均复合增速为 8.96%。2) 2025 年 PTA 产量为 7134 万吨，同比上涨 2%。3) 因此尽管投产增速较高，但 PTA 实际供应增量比较有限。

当前 PTA 行业开工率处于近年来偏低水平。据百川盈孚数据，2026 年 1-6 月国内 PTA 行业月度开工率分别为 75.70%、74.79%、78.49%、71.20%、63.09%和 66.51%。5 月开工率明显下滑，6 月环比回升 3.42 个百分点，但仍低于一季度水平。

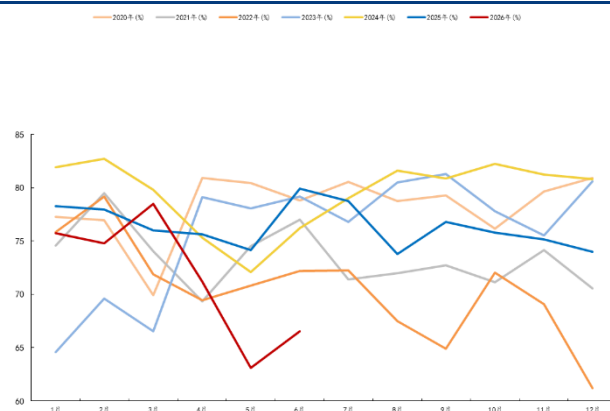
国内 PTA 市场变化存在季节性波动，预计 2026 年国内 PTA 产量及产能利用率与往年基本持平。1) 首先从年度内季节性波动方面来看，春节前后窄幅波动、历史上二季度相对平稳、三季度回升、四季度偏弱整理；但 2026 年二季度实际表现为先降后升。2) 其次从月份规律来看，年初受春节因素影响较大、年中震荡波动加剧、金三银四，金九银十小旺季明显。3) 2026 年，国内 PTA 行业经历产能过剩期及洗牌去产能期，在下游聚酯刚性需求支撑下。据金联创化工预测，PTA 产能利用率或维持 70%-85%之间波动，产量或有所回升，但增幅有限。

图表 6 PTA 产量



资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 7 PTA 开工率



资料来源：百川盈孚，华创证券

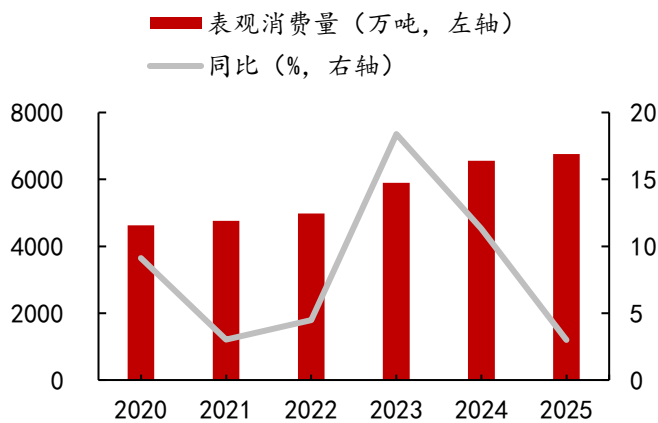
2、需求端：内需稳健增长，外需阶段性受阻

PTA 国内需求量稳步增长，2025 年放缓。1) 伴随下游聚酯纤维、瓶片及薄膜需求的稳步增长，2020-2025 年间国内 PTA 表观消费量由 4623 万吨持续提升至 6754 万吨，年均复合增速达到 7.87%，其中 2023-2024 年表观消费量增速分别达到 11.32%、18.4%，2025 年放缓至 3.0%。2) 实际消费量由 2020 年的 4555 万吨提升至 6780 万吨，年均复合增速达到 8.28%，其中 2023-2024 年的实际消费量增速分别为 18.19%和 11.32%，2025 年放缓至 3.6%。

PTA 的主要需求为生产化纤产品，1) 此类需求占比达到 98%。2) 2025 年化纤领域 PTA 消费量为 6619 万吨，同比 24 年增加 780 万吨，其他化工领域消耗 PTA 在 135 万吨左右，同比 24 年增加 16 万吨。

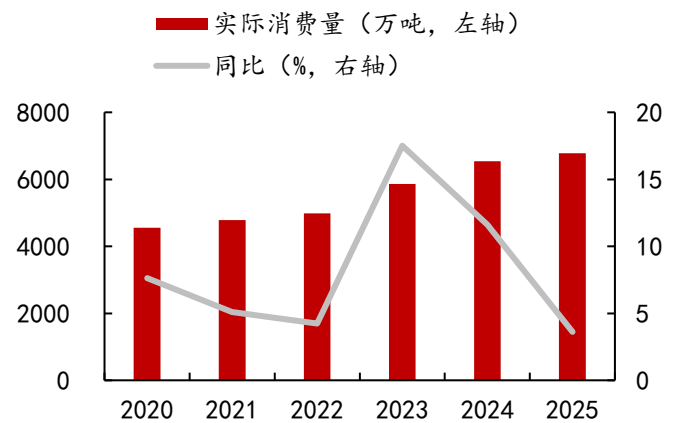
我们预计，2026 年 PTA 行业景气度有望在全年维度上实现修复。从需求侧看，2026 年国内聚酯行业计划新增产能约 560 万吨，产能增速维持在 7%，新产能主要集中在前三季度投产，将转化为对 PTA 的刚性需求增量；上半年受季节性淡旺季切换影响，需求节奏有所波动，但全年需求增长具有较强确定性。

图表 8 PTA 表观消费量



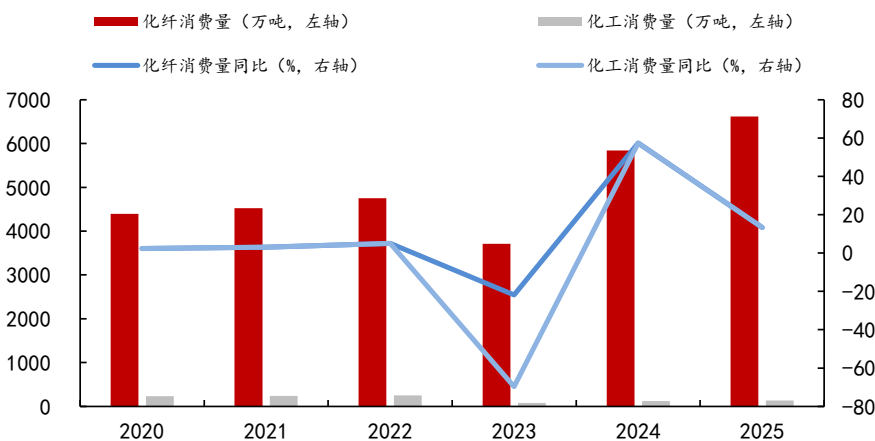
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 9 PTA 实际消费量



资料来源：百川盈孚，华创证券

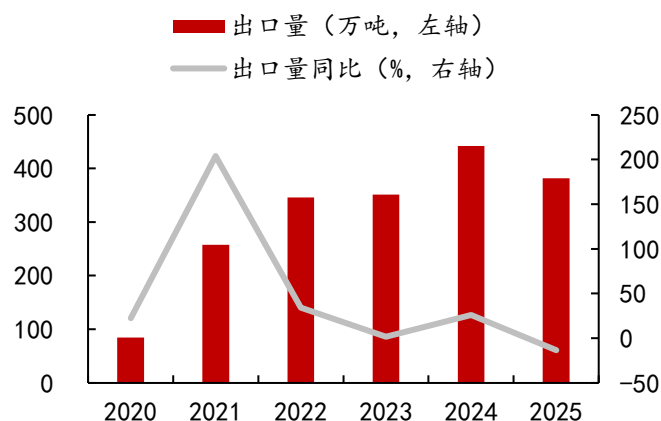
图表 10 PTA 下游消费



资料来源：百川盈孚，华创证券

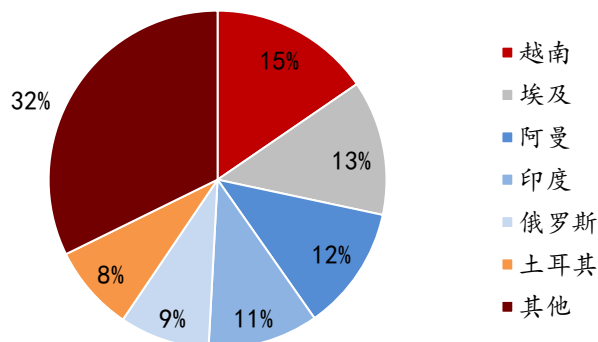
出口方面，PTA 出口量持续增长，2025 年有所下降。1) 2020-2025 年 PTA 出口总量由 85 万吨增长至 2025 年的 382 万吨，年均复合增速达 35.1%。2025 年出口总量 382 万吨，同比下降 13.6%。2) 2020 年，国内 PTA 进口量、出口量分别为 62、85 万吨。2021 年起，伴随国内 PTA 在建产能的陆续落地，PTA 进口量大幅下降，截至 2025 年已降至 2 万吨。3) 出口对象主要为东南亚和中东国家，2025 年 1-12 月，PTA 出口目的地前五为越南、埃及、阿曼、印度和俄罗斯，占比分别为 15%、13%、12%、11%和 9%。

图表 11 PTA 出口量



资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 12 2025 年 PTA 出口对象



资料来源：百川盈孚，华创证券

3、行业供需格局：供给收缩主导，市场重返紧平衡

2020-2025 年 PTA 市场总体呈现动态平衡。此阶段产能从 6224 万吨快速扩张至 10704 万吨，但消费量从 4555 万吨增至 6780 万吨，出口量从 85 万吨跃升至 382 万吨，有效消化了产能增量，整体维持紧平衡格局，年度供需缺口保持在较小范围内波动。

2026 年供需格局加速改善，市场逐步走向紧平衡。零新增产能叠加需求端聚酯新增产能约 560 万吨的刚性拉动，预计全年 PTA 产量同比增长约 5.0%，实际消费量同比增长约 5%，供需总体趋于平衡。上半年因春节后需求季节性回落面临短暂累库压力，价格区间震荡；下半年随聚酯旺季启动、开工率回升及 PX 成本支撑，价格重心有望上移，加工费修复有望延续。

2027-2028 年供需维持紧平衡，加工费修复周期有望延续两到三年。2027 年新增产能 1100 万吨虽陆续落地但爬坡周期较长，难以在当年形成有效供给增量；2028 年随产能逐步达产，供需格局仍维持偏紧区间。需求端聚酯产能稳健增长及出口市场持续拓展提供坚实支撑，龙头企业定价权的回归将推动加工费中枢震荡上行。

图表 13 PTA 供需平衡表

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PTA 产能（万吨）	6224	7019	7664	8974	9524	10704	10704	11804	11804
PTA 产量（万吨）	4646	5012	5314	6240	6998	7134	7492	7716	8314
产量增速	10%	8%	6%	17%	12%	2%	5%	3%	8%
开工率	75%	71%	69%	70%	73%	67%	70%	65%	70%
净进口量（万吨）	-23	-249	-339	-349	-440	-380	-373	-240	-465
总供给（万吨）	4623	4763	4976	5891	6557	6754	7119	7475	7849
实际消费量（万吨）	4555	4787	4989	5862	6543	6780	7119	7475	7849
实际消费量增速	8%	5%	4%	18%	12%	4%	5%	5%	5%
供需缺口	-68	24	14	-29	-14	26	0	0	0

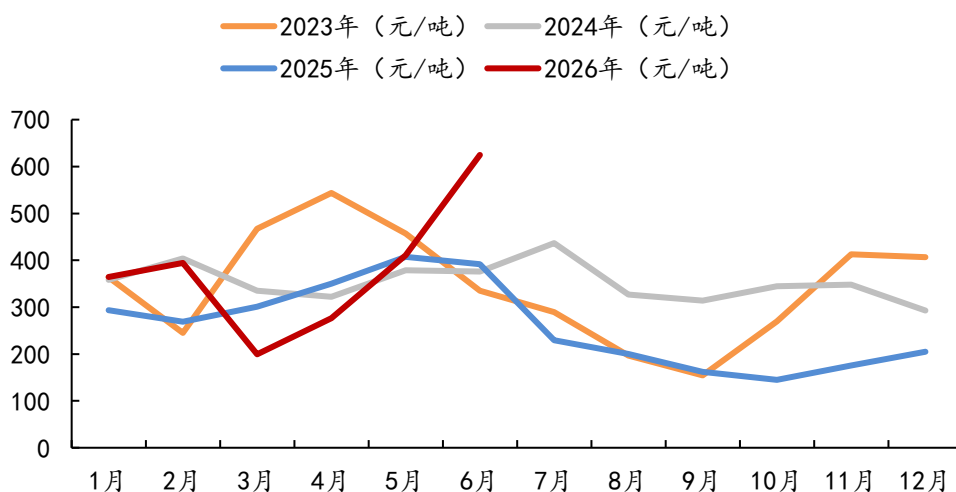
资料来源：百川盈孚，华创证券测算

注：假设 PTA 新装置 8 个月线性爬坡至 85% 开工率

4、价格与利润：加工费触底，未来有望修复

PTA 加工费在 2025 年触底后，于 2026 年二季度持续修复。2025 年加工费均值为 261 元/吨，同比下降 26.1%，行业效益整体弱于上年，尤其下半年亏损较为明显。PTA 加工费在一定程度上体现 PTA 与原料 PX 之间的强弱关系，2025 年 PX 供需偏紧程度较 PTA 更为突出，PX 相对强势，对 PTA 环节利润形成挤压。2026 年 3-6 月加工费分别为 199、277、410、625 元/吨，6 月环比增加约 215 元/吨。展望 2026-2028 年，随着 PTA 扩产节奏放缓，供给格局有望改善，加工费中枢有望逐步修复。

图表 14 PTA 加工费



资料来源：百川盈孚，华创证券

5、相关公司利润弹性测算

在可比公司中，从利润弹性绝对值看，恒力石化因拥有最大的权益产能，利润增厚总金额最高。但从利润弹性看，新凤鸣最为突出，新凤鸣权益产能 1100 万吨，为行业第二，但市值仅 300 亿元为六家中最小，涨价 100 元/吨时利润弹性/市值比例达 2.3%，在 PTA 涨价时对股价的拉动效应最为显著。相比之下，东方盛虹等公司因业务多元化、市值较大，PTA 单一品种涨价的业绩弹性占比相对温和。

图表 15 PTA 相关上市公司利润弹性测算

涨价幅度	权益产能	涨价对于税后利润弹性（亿元）		公司市值（亿元）	利润弹性/公司市值	
（元/吨）	（万吨）	100	200	（亿元）	100	200
恒力石化	1660	11	22	1212	0.9%	1.8%
荣盛石化	1098	7	15	1238	0.6%	1.2%
恒逸石化	1075	7	14	626	1.1%	2.3%
东方盛虹	650	4	9	832	0.5%	1.0%
桐昆股份	970	6	13	547	1.2%	2.4%
新凤鸣	1100	7	15	323	2.3%	4.5%

资料来源：IFIND，百川盈孚，华创证券测算

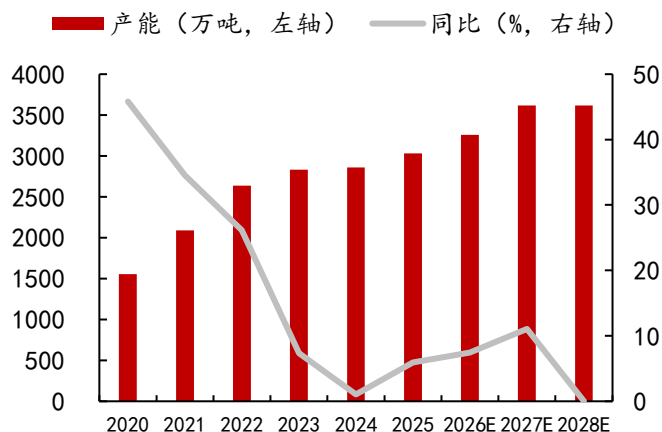
注：1. 市值数据以 2026 年 8 月 5 日收盘价为基础；2. 权益产能统计截至 2026 年 6 月；3. 利润弹性测算假设成本不变，涨价幅度全部转化为毛利润，并按 25% 所得税率计算税后利润。

四、MEG：供需持续放量，行业利润承压

1、供给端：供给稳步增长，进口依赖度仍存

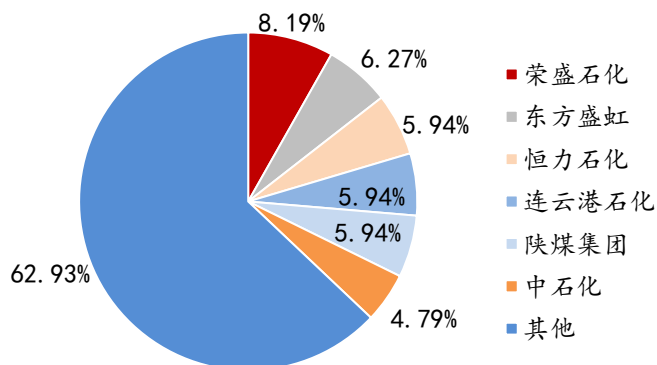
2020-2023 年产能快速增长，2023 年产能增速放缓。1) 2020-2023 年 MEG 产能由 1554 万吨增长至 2830 万吨，年均复合增速达 22.12%。2024 年产能增速放缓至 1.06%。2) 2025 年全国总产能达到 3030 万吨，同比增长 5.94%，产能扩张速度较 2024 年显著回升。3) 行业集中度较低，从领先企业格局看，截至 2026 年 6 月，产能主要集中于荣盛石化、东方盛虹、恒力石化等头部企业，CR6 约为 37%。

图表 16 MEG 产能



资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 17 2026 年 MEG 行业产能占比



资料来源：百川盈孚，华创证券

2026 年预计有 225 万吨新增产能投放，使国内总产能提升至 3255 万吨，同比增长 7.41%。

1) 新增产能多数集中于下半年投产，上半年实质供给增量有限，全年产能利用率预计为 66.17%。2) 相较前几年，行业扩产增速已明显放缓，供给压力有望逐步缓解。3) 随着存量装置竞争加剧，高成本产能面临持续出清压力，行业开工率中枢或在供需再平衡过程中逐步企稳。4) 在产能结构内部，煤制路线成本优势凸显，其占比有望进一步提升。

图表 18 MEG 新增产能项目集中于 2027 年

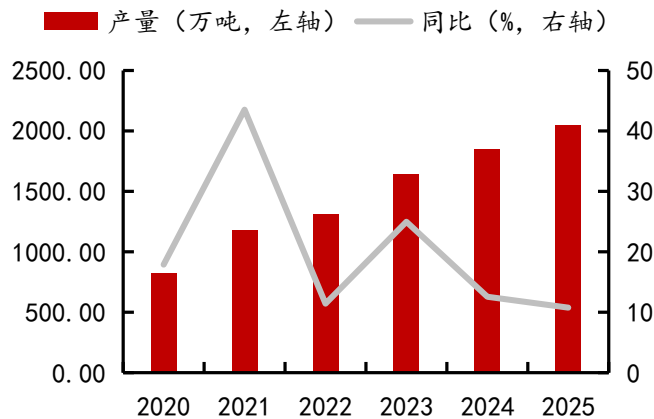
企业	项目	产能 (万吨)	预计投产时间
巴斯夫一体化基地(广东)有限公司	/	80	2026-01
宁夏宝丰能源集团股份有限公司	/	10	2026-08
福建中沙石化有限公司	/	100	2026-10
华锦阿美石油化工有限公司	华锦阿美精细化工及原料工程项目	35	2026-11
2026 年预计新增产能合计		225	
新疆恒联能源有限公司	/	120	2027-09
恒逸能源科技(吐鲁番)有限公司	/	240	2027-10
2027 年预计新增产能合计		360	

资料来源：百川盈孚，华创证券

注：巴斯夫一体化基地(广东)有限公司投产时间为实际投产时间

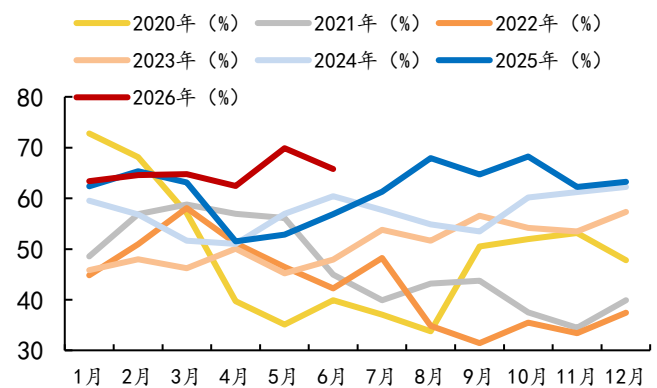
产量持续增长。1) 2020-2025年产量由822万吨增长至2048万吨, 年均复合增速达20.03%。
2) 2025 年全年实现产量 2047.76 万吨, 同比增长 10.76%, 受益于新产能投放及装置运行稳定, 行业产能利用率提升至 67.57%, 为近年来的较高水平, 表明供给释放较为充分。
3) 2026 年 6 月, 煤制 MEG 开工率为 65.81%, 乙烯制 MEG 开工率为 45.00%, 不同工艺路线开工率明显分化。

图表 19 MEG 产量持续增长



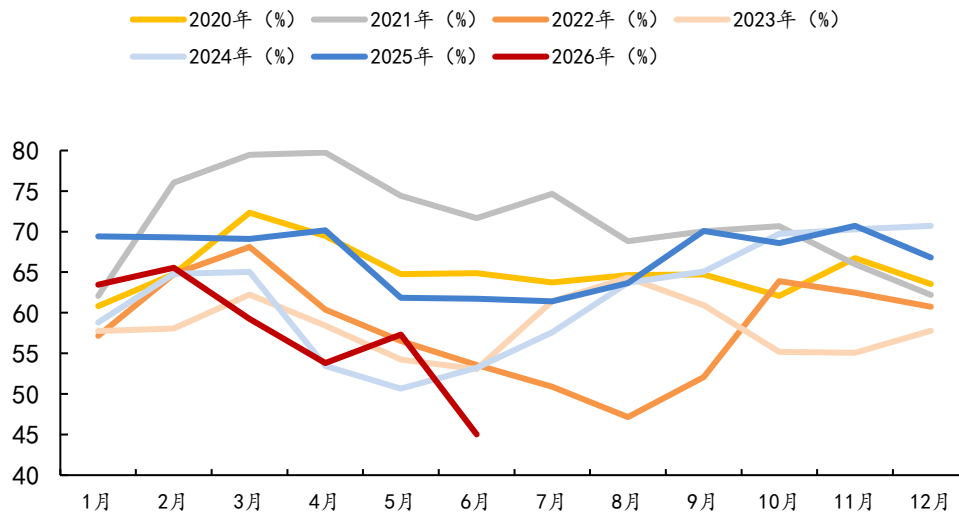
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 20 煤制 MEG 开工率



资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 21 乙烯制 MEG 开工率

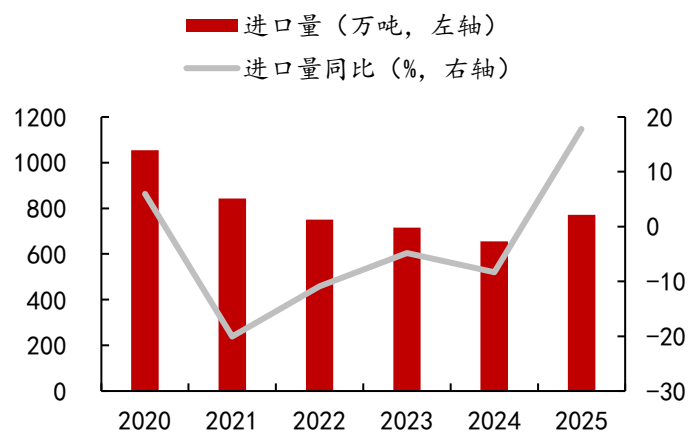


资料来源：百川盈孚，华创证券

进口量总体呈下降趋势，2025 年有所回升。1) 2020-2024 年进口量由 1054 万吨下降至 655 万吨, 年均复合增速达-11.19%。2) 2025 年全年进口量达 772.04 万吨, 同比大幅增长 17.80%, 结束了此前连续三年的下降趋势, 进口依赖度依然显著。3) 进口来源地高度集中, 沙特阿拉伯是最主要的进口国, 贡献了超过 54.73%的进口量, 加拿大、美国、中国台湾和科威特也是重要的来源地, 前五大来源地合计占比超过 85%, 进口来源结构保持稳定。

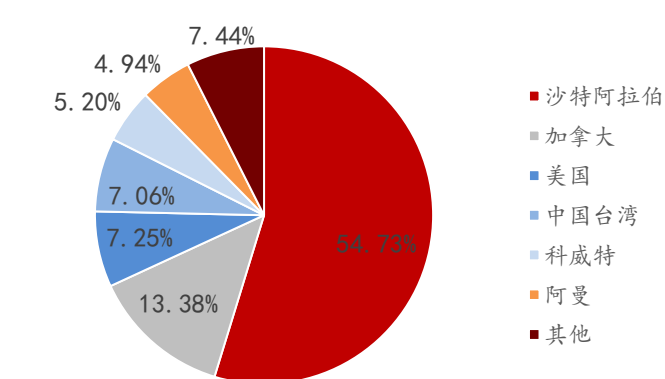
2026 年进口市场将发生显著的结构性调整。1) 进口来源地结构有所波动，但整体基本保持稳定，沙特等中东国家持续占据主要份额。2026 年这一格局预计延续。2) 随着国内产能特别是煤制产能的壮大，进口依存度逐渐下降，其结构将向更高端的专用料和差异化产品集中，中东地区凭借其乙烷裂解的成本优势，仍将占据剩余进口份额的主体。

图表 22 MEG 进口量



资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 23 2025 年 MEG 进口来源



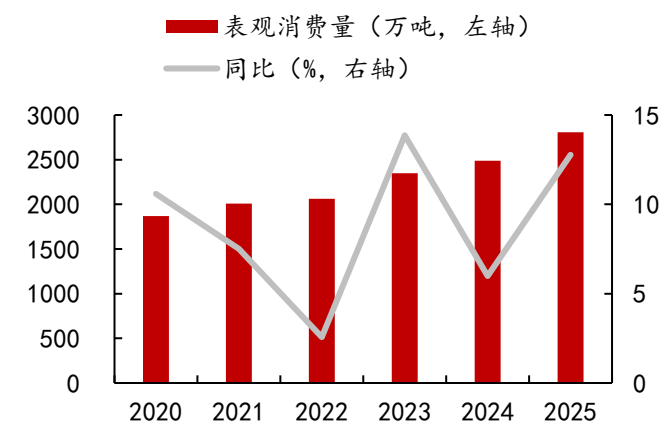
资料来源：百川盈孚，华创证券

2、需求端：内需稳健复苏，下游消费结构稳定

国内 MEG 消费量呈持续增长趋势。1) 2020-2025 年，表观消费量由 1870 万吨增长至 2805 万吨，年均复合增速达 8.45%，实际消费量由 1833 万吨增长至 2776 万吨，年均复合增速达 8.65%。2) 2025 年国内 MEG 需求表现稳健，呈现复苏性增长。全年表观消费量达到 2805.09 万吨，同比增幅为 12.77%，显示出较强的市场活力。3) 若剔除库存变化的影响，实际消费量为 2776.31 万吨，同比增速为 8.61%，内需基础依然扎实。

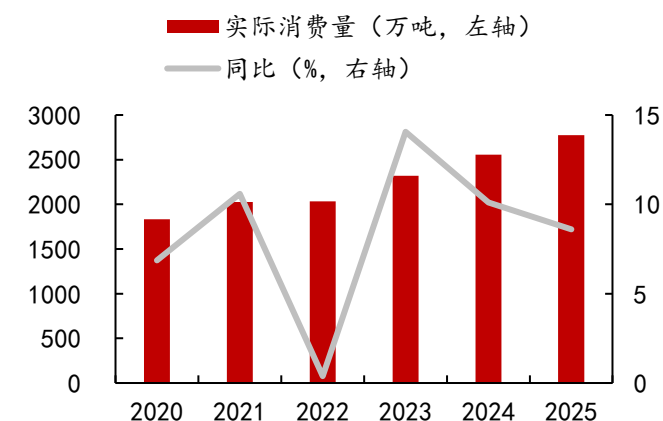
从下游消费结构来看，聚酯产品是绝对的消费主力。1) 就 2025 年来看，其中涤纶长丝消费 MEG 达 1402.54 万吨，占实际消费总量的比例高达 48.90%，是需求的核心引擎；聚酯瓶片消费 561.02 万吨，占比 19.56%，地位稳固。两者合计消费占比接近 70%，构成了 MEG 需求的“双轮驱动”。2) 此外，涤纶短纤、聚酯切片、防冻液等领域也贡献了稳定的需求，整体下游消费结构未发生显著变化，体现了其应用基本盘的稳定性。

图表 24 MEG 表观消费量



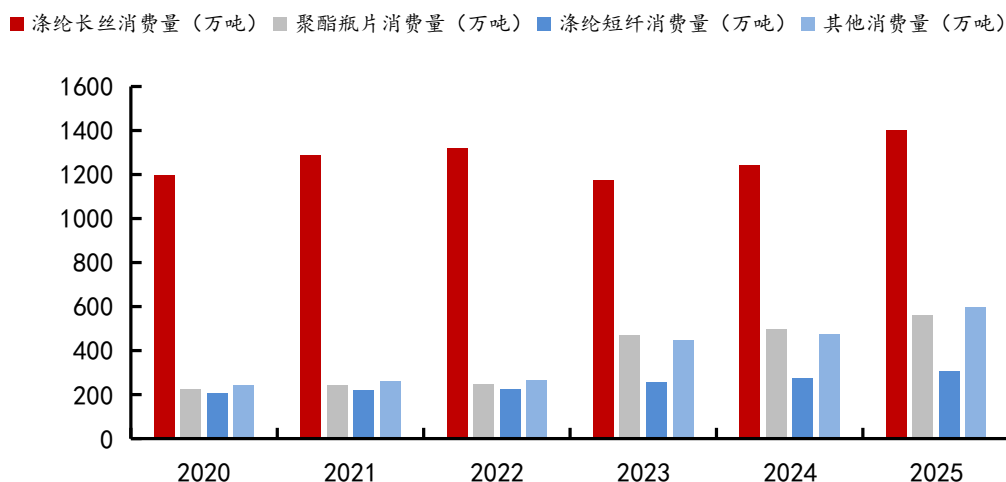
资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 25 MEG 实际消费量



资料来源：百川盈孚，华创证券

图表 26 MEG 下游消费量



资料来源：百川盈孚，华创证券

展望未来，2026 年，聚酯产业将为乙二醇需求提供坚实的刚性支撑，但增长引擎主要来自出口。1) 2026 年国内聚酯行业计划新增产能约 560 万吨。这些新增产能将直接转化为对上游原料乙二醇的稳定需求增量。然而，内需增长可能相对平稳，涤纶长丝内需 2025 年已进入平台期，涤纶短纤内需增长也受限于终端消费能力。2) 因此，需求增量的关键来源将转向出口市场。2025 年聚酯产品出口表现亮眼，涤纶长丝、涤纶短纤和瓶片出口均实现同比增长，其中涤纶短纤出口同比大幅增长 28.32%。3) 预计这一趋势将在 2026 年延续，出口将成为消化聚酯新增产量、进而拉动乙二醇消费的核心动力。

2026-2028 年，聚酯端对乙二醇的需求将经历从“总量扩张”到“结构优化”的深刻转型。

1) 一方面，聚酯产能扩张速度将放缓，行业竞争从增量转向存量，需求总量的增长将趋于温和。2) 另一方面，聚酯新增产能将更多聚焦于高附加值的差别化纤维、产业用纺织品等领域。3) 同时，在“双碳”目标驱动下，再生及生物基涤纶等绿色纤维的需求将快速放量。虽然绿色转型中，再生聚酯会对原材料产生一定替代，但也会倒逼整个产业链向高端化、绿色化升级，从而塑造乙二醇需求的新增长点。

3、供需格局：由宽松转向再平衡，景气底部特征明确

2020-2025 年 MEG 市场供需经历多轮波动，整体维持动态平衡。2020-2021 年受益于消费快速扩张，供需偏紧；2022-2023 年产能集中释放转入过剩；2024 年消费回暖再度出现短暂缺口；2025 年进口回升后重归基本平衡，全年供给过剩约 29 万吨。历史波动表明，MEG 需求端具备较强韧性，聚酯消费的刚性增长是行业的重要支撑。

2026 年供需维持小幅平衡，全年走势有望前高后低。2026 年新增产能 225 万吨，但多数集中于下半年投产，上半年实质供给增量有限；叠加聚酯 560 万吨新增产能形成的需求拉动，预计 2026 年全年供需缺口接近平衡。上半年在供给增量尚未落地的窗口期，价格有望阶段性走强；下半年随产能逐步达产，供给压力有所上升，节奏上预计前高后低。

2027-2028 年供需有望转向再平衡，景气底部特征明确，布局时间窗口正在开启。2027-2028 年供需格局有望持续改善，景气底部特征明确。价格端，MEG 已于 2025 年 12 月触底，此后有所回升，2026 年 7 月 17 日最新报价为 4813 元/吨；但毛利润仍处于亏损区间，盈利修复尚需时间。随着供需格局边际改善，相关标的具备较强的底部配置价值。

图表 27 MEG 供需平衡表

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
MEG 产能（万吨）	1554	2091	2637	2830	2860	3030	3255	3615	3615
MEG 产量（万吨）	822	1180	1314	1643	1849	2048	2186	2508	2921
产量增速	18%	44%	11%	25%	13%	11%	7%	15%	16%
开工率	53%	56%	50%	58%	65%	68%	67%	69%	81%
净进口量（万吨）	1048	831	747	705	638	757	784	641	416
总供给（万吨）	1870	2011	2061	2348	2487	2805	2970	3149	3337
实际消费量（万吨）	1833	2027	2035	2321	2556	2776	2970	3149	3337
实际消费量增速	7%	11%	0%	14%	10%	9%	7%	6%	6%
供需缺口	-37	16	-26	-27	69	-29	0	0	0

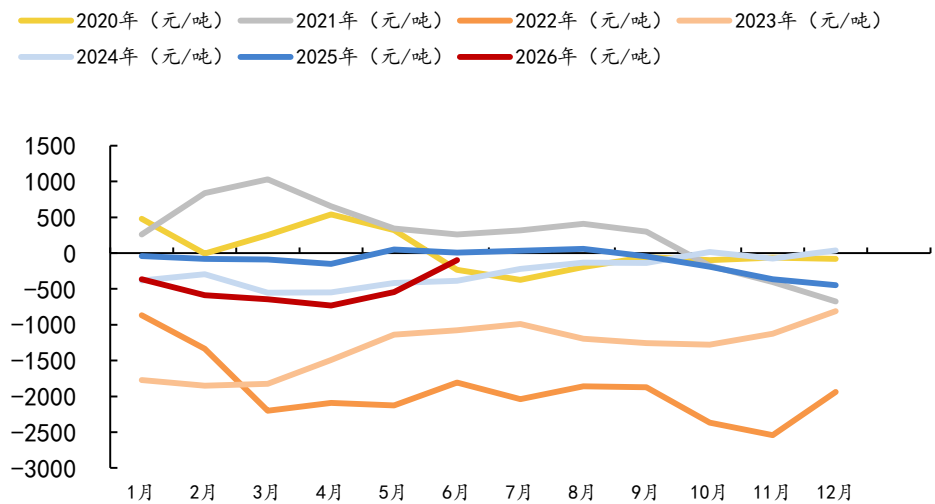
资料来源：百川盈孚，华创证券测算

注：假设 MEG 新装置 12 个月线性爬坡至 65% 开工率

4、价格与利润：行业利润承压

2020 年至 2025 年间，MEG 毛利润整体呈现出剧烈波动且趋势下行的态势。1) 2020 年初毛利润处于较高水平，但随后迅速回落，全年波动明显。2021 年虽有阶段性反弹，但整体仍未恢复至 2020 年初的高位。进入 2022 年后，毛利润持续走低，全年多数时间为负值，显示出行业盈利压力显著加大。2023 年毛利润虽有所修复，但仍处于偏低水平。2) 2024 年至 2025 年，毛利润在低位震荡，偶有回升但幅度有限，整体反映出 MEG 行业在供需失衡、成本压力等因素影响下，盈利能力持续承压。3) 总体来看，MEG 理论毛利润在过去六年中呈现下滑趋势，行业景气度低迷，企业盈利空间受限。不过，2026 年 6 月理论毛利润由 5 月的-544.68 元/吨回升至-96.96 元/吨，亏损环比收窄 447.72 元/吨，盈利出现边际修复但尚未转正。

图表 28 MEG 毛利润



资料来源：百川盈孚，华创证券

5、相关上市公司利润弹性

在可比公司中，从权益产能看，中国石化绝对利润弹性最大，MEG 涨价 1000 元/吨时税后利润可增约 23.94 亿元；受市值较大影响，对市值弹性约 0.4%。东方盛虹权益产能约 194 万吨，涨价 1000 元/吨时税后利润可增约 12.85 亿元，利润弹性/市值比例约 1.5%，在可比公司中最高。恒力石化和荣盛石化利润弹性及比例居中。因此，在可比公司中，东方盛虹在 MEG 涨价中的市值弹性最高，而中国石化的绝对利润增厚最大。

图表 29 MEG 相关上市公司利润弹性测算

涨价幅度	权益产能	涨价对于税后利润弹性（亿元）		公司市值（亿元）	利润弹性/公司市值	
（元/吨）	（万吨）	1000	2000	（亿元）	1000	2000
恒力石化	180	12	24	1212	1.0%	2.0%
荣盛石化	127	8	17	1238	0.7%	1.4%
东方盛虹	194	13	26	832	1.5%	3.1%
中国石化	361	24	48	6022	0.4%	0.8%

资料来源：IFIND，百川盈孚，华创证券测算

注：1. 市值数据以 2026 年 8 月 5 日收盘价为基础；2. 权益产能统计截至 2026 年 6 月；3. 利润弹性测算假设成本不变，涨价幅度全部转化为毛利润，并按 25% 所得税率计算税后利润。

五、建议关注标的

大炼化：中国石油、中国石化、恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、东方盛虹

PTA-长丝：桐昆股份、新凤鸣

聚酯：万凯新材、华润材料

六、风险提示

- 1.原油价格波动风险：**地缘政治冲突、OPEC+政策调整、全球宏观经济需求变化等因素均可能引发油价剧烈波动。
- 2.需求不及预期风险：**宏观经济政策落地效果、终端消费信心恢复速度存在不确定性，聚酯产品在纺织、包装等领域的市场需求可能低于预期。
- 3.出口风险：**国际贸易摩擦、关税政策调整、海外经济衰退风险等，可能抑制聚酯产品的出口需求，尤其对依赖海外市场的瓶片、短纤等品种影响较大。
- 4.产业政策调整风险：**国家对石化产业的产能规划、环保要求、税收政策等变化，可能影响芳烃产业链的布局和发展方向。

石化化工新材料团队介绍

组长、首席分析师：孙维容

上海财经大学本科，长江商学院硕士，CPA。曾任职于德勤审计、中金证券、招商证券、国泰海通证券、西部证券，作为团队核心成员，2015 年环保行业新财富入围，2019-2024 年新财富基础化工行业第 1/3/3/2/4/4 名。2026 年加入华创证券研究所。

高级研究员：邹骏程

江西财经大学+麦考瑞大学双学位金融本科，新南威尔士大学金融硕士，4 年化工行业研究经验。曾任职于方正证券、浙商证券、西部证券。2026 年加入华创证券研究所。研究方向：AI 新材料、钾肥、有机硅、农药、食品添加剂、石化等。

高级研究员：李妍

中南大学材料本科，暨南大学金融硕士，3 年化工行业研究经验。曾任职于西部证券。2026 年加入华创证券研究所。研究方向：AI 新材料（存储、PCB 等）、固态新材料、机器人新材料、聚氨酯、轮胎、化肥等。

研究员：徐思博

华东理工大学本科、硕士，2 年化工行业研究经验。曾任职于中泰证券、西部证券。2026 年加入华创证券研究所。研究方向：AI 新材料（液冷等）、氟化工、聚氨酯、煤化工、氯碱、聚氨酯等。

研究员：王锐

东北财经大学硕士，4 年化工新材料行业研究经验，曾任职于山西证券，2026 年加入华创证券研究所。研究方向：AI 新材料（半导体材料）、人形机器人新材料、消费电子新材料、吸附分离材料、合成生物学、维生素、氨基酸、染料等。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
	刘泽群	销售经理		liuzequn@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiyi@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

私募销售组	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

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/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；

中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间；

回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；

中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%；

回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522