

化工行业2026年投资策略

周期破晓，材料乘风

西南证券研究院

化工研究团队

2026年2月

核心观点

- 全球视角来看，化工行业已经处于新一轮景气周期的起点。我国化工企业在过去几年从做大到做强，具备了更为坚实的利润基础和更为可观的利润弹性。产能端，2022-2025年为我国化工产能的资本开支扩张周期，进入2026年，海外化工产能加速退出，我国化工产能投放明显放缓，低效产能持续退出，供给端进入收缩阶段。需求端，我们重点关注中美两大经济体，2025年美国经济展现出超预期韧性，我国经济同样交出亮丽答卷，国内生产总值超过140万亿元新台阶，按不变价格计算，同比增长5.0%。展望2026年，美国进入降息通道，经济出现衰退的风险较小，而我国2026年重点经济工作中将提振内需放在任务首位，政策工具充足，所以我们认为2026年化工行业的供需改善有望超预期。
- 原材料角度，化工上游原油、天然气、煤炭等能源品种的下行空间已经有限。目前原油供需宽松的基本面和地缘冲突带来的短期供应波动在交织影响原油价格，根据美国能源信息署预测，2026和2027年布油现货价格预测为56、54美元/桶。意味着原油价格的下行波动在2026-2027年将钝化，而未来经济的超预期或地缘冲突等黑天鹅事件更会加大油价的向上波动。原材料端意味着化工行业的成本端也有望走出左侧周期。
- 顺周期化工品中，重点关注资源属性的化工品以及具有黑马属性的地产链化工品。
 - 资源属性分为三类，1) 矿产资源，例如磷矿、钾肥等；2) 指标资源，例如农药、炼化、制冷剂、民爆等；3) 渠道资源，例如复合肥、农药制剂等。从矿产资源看，磷、钾等下游需求既有化肥等传统方向，又有磷酸铁等新兴领域。磷矿石、钾矿作为重要的矿产资源，其下游主要为磷肥、钾肥等化肥品种，受益于全球粮食需求的持续增长。而近年来磷酸铁等新能源电池材料的高速发展也为磷矿石需求创造了新的增量。从指标资源看，大炼化、制冷剂、民爆、部分农药等产能端已受到严格限制。化工行业投资受到环保、工艺、安全性等各方面因素制约。环保督察趋严使得涉及高耗能、高污染、高排放的品种产能指标逐步稀缺，而制冷剂行业受配额管理的影响，指标资源属性突出。从渠道资源看，依赖渠道拓展能力的复合肥、农药制剂等盈利能力更稳定。复合肥、农药制剂等均属于加工型子行业，具有差异化产品能力，或更强的下游客户粘性的企业将具有更高定价权，从而获得更稳定盈利水平。
 - 除此之外，我们也看好地产链化工品走出黑马属性。目前市场对于地产链需求修复的预期较低，但一方面，我们看到进入2026年，改善和稳定房地产市场预期的重要性进一步增强，地产刺激政策陆续推出且仍有发力空间，需求回暖有超预期的可能性；一方面地产链相关化工品的供给集中度在逐步提升，供需改善的节奏比以往更快更容易，故我们认为地产链将在2026年具备更大的修复弹性。

核心观点

- **材料类化工品中，重点关注国产替代以及产业趋势下的新材料。**从我国自身发展角度，十五五规划中，明确了加快新能源、新材料、航空航天、低空经济等战略性新兴产业集群发展，提到了先进材料、生物制造等重点领域，同时我国2030年前实现碳达峰的目标也进入关键阶段；从国际形势角度，十五五大国博弈将更加复杂激烈，国产替代刻不容缓，所以我们看好材料类在十五五时期的快速发展机遇。重点关注润滑油添加剂、半导体材料、SAF等生物基材料、商业航天以及人形机器人相关材料等。
- **建议关注：**华鲁恒升、新凤鸣、云天化、兴发集团、川恒股份、亚钾国际、新洋丰、扬农化工、润丰股份、易普力、广东宏大。
- **相关标的：**万华化学、龙佰集团、博源化工、恒力石化、荣盛石化、桐昆股份、东方铁塔、史丹利、云图控股、中农立华、巨化股份、三美股份、国瓷材料、金发科技、利安隆、瑞丰新材、兴福电子、昊华科技等。
- **风险提示：**行业产能持续投放的风险、上游原材料价格波动的风险、下游需求持续低迷的风险、进出口政策扰动的风险等。

目录

1、全球化工格局向好，国内化工更具弹性

2、顺周期：三大资源方向

3、顺周期：重视地产链的黑马弹性

4、新材料：关注国产替代以及产业趋势

5、投资建议

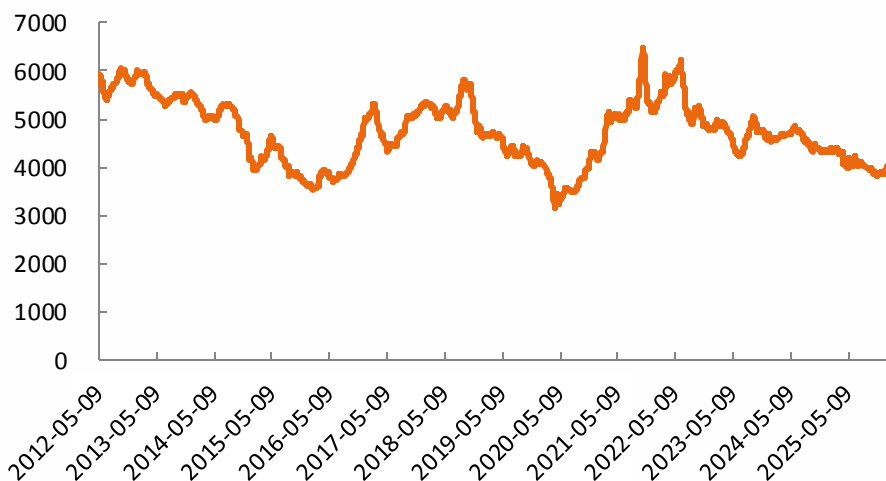
6、风险提示

1 全球化工格局向好，国内化工更具弹性

- 中国化工产品价格指数（CCPI）2022年以来持续回落。CCPI体现了化工行业的景气度，2022年6月以来CCPI持续回落，进入2025年，CCPI回落趋势有所放缓。代表了我国化工行业经历了2022年以来景气下行之后，2025年进入底部盘整阶段。2025年11月以来，CCPI触底反弹。
- 中国化资本开支转负。2025年6月，化工行业固定资产投资完成额累计同比-1.10%，为2021年以来首次转负，意味着化工行业供给侧已走向出清，此后同比降幅逐步扩大。2024年12月的中央经济工作会议明确将“综合整治‘内卷式’竞争，规范地方政府和企业行为”列为2025年的重点任务之一，2026年“反内卷”整治行动继续向纵深推进。在“反内卷”政策指引下，化工行业供给有望加速优化。

中国化工产品价格指数

— 中国化工产品价格指数



中国化工固定资产投资完成额累计同比（%）

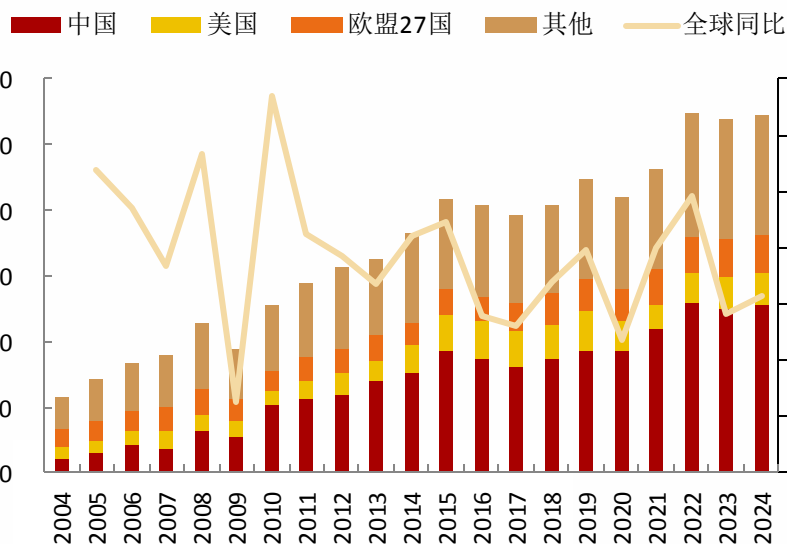
— 中国:固定资产投资完成额:制造业:化学原料及化学制品制造业:累计同比



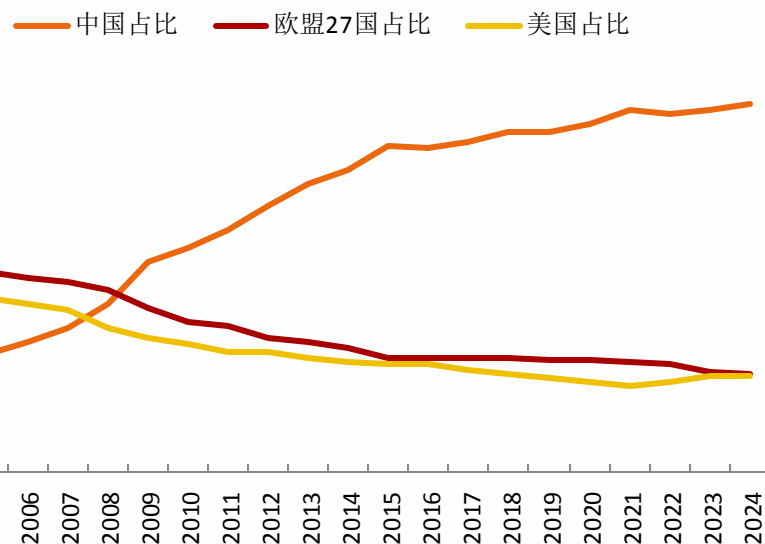
1 全球化工格局向好，国内化工更具弹性

- **全球化工资本开支按下暂停键。**根据欧洲化学工业理事会（CEFIC）数据，2021-2022年全球化学品行业资本开支较高，2023-2024年全球化学品行业的资本开支同比增速已经下降至0%附近。从2025年运行情况来看，海外化工企业减产停产事件频出，我国的化工资本开支也进入收缩区间，故我们判断2025年全球化工资本开支仍然为暂停新增状态。
- **我国化工产业在全球的市占率明显提升。**同样根据CEFIC数据，我国化学品在全球的市占率从2004年的13%快速提升至2024年的47%，意味着我国对于全球化工产业景气的重要性明显提升。

全球化工资本支出按下暂停键（百万欧元）



中国化学品全球市占率持续提升



1 全球化工格局向好，国内化工更具弹性

- **海外产能关停加速。**2025年全球石化化工行业产能关停加速，除欧洲大量石化项目关停外，日韩企业也宣布了大量关停计划。例如日本三井公司宣布其市原工厂苯酚生产装置将于2026年前逐渐关停；东丽集团精对苯二甲酸（PTA）装置将于2026年内停止生产；韩国则是由政府牵头，多家企业协议减产，计划在未来数年削减270万~370万吨/年石脑油裂解产能。

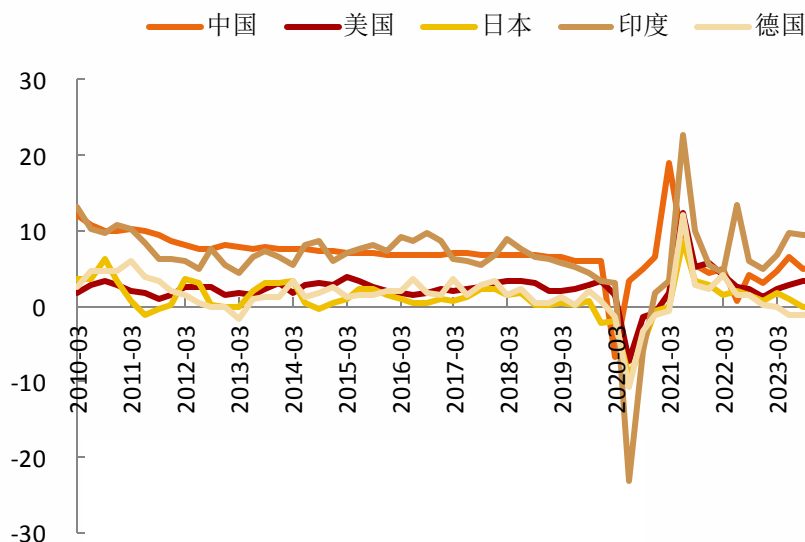
海外化工产能关停频出

公司	地点	装置 / 业务	涉及产品及产能（万吨 / 年）
陶氏	德国	施塔德生产基地乙烯裂解装置	乙烯（51）、丙烯（25）
	德国	施塔德生产基地氯碱及衍生物装置	烧碱（27.5）、二氯乙烷（74）、氯乙烯单体（VCM）（39）
	英国	巴里生产基地硅氧烷工厂	硅氧烷（14.5）
英力士	德国	格拉德贝格工厂苯酚丙酮工厂	苯酚（65）、丙酮（40.9）
壳牌	荷兰	莫尔迪克化工园区烯烃工厂	乙烯（90）、丙烯（51）
沙特基础工业公司	荷兰	赫伦生产基地裂解装置	乙烯（53）、丙烯（32.5）
盛禧奥	德国	施塔德生产基地聚碳酸酯（PC）装置	聚碳酸酯（16）
亨斯迈	德国 / 英国	德国多夫系统工厂和英国金斯林系统工厂	聚氨酯
科思创 / 利安德巴赛尔	荷兰	马斯夫拉克特环氧丙烷 / 苯乙烯（PO/SM）装置	环氧丙烷（30）、苯乙烯（63.5）

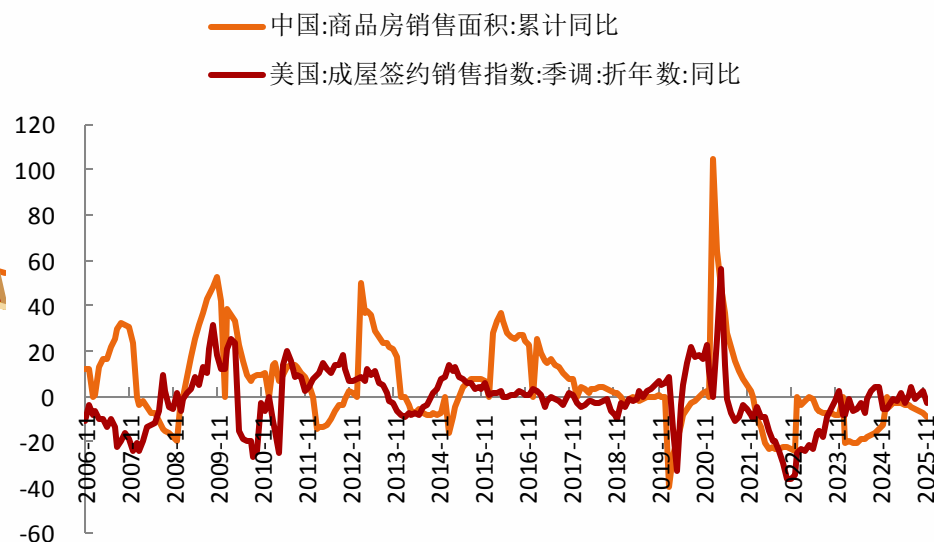
1 全球化工格局向好，国内化工更具弹性

- **需求端，全球GDP虽呈现放缓趋势，但韧性强。**根据2026年1月19日国际货币基金组织（IMF）发布的《世界经济展望报告》更新内容，全球经济预计将在2026年增长3.3%，在2027年增长3.2%，较2025年10月IMF发布的《世界经济展望》的预测略有上调。
- **全球地产顺周期的弹性可能被市场所低估。**化工行业下游主要包括地产建筑、汽车和家电制造、纺服、农业以及电子等，其中地产为化工乃至经济的压舱石。近几年我国地产承压以及美国地产低迷，市场对于地产顺周期的预期较低，但我们认为2026年在中国地产刺激政策进一步发力，以及美国降息逐步传导至地产侧的背景下，地产带来的周期力量不容低估。

前五大经济体GDP（%，不变价，当季同比）



中美地产销售数据

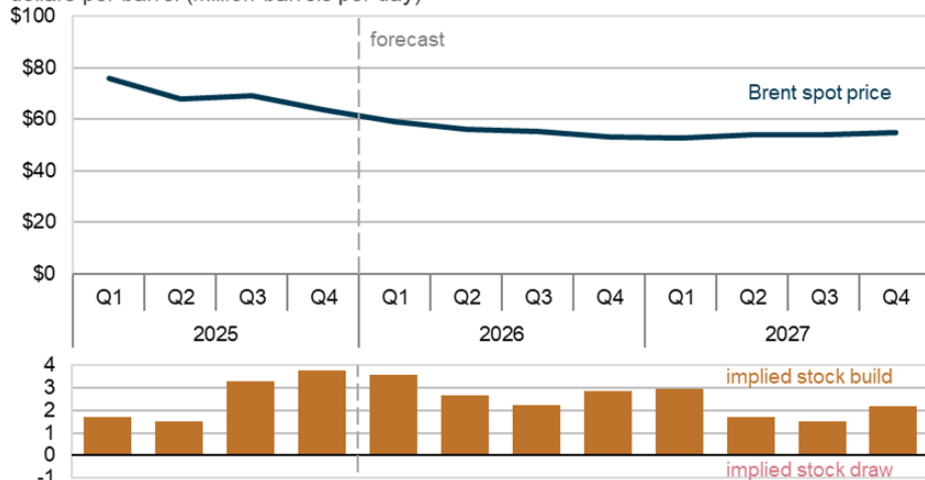


1 全球化工格局向好，国内化工更具弹性

- 原材料价格下行空间有限。化工上游原料原油价格在2025年呈现下降趋势，主要系原油产量的增长和浮动储存油的增加，超过了俄罗斯和委内瑞拉紧张局势引发的石油出口潜在中断的影响。根据美国能源信息署EIA预测，全球石油产量增长将继续推动全球石油累库，导致原油价格在2026年仍在下降通道。然而随着累库逐渐放缓，2027年价格下降势头将得到遏制。EIA预测布伦特现货均价在2026-2027年分别为56、54美元/桶，可见原油价格从基本面来看已经逐步进入探底阶段。

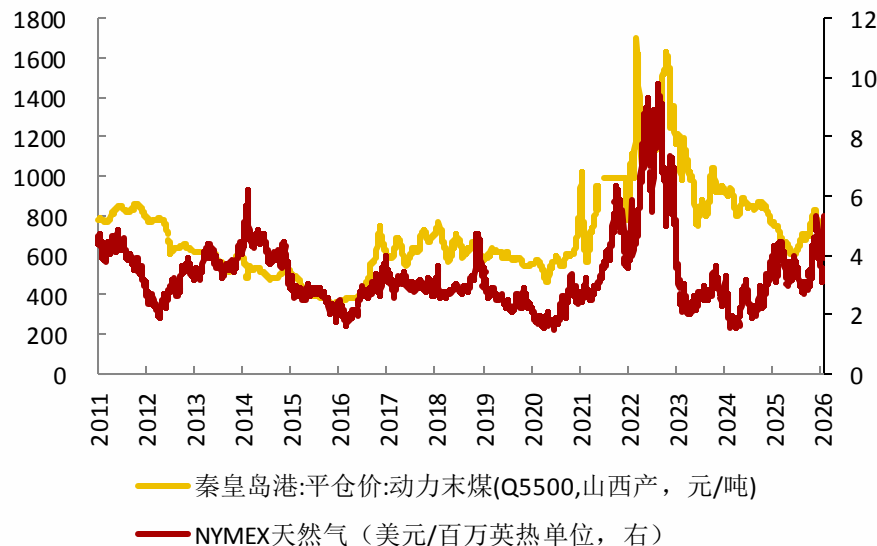
布伦特原油现货价以及全球库存变化

Brent crude oil spot price and global inventory changes
dollars per barrel (million barrels per day)



Data source: U.S. Energy Information Administration, Short-Term Energy Outlook, January 2026

美国天然气和中国煤炭价格



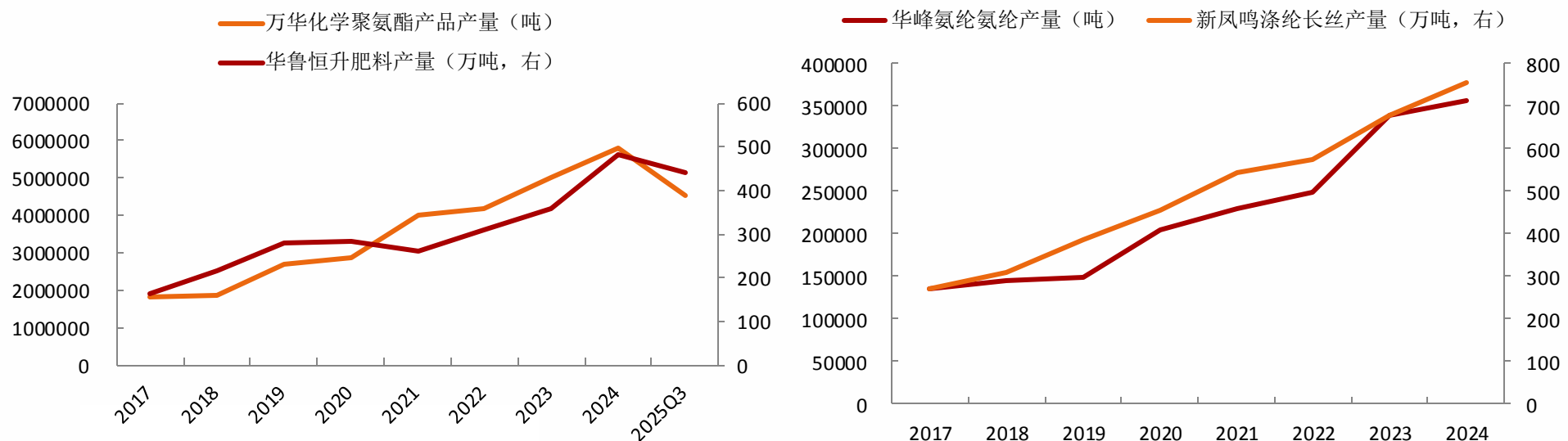
秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500,山西产, 元/吨)

NYMEX天然气 (美元/百万英热单位, 右)

1 全球化工格局向好，国内化工更具弹性

- 我国化工企业在此轮周期中更具弹性。我国化工龙头在全球化工行业的地位在近年来明显提升，一方面过去几年的资本开支扩张带来龙头企业产能大幅扩张，一方面新上的生产装置以及采用的工艺路线基本为全球领先，且环保水平更高，故我国化工企业在全球的成本曲线左侧优势更加明显。单吨成本的下降以及产能的提升，使得我国化工企业在此轮化工周期中将具有更大的盈利弹性。

化工龙头产量持续提升



目录

1、全球化工格局向好，国内化工更具弹性

2、顺周期：三大资源方向

3、顺周期：重视地产链的黑马弹性

4、新材料：关注国产替代以及产业趋势

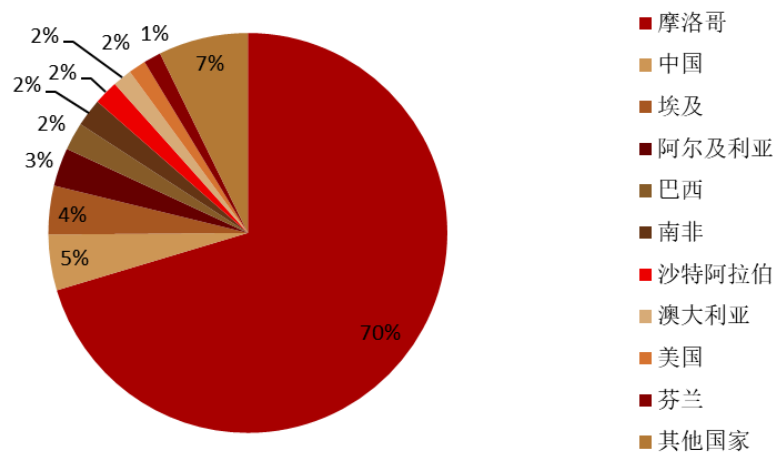
5、投资建议

6、风险提示

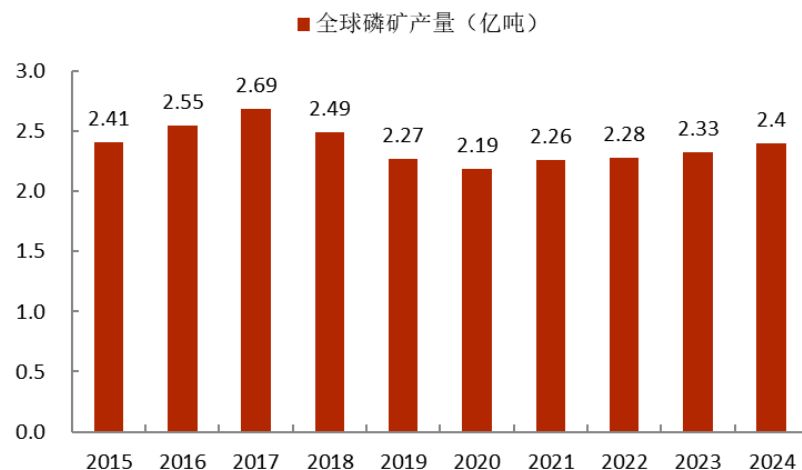
2.1.1 矿产资源——磷矿石：我国磷矿储量全球第二

- 我国磷矿储量位居全球第二。根据美国地质勘探局（USGS）数据，磷矿石资源的全球储量为710亿吨，摩洛哥磷矿石储量达到500亿吨，位居全球第一。我国磷矿石储量为32亿吨，位居世界第二位，占比约为4.5%。从产量来看，2021年以来全球磷矿产量缓步增长，2024年全年磷矿石产量达到2.4亿吨。

全球磷矿石储量



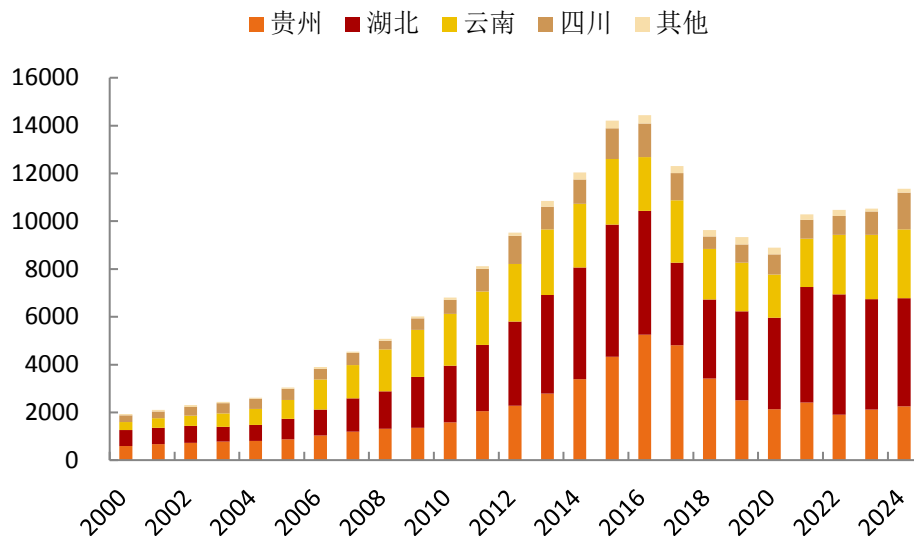
全球磷矿石产量



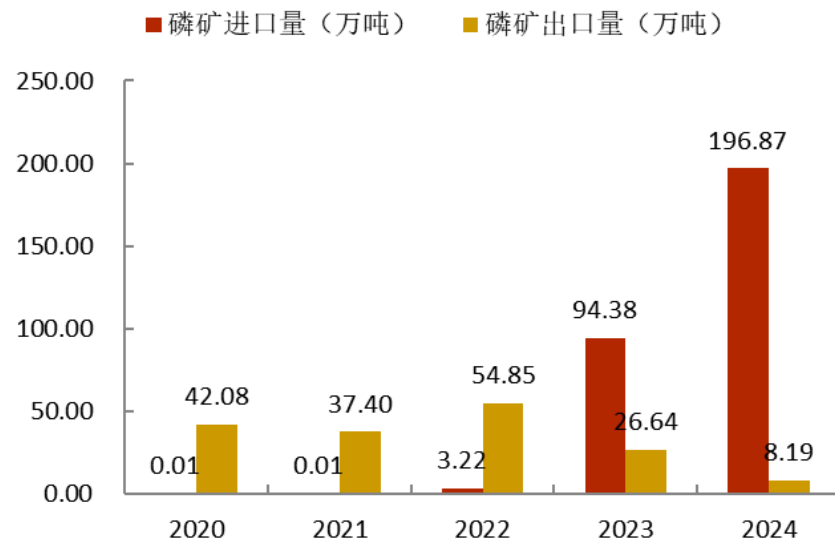
2.1.1 矿产资源——磷矿石：我国磷矿需求量仍在提升

- 我国磷矿产量缓慢修复，进口量有所提升。2016-2020年随着“三磷”整治的开展、环保能耗政策趋严，我国中小落后磷矿产能持续出清，且行业新增产能受限，导致磷矿石产量2016-2020年期间明显下降。2020年以来我国磷矿石产量才有所回升，另外我国磷矿石进口量近年来显著增加，体现了我国对于高品位磷矿石的需求仍在提升。

国内磷矿石产量（万吨）



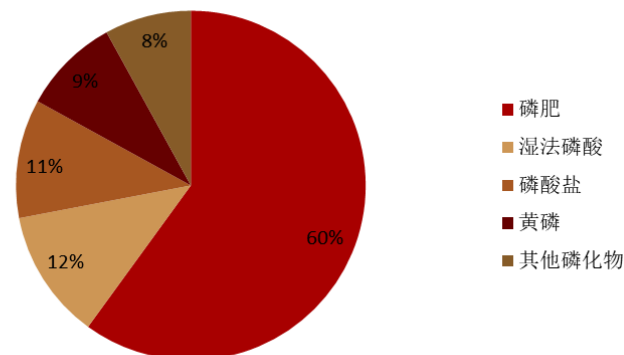
磷矿石进出口情况



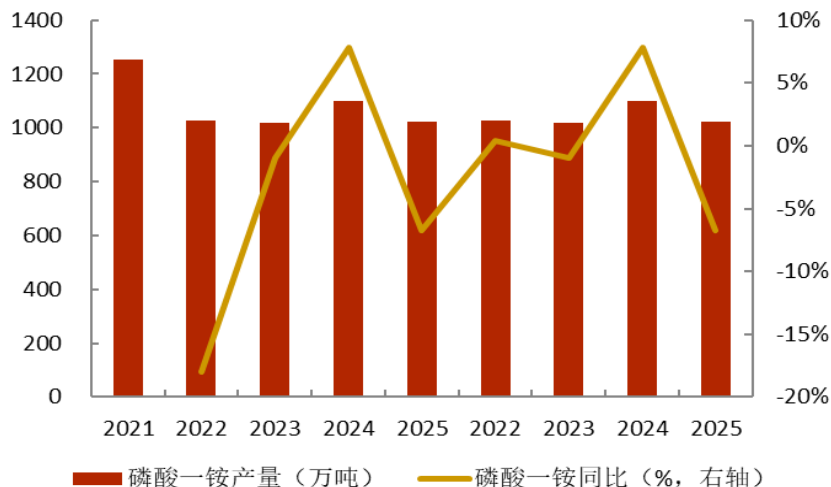
2.1.1 矿产资源——磷矿石：磷肥供给约束，2025年磷肥产量同比下降

■ 2025年磷酸一铵、磷酸二铵产量分别为1024.44万吨、1327.52万吨，分别同比减少6.73%，6.86%。2025年整体供给相比2024年呈现收缩态势，目前行业成本端价格高企，叠加国内“保供稳价”措施，一体化程度低的企业生产积极性减弱。磷铵是典型的产能约束行业，行业供给格局相对稳定，自备磷矿、合成氨等核心原料的企业具备成本优势，产销量相对稳定。

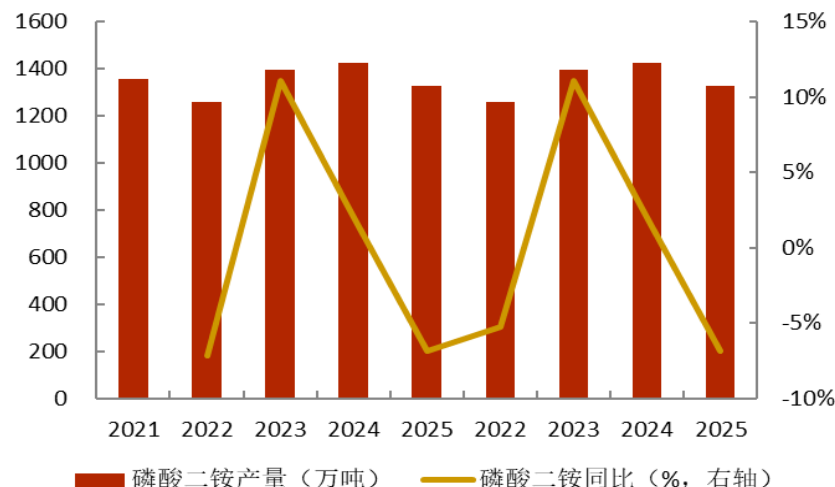
磷矿石消费结构



磷酸一铵产量



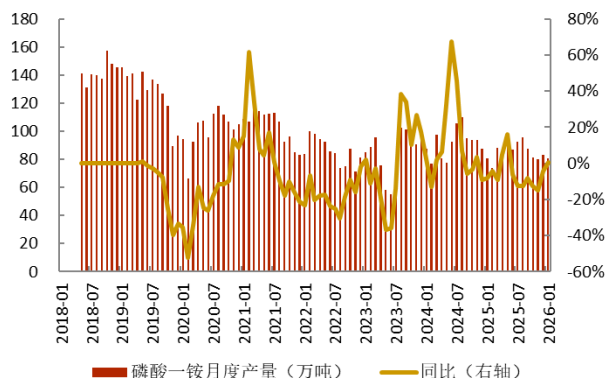
磷酸二铵产量



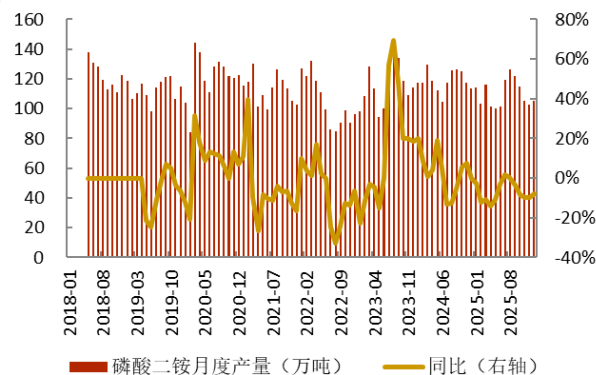
2.1.1 矿产资源——磷矿石：磷肥开工率略有波动，库存维持中等水平

- 2025年12月磷酸一铵、二铵产量分别为83.32万吨、102.64万吨，分别同比-4.51%、-9.68%；开工率分别为47.08%、54.63%。截至2026年2月6日磷酸一铵、磷酸二铵库存分别为44.99万吨、13.36万吨。

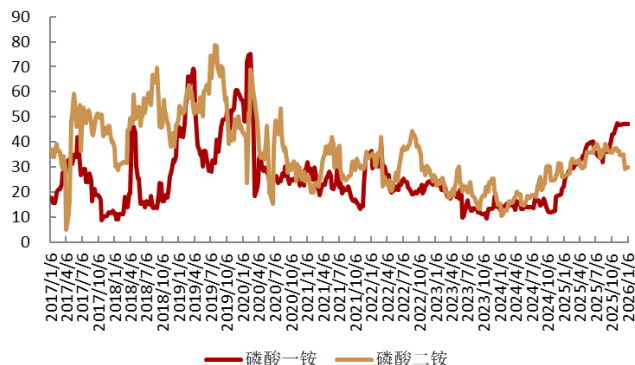
磷酸一铵月产量



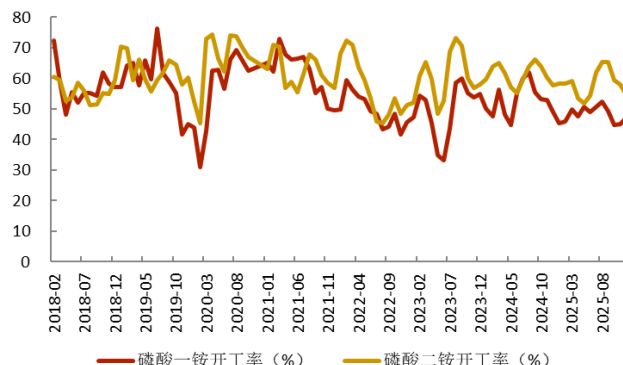
磷酸二铵月产量



磷铵库存（万吨）



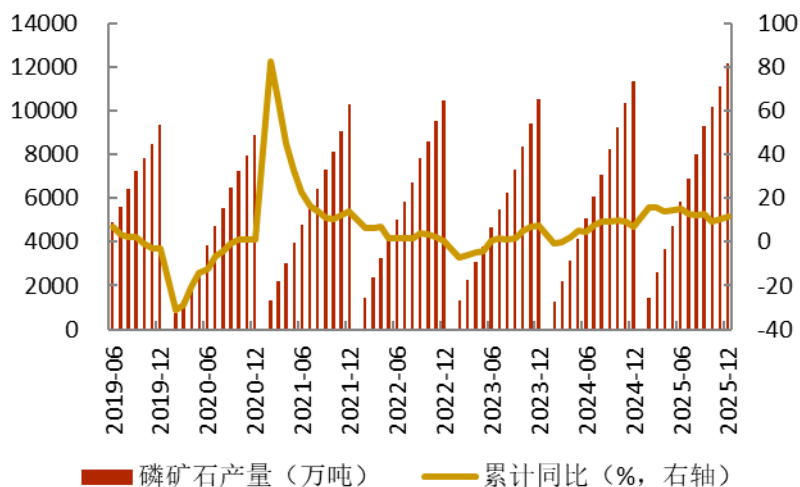
磷铵开工率



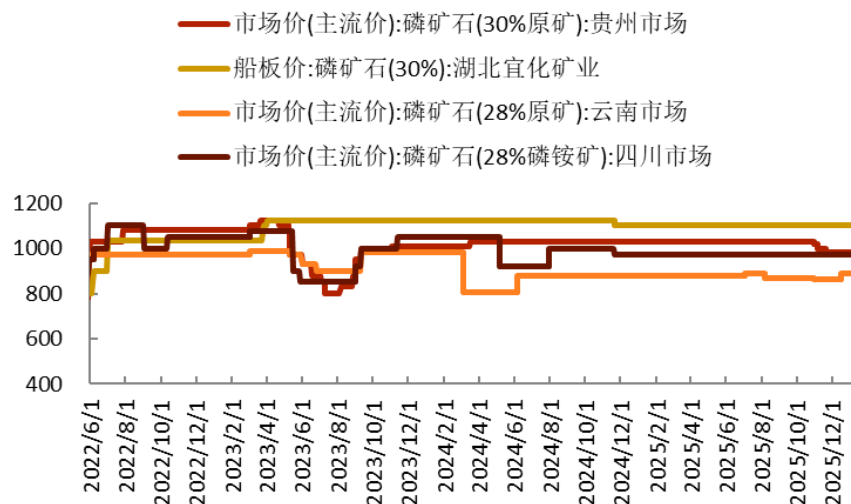
2.1.1 矿产资源——磷矿石：磷矿维持高位，看好景气延续

- 2025年我国磷矿石累计产量为12146.79万吨，同比增长11.5%。截至2026年1月14日，我国主要磷矿产区，贵州、湖北、云南、四川30%磷矿价格分别为980、1100、890、970.00元/吨，价格维持在较高水平。目前部分产区存在冬季停工现象，磷矿供给端有所收紧。近些年部分企业具有磷矿规划，但磷矿建设周期普遍较长，同时还需要时间进行产能爬坡，真正有规模的放量仍需时日。随着下游磷肥和磷系新材料的需求提升，磷矿仍有望维持紧平衡。

磷矿石累计产量



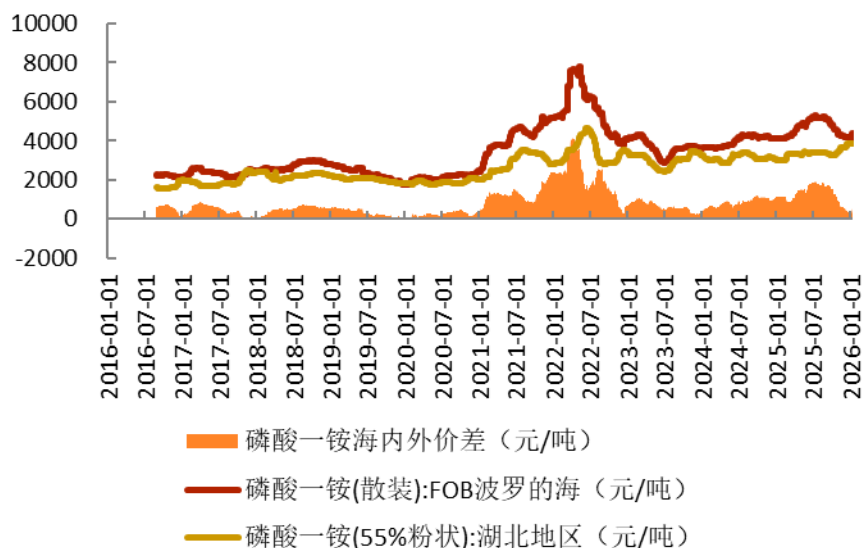
磷矿石价格（元/吨）



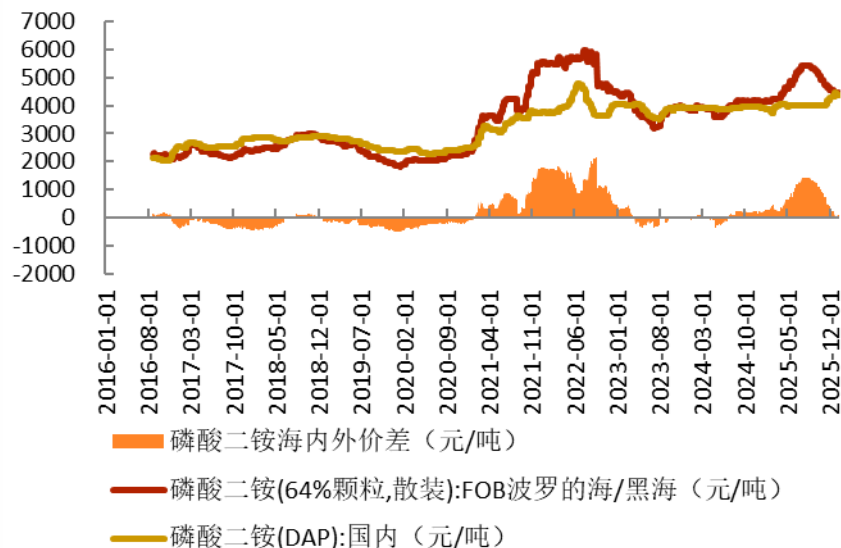
2.1.1 矿产资源——磷矿石：磷肥出口利润可观，关注磷肥头部企业

- 受到磷肥保供影响，国内磷肥价格弹性空间相对较小。我国作为重要的磷肥出口国，磷肥出口受限影响国际磷肥供给结构，叠加能源成本的支撑，海外磷肥价格逐步上行。春耕过后我国出口开始放开，二季度末和三季度是主要的磷肥出口窗口，叠加海内外价差走阔，磷肥出口利润相对可观。2025Q4海外磷肥价格有所调整，人民币汇率升值，叠加国内磷肥价格上调，价差开始收窄。

磷酸一铵海内外价差



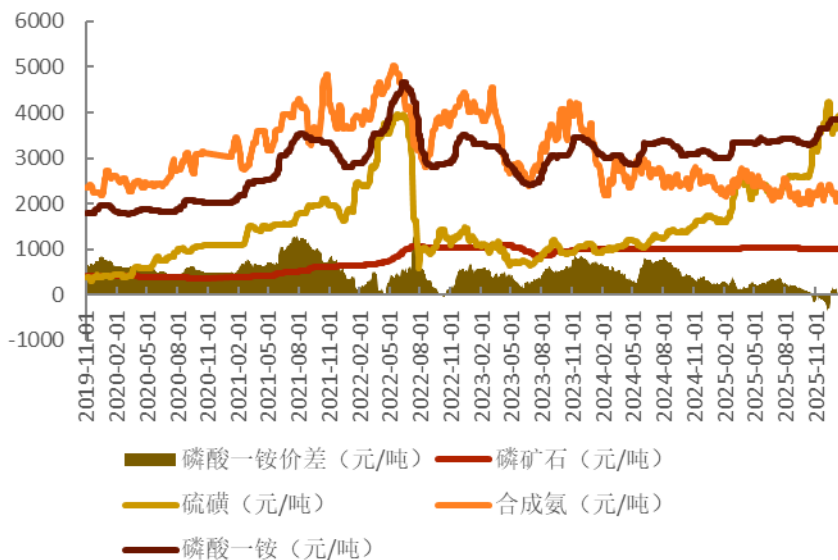
磷酸二铵海内外价差



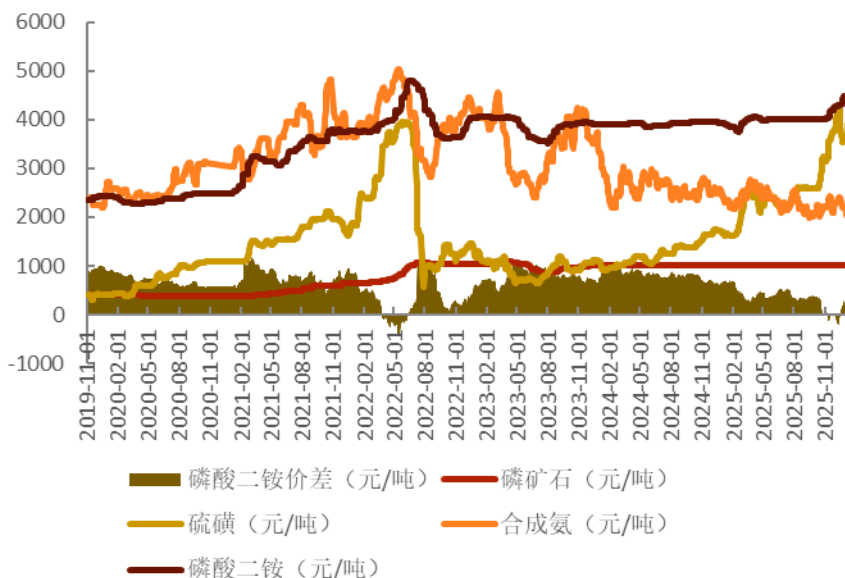
2.1.1 矿产资源——磷矿石：成本端推动磷肥价格上涨，关注国内保供

- 2025年磷铵价格相对平稳，盈利情况主要来自成本端扰动。磷铵的主要原材料包括磷矿、合成氨以及硫磺等。近些年磷矿一直维持高景气，支撑磷肥价格，一体化程度高的企业在磷矿环节仍保有利润，且磷矿有望延续高景气。同时2025年以来，硫磺价格持续上升，也在一定程度影响磷肥成本。随着价格影响不断加深，2025Q4以来磷肥价格开始逐步调涨，成本端压力有所缓解。展望2026年，仍需关注国内保供节奏，建议关注头部磷肥企业，龙头企业一体化程度高，成本优势明显，利润空间相对较大。

磷酸一铵价差



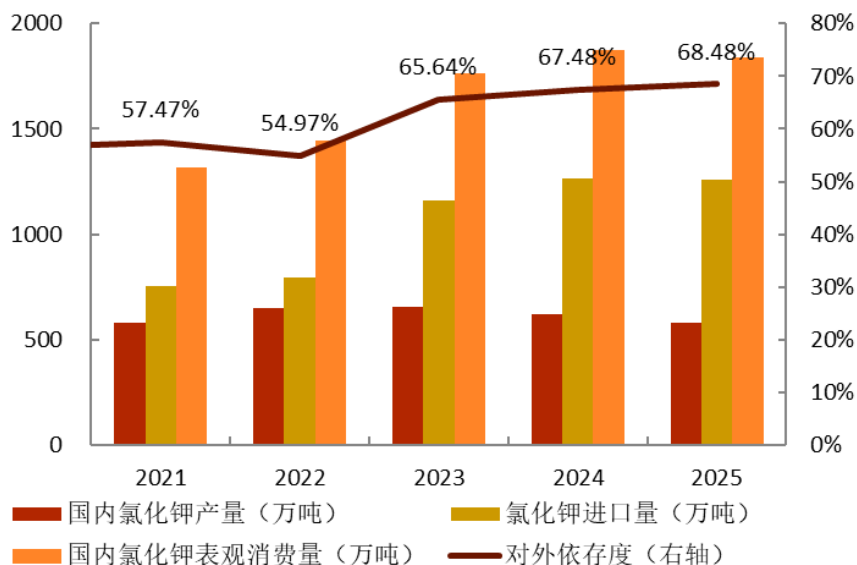
磷酸二铵价差



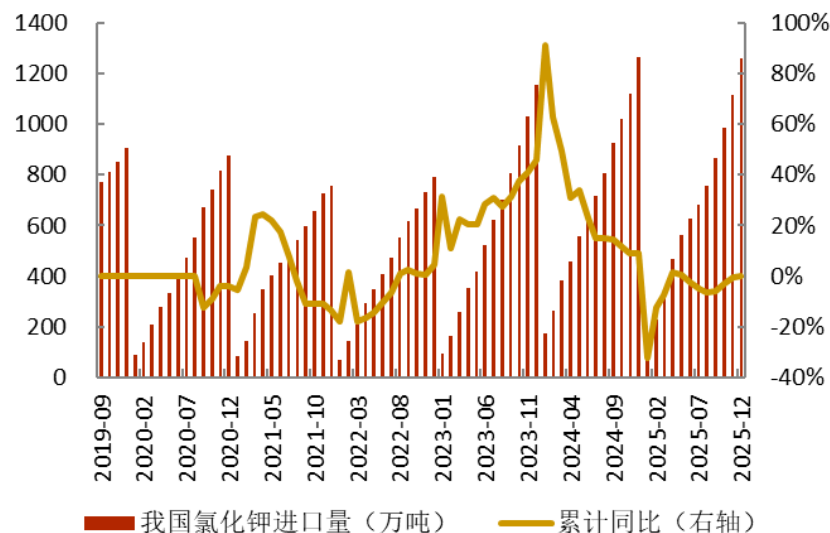
2.1.2 矿产资源——钾肥：我国钾肥进口量维持高位

- **我国钾肥进口依赖较高。**全球钾肥资源分布不均，我国作为世界农业生产大国，国内的钾肥产量不足以满足国内农作物的种植需求。回顾近年钾肥进口情况，我国的氯化钾对外依存度常年在50%以上，2024年对外依存度达到67%，创近年新高。2025年我国氯化钾进口量为1261万吨，同比下降0.16%，仍维持在较高水平。

氯化钾产量、进口量、对外依存度



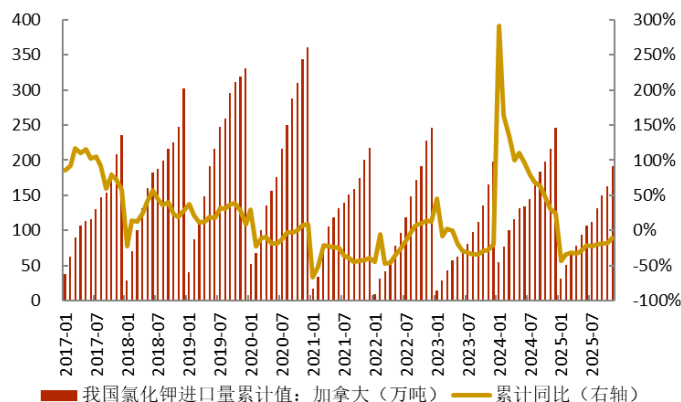
氯化钾累计进口量



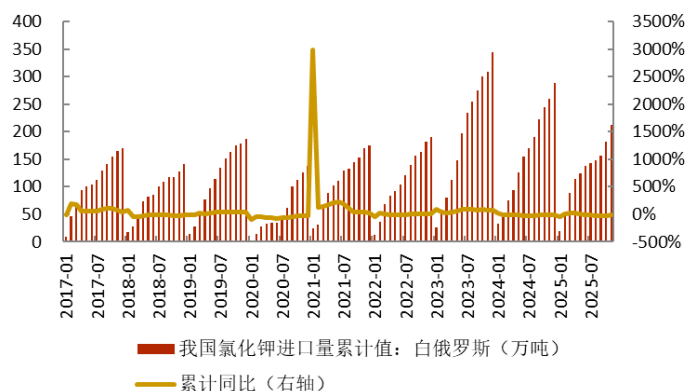
2.1.2 矿产资源——钾肥：老挝钾肥反哺国内效果明显

- 加拿大、两俄是我国钾肥进口的主要地区，伴随老挝地区钾肥放量，近年来我国从老挝进口氯化钾数量显著增加。2025年，我国从加拿大、白俄罗斯、俄罗斯、老挝分别进口氯化钾217.55、246.59、462.16、226.37万吨。

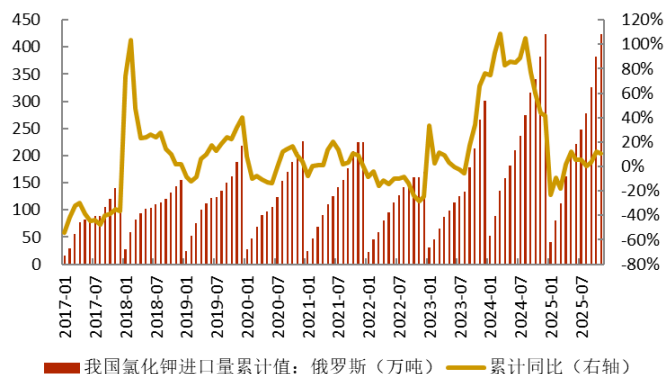
我国氯化钾进口量（加拿大）



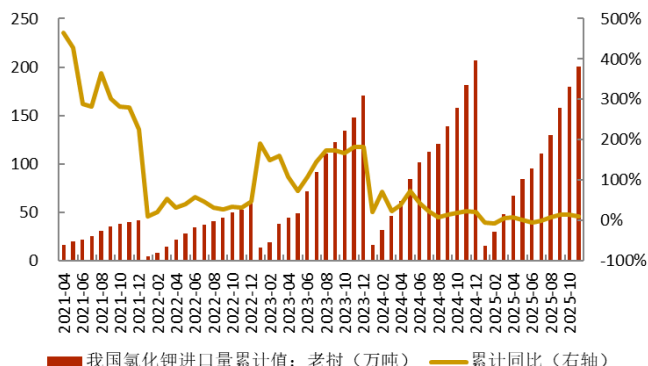
我国氯化钾进口量（白俄罗斯）



我国氯化钾进口量（俄罗斯）



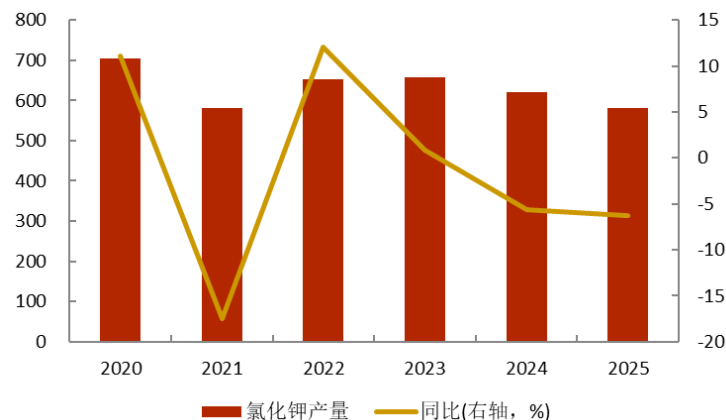
我国氯化钾进口量（老挝）



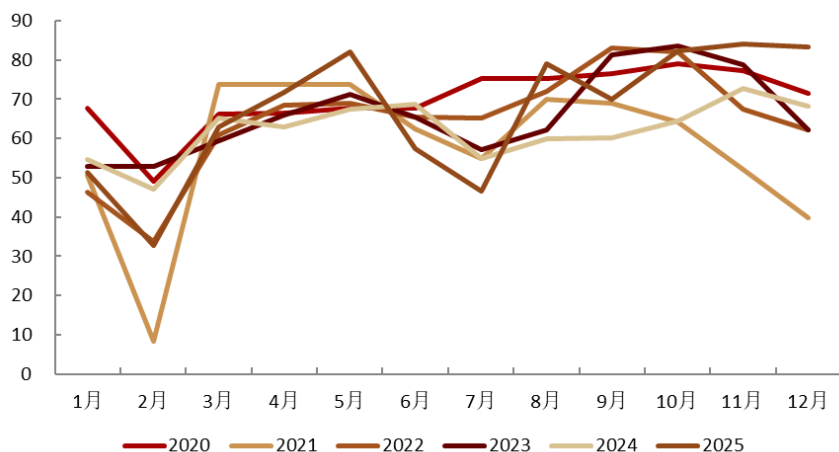
2.1.2 矿产资源——钾肥：国内钾肥供给收紧，关注港口库存变化

- 2025年我国氯化钾累计产量为582万吨，同比减少6.23%，2025年12月氯化钾开工率为83.29%。受到天气以及卤水质量的变化，产量有所波动，国内供给同比下降。
- 2025以来钾肥港口库存持续去化，国内钾肥供给紧张预期持续增强。9月以来随着边贸、中欧班列及海运货源同步补充货源，港口库存开始回升。但工厂库存仍处于较低水平。

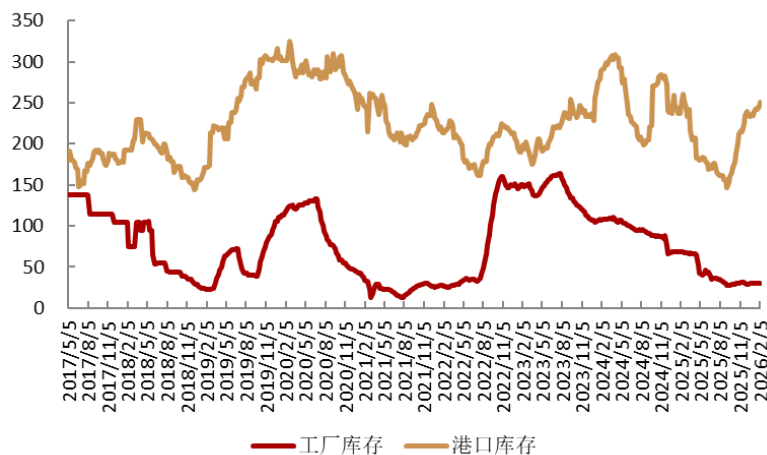
氯化钾产量（万吨）



氯化钾开工率（%）



氯化钾库存（万吨）



2.1.2 矿产资源——钾肥： 2026年钾肥大合同签署，奠定价格中枢

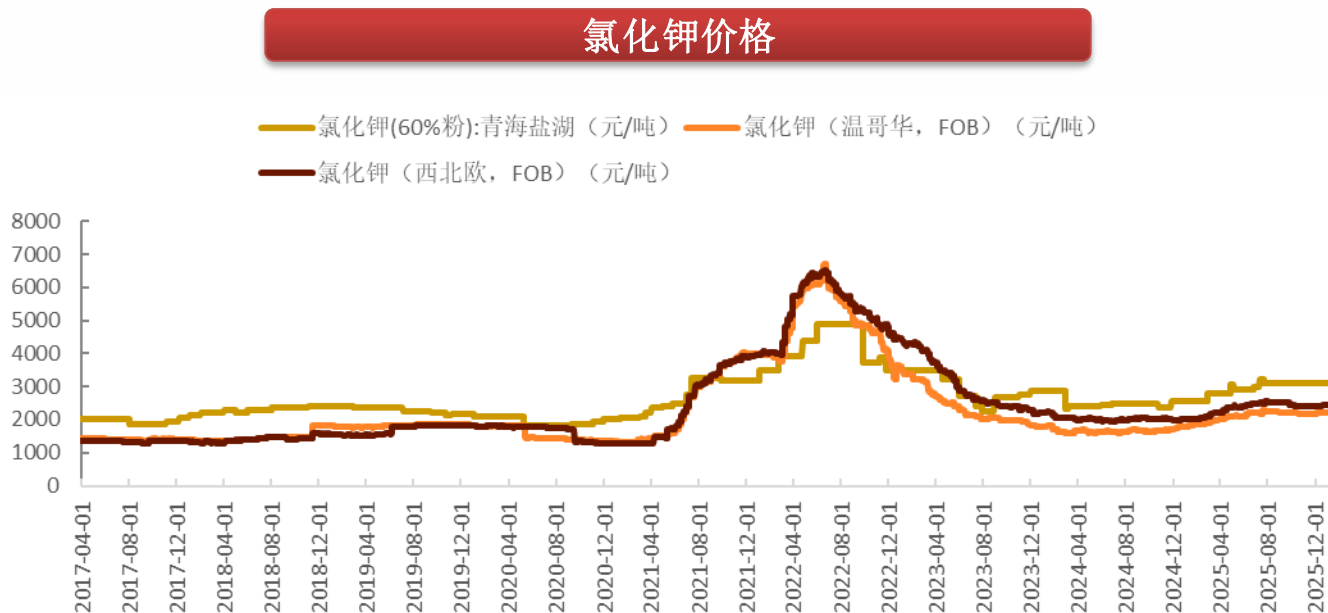
- 2025年11月23日，中方钾肥进口谈判小组与食安供应链有限公司（迪拜）就2026年钾肥年度进口合同价格达成一致，合同价格为348美元/吨，相较2025年合同价格（346美元/吨）上调2美元/吨。本次合同签署推动了春耕保供工作的开展，同时也奠定了2026年钾肥价格的中枢。

中国、印度钾肥大合同价格（美元/吨）

年份	我国大合同价格	印度大合同价格
2010	350	370
2011上	400	370
2011下	470	470
2012	470	470/530
2013	400	427
2014	305	322
2015	315	332
2016	219	227
2017	230	240
2018	290	290
2019	未签	280
2020	220	230
2021	247	247/280/445
2022	590	590
2023	307	422
2024	273	279
2025	346	349
2026	348	/

2.1.2 矿产资源——钾肥：钾肥价格高位震荡，看好景气延续

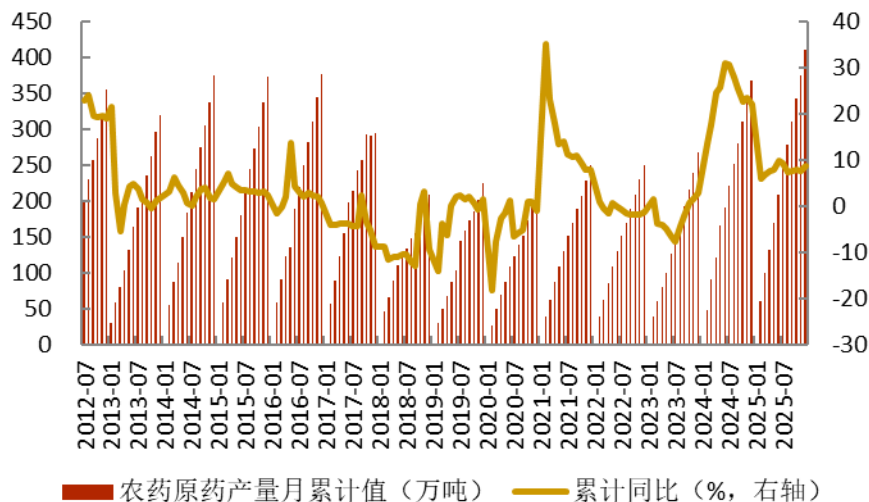
- 2025年以来，白俄罗斯、俄罗斯相继宣布检修减产，寡头对价格诉求强烈，同时叠加东南亚棕榈油种植增加，需求旺盛，钾肥价格开始持续修复。截至2026年2月10日，国内氯化钾均价报3304元/吨，环比上月上涨0.61%，氯化钾FOB温哥华、氯化钾西北欧分别报312美元/吨、288美元/吨，分别环比上月+3.65%、-1.03%。2026年国际钾肥扩产几无，同时BHP进一步上调其钾矿的资本开支预期，意味着海外钾矿开采难度在显著提升，故我们看好2026年钾肥景气持续。



2.2.1 指标资源——农药：供给增速放缓，PPI底部回升

- 农药供给增速放缓，农药制造PPI持续回升。2024年以来农药产量增速开始回落，2025年月度增速维持在10%以内，根据国家统计局数据，2025全年我国农药累计产量为412万吨，同比增长8.7%，供给增速放缓。农药制造PPI也在逐步复苏，从2024年初的80.5，修复至2025年12月的96.8。

农药原药月度产量



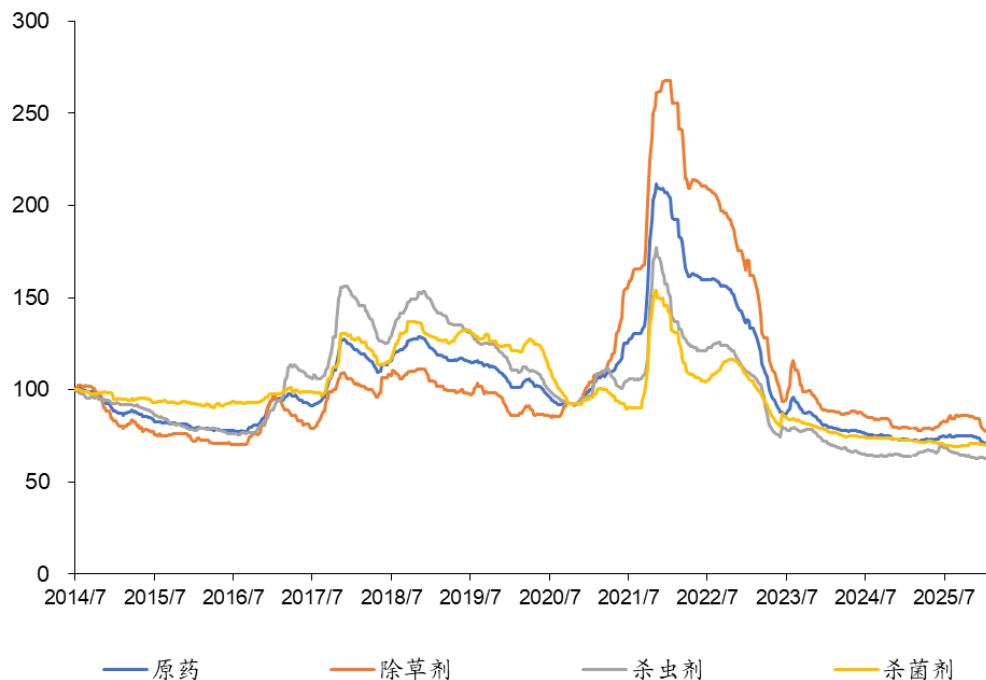
中国农药制造PPI



2.2.1 指标资源——农药：价格仍处于底部，但有修复态势

- **农药价格底部缓慢回升。**自2022年开始，多数农药价格从高点持续回落，价格有较大幅度的调整。根据中农立华原药指数数据，2024年底原药指数为72.92，相比2022年初的205.61，下滑65%。2025年以来伴随海外库存持续去化，国内低效产能的出清，农药市场供需格局持续优化。随着草甘膦等大类品种的价格修复，原药指数底部回升，目前农药价格整体还处于较低水平，随着供需格局优化，价格仍有修复上行空间。

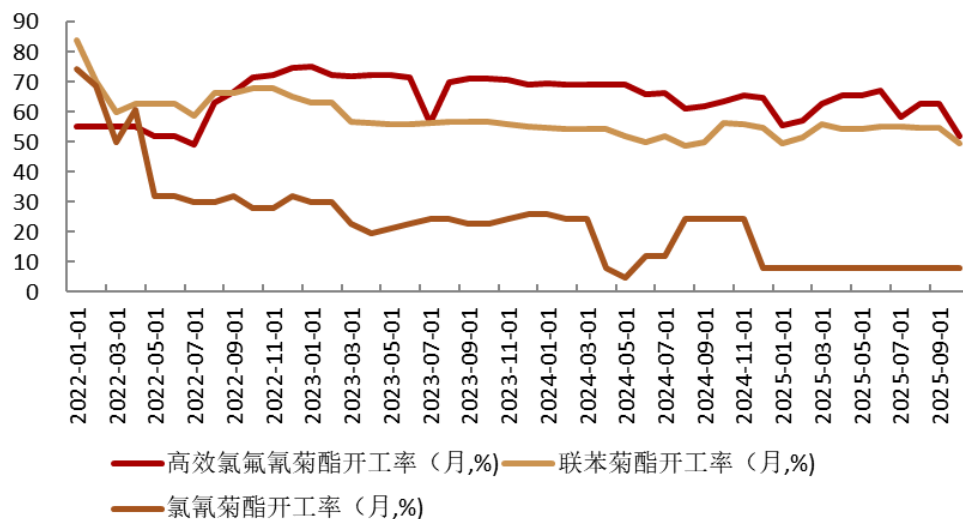
中农立华原药指数



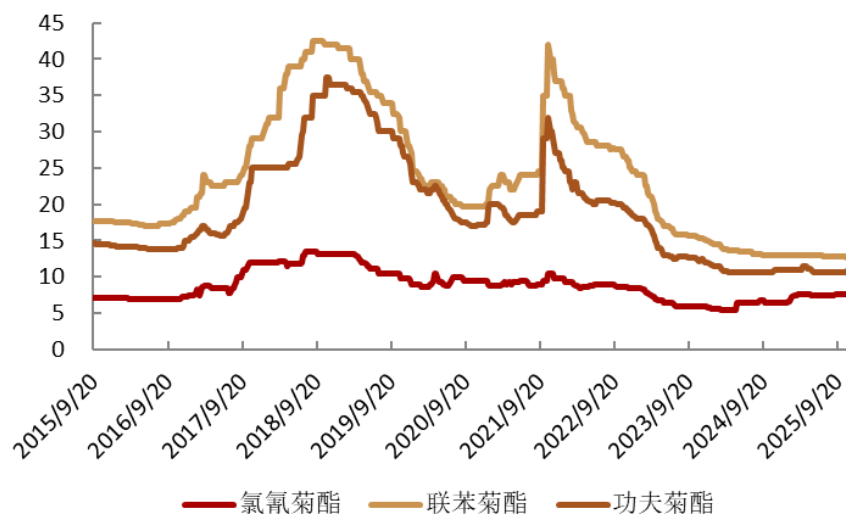
2.2.1 指标资源——农药：中间体供给扰动，菊酯价格逐步回暖

- 2022年以来，菊酯同其他农药原药一样迎来下行周期，2023年至今价格已经在底部震荡两年有余，价格底部基本确认。在下行周期中，菊酯行业开工率也呈现下行趋势，部分中小厂商降低负荷出现减产甚至停产，供需关系在持续改善。2025年以来贵亭酸甲酯出现供给扰动，联苯菊酯、功夫菊酯价格均有一定程度上涨。

菊酯行业开工率



菊酯市场均价 (万元/吨)



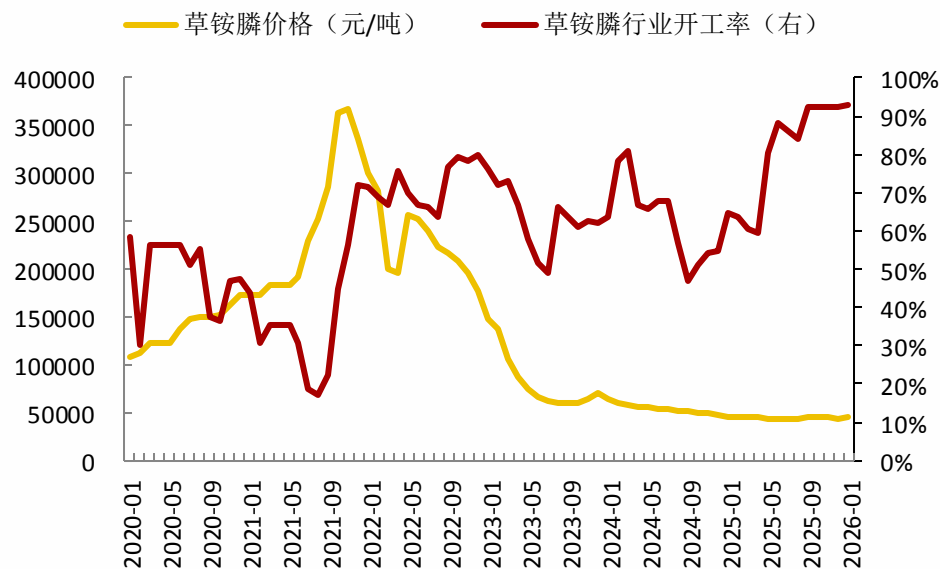
2.2.1 指标资源——农药：草铵膦持续去库，行业加速出清

- 草铵膦价格自2021年价格高位回落后，行业长期处于成本线附近震荡，长达三年的底部运行促使部分高成本产能逐步退出，市场供应压力有所缓解。进入2025年以来，下游需求温和复苏，叠加企业主动控制生产节奏，行业持续进入去库存阶段，供需边际趋于改善。近期出口退税政策的取消，预计将进一步抬升企业的出口成本，这对依赖低价竞争、缺乏成本优势的中小产能形成明显挤压，有望加速行业落后产能出清。

草铵膦库存



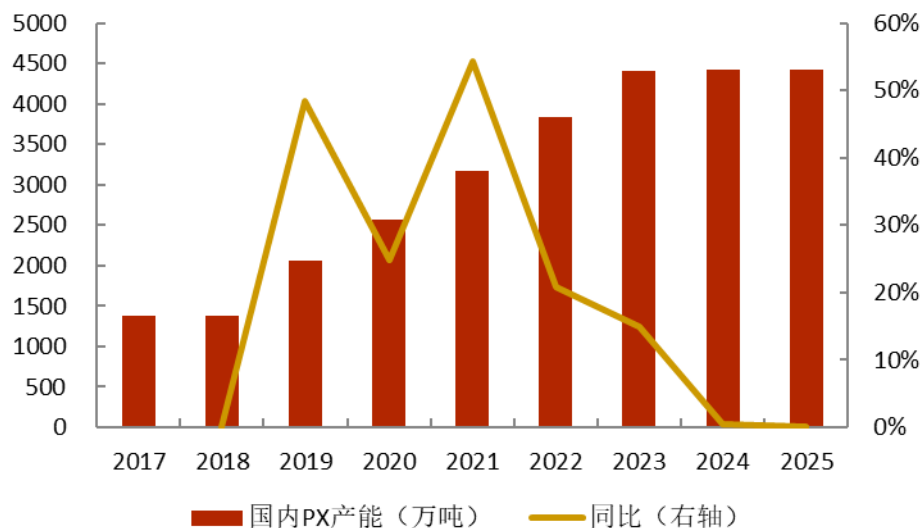
草铵膦价格及开工率



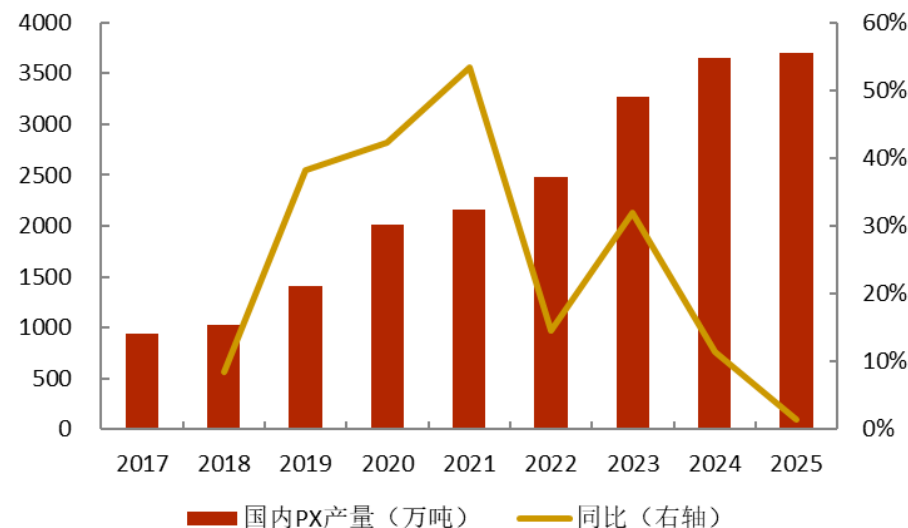
2.2.2 指标资源——炼化：PX国内产能扩张接近尾声

- **炼化行业从增量到存量。**工信部等七部门此前联合印发的《石化化工行业稳增长工作方案（2025—2026年）》再次明确强调10亿吨炼油产能红线不可逾越，未来必须严控新增产能，严格执行“减量置换”。而根据中国石化集团经济技术研究院《2025中国能源化工产业发展报告》预测，2025年中国炼油产能将达到9.6亿吨/年—9.7亿吨/年峰值。故我国炼化将从增量走向存量。炼化行业我们更看好PX-PTA产业链，2024年以来PX没有大型项目投产，2025年全国产能为4422万吨，与上一年持平。2025年产量为3700万吨，同比微增，供给压力持续缓解。

中国PX产能



中国PX产量



2.2.2 指标资源——炼化：PX产能增速放缓，关注新项目投产节奏

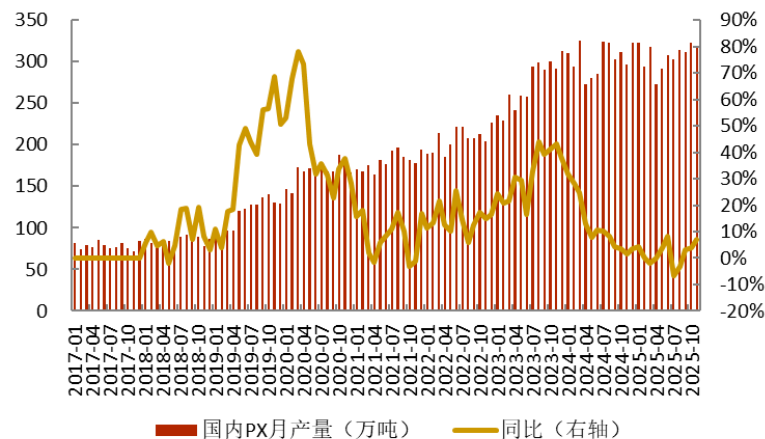
- 2019-2023年是PX新增产能的集中投放期，2019年有恒力石化450万吨、浙江石化一期400万吨等项目落地，2020-2022年又有浙江石化二期、盛虹炼化400万吨等大型项目陆续投产，这一阶段PX新增产能规模持续处于高位。而2023年之后，PX新增产能投放节奏显著放缓，2025年几乎没有新增产能，2026年主要是华锦阿美、山东裕龙有投产项目，但投产时间相对靠后，行业整体供需仍有望维持紧平衡。

企业	项目	产能（万吨）	预计或已投产时间
山东东明石化集团有限公司	1500万吨/年炼化一体化项目	220	2028-07
中国石化扬子石油化工有限公司	绿色低碳芳烃提质升级项目	0	2027-12
中国石油化工股份有限公司九江分公司	九江石化炼化一体化项目	150	2027-09
中国石油天然气股份有限公司乌鲁木齐石化分公司	150万吨对二甲苯扩能项目	50	2027-09
福建古雷石化有限公司	古雷炼化一体化工程二期项目	200	2027-06
山东裕龙石化有限公司	裕龙岛炼化一体化项目	300	2026-12
华锦阿美石油化工有限公司	华锦阿美1500万吨炼油一体化项目	200	2026-10
中海石油炼化有限责任公司惠州炼化分公司	惠州炼化二期项目	150	2023-06
中海石油宁波大榭石化有限公司	馏分油四期	160	2023-03
中国石油天然气股份有限公司广东石化分公司	中委广东石化2000万吨炼化一体化项目	260	2023-02
盛虹炼化(连云港)有限公司	盛虹炼化有限公司	400	2022-11
东营威联化学有限公司	东营威联化学200万吨/年PX项目	100	2022-11
中国石油化工股份有限公司九江分公司	九江石化炼化一体化项目建设	89	2022-06
浙江石油化工有限公司	浙江石化二期PX项目	250	2021-12
浙江石油化工有限公司	浙江石化二期PX项目	250	2021-08
中化泉州石化有限公司	中化泉州芳烃项目PX装置	80	2020-12
东营威联化学有限公司	东营威联化学200万吨/年PX项目	100	2020-09
浙江石油化工有限公司	浙江石油化工有限公司一期	200	2020-02
浙江石油化工有限公司	浙江石油化工有限公司一期	200	2019-12
浙江恒逸集团有限公司	浙江恒逸集团有限公司	150	2019-12
中国石化海南炼化化工有限公司	中国石化海南炼化化工有限公司	100	2019-09
中国石油天然气股份有限公司辽阳石化分公司	中国石油天然气股份有限公司辽阳石化分公司	30	2019-08
弘润石化(潍坊)有限责任公司	中化弘润石油化工有限公司	80	2019-07
恒力石化(大连)炼化有限公司	年产能2000万吨的炼化一体化项目	450	2019-03
合计		4169	

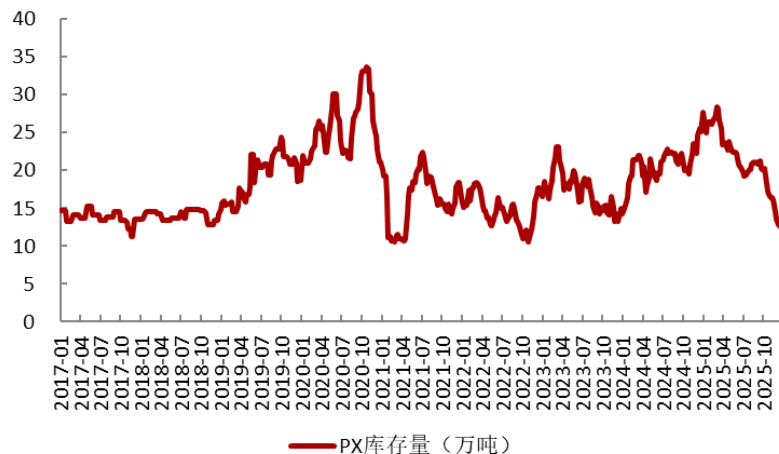
2.2.2 指标资源——炼化：PX库存持续去化，开工率相对平稳

- 新增供给放缓，叠加下游PTA需求的持续增长，从2025年年初开始，PX库存从高位回落，进入去库存周期，截至1月23日，PX库存为12.7万吨。
- PX开工率始终保持较高景气度，月产量呈现波动上升趋势，2025年12月产量为325万吨，国内PX市场开工率为86.41%。

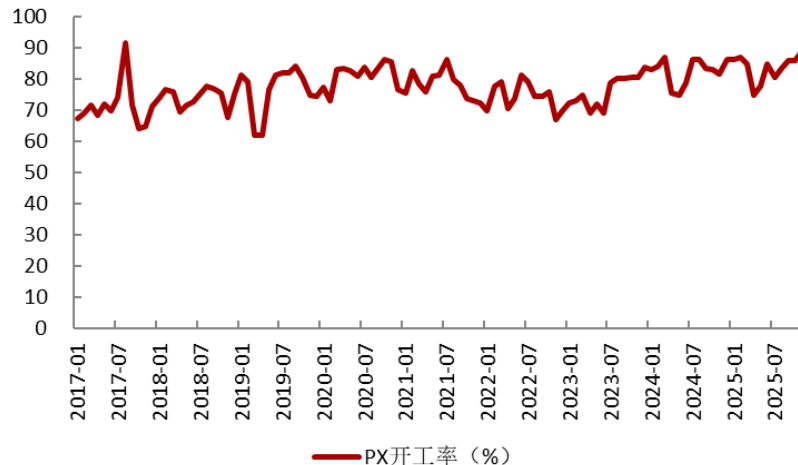
中国PX产量



PX库存



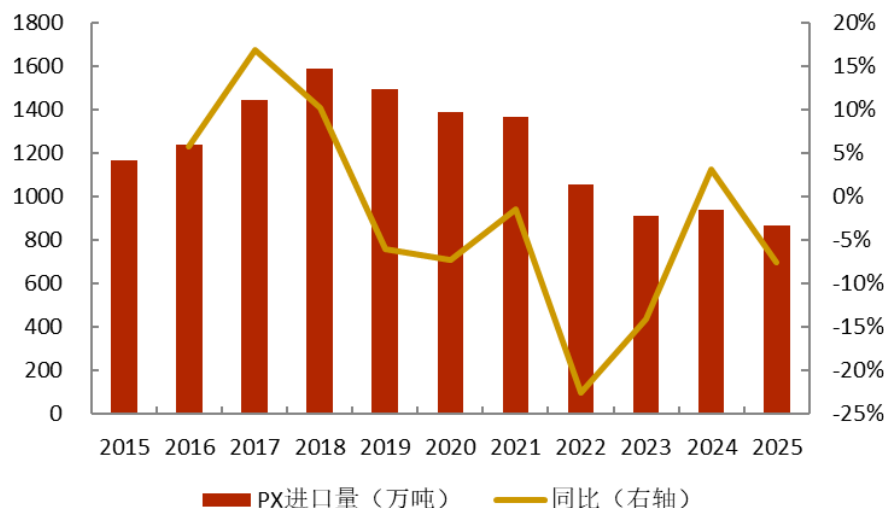
PX开工率



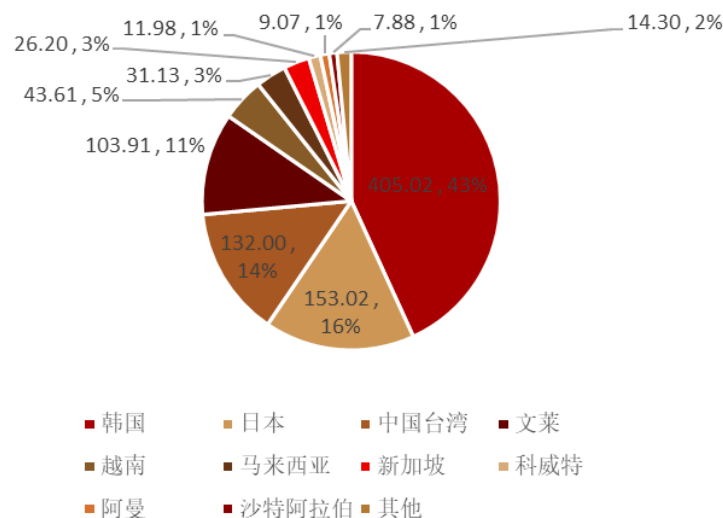
2.2.2 指标资源——炼化：PX进口量呈下降趋势

- 伴随国内炼化装置投产，我国PX进口量也逐步下降。2017年前后我国PX进口量一度接近1600万吨的高位，后续伴随国内民营大炼化项目（如恒力、浙江石化等）集中投产，PX产能快速扩张、自给率持续提升，进口量逐步回落，期间同比增速也呈现波动趋势。从进口来源国分布看，日韩是我国PX的核心进口来源，其中韩国占比达43%，日本占比为16%，这一格局源于日韩早年间炼化产业的规模化布局，曾长期匹配我国PX需求的供应缺口，但随着国产炼化崛起，我国进口依赖度明显下降。

中国PX进口量

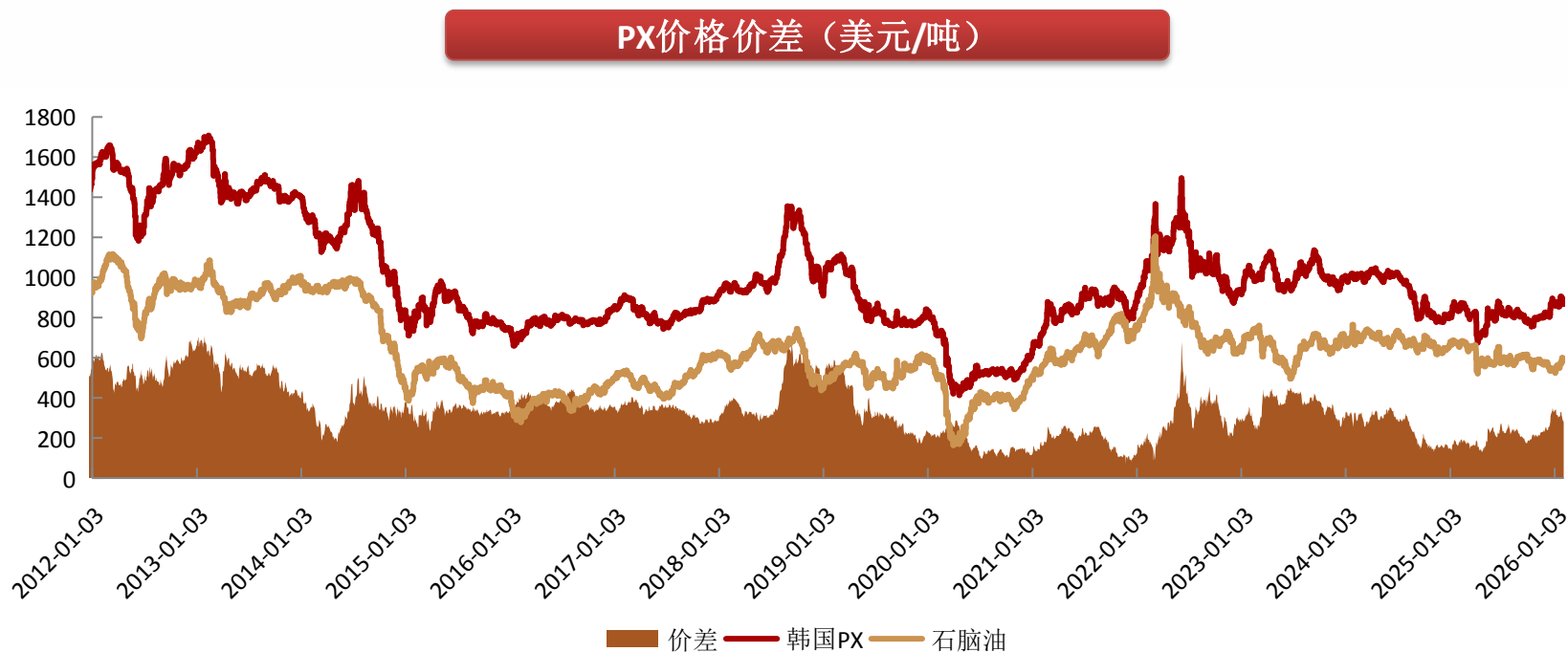


中国PX进口来源国



2.2.2 指标资源——炼化：PX供给收紧预期增强，价格价差修复

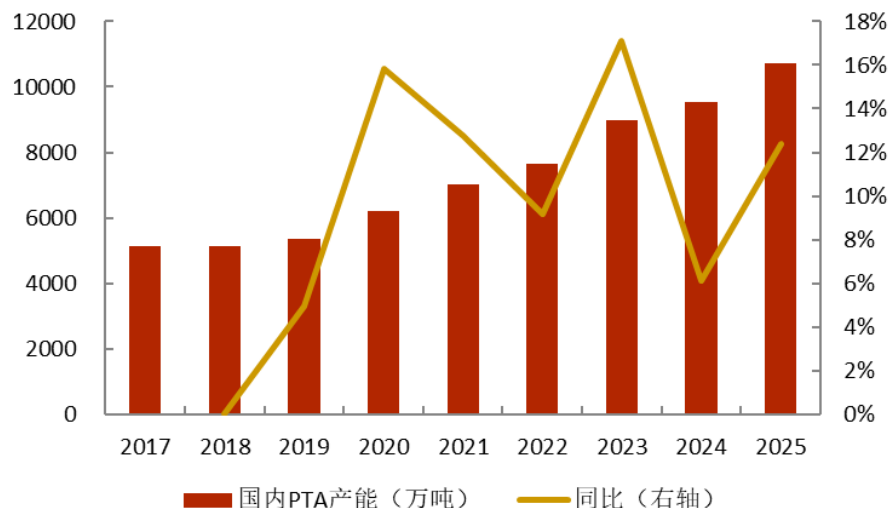
- 受到原油价格走弱，以及关税政策的扰动，2025年PX市场整体走势偏弱，全年均价低于2024年同期水平。然而从2025年底开始至今，PX价格价差逐步修复，截至2026年2月3日，PX-石脑油价差为281美元，较去年同期上涨97美元，行业盈利能力显著回升。从供需来看，2025年无新增产能释放，2026年投产项目时间相对靠后，下游聚酯端涤纶产销维持稳步增长，行业供需格局优化，炼化装置盈利能力有望持续向好。



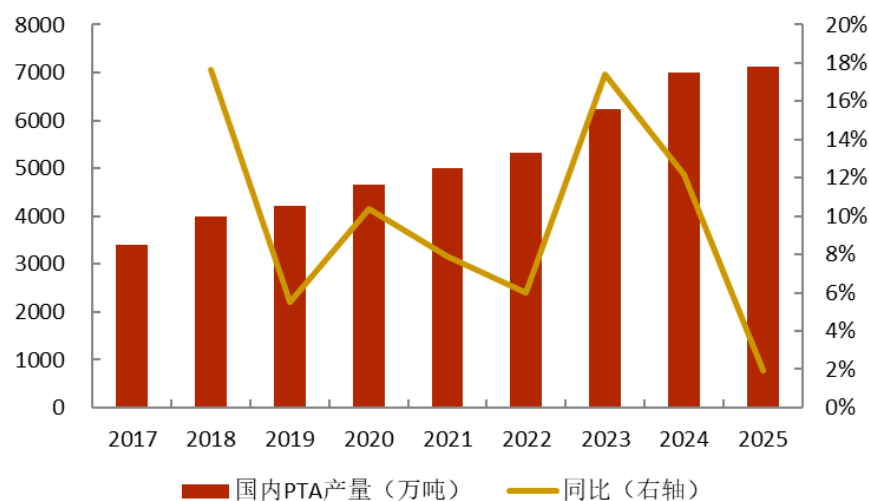
2.2.2 指标资源——炼化：PTA内需稳中有升，外需持续改善

- 我国PTA供需整体呈现稳步扩张态势。2025年我国PTA产能达到1.07亿吨，产量达到7134万吨。内需稳中有升，下游纺织服装、瓶片等消费领域随着国内经济复苏和消费升级，对PTA的需求持续回暖；外需持续改善，即全球纺织产业链逐步恢复，东南亚等新兴市场订单增长，叠加国内PTA企业技术升级带来的产品竞争力提升，推动出口规模稳步扩大。尽管期间受原料波动、产能阶段性过剩等因素影响，产能与产量的同比增速出现过波动，但行业整体仍在供需动态平衡中保持增长，反映出PTA产业在支撑国内纺织产业链、参与全球竞争中的核心地位。

中国PTA产能



中国PTA产量



2.2.2 指标资源——炼化：2026年PTA无新增产能，供需持续改善

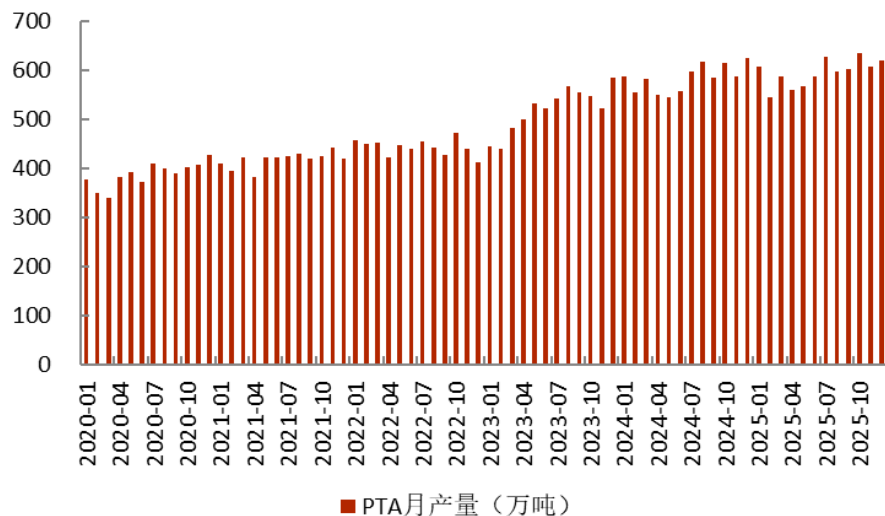
- 2025年独山能源、三房巷以及虹港石化有部分PTA装置投产，2026年无新增产能规划。在淘汰产能方面，伴随“双碳”目标推进与供给侧结构性改革深化，行业持续淘汰中小规模、高能耗的落后装置，部分环保不达标、成本竞争力弱的老旧装置逐步退出市场。在内需稳中有升、外需持续改善的需求支撑下，新增产能与淘汰产能的动态调整，行业产能结构向规模化、一体化升级。

企业	项目	产能	单位	预计投产时间	实际投产时间
广西桐昆石化有限公司	桐昆钦州绿色化工基地一期化工新材料项目	300	万吨	2027-12	
中国石油化工股份有限公司九江分公司	九江石化300万吨/年PTA项目	300	万吨	2027-12	
中国石油天然气股份有限公司乌鲁木齐石化分公司	200万吨/年精对苯二甲酸（PTA）项目	200	万吨	2027-07	
福建福海创石油化工有限公司	年产300万吨PTA扩建项目	300	万吨	2027-01	
浙江独山能源有限公司	新凤鸣独山能源新材料一体化项目4期	300	万吨	2025-10	2025-10
江苏三房巷聚材股份有限公司	三房巷三期PTA项目	320	万吨	2025-08	2025-08
江苏虹港石化有限公司	江苏虹港石化有限公司240万吨/年精对苯二甲酸（PTA）三期项目	250	万吨	2025-08	2025-06
浙江独山能源有限公司	新凤鸣独山能源新材料一体化项目3期	300	万吨	2024-12	2024-12
中国石化仪征化纤有限责任公司	中国石化仪征化纤有限责任公司年产300万吨PTA项目	300	万吨	2024-04	2024-04
台化兴业(宁波)有限公司	台化兴业（宁波）有限公司	150	万吨	2024-03	2024-03
海南逸盛石化有限公司	海南逸盛石化有限公司二期项目	250	万吨	2023-12	2023-11
恒力石化(惠州)有限公司	惠州2×250万吨/年PTA项目	250	万吨	2023-09	2023-07
江苏嘉通能源有限公司	PTA聚酯一体化项目	250	万吨	2023-06	2023-04
恒力石化(惠州)有限公司	惠州2×250万吨/年PTA项目	250	万吨	2023-03	2023-03
江苏嘉通能源有限公司	PTA聚酯一体化项目	250	万吨	2022-12	2022-12
东营威联化学有限公司	东营威联化学250万吨/年PTA项目	250	万吨	2022-12	2022-12
浙江逸盛新材料有限公司	年产600万吨PTA工程	330	万吨	2022-03	2022-01
浙江逸盛新材料有限公司	年产600万吨PTA工程 一期	330	万吨	2021-06	2021-06
福建百宏石化有限公司	福建百宏石化有限公司PTA项目	250	万吨	2021-03	2021-01
江苏虹港石化有限公司	江苏虹港石化2期	240	万吨	2021-03	2021-02
浙江独山能源有限公司	独山能源2期PTA项目	220	万吨	2020-10	2020-10
恒力石化(大连)炼化有限公司	恒力石化PTA五期项目	250	万吨	2020-07	2020-06
恒力石化(大连)炼化有限公司	恒力石化PTA四期项目	250	万吨	2020-01	2020-01
新疆库尔勒中泰石化有限责任公司	新疆库尔勒中泰石化有限责任公司年产120万吨/年PTA项目	120	万吨	2019-12	2019-12
浙江独山能源有限公司	新凤鸣集团股份有限公司	220	万吨	2019-11	2019-10
四川能投化学新材料有限公司	四川能投化学新材料有限公司	100	万吨	2019-05	2019-05
合计		6530			

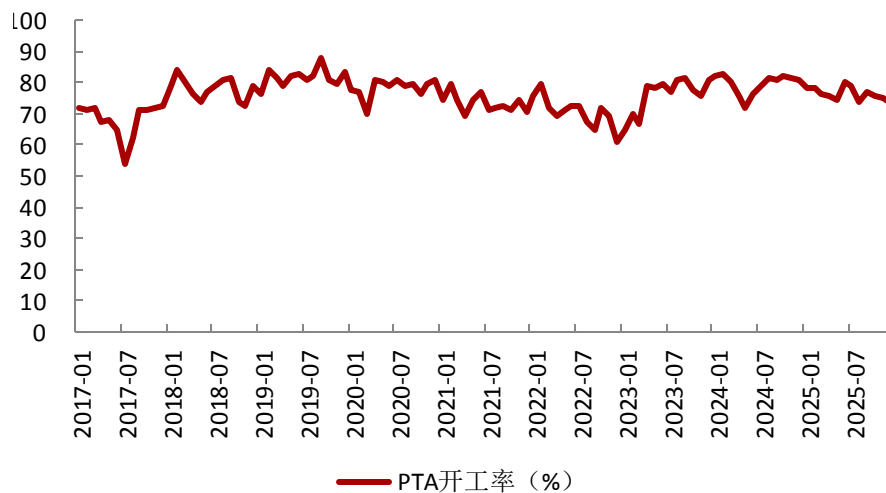
2.2.2 指标资源——炼化：反内卷背景下，PTA主流大厂调整开工节奏

- 2025年10月27日，工信部原材料工业司发布《关于召开精对苯二甲酸(PTA)及瓶级聚酯切片产业发展座谈会的通知》，此次座谈会的目的是防范化解PTA及瓶级聚酯切片行业内卷式竞争，促进产业平稳运行。根据百川盈孚数据，当前逸盛石化、独山能源的部分装置停产检修，有效调节行业负荷。2025年12月PTA开工率为74%，月产量为618万吨。PTA行业具有较高的集中度，在反内卷的大背景下，行业有望加强自律，协同防范无序竞争，优化供给结构。

PTA月产量

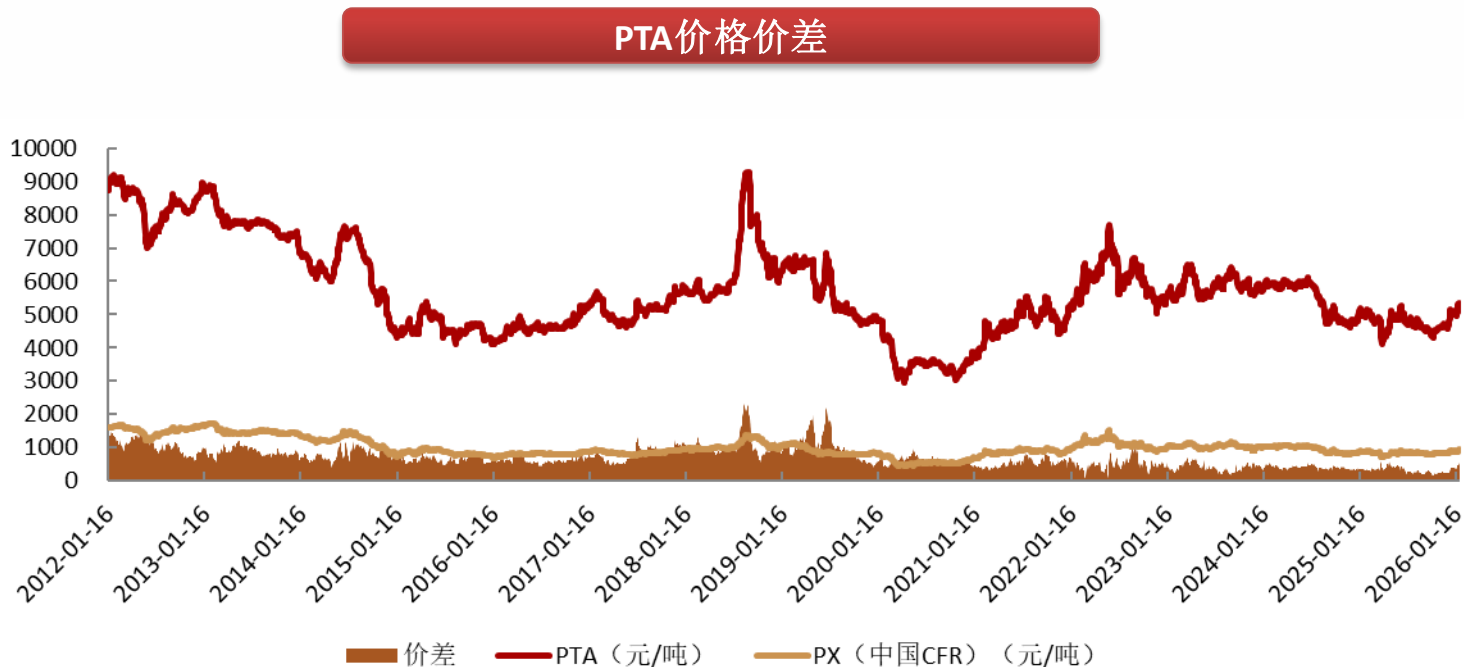


PTA开工率



2.2.2 指标资源——炼化：供给端降负荷，PTA价格底部回升

- 2025年PTA市场整体呈现低位震荡态势，年均价较2024年明显下滑。年内行业产能持续扩张，导致加工费被不断压缩并长时间维持在极低水平，迫使部分装置降低负荷或推迟投产，行业开工率因此整体下降。2025年底受到调油需求带动PX市场重心上行，成本端支撑持续偏强。从PTA自身供需来看，部分装置进行检修，而下游聚酯负荷始终维持高位运行，加之印度BIS认证取消后出口订单显著增加，市场整体呈现去库态势。截至2026年2月3日，PTA-PX价差为380元/吨，较去年同期上涨55元/吨，盈利持续改善。

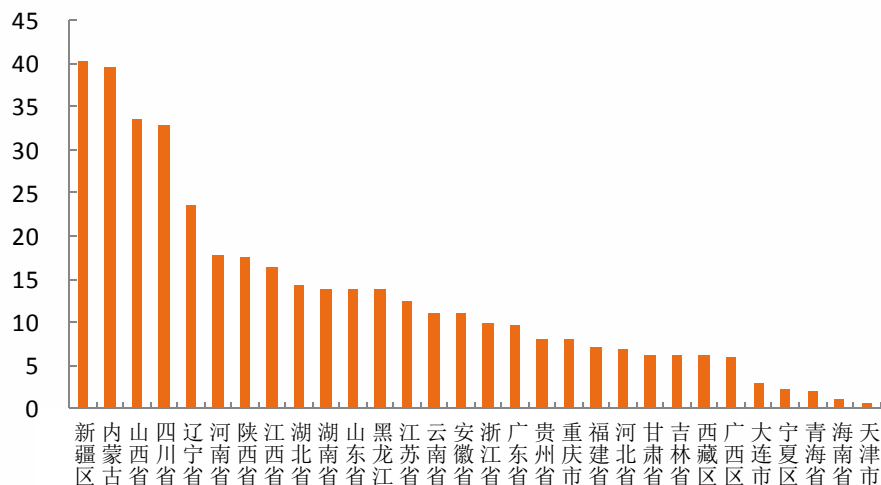


2.2.3 指标资源——民爆：行业进入壁垒高

- 民爆行业具有较高资质壁垒。我国对民爆物品的生产、销售、购买、运输和爆破作业实行许可证制度，所有流程都由主管部门严格监管。另外民爆器材易燃、易爆、高危等特点决定了其运输具有一定风险，同时我国早期政府政策对民爆器材流通实施了严格管制。因此民爆器材购销一般采用“就近就地”的原则。
- 民爆器材需求也呈现出区域性。东部沿海、长三角、珠三角等地区对民爆产品的需求量呈现下降趋势；中西部等资源丰富、基建需求旺盛的地区，对民爆器材的需求明显增加。

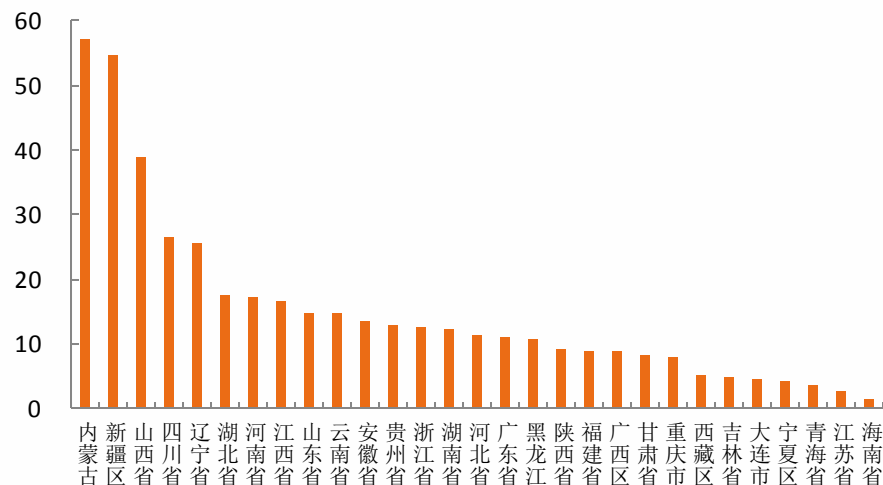
2025年民爆生产总值分地区

■ 民爆生产总值（亿元）



2025年民爆工业炸药销量分地区

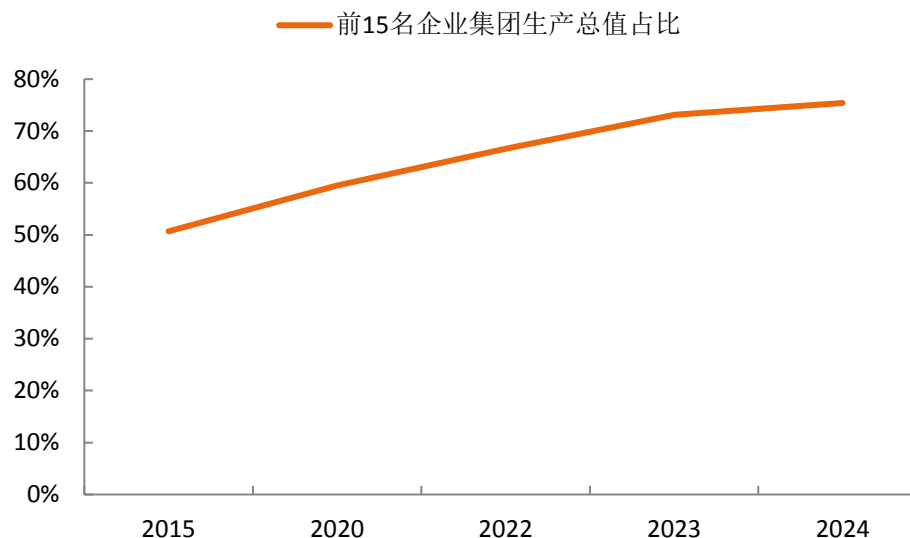
■ 工业炸药销量（万吨）



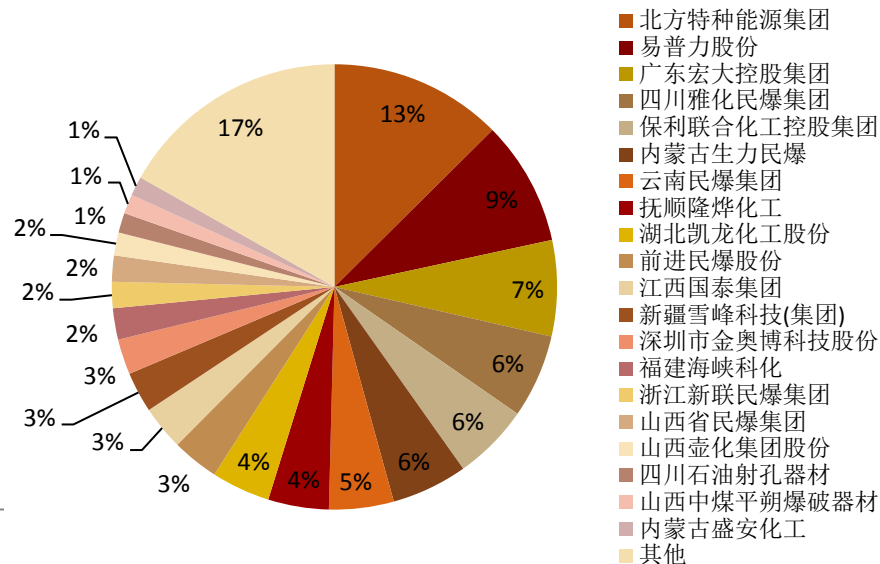
2.2.3 指标资源——民爆：行业集中度持续提升

- 民爆行业集中度持续提升。伴随民爆行业兼并整合的鼓励政策持续出台以及行业产能优化升级带来的门槛提高，行业集中度逐步提升。根据中国爆破器材行业协会统计，民爆行业排名前15家企业集团生产总值占比从2015年的50.70%提升至2024年的75.37%。其中北方特种能源集团、易普力龙头地位明显。

民爆行业集中度提升



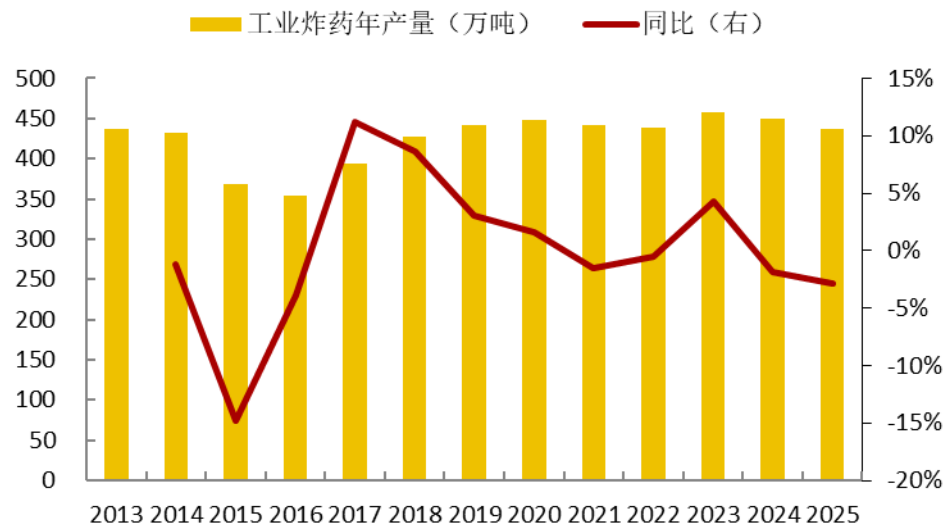
民爆行业生产企业排名（2024年）



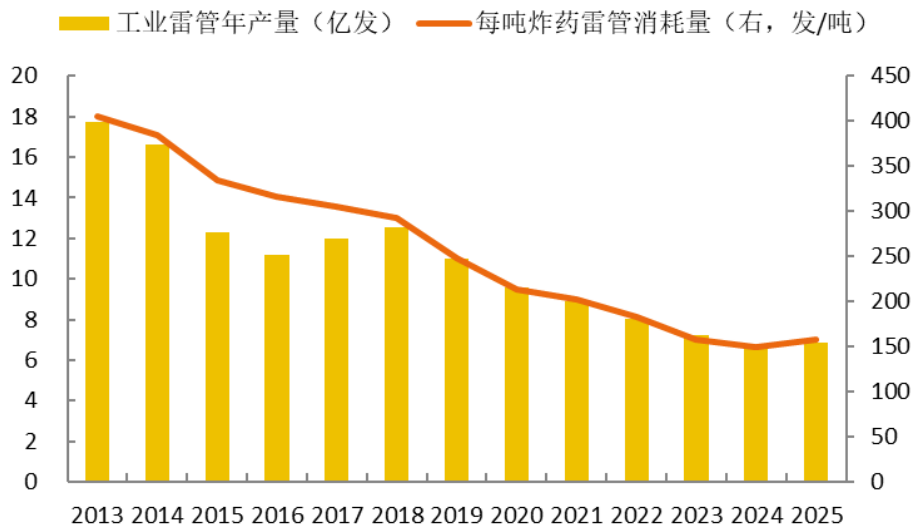
2.2.3 指标资源——民爆：炸药产量窄幅波动，雷管产量逐步下降

- 工业炸药年产量窄幅波动，工业雷管年产量逐步下降。工业炸药年产量变化趋势和国家基础设施建设及矿山开采需求基本一致。2015-2016年煤炭、钢铁、水泥等下游行业的需求低迷传导至民爆物品市场，工业炸药的产量有所下降。2020-2021年受疫情影响工业炸药产量小幅下降后2023年伴随经济逐步修复，工业炸药产量小幅增长。工业雷管年产量逐步下降的背后是民爆产品结构的调整和爆破技术的提高。

工业炸药产量窄幅波动



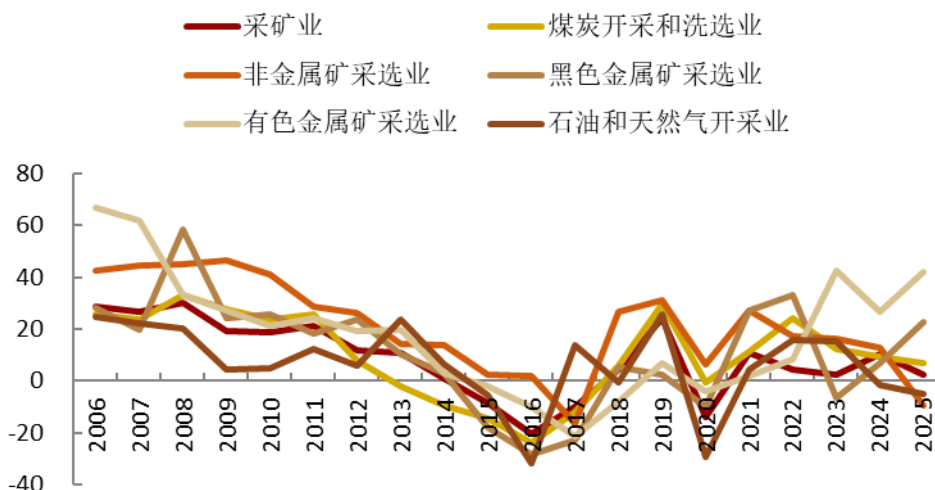
工业雷管产量呈现下降趋势



2.2.3 指标资源——民爆：采矿业、基建投资向好

- 需求端，采矿业投资呈现回升，基建投资有望受益。2017年以来，伴随供给侧改革初见成效，我国采矿业的产业结构持续优化，新增大型矿山产能有序释放，采矿业固定资产投资完成额呈现回升态势。而基建投资2022-2024年呈现稳定增速发展的态势，2025年受地方财政整体偏紧等因素影响，基建投资增速有所回落。2026年为‘十五五’规划的开局之年，一系列国家级重大项目和工程进入储备阶段，推动投资止跌回稳的目标意味着基建投资增速有望同比向好。

采矿业固定资产投资增速（%）



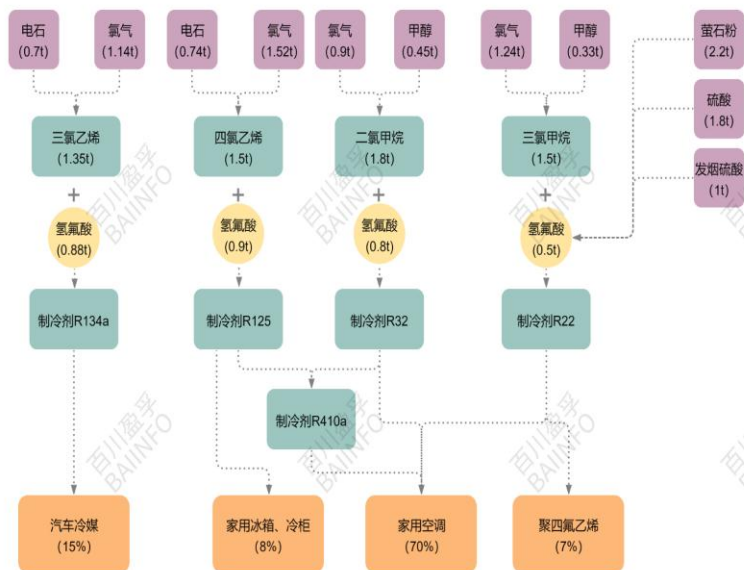
中国基建固定资产投资增速（%）



2.2.4 指标资源——制冷剂：技术变革带来的供给强约束

■ **制冷剂的发展一共经历了四代技术变革。**按照1987年颁布的《蒙特利尔议定书》，以臭氧层消耗潜值（ODP）和全球变暖潜值（GWP）作为衡量制冷剂环保性的标准，一代制冷剂已被淘汰，二代制冷剂是氢氯氟烃（HCFCs）类物质，在欧美国家已淘汰，在我国目前处在加速淘汰期间。氢氟烃（HFCs）作为三代制冷剂，凭借着优秀的能效与环保特性，在国外应用广泛，目前处于淘汰初期。四代制冷剂是指氢氟烯烃（HFOs），拥有零ODP和极低的GWP，被认为是未来可替代HFCs的新一代制冷剂，但生产成本高，目前未大规模应用。

制冷剂产业链图



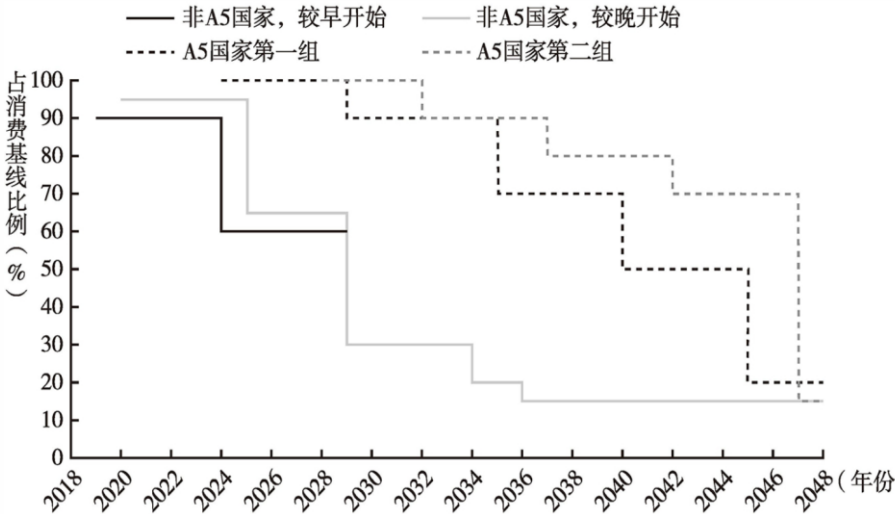
制冷剂分类

含氟制冷剂	物质类型	代表产品	使用情况
第一代	氯氟烃类（CFCs）	CFC-11、CFC-12、CFC-113、CFC-114、CFC-500	破坏臭氧层，全球范围已淘汰并禁产
第二代	氢氯氟烃（HCFCs）	HCFC-22、HCFC-141b、HCFC-142b、HCFC-123、HCFC-124	ODP值较CFC更低，发达国家已经基本淘汰，我国实行配额制度，逐渐减产
第三代	氢氟烃（HFCs）	HFC-32、HFC-125、HFC-134a、HFC-410A、HFC-152a、HFC-143a	ODP值为0，对臭氧层无破坏，在发展中国家逐步替代HCFCs产品，但GWP值较高，目前发达国家已开始削减用量
第四代	氢氟烯烃（HFOs）	HFO-1234yf、HFO-1234ze、HCFO-1233zd	ODP值为0，同时拥有极低的GWP 值，专利壁垒高，目前部分第四代制冷剂在美国、欧洲等发达国家已开始进入商业化应用阶段

2.2.4 指标资源——制冷剂：供给侧配额政策凸显资源属性

■ 供给端实施配额政策，指标资源属性凸显。2016年《蒙特利尔议定书》缔约方达成《基加利修正案》，就氢氟碳化物（HFCs）为发展中国家和发达国家分别制定了削减时间表。其中包括我国在内的第一组发展中国家应从2024年起将受控用途HFCs生产和使用冻结在基线水平，2029年起HFCs生产和使用不超过基线的90%，2035年起不超过基线的70%，2040年起不超过基线的50%，2045年起不超过基线的20%。2023年11月我国正式出台三代制冷剂配额生产方案，2024年三代制冷剂配额正式冻结。

HFCs削减时间表



2026年制冷剂配额情况（吨）

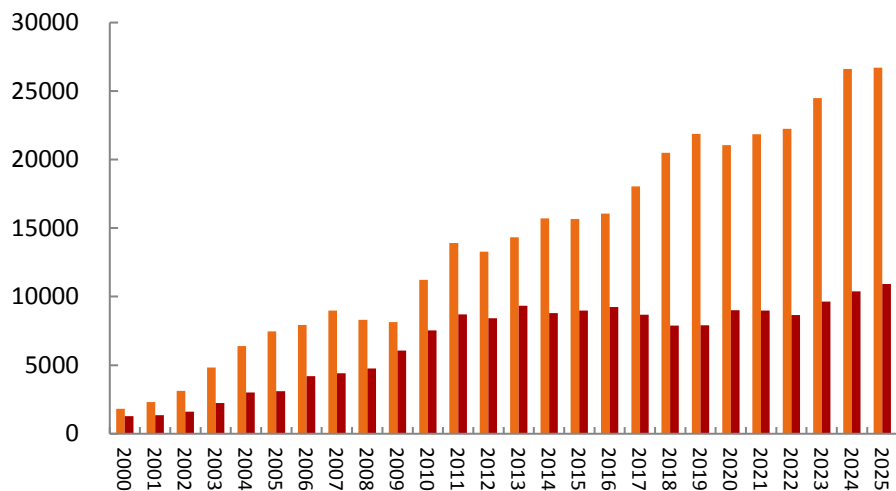
种类/吨		生产配额			内用生产配额		
		2025年	2026年	增减变化	2025年	2026年	增减变化
HFCs	HFC-32	280349	281520	1171	184479	185249	770
	HFC-125	167282	167633	351	61141	61260	119
	HFC-134a	208269	211511	3242	80398	81633	1235
	HFC-143a	47298	46043	-1255	11445	10894	-551
	HFC-152a	33734	33671	-63	8055	8040	-15
	HFC-227ea	31435	30918	-517	27492	27425	-67
	HFC-236ea	191	191	0	0	0	0
	HFC-236fa	756	829	73	145	145	0
	HFC-245fa	19514	22432	2918	14035	16999	2964
	HFC-41	102	145	43	42	89	47
	HFC-23	2952	2952	0	2348	2348	0
	合计	791882	797845	5963	389580	394082	4502
HCFC	HCFC-22	149068	146063	-3005	80862	77948	-2914
	HCFC-141b	9157	0	-9157	3395	0	-3395
	HCFC-142b	3360	3360	0	1240	1240	0
	其他	1988	1988	0	532	532	0
	合计	163573	151411	-12162	86029	79720	-6309

2.2.4 指标资源——制冷剂：需求带动产品价格一路上行

- **需求端空调、冰箱产量持续增长。**国内制冷剂下游行业主要为空调、冰箱、汽车等。根据国家统计局统计，近年来我国空调、冰箱产量仍在持续增长。在以旧换新、家电补贴等促销费政策推动的背景下，制冷剂下游需求有望继续提升。
- **制冷剂价格一路上行。**2025年我国二代制冷剂配额削减，三代制冷剂配额总量控制目标保持在基线值，而需求端保持增长，推动了制冷剂价格稳步上涨。供给强约束下，制冷剂价格预计将在较长一段时间内维持上行态势，但各品种价格走势随着二代到三代的更迭，分化逐步明显。

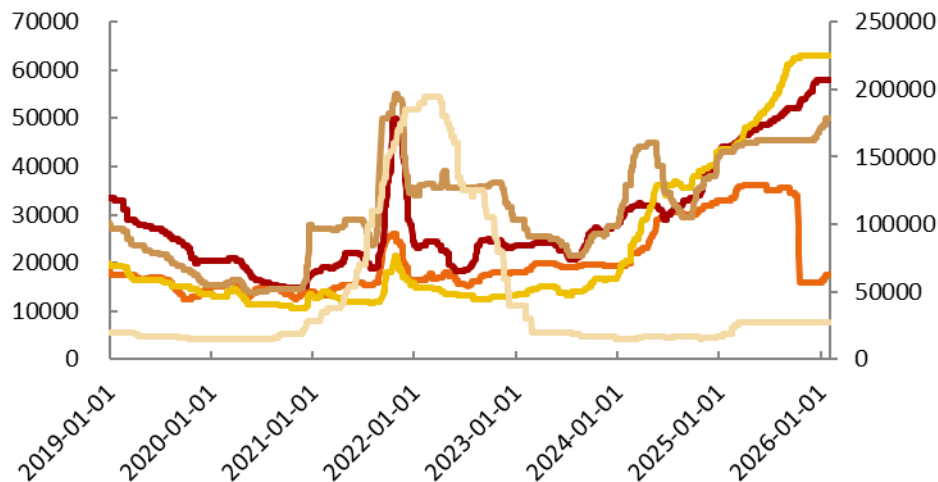
中国空调、冰箱产量

■ 中国空调产量（万台） ■ 中国家用电冰箱产量（万台）



制冷剂价格（元/吨）

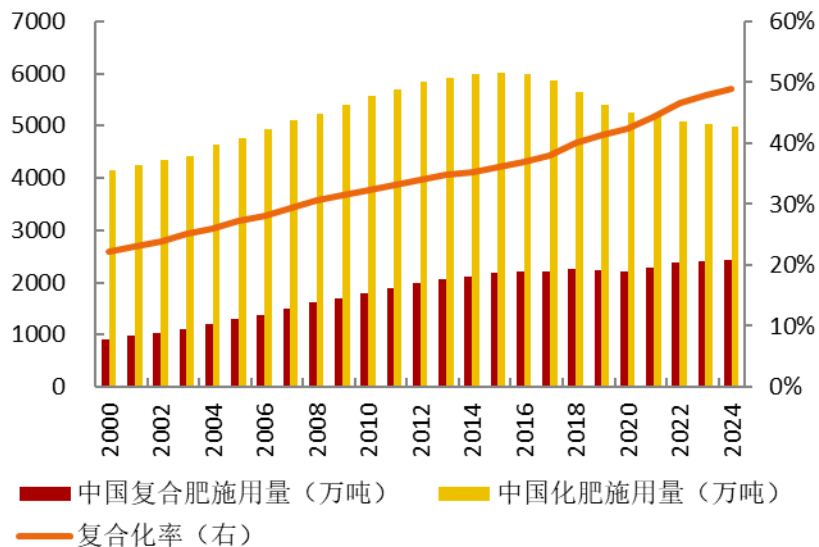
— R22 — R134a — R32 — R125 — R142b（右）



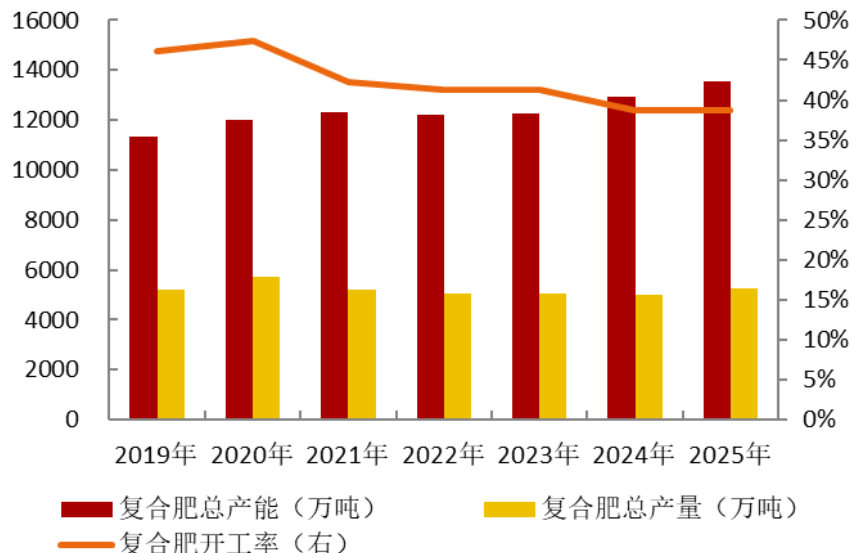
2.3.1 渠道资源——复合肥：化肥复合化为趋势，盈利向头部集中

- **化肥复合化为未来发展方向。**自2000年以来，我国化肥复合化率保持增长趋势，2024年我国化肥复合化率为49%，这与发达国家80%的平均复合化率水平仍有较大差距，同时我国持续推进化肥减量增效，复合肥相较单质肥增效明显，故复合肥尤其是高端复合肥是未来重要发展方向。
- **复合肥产能整体过剩，盈利向头部企业集中。**我国复合肥产能近年来小幅提升，但开工率逐步下降，2025年行业开工率仅38%左右。头部企业因为拥有更优秀的产品质量，更广泛的销售渠道，以及更完善的产业链，逐步占据更多的市场份额。

我国化肥复合化率



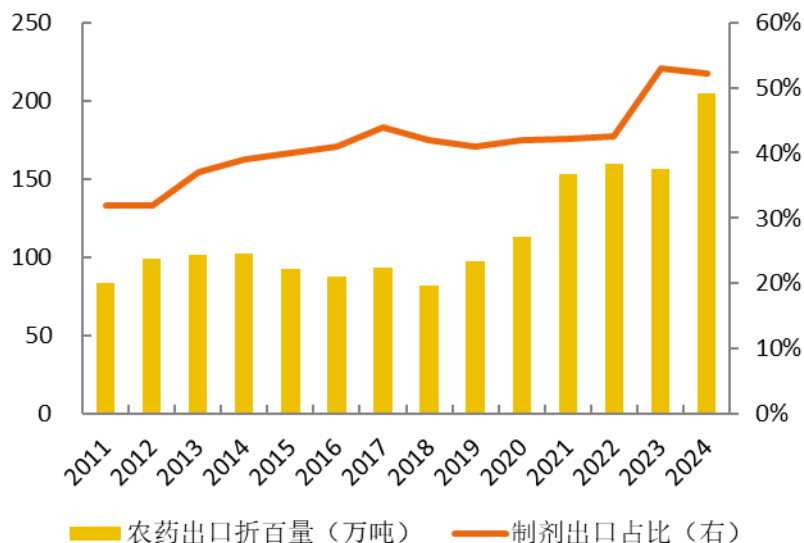
我国复合肥产量及开工率



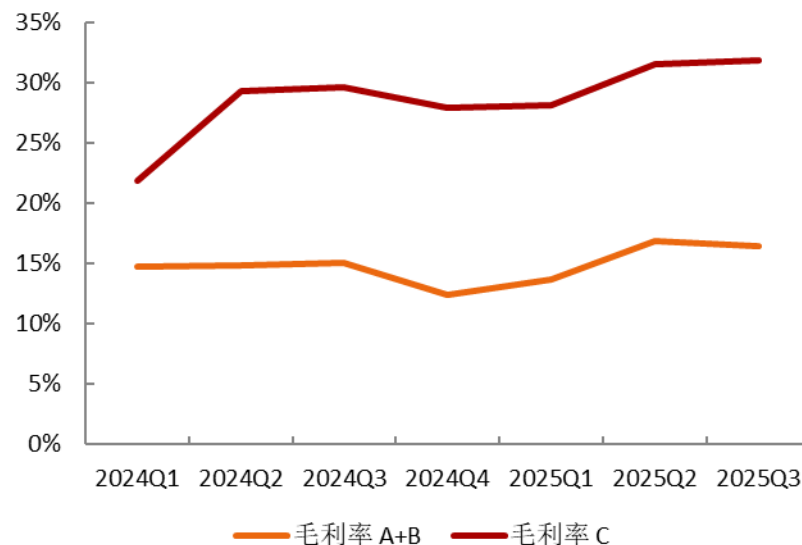
2.3.2 渠道资源——农药制剂：制剂出口超过原药，自主品牌盈利优

- **我国农药出口质量提升。**根据农业农村部数据，我国作为全球最大的农药生产国和出口国，2024年农药出口量达到历史最高，折百高达205万吨；2024年出口占产量的比重达到90%；其中制剂产品的出口量和出口金额双超原药，达到107.1万吨、613.6亿元。制剂出口占比的提升意味着我国农药已从过去单纯的原药加工，提质为自主制剂品牌的销售。而自主制剂的盈利水平相较原药更高且稳定。从润丰股份的不同商业模式的毛利率水平可以看出，To C模式的毛利率盈利水平更优。

我国农药出口情况



润丰股份各模式毛利率情况



目录

1、全球化工格局向好，国内化工更具弹性

2、顺周期：三大资源方向

3、顺周期：重视地产链的黑马弹性

4、新材料：关注国产替代以及产业趋势

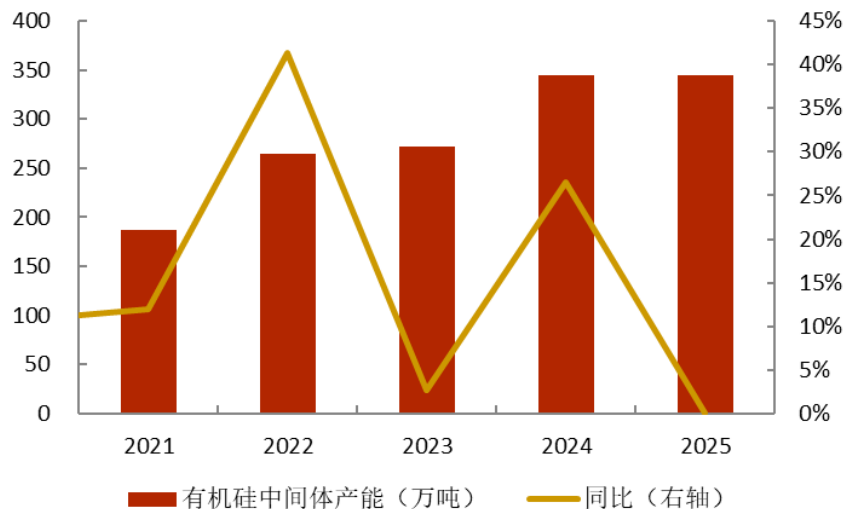
5、投资建议

6、风险提示

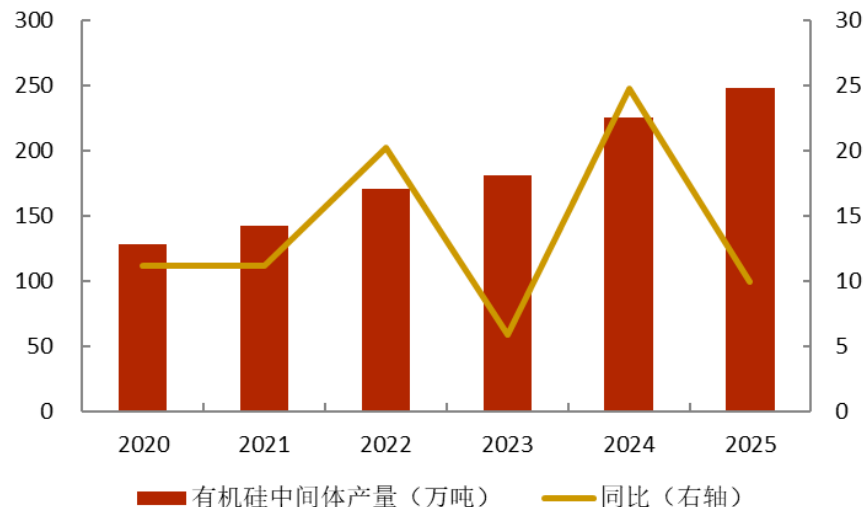
3.1 地产链——有机硅：扩产接近尾声，产能增速放缓

- **扩产接近尾声，供给增速放缓。**2022-2024年为有机硅高景气时期，众多项目持续推进，国内产能集中释放，2024年国内有机硅中间体产能达344万吨，同比增长26%；产量为225万吨，同比增长25%。进入2025年，有机硅产能增速显著放缓，2025全年产能同比持平，产量248万吨，同比增长10%。根据百川，2026年仅新疆其亚的80万吨单体项目规划，2027年规划项目在当前的有机硅价格水平下更具有不确定性。

有机硅中间体产能



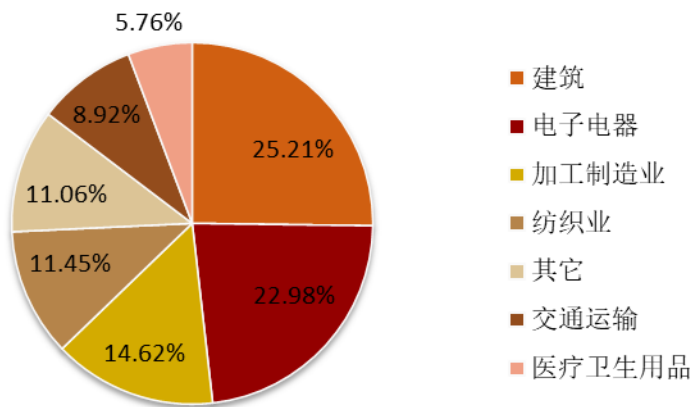
有机硅中间体产量



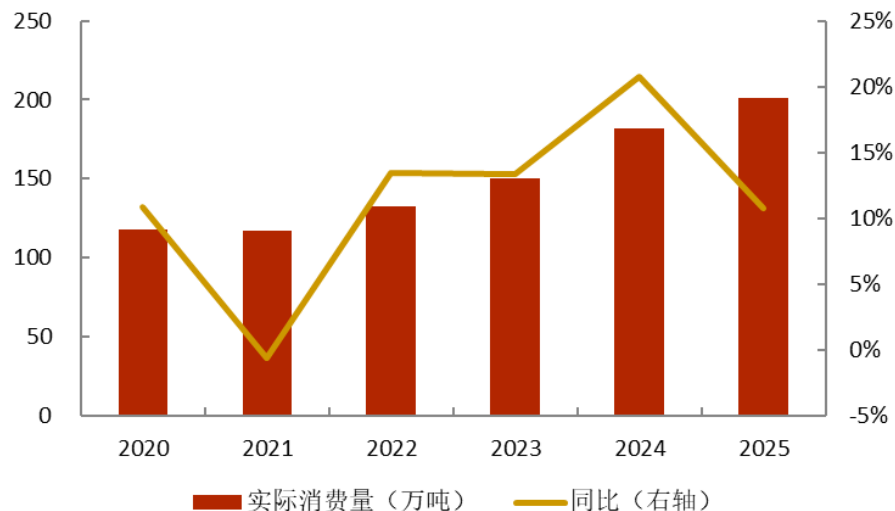
3.1 地产链——有机硅：新型应用领域拓展带动需求高增

- 有机硅应用场景覆盖工业生产与日常生活多个领域，且随技术升级持续向高端场景延伸。场景适配性强，从民生消费（日用品、家电）到高端制造（芯片、航空航天），从常温环境到极端工况均有覆盖，主要应用于建筑、电子电气、纺织业等。
- 国内有机硅消费持续增长，2025年我国有机硅消费量达201万吨，同比增长11%，过去几年复合增速也都超过10%。增长动力从过去的“建筑”转变为当前的“电子电器、加工制造”等领域。

有机硅中间体下游消费结构



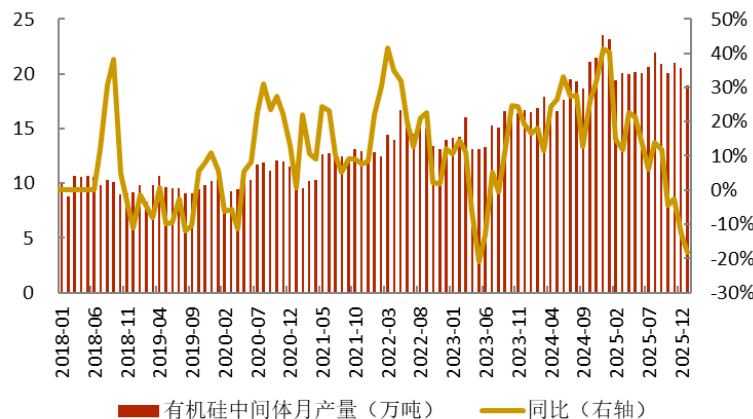
有机硅中间体消费量



3.1 地产链——有机硅：开工负荷下降，去库进行中

- 根据百川盈孚，2025年11月有机硅行业召开“反内卷”会议，企业达成减产30%共识并联合挺价，有机硅协同就此展开。2026年1月有机硅月度产量为18.93万吨，开工率下降到67%，截至2026年1月23日，行业库存为4.2万吨，较前期高位有所下降。

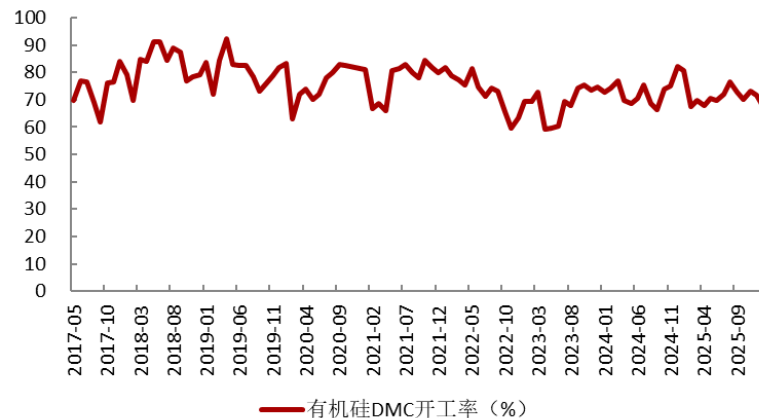
有机硅中间体月产量



有机硅中间体库存



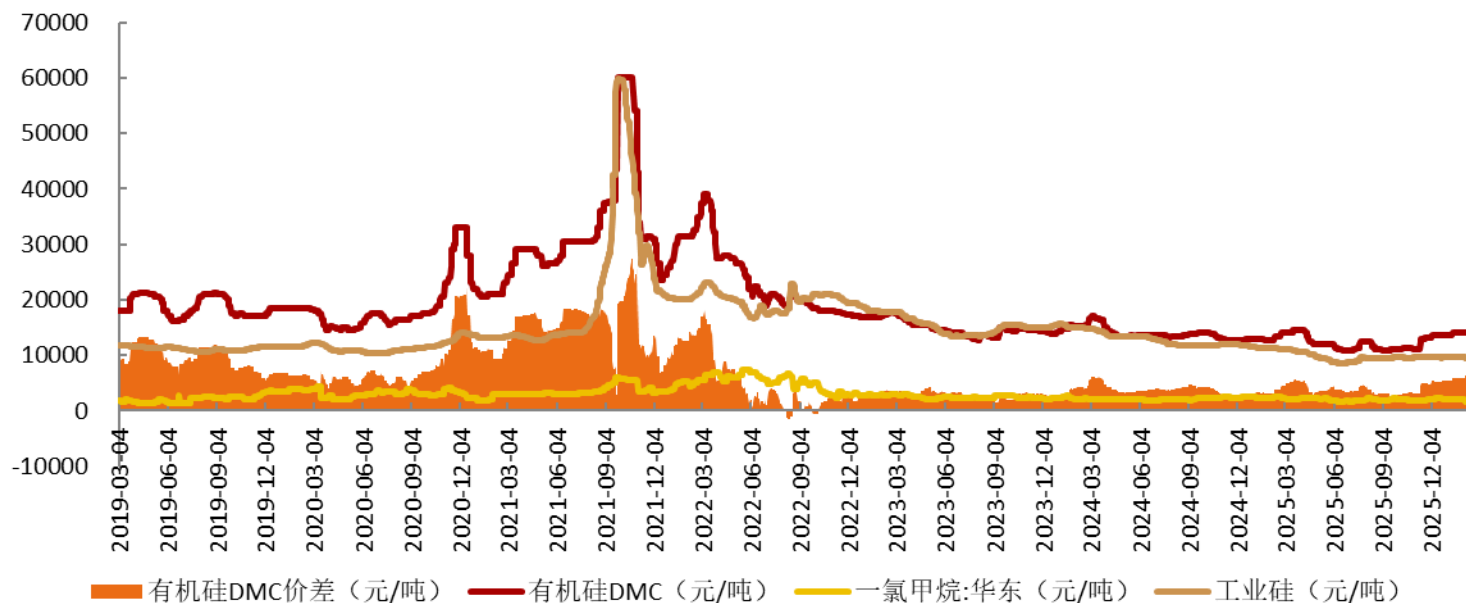
有机硅中间体开工率



3.1 地产链——有机硅：协同减产初见成效，价格有所反弹

- 回顾近一年价格，2025年初受到下游谨慎备货以及新项目投产的影响，市场竞争较为激烈，有机硅价格一度下行。2月中旬至3月下旬单体企业曾协同减产提价，但是执行力度未达预期。此后受到关税政策影响，价格持续下探。2025年11月“反内卷”行业会议召开，企业达成减产30%协议，开工负荷降低，价格开始回升，截至2026年1月28日，有机硅中间体价格为14000元/吨，同比上涨9.38%。

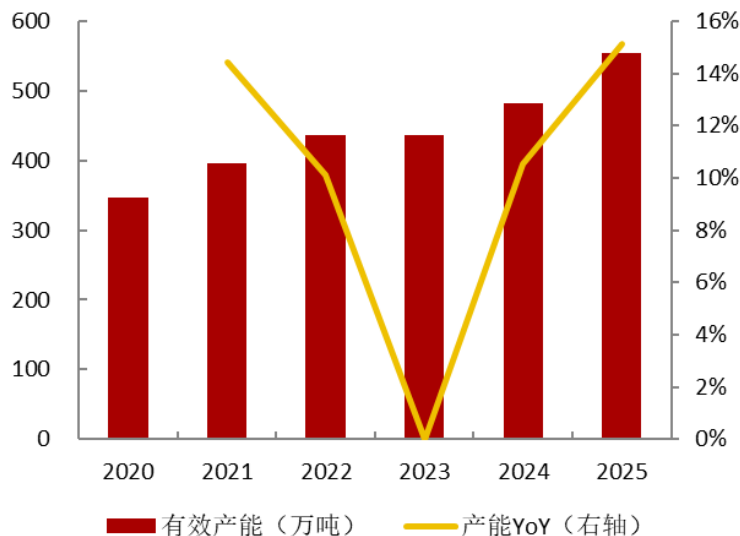
有机硅中间体价格价差



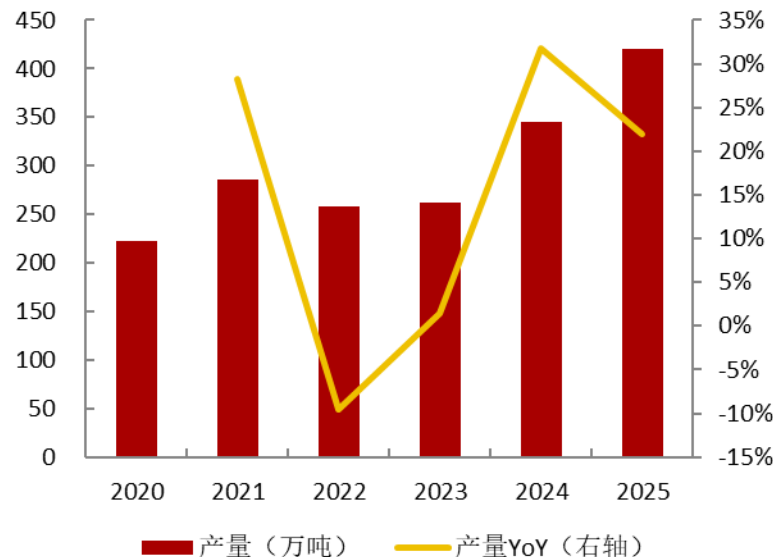
3.2 地产链——MDI：产能高度集中，龙头优势明显

- **产能高度集中，供给增速放缓。**MDI是技术与资本密集型行业，全球MDI产能高度集中，呈现寡头垄断的竞争格局，2024年全球产能CR5高达91%，其中万华化学以33%的市占率占据全球龙头地位。
- 随着我国聚氨酯行业的发展，我国MDI产量从2020年的222万吨快速增长到2025年的420万吨，年化复合增长率为13.6%，高于MDI产能增速。展望未来，由于欧洲巴斯夫、亨斯曼等企业成本较高，欧洲企业部分生产装置停产，未来2-3年主要产能增量均来自万华化学，我国MDI龙头有望借助此趋势进一步扩产，提升自身市占率。

MDI产能



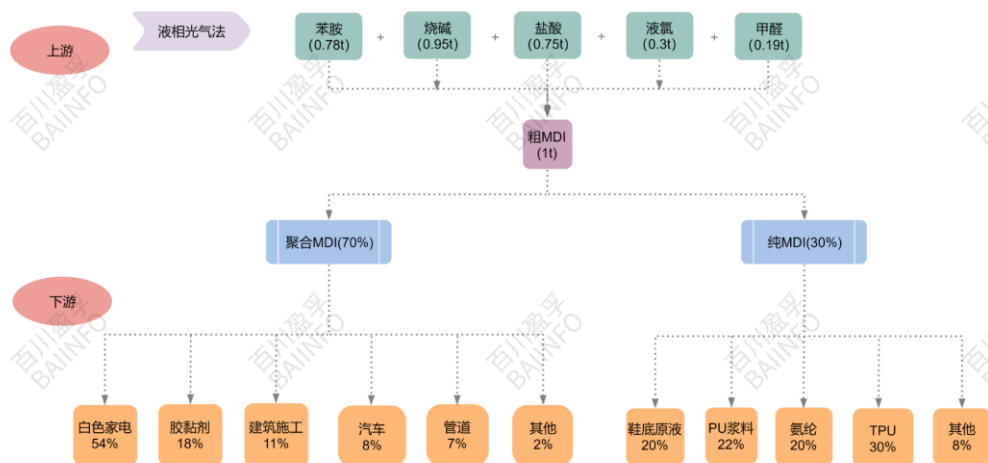
MDI产量



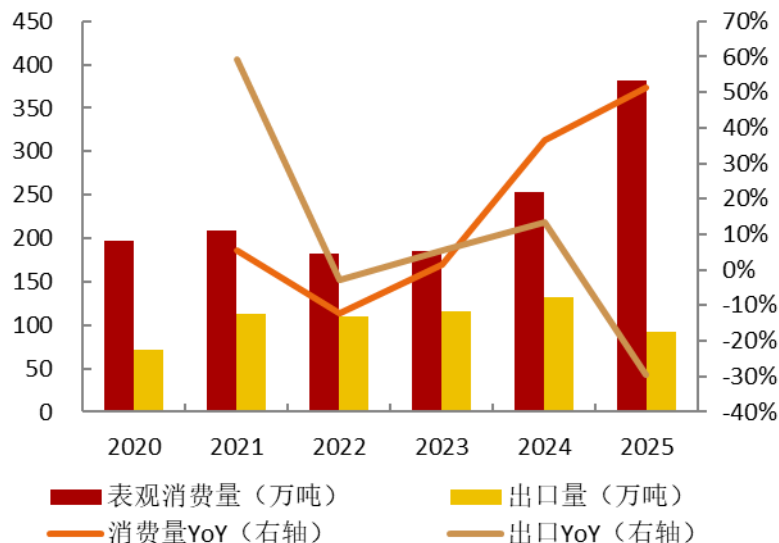
3.2 地产链——MDI：下游主要为白电及地产，需求量明显增长

- MDI根据是否加改良性质的添加剂分为聚合MDI和纯MDI，工业生产中由粗MDI后经处理得到约30%纯MDI与70%聚合MDI。聚合MDI下游主要为白电、胶黏剂、建筑等，而纯MDI下游主要为鞋底原液、PU浆料、氨纶等。
- 国内MDI消费持续增长，2025年我国MDI表观消费量达382万吨，同比增长51%，主要得益于下游行业的强劲需求，包括家电行业更新换代需求释放、新能源车产销增长以及消费的逐步复苏。

MDI产业链图

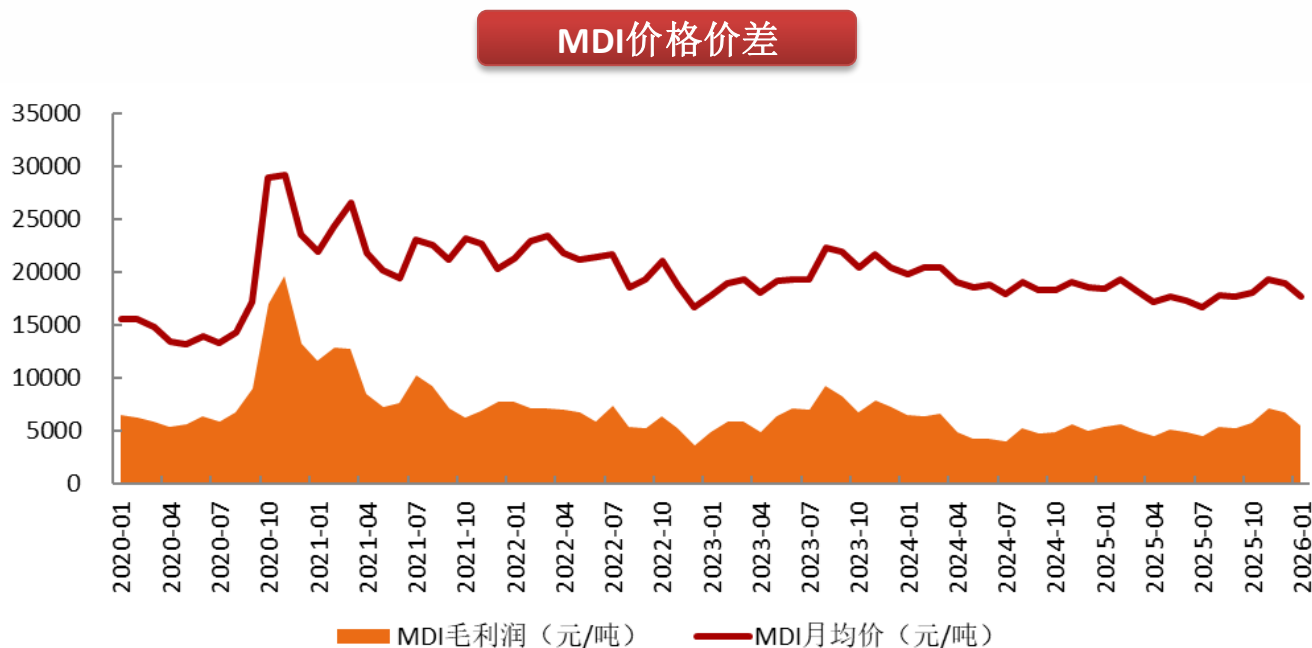


MDI表观消费量和出口量



3.2 地产链——MDI：产品价格修复，成本压力下降

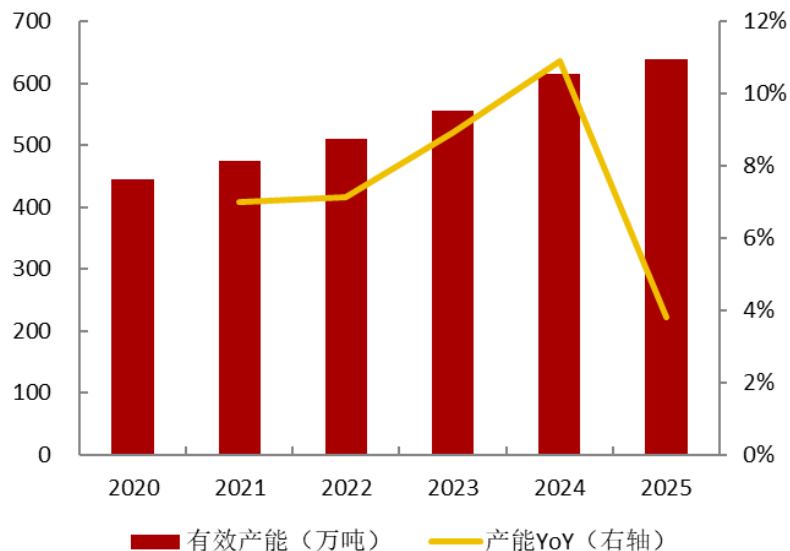
- 欧洲巨头成本高企，涨价函密集发布。2025年初聚合MDI价格约18000元/吨，旺季涨价后快速回落，主因出口受阻、供应增加导致产能消化压力大，Q3价格降至16000多元/吨，处于近5年相对低位。进入2025年12月，由于亨斯曼等欧洲巨头生产成本较高，经营状态较差，万华化学、巴斯夫、亨斯曼、陶氏化学等全球巨头密集发布涨价函，调价范围覆盖欧亚非三大洲，最高涨幅达350欧元/吨。
- 我国龙头具有成本优势。万华化学作为全球MDI龙头，兼具规模优势和成本优势。根据万华化学2025年三季报，纯苯、动力煤、丙烷、丁烷等主要原材料价格同比均有所下降。



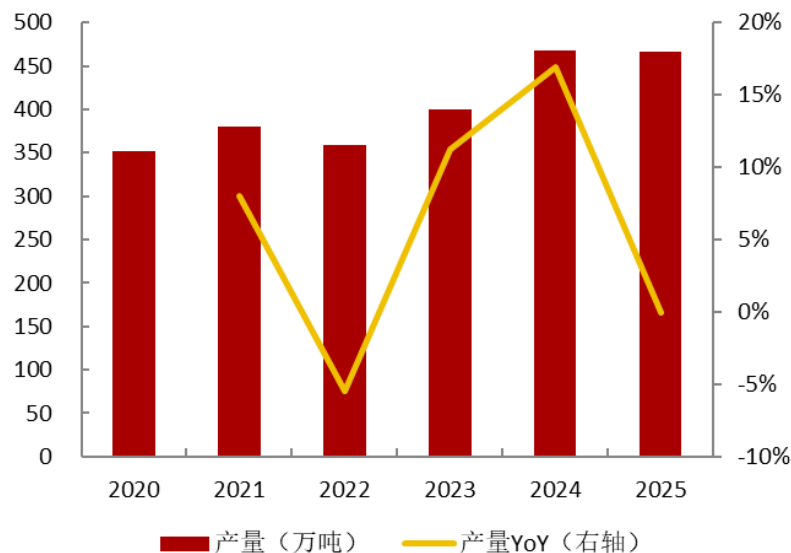
3.3 地产链——钛白粉：年产量下滑，企业数量缩减

- 钛白粉产量现下滑，部分企业开始出清。2025年，钛白粉行业产能较2024年增长了4%，然而，受境内外需求萎缩的制约，行业产量出现了下降，降幅为0.1%。据钛白分中心和钛白粉产业技术创新战略联盟秘书处统计，2025年，钛白粉全行业具有或基本具有正常生产条件的全流程型生产企业共36家，比上年减少了9家。展望未来，部分不具成本优势的产能将加速出清。

钛白粉产能



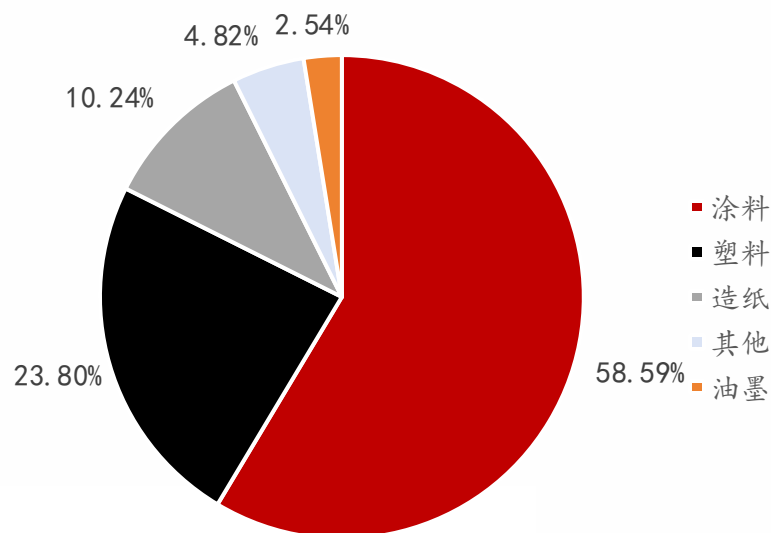
钛白粉产量



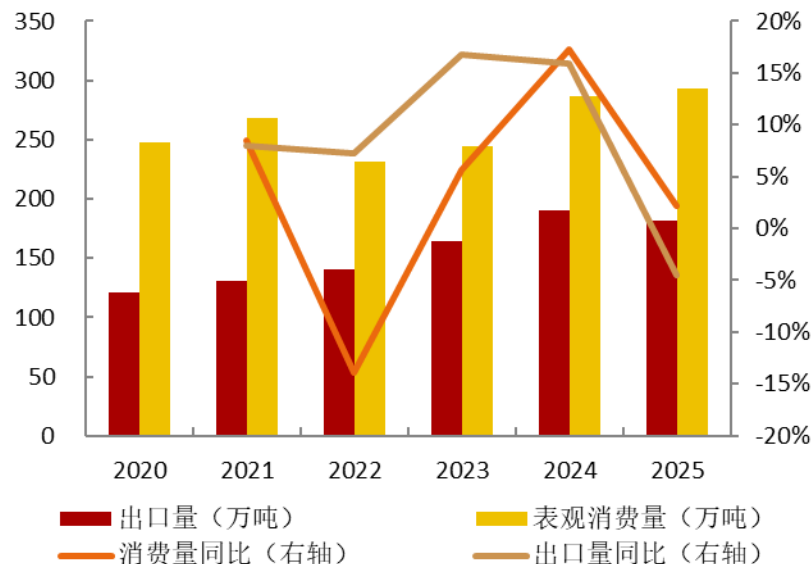
3.3 地产链——钛白粉：需求与地产强相关

- 钛白粉主要应用在涂料、塑料等领域，下游与房地产及消费市场关联度较大。
- 2025年，钛白粉的境内外市场需求同步萎缩。下游整体需求疲软，采购意愿低迷，境内外市场均受到不同程度的影响，出口也受到阻碍。2025年钛白粉表观消费量293万吨，同比增长2.2%，为近年来较低增速，出口量为182万吨，同比下滑4.5%。

2024年钛白粉消费结构

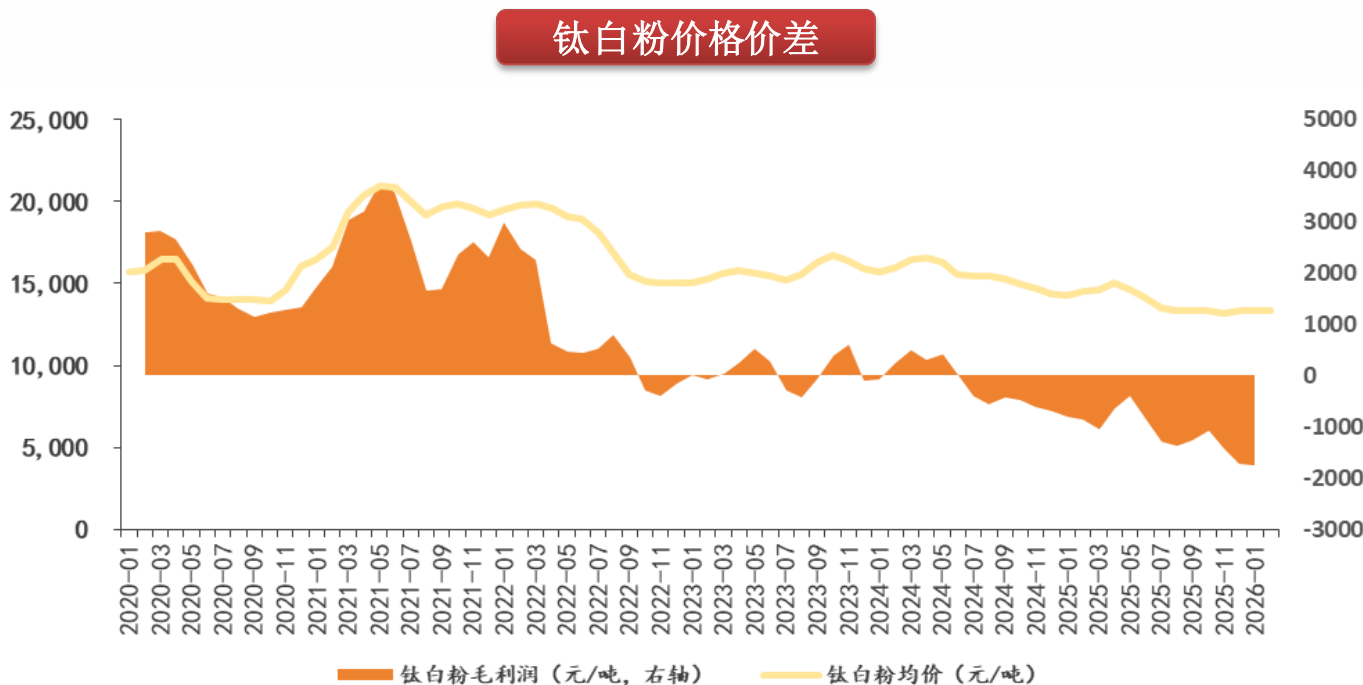


钛白粉消费量和出口量



3.3 产业链——钛白粉：盈利承压推动产能出清加速

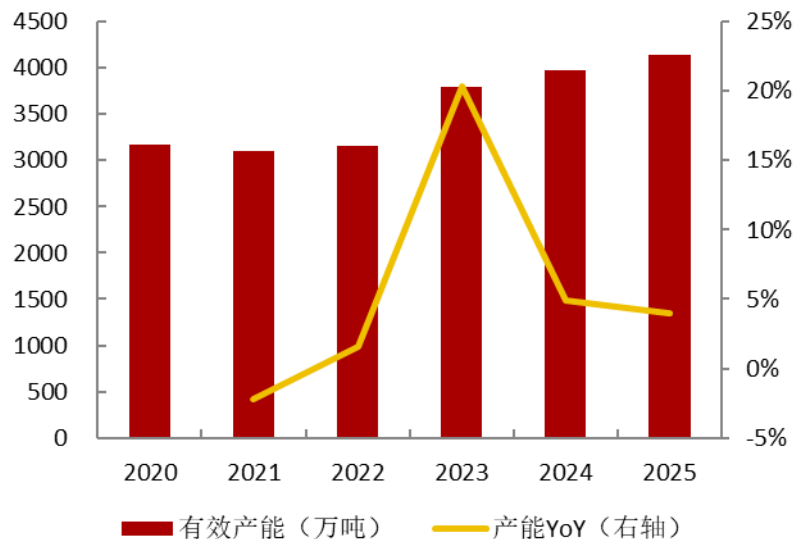
- 价格和价差均承压，产能有望加速出清。涂料、塑料等下游消费低迷，近年来，钛白粉价格持续低位运行。原材料（钛精矿）成本虽回落，但价格传导滞后，且原料硫酸的均价从2024年的465元/吨上涨至2025年的688元/吨，涨幅高达83%，导致钛白粉价差承压。2026年1月26日，美国钛白粉龙头特诺宣布计划永久关闭其位于江西的5万吨TiO₂生产线，预计在盈利状况较差的情况下，部分不具成本优势的产能将加速出清。



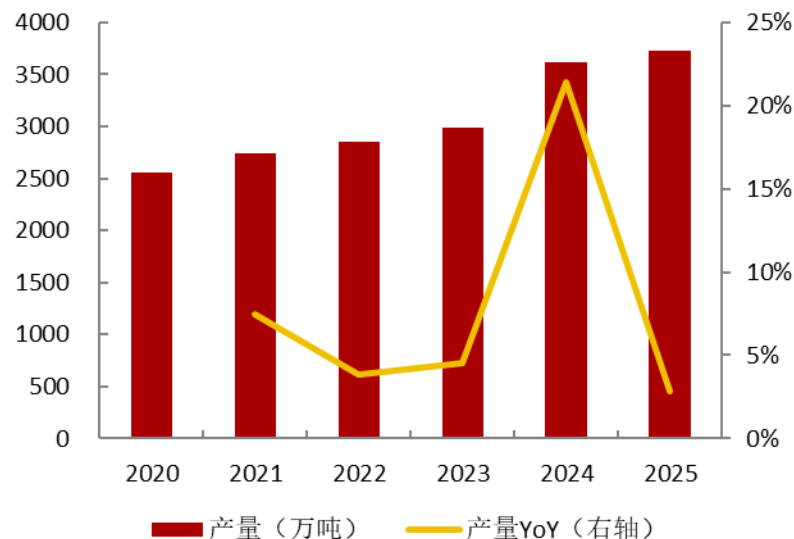
3.4 地产链——纯碱：行业持续扩产，天然碱市占率提升

- 行业持续扩产，天然碱市场份额稳步提升。回顾2025年，纯碱产能进一步扩张，新增装置以成本较低的天然碱法、联碱法为主。据百川，2025年末-2026年之间，纯碱行业预计仍有588万吨新增产能，其中博源银根二期为天然碱法制碱，二期一线现已投产，其他产线逐步推进，济源迈捷生产工艺为复分解法，其余厂家均为联碱法。天然碱法成本低，能耗低、零废渣排放，为未来产业升级的首选方向。

纯碱产能



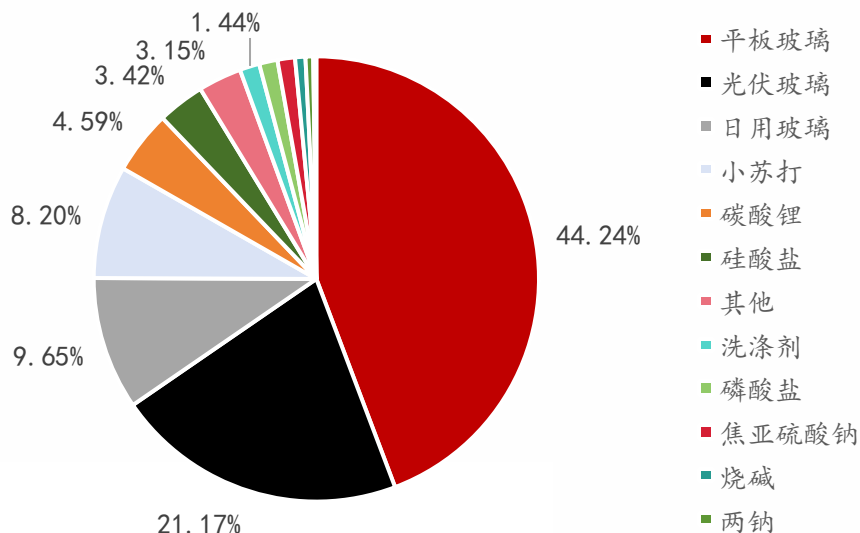
纯碱产量



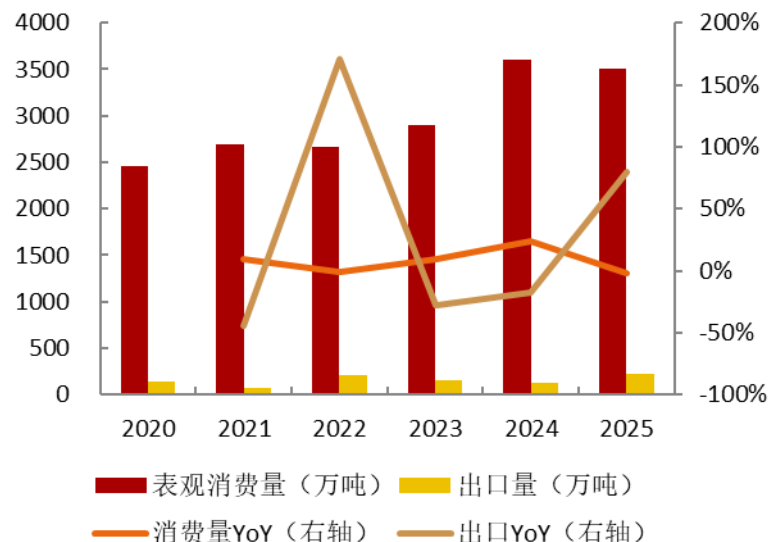
3.4 地产链——纯碱：供需矛盾仍存，静待需求复苏

- 纯碱下游主要为玻璃、小苏打、碳酸锂等，与光伏、房地产及消费场景气关联度较大。2025年纯碱下游消费占比中提升最大的在于碳酸锂、味精、过碳酸钠、水处理等行业，而下游光伏玻璃、浮法玻璃因其自身需求低迷，过剩压力较大，产能收缩，带动纯碱消费量下降，根据百川测算，2025年全国纯碱表观消费量3507万吨，同比下滑2.5%。

2025年纯碱消费结构

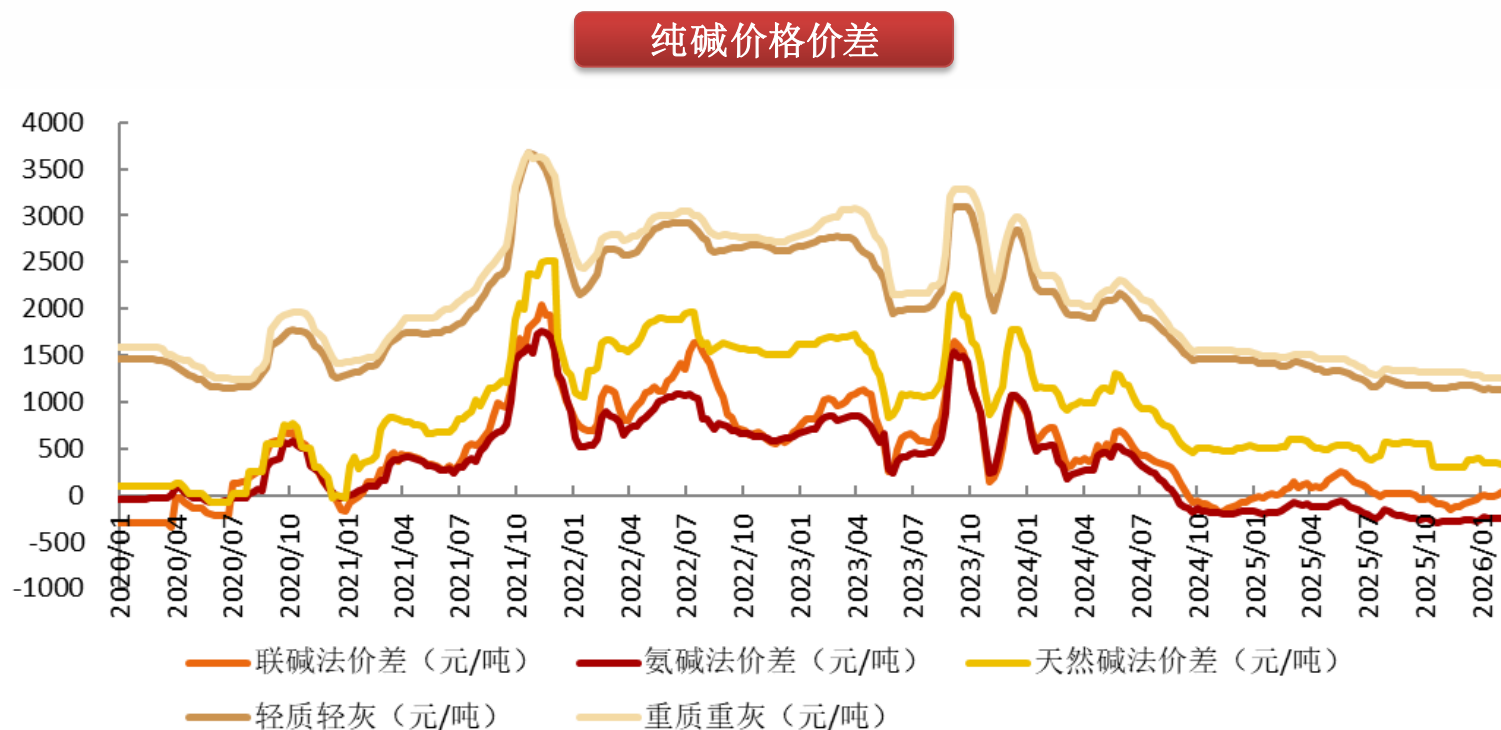


纯碱消费量和出口量



3.4 地产链——纯碱：供需宽松压制价格，天然碱进入放量阶段

- 行业盈利水平低位徘徊，天然碱为成本曲线最左侧。2025年纯碱价格整体处于震荡下跌，期间虽阶段性回暖但涨幅有限。原盐、动力煤等原材料价格虽有波动，但整体对利润影响有限，氨碱法、联碱法盈利水平均在盈亏间震荡。天然碱法作为成本曲线最左端尚有薄利。2024-2025年行业盈利持续承压，有望倒逼产业升级加速。



目录

1、全球化工格局向好，国内化工更具弹性

2、顺周期：三大资源方向

3、顺周期：重视地产链的黑马弹性

4、新材料：关注国产替代以及产业趋势

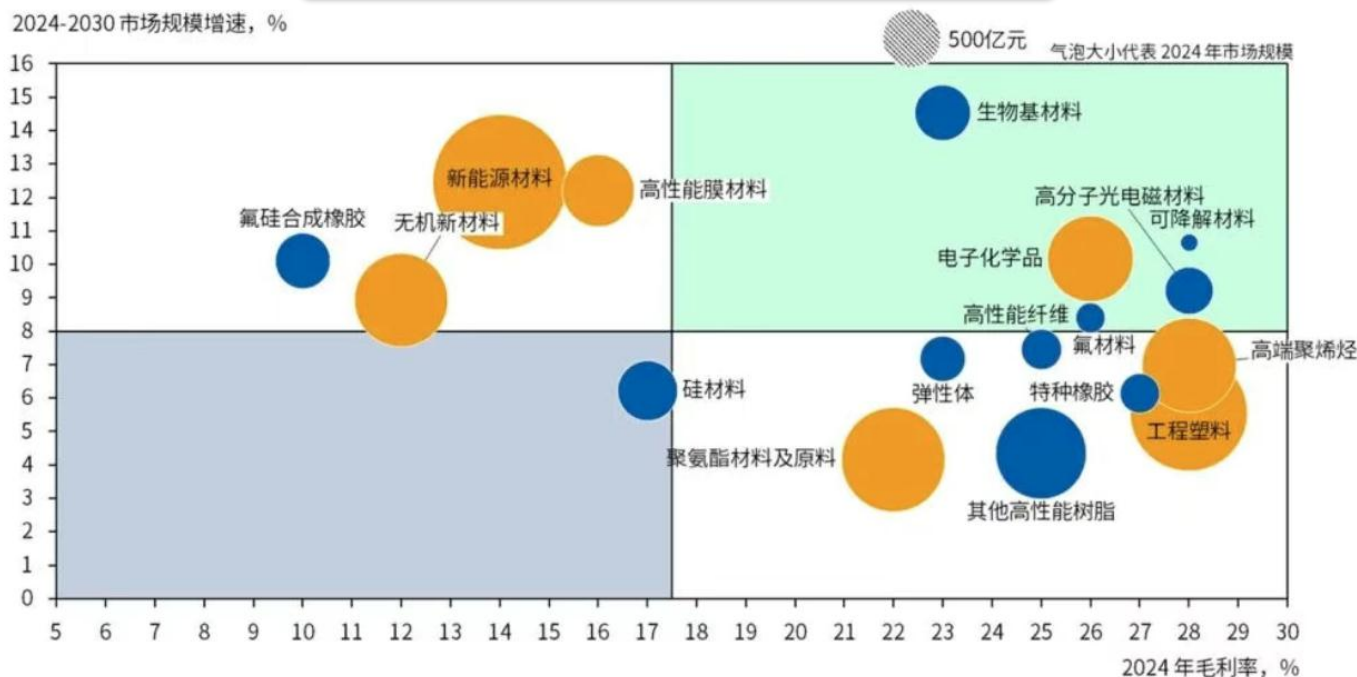
5、投资建议

6、风险提示

4 新材料：关注国产替代以及产业趋势两大方向

- 新材料端我们主要关注两大方向：国产替代以及新兴产业爆发带来的材料机会。根据中国化工信息，己二腈、高性能碳纤维、聚烯烃弹性体（POE）等产品已实现技术国产化与初步量产。未来电子化学品、生物基材料、高端聚烯烃、工程塑料等是兼具体量、利润率和增长潜力的大类品种，兼具大体量、高毛利率与高市场增速，是未来五年资本投入与技术攻关的优先选择。而新兴产业趋势例如商业航天、人形机器人、SAF等也催生了多种材料的新应用场景。

化工新材料市场吸引力分析



4.1.1 新材料——湿电子化学品：国产化率有待突破

■ 根据中国化信咨询数据，2024年我国在半导体集成电路市场，整体湿化学品国产化率约37%。其中，8英寸及以下集成电路生产线用湿化学品基本实现国产化；对于12英寸集成电路生产线，28nm以上成熟制程用湿化学品国产化率约25%，28nm以下先进制程用湿化学品进口依赖度有所改善。部分通用性湿电子化学品纯度达到G5级别，但G5级功能湿电子化学品仍待突破。

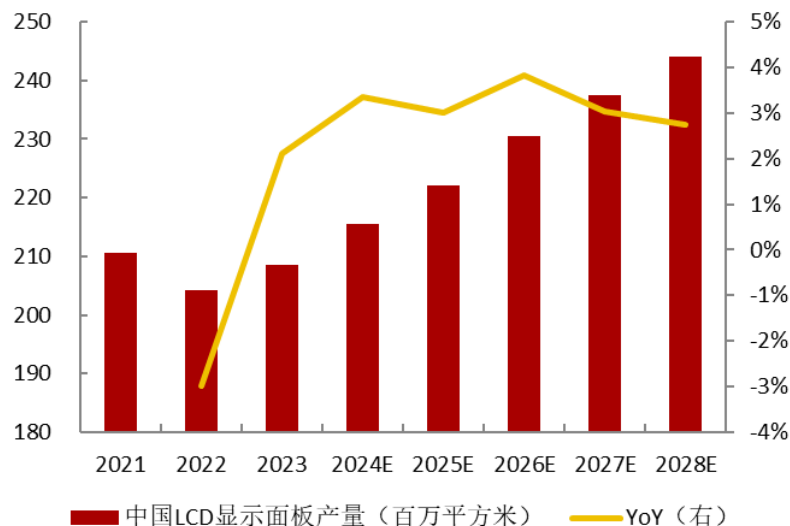
我国湿电子化学品成熟度情况

产品类别	产品名称	核心技术难度表征	行业成熟度
通用湿电子化学品	氢氟酸	去除不溶微粒和原料带入的金属杂质	8英寸晶圆制造实现批量应用；12英寸晶圆制造28nm以上制程批量应用
	硫酸	控制杂质离子含量，微纳颗粒物指标	8英寸晶圆制造实现批量应用；12英寸晶圆制造28nm以上制程批量应用
	磷酸	去除原料和工艺过程带入的金属杂质	8英寸、12英寸晶圆制造均实现批量应用
	盐酸	去除原料和工艺过程带入的金属杂质	8英寸晶圆制造实现批量应用；12英寸晶圆制造28nm以上制程批量应用
	氨水	控制杂质离子含量	8英寸晶圆制造实现批量应用；12英寸晶圆制造28nm以上制程批量应用
	双氧水	去除原料带入的有机碳化物和金属杂质	8英寸晶圆制造实现批量应用；12英寸晶圆制造28nm以上制程批量应用
功能湿电子化学品	显影液	避免显影液显影残留、回粘，提高显影液分辨率等	6英寸晶圆制造实现批量应用
	剥离液	避免剥离液剥离残留，提高剥离液剥离能力和寿命等	8英寸晶圆制造实现批量应用
	清洗液	控制金属离子含量和膜层蚀刻速率，清洗性能和使用寿命	8英寸晶圆制造实现批量应用
	刻蚀液	蚀刻速率和蚀刻选择比	8英寸晶圆制造中，部分蚀刻液实现批量应用；12英寸晶圆制造中，部分尚处于小批量供应或研发阶段
	电镀液及配套试剂	金属层均一性要求，无内部孔洞、凹陷、凸起等缺陷	8英寸、12英寸晶圆制造均实现批量应用

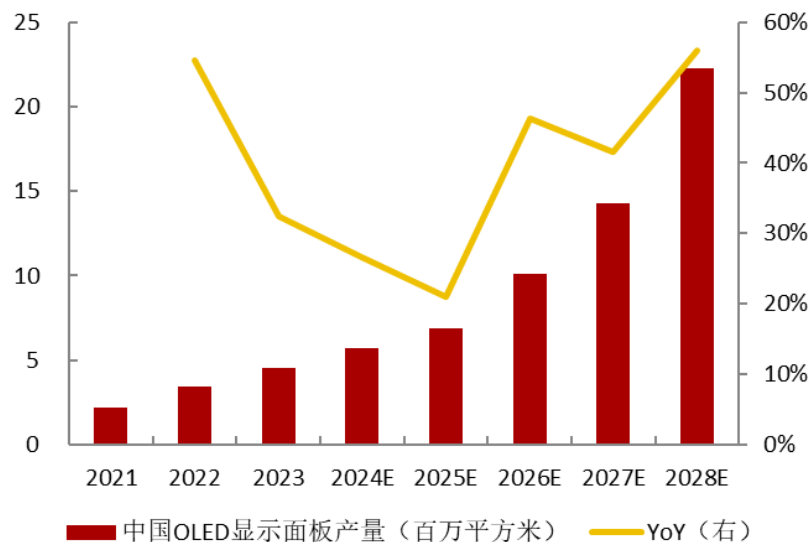
4.1.1 新材料——湿电子化学品：下游面板需求稳步增长

- 我国显示面板产量有望保持稳定增长，OLED面板将是主要增长推动力。根据头豹产业研究院等数据预测，2021-2028年，我国LCD面板产品产量有望从2.11亿平方米增长至2.44亿平方米，年均复合增长率为2.13%。OLED面板增速将远高于LCD面板，OLED面板产量有望从2021年的220万平方米增长至2028年的2230万平方米，年均复合增长率达39.22%。
- OLED面板具有色彩鲜艳、对比度高和能耗低等优点，根据头豹产业研究院数据测算，2021-2028年，中国OLED面板产量在面板（OLED+LCD）中占比有望从1.03%增长至8.37%。

中国LCD面板产量及增速情况



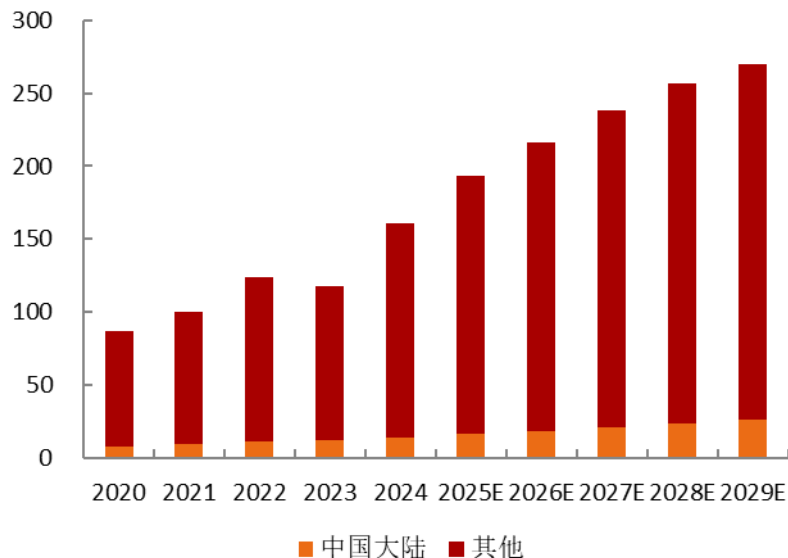
中国OLED面板产量及增速情况



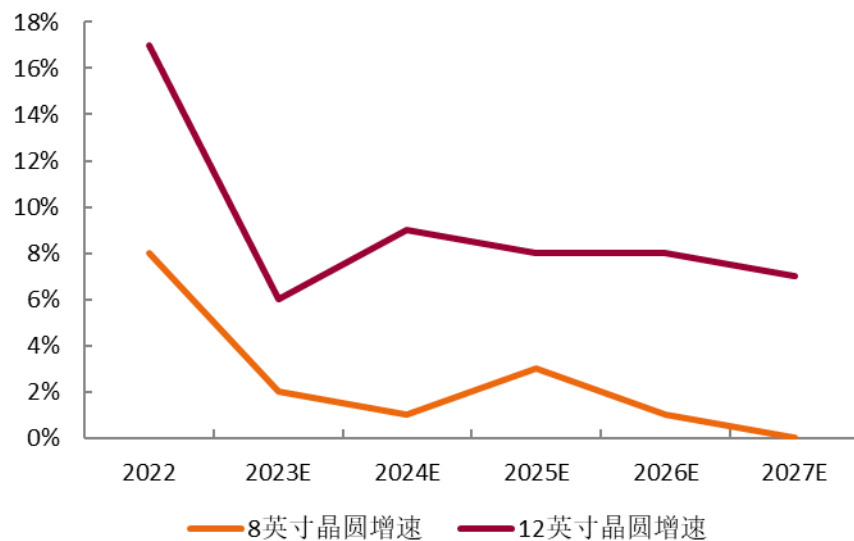
4.1.1 新材料——湿电子化学品：集成电路需求增速较快

- 我国集成电路市场有望保持较快增长。随着AI等新兴行业的蓬勃发展以及我国超大规模集成电路国产化的稳步推进，我国集成电路市场有望保持强劲的增长势头，随着我国集成电路的发展，其上游材料晶圆代工行业也将保持快速增长态势。
- 12英寸晶圆有效面积是8英寸晶圆的2.25倍，可产出更多芯片，提高芯片的产出效率，摊薄光刻等环节的固定成本。另一方面，目前7nm以下的先进制程芯片生产技术只配套于12英寸晶圆，而制程的缩小使得单位面积能容纳的晶体管数目不断增长，性能增加，成本降低。综上所述，12英寸晶圆增速将明显高于成熟制程的8英寸晶圆。

全球晶圆代工市场规模（十亿美元）



先进制程所用12英寸晶圆增速明显较快



4.1.1 新材料——湿电子化学品：下游单位耗用量同样在提升

- OLED面板和先进制程12英寸晶圆的功能性湿电子化学品用量将成倍提升。
- OLED：LCD在背板段一般为5层膜层，需要5次光刻，而OLED背板段膜层需要在7层以上，一般需要7-16次光刻，且对湿电子化学品的纯度要求提高。
- 晶圆：12英寸晶圆所消耗的湿电子化学品，是8英寸晶圆的4.6倍，6英寸晶圆的7.9倍。随着高端晶圆产能的不断释放，对于功能性湿电子化学品的需求将不断增加，尤其是G5级湿电子化学品。

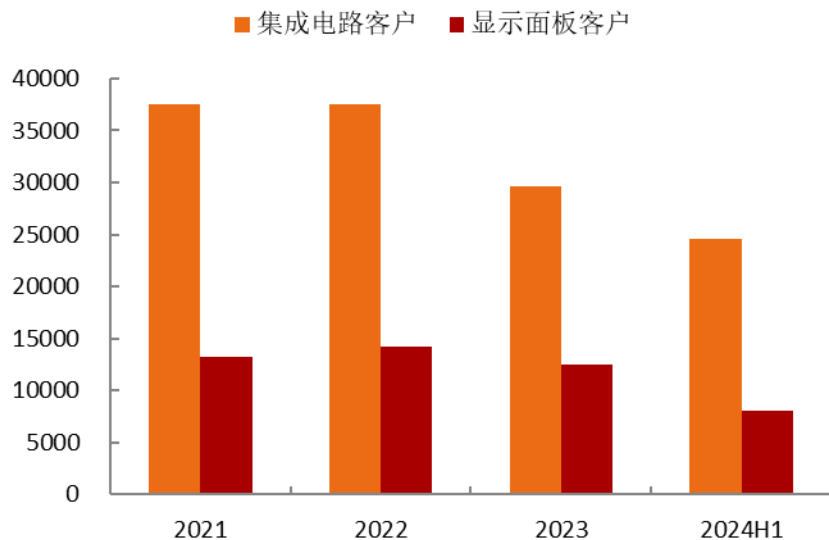
不同尺寸晶圆湿电子化学品用量对比

湿电子化学品	12英寸晶圆消耗量（吨/万片）	8英寸晶圆消耗量（吨/万片）	6英寸晶圆消耗量（吨/万片）
双氧水	78.35	8.67	5.62
硫酸	75.47	15.78	9.47
氨水	20.5	3.54	2.12
硝酸	12.59		
盐酸	1.65	0.13	0.08
氢氟酸	12.85	3.06	1.84
异丙醇	——	5.36	3.22
磷酸	——	1.38	0.83
显影液	22.56	6.76	3.8
蚀刻液	15.85	1.35	
剥离液	——	3.35	2.01
缓冲蚀刻液（BOE）	——	2.55	1.53
总计	239.82	51.93	30.52

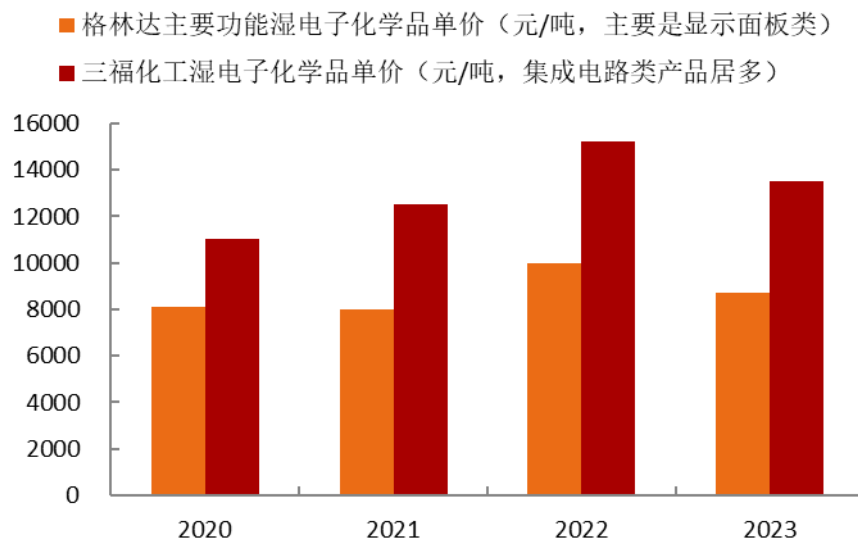
4.1.1 新材料——湿电子化学品：高性能要求对应产品价格更高

- 集成电路产品纯度等性能要求较高，对应湿电子化学品价格是显示面板产品的2-3倍。根据兴福电子招股说明书，2024H1，其在集成电路领域销售的功能湿电子化学品价格为24533元/吨，是显示面板产品的3倍（兴福电子产品价格下降主要是蚀刻液销售占比提高所致）。而台湾三福化工主要产品是TMAH显影液，其集成电路产品占比超过50%，而格林达主要销售显示面板显影液产品，2023年三福化工产品平均售价13344元/吨，大幅高于格林达的8726元/吨。

兴福电子湿电子化学品不同客户价格对比（元/吨）



三福化工和格林达价格对比



注：汇率采用当年平均汇率

4.1.1 新材料——湿电子化学品：国产化进程在加速

- **国产企业国产化进程加速。**目前我国功能湿电子化学品龙头企业如格林达、兴福电子等已承接多项相关国家重大专项项目课题并取得进展，我们认为先进集成电路国产化势在必行，有望在未来几年取得重大突破，而功能湿电子化学品龙头企业有望在相关产品领域充分受益。
- **部分企业可能通过收购海外工厂实现弯道超车。**随着我国湿电子化学品国产化进程加速，部分海外企业可能退出中国工厂，这部分资产的并购重组有望弯道超车，造就湿电子化学品新龙头企业。

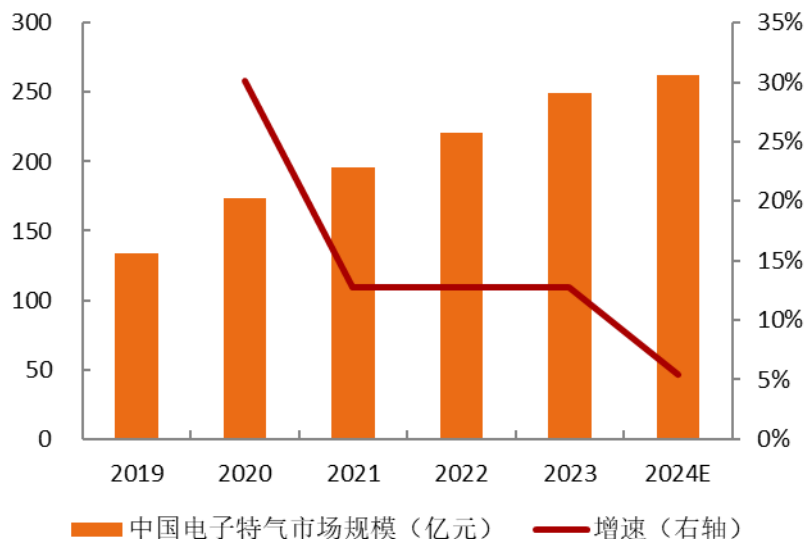
我国部分企业承接的湿电子化学品国产化重大课题情况

公司	相关产品	课题名称	项目类别	进展
格林达	显影液	光刻胶用显影液（极大规模集成电路用）	国家重大科技专项	验收通过
		集成电路制造产线零部件、材料和关键设备关键材料研发及产业化验证项目	工信部项目	验收阶段
		先进半导体材料中光刻胶配套高纯显影液的技术研发	浙江省领雁研发攻关计划	已完成项目技术开发验证和产业化应用测试，相关产品已量供导入半导体功率器件领域头部企业
兴福电子	蚀刻液	高选择性金属钨去除液	国家重大科技专项	验收通过
		3D NAND闪存芯片用高选择性蚀刻液关键技术研发	湖北省科技创新专项	—
	电子级磷酸	熔融结晶深度提纯电子级磷酸关键技术	国家重点专项	—

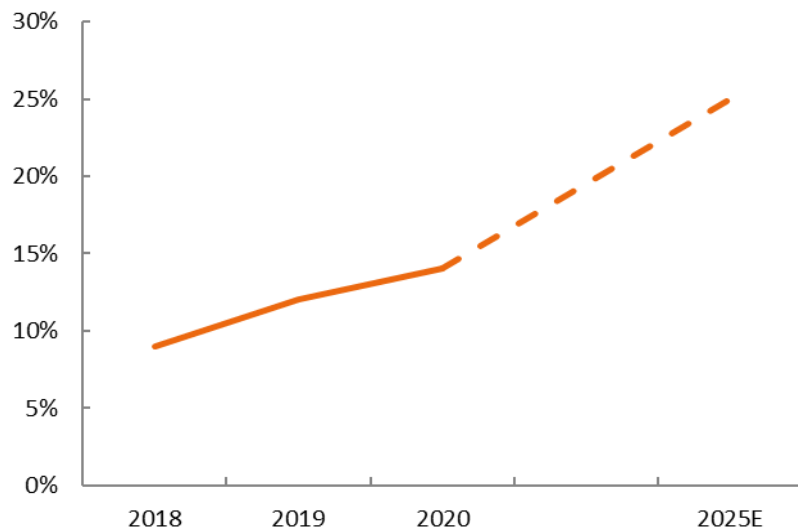
4.1.2 新材料——电子特气：市场规模持续增长

- 我国电子特气市场规模持续增长，根据中商产业研究院，2023年中国电子特气市场规模249亿元，随着集成电路和显示面板等半导体产业的快速发展，电子特气的需求将持续增长，2024年中国电子特气市场规模将达262.5亿元。
- 电子特气国产化逐步推进。我国电子特气国产化率较低，2020年电子特气国产化率仅14%，例如集成电路生产用的电子特气，我国仅能生产约20%的品种，所占国内市场份额仅为12%。预计2025年我国电子特气国产化率有望提升至25%。

中国电子特气市场规模及增速



电子特气国产化率情况



4.1.2 新材料——电子特气：国内外差距明显缩窄

- 当前电子特气国内外技术差距主要体现在容器处理和储运产业链配套、杂质检测技术以及增值服务上，而不是核心的生产技术。
- 我们认为，目前国内企业已开始逐渐实现电子特气国产化，国内外企业存在的差距已不是核心生产的问题，将在近年实现跨越，电子特气国产化进程将加速。

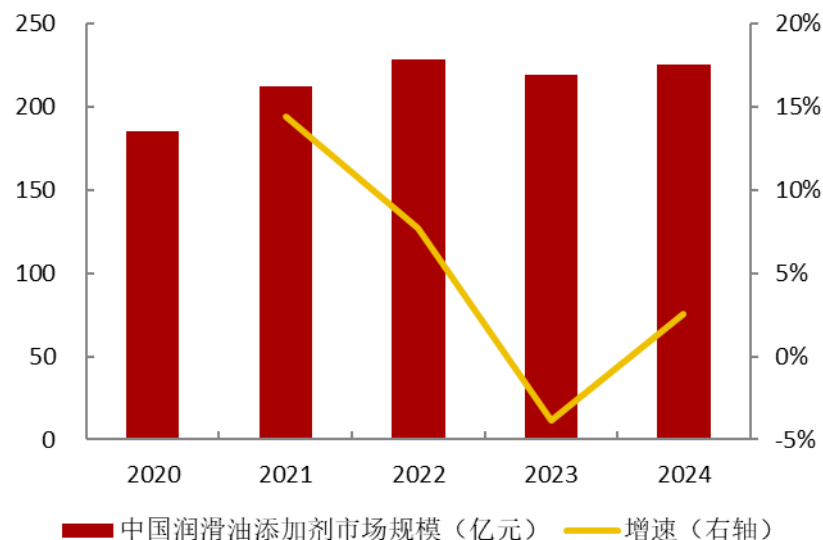
电子特气国产化突破点

国内外差异	说明
容器处理与储运技术产业链配套不足	目前我国电子特气生产企业的部分产品在容器处理、气体提纯、充装和检测技术已达到国际通行标准，但在内在材料、包装物内部处理等基础环节与国外差距明显，超高纯气体用容器和管道仍依赖进口。跨国公司通过自主研发的特种阀门、管线和标准接口实现了二次污染的有效规避，显著提升了产品纯度和产能规模，而国内企业高端表面处理需求尚未解决。
痕量杂质检测技术精度不足	电子特气对主含量纯度及痕量杂质成分均有严苛要求，需要多种分析检测技术支撑。近年来，国内气体企业逐步加大对高纯气体原料气的分析检测技术的投入力度，部分企业已掌握较完整的分析测试方法并配备现场分析仪器，但在超痕量微量分析检测技术上与国外存在较大差距。
增值服务全面性与专业性不足	随着电子半导体行业的产品精细化程度不断提高，定制化特点明显，下游客户对气体包装物处理、系统运维、供气系统、洁净管道建设维护等专业化增值服务需求增加，国内企业在气体供应系统运维服务方面与外资巨头差距较大。

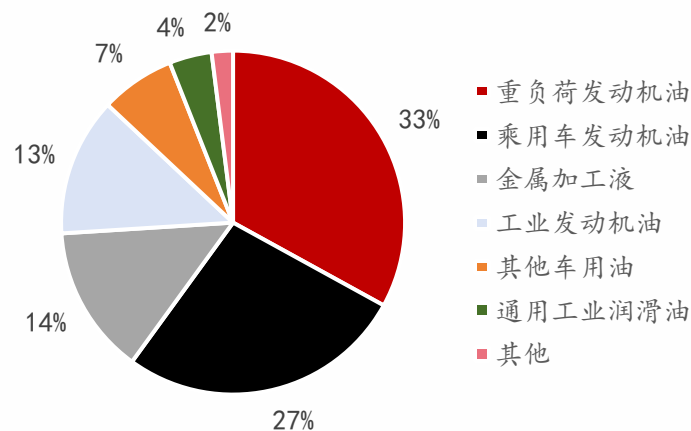
4.1.3 新材料——润滑油添加剂：全球市场千亿级别

- 全球润滑油添加剂市场规模保持稳定增长。根据Global Growth Insights数据，2024年全球润滑油添加剂市场规模达177.3亿美元，预计2025年将达到181.6亿美元，到2034年将增长至225亿美元，复合增速约2.41%。
- 中国润滑油添加剂市场增速较快。2024年中国润滑油添加剂市场规模达225.01亿元，2025年上半年为110.62亿元。2020-2024年复合年均增长率为5%。
- 机动车为下游应用最大领域。润滑油添加剂下游主要应用在机动车，占比超过60%，其次是金属加工液和工业发动机。

中国润滑油添加剂市场规模及增速



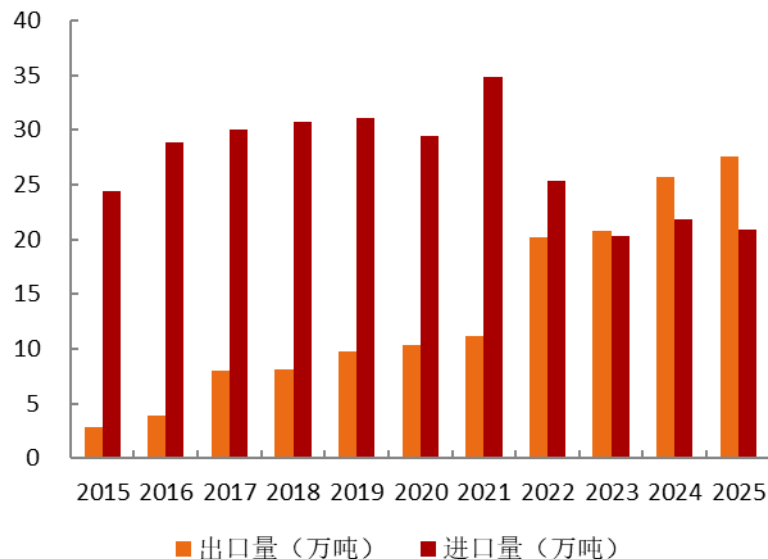
润滑油添加剂下游应用结构



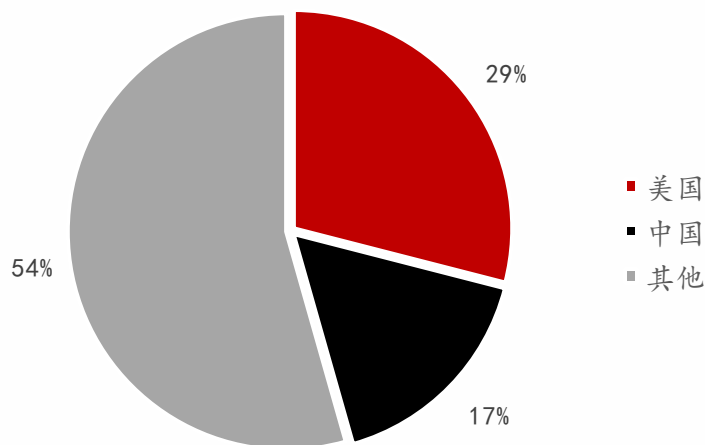
4.1.3 新材料——润滑油添加剂：国产替代有较大空间

- 全球市场高度集中，四大国际巨头垄断。路博润、润英联、雪佛龙奥伦耐、雅富顿四家企业合计占据全球约85%的市场份额。
- 国内润滑油添加剂走出国门。根据海关总署，2021年以来我国润滑油添加剂进口量显著下滑，伴随的是我国出口量的持续提升，随着产品技术提升和在润滑油添加剂供应链重构的契机下，中国润滑油添加剂在全球市场上的竞争力逐渐增强，市场份额有望持续提升。

中国润滑油添加剂进出口情况



全球润滑油添加剂市场结构

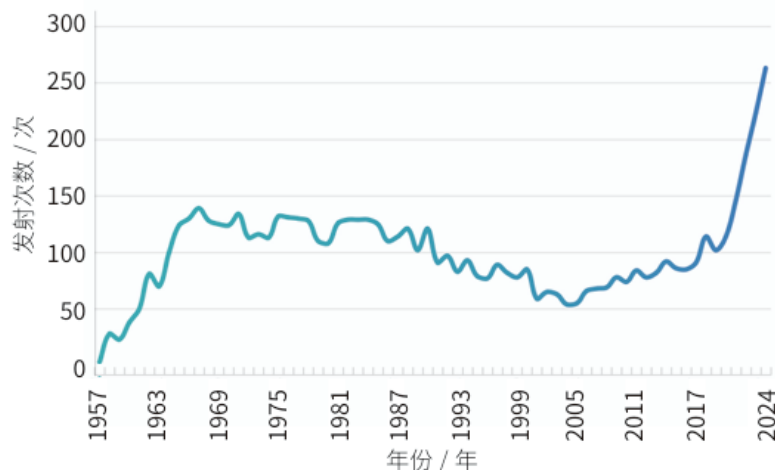


4.2.1 新材料——商业航天：火箭+卫星进入发展井喷期

- **商业航天进入高速发展阶段**：2016年以来，随着美国SpaceX可回收火箭的研发成功，全球航天进入爆发性增长阶段，每年发射次数快速上升。2025年，随着SpaceX启动上市以及我国蓝箭航天等商业航天企业上市顺利推进，商业航天进入快速增长期。
- **我国商业航天有较大成长空间**：依托SpaceX，美国是商业航天领跑国，而2025年我国商业航天发射次数占比25%，落后于世界的65%，我国商业航天仍需加快发展速度，仍有较大发展空间。

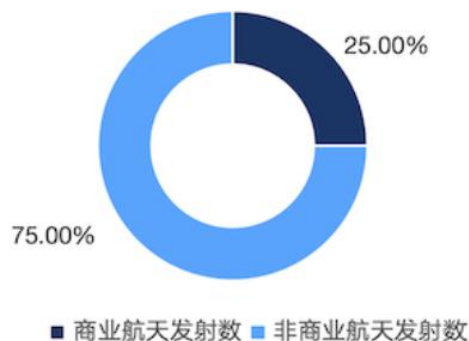
全球航天发射次数开始爆发性增长

2025年，全球发射次数达329次，同比增长25%

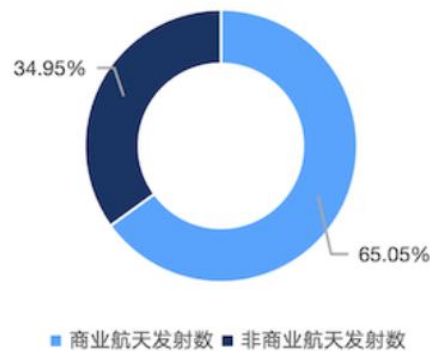


我国商业航天发射占比落后于全球

2025中国商业航天发射占比

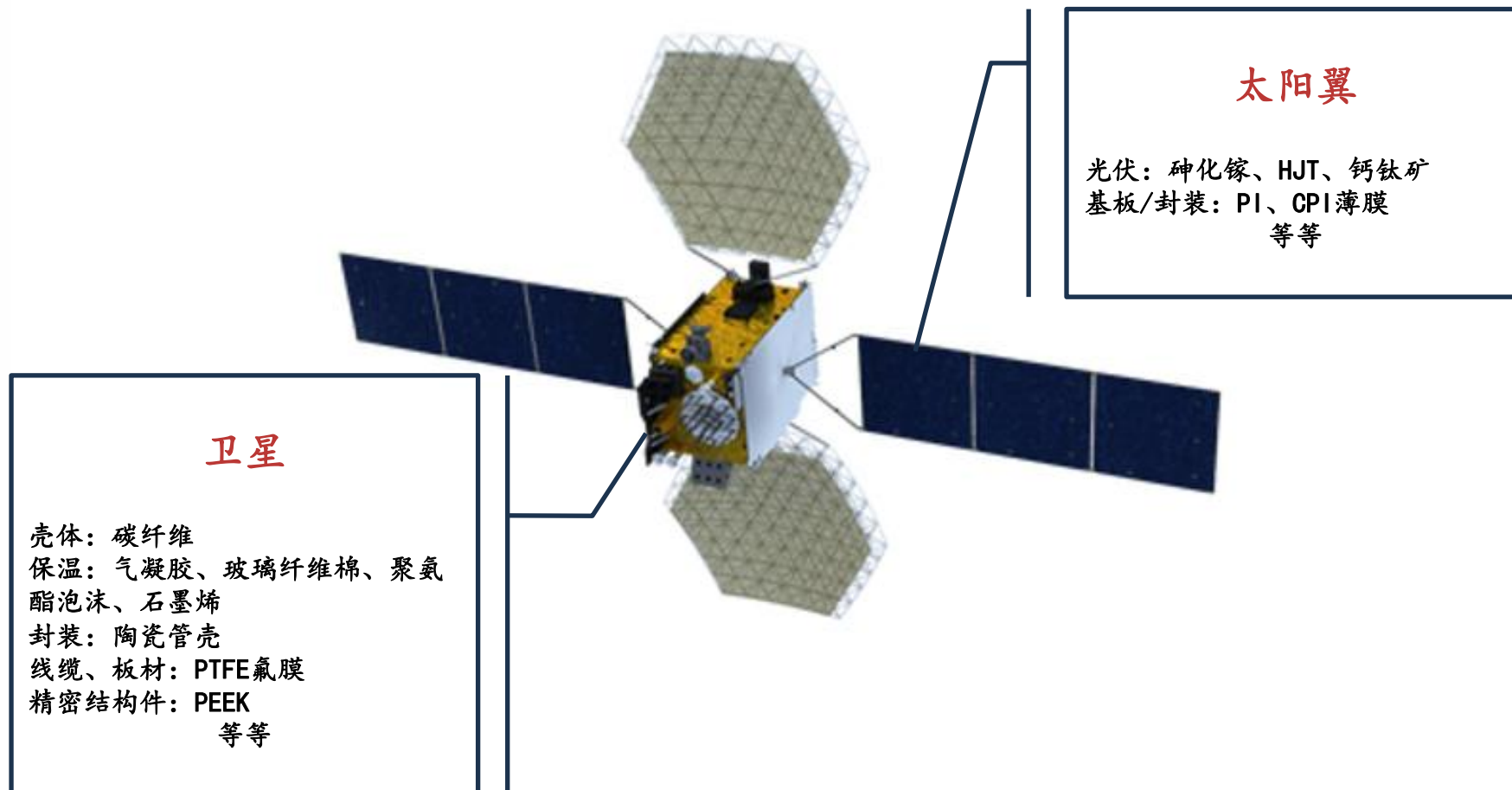


2025全球商业航天发射占比



4.2.1 新材料——卫星相关材料

- 商业航天中卫星的大规模发展增添了碳纤维、气凝胶、陶瓷管壳、氟膜、CPI薄膜、钙钛矿等新材料需求。



4.2.1 新材料——火箭相关材料

- 商业航天中火箭的大规模发射增添了碳纤维、陶瓷、碳碳复合材料、火箭燃料——液氧/液氢/甲烷/煤油等化工材料需求。

火箭

整流罩、箭体：碳纤维

重复使用箭体：稀土锆酸盐涂层（GZO、PYSZ）

发动机部件保护：纳米陶瓷

发动机耐磨部件：陶瓷粉末发动机喷管：碳碳复合材料

燃料：液氧、液氢、甲烷、煤油

舱体密封：氟橡胶（FKM、FFKM）

等等



4.2.2 新材料——人形机器人相关材料

- 2026年或迎机器人量产元年。2026年1月22日特斯拉CEO埃隆·马斯克明确表示，特斯拉计划在2027年底前，向公众正式开售人形机器人Optimus（擎天柱）。2026年2月2日，其官方微博官宣第三代Optimus即将亮相，同时披露百万台级的年产规划。
- 人形机器人增加了对轻量化材料（如PEEK）、智能传感材料（如LCP）、电子皮肤材料（如柔性有机硅、TPE）等化工新材料需求。

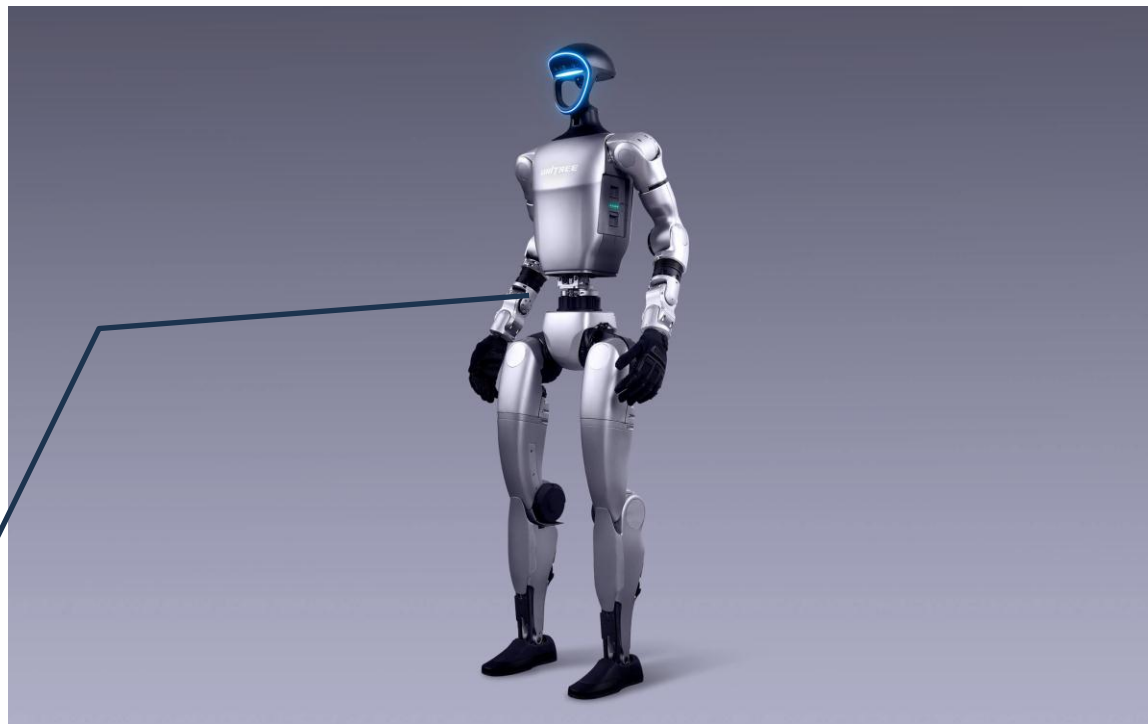
人形机器人

轻量化材料：PEEK、碳纤维、PPS、碳纤维增强复合材料

传感：LCP

电子皮肤：柔性有机硅、热塑性弹性体TPE

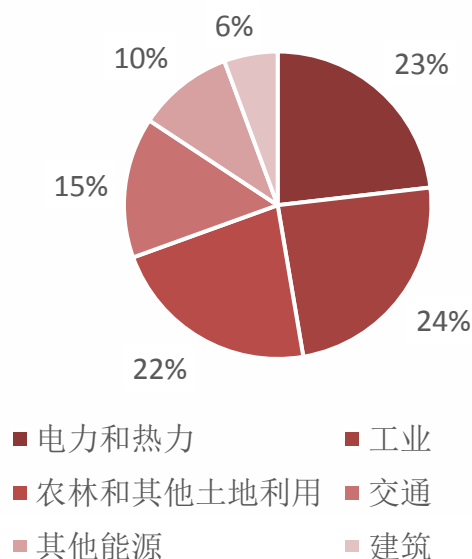
等等



4.2.3 新材料——SAF：航空脱碳的关键路径

- 航空业脱碳迫在眉睫，SAF是中短期内不可替代的优选方案。交通是全球第四大排放源（占14.7%），航空是第二大交通排放源（占全球1.8%）。航空脱碳对全球碳中和目标意义重大。相比电动和氢能飞机在长航程上的技术瓶颈，SAF（可持续航空燃料）可直接与现有航煤掺混使用，无需改造发动机与基础设施，是目前唯一可规模化应用的航空脱碳路径。
- 美国材料与试验协会（ASTM）标准认定的SAF生产技术路线一共有11条。其中结合我国的资源可获得性，“十五五”时期直至2035年以前，SAF的供应主要依靠HEFA路线。

各行业温室气体排放占比



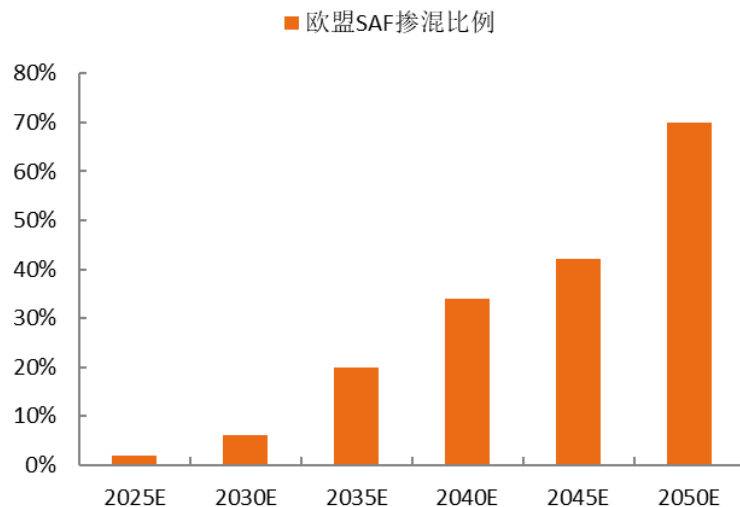
SAF生产工艺

工艺	可能的原料	最大体积混合比(%)
费托合成油改质工艺生产的煤油组分 (FT-SPK)	农林废弃物、城市固体废物	50
酯类和脂肪酸类加氢改质工艺生产的煤油组分 (HEFA-SPK)	餐厨废油、废弃动物油脂、其他油基生物质（如亚麻荠油、卡里纳塔油等）	50
合成异构烷烃煤油组分 (SIP)	甘蔗、蔗糖等糖类	10
调入合成芳烃的费托合成煤油组分 (SPK/A)	农林废弃物、城市固体废物、能源作物等	50
醇制喷气燃料工艺生产的煤油组分 (ATJ-SPK)	淀粉、糖、纤维素等生物质、工业生产过程中排放的废气	50
催化水热解制喷气燃料 (CHJ)	大豆油、麻风果油、茶花油、亚麻荠油和卡里纳塔油等	50
源于藻类的烃 / 酯 / 脂肪酸加氢工艺生产的煤油组分 (HC-HEFA SPK)	海藻类	10
含芳烃的醇制合成煤油组分 (ATJ-SKA)	来源于生物质的C2~C5醇	-
油脂加氢共炼 (Co-processed HEFA)	餐厨废油、废弃动物油脂、其他油基生物质与原油	5
费托合成共炼 (Co-processed FT)	农林废弃物、城市固体废物与原油	5
生物质基HEFA共炼 (Co-processing of HEFA)	来自生物质的加氢酯 / 脂肪酸与原油	10

4.2.3 新材料——SAF：全球应用从可选走向必然

- **全球强制性掺混政策落地，SAF需求从“鼓励性”迈向“强制性”。** 欧盟等国家地区已立法强制执行SAF掺混，ReFuelEU法案明确规定SAF的强制掺混比例：2025年2%、2030年6%、2050年70%。
- **我国需求增长空间巨大。** 2024年，中国航煤消费量近4000万吨，产生碳排放1.26亿吨。根据国际航空运输协会（IATA）预测，预计到2030年，中国SAF需求将达310万吨，到2050年将达8610万吨。
- **2027年是SAF需求增长加速点。** 国际民航组织（ICAO）自2016年10月提出实施国际航空碳抵消和碳减排计划CORSIA，要求所有国际民航组织成员国自2027年起强制参与航空碳减排，2027年SAF需求增长有望进一步加速。

欧盟规划SAF强制掺混比例



中国SAF供需展望



4.2.3 新材料——SAF：我国SAF产业正在崛起

■ 我国SAF产业同样存在产业升级机遇。2026年1月8日，中国石化集团公司与中国航油集团公司实施重组，两大巨头强强联合标志着央企将在我国SAF产业发展中起引领作用。目前我国SAF大多数采用HEFA工艺，生产高度依赖废弃油脂原料，预计2030年我国废弃油脂的供应将达到上限，故生产工艺的多元化是重要发展方向。

我国拟、在建SAF项目一览表（万吨/年）

生产企业	SAF产能	生产工艺	工厂所在地	备注
海新能科	15	HEFA	山东省日照市	在建
四川天舟	20	HEFA	四川省	2025年一季度投产
君恒生物	60	HEFA	河南省濮阳市	2024年10月已开工
山东海科化工	约30	HEFA	山东省东营市	2023年3月已开工
四川金尚环保	30	HEFA	四川省遂宁市	预计2025年底投产
东华能源	100	HEFA	广东	与霍尼韦尔合作
国电投	40	PtL	黑龙江	
山西国际能源	35	PtL	内蒙古	
广西宏坤	30	HEFA	广西	与托普索合作
中能建	30	PtL	吉林	
亿利资源	30	PtL	内蒙古	
吉电股份	30	PtL	吉林	
易高环保	30	HEFA	江苏	
中石化	23	HEFA	未定（天津）	与道达尔合作
上海岚泽	20	FT	河北	
天舟通航	20	HEFA	四川	
国电投、国泰航空	20	PtL	未定	
久泰集团	10	PtL	内蒙古	与霍尼韦尔合作
首钢朗泽	5	AtJ	河北	与美国LanzaJet合资
宝钢朗泽	3	AtJ	上海	与美国LanzaJet合资
国电投	1	PtL	新疆	

目录

1、全球化工格局向好，国内化工更具弹性

2、顺周期：三大资源方向

3、顺周期：重视地产链的黑马弹性

4、新材料：关注国产替代以及产业趋势

5、投资建议

6、风险提示

5、投资建议

- **建议关注：**华鲁恒升、新凤鸣、云天化、兴发集团、川恒股份、亚钾国际、新洋丰、扬农化工、润丰股份、易普力、广东宏大。
- **相关标的：**万华化学、龙佰集团、博源化工、恒力石化、荣盛石化、桐昆股份、东方铁塔、史丹利、云图控股、中农立华、巨化股份、三美股份、国瓷材料、金发科技、利安隆、瑞丰新材、兴福电子、昊华科技等。

证券代码	公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
600426.SH	华鲁恒升	765.41	36.05	1.84	1.73	2.11	2.45	19.6	20.8	17.1	14.7
603225.SH	新凤鸣	315.70	20.66	0.73	1.02	1.28	1.48	28.3	20.3	16.1	14.0
600096.SH	云天化	652.27	35.78	2.91	3.16	3.42	3.55	12.3	11.3	10.5	10.1
600141.SH	兴发集团	419.93	37.60	1.45	1.85	2.18	2.61	25.9	20.3	17.2	14.4
002895.SZ	川恒股份	231.82	38.15	1.76	2.08	2.45	2.91	21.7	18.3	15.6	13.1
000893.SZ	亚钾国际	495.20	53.59	1.04	2.16	2.93	3.88	51.5	24.8	18.3	13.8
000902.SZ	新洋丰	208.91	16.65	1.05	1.36	1.6	1.84	15.9	12.2	10.4	9.0
600486.SH	扬农化工	289.65	71.46	2.98	3.36	3.85	4.38	24.0	21.3	18.6	16.3
301035.SZ	润丰股份	229.39	81.70	1.61	4.26	4.67	5.73	50.7	19.2	17.5	14.3
002096.SZ	易普力	170.19	13.72	0.57	0.69	0.79	0.93	24.1	19.9	17.4	14.8
002683.SZ	广东宏大	368.98	48.55	1.18	1.39	1.75	2.15	41.1	34.9	27.7	22.6

6、风险提示

- 行业产能持续投放的风险；
- 上游原材料价格波动的风险；
- 下游需求持续低迷的风险；
- 进出口政策扰动的风险等。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：钱伟伦
执业证号：S1250525070005
电话：13122028826
邮箱：qwl@swsc.com.cn

分析师：甄理
执业证号：S1250525050004
电话：021-68413856
邮箱：zhli@swsc.com.cn

联系人：高望集
电话：18827077533
邮箱：gaowj@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究院

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部 经理、上海销售主管	18621310081	jsf@swsc.com.cn	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfyi@swsc.com.cn				
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	张鑫	销售岗	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn				
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	txl@swsc.com.cn	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn