仅供内部参考，请勿外传

基础化工

全球化工行业资产开支见顶，地缘冲突加速周期复苏

2022 年以来全球化工行业资本开支增速放缓，2025 年主要化工企业资本开支进一步下降，产能扩张压力明显缓解。2022—2024 年全球化工资本开支维持在 2,700 亿欧元附近，2025 年披露数据的主要化工企业资本开支合计下降 7.8%至 676.7 亿美元。需求增长放缓、行业盈利和现金流下降以及融资成本较高共同降低企业新增投资意愿。资本开支下降首先影响尚未开工和建设前期项目，前期项目仍将形成短期供应高峰，中期新增供给增速则有望逐步回落。

全球化工资本开支正向亚洲以及具有资源和产业链优势的地区集中。亚洲占全球化工资本开支的比重由 2004 年的 43.9%升至 2024 年的 70.4%，同期欧洲占比由 30.6%降至 16.0%。2004—2024 年，全球化工资本开支增加 2,151 亿欧元，其中中国增加 1,168 亿欧元，贡献了 54.3%的增量。以中国为代表的亚洲地区成为化工行业优势产地。此外，美国和中东仍在推进具备资源优势的大型一体化项目；欧洲及东北亚则加快高成本装置关闭和基地整合，2022—2025 年欧洲公告关停产能超过 3,700 万吨/年，同期确认新增项目产能约 700 万吨/年。

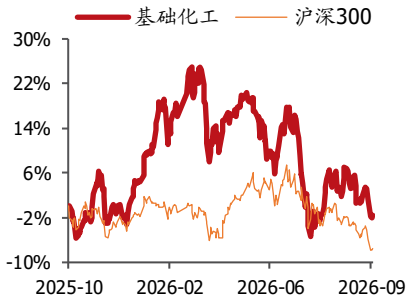
中国化工行业投资强度已经高位回落，企业盈利初步修复。我国化学原料及化学制品制造业固定资产投资在 2025 年下降 8.0%，2026 年 1—7 月继续下降 7.4%；虽然中国化工资产利用效率和产成品库存仍处于消化阶段，且前期建设项目对供给的短期影响尚未结束，但本轮周期已经由资本开支扩张转入收缩，供需关系逐步改善。2026 年上半年，化学原料及化学制品制造业利润率由 2025 年的 4.2%升至 6.1%；石油、煤炭及其他燃料加工业由-0.2%升至 1.6%，实现扭亏；化学纤维制造业由 3.0%升至 4.4%。

地缘冲突使化工周期由新增供给放缓转向有效供给收缩与库存下降并行，加快化工行业周期复苏。航道受限、中东化工装置停产和俄罗斯炼厂受损，分别压缩能源运输、炼油加工和化工品生产；2026 年 2 月底至 7 月底，全球可观测石油库存累计下降 4.10 亿桶，美国化工产品库存与出货比由 2025 年 9 月的 1.61 降至 2026 年 7 月的 1.50，降至 2022 年以来低位。地缘冲突虽并未改善终端需求，但缩短了供需再平衡和去库存所需的时间。对于新增产能有限、库存较低且供需已接近平衡的产品，价格和盈利修复可能提前出现。

投资建议：化工行业固定资产投资增速持续回落，上一轮扩产正由集中建设转入投产消化，未来新增供给压力逐步减弱。伴随高成本产能退出、行业库存消化以及地缘冲突压缩有效供给，我们看好化工行业周期复苏，建议关注以下投资主线：1、全球化工供应格局重塑，中国化工产业全球份额持续提升，头部企业通过低成本一体化、全球化经营和新材料延伸巩固竞争优势，行业景气改善有望释放盈利弹性。推荐：万华化学、华鲁恒升，建议关注新和成、龙佰集团等；2、地缘冲突持续扰动原油、天然气和成品油供给，油价中枢及炼化价差波动上行，油气资源、民营大炼化和煤化工资产有望迎来价值重估，推荐卫星化学，建议关注中国石油、中国海油、中国石化、荣盛石化、恒力石化、东方盛虹、恒逸石化、宝丰能源等；3、供给约束较强、库存和盈利率先改善的高景气子行业，包括制冷剂、磷化工和化肥等，推荐盐湖股份、藏格矿业，建议关注巨化股份、云天化、永

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 **徐中良**

执业证书编号：S0680526080001

邮箱：xuzhongliang@gszq.com

相关研究

1、《基础化工：地缘催化能源上游机会，AI 浪潮驱动材料升级》 2026-09-13

2、《基础化工：8 月美国非农大超预期，AI 投资热潮强劲，关注半导体材料机会》 2026-09-07

3、《基础化工：英伟达 FY27 Q2 财报超预期，关注半导体材料机会》 2026-08-30

和股份、三美股份、兴发集团等；4.“双碳”“反内卷”等政策推动新增投资约束和存量产能优化，聚酯、染料、农药等行业供需格局有望逐步改善，建议关注桐昆股份、新凤鸣，浙江龙盛、闰土股份、扬农化工等；5、AI、半导体、新能源和储能等下游需求增长，推动含氟高分子、电子化学品、高端树脂、半导体材料、覆铜板及 MLCC 材料等细分领域扩容和国产替代。推荐新宙邦、鼎龙股份、雅克科技、昊华科技、华特气体、莱特光电，建议关注安集科技、国瓷材料、江丰电子等。

风险提示：宏观经济与下游需求波动风险；前期产能集中投放风险；存量装置退出与复产风险；能源及化工品价格波动风险；地缘政治及国际贸易风险。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS（元）				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
002648.SZ	卫星化学	买入	2.20	2.67	3.27	-	9.80	9.95	8.10	-
600309.SH	万华化学	买入	4.00	5.48	6.26	6.73	22.40	12.58	11.01	10.24
600426.SH	华鲁恒升	买入	1.56	1.76	1.96	2.15	24.70	11.06	9.93	9.03
000792.SZ	盐湖股份	买入	1.60	2.48	2.54	2.54	17.70	9.60	9.38	9.38
000408.SZ	藏格矿业	买入	2.46	5.60	6.22	7.58	36.30	12.61	11.37	9.32
002409.SZ	雅克科技	买入	2.10	2.86	3.52	4.27	70.80	42.31	34.36	28.35
300054.SZ	鼎龙股份	买入	0.75	1.16	1.50	1.82	103.00	58.38	44.84	37.09
600378.SH	昊华科技	买入	1.41	2.24	2.49	-	25.20	18.40	16.58	-
603256.SH	宏和科技	增持	0.22	1.66	3.71	7.23	679.50	78.87	35.19	18.08
300037.SZ	新宙邦	买入	2.00	2.52	-	-	20.20	26.45	-	-

资料来源：Wind，国盛证券研究所



内容目录

1.全球化工资本开支进入高位低增长阶段 5
1.1.全球化工资本开支由长期扩张转向高位低增长 5
1.2.需求增长放缓、盈利下降与较高融资成本共同抑制新增投资 6
1.3.资本开支变化早于市场供给变化，前期项目决定短期供给压力 9
2.区域资本重新配置改变全球化工有效供给 10
2.1.新增投资进一步向中国、美国和中东优势基地集中 10
2.2.欧洲及东北亚高成本产能退出加快 12
2.3.低成本地区仍有新增项目，高成本地区加快退出 13
3.中国化工投资增速回落，供给压力逐步缓解 15
3.1.中国化工投资由快速扩张转向下降，新增资金更多投向重点项目 15
3.2.资产扩张放缓，盈利能力开始修复 19
4.地缘冲突压缩有效供给，加速化工周期复苏 21
4.1.航道受限与炼厂停工共同压缩能源及化工原料供应 21
4.2.中东化工供给高度集中，供应冲击向亚洲加工环节传导 22
4.3.俄乌冲突影响俄罗斯成品油供给，原油与产品出口出现分化 23
4.4.商业库存和战略储备消化供应缺口，全球去库存速度加快 25
4.5.低库存放大价格和价差弹性，周期修复有所加快 26
5.投资建议 28
风险提示 29

图表目录

图表 1：全球化工资本开支及同比增速（2004—2024 年）..... 5
图表 2：全球化工资本开支六阶段（2004—2024 年）..... 5
图表 3：全球化工资本开支三年与五年滚动 CAGR（2007—2024 年）..... 6
图表 4：全球化工资本开支当年价与 2024 年不变价金额（2018—2024 年）..... 6
图表 5：全球及分地区化工资本开支占销售额比重（2004—2024 年）..... 6
图表 6：全球主要化工企业资本开支强度及同比变化（2025 年）..... 6
图表 7：全球实际 GDP 增速及同比（2000—2027E）..... 7
图表 8：世界货物贸易量及全球工业生产同比增速（2016 年 1 月—2026 年 7 月）..... 7
图表 9：中国房地产开发投资、新开工及商品房销售面积增速（2015—2026 年 7 月）..... 7
图表 10：LyondellBasell、Celanese、Westlake 和 Huntsman 合计营业收入及营业利润率（2015—2025 年）..8
图表 11：LyondellBasell、Celanese、Westlake 和 Huntsman 合计经营现金流、资本开支及现金流覆盖倍数(2015—2025 年）..... 8
图表 12：美国政策利率、Baa 级公司债收益率与欧元区政策利率（2004—2026 年 9 月 17 日）..... 8
图表 13：SW 基础化工行业上市公司固定资产、在建工程及资本开支（2017—2025 年）..... 9
图表 14：SW 基础化工行业上市公司在建工程占比及生产性资产周转率（2018—2025 年）..... 9
图表 15：中国化工资本开支与固定资产原价（2000—2024 年）..... 9
图表 16：化工项目从投资决策到稳定达产的主要阶段（2026 年）..... 9
图表 17：全球化工资本开支区域结构（2004、2014 及 2024 年）..... 10
图表 18：主要地区化工资本开支与生产指数较 2021 年变化（2021—2024 年）..... 10
图表 19：中国占全球化工资本开支比重（2004—2024 年）..... 11
图表 20：主要国家对全球化工资本开支增量的贡献（2004-2024 年）..... 11
图表 21：美国化工资本开支及增速（2004—2024 年）..... 12
图表 22：美国及中东主要化工项目状态及产能（截至 2026 年 8 月）..... 12
图表 23：欧洲化工资本开支、全球占比及确认新增投资（2004—2024 年）..... 13
图表 24：欧洲公告关停产能、确认新增项目产能（2022—2025 年）..... 13
图表 25：日本、韩国化工资本开支与生产指数变化（2015—2024 年）..... 13
图表 26：亚洲、中国及欧洲化学品贸易差额（2004—2024 年）..... 14
图表 27：中国名义 GDP 增速、实际 GDP 增速及 GDP 平减指数（2011—2026H1）..... 15

图表 28：中国化学原料及化学制品制造业增加值与化学工业 PPI 同比增速（2011—2026 年 7 月）.....15
图表 29：中国化学原料及化学制品制造业固定资产投资同比增速（2005—2026 年 7 月）.....16
图表 30：基本化学原料制造业总资产报酬率与一般贷款加权平均利率（2011—2024 年）.....16
图表 31：2026 年主要节能降碳政策（截至 2026 年 9 月）.....18
图表 32：我国能源化工结构性投资的主要政策方向（截至 2026 年 8 月）.....19
图表 33：中国化学原料及化学制品制造业资产总额及每百元资产实现营业收入（2015—2025 年）.....20
图表 34：我国主要化工子行业营业收入利润率（2015—2026H1）.....20
图表 35：霍尔木兹海峡与曼德海峡石油运输量（2025Q1—2026Q2）.....21
图表 36：美国及墨西哥湾沿岸炼厂开工率（2000 年 1 月 31 日—2026 年 9 月 25 日）.....21
图表 37：中东及伊朗主要化工品产能及全球占比（2026 年）.....22
图表 38：中国原油进口量及同比（2025 年 10 月—2026 年 8 月）.....23
图表 39：中国原油加工量及同比（2025 年 10 月—2026 年 8 月）.....23
图表 40：俄乌冲突前俄罗斯炼油与主要成品油出口规模及全球占比.....23
图表 41：俄罗斯主要炼厂及石油基础设施遇袭和运行状态（2026 年）.....24
图表 42：俄罗斯海运原油出口量（2021 年 1 月—2026 年 8 月）.....25
图表 43：俄罗斯海运石油产品出口量（2021 年 1 月—2026 年 8 月）.....25
图表 44：全球液体燃料库存增减（2025Q1—2027Q4E）.....25
图表 45：OECD 商业石油库存（2026 年）.....26
图表 46：OECD 商业石油库存可覆盖天数及近五年同期区间（2026 年）.....26
图表 47：Brent 与 WTI 原油价格走势（2026 年 2 月 27 日—10 月 2 日）.....26
图表 48：主要化工品同期涨幅、历史位置及原油相关性（2016—2026 年 9 月）.....27
图表 49：美国化工产品库存/出货比（2010 年 1 月—2026 年 7 月）.....27

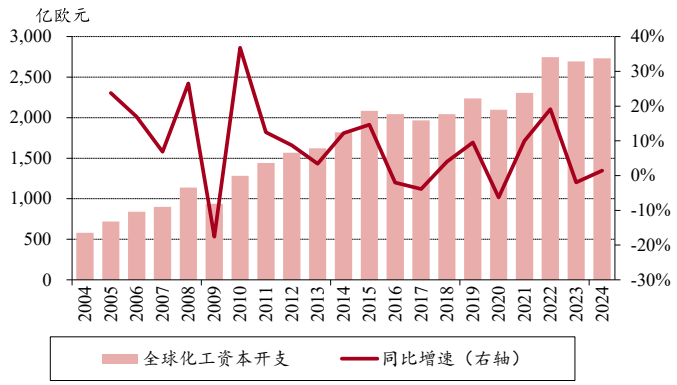
1.全球化工资本开支进入高位低增长阶段

1.1.全球化工资本开支由长期扩张转向高位低增长

过去二十年全球化工资本开支持续增长，但各阶段的增长速度并不相同。根据 Cefic，2004—2024 年全球化工行业资本开支由 581 亿欧元增至 2,732 亿欧元，CAGR 为 8.05%。分阶段看，资本开支增量主要集中于 2004—2008 年、2009—2015 年和 2017—2022 年三轮扩张期，各轮扩张之后均出现增速放缓或回落。

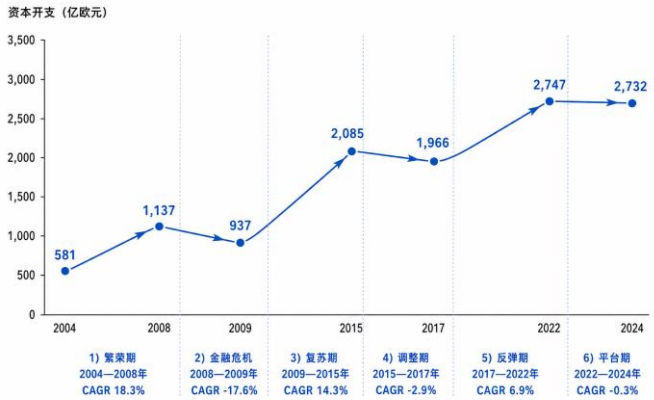
2022 年以来，全球化工行业资本开支增长接近停滞。2008 年全球化工资本开支升至 1,137 亿欧元，2009 年同比下降 17.58%；2015 年升至 2,085 亿欧元后连续两年回落；2022 年进一步升至 2,747 亿欧元，2023 年和 2024 年分别为 2,694 亿欧元和 2,732 亿欧元。2024 年资本开支较 2022 年下降 0.55%，2022—2024 年 CAGR 为-0.28%，总额基本维持在 2,700 亿欧元附近。全球化工资本开支五年滚动 CAGR 由 2017-2022 年的 6.92%降至 2019-2024 年的 4.07%，三年滚动 CAGR 由 2019-2022 年的 7.07%降至 2021-2024 年的 5.80%。若仅观察 2022—2024 年，资本开支 CAGR 已经降至-0.28%。短期金额基本稳定，中期增速持续下降，全球化工资本开支的扩张速度已经明显放缓。

图表1：全球化工资本开支及同比增速（2004—2024 年）



资料来源：Cefic，国盛证券研究所

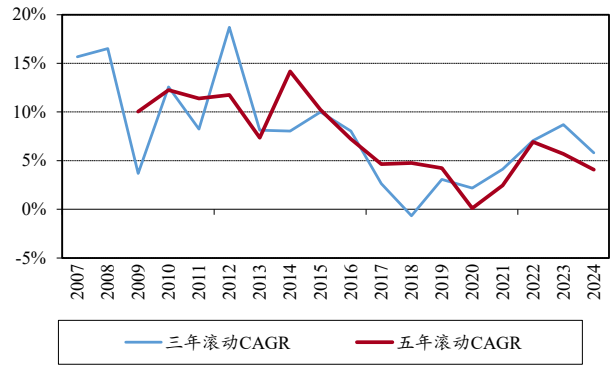
图表2：全球化工资本开支六阶段（2004—2024 年）



资料来源：Cefic，国盛证券研究所

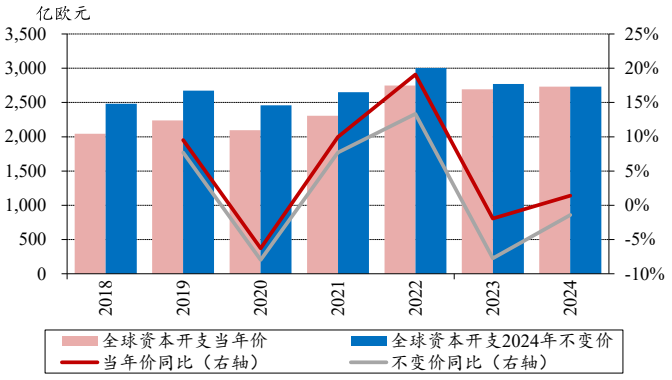
扣除一般通胀影响后，全球化工资本开支已经由金额稳定转为实际下降。使用欧元区 GDP 平减指数折算为 2024 年价格后，2022 年资本开支约为 3,003 亿欧元，2024 年较 2022 年下降 9.0%，2022—2024 年 CAGR 为-4.62%。2019—2024 年不变价 CAGR 约为 0.44%，亦明显低于当年价口径的 4.07%。Atradius 预测 2024—2034 年全球化工投资 CAGR 约为 2.5%，低于 2004—2024 年的 8.05%。

图表3：全球化工资本开支三年与五年滚动 CAGR（2007—2024 年）



资料来源：Cefic，国盛证券研究所

图表4：全球化工资本开支当年价与 2024 年不变价金额（2018—2024 年）

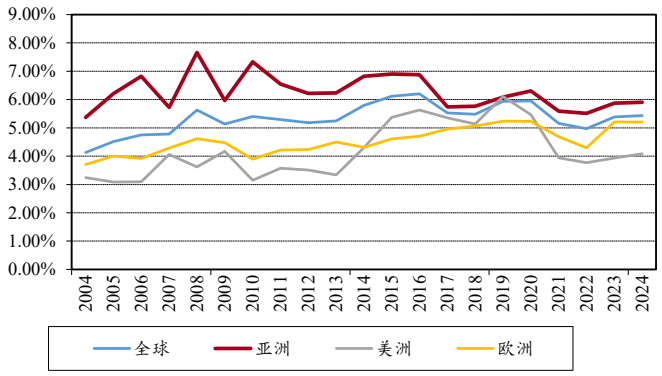


资料来源：Cefic，Eurostat，国盛证券研究所

资本开支占销售额的比重低于上一轮高点，区域差异较为明显。2024 年全球化工行业资本开支占销售额的比重为 5.43%，低于 2019 年的 5.94%。资本开支金额仍处历史高位，但企业实现单位销售收入对应的投资已低于上一轮高点。分区域看，2024 年亚洲资本开支占销售额的比重为 5.90%，高于欧洲的 5.21%和美洲的 4.08%，亚洲仍是全球投资强度最大的地区。

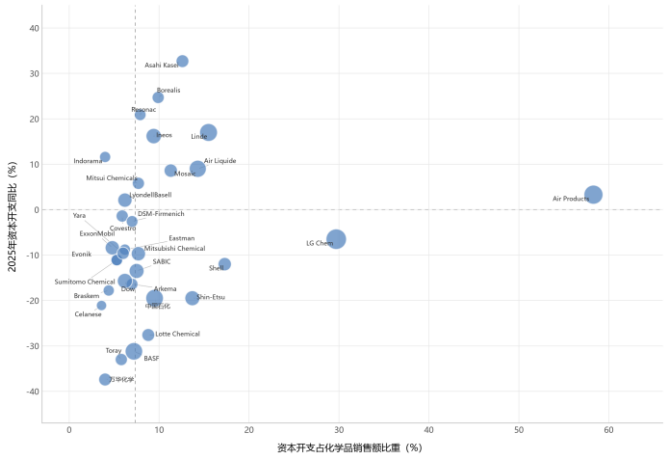
头部化工企业资本开支已由增减参半转为多数下降。根据 C&EN 全球化工 50 强统计，披露资本开支的 33 家企业 2024 年合计资本开支约 730 亿美元，同比增长 3.5%，其中 17 家同比增长、16 家同比下降；2025 年披露资本开支的 32 家企业合计资本开支为 676.7 亿美元，同比下降 7.8%，其中 21 家同比下降、11 家同比增长，资本开支同比增速中位数为-9.2%。资本开支占化学品销售额的比重中位数由 2024 年的 7.5%小幅降至 2025 年的 7.4%。

图表5：全球及分地区化工资本开支占销售额比重（2004—2024 年）



资料来源：Cefic，国盛证券研究所

图表6：全球主要化工企业资本开支强度及同比变化（2025 年）



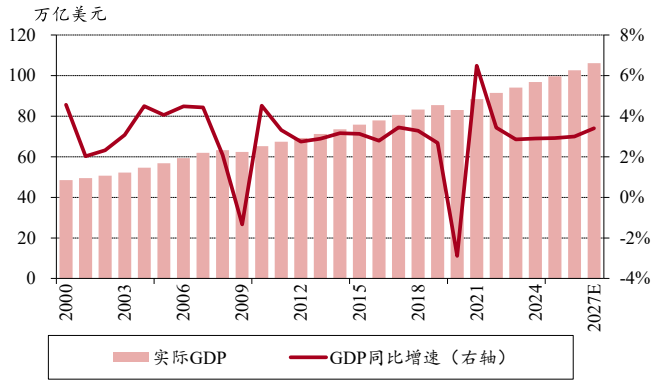
资料来源：C&EN，国盛证券研究所绘制

1.2.需求增长放缓、盈利下降与较高融资成本共同抑制新增投资

全球经济与工业需求仍在增长，化工品需求稳健。全球 GDP、工业生产和贸易指标均维持正增长。根据 IMF 预测，2026 年和 2027 年全球实际 GDP 将分别增长 3.0%和 3.4%，全球经济仍处于增长区间，但区域和行业表现有所分化。2026 年 7 月全球工业生产指数

同比增长 1.97%，同期全球货物贸易量指数同比增长 5.99%，贸易表现强于工业生产。根据 WTO，2026 年 7 月货物贸易晴雨表为 102.0，仍高于 100 的长期趋势水平，但低于 2026 年 1 月的 102.3。

图表7：全球实际 GDP 增速及同比（2000—2027E）



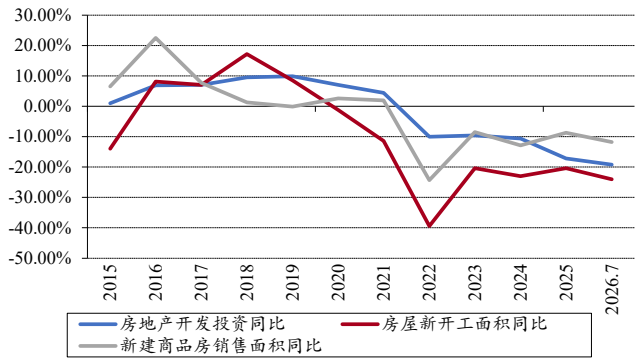
资料来源：World Bank，IMF，国盛证券研究所

图表8：世界货物贸易量及全球工业生产同比增速（2016 年 1 月—2026 年 7 月）



资料来源：CPB，国盛证券研究所

图表9：中国房地产开发投资、新开工及商品房销售面积增速（2015—2026 年 7 月）

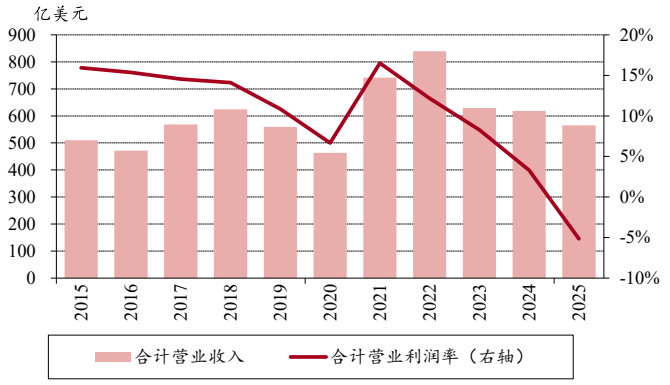


资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

随着化工行业盈利下降，企业可用于新项目的自有资金明显减少。根据 C&EN 全球化工 50 强统计，披露利润的 37 家公司 2025 年合计利润同比下降 19.5%至 472 亿美元；披露资本开支的 32 家公司合计资本开支同比下降 7.8%至 677 亿美元。LyondellBasell、Celanese、Westlake 和 Huntsman 四家公司的营业利润率中位数由 2021 年的 18.73%降至 2024 年的 2.66%，2025 年进一步降至-5.27%；同期经营现金流对资本开支的覆盖倍数由 2021 年的 3.70 倍降至 2024 年的 1.75 倍、2025 年的 1.44 倍。样本企业利润率和资本开支覆盖倍数走低，依靠经营现金流继续增加投资的资金余量已经明显减少，企业再投资意愿减弱。

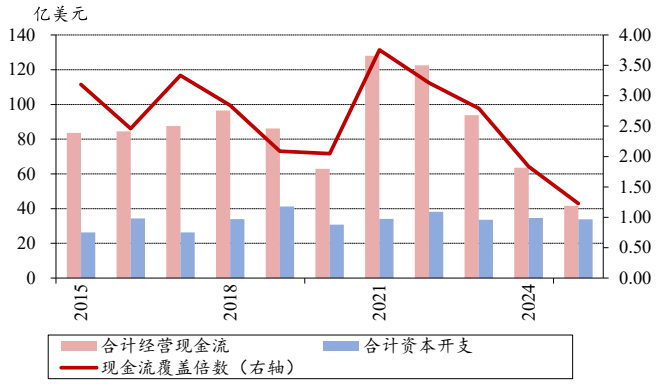
仅供内部参考，请勿外传

图表10：LyondellBasell、Celanese、Westlake 和 Huntsman 合计营业收入及营业利润率（2015—2025 年）



资料来源：LyondellBasell、Celanese、Westlake、Huntsman 公司年报，国盛证券研究所

图表11：LyondellBasell、Celanese、Westlake 和 Huntsman 合计经营现金流、资本开支及现金流覆盖倍数（2015—2025 年）

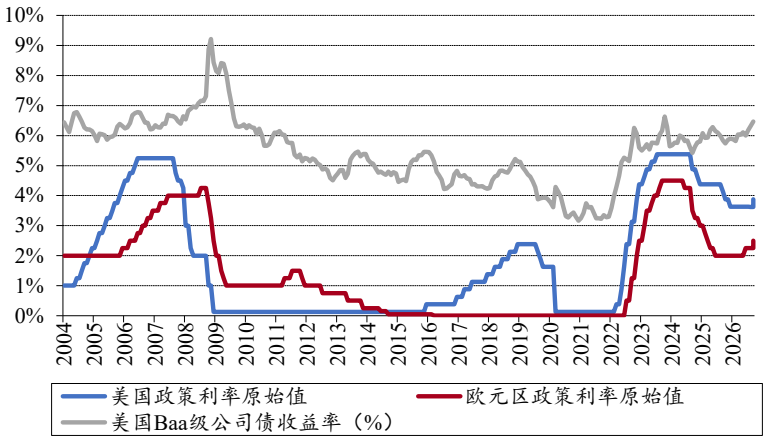


资料来源：LyondellBasell、Celanese、Westlake、Huntsman 公司年报，国盛证券研究所

企业融资成本仍处高位，货币蹊 收紧进一步抬高新增投资门槛。2026 年 9 月 17 日，美联储宣布加息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间上调至 3.75%—4.00%，沙特、阿联酋、阿曼等海湾国家随后跟随美联储上调蹊利率；欧洲央行同期亦加息 25 个基点，存款便利利率升至 2.50%。日本在退出负利率后持续推进货币蹊正常化，2025 年以来先后四次加息，长期超低利率融资环境逐步改变。企业债券融资利率同样维持高位，2026 年 8 月美国穆迪 Baa 级长期公司债收益率均值为 6.32%，高于 2026 年 7 月的 6.19%。化工项目建设和投资回收周期较长，较高的资金成本增加建设期利息支出，并提高新增项目所需最低回报。在行业盈利下降、经营现金流承压的背景下，外部融资成本高企进一步削弱低回报项目的经济性，与需求增长放缓共同抑制新增投资。

部分大型项目延期或终止，企业对新增投资更加谨慎。2025 年巴斯夫与雅苒终止美国墨西哥湾沿岸蓝氨项目；2026 年 6 月，雅苒又因预计财务回报未达投资标准，决定不推进对 Air Products 路易斯安那清洁能源综合体氨资产的收购。壳牌鹿特丹生物燃料项目 2025 年由暂停施工转为决定不再重启。陶氏于 2023 年公告总投资 65 亿美元的 Fort Saskatchewan Path2Zero 项目，计划新增乙烯装置及 200 万吨/年聚乙烯能力，2025 年，陶氏因市场条件变化延后项目建设，并将当年资本开支计划由 35 亿美元下调至 25 亿美元，对于已规划且明确披露增量收益目标的项目，后续建设仍需根据需求、价差和现金流重新评估。上述项目分别处于合作研究、拟收购、暂停施工和延后等不同阶段，企业均在继续投入前重新评估市场条件、资金占用和预期回报，投资趋于谨慎的变化并不限于单一公司或产品。在企业盈利能力下滑、项目预期回报下降，融资成本较高的背景下，企业推迟投资决策、放慢建设进度或将资金转向其他项目的概率或进一步提升。

图表12：美国蹊利率、Baa 级公司债收益率与欧元区蹊利率（2004—2026 年 9 月 17 日）

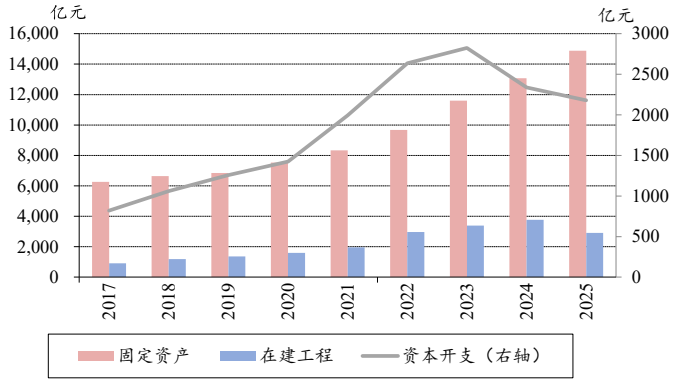


资料来源：Wind，Fred，国盛证券研究所

1.3.资本开支变化早于市场供给变化，前期项目决定短期供给压力

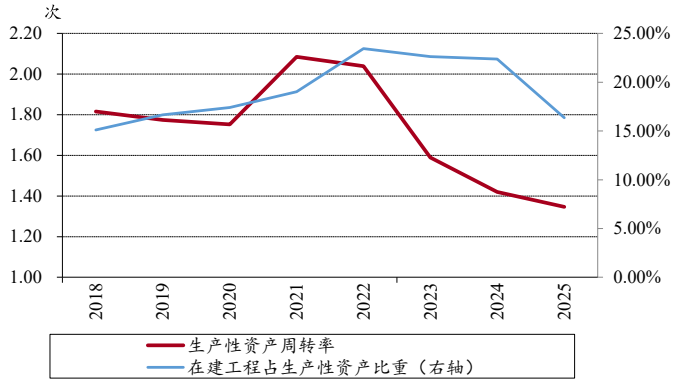
资本开支增速领先于实际产能增速。2022 年到 2024 年全球化工生产指数由 101.5 升至 109.4，上升 7.8%。投资总额增长停滞期间实际产出的增长主要来自前期项目陆续投产、现有装置提高负荷以及运行效率改善。2025 年 SW 基础化工固定资产合计同比增长 13.8%至 1.49 万亿元，在建工程合计同比下降 22.8%至 2,907 亿元，资本开支合计同比下降 6.8%至 2,180 亿元；在建工程占固定资产与在建工程合计的比重由 2024 年的 22.4%降至 2025 年的 16.3%，生产性资产周转率由 2022 年的 2.04 次降至 2025 年的 1.35 次。前期项目逐步完工并进入生产阶段，导致资本开支和在建工程下降而固定资产继续增加，投资增速下降一般领先于市场供应改善。

图表13：SW 基础化工行业上市公司固定资产、在建工程及资本开支（2017—2025 年）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表14：SW 基础化工行业上市公司在建工程占比及生产性资产周转率（2018—2025 年）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

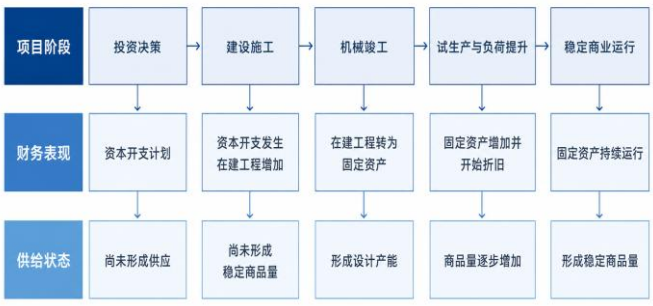
资本开支见顶后，固定资产通常先表现为增速放缓，随后出现存量拐点。2008 年中国化工资本开支达到阶段高点并于 2009 年回落，固定资产原价增速同期由 25.1%降至 16.4%；2015 年资本开支再次见顶，2016-2017 年连续下降，固定资产原价增速由 2015 年的 8.7%降至 2016 年的 5.9%，固定资产规模于 2016 年达到阶段高点并在 2017 年转为下降。2022 年以来，资本开支由快速增长转入高位平台，固定资产原价增速也由 2022 年的 12.1%连续降至 2023 年的 9.5%和 2024 年的 6.5%。资本开支转弱通常较快传导至固定资产增速；在 2015—2017 年资本开支下滑后，固定资产拐点相隔约一年。当前固定资产仍在增长，但增速已经连续放缓。

图表15：中国化工资本开支与固定资产原价（2000—2024 年）



资料来源：Cefic，国家统计局，Wind，国盛证券研究所绘制

图表16：化工项目从投资决策到稳定达产的主要阶段（2026 年）



资料来源：国盛证券研究所绘制

2.区域资本重新配置改变全球化工有效供给

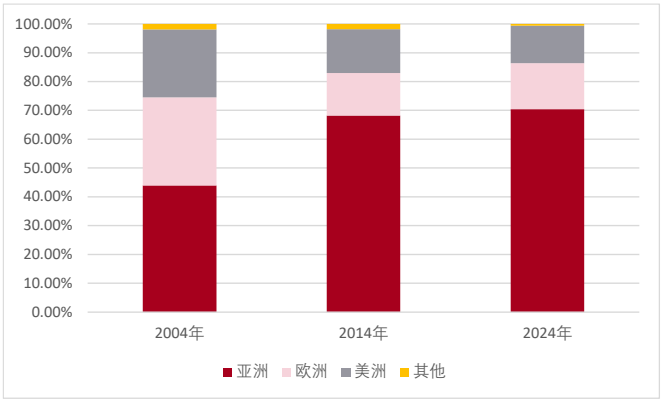
2.1.新增投资进一步向中国、美国和中东优势基地集中

全球化工资本开支正向亚洲以及具有资源和产业链优势的地区集中。根据 Cefic，亚洲占全球化工资本开支的比重由 2004 年的 43.9%升至 2014 年的 68.2%，2024 年进一步升至 70.4%；2004—2024 年，欧洲占比由 30.6%降至 16.0%，美洲占比由 23.6%降至 13.0%。区域份额变化受产业配套、原料条件、本地市场和项目规模等多种因素共同影响，化工产业已经在亚洲形成较完整的原料、装置、公用工程和下游配套，全球资本开支增速放缓后，有限的新增投资仍更倾向于落在具备产业链基础的地区。

投资向优势地区转移，正在改变全球新增供给的来源和成本水平。2021—2024 年中国化工资本开支和生产指数分别增长 16.4%和 26.6%，亚洲分别增长 19.6%和 17.0%；美洲资本开支增长 27.8%，生产指数仅增长 1.6%；欧洲资本开支增长 13.1%，生产指数下降 10.2%，其中 EU27 生产指数下降 16.5%；日本和韩国生产指数分别下降 12.3%和 16.8%。生产持续增长的亚洲与产量下降的欧洲、东北亚已经出现明显分化，未来新增供应和高成本退出将存在明显区域差异。

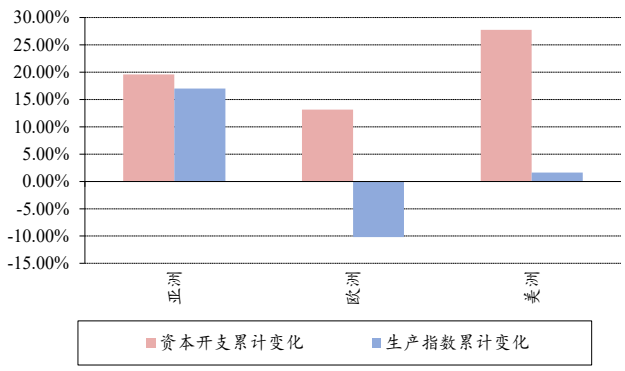
不同用途的资本开支，对未来商品供应的影响并不相同。资本开支包括维护、环保、技术改造和新增产能等用途。新建和扩建项目直接增加设计产能，维护及安全环保支出主要维持现有装置运行，技改支出既可能用于安全环保，也可能消除局部瓶颈，并在不新建完整装置的情况下增加实际产出。维持性投入不会形成新增产能，扩建和技术改造支出则会增加产能或实际产量。资本开支只有落实到新建、维护、技改或扩能等具体用途，才能对应未来供应变化。LyondellBasell 2025 年资本开支为 18.78 亿美元，其中约 65%用于周转检修、装置健康、安全及环保等维持性投入；2026 年约 12 亿美元的资本开支计划中，约 8 亿美元为维持性支出。

图表17：全球化工资本开支区域结构（2004、2014 及 2024 年）



资料来源：Cefic，国盛证券研究所

图表18：主要地区化工资本开支与生产指数较 2021 年变化（2021—2024 年）



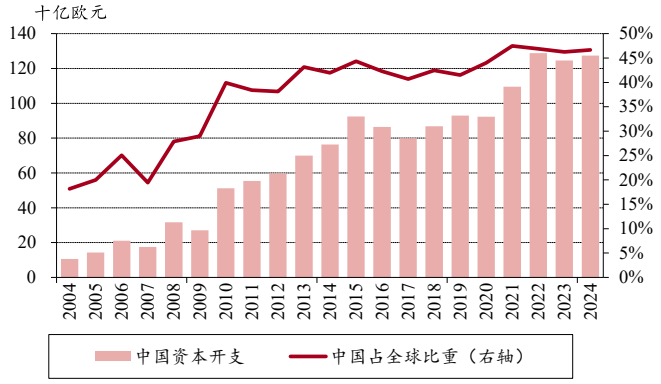
资料来源：Cefic，国盛证券研究所

中国仍是全球最大的化工投资主体，但投资增速已经明显放慢。中国占全球化工资本开支的比重由 2004 年的 18.2%升至 2014 年的 42.0%，2024 年达到 46.6%；2024 年资本开支约 1,274 亿欧元，同比增长 2.2%，增速已明显低于前期扩张阶段。2004—2024 年，全球化工资本开支增加 2,151 亿欧元，其中中国增加 1,168 亿欧元，贡献了 54.3%的增量。中国的投资方向和项目进度因而会显著影响全球新增供给，同时，前期投资形

成的高基数、行业盈利下降和部分基础化学品供给偏多，使中国化工企业不再盲目扩产，而是更加谨慎地选择重点项目。

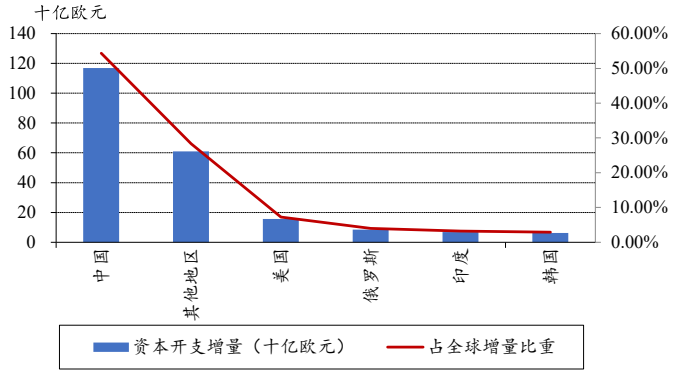
全球化工投资更多集中在少数国家。根据 Cefic 列示的国家数据，相关样本在 2004 年、2014 年和 2024 年分别覆盖全球化工资本开支的 92.7%、89.7%和 90.8%；按全球资本开支总额计算，2004 年前五大国家为中国、美国、日本、德国和巴西，2014 年变为中国、美国、韩国、沙特阿拉伯和日本，2024 年变为中国、美国、沙特阿拉伯、俄罗斯和韩国；前五大国家合计占比由 2004 年的 53.9%升至 2014 年的 65.6%，2024 年为 65.9%。

图表19：中国占全球化工资本开支比重（2004—2024 年）



资料来源：Cefic，国盛证券研究所

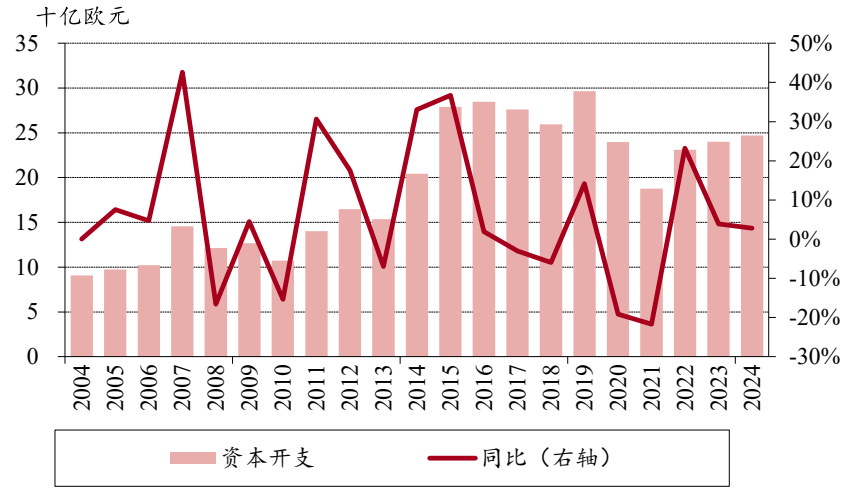
图表20：主要国家对全球化工资本开支增量的贡献（2004-2024 年）



资料来源：Cefic，国盛证券研究所

美国和中东仍在推进依托资源和规模优势的选择性投资。根据 ACC，美国化工行业设备及建筑资本开支 2025 年同比增长 1.3%，预计 2026 年同比增长 0.9%，2027 年以后增速或回升至 3%—4%；根据 GPCA 数据，GCC（海合会）化工产量 2024 年增长 5.7%，截至 2025 年已规划的投资管线约 198 亿美元，其中 75.9%属于绿地项目。美国和中东化工行业新增投资向具备原料优势、出口设施完善和下游配套明确的项目集中。Golden Triangle Polymers、Ras Laffan 和 Amiral 项目处于建设阶段，Borouge 4 则按装置分批投产，新增供给仍将陆续释放。主要集中于乙烯、聚乙烯及相关下游。对于美国和中东而言，资源优势是项目推进的前提条件，项目建设进度和产成品流向决定其对全球市场的实际影响。

图表21：美国化工资本开支及增速（2004—2024 年）



资料来源：Cefic，国盛证券研究所

图表22：美国及中东主要化工项目状态及产能（截至 2026 年 8 月）

项目	公司	投资额（亿美元）	国家	项目状态	预计时间	乙烯产能（万吨/年）
Golden Triangle Polymers	CPChem/QatarEnergy	85	美国	建设中	2026 年	208
Ras Laffan Petrochemicals	QatarEnergy/CPChem	60	卡塔尔	建设中	2026 年末	208
Amiral	Saudi Aramco/TotalEnergies	110	沙特	建设中	2027 年	165
Borouge 4	ADNOC/OMV	62	阿联酋	分批投产	2026 年	150

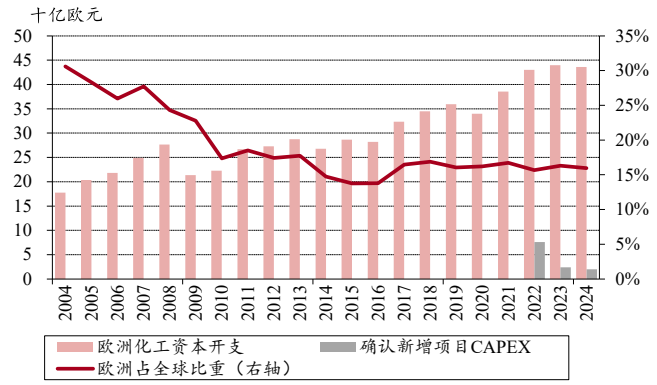
资料来源：Chevron Phillips Chemical、TotalEnergies、Borouge、Borealis 公司公告及官网，国盛证券研究所

2.2.欧洲及东北亚高成本产能退出加快

欧洲化工投资和装置负荷持续偏弱，高成本产能退出范围扩大。欧洲 2022—2025 年累计公布 160 项化工装置关闭安排，涉及产能超过 3,700 万吨/年，约占欧洲化工产能的 9%；同期确认新增项目对应产能约 700 万吨/年，新增产能相关的资本开支由 2022 年的 76 亿欧元降至 2025 年的 15 亿欧元。欧洲供给调整已经由个别装置处置扩大至多个基础化工环节。

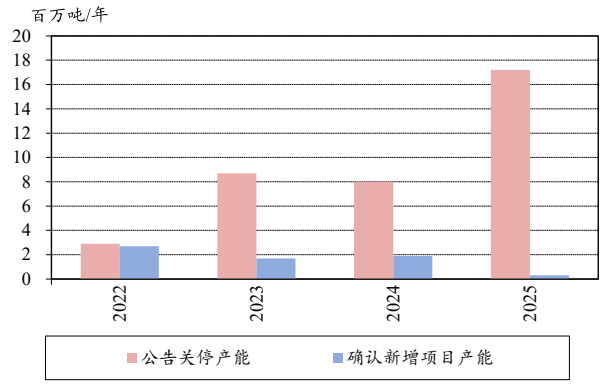
成本、需求和低开工率共同推动欧洲产能退出。在已披露关闭原因的产能中，49%涉及能源成本，19%涉及需求偏弱，产能过剩和监管因素分别占 9%和 8%；德国、荷兰、英国和法国四国已公告关闭的产能分别为 880 万吨、720 万吨、450 万吨和 390 万吨。关停集中于能源密集型和基础化工装置，与欧洲生产指数下降和装置负荷偏低的情况相符。

图表23：欧洲化工资本开支、全球占比及确认新增投资（2004—2024 年）



资料来源：Cefic，国盛证券研究所

图表24：欧洲公告关停产能、确认新增项目产能（2022—2025 年）

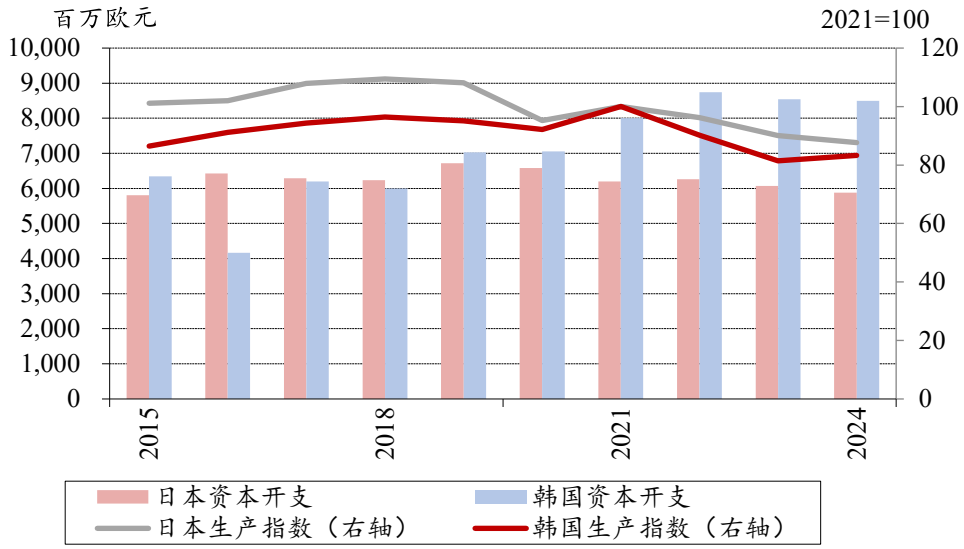


资料来源：Cefic，国盛证券研究所

东北亚地区正在由全球化工新增供给来源转向高成本产能收缩。日本的调整已经从苯酚、MMA 和丙烯腈等单套装置延伸至乙烯等上游平台，韩国则开始整合石脑油裂解及下游产能。裂解装置位于化工产业链上游，其调整会同时影响乙烯、丙烯及多类衍生品供应，供给影响明显大于单一产品停线。东北亚装置调整由产品层面向基地层面延伸，将进一步降低该地区在全球化工新增供给中的权重，全球新增产能则继续向中国、美国和中东等具备成本及产业链优势的地区集中。

生产持续收缩而资本开支保持韧性，东北亚化工投资已经由新增扩产转向存量优化。2021—2024 年，日本和韩国化工生产指数累计降幅均超过 12%，但日本资本开支仅小幅下降，韩国资本开支仍保持增长。资本开支与生产变化出现背离，主要是因为存量装置维护、基地改造和业务整合仍需持续投入。高成本装置退出、生产收缩和资产重组将先于投资总额减少反映在区域供给变化中。

图表25：日本、韩国化工资本开支与生产指数变化（2015—2024 年）



资料来源：Cefic，国盛证券研究所

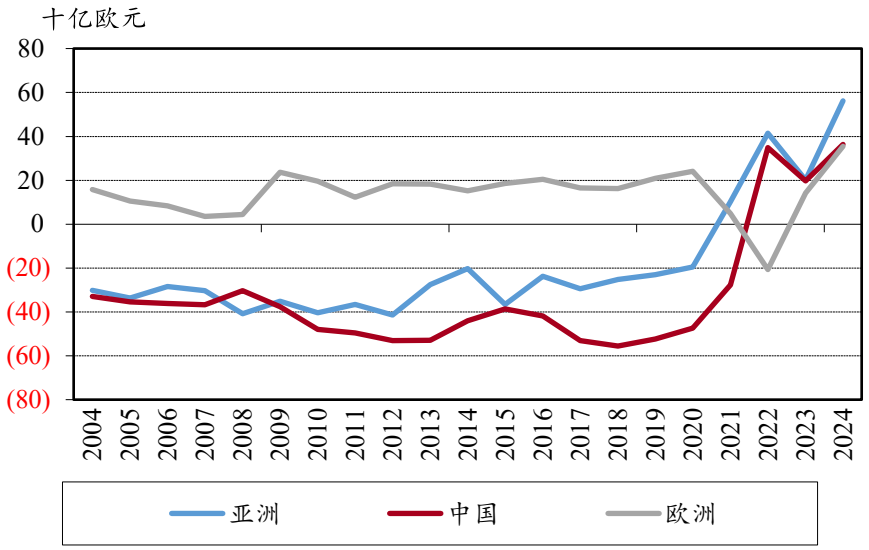
2.3.低成本地区仍有新增项目，高成本地区加快退出

低成本地区产能新增与高成本地区产能退出并行。美国及中东项目主要增加乙烯、聚乙烯等烯烃及衍生物供应，欧洲与东北亚的装置调整则涉及裂解、氯碱、硅氧烷、苯酚、

MMA 和丙烯腈等多个产品，裂解装置变化还会同时影响乙烯、丙烯和裂解副产品。全球资本开支向成本优势地区集中将改变部分产品的成本曲线，供给压力将沿产品和投产节奏逐步变化。

区域投资迁移正在改变化学品贸易流向，全球供给改善将分产品兑现。根据 Cefic，亚洲贸易差额由 2004 年的 300.7 亿欧元逆差转为 2024 年的 561.4 亿欧元顺差，中国同期由 329.4 亿欧元逆差转为 363.2 亿欧元顺差。亚洲和中国净出口能力持续增强，欧洲整体贸易差额则已由短期逆差恢复为顺差。未来供给改善将更多表现为高成本环节退出与低成本产能替代并行。

图表26：亚洲、中国及欧洲化学品贸易差额（2004—2024 年）



资料来源：Cefic，国盛证券研究所

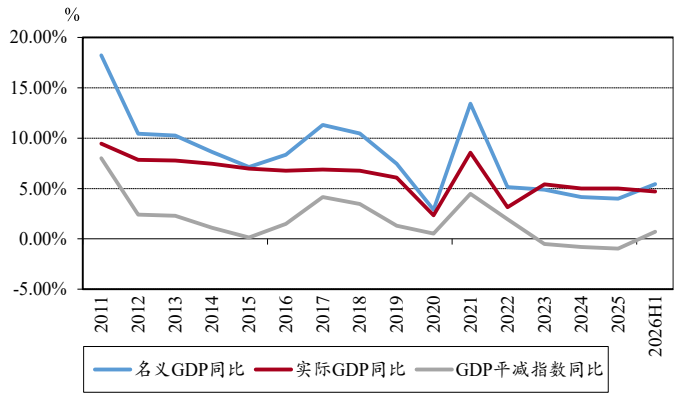
3.中国化工投资增速回落，供给压力逐步缓解

3.1.中国化工投资由快速扩张转向下降，新增资金更多投向重点项目

国内需求保持温和增长，化工行业 PPI 同比转正。2025 年我国实际 GDP 同比增长 5.0%，2026 年上半年实际 GDP 同比增长 4.7%。2026 年 1—7 月，化学工业 PPI 同比增速由 1 月的-4.9%升至 7 月的 5.3%，其中 4 月转为正增长、5 月升至 7.1%。

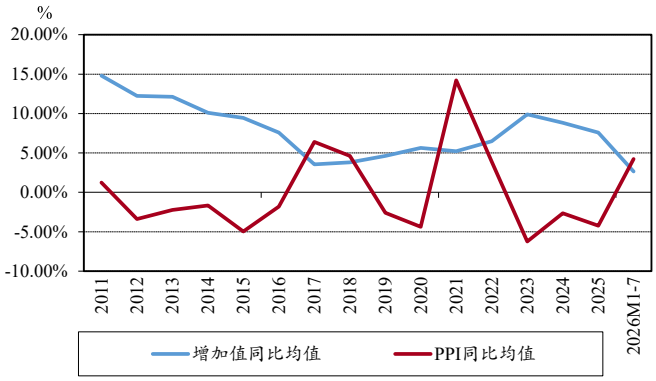
中国房地产下游需求承压，新兴产业带来需求增量。根据国家统计局数据，2025 年我国房地产开发投资、新建商品房销售面积和房屋新开工面积分别同比下降 17.2%、8.7%和 20.4%，2026 年 1-7 月进一步同比下降 19.2%、11.8%和 24.0%。房地产开发与新开工持续收缩，对 PVC、建筑涂料、保温材料、聚氨酯及有机硅等建筑相关产品需求带来影响。但同时储能、新能源汽车、人工智能等领域保持快速增长，工信部《石化化工行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》提出在拓展建筑、汽车、船舶等传统应用的同时，开拓新能源、低空经济和人形机器人等新兴需求。2026 年上半年，全国已投运新型储能装机达 1.53 亿千瓦，同比增长 61%；新能源汽车销量 744.6 万辆，同比增长 7.3%；新能源汽车和储能需求带动锂离子电池产量增长 39.3%，人工智能带动算力与存储芯片需求，集成电路产量增长 23.1%。

图表27：中国名义 GDP 增速、实际 GDP 增速及 GDP 平减指数（2011—2026H1）



资料来源：国家统计局，Wind，国盛证券研究所

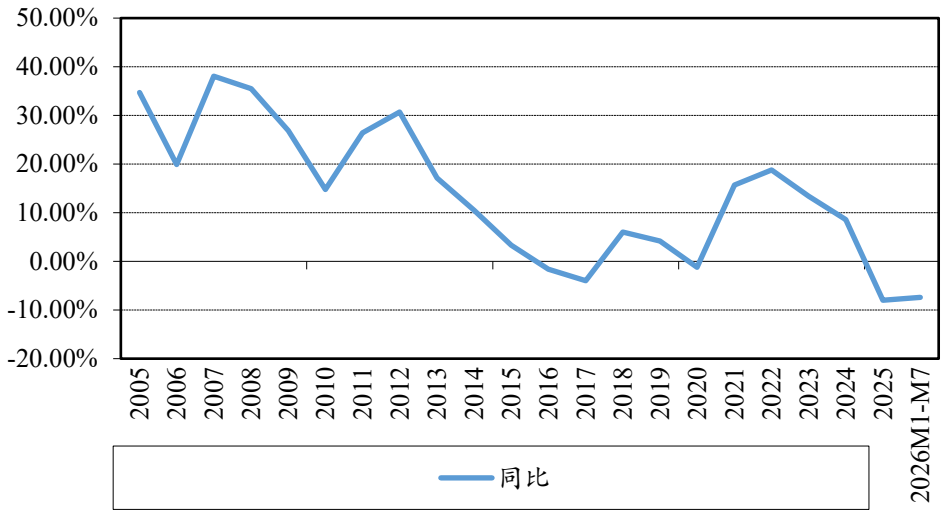
图表28：中国化学原料及化学制品制造业增加值与化学工业 PPI 同比增速（2011—2026 年 7 月）



资料来源：国家统计局，Wind，国盛证券研究所

中国化工固定资产投资拐点已现，行业投资由增长转为连续下降。2021—2024 年我国化学原料及化学制品制造业固定资产投资累计增长约 69.3%，但年度增速由 2022 年的 18.8%持续降至 2024 年的 8.6%；2025 年投资同比下降 8.0%，2026 年 1—7 月同比继续下降 7.4%。

图表29：中国化学原料及化学制品制造业固定资产投资同比增速（2005—2026 年 7 月）

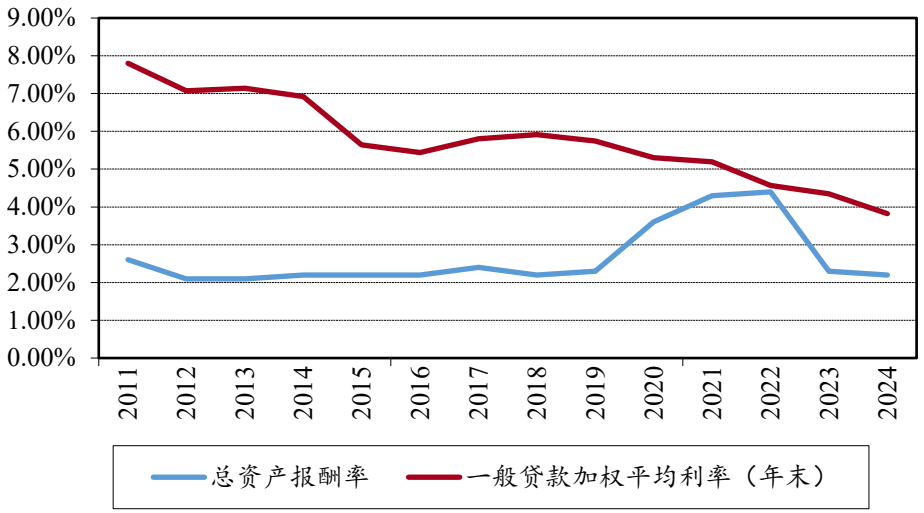


资料来源：国家统计局，Wind，国盛证券研究所

行业资产回报率降至低位，同质化扩建项目的再投资能力明显减弱。基本化学原料制造业总资产报酬率由 2022 年的 4.4%降至 2024 年的 2.2%。资产回报下降延长了新增项目的投资回收期，也提高了企业对原料成本、产品差异化和下游配套的要求，缺乏成本或技术优势的项目扩产受阻。

企业融资成本持续下行，但行业资产报酬率已低于一般贷款利率，融资成本下降难以抵消回报下滑。企业贷款加权平均利率由 2020 年末的 4.61%降至 2024 年末的 3.34%，2025 年末进一步降至 3.10%；同期基本化学原料制造业总资产报酬率低于年末企业贷款加权平均利率。国内企业融资成本仍处低位，但行业回报下降对新增投资构成直接约束，新增项目面临的收益约束仍在增强。

图表30：基本化学原料制造业总资产报酬率与一般贷款加权平均利率（2011—2024 年）



资料来源：国务院国资委，中国人民银行，Wind，国盛证券研究所

双碳政策开始由目标管理转向项目审查和年度考核。 2026 年起，各省碳排放总量、强度以及煤炭和石油消费量被纳入年度评价，新建和扩建“两高”项目需落实碳排放等量或减量置换。对于炼油、煤化工及其他高耗能化工项目，碳排放指标将与能耗、环境容量

共同构成项目准入条件，缺乏资源、能效和产品差异化优势的新增项目将面临更强的约束。

双碳约束压低新增扩建强度的同时也会增加存量装置改造投资。2026—2028 年节能降碳改造覆盖炼油、乙烯、合成氨和甲醇等化工重点行业，通过资金补助、差别化电价和能效监察推动装置更新及能源系统优化。双碳政策对资本开支的影响体现为压缩高碳新增项目、增加存量改造投入，对市场供应的约束将在项目减少和低效装置退出后逐步显现。

图表31：2026 年主要节能降碳政策（截至 2026 年 9 月）

政策名称	日期	政策简介	对化工资本开支的影响	对化工供给的影响
《关于更高水平更高质量做好节能降碳工作的意见》	2026 年 4 月 11 日	将节能降碳与产业规划、产能调控和项目审查衔接，覆盖石化、化工等重点行业，并支持节能改造、能源梯级利用和零碳园区建设。	新建、改扩建高耗能高排放项目需制定碳排放等量或减量置换方案，新增项目的前期论证和审批约束提高；存量装置的节能改造投入增加。	约束高碳项目的远期新增供给，对现有合规装置没有直接压减作用。
《碳达峰碳中和综合评价考核办法》	2026 年 4 月 12 日	自 2026 年度起对各省开展年度评价考核，控制指标包括碳排放总量、碳排放强度、煤炭和石油消费总量及非化石能源消费占比。	地方碳排放目标和能源结构将更多进入项目筛选，能耗和碳排放较高的新建化工项目更依赖所在地区的指标空间和置换条件。	通过地方项目审批体现，不同地区的约束强度可能出现分化。
《工业和信息化部办公厅关于组织开展 2026 年度工业节能监察工作的通知》	2026 年 5 月 11 日	2026—2027 年对炼油、乙烯、合成氨、烧碱、纯碱、甲醇和聚氯乙烯等行业开展能效监察，2026 年覆盖电石法聚氯乙烯企业。	能效不达标企业需要增加设备更新、工艺优化和能源管理投入，存量改造资本开支相应增加。	节能监察不直接压减产能；整改不到位的低效设备和装置可能受到进一步约束。
《关于开展重点行业节能降碳改造攻坚三年行动的通知》及《重点行业节能降碳改造攻坚三年行动计划》	2026 年 5 月 18 日	2026—2028 年对炼油、乙烯、合成氨和甲醇等重点行业实施节能降碳改造；到 2028 年底，相关行业达到能效标杆水平的产能比例平均提高 20 个百分点，低于基准水平的产能基本清零。	推动资本开支由单纯扩大产能转向节能设备、工艺改造和能源系统升级，低能效项目继续扩建的经济性下降。	低于能效基准水平的装置需要改造或退出，供给约束将随三年行动推进逐步体现。
《“十五五”碳达峰行动方案》	2026 年 7 月 5 日	提出到 2030 年单位 GDP 二氧化碳排放较 2025 年下降 17%，推进“两高”项目碳排放置换，并逐步将石化、化工等行业纳入全国碳排放权交易市场。	碳排放成本将逐步进入项目回报测算，企业对绿电、低碳工艺、能源系统和碳管理的投入增加。	碳市场扩围可能逐步拉开不同能效装置的成本差距。影响仍取决于行业纳入时间、配额总量和分配方式。

资料来源：中国政府网、生态环境部、国家发展改革委、工信部，国盛证券研究所

新增资金进一步向上游资源保障、存量改造和高端材料集中。《石化化工行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》提出严控炼油新增产能、科学调控乙烯和 PX 项目投放节奏，推动电子化学品、高端聚烯烃等产品发展；炼油行业节能降碳及能源装备政策继续支持老旧装置更新。

图表32：我国能源化工结构性投资的主要政策方向（截至 2026 年 8 月）

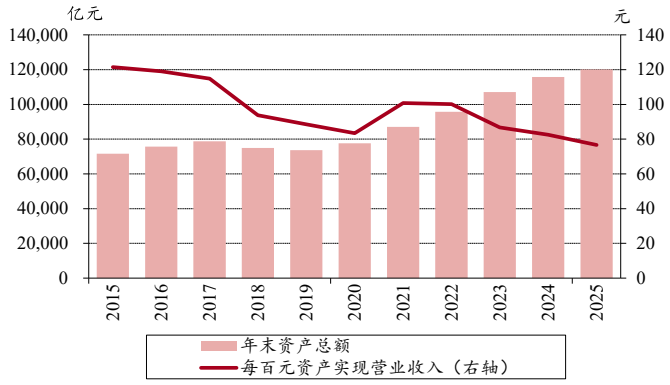
政策方向	政策	主要要求	主要资本投向	对投资结构的影响
油气资源保障	《关于推进能源装备高质量发展的指导意见》	推进深地、深水和非常规油气开发装备升级	油气勘探开发及输送装备	增加上游资源保障相关投入
炼油节能降碳	《炼油行业节能降碳专项行动计划》	控制炼油能力，推动基准水平以下产能改造或退出	节能技改、设备更新及落后装置退出	以存量改造替代低水平扩能
老旧装置更新	《石化化工行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》	建立老旧装置改造项目库，推进自动化和低风险替代	安全、数字化及绿色化改造	提高更新改造支出占比
基础原料产能调控	《石化化工行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》	严控新增炼油产能，科学调控乙烯、PX 投放节奏	产能置换及高标准项目建设	抑制同质化新增供给
高端材料补短板	《石化化工行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》	支持电子化学品、高端聚烯烃等关键产品攻关	研发、中试及产业化项目	推动投资向高附加值产品转移

资料来源：国家能源局、国家发展改革委、工信部，国盛证券研究所

3.2.资产扩张放缓，盈利能力开始修复

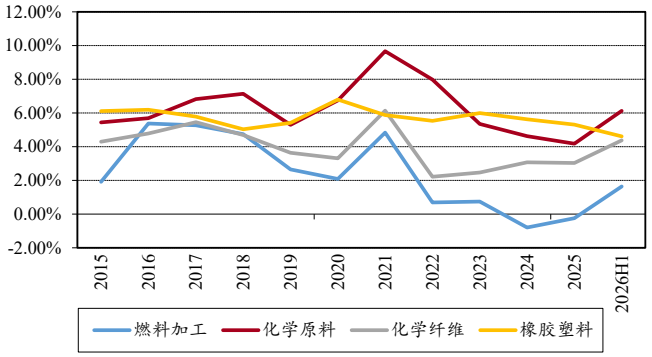
资产规模持续扩张，单位资产收入下降，存量资产仍处于消化阶段。我国化学原料及化学制品制造业年末资产总额由 2015 年的 7.16 万亿元增至 2025 年的 12.00 万亿元，2015—2025 年 CAGR 约为 5.3%；同期每百元平均资产实现营业收入由 121.4 元降至 76.6 元。单位资产的收入贡献下降，也降低了企业继续扩大投资的意愿。

图表33：中国化学原料及化学制品制造业资产总额及每百元资产实现营业收入（2015—2025 年）



资料来源：国家统计局，Wind，国盛证券研究所

图表34：我国主要化工子行业营业收入利润率（2015—2026H1）



资料来源：国家统计局，Wind，国盛证券研究所

化工行业盈利开始修复。化学原料及化学制品制造业营业收入利润率由 2025 年的 4.2%升至 2026 年上半年的 6.1%；石油、煤炭及其他燃料加工业由-0.2%升至 1.6%，化学纤维制造业由 3.0%升至 4.4%，橡胶和塑料制品业则由 5.3%降至 4.6%。

周期拐点已至，投资下降与部分行业盈利修复已经同时出现。全球实际资本开支、主要企业资本开支和中国化工固定资产投资均已下降，未来新增项目压力开始减弱；虽然中国化工资产利用效率和产成品库存仍处于消化阶段，前期建设项目对供给的短期影响尚未结束，但本轮周期已经由资本开支扩张转入收缩，供需关系逐步改善。

4.地缘冲突压缩有效供给，加速化工周期复苏

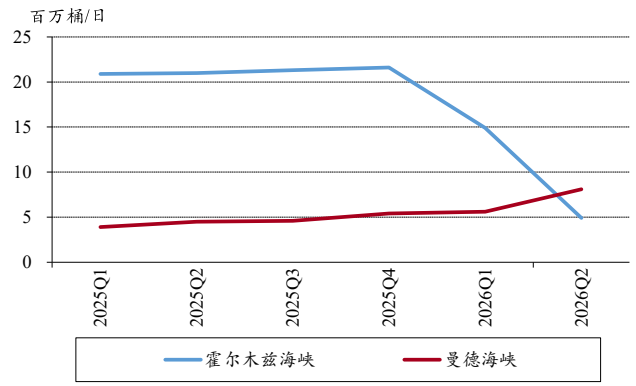
地缘冲突正在通过压缩有效供给和加快去库存为化工周期复苏提供外部推动。霍尔木兹海峡运输受限、中东炼化及化工装置停产和俄罗斯炼厂遇袭分别作用于原油和天然气外运、炼油加工以及化工品生产环节；亚洲部分炼厂和裂解装置也因地缘冲突导致的原料到货减少降低负荷。冲突减少了能够稳定进入市场的原油、成品油和化工品供应，推动商业库存下降，提高低库存阶段的价格弹性。在全球化工新增投资放缓、前期产能仍待消化的背景下，有效供给收缩有助于缩短行业去库存时间，推动部分产业链的供需改善提前出现。

4.1.航道受限与炼厂停工共同压缩能源及化工原料供应

地缘冲突通过炼厂停工和运输受限扰动能源及化工原料供应。根据 EIA，霍尔木兹海峡石油（原油+成品油）运输量由 2025 年第四季度的 2,160 万桶/日降至 2026 年第二季度的 490 万桶/日，同时部分原油经东西向管道和红海港口改道，曼德海峡运输量由 540 万桶/日增至 810 万桶/日；霍尔木兹海峡 LNG 运输量由 105 亿立方英尺/日降至 8 亿立方英尺/日。替代管道和绕行航线承担了部分货流，但未能等量弥补霍尔木兹海峡运输下降。考虑到中东成品油出口受阻和俄罗斯炼厂遭袭，IEA 将第三季度炼厂加工量预测下调 37 万桶/日。9 月沙特东西输油管道遭袭后，原油运输扰动进一步传导至欧洲炼厂供货，沙特阿美已通知部分欧洲炼厂 10 月不再分配长协原油。尽管沙特随后增加经霍尔木兹海峡出口量以缓解部分缺口，相关欧洲炼厂仍需寻找替代货源，增加了下游原料采购与供应保障的压力。地缘冲突影响已由风险预期传导至原油生产、炼厂和航运等实际供应环节。

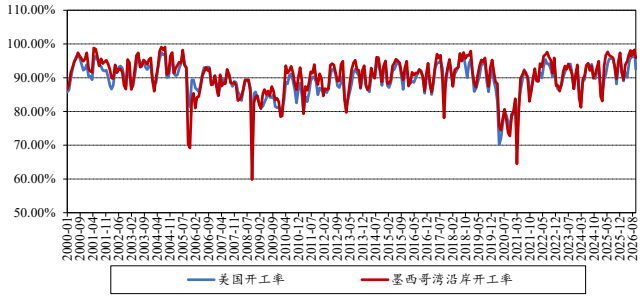
高利润未能迅速填补受影响的供应，炼油体系的加工能力成为短期约束。2026 年 7 月全球炼厂原油加工量环比增加 180 万桶/日至 8,090 万桶/日，但同比减少近 500 万桶/日；同期大西洋盆地成品油裂解价差和炼油利润升至历史高位。高利润推动现有装置提高负荷，北美地区炼厂已处于高负荷运行状态，根据 EIA，截至 2026 年 9 月 11 日当周，美国炼厂开工率为 96.8%，墨西哥湾沿岸炼厂开工率为 96.9%。但中东、俄罗斯以及亚洲部分地区炼厂装置的停工修复、运输恢复和产品重新进入市场仍需要时间。炼油环节成为原油向成品油和石脑油转化的主要约束。

图表35：霍尔木兹海峡与曼德海峡石油运输量（2025Q1—2026Q2）



资料来源：EIA，国盛证券研究所

图表36：美国及墨西哥湾沿岸炼厂开工率（2000 年 1 月 31 日—2026 年 9 月 25 日）



资料来源：EIA，国盛证券研究所

4.2.中东化工供给高度集中，供应冲击向亚洲加工环节传导

资本开支长期向中东地区的低成本一体化基地集中，在扩大低成本供给的同时，也提高了全球部分基础化工品对区域装置和出口通道的依赖。中东依托天然气、乙烷等资源，形成甲醇、合成氨—尿素和乙烯—聚烯烃等出口型产业链。根据 IEA，2024 年中东合成氨、尿素和甲醇产量均占全球 10%以上，其中甲醇接近 17%；2024 年中东在全球合成氨、尿素和甲醇贸易量中的占比分别约为 25%、40%和 45%。区域产能占比决定供应冲击的潜在范围，装置运行和港口外运决定实际供给收缩；地缘冲突造成的冲击由能源成本上涨进一步转化为化工品有效供给收缩，降低全球供给弹性。

图表37：中东及伊朗主要化工品产能及全球占比（2026 年）

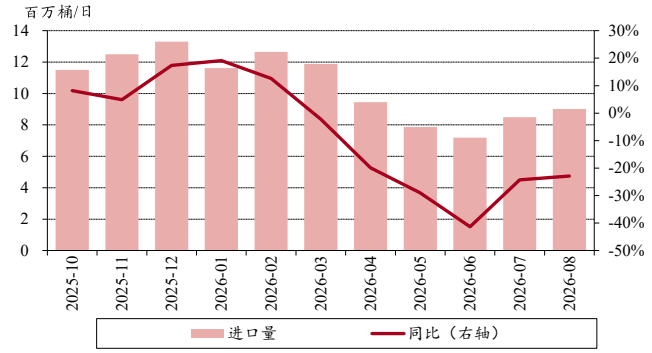
产品	中东产能（万吨/年）	伊朗产能（万吨/年）	全球产能（万吨/年）	中东占全球比重	伊朗占全球比重
甲醇	2,840.5	1,716.0	19,480.0	14.6%	8.8%
合成氨	2,256.3	550.0	23,998.6	9.4%	2.3%
尿素	2,696.8	900.0	24,000.0	11.2%	3.8%
乙烯	3,470.0	800.0	23,200.0	15.0%	3.4%
聚乙烯（PE）	≥2,300.0	480.0	15,604.0	≥14.7%	3.1%
丙烯	1,364.3	103.0	18,790.0	7.3%	0.5%
聚丙烯（PP）	≥1,000.0	120.0	12,037.0	≥8.3%	1.0%
乙二醇（MEG）	1,080.0	190.0	6,090.0	17.7%	3.1%

资料来源：IFA（IFASTAT）、Argus、S&P Global、Worley Insights、BC Insight（CRU）、CCFGroup、隆众资讯、Press TV、Iran News Daily、PlasticsToday、兴园化工园区研究院、台湾塑胶工业股份有限公司《2025 年年报》、Advanced Petrochemical Company 投产公告、Journal of Economics and Administrative Sciences，国盛证券研究所

注：产能为名义产能；合成氨中东数据采用 IFA“西亚”口径，聚乙烯和聚丙烯中东产能为公开下限，乙二醇仅指 MEG。

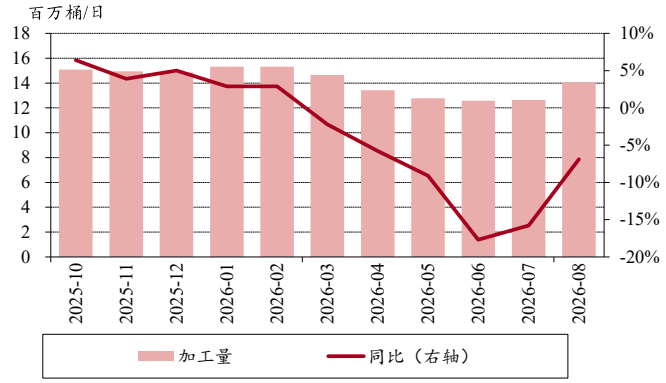
中国原油进口和加工量同步转弱，库存暂时缓冲进口收缩向炼厂加工的传导。中国原油进口量由 2026 年 2 月的 1,265 万桶/日降至 6 月的 719 万桶/日，7 月回升至 849 万桶/日，同比仍下降 24.3%；同期规上工业原油加工量由 1—2 月的 1,532 万桶/日降至 6 月的 1,259 万桶/日，7 月仅为 1,263 万桶/日，同比下降 15.8%。根据 EIA 测算，二季度中国原油进口量和炼厂加工量分别较第一季度减少 390 万桶/日和 220 万桶/日。中东外运冲击已经传导至亚洲炼化环节，并进一步收紧石脑油等裂解原料的有效供给。**资本开支回落减少中远期新增供给，地缘冲突则阶段性压缩存量装置的可加工能力，两者共同加快化工行业去库存和周期修复过程。**

图表38：中国原油进口量及同比（2025 年 10 月—2026 年 8 月）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表39：中国原油加工量及同比（2025 年 10 月—2026 年 8 月）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

4.3.俄乌冲突影响俄罗斯成品油供给，原油与产品出口出现分化

俄罗斯炼厂产能受损加剧全球成品油供应短缺。俄乌冲突前，俄罗斯炼油能力和加工量约占全球 7%，但成品油贸易份额约为 15%，石脑油海运出口份额约为 20%。炼厂受损后，成品油和裂解原料供应量显著下降，加快成品油和化工原料去库存。

图表40：俄乌冲突前俄罗斯炼油与主要成品油出口规模及全球占比

指标	时点	俄罗斯规模（万桶/日）	全球占比
炼油能力	2021 年	686.1	6.8%
炼厂加工量	2021 年	572.3	7.2%
成品油出口	2021 年 12 月	285.0	15.0%
柴油/瓦斯油出口	2021 年 12 月	110.0	15.0%
石脑油出口	2021 年 12 月；份额为 2022 年 1—2 月	50.0	20.0%

资料来源：Energy Institute、IEA、BIS，国盛证券研究所

俄乌冲突造成的停运规模已超过其他炼厂的负荷补偿能力，俄罗斯原油加工量显著下降。2026 年以来，Nizhny Novgorod（Kstovo）和 Afipsky refinery 等炼厂先后受到袭击，俄罗斯多座炼厂及配套设施因袭击、火灾或设施损坏暂停部分运行。根据 Kpler，截至 2026 年 7 月中旬，无法投入运行的加工能力约为 150 万—200 万桶/日；未受影响炼厂提高负荷后，7 月迄今俄罗斯实际原油加工量约 380 万桶/日，较 2022 年初接近 600 万桶/日的水平减少约 37%。

图表41：俄罗斯主要炼厂及石油基础设施遇袭和运行状态（2026 年）

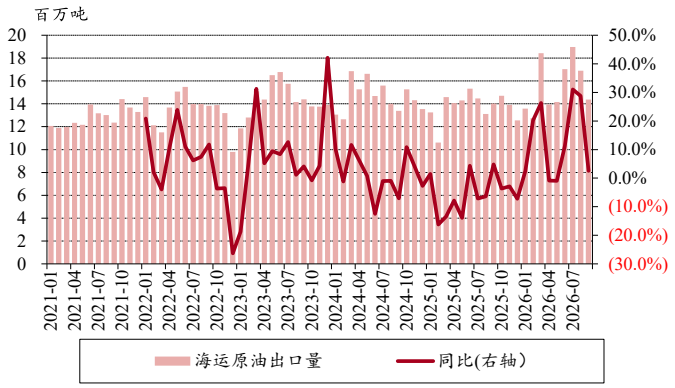
日期	设施	类型	名义能力（千桶/日）	事件描述
2026-06-24	Moscow refinery	炼厂	235	遭无人机袭击
2026-07-29	Perm refinery	炼厂	260	发生火灾，与 Ryazan 同轮受袭
2026-07-29	Ryazan refinery	炼厂	340	发生火灾，与 Perm 同轮受袭
2026-08-13	Neftekhim Salavat	炼化及石化综合体	200	受袭并发生火灾
2026-08-25	Afipsky refinery	炼厂		受袭并发生火灾
2026-08-25	Novoshakhtinsk refinery	炼厂		受袭后停止运行
2026-08-26	Nizhny Novgorod (Kstovo)	炼厂	340	受袭并发生火灾

资料来源：Reuters、Associated Press、EIA，国盛证券研究所

炼厂加工能力下降后，俄罗斯原油出口增加、石油产品出口减少。2021—2025 年，俄罗斯海运原油出口总体保持稳定，石油产品出口则持续下降，2026 年两者的分化进一步扩大。根据 CREA，2026 年 1—8 月俄罗斯海运原油出口量同比增长 14.6%，石油产品出口量同比下降 21.7%；按绝对量计算，原油出口增加 1,604 万吨，石油产品出口减少 1,500 万吨。

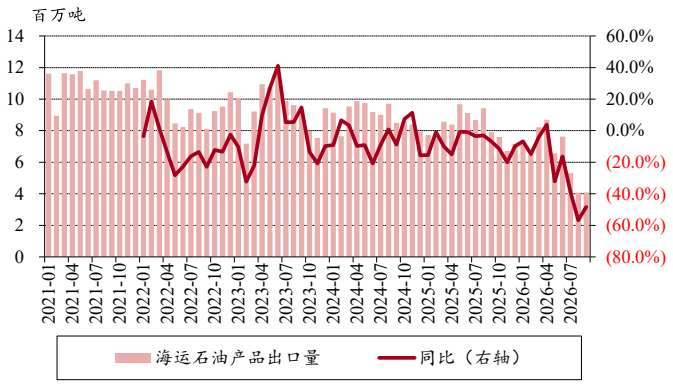
原油出口增量不能替代石油产品供给，全球成品油和裂解原料供应承压。石油产品占俄罗斯原油与石油产品合计出口量的比重由 2021 年的 45.8%降至 2025 年的 37.4%，2026 年 1—8 月进一步降至 30.1%。俄罗斯是全球柴油、燃料油和石脑油的重要出口来源，增加的原油供给量无法直接转化为相应的产品供应量，炼化产品出口减量仍需依靠其他地区增产和商业库存补充，进一步增加全球库存消耗压力。

图表42：俄罗斯海运原油出口量（2021 年 1 月—2026 年 8 月）



资料来源：Centre for Research on Energy and Clean Air（CREA）Russia Fossil Tracker，国盛证券研究所

图表43：俄罗斯海运石油产品出口量（2021 年 1 月—2026 年 8 月）

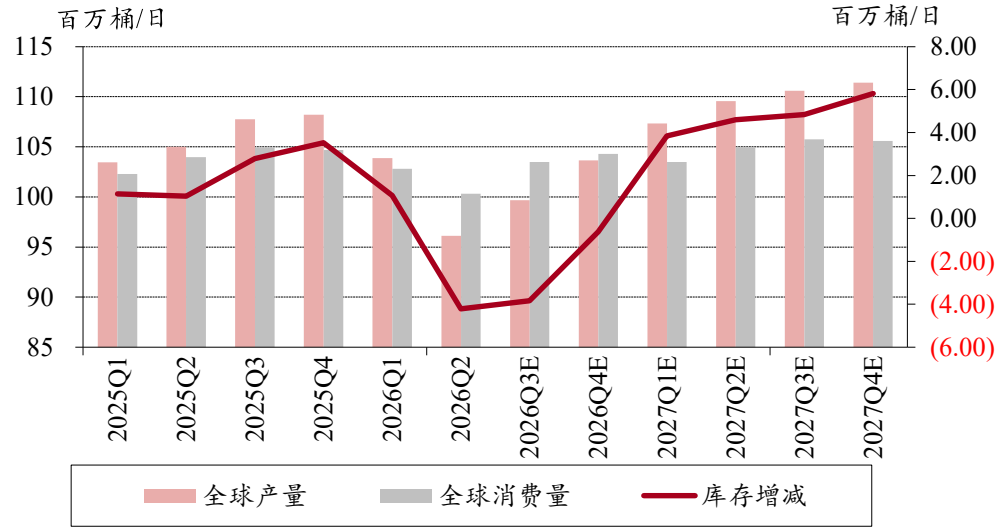


资料来源：Centre for Research on Energy and Clean Air（CREA）Russia Fossil Tracker，国盛证券研究所

4.4.商业库存和战略储备消化供应缺口，全球去库存速度加快

战略储备释放缓解即时缺口，后续归还与回补需求将延长供需再平衡过程。2026 年 3 月，IEA 成员国决定向市场投放合计 4 亿桶原油及成品油，其中美国计划通过战略石油储备提供 1.72 亿桶。根据 EIA，截至 2026 年 8 月 14 日，美国战略石油储备库存已降至 2.934 亿桶，较 2 月底的 4.154 亿桶净减少约 1.22 亿桶。美国本轮释放主要采用交换方式，企业后续需要归还原油并提供额外补偿，因此并未形成永久性供应增量。储备释放缓解了供应中断初期的现货缺口，但产量和航运恢复后，战略储备回补与商业库存重建仍将吸收部分增量供应。EIA 预计全球液体燃料库存自 2027 年第一季度恢复增长，供需关系将逐步转向宽松，但补库需求可能使价格回落慢于供应恢复。

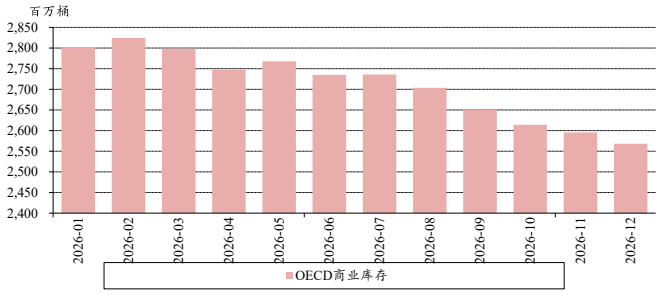
图表44：全球液体燃料库存增减（2025Q1—2027Q4E）



资料来源：EIA，国盛证券研究所

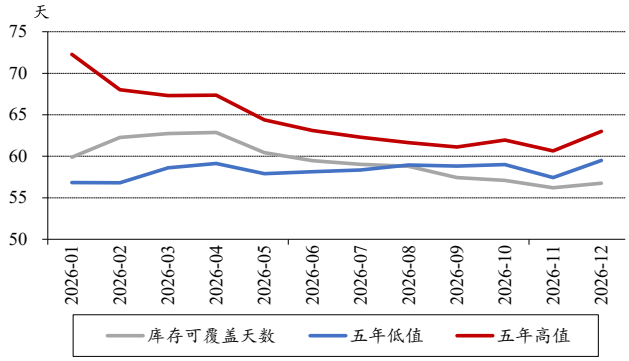
OECD 商业库存总体下降，石油市场的供应缓冲已明显收紧。根据 EIA，2026 年 2—7 月 OECD 商业原油及其他液体燃料库存由 28.24 亿桶降至 27.36 亿桶，累计减少约 0.89 亿桶；同期库存可覆盖天数由 62.3 天降至 59.0 天，7 月较 2021—2025 年同月最低值高约 0.7 天。库存总量与需求覆盖能力同步下降，原油及化工品价格对供给变化的敏感度将进一步放大。

图表45：OECD 商业石油库存（2026 年）



资料来源：EIA，国盛证券研究所
注：2026 年 9-12 月数据为 EIA 预测

图表46：OECD 商业石油库存可覆盖天数及近五年同期区间（2026 年）



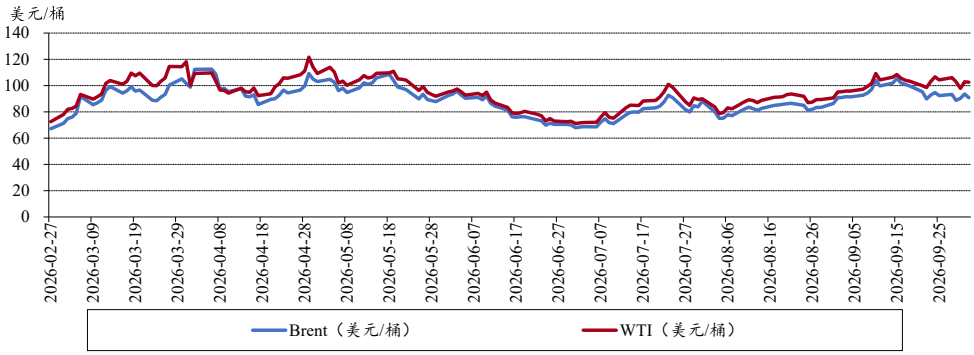
资料来源：EIA，国盛证券研究所
注：五年同期低值、高值分别为 2021—2025 年各年同一月份 OECD 商业石油库存可覆盖天数的最小值、最大值；2026 年 9-12 月数据为 EIA 预测

4.5.低库存放大价格和价差弹性，周期修复有所加快

地缘冲突推动原油价格快速上涨，冲击缓和后的价格回落幅度明显小于前期涨幅。2026 年 2 月 27 日至 4 月 29 日，Brent 原油价格由 72.52 美元/桶升至 121.68 美元/桶，区间涨幅为 67.8%；WTI 原油价格则于 4 月 6 日升至 112.61 美元/桶，较 2 月 27 日上涨 67.5%。此后原油价格由高点回落，但截至 10 月 2 日，Brent 和 WTI 价格仍分别为 102.61 美元/桶和 90.82 美元/桶，较窗口起点分别上涨 41.5%和 35.1%，较阶段高点仅回落 15.7%和 19.3%。原油价格在供应扰动阶段迅速上涨，而供应恢复、库存重建和贸易流向调整需要更长时间，价格回落慢于前期上涨。

主要化工品同期涨幅均处于历史较高水平，成本传导与产业链供需变化共同放大价格弹性。2026 年 2 月末至 9 月 11 日，国际石脑油、PX、PTA、乙二醇和 PP 价格分别上涨 41.36%、34.19%、32.68%、87.59%和 62.32%，较 2016—2025 年同期涨幅中位数高出 36.20—92.31 个百分点，五个品种的同期涨幅均在 2016—2026 年历史前两位，当前价格变化已经明显超出一般季节性波动范围。地缘冲突主要加快成本和库存变化向产品价格传导，并放大低库存阶段的上涨弹性；即使短期扰动减弱，库存重建和产业链供需再平衡仍需要时间，地缘冲突催化下，化工品价格“易涨难跌”。

图表47：Brent 与 WTI 原油价格走势（2026 年 2 月 27 日—10 月 2 日）



资料来源：iFind，国盛证券研究所

图表48：主要化工品同期涨幅、历史位置及原油相关性（2016—2026 年 9 月）

品种	2026 年同期涨幅	2016—2025 年同期中位数	较历史中位数偏离	同期涨幅历史排名	与 Brent 季度收益相关系数
国际石脑油	41.36%	-6.14%	47.50%	1/11	0.947
PX	34.19%	-5.19%	39.38%	2/11	0.758
PTA	32.68%	-3.51%	36.20%	2/11	0.730
乙二醇	87.59%	-4.72%	92.31%	1/11	0.608
PP	62.32%	-3.39%	65.71%	1/11	0.750

资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所
注：价格数据截至 2026 年 9 月 11 日；相关系数按 2016 年二季度至 2026 年二季度共 41 个完整季度的涨跌幅计算。

美国化工产品库存/出货比降至 2022 年以来低位，化工库存周转已经加快。美国化工产品库存/出货比由 2025 年 9 月的 1.61 降至 2026 年 7 月的 1.50；2026 年二季度平均值为 1.50，低于 2026 年一季度的 1.55。2026 年 1—6 月，美国化工产品出货额增长 5.9%，同期总库存增长 1.3%，库存周转压力已经有所缓解。

图表49：美国化工产品库存/出货比（2010 年 1 月—2026 年 7 月）



资料来源：美国人口普查局 M3 调查、FRED（A25SIS），国盛证券研究所

5.投资建议

2022 年以来全球化工行业资本开支总额基本停止增长，2025 年主要化工企业资本开支进一步下降，产能扩张压力明显缓解。2022—2024 年全球化工资本开支维持在 2,700 亿欧元附近，2025 年披露数据的主要化工企业资本开支合计下降 7.8%至 676.7 亿美元。需求增长放缓、行业盈利和现金流下降以及融资成本较高共同降低企业新增投资意愿。资本开支下降首先影响尚未开工和建设前期项目，前期项目仍将形成短期供应高峰，中期新增供给增速则有望逐步回落。

全球化工资本开支正向亚洲以及具有资源和产业链优势的地区集中。亚洲占全球化工资本开支的比重由 2004 年的 43.9%升至 2024 年的 70.4%，同期欧洲占比由 30.6%降至 16.0%。2004—2024 年，全球化工资本开支增加 2,151 亿欧元，其中中国增加 1,168 亿欧元，贡献了 54.3%的增量。以中国为代表的亚洲地区成为化工行业优势产地。此外，美国和中东仍在推进具备资源优势的大型一体化项目；欧洲及东北亚则加快高成本装置关闭和基地整合，2022—2025 年欧洲公告关停产能超过 3,700 万吨/年，同期确认新增项目产能约 700 万吨/年。

中国化工行业投资强度已经高位回落，企业盈利初步修复。我国化学原料及化学制品制造业固定资产投资在 2025 年下降 8.0%，2026 年 1—7 月继续下降 7.4%；虽然中国化工资产利用效率和产成品库存仍处于消化阶段，且前期建设项目对供给的短期影响尚未结束，但本轮周期已经由资本开支扩张转入收缩，供需关系逐步改善。2026 年上半年，化学原料及化学制品制造业利润率由 2025 年的 4.2%升至 6.1%；石油、煤炭及其他燃料加工业由-0.2%升至 1.6%，实现扭亏；化学纤维制造业由 3.0%升至 4.4%。

地缘冲突使化工周期由新增供给放缓转向有效供给收缩与库存下降并行，加快部分产业链的周期反转。航道受限、中东化工装置停产和俄罗斯炼厂受损，分别压缩能源运输、炼油加工和化工品生产；2026 年 2 月底至 7 月底，全球可观测石油库存累计下降 4.10 亿桶，美国化工产品库存与出货比由 2025 年 9 月的 1.61 降至 2026 年 7 月的 1.50，降至 2022 年以来低位。地缘冲突虽并未改善终端需求，但缩短了供需再平衡和去库存所需的时间。对于新增产能有限、库存较低且供需已接近平衡的产品，价格和盈利修复可能提前出现。

投资观点：化工行业固定资产投资增速持续回落，上一轮扩产正由集中建设转入投产消化，未来新增供给压力逐步减弱。伴随高成本产能退出、行业库存消化以及地缘冲突压缩有效供给，我们看好化工行业周期复苏，建议关注以下投资主线：1、全球化工供应格局重塑，中国化工产业全球份额持续提升，头部企业通过低成本一体化、全球化经营和新材料延伸巩固竞争优势，行业景气改善有望释放盈利弹性。推荐：万华化学、华鲁恒升，建议关注新和成、龙佰集团等；2、地缘冲突持续扰动原油、天然气和成品油供给，油价中枢及炼化价差波动上行，油气资源、民营大炼化和煤化工资产有望迎来价值重估，推荐卫星化学，建议关注中国石油、中国海油、中国石化、荣盛石化、恒力石化、东方盛虹、恒逸石化、宝丰能源等；3、供给约束较强、库存和盈利率先改善的高景气子行业，包括制冷剂、磷化工和化肥等，推荐盐湖股份、藏格矿业，建议关注巨化股份、云天化、永和股份、三美股份、兴发集团等；4.“双碳”“反内卷”等政策推动新增投资约束和存量产能优化，聚酯、染料、农药等行业供需格局有望逐步改善，建议关注桐昆股份、新凤鸣，浙江龙盛、闰土股份、扬农化工等；5、AI、半导体、新能源和储能等下游需求增长，推动含氟高分子、电子化学品、高端树脂、半导体材料、覆铜板及 MLCC 材料等细分领域扩容和国产替代。推荐新宙邦、鼎龙股份、雅克科技、昊华科技、华特气体、莱特光电，建议关注安集科技、国瓷材料、江丰电子等。

风险提示

宏观经济与下游需求波动风险。化工品需求与全球工业生产、贸易及国内房地产等领域相关，需求持续偏弱可能延缓库存消化和行业盈利修复。

前期产能集中投放风险。资本开支下降早于市场供给下降，已进入建设后期的炼化及化工项目仍将陆续投产，若同类产能集中释放，相关产品可能继续面临供给压力。

存量装置退出与复产风险。欧洲及东北亚部分装置仍处于计划关停或业务整合阶段，停产和低负荷装置也可能随盈利改善重新运行，实际供给收缩幅度存在不确定性。

能源及化工品价格波动风险。原油、天然气和主要化工品价格受成本、供需及库存变化共同影响，价格大幅波动可能造成不同原料路线和产业链环节的盈利分化。

地缘政治及国际贸易风险 。地缘冲突、关键航道受限、制裁及关税政策变化，可能影响原料供应、运输成本和化工品贸易流向，并加大行业运行的不确定性。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com