

市场点评

能化接力，化工板块迎来配置窗口

周期轮动+地缘催化+政策优化共振带来化工行业配置窗口。

- **工业品→能化的商品轮动规律。**基于我们在《周期视角下的商品轮动》深度报告中研究观点，大宗商品存在内部轮动规律：每一轮价格上行周期中，大宗商品均遵循工业品 → 能化 → 农产品的轮动顺序。当前正处于工业品行情向能化品切换的关键阶段。2025 年以来的商品行情中，工业品价格已率先发力，而中东局势的改变催化了能化品的上行，能化品补涨行情正逐步开启，叠加当前全球再通胀的宏观背景，化工品价格具备上行的周期基础，周期股的业绩主升行情有望扩散至化工板块。
- **中东局势的变化或为化工行业提供较强的上行动能。**我们在《美元拐点：全球资产再平衡与中国科技重估》中提到，每一轮康波周期的萧条阶段均以全球化重构为标志，触发主导国与追赶国的战略博弈，并伴随资产价格大幅波动与中枢抬升。中东局势的变化打开了油价长期高位震荡的可能性，油价上行的持续性有望为化工品价格提供强支撑。原油作为化工品最核心的原材料，其价格波动与化工品价格呈现高度联动性。原油产地高度集中于中东地区，地缘局势的扰动极易引发原油供给端的预期变化，进而推动油价上行。而从行业属性来看，原油下游化工制品覆盖工业生产、交通运输等全产业链，油价上涨将直接传导至化工品成本端，带动产品价格同步走高。此外，霍尔木兹海峡航运受阻导致乙烯、乙二醇等中东产能占比高的品种供给受限，国内替代需求激增。
- **国内开工旺季来临及“反内卷”政策导向也为化工行业上行筑牢基础。**除了外部因素驱动，国内供需层面的变化也为化工行业提供了上行催化。需求端，目前 2026 年“金三银四”生产旺季开启，化工行业整体库存处于相对低位，需求逻辑已开始显现。供给端，“反内卷”等措施有望催化行业盈利底部修复。2026 年政府工作报告中明确提出要“深入整治‘内卷式’竞争”，并强化绿色低碳转型，通过产能调控、标准引领等手段淘汰落后产能。随着行业供给格局的逐步优化，龙头企业的定价权和市场份额有望进一步提升。特别是具备成本优势的煤化工企业，在原油价格高企的背景下，其相对成本优势愈发凸显，或将在本轮涨价潮中展现出更大的盈利弹性。
- **三大逻辑共振，化工行业景气上行可期。**整体来看，大宗商品周期轮动的必然趋势、原油价格的上行支撑、行业供需格局的持续改善，共同构成了 A 股化工行业上行的核心逻辑。短期来看，中东局势推涨油价，成本传导至化工品，是行情的催化剂；中期来看，工业品→能化→农产品的商品轮动逻辑得到演绎与强化，国内需求旺季支撑价格；长期来看，反内卷政策改善供需格局，龙头市占率提升，盈利修复可期。年内周期资源品行情有望从有色逐步扩展至化工板块。
- **风险提示：**政策落地节奏不及预期，海外地缘政治风险超预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：郭晓希

(8610)66229019

xiaoxi.guo@bocichina.com

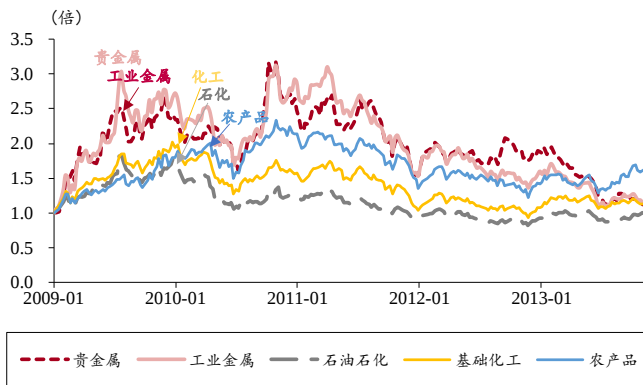
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

图表 1. 油价与南华能化品价格



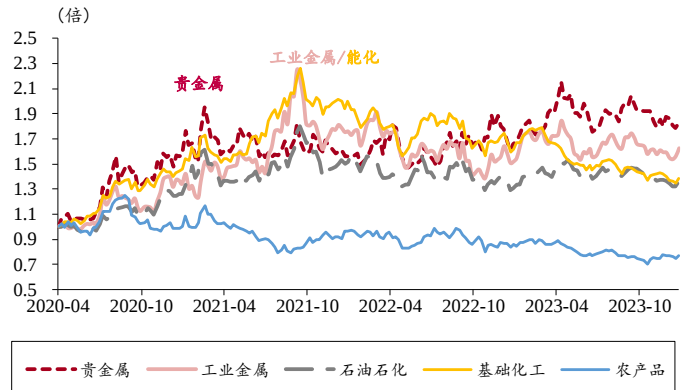
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 2009-2013 年周期内部轮动行情



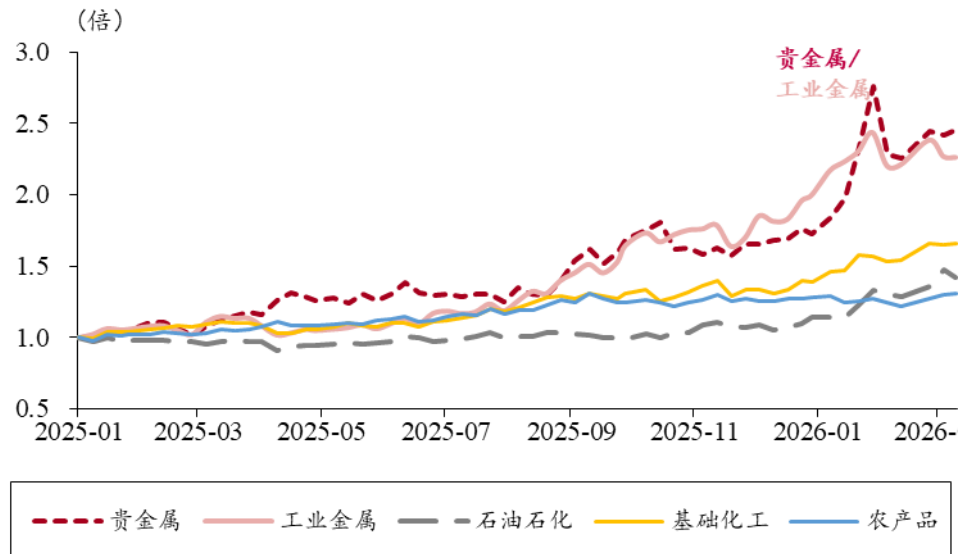
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 2020-2023 年周期内部轮动行情



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 2025 年以来周期内部行情表现



资料来源：万得，中银证券

风险提示

政策落地节奏不及预期，海外地缘政治风险超预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371