下载日志已记录，仅供内部参考

滨化股份（601678.SH）

买入（首次评级）

“绿电 + 化工”低碳转型，一体化平台打开长期成长空间

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	10,228	14,836	16,629	17,809	18,881
增长率 yoy（%）	40.0	45.1	12.1	7.1	6.0
归母净利润（百万元）	219	225	708	1003	1329
增长率 yoy（%）	-42.8	2.8	214.4	41.6	32.5
ROE（%）	1.9	1.8	5.6	7.4	9.0
EPS 最新摊薄（元）	0.09	0.09	0.29	0.42	0.55
P/E（倍）	57.0	55.5	17.7	12.5	9.4
P/B（倍）	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

五十余载深耕化工主业，"新能源+化工"耦合驱动公司向绿色低碳转型。公司是一家综合型化工企业，核心产品包括烧碱、环氧丙烷、电子级氢氟酸等，拥有从原盐到高端电子化学品的完整产业链。截至 2025 年，公司核心产品烧碱产能 61 万吨/年居山东前列，环氧丙烷产能 51 万吨/年居国内前列，G5 级电子级氢氟酸产能 6000 吨/年，丙烯产能 60 万吨/年、MTBE 产能 74.2 万吨/年。公司 2025 年营收 148.36 亿元，同比增长 45.06%；归母净利润 2.25 亿元，同比增长 2.75%，已形成"烧碱稳健领跑、环氧丙烷规模领先、新材料蓄势待发"的多元增长格局。

氯碱主业根基深厚，一体化优势构筑盈利韧性护城河。截至 2025 年，公司烧碱总产能 61 万吨/年，其中粒碱产能 20 万吨/年，为国内最大的粒碱生产商；片碱产能 20 万吨/年，在山东省处于龙头地位。行业层面，烧碱新增产能释放趋缓，双碳政策持续提高准入门槛，市场份额有望向头部集中。需求端，下游主要应用领域氧化铝 2026 年计划新增产能约 1300 万吨，叠加液碱出口较高位，烧碱需求中枢有望上移。公司烧碱产品具备成本优势，公司阴极离子膜烧碱装置为全球首套工业化运行装置，节能量超 30%；沾化基地原盐年产能 50 万吨，可为烧碱提供约 50%原料自给，水电蒸汽循环配套完善。公司持续推进粒碱、片碱、食品级烧碱等高附加值产品布局，盈利中枢具备提升空间。

碳三碳四一体化产业链全面投产，盈利弹性静待周期复苏释放。公司依托北海基地构建一体化产业链，截至 2025 年，公司丙烯产能 60 万吨/年、环氧丙烷产能 51 万吨/年（氯醇法 27 万吨+共氧化法 24 万吨）、MTBE 产能 74.2 万吨/年、聚醚产能 8 万吨/年。成本端，公司北海基地拥有 33.2 万立方米低温储罐及管道输送体系，PO/MTBE 联产工艺显著降低能耗物耗。技术端，公司氯醇法环氧丙烷钙法皂化工艺为国内首家通过行业论证企业，有望有效减缓淘汰风险。未来下游延伸 EPDM、PIB、MMA 等高附加值产品，叠加源网荷储绿电降本，板块盈利弹性有望逐步释放。

高端湿电子化学品国产替代加速，公司电子级氢氟酸（semi G5）实现满产，品类扩张打开成长空间。公司电子级氢氟酸（semi G5）产能 6000 吨/年，国内市占率居国内前五。2025 年，公司电子级氢氟酸首次实现满产满销，G5 级产品金属离子

股票信息

行业	基础化工
2026 年 10 月 22 日收盘价(元)	5.04
总市值（百万元）	12,141.17
流通市值（百万元）	10,298.41
总股本（百万股）	2,408.96
流通股本（百万股）	2,043.34
近 3 月日均成交额(百万元)	786.38

作者



分析师 肖亚平
SAC：S1070523020001
邮箱：xiaoyaping@cgws.com



分析师 王彤
SAC：S1070525100002
邮箱：wangtong@cgws.com

相关研究

下载日志已记录，仅供内部参考

含量≤3ppt、阴离子≤1ppb。下游客户覆盖领先主流半导体企业，出口韩国、东南亚等市场。公司 2026 年 7 月宣布 6N 级高纯氟化氢气体投产，积极推进下游客户认证；阳信基地设计产能 1.7 万吨/年，向蚀刻液、剥离液等功能性化学品升级。此外，公司电子级氯气、盐酸、氨水研发储备充足，品类拓展空间充足。

"北鲲计划"打造新能源化工产业蓝图，构建零碳工业新生态。公司围绕科创引领、零碳工业、智能制造、开放赋能和社会责任五项体系，通过"421"科创体系构建七大产业集群、两大装备制造基地、四大生产基地，是其从传统氯碱向绿色低碳转型的标志性工程。“北鲲计划”以异丁烯产业链为核心支点之一，上游以液化气、甲醇为原料，中游异丁烷脱氢制异丁烯并醚化生产 MTBE，下游延伸丁基橡胶、PMMA、PIB 等高附加值新材料。区域上依托滨州 126.3 万亩盐碱滩涂地和风光资源，建设港工船贸一体化零碳园区。核心项目 260MW 源网荷储一体化总投资 14.21 亿元，建成后年自发自用 4.24 亿 kWh，北海基地绿电占比超 60%。

布局埃及基地，推进全球化战略。根据公司港股招股说明书，公司计划在埃及建设一套 6 万吨/年离子交换膜烧碱生产装置，项目预计于 2026Q3 启动建设，2027 年底前进入试运行阶段，国际化战略布局有望强化公司长期竞争优势。

双碳政策框架日趋完善，公司低碳转型先发优势有望转化为长期竞争红利。化工行业是我国碳排放最集中的领域之一，监管正从"能耗双控"向"碳排放双控"转变，到 2027 年全国碳市场或将基本覆盖工业主要排放行业。公司自上而下搭建双碳治理体系，2024 年成立能碳管理部门，建立双碳规划、预算、执行、考核闭环管理。标准制定方面，公司作为主编单位参与编制国内首个烧碱碳足迹标准，2024 年成为国内首家完成粒碱碳足迹认证企业，2025 年完成环氧丙烷认证。实践层面，2025 年公司节能技改年减排二氧化碳 11.82 万吨；以山东省电网平均碳排放因子约 0.65kgCO_2/kWh 计算，未来源网荷储项目投产后 4.24 亿度绿电直供可年替代燃煤电力碳排放约 27.56 万吨 CO_2，北海基地碳排放强度预计下降 60%以上。

投资建议：预计公司 2026-2028 年实现营业收入分别为 166.29/178.09/188.81 亿元，归母净利润分别为 7.08/10.03/13.29 亿元，对应 EPS 分别为 0.29、0.42、0.55 元，2026 年 10 月 20 日股价对应的 PE 分别为 17.7X、12.5X、9.4X。我们看好公司在绿电替代、绿色化工品等领域布局的低碳先发优势有望转化为长期的成本优势与绿色溢价，"北鲲计划"或进一步释放产业链协同价值，支撑公司释放更多盈利弹性，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；行业竞争加剧风险；主要原材料价格波动风险；政策变动风险；电子化学品推进不及预期风险等

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

一、化工领域多年深耕，一体化综合型化工企业 6
1. 从氯碱起步到综合型化工企业，“新能源+化工”推进绿色低碳转型 6
2. 治理架构持续优化，五大事业部+四大基地夯实产业竞争壁垒 7
3. 跨越周期底部，新产能有望释放更多盈利弹性 10
二、氯碱行业供需格局持续优化，公司龙头优势有望加速释放 14
1. 氯碱供需边际改善，政策约束下行业龙头红利逐步凸显 14
1.1 氯碱化工是基础化工核心赛道之一，下游多元需求构筑行业基本盘 14
1.2 烧碱供给端新增产能受限，政策约束有望驱动行业集中度提升 15
1.3 下游氧化铝需求稳固，新能源发展与出口需求支持烧碱需求上涨 17
1.4 价格周期：供需关系主导价格波动，行业景气有望回升 20
2. 公司烧碱业务具备规模、工艺、循环经济多重优势，盈利中枢有望抬升 21
三、碳三碳四产业链有望迎来周期底部反弹机遇 23
1. PO/MTBE 生产向绿色工艺发展，向一体化演进 23
2.PO/MTBE 向下游高附加值新材料转型 26
3. 闭环一体化产业链成型，静待高附加值项目落地兑现盈利弹性 28
四、高端电子化学品国产替代加速，公司布局半导体材料高景气赛道 31
1. 半导体、光伏、锂电三轮驱动，高端湿电子化学品国产替代空间广阔 31
2. 公司电子级氢氟酸实现满产满销，品类扩张打开成长空间 32
五、北鲲计划打造新能源化工产业集群，释放产业链协同价值 33
1. 立足区域资源禀赋，“新能源 + 化工”耦合驱动当地化工产业绿色升级 33
1.1 锚定异丁烯核心产业链，纵向延伸打造高附加值新材料集群 34
1.2 北海零碳园区 + 工船贸一体化，构建绿色产业发展生态 35
2. 源网荷储一体化项目赋能产业升级，培育多元化材料产业集群 36
3. 布局埃及生产基地，迈出全球化战略步伐 38
六、双碳政策框架日趋完善，公司有望受益低碳化工发展机遇 39
1. 碳排放管控持续加码，或将对化工行业竞争格局产生较大影响 39
2. 公司自上而下搭建双碳治理体系，系统化推进全链条降碳减碳 41
3. 多维降碳路径并行，源网荷储项目兼具环境与经济效益 44
七、盈利预测及投资评级 46
1. 盈利预测 46
2. 估值与投资评级 48
八、风险提示 49

图表目录

图表 1： 滨化股份历史沿革 6
图表 2： 滨化股份战略架构 7
图表 3： 滨化股份股权结构（截至 2026 年 6 月 30 日） 7

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 4： 公司五大事业部 8
图表 5： 公司四大基地 8
图表 6： 2025 年公司各业务营收占比（%） 9
图表 7： 公司主要产品产能及产量情况 9
图表 8： 公司主要业务模式 10
图表 9： 2017-2026H1 公司营业收入（万元，左轴）及同比（右轴） 11
图表 10： 2017-2026H1 公司归母净利润（万元，左轴）及同比（右轴） 11
图表 11： 2017-2026H1 公司销售毛利率及销售净利率 11
图表 12： 2017-2026H1 公司期间费用率 12
图表 13： 2026 上半年公司各业务毛利占比 12
图表 14： 2021-2025 公司分业务营收贡献图 13
图表 15： 2021-2025 公司分业务毛利贡献图 13
图表 16： 2025 年公司海内外营收区域分布图 14
图表 17： 氯碱产品应用场景汇总表 14
图表 18： 氯碱化学工业产业链 15
图表 19： 2012-2024 年中国烧碱产能（左轴）、产量（左轴）及同比（右轴）变化 16
图表 20： 国内 50 万吨以上规模的烧碱生产企业产能占比（截至 2025 年 6 月） 16
图表 21： 2021 年-2024 年烧碱行业重要政策 17
图表 22： 2024 年中国烧碱分地区产能占比情况 17
图表 23： 2025 年国内烧碱下游市场占比结构图 18
图表 24： 2017-2025 年国内烧碱表观消费量（左轴）及同比（右轴） 18
图表 25： 2018-2025 年国内氧化铝产量与消费量走势图 19
图表 26： 液体烧碱月度出口数量 19
图表 27： 液体烧碱月度进口数量 20
图表 28： 32%液碱价格（元/吨）走势图 20
图表 29： 2025 年滨化股份氯碱化工主要产品产能表 21
图表 30： 公司烧碱循环生产工艺流程 22
图表 31： 滨化股份烧碱板块产品结构优化方向 22
图表 32： C3 产业链 23
图表 33： 环氧丙烷生产工艺对比 24
图表 34： 各类 PO 生产工艺占比 24
图表 35： 2024 年国内 PO 各生产工艺在 PO 产能中的占比 25
图表 36： 2025 年国内环氧丙烷主要新增产能 25
图表 37： 石化行业部分相关环保政策 26
图表 38： 2025 年国内环氧丙烷下游消费情况 26
图表 39： 2025 年环氧丙烷下游消费结构 27
图表 40： 液化气价格与环氧丙烷价格联动走势图 28
图表 41： 丙烯价格与环氧丙烷价格联动走势图 28
图表 42： 滨化股份碳三碳四板块主要产品产能（2025 年末） 29
图表 43： 公司碳三碳四一体化闭环产业链示意图 29

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 44： 公司碳三碳四板块重点项目规划时间表 30
图表 45： 公司新材料板块版图 31
图表 46： 2025 年湿电子化学品国产化替代进度汇总 32
图表 47： 北鲲计划战略定位架构图 34
图表 48： 异丁烯全产业链结构图 35
图表 49： 工船贸一体化运营模式示意图 36
图表 50： 园区新型电力系统运行逻辑图 36
图表 51： “北鲲计划”核心项目 37
图表 52： 推动高附加值产品发展 37
图表 53： 2026 年中国 10 万吨及以上规模企业烧碱平均产能利用率走势 38
图表 54： 埃及与国内氯碱产业核心生产要素对比 38
图表 55： 埃及基地建设规划 39
图表 56： 化工行业双碳核心监管政策汇总 40
图表 57： 双碳专项管理组织架构图 42
图表 58： 碳中和三年行动方案核心任务拆解表 42
图表 59： 低碳认证产品清单 44
图表 60： 项目建成后预计北海基地能源供给结构示意图 45
图表 61： 项目建成前后碳排放对比图 45
图表 62： 盈利预测（百万元） 47
图表 63： 可比公司情况对比 48

下载日志已记录，仅供内部参考

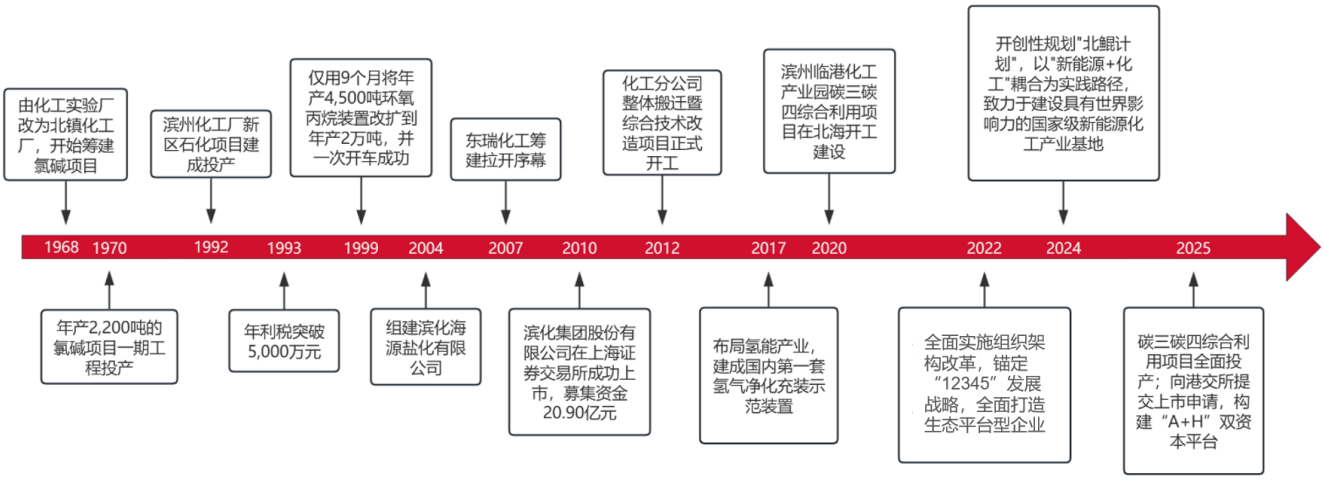
一、化工领域多年深耕，一体化综合型化工企业

1. 从氯碱起步到综合型化工企业，“新能源+化工”推进绿色低碳转型

公司是一家以科技创新与绿色低碳为核心驱动力的综合型化工企业。[1]根据公司 2025 年报，公司主营有机、无机化工产品的生产与销售，核心产品包括烧碱、环氧丙烷、电子级氢氟酸等，拥有从原盐生产到高端电子化学品的完整产业链。历经五十余年发展，公司已成长为以氯碱化工为基础、新材料与新能源为战略方向的大型综合性化工企业。[2]

公司的发展脉络清晰，从氯碱起步到走向国际化。公司 1968 年开始筹建氯碱项目，1970 年年产 2200 吨的氯碱项目一期工程投产；2010 年在上海证券交易所成功上市； 2020 年滨州临港化工产业园碳三碳四综合利用项目在北海开工建设；2022 年全面实施组织架构改革，锚定“12345”发展战略，全面打造生态平台型企业；2024 年规划“北鲲计划”，以“新能源+化工”耦合为实践路径，致力于建设具有世界影响力的国家级新能源化工产业基地；2025 年碳三碳四综合利用项目全面投产；2026 年 7 月，公司成功在香港联合交易所主板挂牌上市，全球发售 3.52 亿股 H 股，发行价为每股 3.48 港元，募集资金规模 12.25 亿港元，构建“A+H”双资本平台。

图表1：滨化股份历史沿革



资料来源：滨化股份 2025 可持续发展报告，长城证券产业金融研究院

公司将致力于把自身打造为国际化科技型化工行业头部企业和零碳示范企业。公司实施“北鲲”战略规划，围绕“科创引领、零碳工业、智能制造、开放赋能和社会责任”五项体系，打造产业集群、科技孵化集群和人才智慧集群。“北鲲计划”以“新能源+化工”耦合为路径，通过“421”科创体系支撑，构建七大产业集群、两大装备制造基地、四大生产基地，是公司从传统氯碱化工向绿色低碳化工转型的标志性战略工程。[3]根据公司 2025 年报，具体目标为：（1）聚焦核心产品，并实现产品组合及市场覆盖多元化；（2）

[1] 《滨化股份港股 IPO 招股书》（2026）
[2] 《滨化股份：向特定对象发行 A 股股票募集说明书》（2023）
[3] 中化新网 滨化集团：实施三次创业的“北鲲计划”（2024）

下载日志已记录，仅供内部参考

巩固目前市场优势地位，并进一步拓展海外布局，构建以国内市场为基础，国内、国际双循环、相互促进的市场模式；（3）进入国际资本市场，拓宽融资渠道，进一步提升产业发展。

图表2：滨化股份战略架构

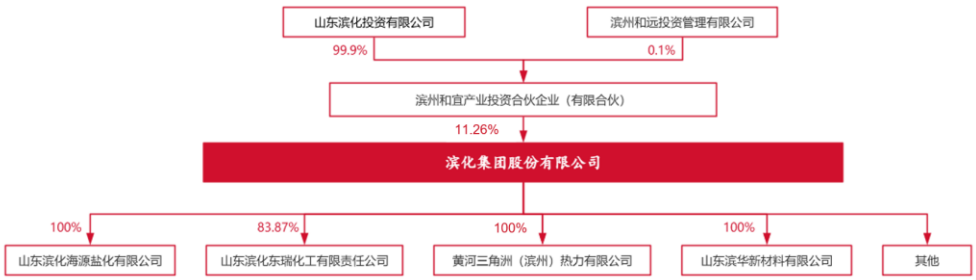
战略举措	具体内容
“421“科创体系	实施“北鲲青年科学家奖”、“科创中国”科技创新创效行动等 4 项科创举措，打造北鲲创新港、中试转化基地 2 个科创平台，构建零碳产业集群。
七大核心产业集群	轻烃协同深加工产业集群、氯碱高端新材料产业集群、湿电子化学品和电子特气产业集群、盐溴高端新材料产业集群、聚氨酯产业集群、新材料（改性）产业集群、合成生物产业集群。
两大高端装备制造基地	氢能高端装备制造基地、高端化工装备制造基地。
四大生产基地	滨城基础化工基地、滨城电子化学品基地、北海新材料基地、沾化新能源基地。

资料来源：公司官网，公司港股招股书，长城证券产业金融研究院

2. 治理架构持续优化，五大事业部+四大基地夯实产业竞争壁垒

公司当前股权结构中第一大股东相对领先，无实际控制人。和宜投资作为公司持股 11.26%的第一大股东，自 2026 年 2 月 27 日起 12 个月内以集中竞价交易方式拟增持公司股份，增持总金额不低于 8500 万元（含），不超过人民币 16667 万元（含），有望进一步稳定股权结构，同时公司通过 H 股上市引入国际资本，进一步优化公司治理。[4]

图表3：滨化股份股权结构（截至 2026 年 6 月 30 日）



资料来源：公司 2026 半年报，ifind，长城证券产业金融研究院

公司形成了五大事业部格局。根据公司 2025 年报，公司于 2022 年全面实施组织架构改革，成立事业部制，锚定“12345”发展战略，全面打造生态平台型企业。2025 年，公

[4] 《滨化股份：关于第一大股东增持公司股份计划的公告》（2026）

下载日志已记录，仅供内部参考

司已形成五大事业部格局：氯碱事业部是公司起家业务和核心板块；石化事业部以碳三碳四综合利用为核心，是公司近年来重点布局的板块；特种化学品事业部聚焦于湿电子化学品和电子特气；合成生物事业部是公司布局未来产业的创新板块；海外事业部承担国际化战略实施平台功能。

图表4：公司五大事业部

事业部	核心产品/业务方向	产业定位
氯碱事业部	烧碱、氯产品、聚醚、聚氨酯、原盐溴化工、氯碱+绿电	传统优势基础化工板块
石化事业部	碳三碳四、高端新材料、新能源化学品	产业链延伸与新材料拓展
特种化学品事业部	电子级氢氟酸、高纯氟化氢气体	半导体/电子特气材料
合成生物事业部	生物基新材料、精细化学品、生命大健康	生物制造与新兴领域
海外事业部	全球投资平台、国际贸易平台、金融服务平台、科技创新平台	聚焦“新能源+绿色化工”国际化

资料来源：公司 2025 年度可持续发展报告，ifind，长城证券产业金融研究院

四大生产基地协同布局，支撑公司战略转型。2025 年，公司拥有滨城基础化工基地、滨城电子化学品基地、北海新材料基地、沾化新能源基地四大基地。其中，滨城基础化工基地聚焦氯碱主业，烧碱、粒碱、片碱及氯丙烯等；滨城电子化学品基地专攻电子级氢氟酸等高端湿电子化学品；北海新材料基地 2025 年碳三碳四综合利用项目全面投产，PDH、PO/MTBE 等装置产能释放，利用临近港口的区位优势与管道输送体系大幅降低物流成本；沾化新能源基地则以原盐、溴素生产保障约 50%烧碱原料自给。四大基地协同发展，配合在建的 260MW 源网荷储一体化项目，有望支撑公司从传统氯碱企业向“新能源+化工”耦合的生态平台型企业转型。

图表5：公司四大基地

基地名称	定位	主要业务/设施	核心优势
滨城基础化工基地	氯碱业务主基地	烧碱、氯醇法环氧丙烷、氯丙烯、四氯乙烯、环氧氯丙烷、三氯乙烯	产业链成熟，技术积淀深厚，运营经验丰富
滨城电子化学品基地	高端精细化工	电子级氢氟酸、特种化学品	电子级氢氟酸(G5)技术领先
北海新材料基地	转型升级核心载体	碳三碳四综合利用项目（PDH、MTBE、共氧化法环氧丙烷等）	临近港口，自有码头和储罐，管道输送原料

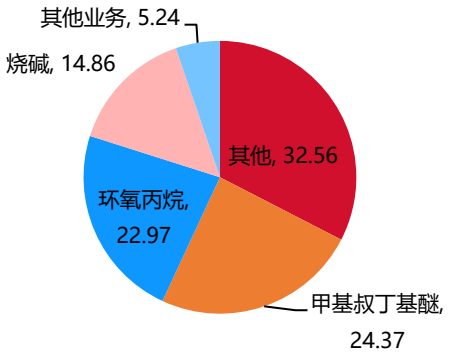
下载日志已记录，仅供内部参考

沾化新能源基地	原料保障基地	原盐、溴素	原盐产能满足公司烧碱生产的 50%原料自给

资料来源：公司 2025 年度报告，公司 2025 年度可持续发展报告，公司港股招股说明书，长城证券产业金融研究院

公司核心产品产能领先。根据 ifind 及公司港股招股说明书，截至 2025 年，公司核心产品包括烧碱（61 万吨/年，山东省内产能领先）、环氧丙烷（51 万吨/年，国内产能占比约 5%-6%）、电子级氢氟酸（6000 吨/年，纯度达 G5 级，达到国内领先、国际先进水平）以及氯丙烯、三氯乙烯、四氯乙烯等系列产品。碳三碳四综合利用板块方面，公司丙烯年产能约 60 万吨、甲基叔丁基醚（MTBE）年产能约 74.2 万吨。

图表6：2025 年公司各业务营收占比（%）



资料来源：ifind，公司 2025 年度报告，长城证券产业金融研究院

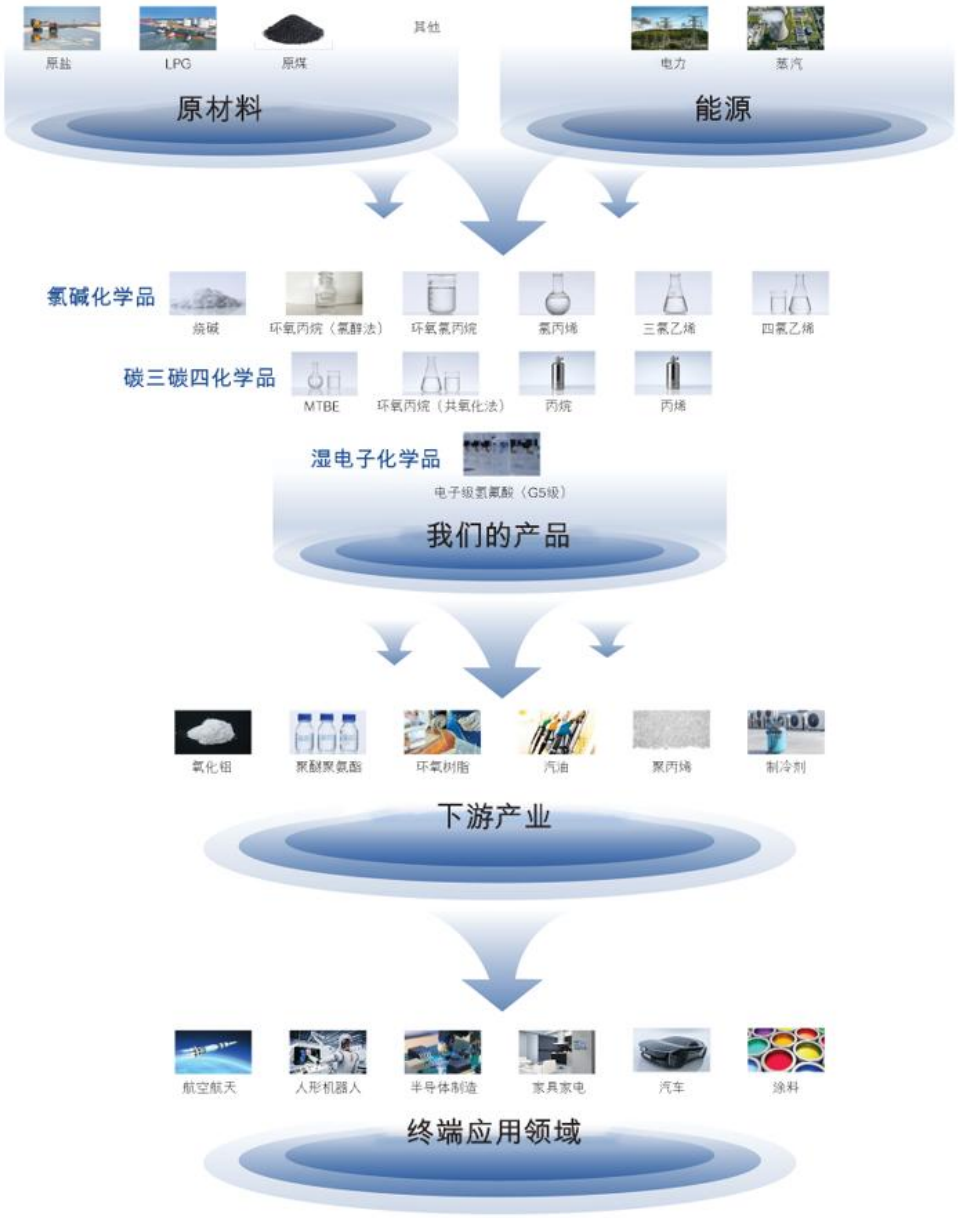
图表7：公司主要产品产能及产量情况

主要产品	产能（万吨，截至 2025 年）	2025 年产量（万吨）	2025 年产能利用率	2026 生产计划（万吨）
烧碱	61.00	78.80	129.20%	78.00
环氧丙烷	51.00	56.60	110.90%	54.93
甲基叔丁基醚	74.20	81.70	110.15%	68.38
环氧氯丙烷	7.50	7.40	99.20%	7.20
丙烯	60.00	52.00	86.70%	55.02
电子级氢氟酸	0.60	0.64	106.75%	0.66

资料来源：公司 2025 年度报告，公司 2025 年经营数据公告，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

图表8：公司主要业务模式



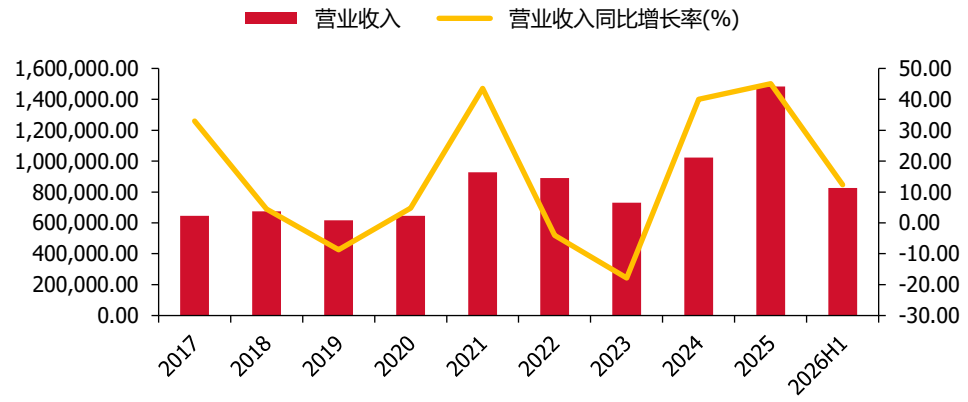
资料来源：公司港股招股说明书，长城证券产业金融研究院

3. 跨越周期底部，新产能有望释放更多盈利弹性

公司业绩呈现明显的周期性，有望实现触底反弹。根据公司 2025 年报，公司 2025 年营收达 148.36 亿元，同比增长 45.06%，碳三碳四项目成功投产推动环氧丙烷销量同比增长 119.12%，公司迈入营收水平的新台阶；2025 年公司归母净利润实现 2.25 亿元，同比增长 2.75%，2026H1 公司归母净利润 3.44 亿元，同比增长 208.25%，我们认为随着周期上行及公司新项目产能爬坡和运营优化，公司利润弹性有望逐步释放。

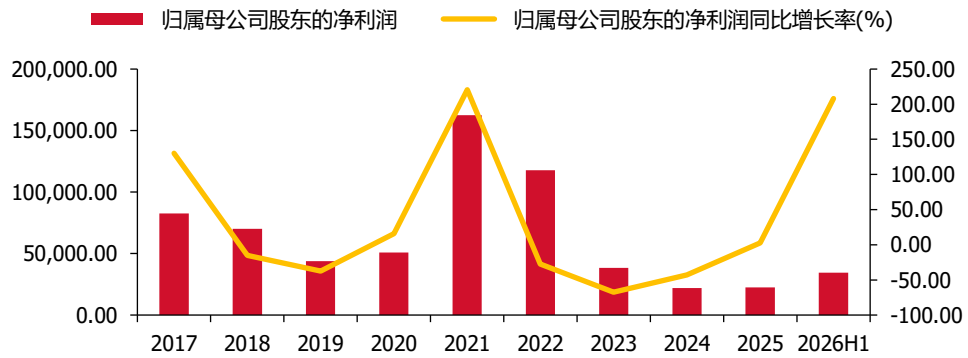
下载日志已记录，仅供内部参考

图表9：2017-2026H1 公司营业收入（万元，左轴）及同比（右轴）



资料来源：ifind，公司 2017-2025 年报，公司 2026 半年报，长城证券产业金融研究院

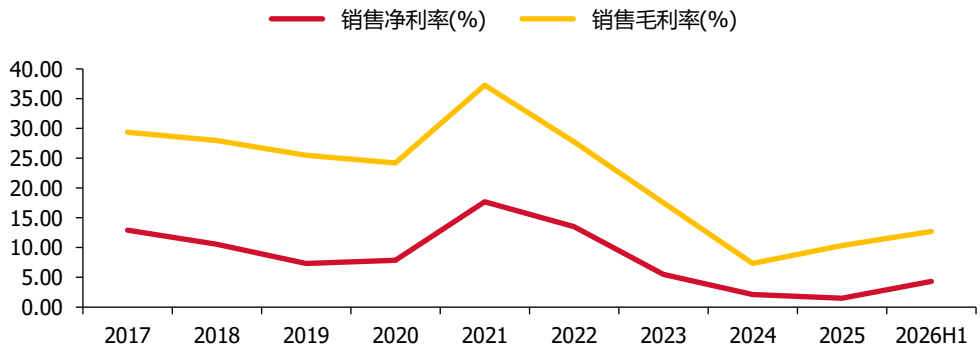
图表10：2017-2026H1 公司归母净利润（万元，左轴）及同比（右轴）



资料来源：ifind，公司 2017-2025 年报，公司 2026 半年报，长城证券产业金融研究院

公司毛利率水平回升，期间费用率水平控制良好。近两年公司毛利率水平从底部开始回升，2025 年以来公司销售毛利率水平回升至 10%以上；2024 年以来公司整体费用率水平控制良好，期间费用结构优化，管理费用出现明显下降趋势。

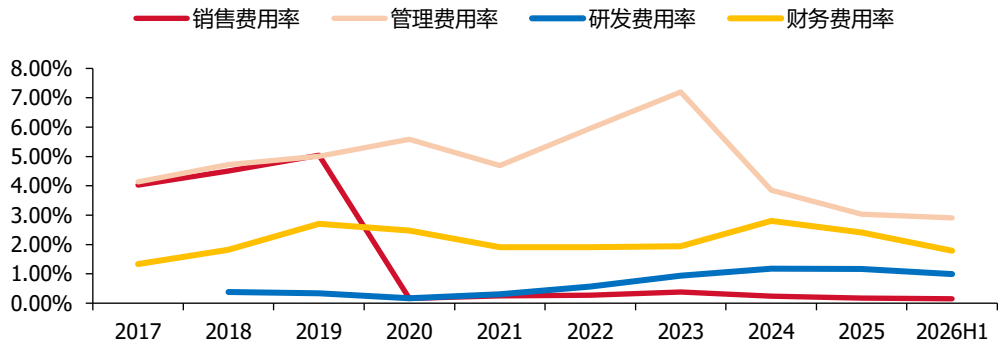
图表11：2017-2026H1 公司销售毛利率及销售净利率



资料来源：ifind，公司 2017-2025 年报，公司 2026 半年报，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

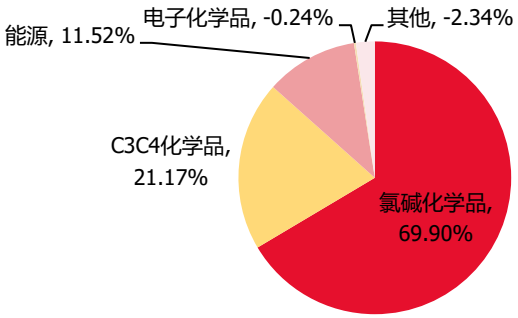
图表12：2017-2026H1 公司期间费用率



资料来源：ifind，公司 2017-2025 年报，公司 2026 半年报，长城证券产业金融研究院

公司已形成“烧碱稳健领跑、环氧丙烷规模领先、新材料蓄势待发”的多元增长格局。根据公司 2026 半年报，1H26 公司氯碱化学品毛利占比 69.90%，公司氯碱化学品业务凭借粒碱、食品级烧碱的差异化优势，成为公司毛利的主要贡献板块，展现出较强的盈利韧性；根据公司 2025 年报，截至 2025 年，公司环氧丙烷产能达 51 万吨/年，居国内前列，虽然短期价格承压，但随着下游需求回升及技术迭代，公司龙头地位有望持续巩固；碳三碳四综合利用项目（PDH、丙烯、MTBE 等）已顺利投产，为公司打开了新的增长空间，待产能完全释放后利润贡献有望进一步提升。

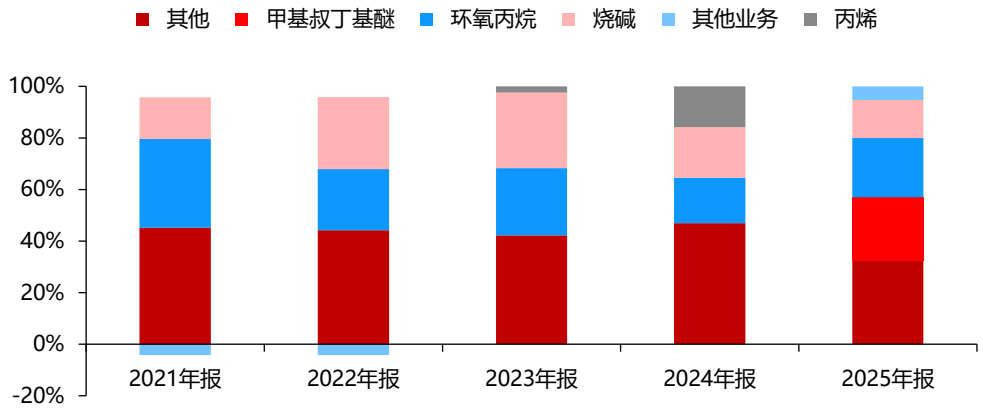
图表13：2026 上半年公司各业务毛利占比



资料来源：ifind，公司 2026 半年报，长城证券产业金融研究院

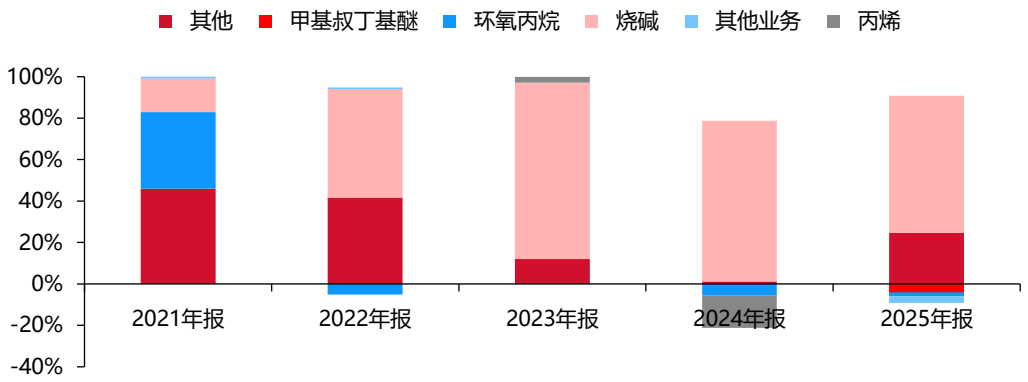
下载日志已记录，仅供内部参考

图表14：2021-2025 公司分业务营收贡献图



资料来源：ifind，公司 2021-2025 年报，长城证券产业金融研究院

图表15：2021-2025 公司分业务毛利贡献图

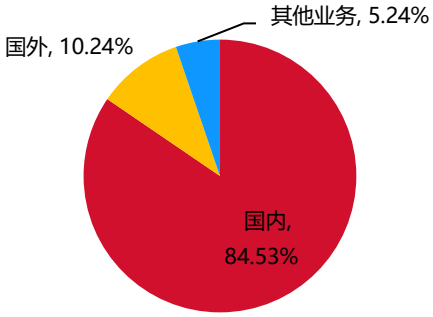


资料来源：ifind，公司 2021-2025 年报，长城证券产业金融研究院

区域布局上，公司深耕国内核心市场，并持续推动国际化战略。根据 ifind 数据，2025 年公司国内收入占比约 84.5%，深耕国内市场。同时，根据公司 2025 年报，公司凭借港口优势、原料优势，不仅与国内多家大型炼化企业和汽油调和商建立了长期稳定的合作关系， 近年来更积极拓展海外市场，产品已成功进入东南亚、中东、南美、欧洲等地区，为公司 MTBE 产品的消化和业绩增长提供了有力支撑。此外，2026 年公司 H 股上市后或将为其全球品牌建设和海外渠道拓展注入更强动力，未来有望向国内国际双轮驱动的格局发展。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表16：2025 年公司海内外营收区域分布图



资料来源：公司 2025 年度报告，ifind，长城证券产业金融研究院

二、氯碱行业供需格局持续优化，公司龙头优势有望加速释放

1. 氯碱供需边际改善，政策约束下行业龙头红利逐步凸显

1.1 氯碱化工是基础化工核心赛道之一，下游多元需求构筑行业基本盘

烧碱为氯碱工业核心产品，应用广泛。根据公司 2026 年度第一期科技创新债券募集说明书，氯碱化工行业是基础原材料产业，利用原盐和电力生产烧碱、氯气和氢气。烧碱由原盐电解生产获得，凭借广泛的应用场景和稳定的市场需求，成为氯碱产业的核心产品。根据产品形态不同，烧碱可分为液碱和固碱，其中固碱又包括片碱和粒碱。随着新能源、新材料产业快速发展，烧碱下游应用边界持续拓展，行业需求基础不断夯实。

图表17：氯碱产品应用场景汇总表

氯碱化工行业主要产品	介绍	主要下游应用
烧碱（液体烧碱，固体烧碱）	它是氯碱化工行业的主要产品，具有多种工业应用，是全球消费量最大的化学商品之一。	氧化铝、化工、印染、化纤、水处理、造纸、锂电池及医药。
氯丙烯	本品为无色挥发液体，反应性强，主要用作环氧氯丙烷等精细化工品生成的中间体。	硅胶橡合，环氧氯丙烷，杀虫剂及树脂。
三氯乙烯	一种挥发性氧化溶剂，具有极强的脱氧能力。	清洁剂、溶剂及含氯化学品。
四氯乙烯	一种不稳定、不易燃、溶解能力强的氧化溶剂。	干洗、耐冷剂及含氯化学品。
环氧氯丙烷	一种具有环氧和氯集团的高活性有机化合物。	环氧树脂和弹性体。
环氧丙烷（氯醇法）	一种有机化合物的重要原料，是仅次于聚丙烯和丙烯腈的第三大丙烯衍生域。	聚醚多元、丙二醇及衍生物丙二醇醚。

下载日志已记录，仅供内部参考

其他	包括聚氯乙烯（PVC）、氢、氯、过氧化氢等。每种类型都有不同的特点，可以用于不同的领域。	农业、石油、化工、纺、建材及食品加工。

资料来源：公司港股招股说明书，长城证券产业金融研究院

烧碱及氯产品构成产业链核心环节，下游需求覆盖多个重点行业。氯碱化工行业的上游产业主要是原材料供应商，包括原盐、电力、原油及煤炭等。行业中游包括氯碱化工产品制造，负责将上游原材料转化为多种基础化工产品，包括烧碱、氯丙烯、三氯乙烯等，这些产品是氯碱化学品行业的核心，并作为多个下游产业的重要中间体。氯碱行业的主要下游产品包括氧化铝、化学添加剂、工业溶剂、环氧树脂等，最终可应用于汽车、建筑、油漆涂料及新能源等行业[5]。

图表18：氯碱化学工业产业链



资料来源：公司港股招股说明书，长城证券产业金融研究院

人在草木间

1.2 烧碱供给端新增产能受限，政策约束有望驱动行业集中度提升

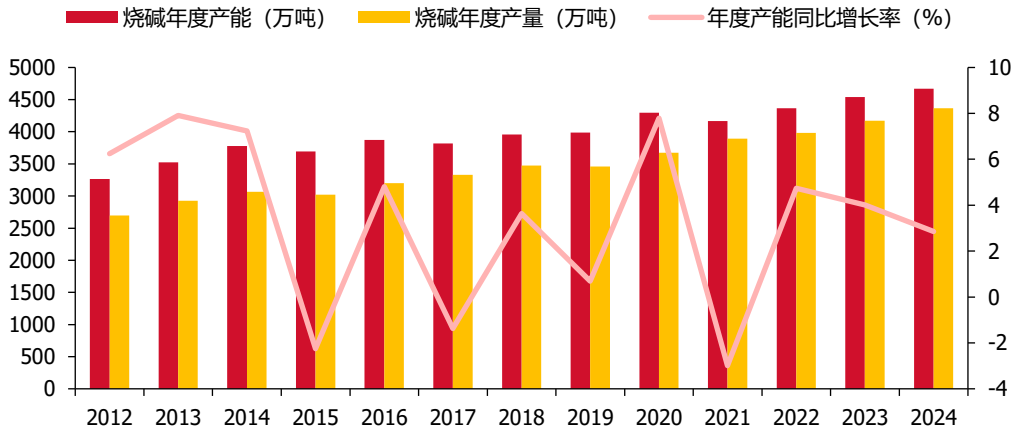
烧碱行业产能增速持续放缓，竞争格局朝向集约化发展。从供给端来看，近年来烧碱行业新增产能释放趋缓。根据 ifind 数据，2012 年国内烧碱产能同比增长 6.24%，到 2024 年增长率已降至 2.85%，行业发展重心逐步由规模扩张向结构优化转变。2025 年烧碱新增产能 139 万吨，产能增量较 2024 年减少；在新增产能中，94 万吨为原有氯碱企业扩产，45 万吨为氯碱相关产品延伸产业链配套项目[6]。我们认为，从新增产能结构来看，2025 年行业新增项目主要以现有龙头企业扩产及产业链配套项目为主，而非新增市

[5] 《滨化股份港股 IPO 说明书》（2026）
[6] 《上海氯碱化工股份有限公司 2025 年年度报告》（2025）

下载日志已记录，仅供内部参考

场参与者大规模进入，表明烧碱行业竞争格局正在由粗放扩张向集约化发展转变。

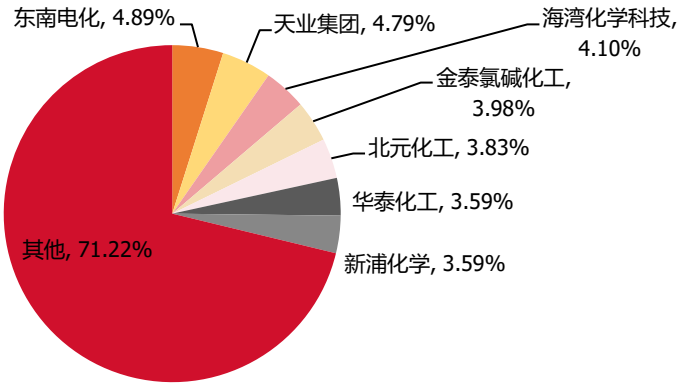
图表19：2012-2024 年中国烧碱产能（左轴）、产量（左轴）及同比（右轴）变化



资料来源：ifind，国家统计局，长城证券产业金融研究院

供给端改革推动行业集中度提升。经过多年发展，我国烧碱行业已形成较为完善的产业体系。[7]我们认为在政策驱动供给侧改革持续推进背景下，市场份额有望进一步向头部企业集中。

图表20：国内 50 万吨以上规模的烧碱生产企业产能占比（截至 2025 年 6 月）



资料来源：阿拉丁中营网，长城证券产业金融研究院

政策约束提高入行门槛，龙头企业优势有望进一步凸显。近年来，随着"双碳"战略持续推进以及工业绿色转型不断深化，烧碱行业作为典型高耗能行业，受到能耗、环保及碳排放政策的重点监管。根据国家发改委、工信部等部门发布的政策方案，从 2021 年至 2024 年国家相继出台能耗双控、工业绿色发展、碳达峰及节能降碳改造等政策文件，对行业新增产能审批、能效水平及绿色制造提出更高要求。我们认为，相关政策约束提高了氯碱行业准入门槛，新增项目更多向具备规模优势、技术优势及产业链协同优势的龙头企业集中，在供给扩张受到约束的背景下，烧碱行业有望改善供需格局，为头部企业盈利能力提供支撑。

[7] 阿拉丁中营网：氧化铝企业配套氯碱装置提升看风险能力（2025）

下载日志已记录，仅供内部参考

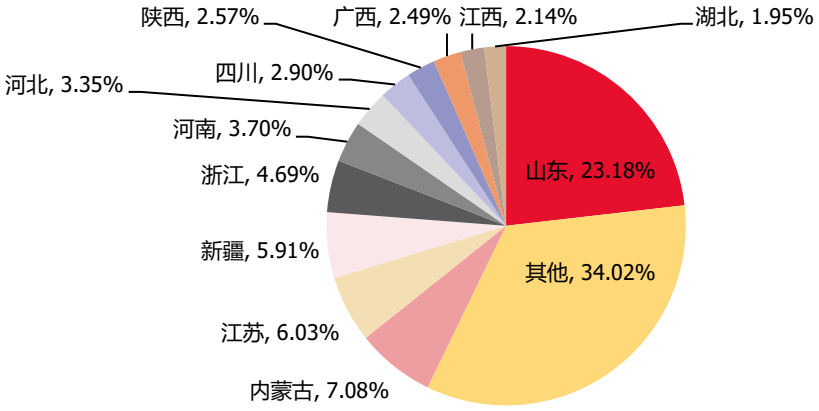
图表21：2021 年-2024 年烧碱行业重要政策

发布时间	政策名称	发布部门	核心内容	对烧碱行业影响
2021 年 9 月	《完善能源消费强度和总量双控制度方案》	国家发改委	完善能耗双控制度，严格高耗能项目管理。	提高新增烧碱项目审批门槛，抑制行业无序扩张。
2021 年 12 月	《“十四五”工业绿色发展规划》	工信部	推进重点行业绿色低碳改造。	推动氯碱行业节能降耗和绿色升级。
2022 年 8 月	《工业领域碳达峰实施方案》	中国生态环境部	推进高耗能行业节能降碳改造。	加快落后烧碱产能退出，优化供给结构。
2022 年 2 月	《烧碱行业节能降碳改造升级实施指南》	国家发改委	提升行业能效水平，推进先进工艺应用。	行业进入高质量发展阶段，促进集中度提升。
2024 年 5 月	《2024—2025 年节能降碳行动方案》	国务院	严控高耗能行业新增产能。	进一步强化供给约束，限制低效扩张。

资料来源：国家发改委，工信部官网，中国生态环境，国家发改委，国务院官网，长城证券产业金融研究院

烧碱行业资源导向性质明显，保持较高的地域集中度。山东、新疆、内蒙古等地区依托丰富的原盐资源和能源优势，成为国内最重要的烧碱生产基地。其中，山东地区凭借成熟的产业链配套和港口物流体系，保持较高烧碱行业集中度。

图表22：2024 年中国烧碱分地区产能占比情况



资料来源：ifind，国家统计局，长城证券产业金融研究院

1.3 下游氧化铝需求稳固，新能源发展与出口需求支持烧碱需求上涨

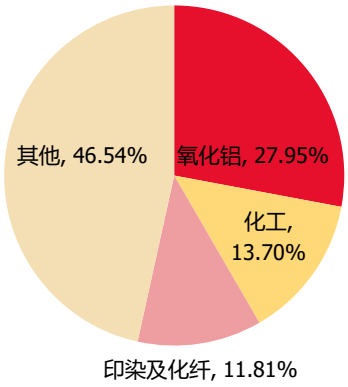
烧碱下游需求广泛，氧化铝构成其核心消费领域。烧碱的主要下游用途是生产氧化铝，2025 年氧化铝占其总消耗量的 27.95%，烧碱是铝产业链中不可或缺的上游原材料，建筑业是其最大的终端应用市场[8]。此外，烧碱广泛应用于化工、印染、化纤、水处理、造纸、锂电池及制药等行业。近年来，随着新能源产业快速发展，锂电池材料及相关精细

[8] 《滨化股份港股 IPO 说明书》（2026）

下载日志已记录，仅供内部参考

化工产品需求持续增长，也为烧碱行业带来新的需求增量。

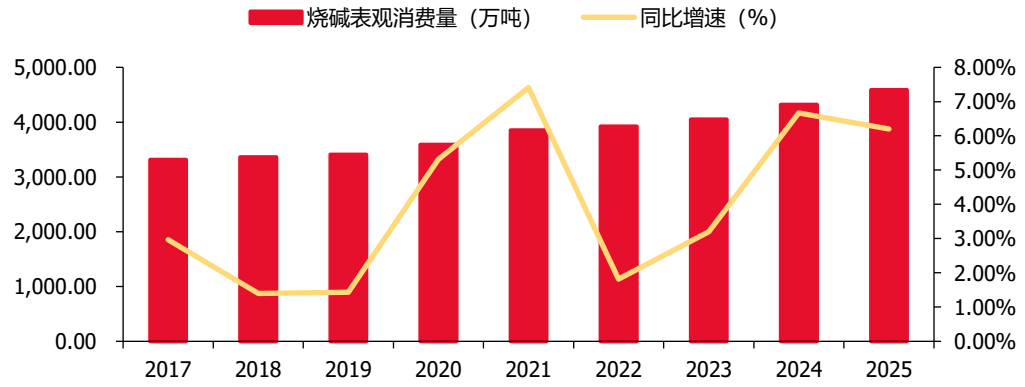
图表23：*2025 年国内烧碱下游市场占比结构图*



资料来源：观研报告，《中国烧碱行业发展深度研究与投资前景分析报告（2026-2033 年）》，长城证券产业金融研究院

烧碱国内消费量整体稳步增长。我国烧碱消费量整体保持稳步增长态势，2017 年以来其整体消费规模不断扩大，反映出下游工业体系对烧碱的需求仍具较强韧性。根据 ifind 数据，2017-2025 年我国烧碱表观消费量由 3312.52 万吨增长至 4587.20 万吨，累计增加 1274.68 万吨，累计增幅约 38.48%。2022-2023 年在宏观需求波动背景下，烧碱消费增速有所放缓，2024-2025 年需求再度修复。整体来看，烧碱需求总量仍保持中枢抬升趋势，行业景气底部具备较强支撑。

图表24：2017-2025 年国内烧碱表观消费量（左轴）及同比（右轴）



资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院

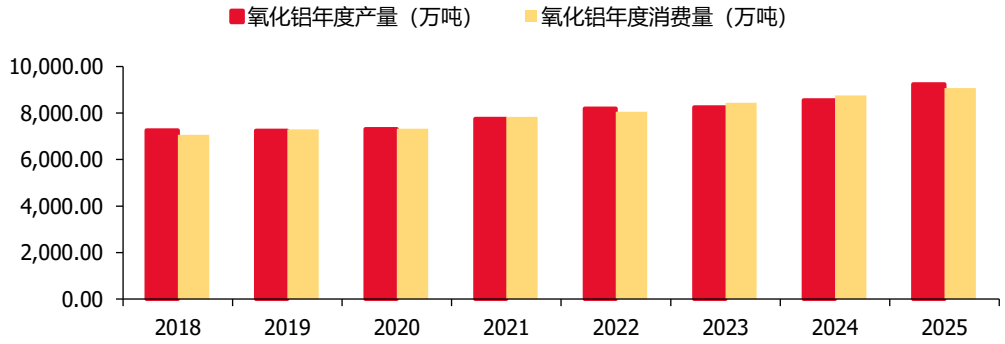
氧化铝产量持续增长、未来产能加速释放，有望为烧碱需求提供更强支撑。作为烧碱的核心需求端，氧化铝行业的扩产与消费增长是支撑烧碱需求向上的关键因素。根据 ifind 数据，2018-2025 年我国氧化铝年度产量由 7253.10 万吨提升至 9244.60 万吨，累计增长约 27.46%，为烧碱构筑稳固的需求端。根据中国有色金属报，预计 2026 年国内氧化铝计划新增产能 1300 万吨，实际投产约 900 万-1060 万吨[9]。未来新增氧化铝产能逐步

[9] 中国有色金属工业协会：国内氧化铝市场回顾及展望（2026）

下载日志已记录，仅供内部参考

转化为实际产量后，或将带动烧碱需求同步增长，从而为烧碱行业需求中枢上移提供更强支撑。

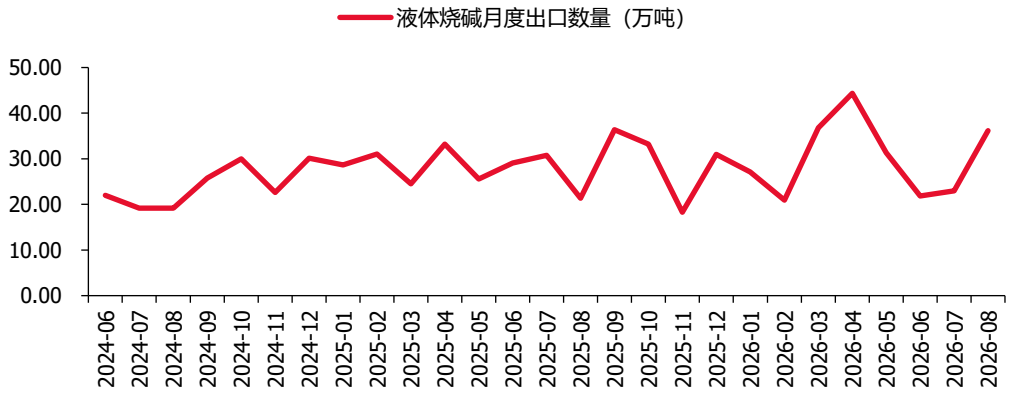
图表25：*2018-2025 年国内氧化铝产量与消费量走势图*



资料来源：ifind，国家统计局，长城证券产业金融研究院

液体烧碱出口维持较高位运行。从我国液体烧碱月度进出口情况来看，根据 ifind 数据，行业长期保持净出口格局，液体烧碱出口量维持在较高水平波动。2025 年，国内液体烧碱月度出口量基本维持在 18 万-37 万吨区间，且月度出口量多次维持在 25 万吨以上；2026 年，国内液体烧碱月度出口量均超 20 万吨，且在 2026 年 4 月达到了 44.35 万吨的高位，反映出海外市场较旺盛的需求，也有望提升烧碱行业对新增产能的消化能力。

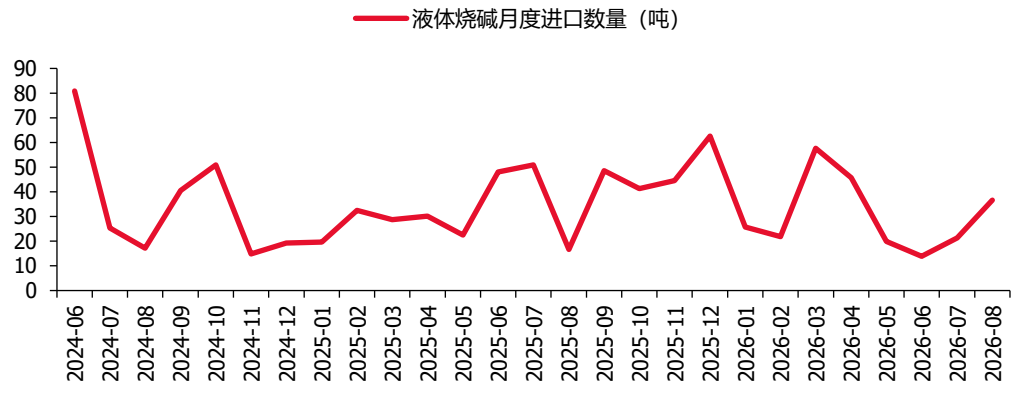
图表26：*液体烧碱月度出口数量*



资料来源：ifind，海关总署，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

图表27：*液体烧碱月度进口数量*



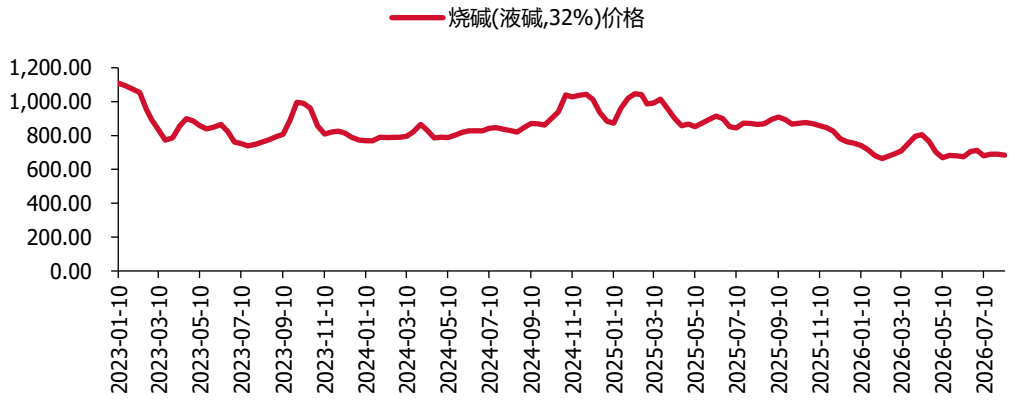
资料来源：ifind，海关总署，长城证券产业金融研究院

政策持续发力新能源与先进制造，烧碱需求增长具备长期支撑。近年来，国家围绕新能源、新材料等领域密集出台支持政策，带动新能源汽车、光伏等产业快速发展，进而推动烧碱需求持续增长。从新能源汽车领域来看，国务院发布的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》大力推动新能源汽车发展[10]，新能源汽车制造需要大量铝材，带动电解铝及氧化铝需求增长。2022 年国家能源局发布《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》等政策文件，持续推动光伏、风电装机规模增长[11]，下游新能源装机扩张有望进一步带动铝产业链景气提升，从而间接拉动氧化铝及烧碱需求增长。

1.4 价格周期：供需关系主导价格波动，行业景气有望回升

烧碱供需格局有望逐步改善，利好产品价格修复。根据百川盈孚，2026 年，液碱企业投产脚步不止，市场供应量充足。1Q26 液碱价格不断下探，3 月受美伊冲突事件影响，外商在恐慌情绪下，开始集中采购，带动国内液碱市场价格上行，进入 4 月后价格再度步入下行通道。展望后续，我们认为，在双碳政策、能耗约束及新增产能释放节奏放缓背景下，行业产能增长空间有限，而氧化铝扩产、新能源材料及传统下游需求仍将形成支撑，预计未来行业供需关系有望逐步改善，推动烧碱价格修复。

图表28：*32%液碱价格（元/吨）走势图*



[10] 国务院《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》（2020）
[11] 国家能源局《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》（2022）

下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：ifind，国家统计局，长城证券产业金融研究院

2. 公司烧碱业务具备规模、工艺、循环经济多重优势，盈利中枢有望抬升

公司烧碱产能规模位居山东前列，粒碱、片碱等细分产品布局完善，构筑差异化竞争优势。根据公司 2025 年报，截至 2025 年末，公司烧碱总产能为 61 万吨/年，在山东省内位居前列。其中，公司拥有 20 万吨/年粒碱产能，为国内最大的粒碱生产商；同时拥有 20 万吨/年片碱装置，在山东省内处于龙头地位。公司离子膜烧碱单位产品综合能耗指标居于国内同行业前列，产能优势明显。

图表29：*2025 年滨化股份氯碱化工主要产品产能表*

产品	产能	产能利用率(%)
烧碱	61 万吨/年	129.20%
环氧丙烷	51 万吨/年	110.90%
三氯乙烯	8 万吨/年	107.88%
氯丙烯	6 万吨/年	115.83%
四氯乙烯	8 万吨/年	99.63%
环氧氯丙烷	7.5 万吨/年	99.20%

资料来源：公司 2025 年度报告、长城证券产业金融研究院

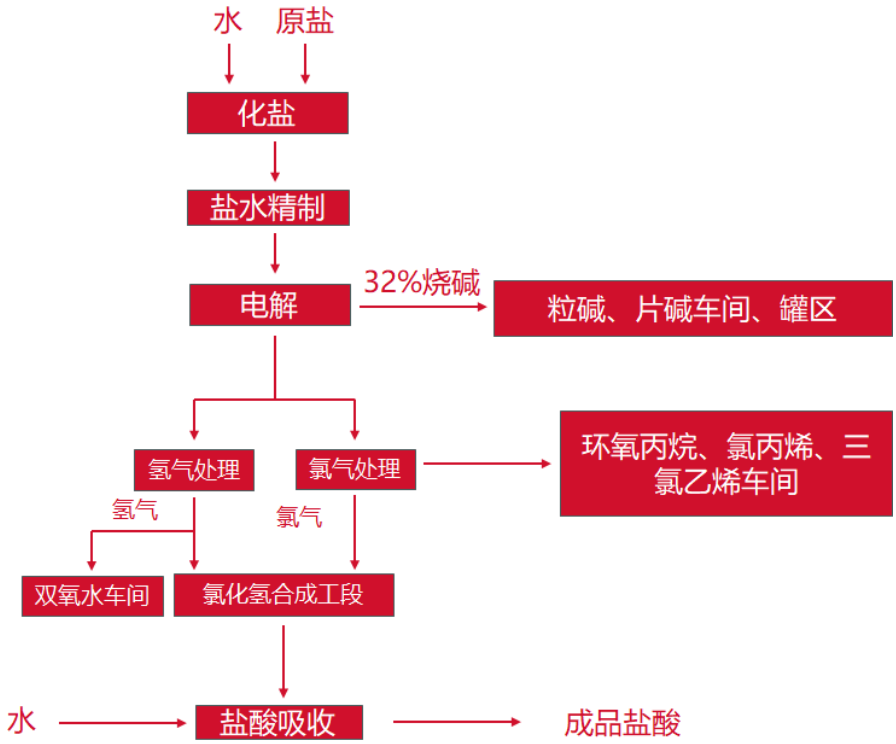
循环经济模式强化一体化优势，公司成本优势显著。根据公司 2025 年报，截至 2025 年，除烧碱产能规模和粒碱细分产品优势外，公司氯碱业务还具备较为完善的循环经济产业链布局优势。公司的水、电、原盐等生产要素均有一定程度自给，同时产品结构不断丰富，可以依据市场形势平衡投入产出，既可降低市场风险，又能保持成本优势[12]。我们认为，公司依托多年氯碱化工积累，其完整的氯碱循环链条有助于增强整体盈利韧性。

采用先进的工艺与设备，有效降低能耗水平。烧碱作为高耗电化工品，电力成本通常是生产成本中最核心的变量之一，根据公司 2025 年报，2025 年公司能源成本约占烧碱生产总成本的 60.62%，因此工艺先进性和单位电耗水平会对企业的成本竞争力形成显著影响。公司 4 万吨/年氧阴极离子膜烧碱装置是全球首套工业化运行装置，节能量超过 30%，显著降低能源成本，进一步巩固成本优势。

12 《滨化股份 2025 年年报》（2025）

下载日志已记录，仅供内部参考

图表30：*公司烧碱循环生产工艺流程*



资料来源：公司 2025 年报，长城证券产业金融研究院

产品结构优化与绿电替代并行推进，烧碱板块中长期盈利中枢仍具提升空间。公司 2025 年报显示，公司“北鲲”战略规划以“新能源+化工”深度耦合为发展路径，全力推进风电项目，未来或有望降低吨碱综合能耗和单位生产成本，夯实成本端竞争壁垒。公司持续推进粒碱、片碱、食品级烧碱等高附加值产品布局，烧碱业务有望由基础化工品销售向精细化、差异化方向升级，进一步增强公司在细分市场中的盈利能力[13]。

图表31：*滨化股份烧碱板块产品结构优化方向*

方向	具体内容	预期效果
提升食品级烧碱占比	深化食品/医药客户开发	提升毛利率、增强客户黏性
提升粒碱/高端固碱占比	强化精细化工、新能源材料客户覆盖	优化产品结构，增强盈利韧性
灵活切换液碱/片碱/粒碱	根据价差和区域需求调整产销结构	提升经营弹性
绿电替代与节能改造	降低单位电耗与综合成本	增厚利润、强化低碳竞争力

资料来源：公司 2025 公司年报，长城证券产业金融研究院

13 《滨化股份 2025 年年报》（2025）

下载日志已记录，仅供内部参考

三、碳三碳四产业链有望迎来周期底部反弹机遇

1. PO/MTBE 生产向绿色工艺发展，向一体化演进

碳三（C3）碳四（C4）产业链是石油化工核心组成部分之一，下游延伸至一系列高附加值化工产品。根据公司港股招股书，C3 链以丙烯为基础，延伸至环氧丙烷（PO）、聚丙烯等产品；C4 链以混合碳四为起点，衍生出甲基叔丁基醚（MTBE）、丁二烯等一系列高附加值化工产品。

环氧丙烷（PO）是 C3 产业链中最重要的深加工产品之一。从产业链来看，丙烯经氧化制得环氧丙烷，环氧丙烷再通过聚合反应生成聚醚多元醇，最终应用于聚氨酯泡沫，可涵盖汽车内饰、家电保温、建筑隔热材料等终端场景。此外，环氧丙烷还可向下游延伸至丙二醇、聚醚多元醇、非离子表面活性剂等领域。

国内环氧丙烷产能不断扩张，根据观研报告网，从生产端来看，2020-2024 年国内环氧丙烷产能持续增长，2024 年国内环氧丙烷产能约为 712 万吨。根据卓创资讯，2025 年中国环氧丙烷产能已达 858 万吨，同比增长 15.95%；2025 年产量 641.06 万吨，产能利用率约 74.72%，预计 2026 年新增产能为 162 万吨/年，总产能将突破 1000 万吨/年。

图表32：C3 产业链



资料来源：化易天下，长城证券产业金融研究院

从工艺路线看，环氧丙烷生产主要有氯醇法、共氧化法（PO/SM 法、PO/MTBE 法）和直接氧化法（HPPO 法）。氯醇法工艺成熟但污染大，共氧化法和 HPPO 法正逐渐成为环氧丙烷新增产能的主流选择。根据公司 2025 年报，公司于 2025 年投产的碳三碳四综合利用项目中，PO/MTBE 装置（24/74.2 万吨/年 PO/MTBE 项目）采用丙烯与异丁烷共氧化法工艺，体现出产业链一体化的发展方向。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表33：环氧丙烷生产工艺对比

工艺路线	原理	优点	缺点
氯醇法	以丙烯和氯气为原料，采用氯醇化、皂化、精馏等工艺反应	技术成熟、流程短、投资低；选择性及收率高	废水废渣产生量大，不符合绿色化学和清洁生产要求
PO/SM 法	乙苯和丙烯分别进行共氧化反应，生成苯乙烯或叔丁醇，同时联产环氧丙烷	可联产苯乙烯分摊成本	工艺流程长；原料及中间产物品种多，设备造价及建设投资大
PO/MTBE 法	异丁烷和丙烯分别进行共氧化反应，生成苯乙烯或叔丁醇，同时联产环氧丙烷	可联产 MTBE；产生的污水量小；对设备腐蚀性小	投资高且生产流程长、过程复杂
HPPO 法	将甲醇、丙烯、过氧化氢按比例调和，加入合沸石硅酸钛催化剂的反应器内进行反应	装置简单；环境污染小、生产过程中只产生目标产品环氧丙烷和水及少量丙二醇副产物	高昂的技术转让费用；环氧丙烷收率低；过氧化氢和催化剂成本高
CHP 法	原料为丙烯、异丁烷、氧气，先进行异丁烷过氧化，再将制和脱水反应制得	避免了氯醇法工艺的腐蚀设备问题且对环境的污染较小；联产品可分摊成本	副产品转化为甲基叔丁基醚污染环境、危害健康，抑制该工艺发展

资料来源：观研报告网，长城证券产业金融研究院

工艺结构方面，中国 PO 行业正经历切换阶段。2021 年氯醇法占比约 42%，2024 年降至 19.5%，预计 2030 年进一步降低；HPPO 法占比从 2021 年约 12%升至 2024 年约 30%。短期内，传统氯醇法企业通过工艺改造规避政策淘汰风险，实现"绿色氯醇法"路径延续竞争力；中长期，HPPO 法和共氧化法或成为新建产能主力，据公司港股招股书统计，2025 年行业新增 164 万吨产能中绝大多数采用 HPPO 或共氧化工艺。

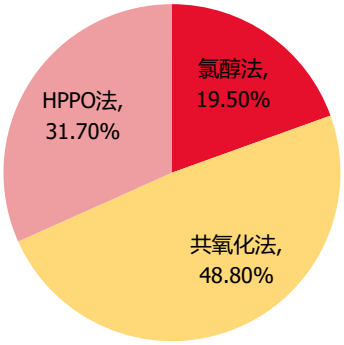
图表34：各类 PO 生产工艺占比

年份	氯醇法占比	共氧化法占比	HPPO 法占比	其他占比
2021	42.00%	38.00%	12.00%	8.00%
2024	19.50%	38.00%	30.00%	12.50%
2030E	3.80%	35.00%	35.00%	26.20%

资料来源：观研报告，公司港股招股说明书，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

图表35：*2024 年国内 PO 各生产工艺在 PO 产能中的占比*



资料来源：公司港股招股说明书，长城证券产业金融研究院

图表36：2025 年国内环氧丙烷主要新增产能

企业	新增产能（万吨/年）	工艺
万华化学	60	CHP
山东滨化新材料	24	PO/MTBE
山东民祥化工科技	15	HPPO
中石油广西石化	27	PO/SM
国恩化学	8	PO/SM
联泓格润（山东）新材料	30	CHP
合计新增	164	

资料来源：隆众聚焦，长城证券产业金融研究院整理

MTBE 为碳四产业链核心产品之一，供需结构偏松。根据智研咨询，国内 MTBE 行业整体呈现集中度低、竞争激烈的结构性特点。分散结构叠加国内产能过剩，未来行业或将通过出口缓解过剩，并通过加速整合淘汰落后产能，同时向化工原料等多元化应用领域拓展，推动绿色技术升级以应对环保政策约束。

环保政策持续收紧限制低端产能扩张。氯醇法 PO 已被列入《产业结构调整指导目录（2024 年本）》限制类，新建产能受限。国内化工行业进入“双碳”与“环保管控”双约束阶段，低端、高排放、高耗能产能加速出清为大势所趋。2026 年 4 月工信部等七部门联合印发《行动方案》[14]，将老旧化工装置认定年限由 30 年降至 20 年，有望进一步加速产能出清。

[14] 《加力推进石化化工行业老旧装置更新改造 行动方案（2026—2029 年）》（2026）

下载日志已记录，仅供内部参考

图表37：石化行业部分相关环保政策

政策名称	发布时间	发布机构	核心内容	对 PO/MTBE 行业影响
《产业结构调整指导目录(2024 年本)》	2024 年	国家发改委	氯醇法 PO 列入限制类，新建产能受限	倒逼存量企业绿色改良或转型
《加力推进石化化工行业老旧装置更新改造 行动方案（2026—2029 年）》	2026年4月	工信部等七部门	老旧装置认定年限降至 20 年	加速落后产能出清，利好一体化龙头
欧盟碳边境调节机制(CBAM)	2026 年实施	欧盟	高碳足迹化工品出口成本上升	绿电配套企业享受低碳溢价，增强出口竞争力

资料来源：中国政府网，中国工业和信息化部，中国五矿化工进出口商会，长城证券产业金融研究院

2.PO/MTBE 向下游高附加值新材料转型

环氧丙烷表观消费量稳步增长，聚醚多元醇为核心下游。2025 年国内环氧丙烷表观消费量约 614 万吨，同比增长 13.3%，2026 年预计达 665 万吨。聚醚多元醇是 PO 最核心下游，2025 年占比约 78%，主要用于生产聚氨酯泡沫，终端覆盖家具、汽车、建筑保温和冷链等领域；2025 年丙二醇在 PO 下游应用中占比约 10%，用于不饱和聚酯树脂、医药、化妆品和食品添加剂；2025 年丙二醇醚/PM/PMA 在 PO 下游应用中占约 3%，表面活性剂占约 2%，碳酸二甲酯/PPC/异丙醇胺等占约 2%[15]。

图表38：2025 年国内环氧丙烷下游消费情况

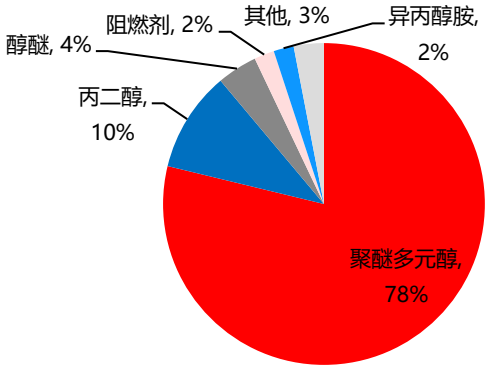
下游品类	2025 年消费量（万吨）	占 PO 总消费量%
聚醚多元醇	479	78.0%
丙二醇（PG）	61	9.9%
醇醚	24	3.9%
异丙醇胺（IPAM/TPAM）	15	2.4%
阻燃剂	14	2.3%
其他	21	3.4%
国内总消费量	614	100%

资料来源：隆众聚焦，红宝丽 2025 年报摘要，长城产业金融研究院

[15] [隆众聚焦]：供需阶段性调整 2025 环氧丙烷市场解析（2026）

下载日志已记录，仅供内部参考

图表39：*2025 年环氧丙烷下游消费结构*



资料来源：隆众聚焦，红宝丽 2025 年报摘要，长城证券产业金融研究院

MTBE 下游主要分为汽油调和、化工用途和溶剂三大方向。根据智研咨询，我国 MTBE 下游应用结构高度集中于调和汽油领域，占比约 94%，行业对燃油需求波动高度敏感。化工应用占比约 5%，虽份额较小但增长潜力稳定，主要用于裂解制取高纯度异丁烯，进而生产丁基橡胶、聚异丁烯、甲基丙烯酸甲酯等化工产品。

化工用途是 MTBE 行业下游的转型支点。化工用途主要是将 MTBE 资源导向高纯异丁烯，下游对接丁基橡胶与聚异丁烯，是调油需求见顶背景下行业重要的附加值转向路径。从供给侧结构看，2024 年全球高纯异丁烯有效供应量超 280 万吨，三种生产工艺并存：MTBE 裂解、异丁烷脱氢、C4 萃取精馏分解。生产方法份额占比上，异丁烷脱氢占 37%、MTBE 裂解占 31%、C4 分离占 28%，MTBE 裂解路线具有重要地位。亚太地区凭借中国的大规模 MTBE 裂解装置群，约占全球高纯异丁烯产量份额的 44% [16]。

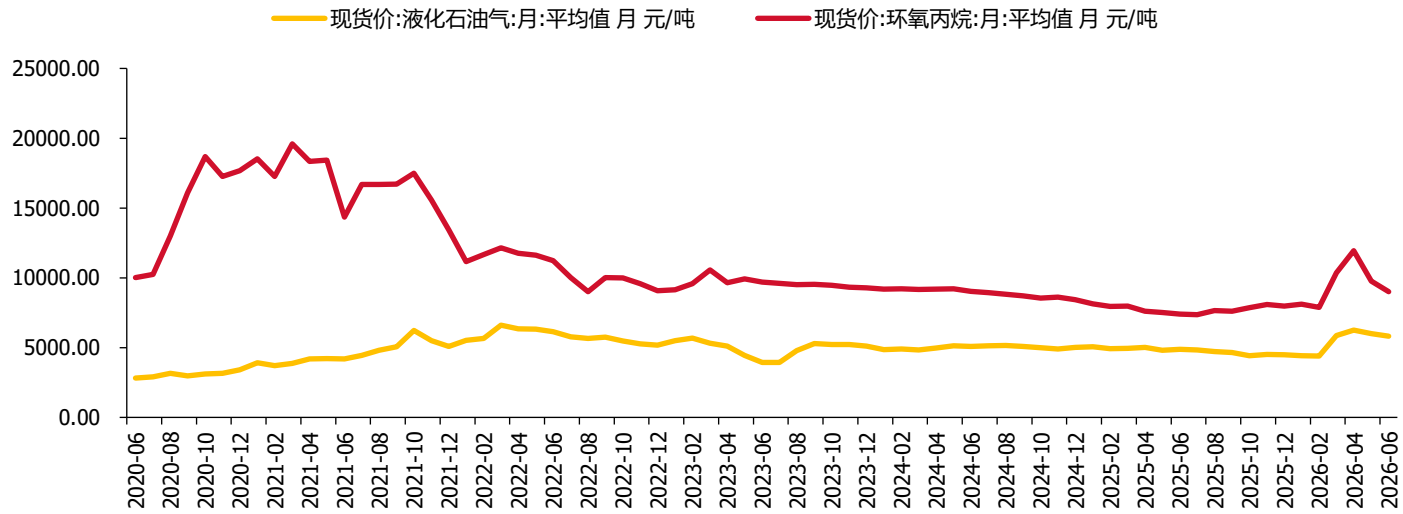
根据卓创资讯，随着交通能源清洁化与低碳化进一步推进，新能源汽车行业的快速发展抑制了传统汽油消费，汽油池的整体萎缩也使得作为调油组分的 MTBE 需求将同步减少。MTBE 行业必须主动转型以适应新的发展方向，主要包括：（1）向化工型领域转型：通过 MTBE 裂解制高纯异丁烯，并进一步生产丁基橡胶、MMA、聚异丁烯等高价值化工品的优质原料；（2）进一步开拓海外市场，向东南亚、中东、非洲等汽车保有量仍在增长、汽油质量标准仍处于升级阶段的国家出口过剩的 MTBE 产品。

碳三碳四产品价格受到原材料价格波动的影响。PO/MTBE 产业链上游为原油、液化气、甲醇、丙烯等大宗商品，价格波动直接传导至 PO 和 MTBE 成本端。以环氧丙烷为例，根据百川盈孚及 ifind 数据，2026 年初地缘冲突及航运风险推升国际油价，带动丙烯等原料价格走高，也带动 PO 价格显著上涨；进入二季度，随着地缘局势缓和及原油价格承压，主原料丙烯价格自高位震荡下行，PO 价格也出现明显回落。

[16] 《High Purity Isobutylene Market Size, Share, Growth, and Industry Analysis, By Type (MTBE Decomposition Method,C4 Fraction Separation Method,Isobutane Dehydrogenation Method,Other), By Application (Butyl Rubber,Polyisobutylene,Other), Regional Insights and Forecast to 2035》（2026）

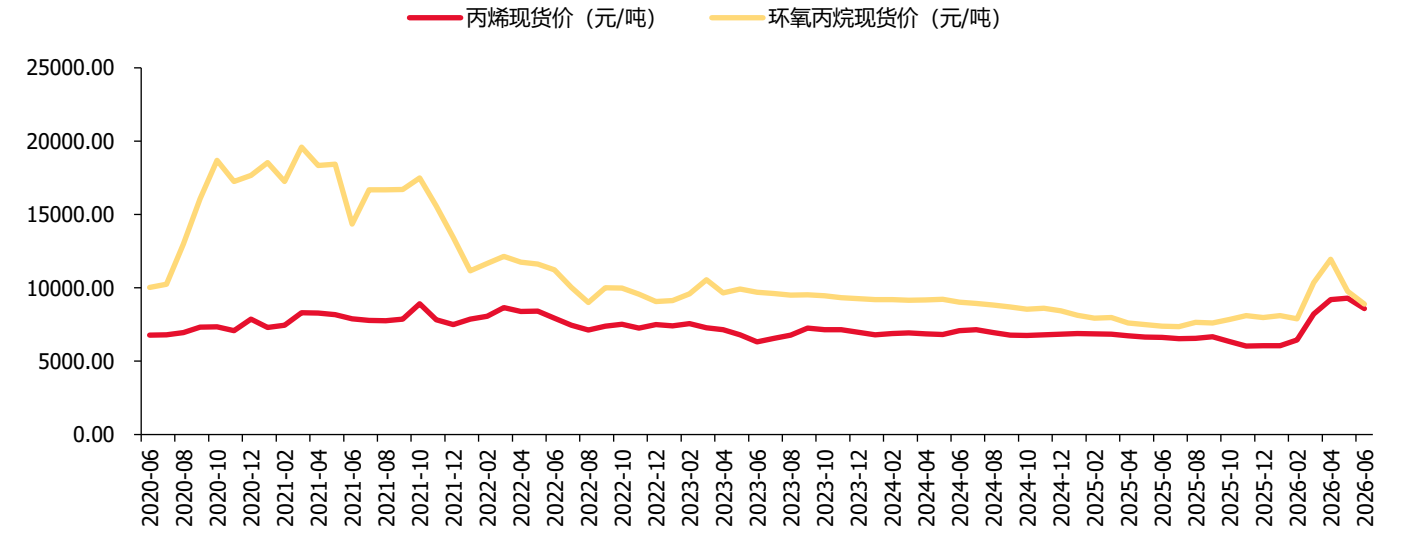
下载日志已记录，仅供内部参考

图表40：液化气价格与环氧丙烷价格联动走势图



资料来源：ifind，国家统计局，长城证券产业金融研究院

图表41：丙烯价格与环氧丙烷价格联动走势图



资料来源：ifind，国家统计局，长城证券产业金融研究院

3. 闭环一体化产业链成型，静待高附加值项目落地兑现盈利弹性

碳三碳四一体化产业链构筑护城河。公司碳三碳四板块依托滨州临港化工产业园（北海经济开发区）基地，构建一体化产业链。根据公司 2025 年报，截至 2025 年末，公司主要石化产品产能为：丙烯 60 万吨/年、环氧丙烷 51 万吨/年（其中氯醇法 27 万吨、PO/MTBE 法 24 万吨）、MTBE 74.2 万吨/年、聚醚多元醇 8 万吨/年，公司环氧丙烷装置技术和运行水平在国内生产企业中处于领先水平。

根据公司港股招股说明书，我们认为其产业链优势主要体现在三方面：1）原料端，北海基地拥有 33.2 万立方米低温储罐和 4 座常温储罐，可直接接卸丙烷、丁烷等轻烃原料，并通过管道输送至厂区，减少运输成本与中转损耗；2）加工端，60 万吨/年 PDH 装置

下载日志已记录，仅供内部参考

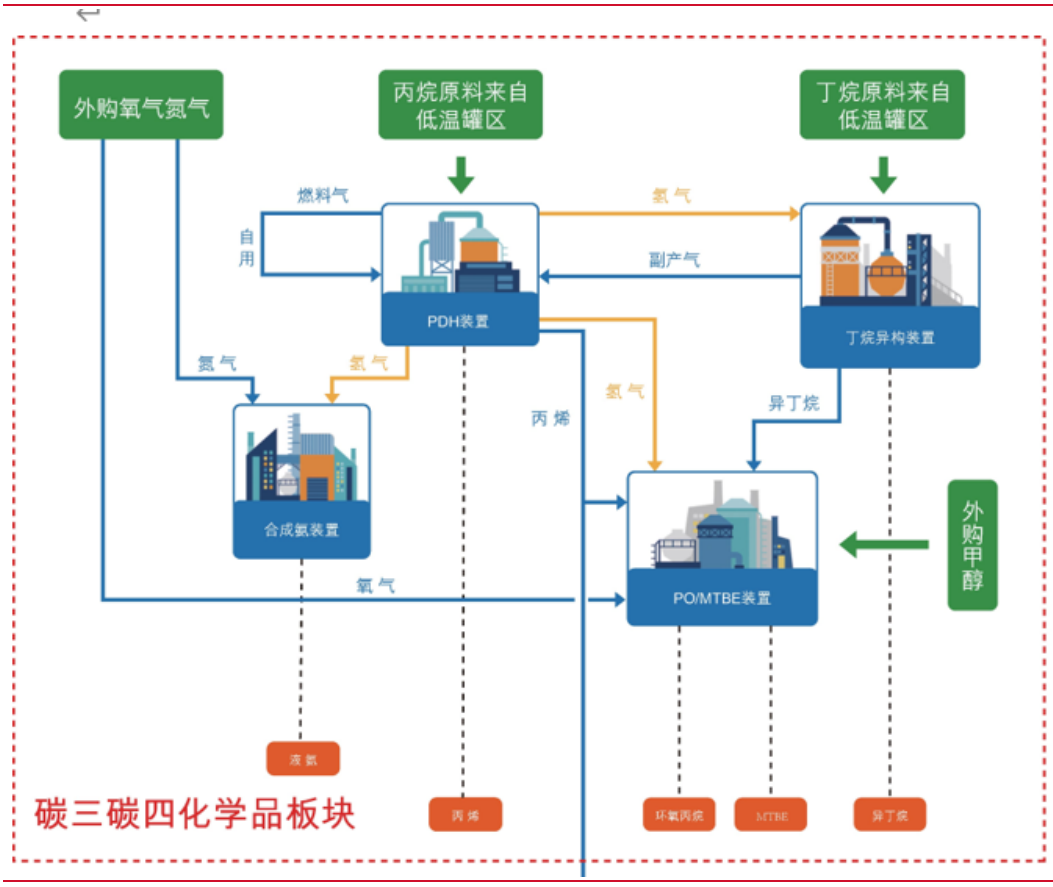
为 PO/MTBE 提供核心丙烯原料保障，PO/MTBE 联产工艺实现“原料综合利用、能耗物耗降低、三废排放减少”的协同效应；3）市场端，公司客户主要为各下游行业的龙头企业，包括大型氧化铝企业、龙头聚醚企业、顶尖半导体制造商等，且与多家核心客户建立了长期稳定的战略关系，与大部分核心客户的合作期限超过 10 年。截至 2025 年 6 月 30 日，产品已远销包括欧美、东南亚、非洲等在内的全球 100 多个国家或地区。

图表42：滨化股份碳三碳四板块主要产品产能（2025 年末）

产品	产能（万吨/年）	工艺路线	2025 年产量（万吨）	2025 年产能利用率
丙烯	60	PDH	52.02	86.70%
环氧丙烷	51	氯醇法，PO/MTBE 共氧化法	56.55	110.90%
MTBE	74.2	气分醚化/PO/MTBE 联产	81.73	110.15%

资料来源：公司港股招股说明书，公司 2025 年报，长城产业金融研究院

图表43：公司碳三碳四一体化闭环产业链示意图



资料来源：公司港股招股说明书，长城产业金融研究院

碳三碳四板块营收贡献显著，盈利弹性有待释放。根据公司 2025 年报，2025 年公司

下载日志已记录，仅供内部参考

MTBE、环氧丙烷营业收入分别为 36.16、34.08 亿元，占公司总营业收入的 24.37%、22.97%，是公司营收增长的核心驱动之一；2025 年公司聚醚板块产销突破 8 万吨，标志着公司一体化协同优势初步显现。根据公司 2026 半年报，截至 1H26，碳四下游高附加值产品一体化项目较原定节点提前 75 天实现开车目标，24 万吨/年聚醚项目安全、环保手续顺利获批，取得规划许可证，正在开展项目招采工作。我们认为，随着碳三碳四板块下游高附加值产品逐步达产，以及行业供需格局改善带来价格中枢上移，板块盈利弹性有望进一步释放。

技术方面，滨化股份为国内首家通过氯醇法 PO 论证的企业。2025 年 6 月，公司“氯醇法环氧丙烷钙法皂化工艺”顺利通过中国氯碱工业协会组织的专家验收，成为国内首家通过论证的氯醇法环氧丙烷生产企业。[17]公司对皂化工艺和闪蒸系统进行优化，成功将单位产品新鲜水用量降至 10 吨以下，废渣产生量降至 95 千克以下，较国家标准单位产品新鲜水用量≤15 吨/吨、废渣产生量≤100 千克/吨明显降低，标志着公司在推动环氧丙烷产业绿色、低碳、可持续发展方面取得突破，有望有效减缓氯醇法淘汰政策风险。

公司 PO/MTBE 联产工艺技术领先。根据公司 2025 年报，公司 MTBE 生产过程中引进并消化吸收了 PO/MTBE 联产工艺的核心技术，该联产工艺通过“异丁烷氧化→TBHP+丙烯环氧化→PO+MTBE”的协同反应，实现“原料综合利用+资源优化配置”，可显著降低单位产品能耗、物耗，并减少三废排放，符合国家绿色化工和可持续发展的产业政策要求。对比传统单产品路线，PO/MTBE 联产在工艺技术先进性和成本竞争力上具有显著优势。

深耕碳四产业链，加码高附加值产品。根据公司港股招股书，公司未来将强化下游高附加值产品布局，重点发展三元乙丙橡胶(EPDM)、聚异丁烯(PIB)等细分领域。我们认为公司碳三碳四板块的战略主线清晰，以异丁烯为核心支点，向上整合绿色能源，向下延伸高端新材料 EPDM、PIB 等，构建全链条产业集群。公司持续优化装置的运营效率，通过源网荷储绿电替代、装置节能改造、副产氢能利用等方式，系统性降低全产业链碳排放强度，夯实其 PO/MTBE 在周期底部的成本竞争力。

绿色能源方面，依托源网荷储项目，构建园区专属新型电力系统。根据公司《关于投资建设源网荷储一体化项目的公告》及公司港股招股书，总投资 14.21 亿元的 260MW 源网荷储一体化项目，包含 160MW 风电+100MW 光伏+130MW/260MWh 储能+110kV 升压变电站。建成后将实现自发自用电量 4.24 亿 kWh/年，北海基地用电中绿电占比超 60%，为 PO/MTBE/聚醚等高耗能装置提供低成本低碳能源，同时为产品获取绿色溢价和应对碳关税提供基础。[18]

图表44：公司碳三碳四板块重点项目规划时间表

项目名称	建设内容	建设/投产时间
碳四下游高附加值产品一体化项目	高纯异丁烯等高端化工装置	2026 年确保一次性开车成功
阳信高端电子化学品生产基地	1.7 万吨湿电子化学品	2026 年底完成项目中交

[17] 中化新网：氯醇法 PO 钙法皂化工艺通过验收（2025）
[18] 新浪财经：投资 14.2 亿元，收益率 7.47%！滨化股份投建山东 260MW 源网荷储项目（2025）

下载日志已记录，仅供内部参考

260MW 源网荷储一体化项目	160MW 风电+100MW 光伏+130MW/260MWh 储能+110kV 升压站	2026 年争取风电并网
聚醚多元醇项目	依托丙烯-PO-聚醚一体化产业链	力争年底前完成 60%模型审查

资料来源：公司 2025 年报，公司港股招股说明书，长城证券产业金融研究院

四、高端电子化学品国产替代加速，公司布局半导体材料高景气赛道

1. 半导体、光伏、锂电三轮驱动，高端湿电子化学品国产替代空间广阔

公司新材料板块围绕半导体、光伏、锂电三大下游赛道布局，品类扩充拓展未来增长极。湿电子化学品分为通用化学品（高纯溶剂）和功能性化学品（显影液、剥离液、蚀刻液等配方类产品）。电子级氢氟酸是半导体晶圆制造湿法工艺的核心耗材之一，按纯度分为 EL、UP、UPS、UPSS 及 UPSSS（semi G5 级）五个等级。环氧氯丙烷是合成环氧树脂的基础原料。溴系新材料为阻燃剂、医药中间体的关键原料。

图表45：公司新材料板块版图



资料来源：公司港股招股说明书，长城证券产业金融研究院

高端湿电子化学品赛道集中度更高，公司是是国内电子级氢氟酸（semi G5 级）的主要供货商之一。根据公司港股招股书，截至 2024 年 12 月 31 日，中国约有 30 间电子级氢氟酸制造商，由于电子级氢氟酸（semi G5 级）技术门坎较高，制程仍难以突破，中国电子级氢氟酸生产商主要生产 EL、UP 及 UPS 级电子级氢氟酸，其质量和纯度与进口产

下载日志已记录，仅供内部参考

品相比仍有一定差距。国内能达到电子级氢氟酸（semi G5 级）标准的厂商很少，而公司是中国电子级氢氟酸的主要供货商之一。根据证券日报，按 2025 年中国电子级氢氟酸（semi G5 级）销售收入计，公司以约 9.6%的市场份额排名国内第五，在 G5 级稳定量产企业仅约 10 家的稀缺供给格局中占据了关键一席。

国产化率呈阶梯分化格局，高端段进口替代空间较大。根据亚化咨询，2025 年湿电子化学品国产化率显著提升，通用品类（如电子级硫酸、双氧水、氢氟酸）国产化率超 50%-80%，功能品类（如清洗液、剥离液）从 35%升至 45%。8 英寸及以下生产线基本本土化，12 英寸存储工艺超 80%，逻辑类达 40%以上。高端 G5 级国产率从<20%升至 25%-30%，光伏领域国产化率高达 99%，显示面板达 40%-50%。

图表46：2025 年湿电子化学品国产化替代进度汇总

应用赛道	国产化率
太阳能光伏	99%
显示面板	40-50%
8 英寸及以下	基本本土化
12 英寸存储工艺	超 80%
G5	25-30%
通用品类	超 50-80%

资料来源：亚化咨询，长城证券产业金融研究院

下游三大领域共同拉动高端电子化学品需求。半导体、光伏、锂电三大领域带动湿电子化学品需求增长。2025 年全球半导体销售额 7917 亿美元，同比增长 25.6%[19]，带动湿电子化学品需求增长。在光伏端，根据国家能源局，2025 年全国光伏新增装机 3.17 亿千瓦，同比增长 14%；截至 2025 年 12 月，全国光伏发电装机容量达到 12 亿千瓦，同比增长 35%。

根据工信部数据，2024 年中国锂电池总产量 1170GWh，同比增长 24%，总产值超 1.2 万亿元[20]，六氟磷酸锂、电解液等含氟电子化学品需求高速增长，与电子级氢氟酸形成原料协同；2025 年中国大陆 PCB 产值约 484.59 亿美元，根据 Prismark 预测，在 AI 服务器、高端多层板及 HDI 产品需求提升的推动下，全球 PCB 行业或仍将保持增长态势，预计 2029 年全球 PCB 市场规模预计将达 1092.58 亿美元，有望对高纯氢氟酸、蚀刻液形成稳定需求[21]。

2. 公司电子级氢氟酸实现满产满销，品类扩张打开成长空间

G5 级电子氢氟酸规模化量产，客户认证覆盖国内主流光伏与半导体企业。根据公司港股招股书，公司以电子级氢氟酸为突破口，2018 年切入湿电子化学品领域，2025 年首次实现满产满销；根据公司《投资者关系活动记录表（20250917）》，公司电子级氢氟酸

[19] SIA《Global Annual Semiconductor Sales Increase 25.6% to $791.7 Billion in 2025》（2026）
[20] 工信部《2024 年全国锂离子电池行业运行情况》（2026）
[21] 奥士康（002913）《2025 年年度报告摘要》（2025）

下载日志已记录，仅供内部参考

全部产品品质均达 G5 等级。根据公司 2025 年报，公司 2025 年电子级氢氟酸产量 6404.59 吨，产能利用率 106.75%，通过技改和优化排产实现超产，体现出较高的产品成熟度。技术参数上，公司 G5 级产品纯度较高：金属离子含量<=3 ppt、阴离子含量<=1 ppb、颗粒数(>=0.2 um)<=5 个/毫升，产品获评"2024 年山东好成果"、"省级制造业单项冠军"。

根据公司 2026 半年报，截至 1H26，公司超高纯电子级氟化氢项目稳定量产，不断丰富电子化学品、电子特气等产品矩阵。高纯氟化氢气体是半导体晶圆制造中干法蚀刻、腔体清洁等关键工艺的重要电子特气，公司高纯电子级氟化氢产品品质达到 6N 等级，填补了山东省半导体用高纯氟化氢产能空白。

客户认证取得较大进展，供应链关系稳定。客户认证方面，根据公司港股招股书，截至 2024 年末，公司产品已成功在国内头部半导体制造企业应用，同时出口日本、韩国、新加坡等海外市场，产品品质得到了客户的高度认可。我们认为未来关键客户的产能扩大有望推动公司相关业务板块需求增长，为新增产能消化和收入放量提供支撑。

公司计划持续拓宽湿电子化学品品类。公司湿电子化学品板块在建扩产项目为预计 2027 年投产的阳信高端电子化学品基地，此外，公司还拥有电子级氯气、电子级盐酸、电子级氨水等产品研发储备，有望形成从单一氢氟酸向多品类湿电子化学品、特种气体的品类拓宽路径。

阳信基地是目前品类拓宽的核心载体。公司港股 IPO 募资约 10%（1.099 亿港元）用于阳信基地，总投资 2.13 亿元，设计产能 1.7 万吨/年，主要面向半导体专用蚀刻液、剥离液等功能性化学品的生产。该基地 2025 年完成主体施工，预计 2027 年投产，产品组合从单一氢氟酸向高附加值功能性化学品升级。

五、北鲲计划打造新能源化工产业集群，释放产业链协同价值

1. 立足区域资源禀赋，"新能源 + 化工"耦合驱动当地化工产业绿色升级

深度耦合"新能源 + 化工"，实现能源供应的绿色转型。在"双碳"战略持续推进的背景下，传统化工产业正由高能耗、高排放的发展模式向绿色低碳方向转型升级。在"十五五"期间，公司将依托鲁北地区丰富的盐碱滩涂地资源、充足的风光资源、独特的油气资源和滨州港区资源，建设"滨州北海港工船贸一体化绿色零碳高端化工产业园区"[22]。

滨州独特区位优势为新能源项目赋能。滨州拥有不同盐碱化程度的盐碱地 126.3 万亩，占全省盐碱地总面积的 21.9%，盐碱滩涂地形平坦开阔，适合大规模布局绿色能源项目[23]。同时，滨州港是山东省对接天津滨海新区最近的口岸，也是连接环渤海经济圈的主要枢纽，具有得天独厚的区位优势，可为新能源化工产品国际化布局提供物流支撑。

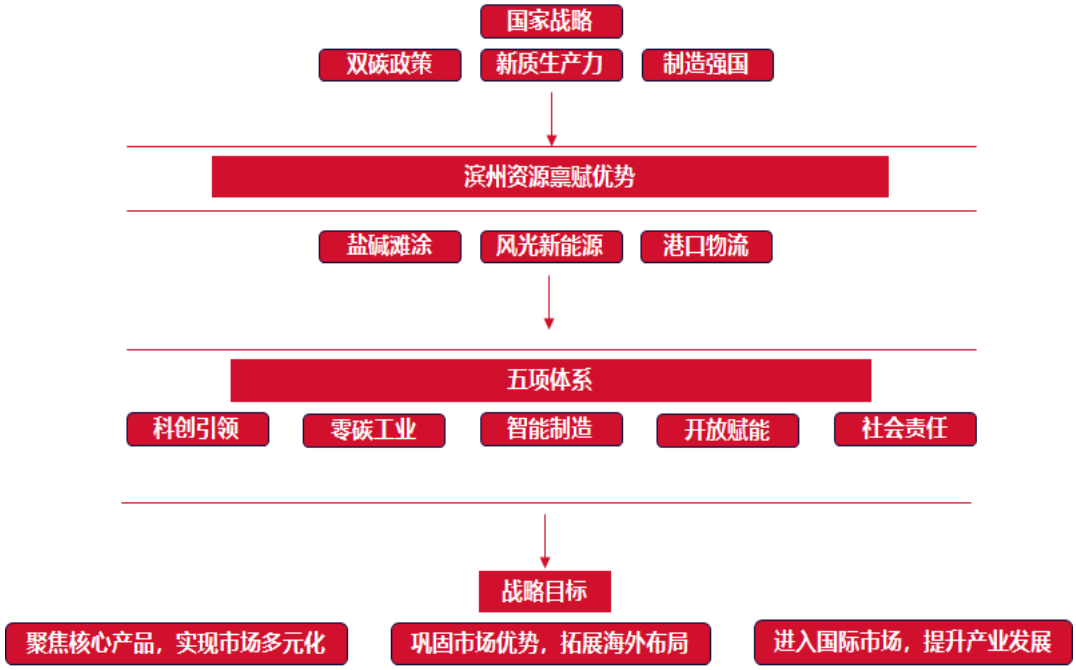
五项体系构建战略支撑，推动产业集群高质量发展。"十五五"期间，公司将致力于把自身打造为国际化科技型化工行业头部企业和零碳示范企业。为此，公司 2024 年提出实施"北鲲"战略规划，2025-2026 年持续推进，围绕"科创引领、零碳工业、智能制造、

[22] 《滨化股份港股 IPO 说明书》（2026）
[23] 滨州网：截至 2025 年底 滨州新能源总装机容量达 757.94 万千瓦（2026）

下载日志已记录，仅供内部参考

开放赋能和社会责任”五项体系，打造产业集群、科技孵化集群和人才智慧集群。该规划具体目标为：聚焦核心产品，并实现产品组合及市场覆盖多元化；巩固目前市场优势地位，并进一步拓展海外布局，构建以国内市场为基础，国内、国际双循环、相互促进的市场模式；进入国际资本市场，借助资本运营整合业务，拓宽融资渠道，进一步提升产业发展[24]。

图表47：*北鲲计划战略定位架构图*



资料来源：公司 2025 年报，长城证券产业金融研究院

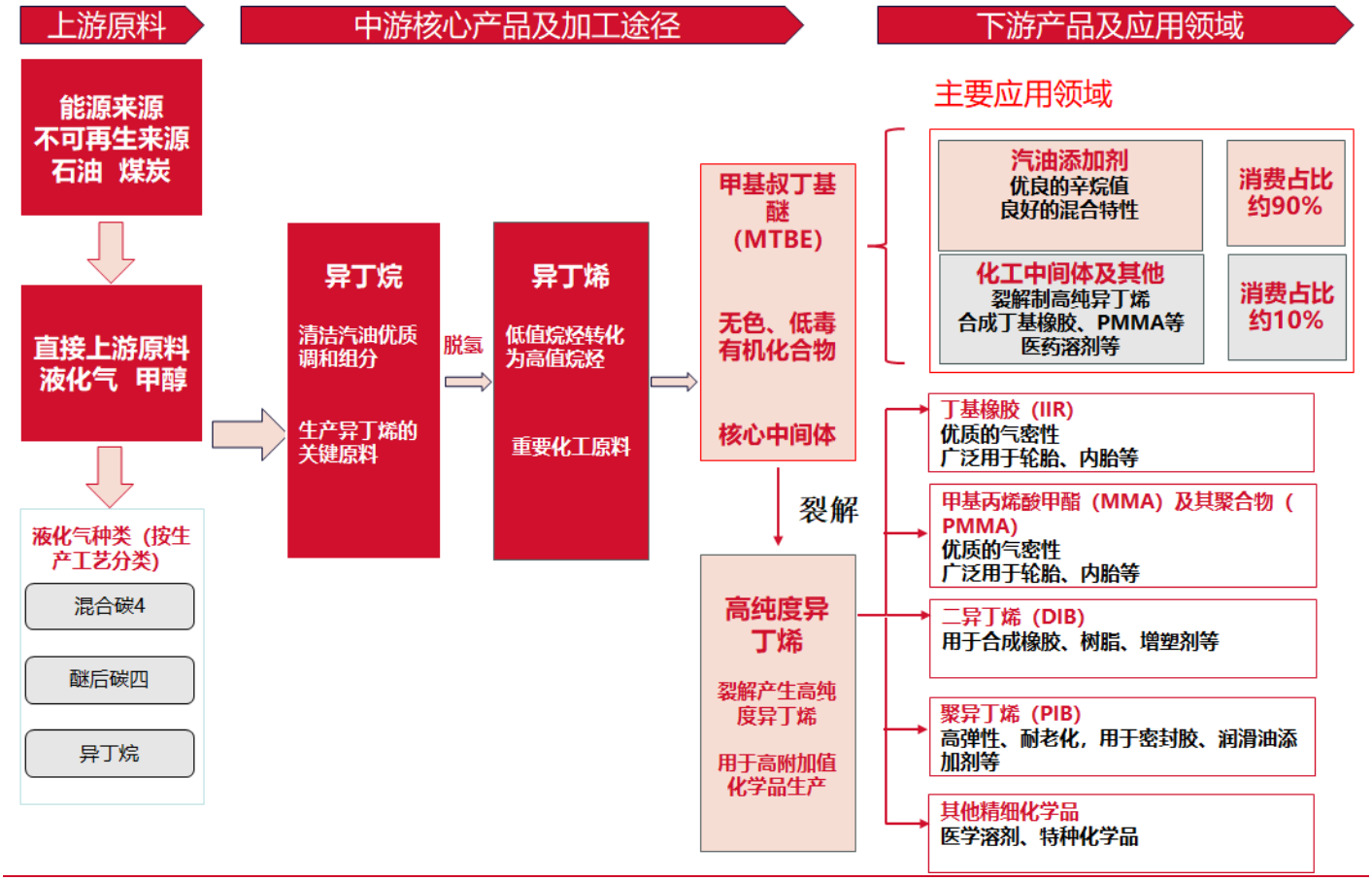
1.1 锚定异丁烯核心产业链，纵向延伸打造高附加值新材料集群

异丁烯产业链纵向延伸价值突出，打造高附加值产业集群。根据公司港股招股书及公司 2025 年报，北海基地以异丁烯产业链为核心支点，依托公司在碳三、碳四综合利用领域的产业基础，推动传统基础化工向高端精细化工和新能源材料领域延伸。产业链上游，公司以液化气、甲醇等原料为基础，为异丁烯生产提供稳定的原料保障；中游通过异丁烷脱氢制备异丁烯，并进一步醚化生产 MTBE，实现由低值烷烃向高价值烯烃的价值提升；下游则围绕高纯异丁烯持续延伸至丁基橡胶、PMMA、PIB 等高附加值新材料产品，覆盖新能源、汽车、电子信息等多个新兴产业。根据公司 2026 半年报，截至 1H26，公司碳四下游高附加值产品一体化项目产出合格异丁烯、二异丁烯产品，24 万吨/年聚醚项目安全、环保手续顺利获批，取得规划许可证。

[24] 《滨化股份 2025 年年报》（2025）

下载日志已记录，仅供内部参考

图表48：异丁烯全产业链结构图



资料来源：公司 2025 年报，公司港股招股书，长城证券产业金融研究院

1.2 北海零碳园区 + 工船贸一体化，构建绿色产业发展生态

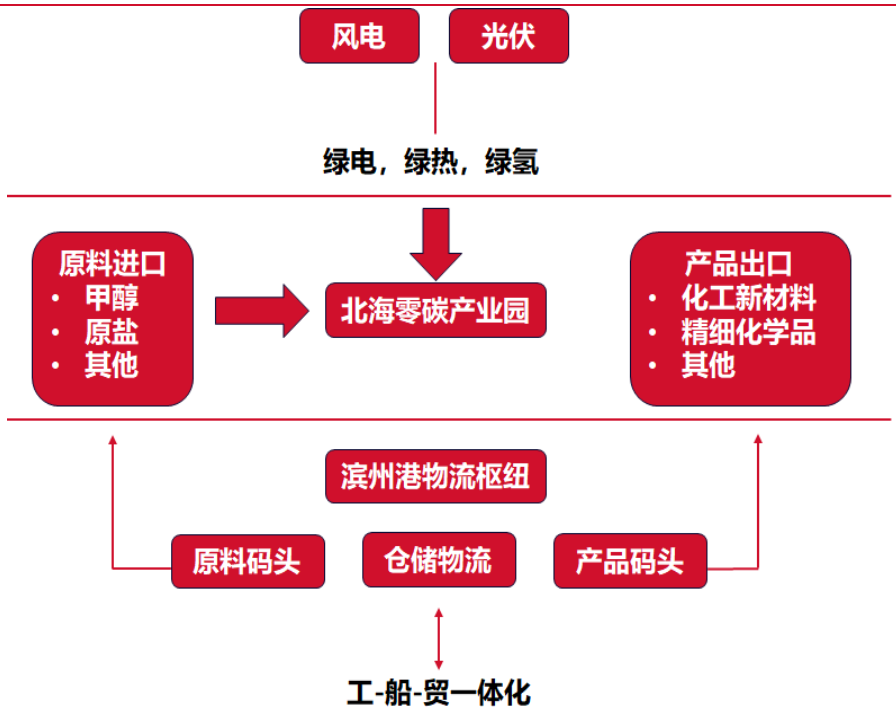
打造七大核心产业集群，园区构建新能源化工产业新生态。2024 年，综合全球化工发展大势，公司开创性地规划了面向未来的"北鲲计划"。通过协同无棣、北海、沾化化工及新能源产业资源，以新能源与化工的耦合为发展路径，致力于在滨州北部建设国家级新能源化工产业基地。"北鲲计划"旨在打造绿电生产样板区，打造轻烃协同深加工、氯碱高端新材料、湿电子化学品和电子特气、盐溴高端新材料、聚氨酯、新材料(改性)、合成生物七大核心产业集群，布局氢能、化工两大高端装备制造基地，并构建科技力量体系[25]。

绿色能源深度耦合，打造"零碳+工船贸"一体化产业园区。根据中国工业经济联合会，北鲲计划以北海零碳产业园为核心载体，依托滨州港临港优势和鲁北地区丰富的风光资源、工业副产氢资源，构建"绿电+绿热+氢能"能源体系，推动新能源与现代化工深度融合。同时，园区依托滨州港打造"工-船-贸"一体化运营模式，实现原料供应、园区生产、港口物流及产品出口高效协同，进一步提升产业链集聚效应和国际竞争力。

[25] 中化新网 滨化集团：实施三次创业的"北鲲计划"（2024）；滨化集团公司官网

下载日志已记录，仅供内部参考

图表49：*工船贸一体化运营模式示意图*

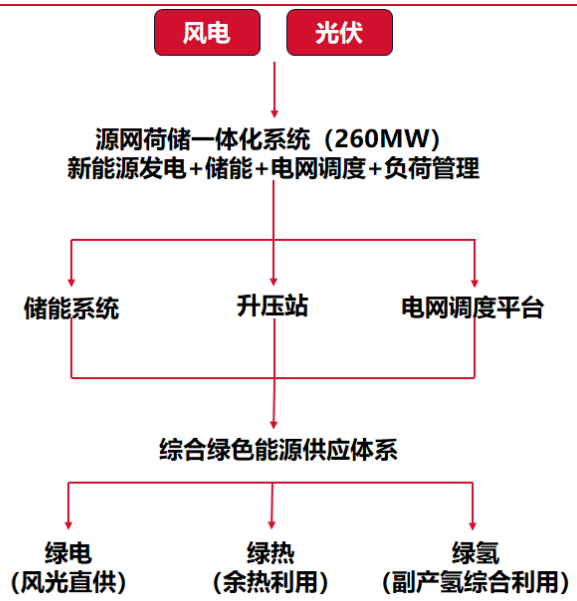


资料来源：中国工业经济联合会，长城证券产业金融研究院

2. 源网荷储一体化项目赋能产业升级，培育多元化材料产业集群

源网荷储一体化赋能，打造绿色低碳能源供给体系。北鲲计划以源网荷储一体化为基础，构建"绿电+绿热+储能+绿色化工"协同供能体系。根据公司 2026 半年报，截至 1H26，公司源网荷储一体化项目完成风机用地组卷工作，风机正按计划排产。公司积极推进屋顶光伏、烟气余热回收、副产氢综合利用等项目，不断提升绿色能源替代比例，为园区化工装置提供稳定、低碳的能源保障。

图表50：*园区新型电力系统运行逻辑图*



下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：公司 2025 年报，中国工业经济联合会，长城证券产业金融研究院

核心项目加速建设，持续完善原料层零碳能源适配。根据公司 2025 年报，2025 年公司持续推进北鲲计划重点项目建设，在建工程主要围绕碳三碳四综合利用、新能源配套、高端盐化新材料及循环经济等方向展开。根据公司 2026 半年报，截至 1H26，碳四下游高附加值产品一体化项目（一期）、沾化滨铭 20 万吨/年烧碱项目、北海源网荷储一体化项目等均进入建设阶段，反映出公司正围绕基础原料保障、绿色能源供给和高端新材料布局同步推进产业升级，为北鲲计划打造新能源化工产业集群提供项目支撑。

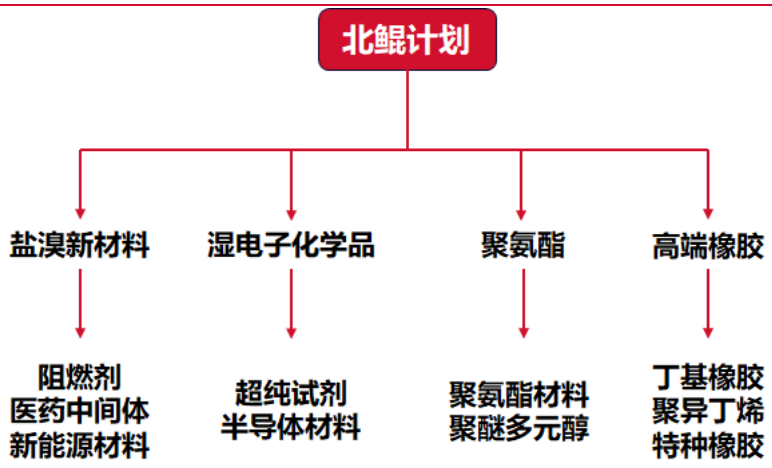
图表51：*“北鲲计划”核心项目*

项目名称	建设定位	对北鲲计划意义
碳四下游高附加值产品一体化项目（一期）	碳四深加工	构建完整的高端新材料产业链
沾化滨铭 20 万吨/年烧碱项目	氯碱产业	增强基础原料保障能力
国家区域性特殊危险废物集中处置中心	循环经济	完善废盐资源化利用体系
高端盐化新材料产业园（二期）	新材料	布局盐溴高端新材料
北海源网荷储一体化项目	新能源	构建绿电供能体系
资源类型	数据支撑	对新能源化工基地建设的战略意义

资料来源：公司 2025 年报，公司 2026 半年报，长城证券产业金融研究院

推动高附加值化工产品发展。根据中国化工报及公司 2025 年报，2026 年公司将持续深化“北鲲计划”战略落地，有望布局盐溴新材料、湿电子化学品、聚氨酯及高端橡胶等产业，公司依托碳三碳四综合利用平台及氯碱产业基础，或将发展聚醚多元醇、电子化学品、丁基橡胶等高端产品，有望持续优化产品结构，打造新的利润增长点。

图表52：*推动高附加值产品发展*



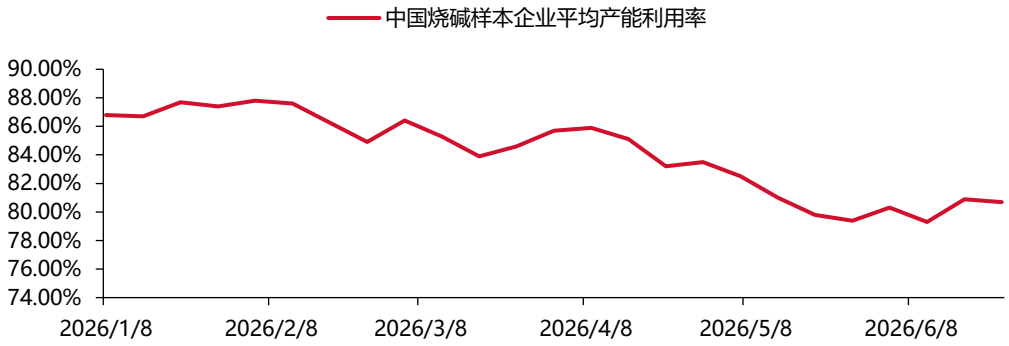
资料来源：中国化工报，公司 2025 年报，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 布局埃及生产基地，迈出全球化战略步伐

国内氯碱化工产能利用率持续走低，产能过剩与同质化加剧，公司顺势加码国际化布局。根据隆众资讯，自 2026 年以来，中国 10 万吨及以上规模企业烧碱平均产能利用率持续走低，从年初的 87.7%降低到 80%左右。我们认为，在行业景气度边际回落背景下，头部氯碱企业通过海外建厂、打造国际销售网络的方式有望增强其产品竞争力和全球资源配置能力，国际化布局有望为企业巩固长期竞争优势。

图表53：*2026 年中国 10 万吨及以上规模企业烧碱平均产能利用率走势*



资料来源：隆众资讯，长城证券产业金融研究院

区位与资源优势突出，打造辐射欧亚非的战略支点。据公司港股招股说明书，公司拟在埃及建设海外氯碱化工生产基地，并定位为埃及首个零碳化工示范园。根据天津泰达投资公司官网信息，2025 年滨化集团埃及新能源+化工一体化项目奠基仪式在中埃-泰达苏伊士经贸合作区举行，标志着该项目正式启动。在埃及选址主要是因为当地新能源资源、化工原料供应、国际物流及市场准入等综合优势。埃及拥有丰富的风能和太阳能资源，可通过点对点模式直接采购绿色电力，为烧碱电解装置提供稳定的低碳能源供应；同时，依托苏伊士运河这一全球重要国际航运通道，产品可快速覆盖欧洲、中东及非洲市场，有助于降低物流成本、提升海外市场响应速度。

图表54：*埃及与国内氯碱产业核心生产要素对比*

对比维度	国内生产基地	埃及生产基地
能源供给	工业用电以电网供电为主，绿电占比持续提升	风能、太阳能资源丰富，可通过 PPA 模式直接采购绿电
原料保障	原盐资源丰富，能源成本相对较高	天然气及化工原料资源丰富
港口物流	依托渤海港口出口	毗邻苏伊士运河，连接欧洲、中东、非洲三大市场
市场覆盖	以内需及亚洲市场为主	辐射欧、中东、非洲多个国家和地区

资料来源：公司港股招股书，长城证券产业金融研究院

一期建设 6 万吨烧碱装置，逐步完善海外产能布局。根据公司港股招股说明书，公司计

下载日志已记录，仅供内部参考

划在埃及建设一套 6 万吨/年离子交换膜烧碱生产装置，项目预计于 2026Q3 启动建设，2027 年底前进入试运行阶段，预计总投资约 8.45 亿元人民币。公司表明未来将根据全球市场需求变化及项目运营情况，在现有烧碱项目基础上适时新增生产设施，进一步扩大海外烧碱产能，逐步形成覆盖国内与海外市场的全球化生产体系，为北鲲计划国际化战略提供长期产能支撑。

图表55：*埃及基地建设规划*

项目	规划内容
建设地点	埃及（具体园区尚未披露）
建设定位	海外零碳氯碱生产基地
核心产品	离子交换膜烧碱
一期产能	6 万吨/年
项目投资	约 8.45 亿元人民币
开工时间	2026 年第三季度
试运行时间	2027 年底前
后续规划	根据市场需求进一步扩建烧碱产能

资料来源：公司港股招股书，长城证券产业金融研究院

六、双碳政策框架日趋完善，公司有望受益低碳化工发展机遇

1. 碳排放管控持续加码，或将对化工行业竞争格局产生较大影响

化工行业是我国工业体系中碳排放最为集中的领域之一。根据《环境科学研究》及澎湃新闻，2020 年，石化化工行业能源消费以煤炭为主，煤炭消费占非电能源消费的 78.37%，原油和天然气分别占 0.31%和 16.32%。全行业综合能耗超过 2.6 万吨标准煤的企业数量约 2300 家，碳排放量之和占全行业总量的 65%，主要集中在甲醇、合成氨、电石、PVC、煤制油等子行业。这种高碳排放特征使化工行业成为"双碳"目标下监管趋严的重点领域。

从政策演进脉络来看，我国对化工行业的碳排放监管从"能耗双控"向"碳排放双控"转变。2024 年 7 月，国务院印发《加快构建碳排放双控制度体系工作方案》，明确提出"十五五"时期实施以强度控制为主、总量控制为辅的碳排放双控制度，碳达峰后转向以总量控制为主、强度控制为辅的模式。2025 年，《固定资产投资项目节能审查和碳排放评价办法》正式施行，将碳排放评价纳入项目全生命周期管理，要求所有固定资产投资项目同步提交"能碳双控报告"，企业从立项阶段就要算清"碳账"。

在碳市场建设方面，全国碳市场扩容步伐持续加快。根据中国政府网，2025 年，钢铁、水泥、铝冶炼三大行业正式纳入碳市场管理，覆盖排放量目标占比提升至 60%以上。根据 2025 年 5 月中共中央办公厅、国务院办公厅发布的《关于推进绿色低碳转型加强全国碳市场建设的意见》，到 2027 年全国碳排放权交易市场将基本覆盖工业领域主要排放行业，新增石化、化工、造纸、航空四大行业，覆盖排放量占比将突破 70%。这意味着

下载日志已记录，仅供内部参考

化工行业最晚将在 2027 年被纳入全国碳市场配额管理，届时企业或将面临直接的碳排放成本约束。

图表56：化工行业双碳核心监管政策汇总

发布时间	政策文件/事件	发布机构	核心内容	对化工行业影响
2024.07	《加快构建碳排放双控制度体系工作方案》	国务院办公厅	“十五五”实施碳排放双控，不再将能耗强度作为约束性指标	化工企业需建立碳排放核算体系，面临碳排放总量约束
2024.11	《中华人民共和国能源法》	全国人大常委会	首次法律层面明确碳排放双控制度	为化工行业碳排放监管提供法律基础
2024.12	《产品碳足迹 产品种类规则 烧碱》（T/CCASC 0041-2024）	中国氯碱工业协会	国内首个烧碱碳足迹团体标准，2025 年 3 月实施	烧碱企业需按统一标准核算产品碳足迹
2025.03	《关于推进绿色低碳转型加强全国碳市场建设的意见》	中办、国办	2027 年碳市场基本覆盖工业领域主要行业，2030 年建成完善的配额交易市场	化工行业 2027 年纳入碳市场，面临配额约束
2025.05	《工业企业和园区数字化能碳管理中心建设指南》	工信部	开发能耗和碳排放数据采集、监测、核算功能	化工园区需建设数字化能碳管理平台
2025.07	《固定资产投资项目节能审查和碳排放评价办法》	国家发改委	碳排放评价纳入项目全生命周期管理	化工新项目需提交能碳双控报告，否则”一票否决”
2025.12	首批 52 个国家级零碳园区建设名单公布	国家发改委、工信部、能源局	52 个园区入选，覆盖 31 个省区市，涉及新能源装备制造、先进装备制造等	零碳园区成为化工企业绿色转型重要载体

资料来源：国务院办公厅，中国氯碱工业协会，国家发改委，工信部，能源局，ifind，长城证券产业金融研究院

绿电替代成为化工企业降碳核心路径之一。化工行业电力消耗占能源消耗总量的比重超过 50%，绿电替代是降低范围二排放（外购电力隐含排放）最直接有效的手段。2024 年 10 月，国家发改委等六部委发布《大力实施可再生能源替代行动的指导意见》，明确提出在工业园区、大型生产企业等周边地区开展新能源”源网荷储一体化”项目，推动工业绿色微电网建设应用、绿色电力直接供应和燃煤自备电厂替代。从行业实践看，河南、内蒙古、江苏等省份已率先推进源网荷储一体化试点。

产品碳足迹认证从自愿走向强制。2024 年，生态环境部联合多部门发布《关于建立碳足迹管理体系的实施方案》，要求发布重点产品碳足迹核算规则标准、建立产品碳标识认证制度，乙烯、合成氨等化工产品被列入首批重点产品清单。

低碳产品绿色溢价有望逐步凸显。欧盟碳边境调节机制（CBAM）的全面实施对中国化工产品出口构成直接挑战，初步测算显示，一套典型的煤制烯烃工艺每吨产品将面临约 500

下载日志已记录，仅供内部参考

元的碳关税，而采用绿氢路线的产品碳关税可降至 50 元以下。这种价差或将改变全球贸易格局，推动低碳化工产品获得结构性竞争优势。[26]

国内零碳园区建设进入加速期。2025 年 12 月 26 日，国家发改委、工信部、能源局联合发布首批 52 个国家级零碳园区建设名单，实现 31 个省（区、市）和新疆生产建设兵团全覆盖。从建设周期看，首批 52 个国家级零碳园区建设周期的要求覆盖了 2025-2027、2025-2028 年、2025-2030 等多个周期，“十五五”期间，国家力争建成约 100 个国家级零碳园区。[27]

在化工领域，零碳园区建设同样取得重要突破。鄂尔多斯蒙苏经济开发区零碳产业园通过”风光氢储车”全产业链布局，实现可再生能源 100%消纳，2024 年园区产值达 652.9 亿元。[28]2025 年吉林松原石油化学工业循环经济园区入选首批国家级零碳园区，以园中园模式推进石化产业零碳转型。[29]

山东省作为化工大省，在源网荷储一体化建设方面提供政策支持。源网荷储一体化是指通过整合电源（风电、光伏等）、电网、负荷（化工装置用电）和储能，实现新能源就地就近消纳的能源系统解决方案。2025 年，山东省发改委、能源局发布《关于印发源网荷储一体化试点实施细则的通知》（鲁发改能源〔2025〕155 号），明确就地就近消纳模式的源网荷储一体化项目应建设一体化管控平台，可作为整体参与电力市场交易。公司的源网荷储一体化项目正是山东省首批试点项目之一，体现出”新能源+化工”耦合发展模式从政策设想逐步走向工程实践。[30]

2. 公司自上而下搭建双碳治理体系，系统化推进全链条降碳减碳

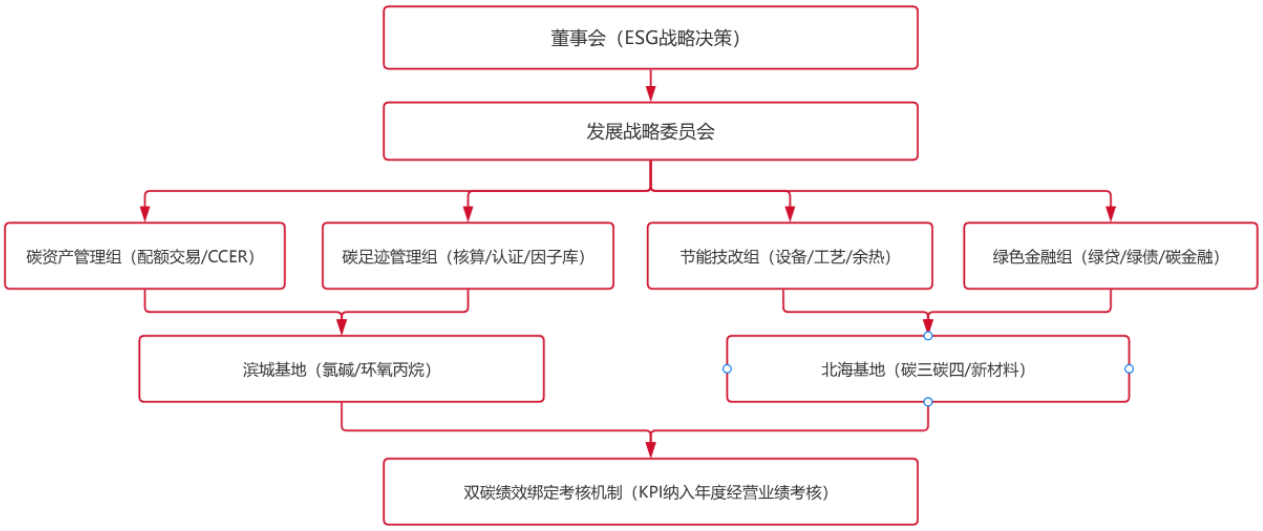
公司将”双碳”战略提升至公司治理最高层级，构建了自上而下的系统性管理架构。根据《滨化股份 2024 年度可持续发展报告》，公司董事会作为 ESG 管理的最高决策机构，负责对气候风险议题进行研究、决策和监督实施进展；董事会下设的发展战略委员会负责 ESG 战略相关研究、确定 ESG 行为准则及评估框架。2024 年，公司正式成立能碳管理部门（隶属新能源事业部），全面搭建并运行化工行业国内首创的自主双碳治理体系，实现低碳转型资源的统筹与高效整合。

在制度层面，根据《滨化股份 2025 年度可持续发展报告》，2025 年，公司新发布《双碳管理制度》、《碳资产管理规定》、《碳排放核算与核查管理细则》、《产品碳足迹管理细则》等一系列管理制度，修订《碳排放双控管理规定》，围绕全价值链碳足迹管理、能源结构转型、低碳技术应用等方面开展系统性探索。

[26] 人才工作网 化工变局:双碳重塑下的“生存挑战”与“未来机遇”（2026）
[27] 腾讯网 贝果财经：首批 52 个国家级零碳园区名单正式公布（2025）；国家发改委官网
[28] 中国大气网 零碳园区六大典型运作模式及案例解析（2026）
[29] 国家发展改革委办公厅《国家级零碳园区建设名单（第一批）》（2025）
[30] 新浪财经：投资 14.2 亿元，收益率 7.47%！滨化股份投建山东 260MW 源网荷储项目（2025）

下载日志已记录，仅供内部参考

图表57：双碳专项管理组织架构图



资料来源：公司 2024 年度可持续发展报告，长城证券产业金融研究院

根据《滨化股份 2025 年度可持续发展报告》，2025 年，公司就碳足迹管理启动系统性探索，发布实施《产品碳足迹管理体系三年建设方案》，以碳足迹管理为抓手，推动其与工艺降碳、低碳供应链、绿色金融的协同，全面融入生产经营各环节，实现减碳工作系统化、常态化。

在碳足迹核算能力建设方面，公司构建自主核算能力，2025 年度完成近 10 款化工产品的碳足迹核算，以北海基地为试点，自主搭建集团级碳足迹因子库，形成 16 项本地化产品碳足迹因子数据。为保障数据精准性，公司将碳足迹相关数据纳入 EAM 系统规范化管理，并在煤质分析领域取得 CNAS 国家级实验室认证，为碳足迹核算的准确性、溯源性提供技术支撑。

在标准制定方面，根据公司 2025 年度可持续发展报告及中国氯碱工业协会，公司作为主编单位参与编制国内第一个烧碱碳足迹标准——T/CCASC 0041-2024《产品碳足迹 产品种类规则 烧碱》，该标准由中国氯碱工业协会发布，于 2025 年 3 月 1 日正式实施，填补了国内烧碱行业碳足迹标准的空白。标准起草单位包括唐山三友氯碱、浙江巨化股份、万华化学等 15 家行业龙头企业，滨化股份作为核心起草人之一，彰显了公司在推动行业绿色低碳发展方面的引领作用。

图表58：碳中和三年行动方案核心任务拆解表

年份	核心任务	具体举措	关键里程碑	责任部门
2025	体系搭建年	发布《产品碳足迹管理体系三年建设方案》;完成近 10 款产品碳足迹核算；搭建集团级碳足迹因子库 (16 项本地化因子)	完成粒碱、环氧丙烷碳足迹权威认证；落地山东省化工行业首例"碳足迹挂钩"绿色贷款	能碳管理部门

下载日志已记录，仅供内部参考

2025	源网荷储启动年	开工建设 260MW 源网荷储一体化项目（160MW 风电+100MW 光伏+130MW/260MWh 储能）	项目开工，预计 2027 年建成；绿电自给率达 63%	新能源事业部
2026	深度推进年	完成所有主要产品碳足迹自主核算；建立完整集团碳足迹因子库；推进合成氨等产品碳足迹认证	目标完成全部核心产品碳足迹认证；碳足迹数据对接省级数据库	能碳管理部门
2026	氢能拓展年	推进绿氢电解槽布局；扩大加氢站运营规模；深化"蓝氢+绿氢"双氢协同	绿氢生产能力实现突破；氢能产业链延伸至下游应用	新能源事业部
2027	全面应用年	碳足迹管理全面融入生产经营；实现碳足迹与绿色金融、低碳供应链深度协同	完成公司所有产品碳足迹自主核算目标；建立成熟碳资产运营模式	全集团
2027	源网荷储投产年	源网荷储项目全面建成投产；绿电直供北海基地；孵化低碳足迹绿色化工产品	年绿电直供 4.24 亿度；碳排放大幅降低	新能源事业部

资料来源：公司 2025 年度可持续发展报告，挖贝网，关于投资建设源网荷储一体化项目的公告，新浪财经，长城证券产业金融研究院

在产品碳足迹认证实践方面，根据公司 2025 年度可持续发展报告，2025 年公司开展重点产品碳足迹试点工作，实现产品"从摇篮到大门"的生命周期分析。公司采用的本地化排放因子与清洁能源数据应用方式，为省内同类企业对接省级碳足迹因子背景数据库提供了可行路径。同时，公司正加速推进合成氨产品认证，进一步扩展碳足迹认证产品矩阵。

设备节能改造方面，2025 年公司引进国际先进的烧碱电解技术及设备，引进先进控制系统（APC）对温度、压力等关键指标进行卡边控制以节约蒸汽消耗，对丙烷脱氢（PDH）装置空冷器进行改造以降低高压蒸汽使用量，新增燃气锅炉改造项目以降低装置总体能源消耗[31]。公司规定采购的节能设备需符合国家能效标准二级及以上，并制定老旧设备更新升级方案。2025 年，公司节能技改项目年度二氧化碳减排量达 11.82 万吨。

余热回收循环方面，2025 年公司积极推进能源梯级利用，余热等资源得到有效利用。具体措施包括：回收锅炉装置烟气余热用来加热物料及生产蒸汽；盐酸合成炉余热用作溴化锂制冷机组热源和办公区域冬季供暖；对环氧丙烷装置换热流程进行优化，回收脱轻系统热量，节约循环水用量。

31 《滨化股份：2025 年度可持续发展报告》（2025）

下载日志已记录，仅供内部参考

绿电替代方面，260MW 源网荷储一体化项目是核心抓手。

废盐资源化处置方面，公司主导建设国家区域性特殊危险废物集中处置中心—60 万吨/年工业废盐资源化利用项目，项目一期于 2025 年底建成投产，年处理废盐能力达 30 万吨 。

3. 多维降碳路径并行，源网荷储项目兼具环境与经济效益

公司在基础化工品领域构建低碳产品认证矩阵，通过产品碳足迹认证和国际可持续认证双轮驱动，打造绿色供应链竞争优势。根据公司 2025 年度可持续发展报告，2024 年，公司由权威第三方机构依据 ISO14067 和 PAS2050 国际标准及生命周期评估方法对粒碱产品碳足迹进行评价，获得国际互认的产品碳足迹认证证书和《产品碳足迹评价报告》，成为国内首家完成粒碱产品碳足迹认证的企业。2025 年，公司进一步完成环氧丙烷产品的碳足迹权威认证，并加速推进合成氨产品认证。

图表59：低碳认证产品清单

产品名称	认证类型	认证标准	下游应用领域	认证进度
粒碱（烧碱）	产品碳足迹认证	ISO14067/PAS2050	氧化铝、造纸、化工	已完成（国内首证）
环氧丙烷	产品碳足迹认证	ISO14067/PAS2050	聚醚多元醇、丙二醇	已完成
合成氨	产品碳足迹认证（推进中）	ISO14067	化肥、硝酸、己内酰胺	加速推进中
氢气	高纯氢/动力氢	氢燃料电池车用标准	氢燃料电池汽车	蓝氢已投产，绿氢布局中

资料来源：中国工业经济联合会公众号，企业官网，公司 2024 年度可持续发展报告，公司港股招股书，公司 2024 年报，长城证券产业金融研究院

公司源网荷储一体化项目是其在双碳战略下最具标志性的工程，也是山东省首批源网荷储一体化试点项目之一。该项目总投资 14.21 亿元，由公司全资控股的山东滨化新能源有限公司作为实施主体，选址山东省滨州市北海经济开发区及无棣县境内， 2025 年 11 月 30 日开工，建设周期 2 年。

该项目建设内容涵盖四大板块：160MW 风电场、100MW 光伏电站、130MW/260MWh 储能装置以及 110kV 升压站（内含智慧能源综合调度管控中心）。风电年均利用小时数达 2332.4 小时，光伏年均利用小时数 1338.5 小时，能源利用效率处于行业较高水平。根据项目可行性分析，基于自发自用电量 4.24 亿 kWh/年，自发自用含税电价 423.7 元/MWh，余电收益 2048.73 万元/年进行测算，项目投资回收期为 12.06 年（所得税后），项目投资财务内部收益率（所得税后）7.47%，项目资本金财务内部收益率 17.31%，项目投产后预计年均净利润约为 5035.47 万元。[32]

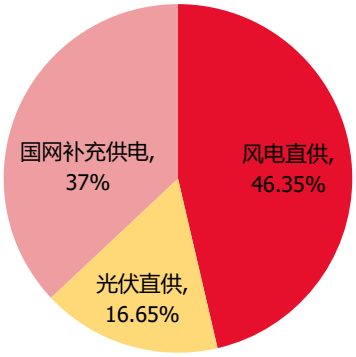
项目负荷端依托滨化新材料（碳三碳四综合利用项目运营主体）和蓝润环境（废盐处置项目运营主体）总用电负荷，电源端包含国网供电和新能源供电两部分。根据公司项目公告，新能源供电端由 160MW 风电和 100MW 光伏组成，年均可对负荷端实现绿电直

[32] 《滨化股份：关于投资建设源网荷储一体化项目的公告》（2025）

下载日志已记录，仅供内部参考

供 4.24 亿度，新能源电量在总用电量占比约 63%。余电参与电力市场交易，形成"自发自用为主、余电上网为辅"的能源利用新模式。

图表60：项目建成后预计北海基地能源供给结构示意图

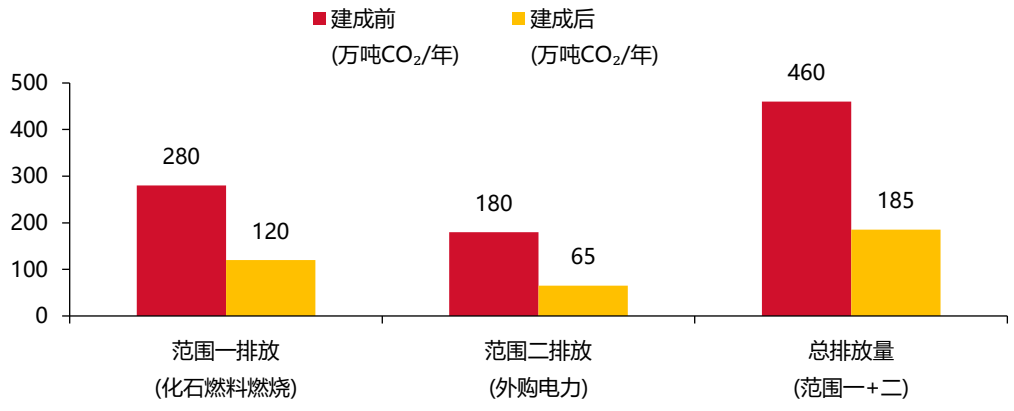


资料来源：ifind，关于投资建设源网荷储一体化项目的公告，长城证券产业金融研究院 注：根据公司披露的发电功率、年均利用时间、绿电自供比例等数据估算得到该占比图

针对化工装置连续稳定生产与风光发电间歇性的行业痛点，该项目搭建智慧能源调度中心，依托大容量储能实现源、网、荷、储实时协同匹配，解决新能源消纳难题。130MW/260MWh 储能系统可在风光出力不足时快速响应，保障化工装置的安全稳定运行。这种"新能源+化工"深度耦合模式，可以解决化工业必须连续生产与风光间歇性发电之间的矛盾，为国内高耗能行业的绿色转型提供了可复制的技术方案。

源网荷储项目建成后，北海基地碳排放有望明显下降。以山东省电网平均碳排放因子约 0.65kgCO_2/kWh 计算，4.24 亿度绿电直供可年替代燃煤电力碳排放约 27.56 万吨 CO_2。叠加储能系统提升新能源消纳率、减少弃风弃光等效应，项目整体可实现北海基地碳排放强度下降 60%以上。

图表61：项目建成前后碳排放对比图



资料来源：ifind，《关于投资建设源网荷储一体化项目的公告》，长城证券产业金融研究院

源网荷储一体化项目实现绿电替代，可带来显著的经济效益。根据公司《关于投资建设 源网荷储一体化项目的公告 》，基于该项目自发自用电量 4.24 亿 kWh/年，自发自用含

下载日志已记录，仅供内部参考

税电价 423.7 元/MWh，余电收益 2,048.73 万元/年进行经济效益分析测算，项目投资回收期为 12.06 年（所得税后），项目投资财务内部收益率（所得税后）7.47%，项目资本金财务内部收益率 17.31%，项目投产后预计年均净利润约为 5035.47 万元。

2025 年，公司成功落地山东省化工行业首例"碳足迹挂钩"绿色金融场景。公司通过"基础利率优惠+碳足迹下降额外返利"的激励模式降低融资成本，编制实施《绿色金融赋能集团公司发展推动实施方案》，推动建立滨化绿色金融生态圈。[33]

七、盈利预测及投资评级

1. 盈利预测

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 166.29、178.09、188.81 亿元，同比增速分别为 12.08%、7.10%、6.02%；归母净利润分别为 7.08、10.03、13.29 亿元，同比增速分别为 214.40%、41.57%、32.54%。

氯碱化学品：公司氯碱板块以烧碱为核心，配套环氧丙烷（氯醇法）、环氧氯丙烷、三氯乙烯、四氯乙烯等产品，形成完善的循环经济产业链。行业层面，烧碱供给端新增产能持续受限，政策约束驱动行业集中度提升，下游氧化铝扩产及新能源材料需求支撑需求中枢上移，烧碱价格有望迎来周期修复。根据公司 2025 年报，2025 年公司烧碱产量 78.80 万吨，产能利用率 129.2%，展现出较强的运营效率和市场需求韧性。公司烧碱产品成本优势较为显著，4 万吨/年氧阴极离子膜烧碱装置节能量超过 30%；同时沾化基地原盐年产能 50 万吨，可为烧碱提供约 50%原料自给，叠加水、电、蒸汽等生产要素的循环配套。公司持续推进粒碱、片碱、食品级烧碱等高附加值产品布局，并规划沾化 20 万吨/年烧碱项目及埃及 6 万吨/年海外烧碱基地，中长期成长空间清晰。我们预计 2026-2028 年公司氯碱化学品板块营收分别为 66.37、70.11、72.15 亿元，同比增速分别为 5.60%、5.64%、2.90%；毛利率分别为 23.42%、23.89%、24.46%。

碳三碳四化学品：根据公司 2025 年报，2025 年碳三碳四综合利用项目全面投产，MTBE 和环氧丙烷营业收入分别达 36.16 亿元和 34.08 亿元，合计占公司总营收的 47.34%；目前该板块仍处于投产初期阶段，盈利能力尚未充分释放。未来随着装置运营优化、产能爬坡完成，以及下游高附加值产品逐步落地达产，叠加 260MW 源网荷储项目绿电替代降本，板块盈利弹性有望进一步释放。我们预计 2026-2028 年公司碳三碳四化学品板块营收分别为 81.11、86.68、92.72 亿元，同比增速分别为 18.32%、6.87%、6.96%；毛利率分别为 10.35%、10.36%、11.05%。

湿电子化学品：公司湿电子化学品板块以电子级氢氟酸（G5 级）为核心产品，产能 6000 吨/年。根据公司 2025 年报，2025 年公司 G5 级电子级氢氟酸产量 6404.59 吨，产能利用率 106.75%，首次实现满产满销，产品技术参数达到金属离子含量≤3ppt、阴离子含量≤1ppb、颗粒数（≥0.2um）≤5 个/毫升。同时，公司在建阳信高端电子化学品基地总投资 2.13 亿元，设计产能 1.7 万吨/年，主要面向半导体专用蚀刻液、剥离液等功能性化学品生产，预计 2027 年投产后 G5 级总产能将扩至 2.3 万吨/年，产品组合从单一氢

[33] 《滨化股份：2025 年度可持续发展报告》（2025）

下载日志已记录，仅供内部参考

氟酸向高附加值功能性化学品升级。我们预计 2026-2028 年公司湿电子化学品板块营收分别为 0.66、0.70、0.75 亿元，同比增速分别为 4.04%、6.08%、7.10%；毛利率分别为 5.00%、6.10%、6.50%。

能源：公司能源板块包括电能和蒸汽业务，是"新能源+化工"耦合战略的重要载体和降本增效的核心抓手。公司建设 260MW 源网荷储一体化项目，包含 160MW 风电、100MW 光伏、130MW/260MWh 储能装置及 110kV 升压变电站，预计 2027 年建成投运。公司能源板块既为化工装置提供低成本低碳能源支撑，也通过余电上网、蒸汽销售等方式直接贡献营收。我们预计 2026-2028 年公司能源板块营收分别为 8.58、9.19、9.50 亿元，同比增速分别为 4.36%、7.13%、3.38%；毛利率分别为 25.49%、25.59%、25.63%。

图表62：盈利预测（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
氯碱化学品				
营收	6285.52	6637.30	7011.42	7214.86
YOY	2.79%	5.60%	5.64%	2.90%
毛利率	20.61%	23.42%	23.89%	24.46%
碳三碳四化学品				
营收	6855.22	8111.27	8668.39	9272.00
YOY	102.46%	18.32%	6.87%	6.96%
毛利率	0.18%	10.35%	10.36%	11.05%
湿电子化学品				
营收	63.40	65.96	69.97	74.93
YOY	39.97%	4.04%	6.08%	7.10%
毛利率	-1.59%	5.00%	6.10%	6.50%
能源				
营收	822.01	857.88	919.03	950.13
YOY	-	4.36%	7.13%	3.38%
毛利率	27.33%	25.49%	25.59%	25.63%
其他				
营收	810.29	956.14	1140.68	1368.82
YOY	-	18.00%	19.30%	20.00%
毛利率	-9.35%	8.00%	9.50%	10.00%
合计				

下载日志已记录，仅供内部参考

营收	14836.44	16628.55	17809.49	18880.74
YOY	45.06%	12.08%	7.10%	6.02%
归母净利润	225.28	708.28	1002.70	1329.03
YOY	2.75%	214.40%	41.57%	32.54%

资料来源：公司 2025 年报，长城证券产业金融研究院

2. 估值与投资评级

根据公司主营产品及产业链布局，我们选取行业可比上市公司万华化学、齐翔腾达、中泰化学和氯碱化工。其中，万华化学是国内化工行业龙头，在石化一体化及新材料领域具备全球竞争力；齐翔腾达是国内碳四产业链龙头企业，与公司碳三碳四板块在产品结构和产业链延伸方向上具有可比性；中泰化学与氯碱化工均为国内氯碱行业头部企业。与可比公司相比，公司氯碱业务维持稳健增长；碳三碳四项目持续爬坡，有望进一步释放业绩弹性；同时公司在 G5 级电子级氢氟酸、源网荷储一体化、氯醇法绿色化改造等领域具备技术优势，"A+H"双资本平台也有望为其国际化扩张和产业整合提供更强支撑。我们预计公司 2026-2028 年对应 EPS 分别为 0.29、0.42、0.55 元，2026 年 10 月 20 日股价对应的 PE 分别为 17.7X、12.5X、9.4X，看好其周期复苏与成长共振，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表63：可比公司情况对比

股票代码	公司名称	总市值（亿元）	收盘价（元）	PE 2026E	PE 2027E	PE 2028E
600309.SH	万华化学	2094.29	66.90	11.0	9.7	8.5
002408.SZ	齐翔腾达	140.19	4.93	20.9	13.8	11.1
002092.SZ	中泰化学	108.70	4.22	25.6	14.2	10.7
600618.SH	氯碱化工	86.80	9.51	-	-	-
平均值	-	-	-	19.2	12.6	10.1
601678.SH	滨化股份	114.85	5.19	17.7	12.5	9.4

资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院

注：市值及收盘价为 2026 年 10 月 20 日 ifind 数据，盈利预测为 ifind 一致预期

下载日志已记录，仅供内部参考

八、风险提示

宏观经济波动风险：氯碱工业作为基础原材料工业，其行业周期与国民经济发展呈现较高的一致性。若国内经济出现周期性波动，可能会导致下游产品需求量减少，从而对公司的盈利能力产生不利影响。

行业竞争加剧风险：国内氯碱企业同质化竞争日趋加剧，氯碱产品的质量和性能差异较小，产品的竞争能力主要体现在生产成本的高低。如果公司不能继续巩固和提升成本优势，可能会面临产品竞争力下降的风险。

主要原材料价格波动风险：公司产品的主要原材料包括丙烯、丙烷、原盐和原煤等。如果原材料成本短期内出现大幅波动，可能导致公司生产成本明显上升或者产生原材料存货的跌价损失，从而对公司的生产经营产生不利影响。

政策变动风险：国家发改委及国家相关监管部门先后出台多项产业政策，从产业布局、规模与工艺、能源消耗、安全环保以及监督管理等方面对公司所处行业的发展予以规范，抑制低水平重复建设，鼓励行业内优势企业通过规模化、集约化经营，大力发展循环经济。随着行业竞争状况的变化，如果国家产业、环保政策出现调整，可能会给公司生产经营带来风险。

电子化学品推进不及预期风险：公司阳信基地设计产能 1.7 万吨/年，主要面向行半导体专用蚀刻液、剥离液等功能性化学品的生产，该基地 2025 年完成主体施工，预计 2027 年投产后 G5 级总产能将扩至 2.3 万吨/年，若该基地建设及产能释放进度不及预期，可能对公司电子化学品板块盈利能力提升造成影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	3606	5086	5479	7503	9023
现金	759	2364	2930	4427	6245
应收票据及应收账款	487	793	321	796	424
其他应收款	30	95	45	105	54
预付账款	331	128	386	165	419
存货	1072	1357	1187	1531	1336
其他流动资产	928	349	610	480	545
非流动资产	19350	19174	18956	18990	18892
长期股权投资	2336	2185	2095	2093	2087
固定资产	9359	13541	13866	13726	13505
无形资产	1096	1246	1296	1359	1440
其他非流动资产	6559	2201	1698	1812	1860
资产总计	22956	24259	24435	26493	27915
流动负债	5664	7304	6938	8489	9120
短期借款	2429	2465	2900	3400	3874
应付票据及应付账款	1129	1938	1988	3068	2848
其他流动负债	2105	2901	2050	2021	2398
非流动负债	5910	4803	4346	3984	3525
长期借款	5428	4218	3871	3454	3023
其他非流动负债	482	585	475	530	502
负债合计	11574	12107	11284	12473	12646
少数股东权益	-1	632	642	656	661
股本	2058	2057	2409	2409	2409
资本公积	2825	2881	2891	2895	2920
留存收益	6627	6772	7285	7996	8919
归属母公司股东权益	11384	11521	12509	13365	14609
负债和股东权益	22956	24259	24435	26493	27915

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	486	2865	2679	2927	3178
净利润	219	223	719	1016	1334
折旧摊销	817	1105	1111	1204	1283
财务费用	287	357	295	283	254
投资损失	-490	72	135	63	37
营运资金变动	-349	1079	319	254	127
其他经营现金流	2	29	100	108	143
投资活动现金流	-1762	-727	-1009	-1276	-1205
资本支出	2019	829	983	1240	1191
长期投资	16	-36	90	2	7
其他投资现金流	241	138	-116	-38	-20
筹资活动现金流	904	-891	-1104	-153	-155
短期借款	2	36	435	500	474
长期借款	1901	-1209	-348	-417	-431
普通股增加	0	-1	352	0	0
资本公积增加	-94	57	10	4	25
其他筹资现金流	-905	227	-1553	-241	-223
现金净增加额	-371	1226	566	1498	1817

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	10228	14836	16629	17809	18881
营业成本	9478	13305	13936	14889	15706
营业税金及附加	98	108	184	185	181
销售费用	24	26	44	47	44
管理费用	393	450	833	850	786
研发费用	120	173	160	189	206
财务费用	287	357	295	283	254
资产和信用减值损失	-163	-51	-119	-133	-160
其他收益	8	12	9	9	10
公允价值变动收益	5	4	4	4	4
投资净收益	490	-72	-135	-63	-37
资产处置收益	-11	26	15	21	13
营业利润	156	336	950	1206	1532
营业外收入	3	30	15	16	16
营业外支出	36	23	18	22	25
利润总额	123	343	947	1201	1523
所得税	-96	120	228	185	190
净利润	219	223	719	1016	1334
少数股东损益	0	-3	10	13	5
归属母公司净利润	219	225	708	1003	1329
EBITDA	1172	1745	2297	2628	2996
EPS（元/股）	0.09	0.09	0.29	0.42	0.55

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入（%）	40.0	45.1	12.1	7.1	6.0
营业利润（%）	-67.7	115.7	183.1	26.9	27.0
归属母公司净利润（%）	-42.8	2.8	214.4	41.6	32.5
获利能力					
毛利率（%）	7.3	10.3	16.2	16.4	16.8
净利率（%）	2.1	1.5	4.3	5.7	7.1
ROE（%）	1.9	1.8	5.6	7.4	9.0
ROIC（%）	3.1	2.0	4.5	5.7	6.6
偿债能力					
资产负债率（%）	50.4	49.9	46.2	47.1	45.3
净负债比率（%）	72.9	54.5	38.9	27.5	14.2
流动比率	0.6	0.7	0.79	0.88	0.99
速动比率	0.3	0.5	0.50	0.64	0.75
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	71.3	46.5	58.9	52.7	55.8
应付账款周转率	9.6	9.4	9.5	9.4	9.5
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	0.09	0.09	0.29	0.42	0.55
每股经营现金流（最新摊薄）	0.20	1.19	1.11	1.21	1.32
每股净资产（最新摊薄）	4.73	4.78	5.04	5.40	5.90
估值比率					
P/E	57.0	55.5	17.7	12.5	9.4
P/B	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	17.7	11.3	7.9	6.4	5.1

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳
地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

北京
地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031
传真：86-10-88366686

上海
地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES