



基础化工行业研究

买入（维持评级）
行业深度研究

证券研究报告

基础化工组

分析师：陈屹（执业 S1130521050001）

chenji3@gjzq.com.cn

分析师：杨翼荣（执业 S1130520090002）

yangyiyong@gjzq.com.cn

反内卷专题：软约束和强管控并行，“统一大市场”推进尤为关键

核心观点

这一轮反内卷有两大变化需要重点关注：其一行业自发反内卷先行，其二明确坚持统一大市场。虽然反内卷的“强管控”仍在酝酿中，但名义库存以及实际库存都已超 12 个月同比正向变化，虽然不能指引库存周期机会，但体现出下行悲观预期有所修复。此次如果强管控能够有效落地，很多产品的周期波动属性将明显降低，带动估值体系发生改变。

投资逻辑

在发展过程中，低基数阶段，供需变化需要有需求的大幅支撑；高基数阶段，供给端的有效变化往往更快见效。

从变化的情况看，经济体量大，发展具有一定的惯性，当需求增速逐步进入新区间内，想要扭转增速，需求投入大量的资源；化工作为吃穿住行用多个领域的中上游环节，下游布局广，单一需求领域的变化，能够对直接上游产生影响，但产业链越向上，影响逐级减弱，虽然需求端的大变化仍然足以对化工行业产生明显影响，但短期看供给的政策影响在现有环境背景下更为直接。

化工作为典型的周期性行业，“反内卷”的必要性尤为突出，供给端的变化有望带动行业形成本质性变化。化工的供给和需求的匹配错位形成了明显的周期属性，2020 年以来，化工复合投资增速达到 13.62%，企业追求规模化和一体化布局，高盈利转化为高投资，行业供给压力大幅提升，形成明显的产能过剩压力。从破局的角度看，供给端的管控是速度快、管控力度和效果更为明显的方式，预估化工将是重点进行“分内卷”的领域。

在供给侧反内卷的“强限制”落地过程中，化工的排序未必前一前二，但“软约束”有望在中短期弥补政策时间差。化工由于其复杂向，反内卷执行有必要，且有迫切性，但化工行业的复杂性也使得化工难以成为传统周期行业内率先落地强约束的行业。但纵观此轮反内卷的行业环境，反内卷的发展从供给侧“强限制”向“软约束”进一步延伸，通过行业自发协同等方式，有望在中短期弥补政策时间差，在先期带动部分行业成为反内卷“表率”。

化工行业的供给侧抓手相对较多，能够通过环保、安全整治、能耗管控、落后产能淘汰等方式形成供给侧约束。化工具有一定的生产特殊性，比如涉及到高温高压、易燃易爆、有毒有害等，化工多数产品需要进入化工园区生产，项目申报需要严格把关，装置运行需要安全平稳，生产废物需要合规处理，因而在化工行业，供给侧的管控抓手相对较多。新项目严审批、规划再审查、落后项目淘汰将有望成为中期供给端强约束的“三把利剑”。

供给侧约束如果能够持续有效落地，这一轮后部分化工品属性将有明显改变。化工产品之所具有明显的周期，核心在于供需错配，此次供给侧如果能够形成长期有效的强约束，在企业决策、技术壁垒和项目审理都呈现出明显的不同，从而根本上改善周期性产品供给端投放的长期趋势，带动周期性产品也能够获得较长时间的盈利空间。

投资建议

- 有历史协同或者尝试协同的行业具有的软约束基础；
- 规模过小的产品难以获得政策的重点监管，具有典型监管属性的行业需重点关注；
- 软约束要求格局集中，特殊的分散度高的行业有望通过强约束改善格局；
- 新装置产能占比较高的行业，供给的出清难度大，更多依赖需求端消化；
- 产品有多种生产路线，边际工艺容易形成价格支撑，建议关注低成本工艺。

风险提示

能源价格剧烈波动风险；政策变动或者落地不及预期风险；产能集中释放风险；需求大幅波动风险等。



内容目录

一、反内卷政策频出，释放预期，提供边际积极信号.....	4
1.1、化工行业经过集中产能释放，供给端压力相对较大.....	4
1.2、东升西落短期见效有限，供给端是带动行业底部出逃的关键.....	5
1.3、新一轮反内卷政策开启，供给端有望带来中长期改善.....	7
二、化工供给侧具有提供弹性基础，边际变化值得重点关注.....	11
2.1、行业发展逐步进入稳态后，供给侧管控效果有望更持久.....	11
2.2、行业出现筑底信号，经营开始出现向常态化回归迹象.....	14
2.3、供给绝对管控有效案例：制冷剂——估值业绩双向提升.....	16
三、化工产品众多，反内卷该如何选择产品和赛道？.....	17
四、风险提示.....	18

图表目录

图表 1： 化工固定资产投资连续 4 年维持高位.....	4
图表 2： 化工行业的固定资产增长明显（万亿元）	4
图表 3： 化学原料开工在 2025 年开始呈现出明显的下行.....	4
图表 4： 化工产品价格处于持续下调阶段.....	4
图表 5： 化工行业的营收增长较小	5
图表 6： 化工行业的动力煤消耗量大幅提升.....	5
图表 7： 化工原料制品的盈利出现明显调整.....	5
图表 8： 化工行业 ROE 有明显调整.....	5
图表 9： 固定资产投资同比变化.....	5
图表 10： 社零消费及同比变化.....	5
图表 11： 近几年来化工净出口量提升（亿美元）	6
图表 12： 2024 年我国化工产品出口区域分布.....	6
图表 13： 中国化工 ROE 水平呈现出提升态势.....	6
图表 14： 近几年国内外企业的盈利差距缩小.....	6
图表 15： 化工产品竞争压力延伸至出口方向.....	7
图表 16： 化工企业的国外销售占比.....	7
图表 17： 2024 年以来反内卷的政策要求不断强化.....	7
图表 18： 光伏储能、钢铁煤炭等行业陆续开始行动落实反内卷.....	8
图表 19： 环保监管政策的出台对化工行业确实产生明显影响.....	11
图表 20： 退城入园+产能淘汰影响尿素供给.....	11



图表 21: 长江大保护大幅度影响磷矿供给	11
图表 22: 响水事故后化工大省开始重点监管和整治	12
图表 23: 21 年能耗管控对电石行业开工影响	12
图表 24: 21 年能耗管控对黄磷行业开工影响	12
图表 25: 《求是》杂志发表总书记文章《纵深推进全国统一大市场建设》	14
图表 26: 化工产品库存同比连续十二个月归正	15
图表 27: 化工固定资产投资同比数据已经进入负值阶段	15
图表 28: 国内化工负债率仍然处于持续下行过程	16
图表 29: 化工上市企业的分红开始有明显提升	16
图表 30: 主要三代制冷剂产品价格变化 (元/吨)	16
图表 31: R32 产品价差变化 (元/吨)	16
图表 32: 制冷剂代表企业的盈利变化情况 (亿元)	17
图表 33: 制冷剂代表企业的毛利率变化情况	17
图表 34: 制冷剂的市盈率呈现台阶式提升	17
图表 35: 制冷剂的市净率有抬升空间	17



一、反内卷政策频出，释放预期，提供边际积极信号

1.1、化工行业经过集中产能释放，供给端压力相对较大

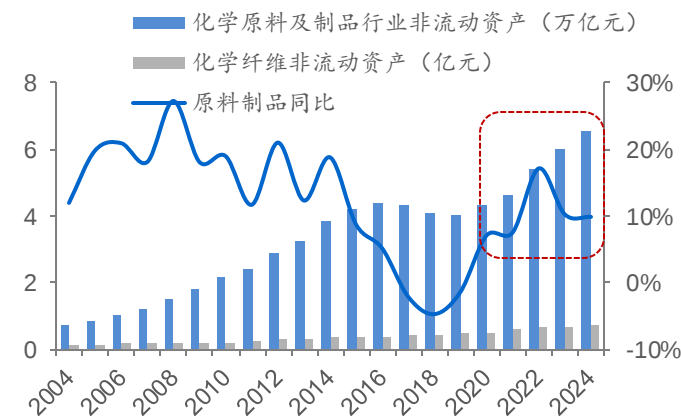
化工行业高投资带动行业供给端大幅扩充，产能兑现阶段行业压力大幅提升。自2020年以来，化工行业的资本开始明显增多，化学原料及制品的资本开始进入明显提升阶段，2020-2024的四年间，固定资产投资复合增速达到13.62%，增速远高于过去10年的投资增速。化学原料及制品行业的非流动资产也呈现快速抬升趋势，伴随投资逐步向产能兑现，化工行业的整体供给压力大幅提升。

图表1：化工固定资产投资连续4年维持高位



来源：国家统计局，国金证券研究所

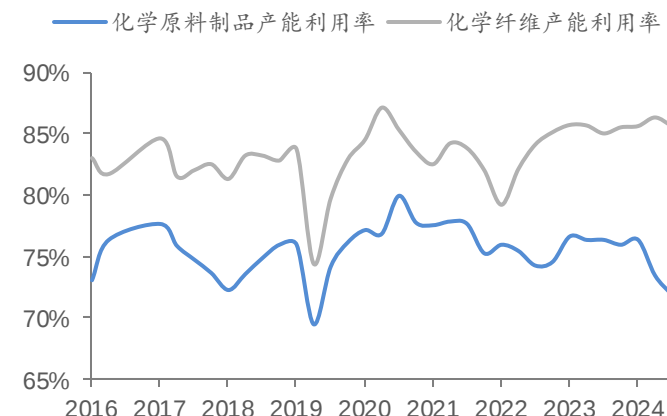
图表2：化工行业的固定资产增长明显（万亿元）



来源：国家统计局，国金证券研究所

化工产能利用率接近历史低位，产品价格持续向下调整。产能释放后，行业进入明显的周期调整阶段，一方面化工产品价格跟随能源价格调整，另一方面，供给过程后，行业通过价格调整协同供需。目前化工产品价格指数仍然处于震荡下行趋势，尚未形成筑底拐点。而行业的产能利用率在2025年上半年进入明显的调整阶段，下行幅度明显，仅次于2020年特殊情况的行业开工水平。

图表3：化学原料开工在2025年开始呈现出明显的下行



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表4：化工产品价格处于持续下调阶段

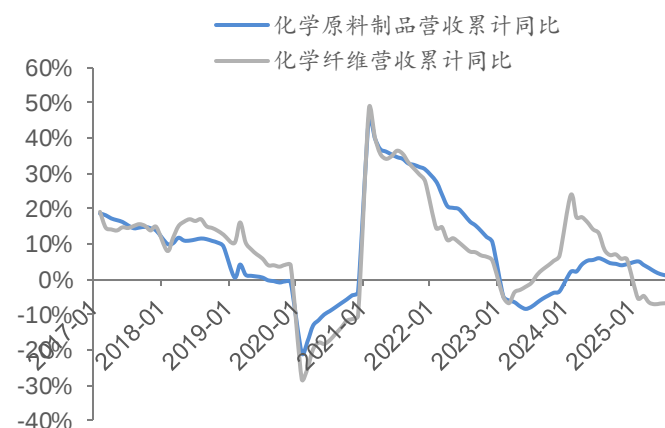


来源：化工在线，国家统计局，国金证券研究所

企业的盈利水平进入底部区间，增量不增利。近两年来，化工行业一直处于持续调整过程，化工行业的用煤量持续大幅提升，但营收增速明显较低，行业新增产能形成的供给增量未能有效对应成公司业绩，行业的产品价格及盈利都出现了明显的下行调整。目前看，化工行业的整体盈利仍然位于相对较低水平，行业压力表现较大，行业呈现出“增量不增利”的状态。

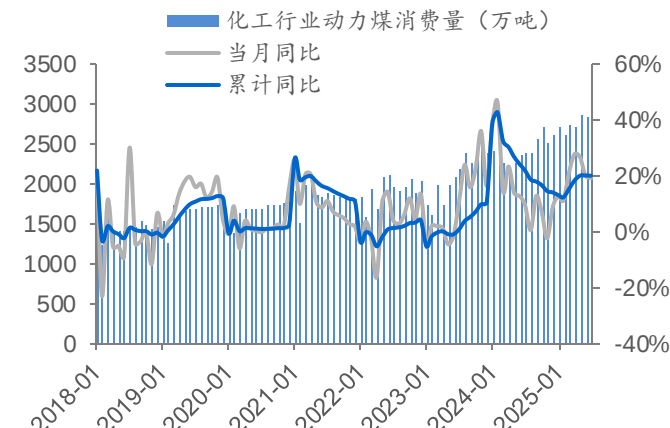


图表5：化工行业的营收增长较小



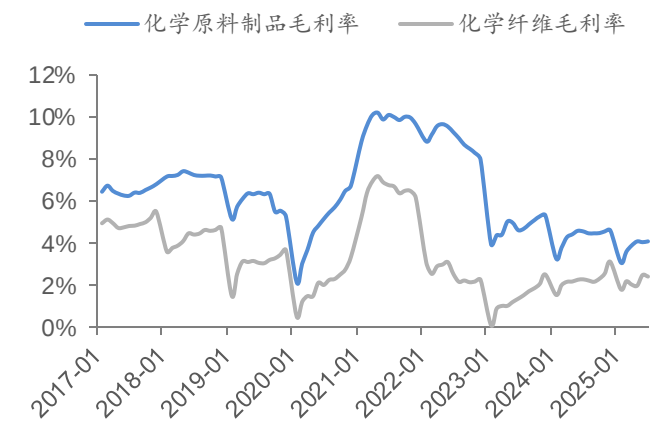
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表6：化工行业的动力煤消耗量大幅提升



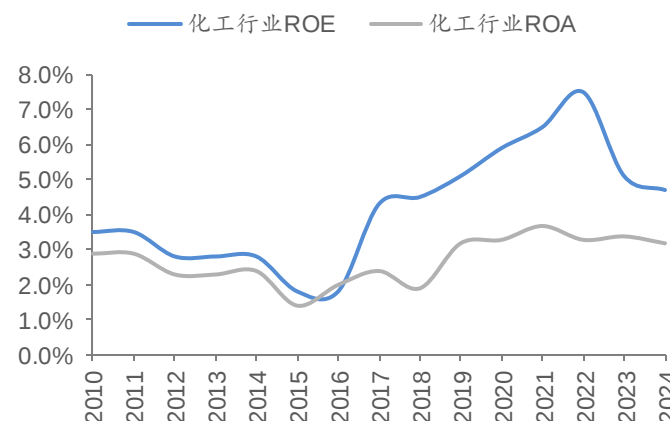
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表7：化工原料制品的盈利出现明显调整



来源：Wind，国金证券研究所

图表8：化工行业 ROE 有明显调整

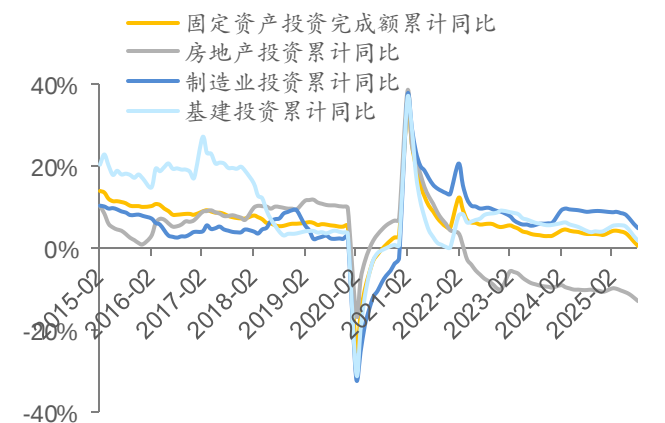


来源：Wind，国金证券研究所

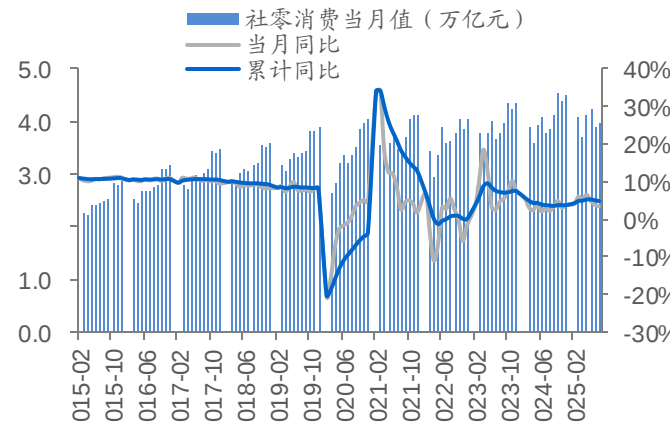
1.2、东升西落短期见效有限，供给端是带动行业底部出逃的关键

需求端的消化速度相对有限，行业新的趋势变化对于多数大宗产品影响有限。以目前的需求情况看，国内的整体需求以区间运行为主，投资方向略有下行，社零消费端变化不算非常明显，国内需求在没有大的变化影响下，预估短期难以对供给端的增量形成有效的消化。

图表9：固定资产投资同比变化



图表10：社零消费及同比变化





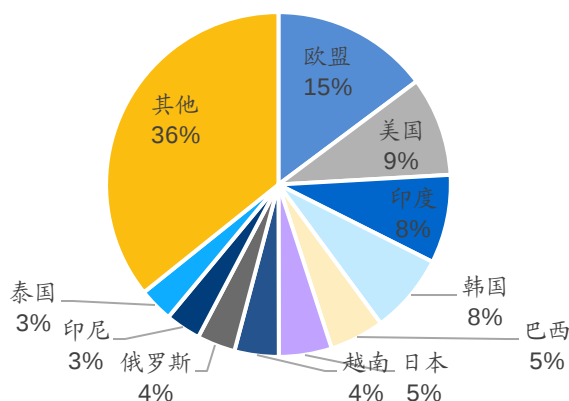
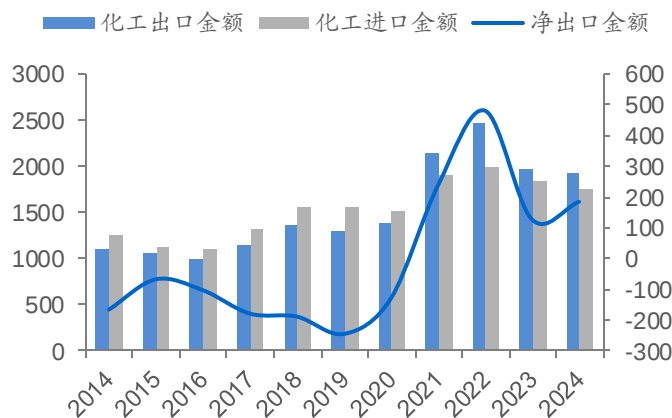
来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：国家统计局，国金证券研究所

化工进出口台阶式提升，化工出口国家相对2020年海外供给出现阶段性问题后，我国化工产品出口大幅提升，首次形成化工出口高于进口，而伴随其后的供给端扩张，化工的出口量虽然较高位有所回落，但保持净出口状态，化工行业也明显开始通过出口消化国内供给压力。而从出口国家分布来看，化工出口的地区分布也相对集中，化工出口到前五的国家地区占比达到45%，前十达到64%，除欧美地区外，巴西以及亚洲邻国占比居多。而伴随我国产品出口的竞争力持续体现，贸易关税问题持续增多，给化工产品的出口带来了明显的不确定性。

图表11：近几年来化工净出口量提升（亿美元）

图表12：2024年我国化工产品出口区域分布



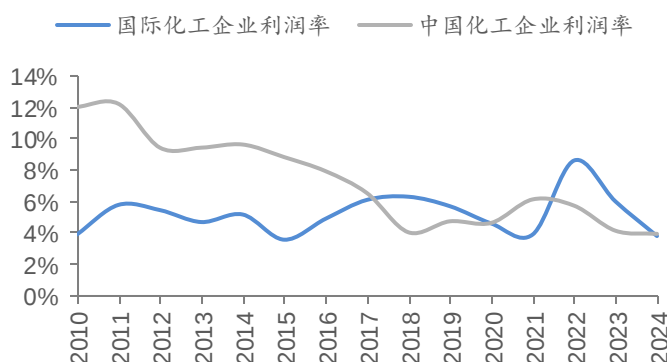
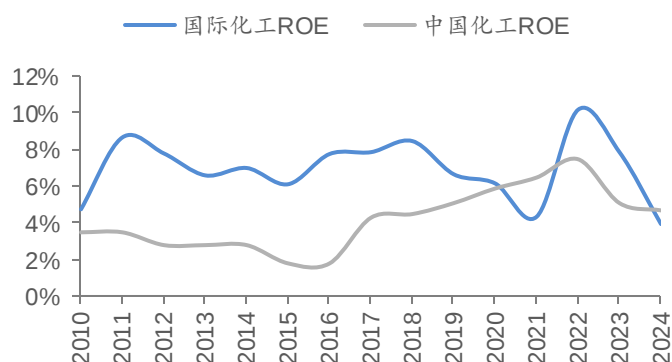
来源：海关总署，国金证券研究所

来源：海关总署，国金证券研究所

出海成为贴近终端或者产业链中下游企业布局的重要方向之一，产品出口和出海成为企业的双线布局。由于能源、运输等系列问题，海外化工企业的ROE水平受到较大影响，很多大型企业开始调整自身的产业布局路线，部分产能关闭退出，给与国内化工企业一定的市场空间。短期我国化工产品出口确实有所提升，但最终仍然呈现的是海外产能和产品出口的双线平衡：①产业链的不同环节出口的适配度有明显不同，偏向下游的出海可能性相对较高；②出口地区涉及到明显的贸易政策或者关税风险，多基地布局成为重要考虑方式；③国内龙头企业开始进行全球范围内的业务布局，进一步提升海外是市场份额，具有战略性扩张的考虑，将综合考虑产品出口和出海双线并举。

图表13：中国化工ROE水平呈现出提升态势

图表14：近几年国内外企业的盈利差距缩小



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

内卷的风已刮到了出口赛道上，国内化工企业出口比例有所提升，但未见进一步明显增长。自2022年下半年，化工产品价格出现明显调整，但相比之下，化工出口产品价格指数调整迅速且明显，内卷的竞争压力已经延伸至化工出口路径。从目前上市公司产品出口来看，经过2021-2022年，海外营收占比出现明显提升后开始回落，连续两年基本维持在25%左右，虽然较此前有台阶式提升，但并未表现持续提升，出口的贸易环境一定程度上影响了国内产能持续通过出口进行产品消化。

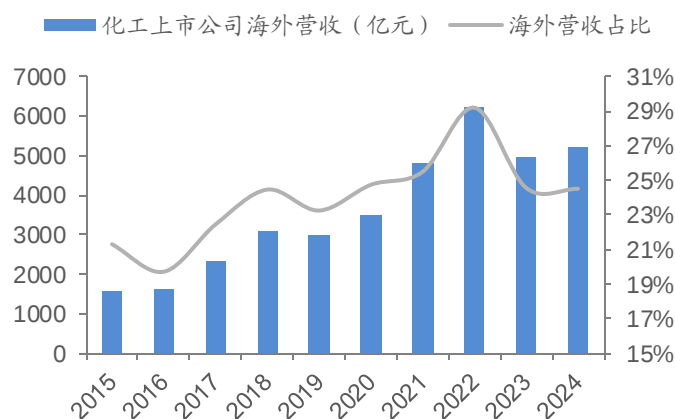


图表15：化工产品竞争压力延伸至出口方向



来源：海关总署，国金证券研究所

图表16：化工企业的国外销售占比



来源：Wind，国金证券研究所

1.3、新一轮反内卷政策开启，供给端有望带来中长期改善

“反内卷”的要求持续深入，供给端的管控开始有自上而下的趋势。2023年底，中央经济会议就开始有明确表述，“推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。”2024年年中和年尾的两次会议，国家开始持续加深对于行业产能的关注和重视程度，防止“内卷式”恶性竞争升级为整治“内卷式”竞争；2025年更是多次指出整治无序竞争和行业产能治理，影响从大方向落向细分行业，政策上提供了明确的“反内卷”大环境。

图表17：2024年以来反内卷的政策要求不断强化

时间	部门	文件/事件	内容
2024年3月	国务院	政府工作报告	推动产业链供应链优化升级。实施制造业技术改造升级工程，培育壮大先进制造业集群，创建国家新型工业化示范区，推动传统产业高端化、智能化、绿色化转型。积极培育新兴产业和未来产业。加强重点行业统筹布局和投资引导，防止产能过剩和低水平重复建设。
2024年7月	中共中央	中共中央政治局会议	强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。
2024年8月	国务院	《公平竞争审查条例》	
2024年12月	中共中央、国务院	中央经济工作会议	以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。
2025年3月	国务院	政府工作报告	纵深推进全国统一大市场建设。加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争。
2025年6月	全国人大常委会	《中华人民共和国反不正当竞争法（修订草案）》	新增“内卷式竞争”规制条款，禁止以低于成本价倾销、虚假宣传等行为，自2025年10月15日起施行。明确反不正当竞争总体要求、完善不正当竞争行为相关规定、完善反不正当竞争监管和处罚规定。
2025年7月	中央财经委员会	中央财经委员会第六次会议	纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。
	发改委、市场监管总局	《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》	新增：为了排挤竞争对手或者独占市场，以低于成本的价格倾销，或者强制其他经营者按照其定价规则以低于成本的价格倾



			销。
	中共中央	中共中央政治局会议	纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为。坚持“两个毫不动摇”，激发各类经营主体活力。

来源：中国政府网等，国金证券研究所

周期行业率先行动，内卷行业的协会及企业开始倡导要求。和以往供给侧改革类似，周期性行业率先形成了影响，2024 年 10 月光伏行业率先召开“反内卷”座谈会，其中以往传统周期行业比如水泥、钢铁、煤炭、养殖等行业纷纷开始进行合理的产能控制，防止无序扩张和竞争。2025 年 7 月 18 日，工信部宣布《十大重点行业稳增长工作方案》即将发布，将推动钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能。

图表 18：光伏储能、钢铁煤炭等行业陆续开始行动落实反内卷

时间	行业	部门	文件/事件	内容
2024 年 10 月	光伏	中国光伏行业协会	行业“内卷式”恶性竞争专题座谈会	强化行业自律：光伏行业协会召开会议，强调防止恶性竞争，避免低于成本的价格战，倡导企业自我约束，合理控制扩张和定价。 解决供需失衡与过剩产能：因供需失衡和同质化竞争，光伏行业价格下跌严重。通过行业自律和创新差异化，推动产能调整和淘汰落后产能。 政策引导：工信部和协会推出措施，打击低价倾销、减少无效产能扩张，并推动价格机制改革，促进行业健康发展。
2025 年 6 月	光伏组件、新能源汽车、储能系统	人民日报	《在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》	破除“内卷式”竞争：文章指出，光伏、新能源汽车、储能系统等行业的内卷式竞争表现为恶性价战争和同质化竞争，导致行业竞争失去节制，影响高质量发展。政府和行业应通过加强监管、完善标准和强化自律来遏制低质低价竞争。 遏制不正当竞争：通过加强产品质量监督、反不正当竞争执法、整治市场乱象等手段，打击劣质低价、侵权假冒等行为，确保市场秩序。 政府和企业行动：加强市场监管，推动行业标准化，支持创新发展，政府与行业协会要引导企业自律，企业如宁德时代等也主动推动产业链技术创新，避免“内卷”现象。
2025 年 7 月	新能源汽车	工业和信息化部等部门	新能源汽车行业座谈会	加强行业自律：会议要求发挥行业协会作用，倡导合法、公平、诚信、正当、有序的竞争，抵制“网络水军”“黑公关”等网络乱象，营造积极向上、文明有序的发展环境。 加强监督检查：深入推进产品价格监测、产品一致性监督检查等工作，开展网络乱象专项整治和质量监督，确保产品安全和质量可靠。 健全长效机制：进一步完善政策举措，加强全国统一大市场建设，推动汽车产业提质升级，并建立与新能源汽车企业的交流会商机制，营造良好发展环境。
2025 年 7 月	水泥	中国水泥协会	《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见》	推动行业结构优化与转型升级：中国水泥协会通过贯彻《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》，要求各企业落实产能置换政策，推动水泥行业结构优化和转型升级，防止“内卷式”竞争。 落实政策要求：对于实际产能大于备案产能的企业，要求尽快补齐产能差额，并完善相关手续，确保依法依规组织生产，避免恶性竞争和资源浪费。



2025年 7月	光伏产业	工业和信息化部	第十五次制造业企业座谈会	聚焦加快推动光伏产业高质量发展，提出依法依规、综合治理光伏行业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，实现健康、可持续发展。
2025年 7月	建筑	国务院国资委党委和全国工商联党组	《关于号召建筑行业党组织和广大党员在营造风清气正行业环境中走在前作表率倡议书》	摒弃“内卷式”竞争：建筑行业面临转型升级压力，倡议书提出，行业企业要摒弃盲目扩张和过度负债，避免“内卷式”竞争，追求内在价值和长期价值，维护市场秩序。 推动科技创新与转型升级：国务院国资委强调，建筑行业要加大产品研发和科技创新力度，推动行业向高端化、智能化、绿色化发展，摒弃单纯的“价格竞争”，转向有技术含量的“价值竞争”。
2025年 7月	邮政快递	国家邮政局	党组会议	反对“内卷式”竞争：会议强调，要旗帜鲜明地反对“内卷式”竞争，推动邮政快递领域的市场制度规则完善，整治末端服务质量问题，为建设全国统一大市场贡献力量。 加强行业监管：要求全行业加强行业监管，依法依规整治市场中的不正当竞争行为，推动邮政快递业的健康发展。
2025年 7月	煤矿	国家能源局	《关于组织开展煤矿生产情况核查，促进煤炭供应平稳有序的通知》	加强煤炭产能管理：为了避免“内卷”式竞争，国家加强煤炭产能的管理，要求煤炭生产企业严格遵守国家规划，避免盲目扩张产能，促进煤炭行业有序发展。 限制产能过度扩张：对于部分企业过度扩张产能的现象，要求各企业按照国家的产能规划进行生产，避免“内卷”式的低效产能竞争。 评估煤炭生产计划：加强对煤炭企业生产计划的评估，特别是对于那些可能存在不合规或过度生产的企业，将进行严格审查和处理，以确保产业的健康运行。
2025年 7月	钢铁、有色、石化等十大重点行业	工信部	国新办举行新闻发布会介绍2025年上半年工业和信息化发展情况	推动产业结构优化与淘汰落后产能：工信部将发布稳增长方案，推动重点行业（如钢铁、有色金属、石化等）着力调结构、优化供给、淘汰落后产能，从而避免“内卷式”过度竞争，促进行业的健康发展。 提升发展质量与创新驱动：工信部强调科技创新与产业创新的融合，推动产业向高端化、智能化、绿色化发展，提升产品和服务质量，避免单纯的价格竞争，推动产业转型升级。 优化行业发展环境与标准引领：通过强化行业自律、标准作用和产能监测预警，优化产业生态，推动行业健康有序发展，避免低效竞争和资源浪费。
2025年 7月	民航	中国民航局	2025年全国民航年中工作电视电话会议	综合整治“内卷式”竞争：会议提出，要加快构建民航领域统一大市场，并进行综合整治行业“内卷式”竞争，避免不正当竞争和低效资源配置，推动民航行业健康有序发展。 提高效率与优化资源配置：通过提升运输效率、减少行业内低效竞争，进一步提高行业整体运行效率和效益，促进资源的有效配置和利用。
2025年 7月	生猪	农业农村部	推动生猪产业高质量发展座谈会	强化产能调控与避免过度扩张：会议强调要严格落实生猪产业产能调控举措，合理淘汰能繁母猪，适当调减能繁母猪存栏，控制肥猪出栏体重，严控新增产能，防止“内卷式”过度竞争和产能的无序扩张。 促进产业转型升级与提高竞争力：推动生猪产业全产业链转型升级，强调加快畜牧业设施设备更新改造，推动物联网、大数据、人工智能等先进技术应用，提升产业的数字化、智能化水平，提升整体竞争力，避免低效的资源浪费和恶性竞争。

来源：政府网页等，国金证券研究所

化工作为典型的周期性行业，“反内卷”的必要性尤为突出，供给端的变化有望带动行业



形成本质性变化。化工的供给和需求的匹配错位形成了明显的周期属性，自 2020 年以来，国内化工行业的投资尤其明显，企业追求规模化和一体化布局，高盈利转化为高投资，行业供给压力大幅提升，形成了非常明显的产能过剩压力。从破局的角度看，供给端的管控是速度快、管控力度和效果更为明显的方式。此次的政策出台，化工作为供给端压力尤为明显的行业，预估将是重点进行“分内卷”的领域，预估也将对化工行业的供给格局形成明显变化。而从顺序上看，化工和其他行业有所不同，化工行业的复杂度相对较高，行业影响面较广，进行供给管控过程中，需要额外收集和管控更多要素，而从管控落地情况看：

①反内卷有必要性：反内卷是目前化工行业解决核心矛盾的关键方式，触及根本问题，效果明显、解决迅速；

②强约束需要时间：相比于其他传统周期性行业，化工行业的特殊性使得执行复杂性高，难度大，政策出台前需要有全面的数据了解，且需要有合理且能够落地执行抓手，因而对应政策落地执行较难位于先期排序；

③执行情况分行业：化工产品种类多，赛道多，不同行业的执行和抓手会有明显不同，行业差异相对较大，政策的落地执行也同时需要考虑后续价格的变化和影响，预估不同赛道也会有差异；

化工行业的供给侧管控势在必行。和这一轮多数周期性产品类似，化工行业的产能供给压力明显，需求消化能力支撑不足，供需矛盾突出明显：①2020 年后，对于高能耗产能的审批难度有所提升，形成最后“窗口”预期，能耗指标向产能大幅兑现；②高盈利后再投资，受到企业发展的惯性思维影响，低分红高投资，以期获得进一步成长空间；③企业进一步抢占市场份额，通过低成本产能扩张，获得市场话语权，以期实现格局优化；④资源和加工制造环节深度绑定，一体化项目投资获得资源布局，从而形成加工环节的竞争压力；⑤新型赛道的聚集性投资带来的产能集中释放和低价无序竞争问题。

- 需求端支撑难以大幅增长，国内外市场消化难度大；
- 化工产品价格下行影响了多数下游制造端的产品定价。前期的项目建设进入释放期，伴随多数产品产能释放，供给压力持续提升，产品价格明显调整，进一步影响到下游多个行业的产品定价；
- 化工生产的要求较高，供给端具有持续的监管意义。化工生产过程中涉及到较多的环保、安全等监管要求，部分生产过程中涉及到高温、高压、有毒、易爆等危险环节，出于监管安全保证，行业老旧产能和安全环保监管具有重要意义。

化工在供给侧反内卷的强约束落地过程中，化工的排序未必前一前二。虽然化工现阶段周期性的产能过程严重，但对于化工行业的特殊性也使得化工同时需要做更多的准备摸排工作，从而使得化工在反内卷过程中，不容易作为“最早的典型案例”：

- 单纯的落后产能淘汰并不一定能够完全解决问题：化工多数行业属于重资产投资，且伴随生产工艺和装置成熟度的提升，化工装置的单套规模不断放大。2016 年行业经历了一次供给侧产能出清，历史上规模相对较小，生产工艺落后的装置也进行了一波出清，部分行业解决老旧产能并不能本质性影响现阶段的行业供给问题，但新建装置的建成时间相对较短，淘汰难度大，解决问题方案较为复杂；
- 化工产品种类丰富，大小规模差异大，部分行业并不适用统一方案：化工的产品种类非常多，越向下游产品分散度就越明显，不同产品的生产要素侧重也有明显差异，行业规模差异明显，不同的产品定性也决定了产品产能过剩并不能够统一衡量；
- 供给侧产能出清同时伴随着明显的税收、就业等地方压力：化工装置多数具有明显的集群效应，生产产线同时设计多很多其他产线的协同和副产物、公用设施等问题，且年头较长的生产线，装置的人员配套数量反而越多，相关的税收和人员就业问题影响较大；
- 产品的多指标核算复杂，不同企业的经营决策考虑也具有明显差异：化工产品生产天然具有一定的复杂性，装置设计过程中伴随着副产物供应、柔性调节、一揽子产品等问题，龙头企业在生产过程中追求整体效益最大化，阶段性具备更低的价格接受能力；部分企业通过技术和设备优化、精细化管理等能够具有明显的成本优势，因而在供给侧管控过程中，也需要额外考虑多重因素。

在经济发展不同阶段，供需的影响程度有明显不同。低基数阶段，供需变化需要有需求的大幅支撑；高基数阶段，供给端的有效变化往往更快见效。从需求变化的情况看，经济体量大，发展具有一定的惯性，当需求增速逐步进入新区间内，想要扭转增速，需求投入的大量的资源；化工作为吃穿住行用多个领域的中上游环节，下游布局广，单一需求领域的变化，能够对直接上游产生影响，但产业链越向上，影响逐级减弱，因而需求端的大变化



仍然足以对化工行业产生明显影响,但短期看供给的政策影响在现有环境背景下更为直接。

二、化工供给侧具有提供弹性基础，边际变化值得重点关注

2.1、行业发展逐步进入稳态后，供给侧管控效果有望更持久

化工行业的供给侧抓手相对较多，能够通过环保、安全整治、能耗管控、落后产能淘汰等方式形成供给侧约束。化工作为多数领域的上游材料供应环节，具有一定的生产特殊性，很多产品的生产涉及到危险环节，比如高温高压、易燃易爆、有毒有害等，由于产品布局的复杂性，化工行业多数产品需要进入化工园区生产，项目申报需要严格把关，装置运行需要安全平稳，生产废物需要合规处理，因而在化工行业，供给侧的管控抓手相对较多，环保、安全、能耗、审批等都可以成为行业供给侧管控落地的关键抓手。

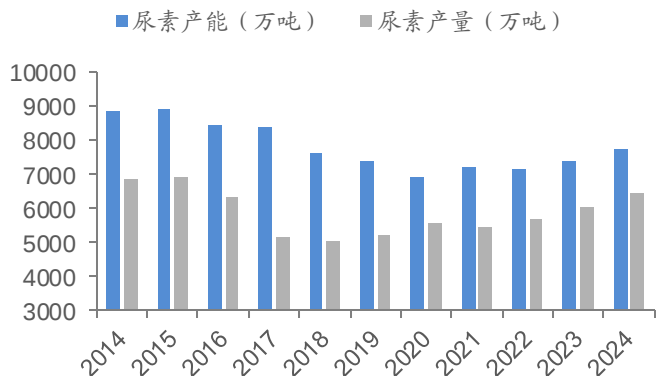
- 环保监管:2016年国家成立中央环保督察组,针对全国31个省市开启多轮环保督察,局部区域也相继提出长江大保护等具备整治重点,2017、2018年蓝天保卫战开启,各个区域政府持续对当地生产企业进行环保整治,淘汰了大批小规模、三废处理不合规,生产装置老旧的化工产能;

图表19: 环保监管政策的出台对化工行业确实产生明显影响

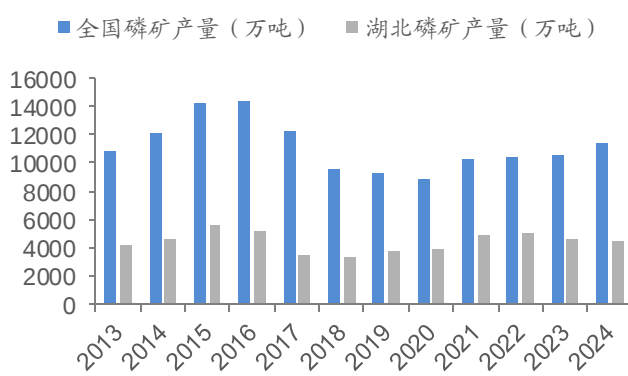
发布时间	文件/会议	主要内容
2016年1月	重庆-推动长江经济带发展座谈会	为长江经济带发展定下了这一总基调、大方向:“共抓大保护,不搞大开发”
2016年7月	第一批中央环境保护督察工作全面启动	通过督察,重点了解省级党委和政府贯彻落实国家环境保护决策部署、解决突出环境问题、落实环境保护主体责任情况,推动被督察地区生态文明建设和环境保护工作,促进绿色发展。
2017年3月	政府工作报告	坚决打好蓝天保卫战。开展重点行业污染治理专项行动。对所有重点工业污染源实行24小时在线监控,确保监控质量。明确排放不达标企业最后达标时限,到期不达标的坚决依法关停。严格环境执法和督查问责。对偷排、造假的,必须依法惩治;对执法不力、姑息纵容的,必须严肃追究;对空气质量恶化、应对不力的,必须严格问责。
2018年6月	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	加快城市建成区重污染企业搬迁改造或关闭退出;重点区域禁止新增化工园区,加大现有化工园区整治力度。各地已明确的退城企业,要明确时间表,逾期不退城的予以停产。 严控“两高”行业产能。加大落后产能淘汰和过剩产能压减力度。加大超标处罚和联合惩戒力度,未达标排放的企业一律依法停产整治。

来源:政府网站等,国金证券研究所

图表20: 退城入园+产能淘汰影响尿素供给



图表21: 长江大保护大幅度影响磷矿供给





来源：卓创资讯，国金证券研究所

来源：国家统计局，国金证券研究所

- **安全治理**：在过去化工的资源开采环节常常容易受到生产安全治理的影响，针对生产安全设施的要求不断提升，2019 年响水事故后，我国化工重点省份开始陆续进行大规模安全整治，针对生产安全不合规企业进行关停，化工退城入园进一步推进，化工聚集点不再进行新项目审批等，化工行业的新增项目审批手续大幅提升，也带动了部分落后产能的淘汰和升级；

图表22：响水事故后化工大省开始重点监管和整治

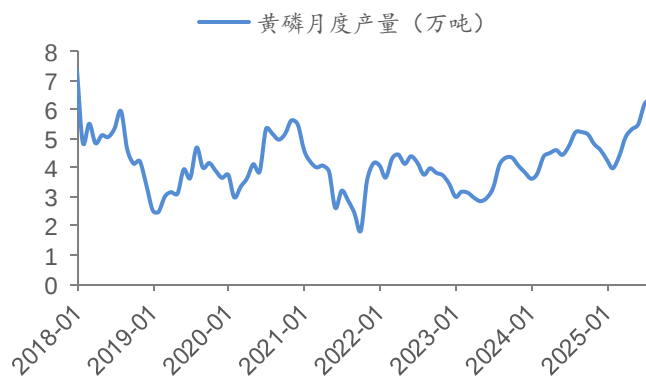
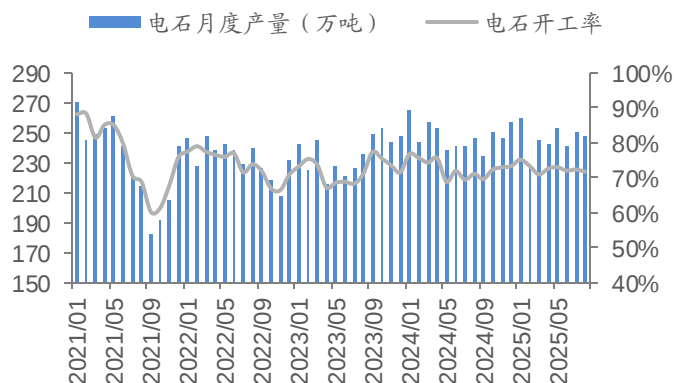
发布时间	文件/会议	主要内容
2019 年 4 月	《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》	关闭安全和环保不达标、风险隐患突出的化工生产企业，限期取缔和关闭列入国家淘汰目录内的工艺技术落后的化工企业或生产装置，加快退出或转型产能过剩和市场低迷的一般化工品生产加工能力，取消安全环保基础设施差和管理不到位的化工园区（集中区），大幅压减低端落后化工产能。
2019 年 5 月	山东省《全省危险化学品安全生产专项整治行动实施方案》	坚决关停安全不达标企业。停产或关闭安全条件不达标、风险隐患突出的企业，限期取缔和关闭列入国家淘汰目录的、工艺技术落后的企业或者危险化学品生产、储存装置，严厉打击各类非法违法生产、经营和建设行为。
2019 年 11 月	江西省《全省安全生产集中整治工作方案的通知》	监管执法宽松软的问题。不能正确处理放管服的关系，只放不管或简单化限制执法，放松对企业的安全监管；监管执法队伍班子不强、作风不实，对企业负责人法制教育不到位，开展执法检查不严不实不深入，对违法违规企业不敢动真碰硬，该停不停、该关不关，放任违法企业一路“整改”、一路“绿灯”，长期“带病”生产。
2020 年 4 月	《全国安全生产专项整治三年行动计划》	深化源头治理、系统治理和综合治理，完善和落实重在“从根本上消除事故隐患”的责任链条、制度成果、管理办法、重点工程和保障机制，建立安全隐患排查和安全预防控制体系，扎实推进安全生产治理体系和治理能力现代化，事故总量和较大事故持续下降，重特大事故要得到有效遏制，全国安全生产整体水平明显提高

来源：政府网站，国金证券研究所

- **能耗管控**：化工虽然不及钢铁等行业的能源消耗量大，但石化、化工生产过程中也设计大量的能源消耗和碳排，通过对能耗和碳排的管控，不仅能够对存量的生产装置进行有效的监管，同时也能够限制无序的新增产能建设。我国早期就已经开始有重点化工省份开始针对能耗进行管控约束，早在 2014 年，发改委就印发了《重点地区煤炭消费减量替代管理暂行办法》，2018 年，山东开始执行《山东省 2018—2020 年煤炭消费减量替代工作方案》，在十三五期间煤炭消费总量压减 10% 左右；2021 年我国明显加强了能耗管控，对于存量生产和新增项目进行约束，形成明显的供给侧管控；

图表23：21 年能耗管控对电石行业开工影响

图表24：21 年能耗管控对黄磷行业开工影响



来源：卓创资讯，国金证券研究所

来源：卓创资讯，国金证券研究所

- **项目审批**：化工行业生产过程中涉及到部分关键产品的环节，具有比较明显的审批限



制，比如光气、硝酸铵等产品，部分生产环节也具有一定的危险性，对于具体中间原料的管控，或者对于具有一定危险性的生产工艺或者反应类型进行审批限制，可以明显对系列产品形成供给端管控。

新项目严审批、规划再审查、落后项目淘汰将有望成为中期供给端强约束的“三把利剑”。从供给端管控，一方面是对供给端新增项目的严格管控，以防无序新增，另一方面也是对存量装置的摸排和优化。从化工的角度看，新项目审批、规划项目落地和落后产能淘汰是其中对增量和存量管控的关键环节：

- **新项目审批：**采用全国统一的项目审批标准，严格执行国家针对不同细分产品的项目建设要求，重要项目审批权限统一回归，将能够有效的落实产业政策，从而杜绝区域差异、权限分散带来的执行不到位问题。
- **规划再审查：**自 2020 后期到 2021 年，化工迎来的明显的景气周期，选中阶段性表现良好的产品或者具有较大成长空间的赛道进行投资是多数企业处于特定时间点的选择，时至今日，很多项目已经不具有投资价值，很多规划未建的产能如果继续投放将进一步加大行业内卷态势。再梳理将对行业现有潜在压力的减负，也杜绝了最后窗口期带来的盲目投资。
- **存量优化淘汰：**对现有存量项目进行梳理后，落后小规模产能，安全隐患产能，工艺升级迭代等方式，直接减少现有供给，形成供给出清，最大程度上缓解产品过剩压力。

无论是采用环保监管、安全整治、能耗管控，一旦有明确的政策要求，化工行业形成供给端的行业约束具有能够落地执行的可能性和空间。因而供给侧的强约束的效果更多取决于政策的落地执行情况和政策监管的持续时间。

供给侧约束如果能够持续落地，这一轮后的部分化工品属性将有明显改变。化工产品之所具有明显的周期，核心在于供需错配，其中供给大幅产生在于企业决策（自身有相对优势、行业发展趋势等）、技术壁垒（关键材料、专利、工艺、生产要素等）、项目审批（符合政策要求，有建设容量等）。此次供给侧如果能够形成长期有效的强约束，在企业决策、技术壁垒和项目审批都呈现出明显的不同，从而根本上改善周期性产品供给端投放的长期趋势，带动周期性产品也能够获得较长时间的盈利空间。

- **技术壁垒：**从发展阶段看，现阶段和 2016 年的供给侧产能出清的环境仍然有明显不同，2016 年虽然处于产能过剩状态，但是多数行业仍然处于技术工艺迭代升级优化过程，新建装置可以通过新工艺、大装置构筑相对优势；而进入 2025 年，国内化工经过两个“20 年”的技术追赶，已经在大宗产品领域形成了自己的生产优势，技术工艺迭代进入明显的放缓阶段，在多数产品已经实现充分自给，常规化的生产工艺未有明显区别，新建线和运行线的差距有限；且目前生产用能模式及体系相对成熟，装置“绿色化”升级的成本压力依然维持较高水平，没有办法形成成本颠覆；
- **企业决策：**①规模优势带来的投资节约、人工节约、单耗下降的空间较为有限，新增产能难以构建差距明显的成本优势，从企业决策角度看，新建装置带来的成本优势明显缩减，投资动力减弱；②产品工艺优化逐步从整体优化进入个体改善阶段，能够有成本优势的企业数量有限，相较于全行业争取规模化优势，供给新增压力明显下降；
- **项目审批：**前期由于决策审批割裂状态有望形成明显改善。早在上一轮供给侧改革前，我国就已经开启了能耗管控的倡导，但不同地方的落实情况差异明显，部分地区已经明年收紧了指标审批，部分地区由于前期发展指标盈余还有进一步投放空间；且受到税收、就业等多重因素影响，不同地区都希望能够有大项目、有前景的项目落地，资源绑定、优惠政策、指标空间等成为了产能过度投放的导火索。此次供给侧政策，非常重要的差异在于“统一大市场”的要求，不仅仅提出了基本要求，非常明确的针对地方招商引资乱象、政绩观偏差进行纠正。在相对统一的项目推进和审批过程，新增产能基本符合国家政策方向，要求不会有地方缺口，从而将对项目审批形成有序管控。


图表25：《求是》杂志发表总书记文章《纵深推进全国统一大市场建设》

要点	基本内容
“五统一、一开放”	统一市场基础制度，特别是实现产权保护、公平竞争、质量标准等制度的统一； 统一市场基础设施，打通物流、资金流、信息流，健全现代商贸流通体系； 统一政府行为尺度，地方在推动经济发展特别是招商引资时，哪些能干哪些不能干有明确规矩，不能各行其是； 统一市场监管执法，明确市场监管行政处罚裁量基准，一把尺子量到底； 统一要素资源市场，促进自由流动、高效配置，减少资源错配和闲置浪费。 “一开放”，就是持续扩大开放，实行对内对外开放联通，不搞封闭运行。
整治企业低价无序竞争乱象	“内卷”重灾区，要依法依规有效治理。更好发挥行业协会自律作用，引导企业提升产品品质，实行优质优价，反对低价劣质。推动落后产能有序退出，实现市场动态出清。线上线下一体治理。
整治政府采购招标乱象	重点整治最低价中标、以次充好、利益勾连等突出问题。规范政府采购和招标投标，加强对中标结果公平性审查，健全企业正常申诉渠道，完善投诉处理机制。
整治地方招商引资乱象	要制定全国统一的地方招商引资行为清单，明确鼓励和禁止的具体行为。建立健全规范的财政补贴政策体系。加强招商引资信息披露。对违规行为查实后要严肃处理。
推动内外贸一体化发展	畅通出口转内销路径，提高国内国际标准一致性，建设内外贸一体化综合服务平台，培育一批内外贸优质企业，开展“外贸优品中华行”活动。
补齐法规制度短板	修改完善招标投标法、价格法等法律法规，强化制度标准的刚性约束。持续开展规范涉企执法专项行动。健全有利于市场统一的财税体制、统计核算制度和信用体系。
纠治政绩观偏差	完善高质量发展考核体系和干部政绩考核评价体系。对违规招商引资、搞地方保护、新官不理旧账等行为，及时批评纠正，对性质恶劣的严肃追究责任。

来源：求是网，国金证券研究所

从长远端看，此次如果能够落地供给端强约束，很多化工产品的大幅周期波动属性将有所降低，产品的盈利将获得修复，且能够维持一定的利润空间。

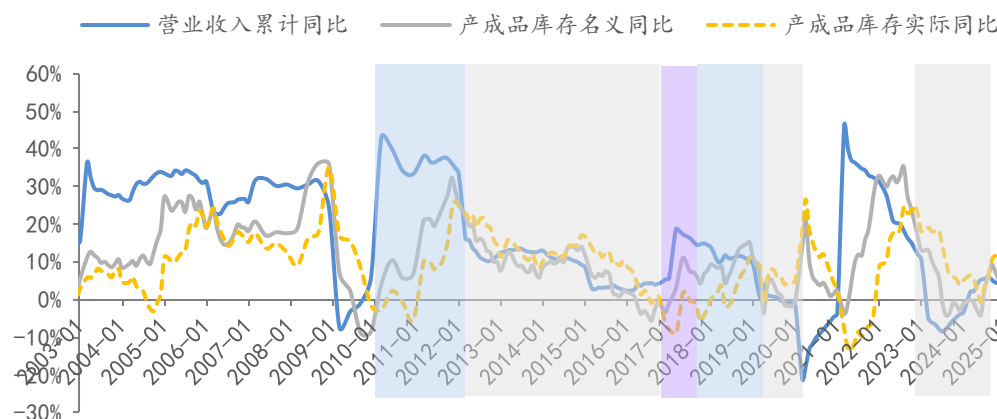
本轮“反内卷”一大新的亮点将有望带动部分行业先期形成供给约束，获得盈利修复。在文章前面有提过，化工由于其复杂向，反内卷执行有必要，且有迫切性，但化工行业的复杂性也使得化工难以成为传统周期行业内率先落地强约束的行业。但纵观本轮反内卷的行业环境，反内卷的发展从供给侧“强限制”向“软约束”进一步延伸，通过行业自发协同等方式，有望在中短期弥补政策时间差，在先期带动部分行业成为反内卷“表率”。在这一轮化工行业摸排化工行业内运行 20 年以上装置之前，已经率先有行业构建了头部企业的交流机制，能够通过企业自发的控量带动利润的修复，虽然其中成败案例皆有，但“软约束”已经能够先期带动部分赛道确立筑底信号。

2.2、行业出现筑底信号，经营开始出现向常态化回归迹象

虽然为形成补库行情，但库存已经连续一年回正，悲观预期获得一定的修复。2022 年下半年来，虽然行业一直处于主动降库存过程，但库存出清并未非常彻底，实际库存见底不深，此后虽然库存压力并不非常大，但没有出现集中性的补库趋势或者状态，行业对于后续的预期相对悲观，库存控量较为明显，但自去年下半年开始，无论是名义库存还是实际库存都已经超过 12 个月持续同比正向变化，且进入进入二季度，库存开始出现一定的回升，虽然幅度相对有限。此次库存变化虽然不能指引行业出现库存周期，但能够体现出下行悲观预期开始有所修复，下游虽然仍谨慎备货，但已经开始回归行业正向发展。



图表26：化工产品库存同比连续十二个月归正

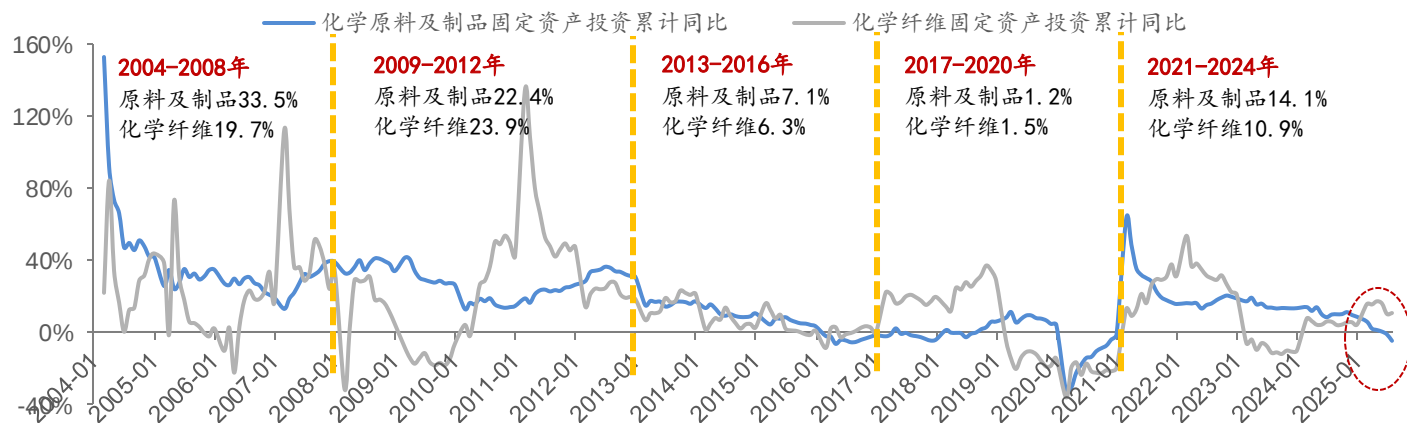


来源：Wind，国金证券研究所

固定资产投资进入负值区间，投资大周期基本结束。虽然从投资到产能释放兑现仍然有一定的时间，但自 2025 年 6 月起，化学原料及制品固定资产投资已经进入累计同比负向变化阶段，行业投资大周期基本接近尾声。除 2020 年的特殊情况外，这样的行业变化出现只出现在 2016 年供给侧约束阶段。

虽然现阶段行业的供给压力依然存在，但我们仍然坚持之前的观点，目前多数企业的盈利都位于底部，且多数产品进一步下行的空间有限，无论是情绪面还是基本面，在没有更差的情况下，边际变化容易带来放大作用，提振阶段性的成交情绪，带动产品盈利形成一定的提升，改善行业及市场的情绪。

图表27：化工固定资产投资同比数据已经进入负值阶段



来源：Wind，国金证券研究所

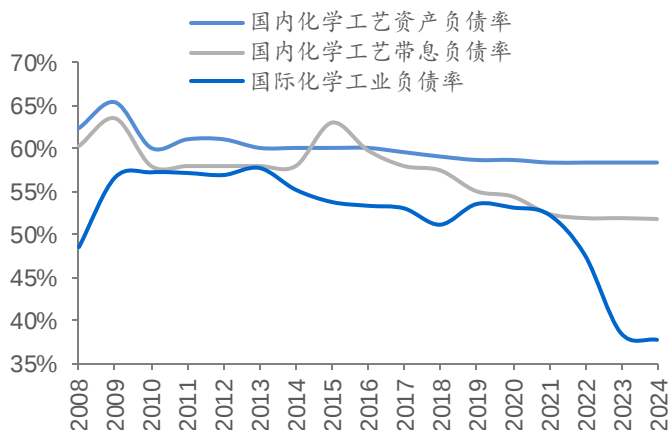
企业负债率持续下行，但仍然较国际化工企业的负债水平有所差距。近几年来，我国企业的负债率持续下行，但是相较于海外企业的负债率下行幅度明显不足，海外企业的集中产能建设明显领先中国，近 10 年多的时间，新增资本有所放缓，多数以偿还负债和分红为主，而国内企业持续进行项目投资，负债率下行相对较缓。自 2022 年以来，国内化工企业的负债率基本进入相对平稳阶段，在盈利明显进入下行区间，负债率维稳，新增资本开支的意愿和幅度也有持续性下降。

2024 年化工企业有息负债率开始呈现微幅下降，预估伴随资本开始逐步收窄，国内企业有望逐步开启类“海外”发展路线，现有装置的盈利一方面进行报表优化，降低负债水平，另一方面，提升股东回报比例。

近两年化工上市公司的分红比例明显抬升，预估后续仍将持续。2021 年是很多化工企业的盈利高点，但由于多数企业规划了再投资项目，行业的分红比例反而出现了明显下滑，进入 2023 年，化工行业的分红比例迅速回升，投资决策明显减少，分红比例创历史新高。

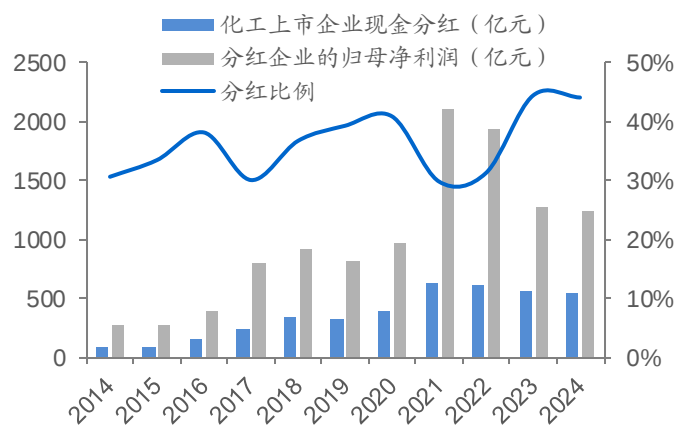


图表28：国内化工负债率仍然处于持续下行过程



来源：Wind，国金证券研究所

图表29：化工上市企业的分红开始有明显提升



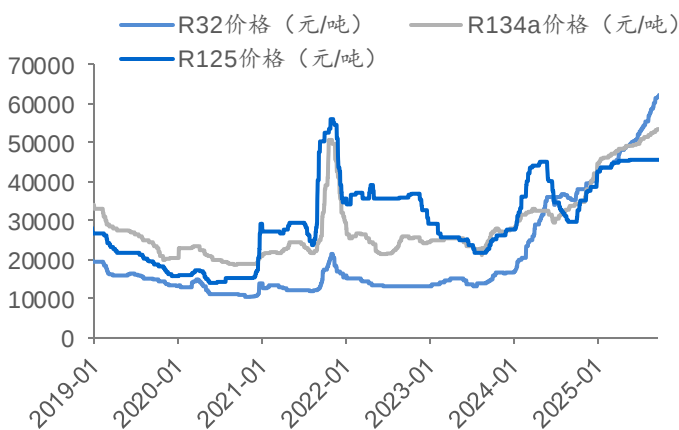
来源：Wind，国金证券研究所

2.3、供给绝对管控有效案例：制冷剂业绩双向提升

纵观这么多化工产品，制冷剂是我们认为反内卷执行落地最有效的行业，行业在配额约束下，突破以往的夹心行业状态，构筑了稳固的行业协同，形成价格反制。

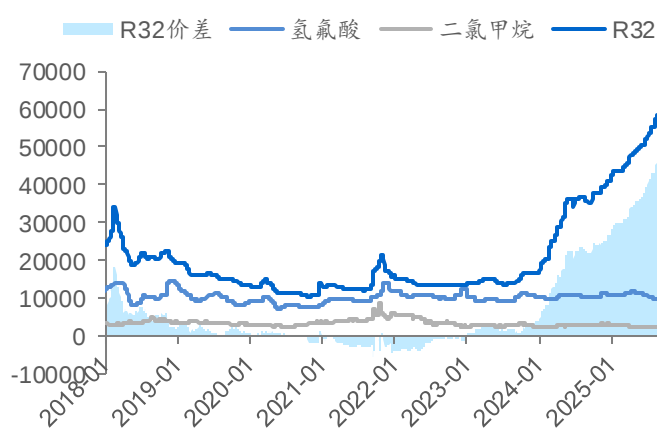
制冷剂行业在经过窗口期后盈利就进入触底阶段，伴随配额制有效实施，制冷剂的价格不断上行，生产企业的盈利持续兑现。根据蒙特利尔协定，2020-2022年是三代制冷剂的配额基准年，确定配额后，2024年开始行业进入到配额管控阶段。在配额约束阶段，各家企业为了获得更多配额进行激烈的争抢，即使阶段性亏损也要坚持做量的布局，但进入2023年行业开始回归自由竞争阶段，在还没有供给约束阶段，行业内的企业回归市场化竞争，由于制冷剂的产能供给充裕，产品盈利难以形成较好的改善，产品仅保持不亏损运行，但进入2024年开始，配额约束下，行业形成典型的卖方市场，经过极短时间的摸索，行业快速形成协同定价，产品价格一路上行，价差快速放大。

图表30：主要三代制冷剂产品价格变化（元/吨）



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表31：R32 产品价差变化（元/吨）



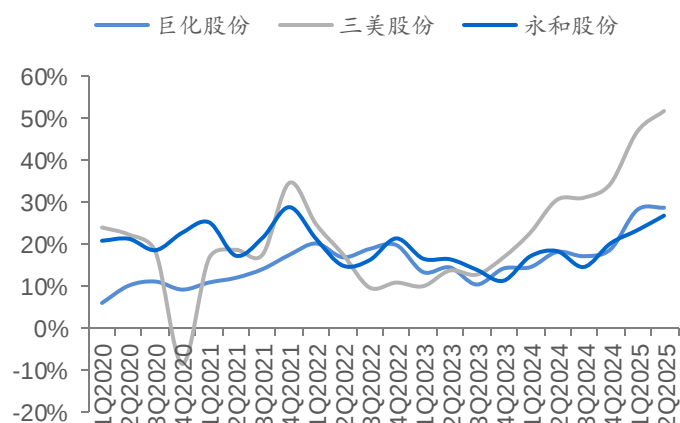
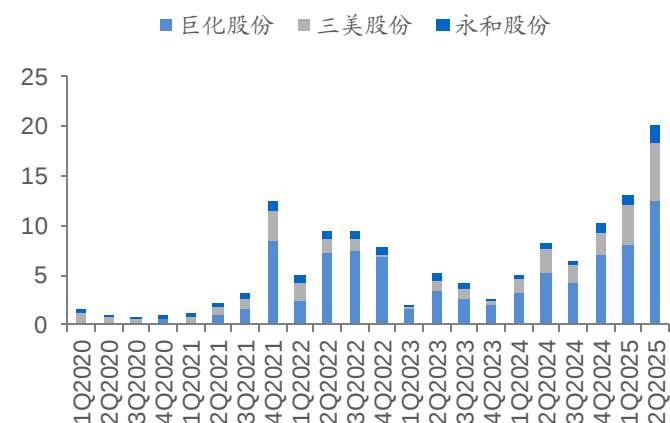
来源：百川资讯，国金证券研究所

制冷剂是典型的供给侧约束转变产品定性的典型案例。在未进入配额约束阶段，三代制冷剂的技术已经获得突破，行业内龙头企业虽然市场占比居多，但是仍然有较多的小规模产能，产品差异度不高，属于典型的大宗化工产品，产品定价同时受到上游萤石、氢氟酸，以及下游空调厂商的影响，自身的定价权相对较弱；但进入配额约束阶段，三代制冷剂的配额管控给与了行业供给端强约束，没有新增产能进入，行业形成协同，产品价格上行空间和盈利兑现时间发生明显改变，行业将处于长周期高盈利状态。



图表32：制冷剂代表企业的盈利变化情况（亿元）

图表33：制冷剂代表企业的毛利率变化情况



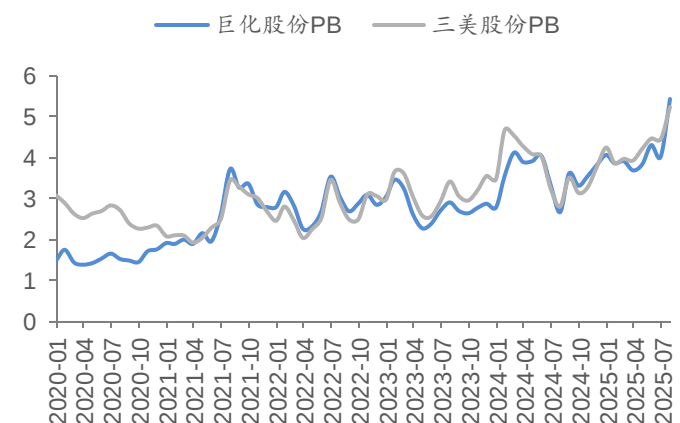
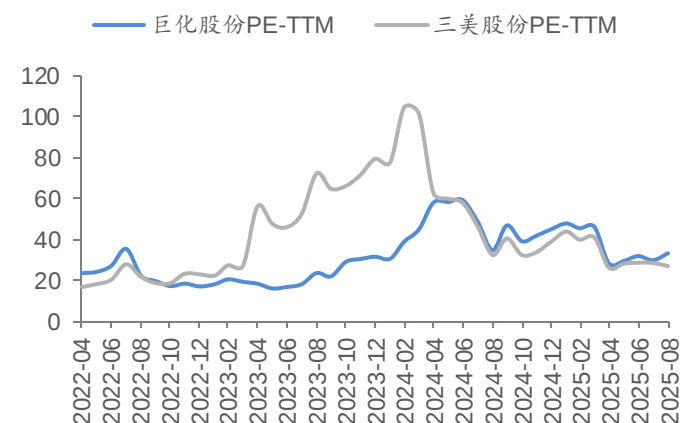
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

制冷剂的估值体系发生明显变化，产品周期属性减弱，估值大幅提升明显。由于行业的供给侧约束，制冷剂产品盈利提升，但和其他周期性产品价格上涨具有明显不同，制冷剂的盈利提升也没有办法有新增供给出现，因而行业的盈利持续时间和幅度大幅提升，相较于周期性成品，制冷剂能够长周期保持较好的盈利水平，估值较周期性产品在盈利高位给与相对低估值的模式有明显不同，制冷剂行业的估值可以明显高于周期性产品，且伴随业绩的持续兑现，可以进一步消化估值进一步提升市场表现。

图表34：制冷剂的市盈率呈现台阶式提升

图表35：制冷剂的市净率有抬升空间



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

作为反内卷最为典型的行业，制冷剂的供给端的强约束给与了行业未来盈利中枢改善，周期性减弱的明确预期，且盈利上行空间大幅提升。相比之下其他行业的反内卷效果虽然不能与制冷剂行业的约束一样，但如果能够对供给端形成管控，“软约束”+“强限制”，未来产品的盈利中枢改变，周期属性减弱，项目投资减弱，对应报表优化、分红提升，估值体系也将随之发生改变。

三、化工产品众多，反内卷该如何选择产品和赛道？

（一）有历史协同或者尝试协同的行业具有的软约束基础

这一轮反内卷有两大变化需要重点关注：其一行业自发反内卷先行，其二明确统一大市场。在此轮各行业集中开始进行供给梳理之前，部分行业或由协会牵头，或由具有议价权企业牵头，开始进行供给端管控以期可以减少行业盈利压力，形成利润回归。当然前期的软约束反内卷行业多数的持续性一般，这和政策环境和产业链上下游都有明显关联，没有后续政策反内卷形成环境支撑，对于行业“联盟”的稳定性，持续时间，兑现程度都有存疑，在多数行业没有涨价预期前，下游对于涨价的接受度也相对一般，软协同带来的反内卷的阻力相对较大。



但如果一旦反内卷的大环境确立，不仅仅是化工行业，更多的周期行业形成了价格筑底信号，行业协同的阻力就有望明显降低。且前期有过协同的行业本身就已经具备一定的反内卷诉求，且能够有一定的协调机制，在前期不成功的经历上，还可以吸取经验，进一步完善行业协同机制。

（二）规模过小的产品难以获得政策的重点监管，具有典型监管属性的行业需重点关注

化工一个非常典型的特征就是产品种类繁多，此次反内卷很重要的是稳固价格体系，避免进一步价格下跌形成连锁影响，而对于化工纷繁的产品赛道而言，对所有产品进行供给端管控难度较高，且耗时较长，小规模产品的价格影响相对有限，因而过小规模的产品通过强管控形成供给约束具有一定的难度。

但是对于化工行业而言，一些特殊的行业属性比如高耗能、高污染、高危险性产品，是非常典型重点监管行业，在进行反内卷过程中，具有标签属性的重点监管行业有望在政策强约束下形成先期管控领域，有利于延续政策重点关注趋势。

（三）软约束要求格局集中，特殊的分散度高的行业有望通过强约束改善格局

化工行业的格局相对重要，如果行业过于分散，一般较难构筑“协同体”，一方面头部企业的市占率不够，难以形成头部话语权，对市场的影响力有限；另一方面，行业过于分散意味着行业的进入壁垒相对一般，对于扩产和新进入的自然约束力度不强，因而软约束难以对这类行业格局形成影响，在未有强管控执行落地前，建议关注格局相对集中，且行业扩产周期进入尾声的环节。

但如果具有特殊属性的分散性行业，供给端的管控反而容易形成较大的行业变化。对于有特殊属性的分散性行业，政策对于能耗、环保的管控容易形成落后产能或者小规模产能的出清，有利于明显改善行业的供需格局，且对于行业集中度有明显提升。

（四）新装置产能占比较高的行业，供给的出清难度大，更多依赖需求端消化

虽然此次反内卷更多是关注供给侧的变化，但对于需求没有增长的行业而言，行业生命周期难以逆转，供给侧的管控也难以针对长周期的发展趋势，且现阶段如果仍然出现于大幅的产能过剩状态，个体的经营决策就相比于行业趋势更为重要，能够形成产能切换，或者精细化布局的企业尚有盈利空间。

对于新装置产能占比相对较多的行业，如果形成了明显的供给压力，供给的管控难度也会相对较大，一方面装置较新，工艺、规模、环保往往都复合要求；另一方面，装置投入巨大，尚未完成折旧的装置难以进行损失淘汰。对于这一类行业，供给端的管控影响很难直接或者短期扭转局面，更多需要关注需求端的消化。

（五）产品有多种生产路线，边际工艺容易形成价格支撑，建议关注低成本工艺

由于不同国家的国情不同，大宗产品在不同国家的主流生产路径也会有明显不同，因而在产品发展过程中容易形成单一产品的不同工艺路线共存的情况。在供给侧管控过程，除非工艺具有绝对的落后性，没有办法形成单一工艺的绝对淘汰，那么产品将长时间持续多种工艺并存的情况，在后续产品不允许低于成本价进行销售的过程中，具有优势工艺的生产装置有望保持持续的利润空间。

四、风险提示

- 能源价格剧烈波动：全球能源价格剧烈波动，将大幅影响化工产品生产成本，对产品盈利形成影响；
- 政策变动风险：国内刺激经济、进出口、反内卷等政策变动将大幅影响国内供需格局，从而影响细分行业的盈利变化；
- 产能集中释放风险：行业内过多产能集中释放将导致行业供给过剩，从而影响行业格局，进一步影响产品价格及盈利；
- 需求大幅波动风险：化工行业属于中上游加工制造行业，会受到终端需求波动风险影响，若需求大幅下滑，会对行业格局产生较大影响。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究