长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

行业研究 | 专题报告 | 基础化工

化工专题：Q4 大复盘和展望

报告要点

过去 20 年四季度化工板块大部分时间绝对收益表现较好，相对收益胜率接近五成。展望 Q4，预计景气保持平稳，部分产品易涨难跌，产业链仍维持低库存状态。中长期看，若油价回归中枢水平，全球通胀压力或缓解。油价和内需若出现边际改善，化工行业有望业绩和估值双升；若均保持现状，那么化工行业依然全球供需改善，盈利仍有望逐步往上攀升。建议关注化工行业的投资机会。

分析师及联系人



马太

SAC：S0490516100002

SFC：BUT911

| 证券研究报告 |

2026-10-23

行业研究 | 专题报告

投资评级 看好 | 维持

基础化工

化工专题：Q4 大复盘和展望

Q4 历史复盘：行情表现如何？

绝对收益：从绝对收益的角度来看，基础化工板块在 2006-2025 年的 20 个 Q4 中取得正收益 14 次，占比为 70%，收益中枢整体为正。从分布看，2006 年、2009 年、2020 年以及 2025 年，基础化工 Q4 整体表现较好。明显回撤则集中在 2008 年、2011 年、2018 年，近五年以来，四季度化工板块没有出现大幅度回撤。**化工四季度表现不佳的年份，大部分出现在外部环境恶化的阶段。**2008Q4，全球金融危机快速演化，市场大跌，基础化工下跌 24.1%；2011Q4，欧债信用危机挫伤资本市场信心，全球宏观环境恶化，化工品需求萎靡不振，“金九银十”旺季不旺，库存被动累积，同时油价开始回升，进一步压缩价差；2018Q4，中美贸易摩擦与国内去杠杆影响市场风险偏好，外需预期走弱。

相对收益：除去 2020 年、2021 和 2024 年化工行业的相对收益率基本为 0 的情况外，化工板块明显跑输沪深 300（跑输 3%）的年份有 8 次。在明显跑输的年份里，2006 和 2014 年都存在过比较大的牛市行情，宽基指数表现强势；2008 年和 2011 年均因为外部经济环境恶化，全球化工品需求不佳，价差持续收窄。2018 年则是受贸易战反复的影响，化工景气处于下行期。**可以发现，除了沪深 300 表现特别强势的年份，化工板块四季度的表现不错，取得正绝对收益的概率较高，但是相对收益的胜率在五成左右。**

Q4 经营展望：预计同比改善，分化明显

化工产品价格及价差有一定回升，预计 2026Q4 淡季景气保持小幅波动。IMF 预计 2026 年全球 GDP 小幅增长，化工品消费存在增量。美伊冲突后，海外化工产能受到一定冲击，中国化工制造业以生产安全稳健、全产业链、成本低廉的优势，出口快速增长。截至 2026 年 8 月，规上化工企业的出口交货值累计同比达到 17.7%。但**诸多产品景气依然位于底部，可能继续维持徘徊趋势。**化工不少产品盈利位于历史底部水平，代表性品种或由于需求萎靡，或由于出口受限，产能过剩，景气在底部震荡，预计 Q4 往下空间十分有限，可能保持低位徘徊。**预计 Q4 产业仍维持低库存状态。**2026 年 3 月以来，地缘政治反复导致油价高波动，产业链整体保持心态谨慎，5-6 月以后基本处于被动去库状态，在油价反复背景下产业链补库十分谨慎，预计 Q4 持续该状态。

投资建议：保持乐观，积极而为

过去 20 年四季度化工板块绝对收益表现较好，相对收益胜率接近五成。**展望 Q4，预计景气保持平稳，部分产品易涨难跌，产业链仍维持低库存状态。中长期看，宏观层面，国内消费有望恢复平稳增速。**<u>**国内消费方面，**</u>按照《扩大消费“十五五”规划》，2025-2030 年社零消费总额 CAGR 预计达到 3.7%。而 2026 年 1-8 月社零总额累计同比为 1.1%，向上修复空间较大。<u>**海外方面**</u>，若油价回归中枢水平，全球通胀压力或缓解。地缘政治冲突下，油价反复，能源价格高企，多国通胀压力较大，纷纷加息。展望未来，若霍尔木兹海峡通航，油价有望回归合理水平。**若油价回归中枢水平，全球通胀压力或缓解。油价和内需若出现边际改善，化工行业有望业绩和估值双升；若均保持现状，那么化工行业依然全球供需改善，盈利仍有望逐步往上攀升。建议关注化工行业的投资机会。**

风险提示

1、海外需求不及预期；2、原材料价格出现大幅波动。

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《铬行业专题：SOFC 蓬勃发展，铬产业增量可期》2026-10-09
- 《化工复盘：本轮景气与历次有何不同？》2026-09-29
- 《AI 材料专题：AI 产业链需求爆发，化工新材料受益显著》2026-09-16

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

Q4 历史复盘：行情表现如何？ 4
绝对收益：七成 Q4 收涨，收益中枢整体为正 4
相对收益：近五成 Q4 跑赢，景气方向决定胜率 4
Q4 经营展望：预计同比改善，分化明显 6
投资建议：保持乐观，积极而为 9
风险提示 11

图表目录

图 1：2006-2025 年，基础化工与沪深 300 四季度涨跌幅比较 4
图 2：2006-2025 年，基础化工相对沪深 300 四季度超额收益 5
图 3：全球 GDP 增速及预测 6
图 4：中国规上企业及规上企业出口交货值累计同比（%） 6
图 5：中国化工产品价格指数 6
图 6：有机硅价格及价差走势 7
图 7：涤纶 POY 价格及价差走势 7
图 8：化工品价格价差分位数及开工率 7
图 9：规上化工企业存货月度同比 8
图 10：规上化工企业产成品存货月度同比 8
图 11：2024 年以来中国社零总额累计同比（%） 9
图 12：2026 年以来 WTI 原油价格走势（单位：美元/桶） 9
图 13：宏观因素对化工板块影响 10

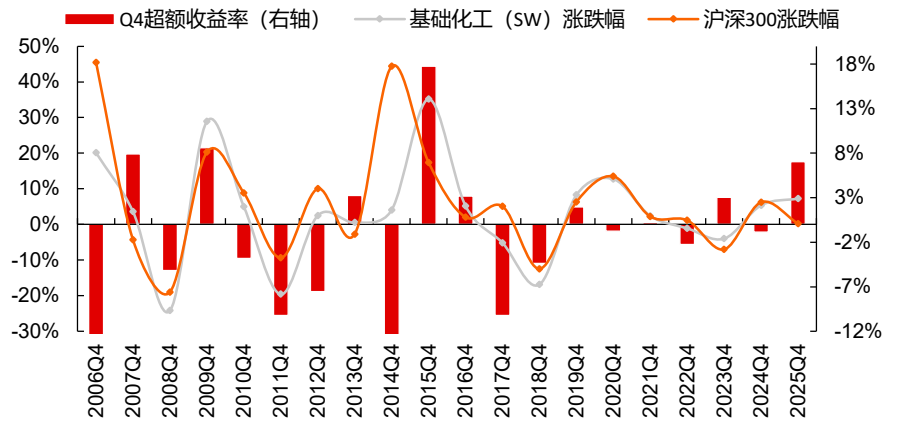
表 1：2026 年下半年以来主要经济体加息 9

Q4 历史复盘：行情表现如何？

绝对收益：七成 Q4 收涨，收益中枢整体为正

化工板块在四季度通常有较好的绝对收益。从绝对收益的角度来看，基础化工板块在 2006-2025 年的 20 个 Q4 中取得正收益 14 次，占比为 70%，收益中枢整体为正。从分布看，2006 年、2009 年、2020 年以及 2025 年，基础化工 Q4 整体表现较好。明显回撤则集中在 2008 年、2011 年、2018 年，近五年以来，四季度化工板块没有出现大幅度回撤。

图 1：2006-2025 年，基础化工与沪深 300 四季度涨跌幅比较



资料来源：Wind，长江证券研究所

化工四季度表现不佳的年份，大部分出现在外部环境恶化的阶段。2008Q4，全球金融危机快速演化，市场大跌，基础化工下跌 24.1%；2011Q4，欧债信用危机挫伤资本市场信心，全球宏观环境恶化，化工品需求萎靡不振，“金九银十”旺季不旺，库存被动累积，同时油价开始回升，进一步压缩价差；2018Q4，中美贸易摩擦与国内去杠杆影响市场风险偏好，外需预期走弱。

除以上阶段外的大部分时期，化工板块四季度表现较为平稳。主要原因在于四季度是传统淡季，但是供给端利好的扰动往往会在年底发生，例如采暖季环保限产、能耗双控、冬季气荒等等，能够走出业绩环比为正的年份往往都有此特征。相反，若外部环境恶化，需求萎靡的情况下，供给端利好较难单独支撑起淡季涨价的叙事。

相对收益：近五成 Q4 跑赢，景气方向决定胜率

相对收益方面，我们采用基础化工板块和沪深 300 进行对比，2006-2025 年间基础化工在 20 个 Q4 中取得正超额收益 9 次，占比为 45%。除去 2020 年、2021 和 2024 年化工行业的相对收益率基本为 0 的情况外，化工板块明显跑输沪深 300（跑输 3%）的年份有 8 次。进一步分析，在明显跑输的年份里，2006 和 2014 年都存在过比较大的牛市行情，宽基指数表现强势；2008 年和 2011 年均因为外部经济环境恶化，全球化工品需求不佳，价差持续收窄。2018 年则是受贸易战反复的影响，化工景气处于下行期。**可以发现，除了沪深 300 表现特别强势的年份，化工板块四季度的表现不错，取得正绝对收益的概率较高，但是相对收益的胜率在五成左右，通过历史复盘的分析来鉴古知今，我们可以给未来化工 Q4 的行情展望提供一些参考。**

图 2：2006-2025 年，基础化工相对沪深 300 四季度超额收益

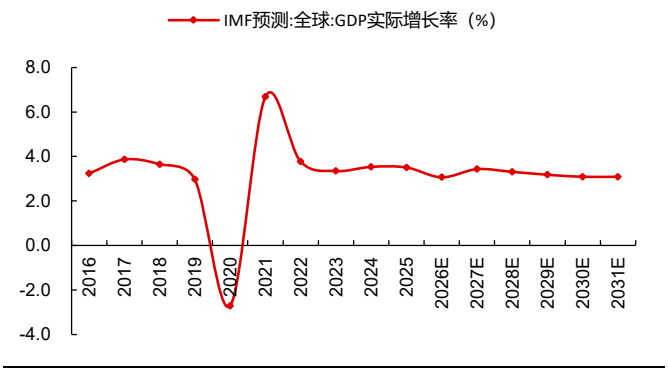
日期	基础化工（SW）涨跌幅	沪深300涨跌幅	Q4超额收益率
2006Q4	20.09%	45.45%	-25.36%
2007Q4	3.58%	-4.35%	7.93%
2008Q4	-24.14%	-18.98%	-5.16%
2009Q4	28.91%	20.30%	8.61%
2010Q4	4.99%	8.82%	-3.82%
2011Q4	-19.56%	-9.37%	-10.20%
2012Q4	2.51%	10.02%	-7.51%
2013Q4	0.53%	-2.71%	3.24%
2014Q4	4.07%	44.36%	-40.29%
2015Q4	35.14%	17.37%	17.77%
2016Q4	5.20%	2.02%	3.17%
2017Q4	-5.15%	5.07%	-10.21%
2018Q4	-16.81%	-12.45%	-4.36%
2019Q4	8.28%	6.33%	1.95%
2020Q4	12.74%	13.49%	-0.76%
2021Q4	2.42%	2.20%	0.22%
2022Q4	-1.08%	1.16%	-2.25%
2023Q4	-3.97%	-7.00%	3.03%
2024Q4	5.39%	6.24%	-0.85%
2025Q4	7.27%	0.21%	7.06%

资料来源：Wind，长江证券研究所

Q4 经营展望：预计同比改善，分化明显

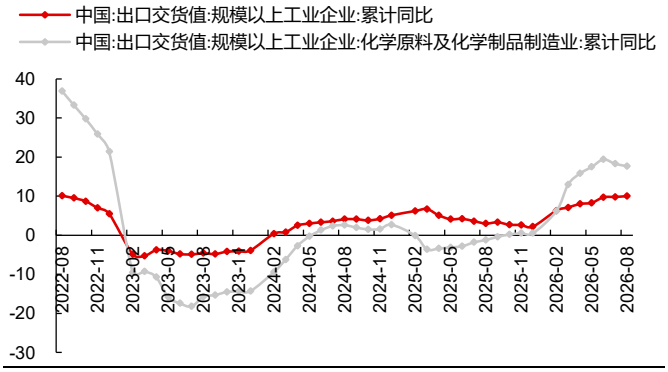
2026 年中国化工业处于产能消化周期，供需格局边际改善。IMF 预计 2026 年全球 GDP 小幅增长，化工品消费存在增量。美伊冲突后，海外产能受到一定冲击，中国化工制造业以生产安全稳健、全产业链、成本低廉的优势，出口快速增长。截至 2026 年 8 月，规上化工企业的出口交货值累计同比达到 17.7%。同时，2025 年下半年国内强调反内卷，部分子行业自律成果显著，如综合链有机硅、纺服链品种涤纶长丝等，整体上，化工产品价格及价差有一定回升，预计 2026Q4，尤其是 11-12 月淡季景气保持小幅波动。

图 3：全球 GDP 增速及预测



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：中国规上企业及规上企业出口交货值累计同比（%）



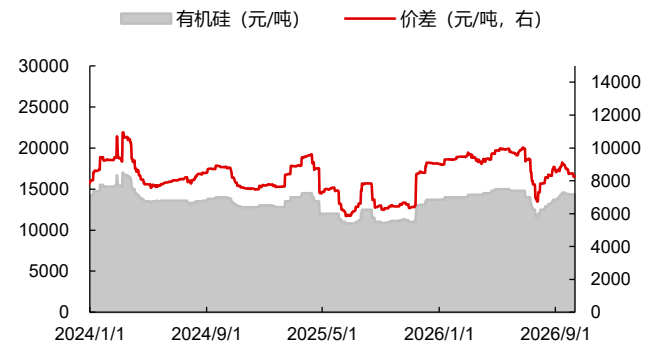
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：中国化工产品价格指数



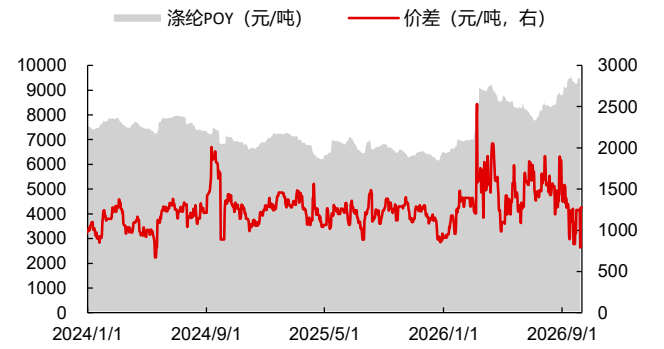
资料来源：Wind，长江证券研究所（数据统计截至 2026 年 10 月 16 日）

图 6：有机硅价格及价差走势



资料来源：百川盈孚，长江证券研究所（数据截至 2026 年 10 月 11 日）

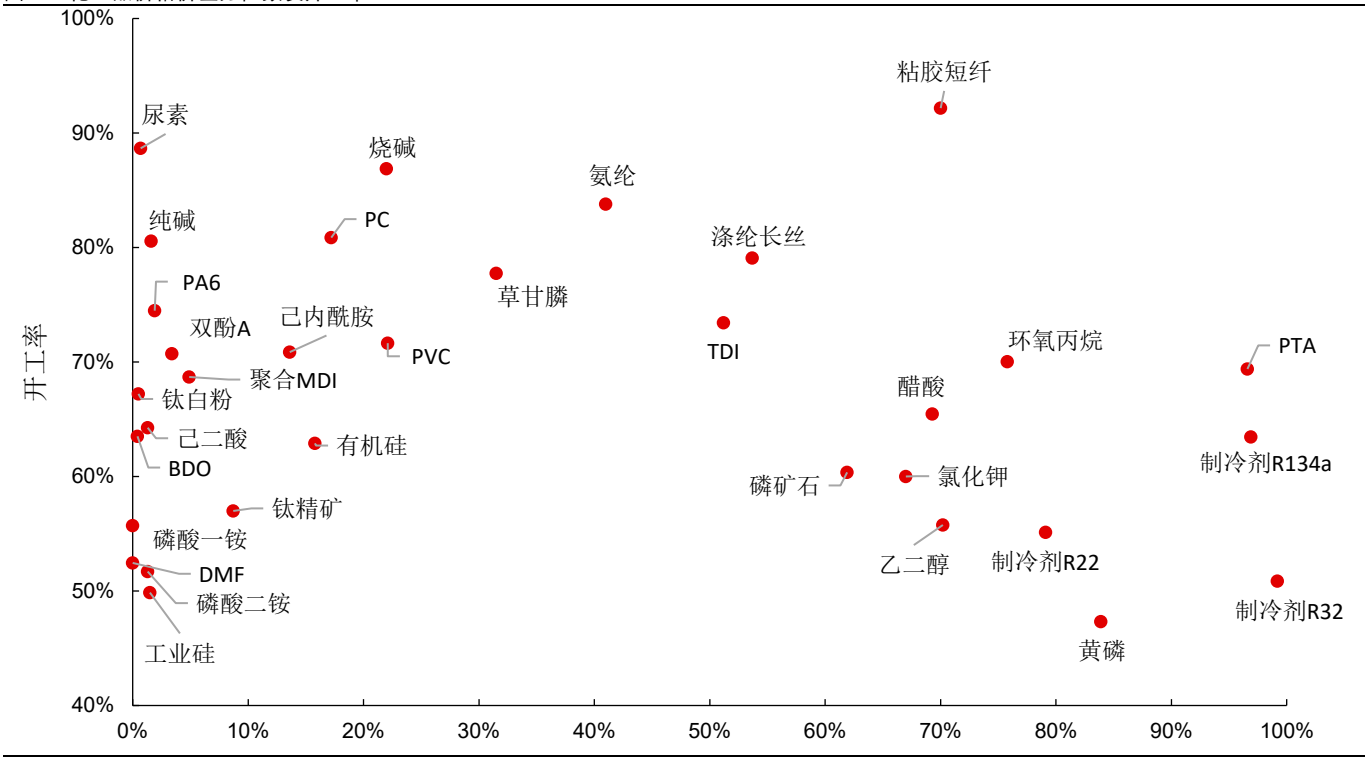
图 7：涤纶 POY 价格及价差走势



资料来源：CCF，长江证券研究所（数据截至 2026 年 10 月 11 日）

诸多产品景气依然位于底部，可能继续维持徘徊趋势。化工不少产品盈利位于历史底部水平，代表性品种如地产链原材料如 PVC（价差分位 22%）、硫酸法钛白粉（价差分位 1%）、纯碱（价差分位 2%），综合链工业硅（价格分位 2%），农业链磷酸二铵（价差分位 1%）、磷酸一铵（价差分位 0%）等，或由于需求萎靡，或由于出口受限，产能过剩，景气在底部震荡，预计 Q4 往下空间十分有限，可能保持低位徘徊。以上产品，静候 Q4 及以后会否存在供给端改革政策，或出口政策，价差易涨难跌。

图 8：化工品价格价差分位数及开工率

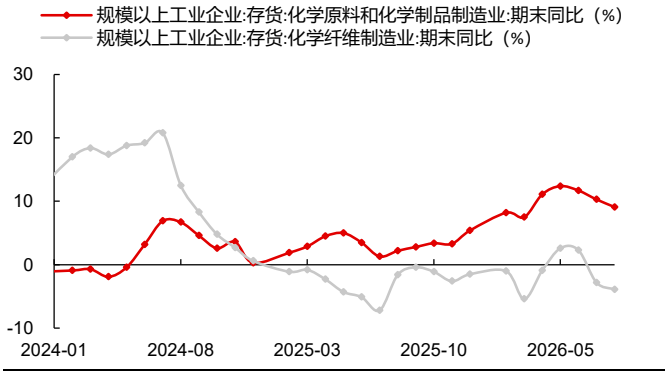


资料来源：百川盈孚，长江证券研究所（数据截至 2026 年 10 月 11 日）

预计 Q4 产业仍维持低库存状态。库存水平是产业链供需的杠杆。2026 年 3 月以来，地缘政治反复导致油价高波动，产业链整体保持心态谨慎，5-6 月以后基本处于被动去库状态，在油价反复背景下补库十分谨慎，预计 Q4 持续该状态。若后续霍尔木兹海峡畅通，油价回归合理水平后，产业链有望回归补库周期。但值得注意的是，低库存的脆

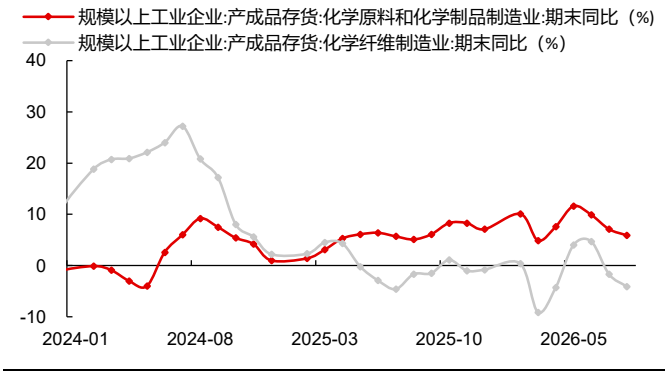
弱性若面临政策端供给端扰动，能够补充的供给弹性十分有限，如出现强有力的供给政策，价差弹性更大。

图 9：规上化工企业存货月度同比



资料来源：IFinD，长江证券研究所（数据截至 2026 年 8 月）

图 10：规上化工企业产成品存货月度同比



资料来源：IFinD，长江证券研究所（数据截至 2026 年 8 月）



投资建议：保持乐观，积极而为

过去 20 年四季度化工板块大部分时候绝对收益表现较好，相对收益胜率接近五成。基础化工板块在 2006-2025 年的 20 个 Q4 中取得正收益 14 次，占比为 70%，收益中枢整体为正。相对收益在 20 个 Q4 中取得正超额收益 9 次，占比为 45%。

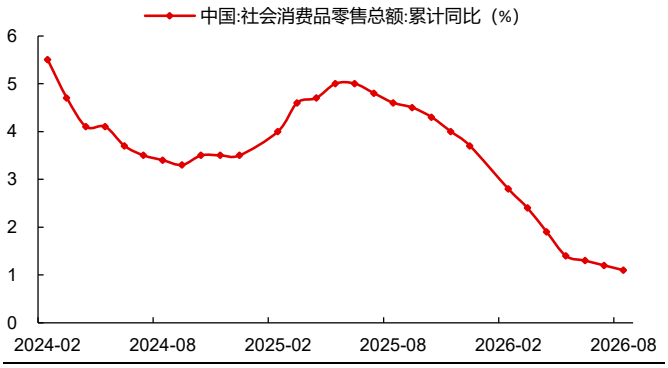
展望 Q4，预计景气保持平稳，部分产品易涨难跌，产业链仍维持低库存状态。化工行业出口仍保持较大增长动能，截至 2026 年 8 月，规上化工企业的出口交货值累计同比达到 17.7%。预计传统淡季的 11-12 月，需求较为平淡，油价高波动下，化工产品景气大稳小动，产业链保持低库存的状态，但低库存可能会放大供给端扰动带来的产品涨价弹性。

中长期看，国内外宏观形势或转为有利。

- **国内消费方面，**按照《扩大消费“十五五”规划》，全社会商品和服务消费快速增长，2030 年社会消费品零售总额达到约 60 万亿元，2025-2030 年社零消费总额 CAGR 预计达到 3.7%。而 2026 年 1-8 月社零总额累计同比为 1.1%，向上修复空间较大。国家上层多次表态促进消费增长，预计未来政策或形成累积效应，消费实现更快增长。
- **海外方面，若油价回归中枢水平，全球通胀压力或缓解。**地缘政治冲突下，油价反复，能源价格高企，多国通胀压力较大，纷纷加息。展望未来，若霍尔木兹海峡通航，油价有望回归合理水平。

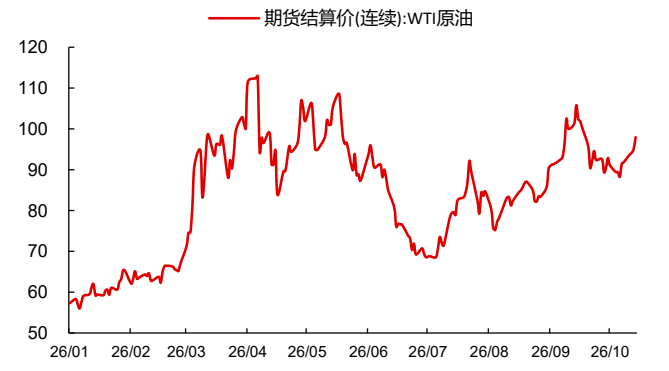
若内需或油价其中之一边际变化更为积极，那么化工面临更好的形势，有望业绩和估值双升；若均保持现状，那么化工行业依然有望全球供需改善，盈利仍有望逐步往上攀升。建议关注化工行业的投资机会。

图 11：2024 年以来中国社零总额累计同比（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所（数据统计截至 2026 年 8 月）

图 12：2026 年以来 WTI 原油价格走势（单位：美元/桶）



资料来源：Wind，长江证券研究所（数据统计截至 2026 年 10 月 15 日）

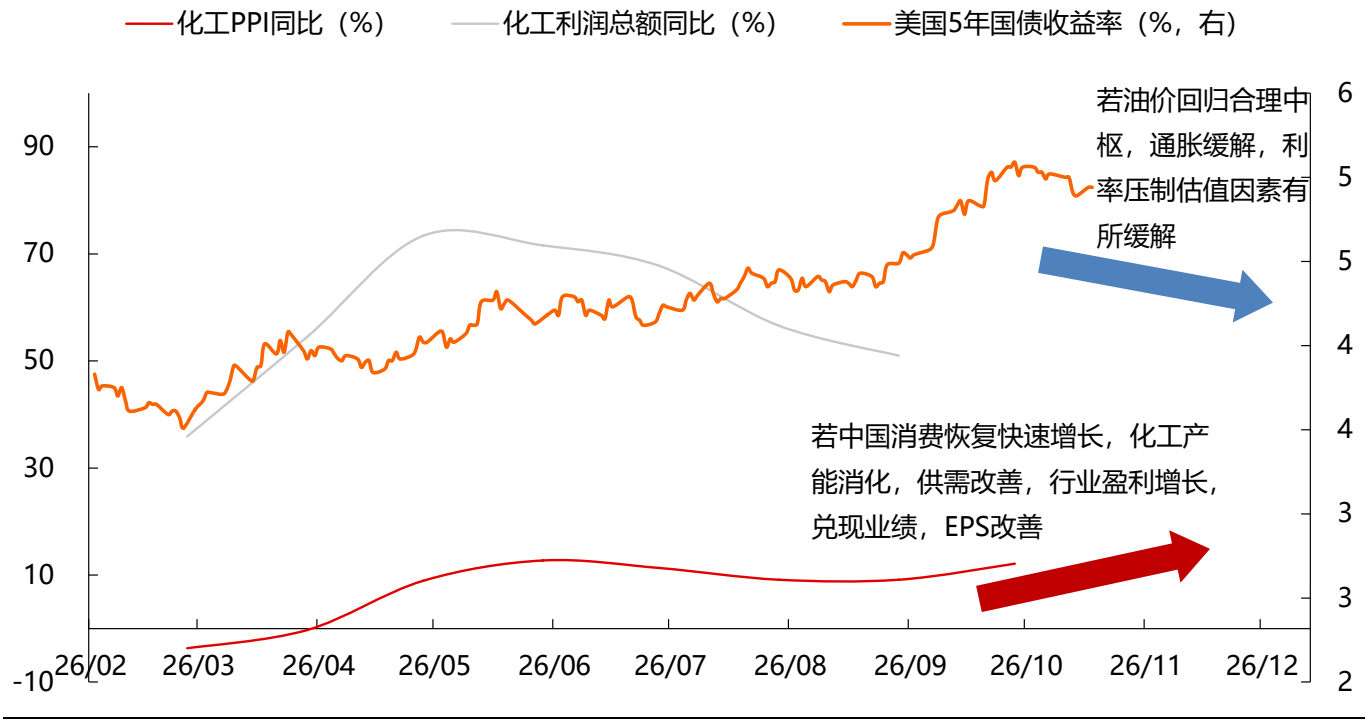
表 1：2026 年下半年以来主要经济体加息

经济体	调整时间	加息幅度	加息后利率
日本央行	2026/9/18	上调 25 个基点	政策利率 1.25%
欧洲央行	2026/9/10	上调 25 个基点	存款机制利率 2.50%、主要再融资 2.65% 际借贷 2.90%
美联储	2026/9/17	上调 25 个基点	联邦基金利率 3.75%-4.00%

新西兰联储	2026/9/2	上调 25 个基点	官方现金利率 2.75%
韩国央行	2026/7/16	上调 25 个基点	基准利率 2.75%

资料来源：各国央行，长江证券研究所

图 13：宏观因素对化工板块影响



资料来源：Wind，长江证券研究所

风险提示

1、海外需求不及预期。化工行业下游应用广泛，包括衣食住用行各个方面，随着国内经济逐步修复，需求有望持续改善，但是如果海外需求恢复不及预期，会导致对应上游化工品盈利恢复受到明显影响。

2、原材料价格出现大幅波动。原油、煤炭等主要原材料价格若出现大幅波动，可能通过成本端影响产品价差、企业开工和库存价值，进而造成行业盈利及业绩预期波动。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。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。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。