

化工反转与再定价，周期与材料共振 20260824

化工行业产能周期拐点确认，从周期波动转向资产属性重估

摘要

- 化工行业正从周期属性向资产属性转变，资本开支自 2024 年起持续负增长，产能收缩程度堪比 2015-2016 年，行业盈利底部已夯实。
- 2026Q3 预计呈现“弱补库”状态，受 Q2 高基数及油价波动影响，业绩环比或回落，但同比受 2025 年低基数支撑将显著改善。
- 原油进入“资源民族主义定价”新范式，80-90 美元/桶为合意区间，向上失控概率大于向下，对龙头公司业绩形成持续支撑。
- 全球供给格局重塑，海外有效供给因能源成本及供应链脆弱持续出清，中国化工产能占比接近 50%，正成为全球高端制造的“软基建”。
- 需求逻辑转向亚非拉等第三世界工业化驱动，传统“金九银十”范式失效，未来通胀压力将由大众消费品向受供给约束的工业品传递。
- 配置策略从 ETF 普配转向精选个股，万华化学、宝丰能源、卫星化学等龙头估值约 10 倍，具备高股息与资产属性双重吸引力。
- 短期关注海外炼油、制冷剂、肥料及轮胎等环比改善赛道；中长期布局具备国产化验证预期的新材料平台型公司。

Q&A

对于 2026 年下半年及更长周期的化工行业，核心的投资逻辑和策略观点是什么？

长期来看，化工行业的核心逻辑是“化工反转与再定价”，周期与材料有望迎来共振。这一判断基于几个层面：供给端，国内化工行业的资本开支已转为负增长，同时“双碳”考核将控制供给释放，行业通过提价实现“反内卷”；海外方面，有效的化工资产因供给持续出清而变得稀缺。需求端，海外基于能源安全和供应链重塑，有望推动新一轮朱格拉周期。供需格局的变化可能导致工业品出现长期缺口与通胀，在此背景下，中国化工企业的盈利底部得到夯实和提升，许多龙头公司即便以底部盈利计算，其股息率也相当可观，化工行业正从周期属性向资产属性转变。短期来看，即 2026 年第三、四季度，市场在高动量背景下更关注边

际改善。由于油价扰动，全球库存周期比年初预期更为紊乱。2026 年第二季度因地缘政治和库存因素带来了显著的库存收益，导致化工公司业绩表现优异，但同时也形成了高基数效应，使得第三、四季度的业绩环比可能有所回落。基本面和基数效应共同指向第三季度大概率是“弱补库”状态，政策催化作用可能不显著。因此，短期策略建议关注两类标的：一是在第三季度环比有望改善的公司，其强劲的基本面有助于在市场主线切换时留住筹码；二是成长确定性较强的新材料平台型公司。

从资金面和市场筹码结构来看，当前化工行业的配置情况和未来的演变趋势是怎样的？

过去一年，化工行业经历了两次显著的资金买入。第一轮是 2025 年七八月份，主要由保险资金驱动，其逻辑在于观察到化工行业资本开支转为负增长。第二轮发生在 2026 年初，部分基金随着“双碳”叙事的扩散而买入。但截至目前，这些上半年流入的资金基本已经流出。从配置方式来看，市场正在发生变化。2025 年下半年，以化工为标签的基金普遍跑输化工 ETF，这表明当时市场以配置 ETF 或进行平铺式选股为主。然而，进入 2026 年上半年，这些基金全部跑赢了 ETF，即使在经历过去一个半月的显著回撤后，多数化工基金仍显示出较强的选股能力。这说明在 PPI 转正后，市场策略已从普配转向精选个股。因此，判断未来即便市场资金（如保险资金）愿意继续配置化工板块，其方式也将以精选个股和主动型基金为主，而非简单地买入 ETF。

当前化工行业的基本面状况如何，特别是在盈利、价差、库存和估值方面呈现出哪些特征？

当前化工行业的基本面呈现出多重底部特征。首先，从盈利能力看，化工价差在最近的淡季再次触及行业底部，其位置与 2025 年底相当，均处于过去十年的低点。其次，下游库存水平偏低。2026 年 3 月，因战争因素下游曾进行过一轮补库；但到 4、5 月份，油价剧烈波动引发下游对库存跌价损失的担忧，从而转向去库存，导致库存更多地累积在化工生产环节。再次，海外化工企业盈利不佳，正持续退出市场。在这样的背景下，国内化工龙头企业的盈利能力和估值水平显现出投资价值。根据对国内龙头公司周度利润的年化测算，以最新一周的数据来看，包括万华化学、宝丰能源、卫星化学、恒逸石化、新和成等在内的主要公司，其估值普遍在 10 倍附近。在一个强周期行业处于历史盈利底部、下游库存偏低且海外供给持续出清的环境下，国内龙头公司仅有 10 倍左右的估值，这对于投资者而言是一个相对明确的投资机会。

当前化工行业的资本开支和固定资产投资呈现出怎样的周期性特征，这与历史周期相比有何异同？

从产能周期来看，当前化工行业正处于一个资本开支收缩的阶段。根据上市公司数据，化工行业资本开支自 2024 年、2025 年至 2026 年第一季度持续为负增长，

这一情况可类比 2013 年至 2015 年的周期。若考察包含非上市公司的全行业固定资产投资累计同比数据，本轮固投转为负增长的拐点出现在 2025 年 6 月，并持续至今。这很好地解释了为何保险资金在 2025 年七八月份开始配置化工板块，他们观察到的正是这一关键指标。与历史周期对比，2015 年那一轮周期中，化工行业固投转负发生在 2016 年 2 月左右，随后 PPI 在同年 9 月至 10 月转正。当前这一轮资本开支收缩的状况，从产能周期的角度看，堪比 2015 至 2016 年的状态，历史经验可为判断未来行业景气度提供参考。

2026 年第二季度以来，下游需求、库存和开工率的具体变化情况是怎样的，这对化工企业第三季度的盈利预期有何影响？

2026 年第二季度以来，下游的行为受油价波动显著影响。3 月份，油价大幅上行引发国内外恐慌，下游出现了一轮“涨价去库存”式的囤货行为。但进入 4 月和 5 月，高位波动的油价使下游转为担忧库存跌价损失，从而进入去库存阶段。下游的去库存导致库存向上游化工环节转移和累积，表现为化工行业的表观需求在 4、5 月份后快速走弱，库存开始累积，行业开工率，尤其是石化装置的开工率有所下行。从化工品价格扩散指数来看，3 月底至 4 月初涨价范围迅速扩大，但到 5、6 月份已回落至历史中枢水平。这对企业盈利预期的影响体现在环比和同比的差异上。根据对龙头企业周度利润的追踪，剔除“三桶油”后，化工企业合计周度利润在 2026 年 4 月达到一个高点，5、6 月份有所回落。因此，从同比角度看，2026 年第三季度的盈利相较于 2025 年同期将有非常显著的改善。但从环比角度看，由于第二季度业绩基数较高，第三季度的盈利可能会有所走弱。

当前对原油价格的长期和短期判断是什么，其背后的定价逻辑和关键影响因素有哪些？

长期来看，原油的定价范式已进入新一轮的“资源民族主义定价”阶段，这一阶段自 2026 年开始。历史上，油价定价范式主要有两种：一是“供需边际定价”（如 1985-2004 年，2014-2025 年），二是“资源民族主义定价”（如 1970-1985 年，2005-2014 年），后者通常伴随油价中枢的显著抬升。短期来看，尽管过去四个月市场对油价的关注度因中国减少采购和美国增加销售而被钝化，但基本面风险依然存在。全球原油库存正在快速消耗，除日本外，大多数国家的库存均处于相当低的位置。因此，现实层面可能迫使市场重新关注油价的上行风险。与三四月份市场对油价失控的恐慌相比，当前局势变得更为可控，主要体现在战争烈度和美国意愿的可控性上。在此背景下，一个合意的油价区间被认为是 80-90 美元/桶。美国并不希望油价低于 80 美元，因为其页岩油成本约在 65 美元，且需要通过从委内瑞拉获取的石油中盈利。此前油价低于 70 美元时，美国曾主动表态希望油价走高，这反映了其利益诉求。

在当前地缘政治和市场环境下，油价的可控区间、失控路径及其对相关公司定价的影响是怎样的？

综合多方利益分析，80 至 90 美元/桶是相对符合美国利益的平衡油价，可视为一个可控区间。若油价高于 90 美元，可能会影响美国的降息节奏。油价从可控走向不可控存在两种路径：第一种是向下的失控，即大量油轮不顾风险驶出海湾，但这种情况发生的概率较低，因为无论是伊朗还是美国，通过小规模军事行动即可恢复秩序。第二种是向上的失控，即市场因意识到库存不足而产生恐慌性购买，从而推高油价。例如，市场发现中国开始补库，而美国及东南亚库存均处于低位。这种情况下，美国需要动用其战略石油储备作为应对。总体来看，油价向上失控的概率远大于向下失控的概率。这种市场状况引申出一个定价问题：尽管短期内看不到油价下行的路径，但长期市场对油价的定价基准仅为 70 美元/桶。例如，宝丰能源、卫星化学以及中石油、中海油等公司的市场公允定价，基本上是按照 70 美元的油价来估算的。这意味着在市场预期较低的情况下，这些公司短期业绩所受到的油价支撑可能会比预想的更为持久。

从全球供需角度看，成品油裂解价差为何抬升，这对化工行业盈利有何启示？

自 2026 年 5、6 月份以来，全球裂解价差再次抬升。其主要原因是东南亚地区出现石油短缺，尤其是乌克兰袭击导致俄罗斯炼厂受损后，俄罗斯从成品油出口国转变为进口国，加剧了全球成品油市场的失衡。因此，2026 年除了美国能赚取裂解利润外，中国企业的海外炼厂，如恒逸在文莱的炼厂，盈利状况也非常好。这种基于基本面驱动的成品油盈利抬升可能只是一个前兆，未来这种趋势或将在更多化工品上得到体现。

如何从长短周期两个维度分析当前化工品的需求，特别是传统“金九银十”旺季的有效性以及新兴市场的需求变化？

从需求端分析，需要区分长短周期。首先，传统的库存周期范式，即每年 9、10 月份出现“金九银十”补库旺季的规律已经失效。过去四年（2022-2025 年），所谓的“金九银十”均未兑现。其背后的逻辑是，这一旺季以往主要由国内地产需求和美国“黑五”采购需求共同驱动，而这两个驱动因素现在已经减弱。长期来看，需求增长的支撑逻辑正转向以亚非拉国家为代表的第三世界。在美元长期贬值和资源品涨价的背景下，亚非拉地区的人均可支配收入有望快速提高，从而迎来工业化和城镇化进程，这将对相当可观的化工品需求。从数据上看，单位 GDP 所对应的实物消耗量在发达国家可能仅为 0.5 公斤，但在亚非拉国家可高达 3-4 公斤。2026 年 1-6 月的中国出口情况也反映了化工品越来越多地流向亚非拉国家。然而，短期来看，2026 年上半年的出口结构显示，靠近终端的需求并不特别好。累计同比增速较低的品类包括肥料、蚕丝、短纤和橡胶制品，而增速较高的是无机化学品和有机化学品。这表明，在过去两个季度全球多数汇率承压、整体需求偏收缩的背景下，中国企业更多是由于海外供应链受挫以中间体形式出口无机和有机化学品实现了能源套利，从而抢占了更多



额。这是一种结构性的份额提升，而非整体需求的强劲复苏。因此，仅看 2026 年第三季度，外需并未呈现特别景气的乐观态势，但长期来看，海外供给能力的持续出清对中国化工行业是利好的。

基于当前内外部需求、成本及政策环境，对 2026 年第三季度化工行业下游的补库行为有何判断？

综合判断，2026 年 9、10 月份的补库行为将是一个“弱补库”状态。传统的“金九银十”范式需要被重新审视，应回归更基本的商业逻辑来判断。具体原因有四点：第一，如前所述，外需结构性问题突出，并非全面向好。第二，内需方面，预计 8、9 月份难有特别景气的提振，市场所期待的地产等刺激政策可能不会有过多期待。第三，双碳政策方面，从地方政府可落地执行的角度看，相关政策在 2027 年推出的概率更大，对 2026 年第三季度的影响不明显。第四，下游企业选择补库的核心逻辑是预期未来两个季度需求向好且当前成本可接受。然而，油价刚从 70 美元/桶上涨至 90 美元/桶，对于理性的贸易商而言，在当前时点做出大规模补库的决策难度较大。因此，尽管长期看好，但对短期补库强度持谨慎态度。

从全球供给格局来看，海外化工产能呈现出怎样的变化趋势，这对中国化工产业的定位有何影响？

当前，海外化工企业的盈利能力普遍较差，而国内龙头企业如万华、华鲁等的 ROE 数据相比上一轮产能周期底部（2015 年）有所改善，体现了中国企业的盈利底和价格竞争力。中国化工产能在全球的占比已接近一半（此为 2023 年底数据，目前应有进一步提升），并且海外有效供给正持续减少。具体来看，欧洲在告别俄罗斯廉价能源后，其化工产能利用率持续下行。不仅是欧洲，2026 年以来，东南亚和日韩的化工产能也在快速下行，主要原因是其供应链网络不够安全和脆弱。此外，俄罗斯和中东的炼化能力受损，一些中东在建项目计划也已推迟。基于此，可以判断未来海外有效供给将呈减少趋势。这种格局下，化工产业将成为中国高端制造的“软基建”。一方面，海外基础化工的退出会削弱其对特种化工品及整个材料链的供应链支持力度；另一方面，汽车、半导体等下游产业链也在向中国转移。因此，无论从供给端还是需求端，全球化工产业都在向中国靠拢。

在双碳政策背景下，国内化工行业未来的增量产能将呈现何种格局？

双碳政策的内核可以理解为“反内卷”，需要国家与地方政府提供配套政策支持。随着政策出台，化工品本身和地方政府都将面临双碳配额约束，这将导致未来化工新增产能很难进一步兑现。未来值得关注的增量产能主要集中在两个方向：一是部分企业能够获得在海外扩建的额度与指标，但这非常难得；二是在新疆，基于能源保障政策，可能会有一些国家特批的项目，例如煤制油和煤制气。除此以外，其他地区普通化工品的增量获批难度较大。

综合供需两端的变化，中长期化工品价格的演变逻辑是什么？投资者应如何识别核心资产？

逻辑推导显示，未来的通胀可能将从大众消费品向工业品传递。制冷剂和电解铝是工业品通胀的两个典型范例，它们共同的特点是：需求端拥有与大宗商品可比的增长强度，供给端受到强力约束，且技术端难以通过技改来压缩成本。当前情况与 2000 年中国入世后不同。当时，中国的供给能力满足了全球需求，导致大宗品通胀而工业品通缩。现在，亚非拉国家存在长期上行的工业品需求，但其本土生产能力不足，形成工业品缺口。这个缺口大概率需要中国来弥补，但中国在产能投放上也变得更为克制，这将带来工业品价格的上行。因此，中长期来看，化工行业的核心资产至关重要。所谓“核心资产”，指的是具备技术壁垒、能够实现“我能做，但别人做不了”的资产。如果一项产品国内外都能生产，其竞争格局通常不会太好。

结合长短期视角，当前化工行业的投资策略应如何部署？哪些细分领域在 2026 年第三、四季度及更长远的时间维度上值得关注？

从投资策略来看，当前化工行业正处在长周期乐观的起点上，长期看化工品涨价和新材料领域可能形成共振。然而，短期内，即 2026 年第三季度，由于基数效应，行业可能面临季度利润环比下滑的表观压力。因此，在第三季度，应重点关注业绩能够实现环比改善的边际更强方向。具体来看，以下几个行业在 2026 年第三季度的业绩表现可能相对亮眼：海外炼油、制冷剂、受益于潜在厄尔尼诺现象的肥料（钾肥、磷肥），以及受益于成本下行的轮胎。展望 2026 年底至 2027 年初，市场可能会开始交易潜在的化工品通胀逻辑，届时应关注具备涨价预期的品种。同时，在 2026 年三、四季度，市场仍愿意为具备确定性成长的新材料平台公司进行边际探索，尤其是那些在下游验证通过并开始放量的标的。半导体材料的“去日化”逻辑自 2026 年初开始演绎，产业端确实有非常多的半导体材料正在推进国产化验证，验证周期通常为半年到一年。这意味着许多公司的材料验证可能在 2026 年底到 2027 年上半年取得不错进展。考虑到半导体设备放量大约要在 2027 年，材料端的放量预计在 2028 年，国产化半导体材料的增长“二阶导”高点尚未到来。当然，这类公司 30%看自身 α ，70%仍需跟随市场情绪（ β ）进行交易。