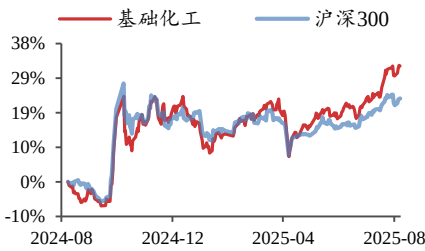


基础化工

2025 年 08 月 08 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《中共中央政治局会议再度明确“反内卷”决心，国家发改委将对内卷行业展开摸底调查——化工行业周报》-2025.8.3

《多国政策支持生物燃料行业发展，行业景气度向上——行业点评报告》-2025.8.1

《农药行业开展“正风治卷”三年行动，看好供给优化助力盈利修复、景气反转——行业点评报告》-2025.7.28

氯碱行业盈利底部震荡，反内卷下行业盈利有望修复

——行业深度报告

金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

宋梓荣（分析师）

songzirong@kysec.cn

证书编号：S0790525070002

张晓锋（分析师）

zhangxiaofeng@kysec.cn

证书编号：S0790522080003

● 氯碱行业盈利底部震荡，反内卷下行业盈利有望修复

氯碱盈利已触底，PVC 亏损严重，反内卷政策推动下行业盈利有望修复。2025 年 7 月 1 日，中央财经委员会第六次会议明确强调，依法依规治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出。从氯碱行业上市公司 2024 年利润情况看，在我们统计的 14 家上市企业中，6 家企业的氯碱业务处于盈亏平衡或者亏损的状态，可能非上市公司的情况更差。据我们测算，2025 年 7 月，片碱行业平均盈利约为 1,053 元/吨、PVC 行业平均亏损约为 767 元/吨。因此，我们认为在氯碱行业相关企业多数处于亏损的情况下，氯碱行业盈利已见底，行业盈利下行空间有限。同时，烧碱行业老旧装置较多，落后产能进行改造或退出有望推动烧碱供需格局进一步向好。据隆众资讯数据，截至 2024 年年底，烧碱行业装置投产年限超过 20 年的产能占比达 43%，老旧装置产能较大。综上，若反内卷政策持续推行，PVC 价格上涨有望带动氯碱行业整体上行，此外随着烧碱落后设备更新政策推行，烧碱供需向紧平衡方向逐步调整，有望带动氯碱行业景气度进一步提升。受益标的：中泰化学、新疆天业、嘉化能源、氯碱化工、君正集团、北元集团¹等。

● PVC：行业盈利能力较弱，未来行业新增产能较少

需求端：据百川盈孚，2025 年 H1，PVC 表观消费量为 989 万吨，同比-5.04%。2023 年以来，房地产景气度下滑，带动 PVC 需求承压下滑，2025 年 PVC 需求恢复情况仍较弱。**供给端：**据百川盈孚数据，预计 2025 年国内 PVC 新增产能 220 万吨/年，但由于行业竞争加剧，上述规划产能的投产时间或将推迟。据 Wind 数据及我们测算，截至 2025 年 8 月 5 日，PVC 价格、价差分别为 4,781、1,200 元/吨，分别较年初+0.76%、+68.27%。进入 7 月，随着反内卷氛围浓厚，叠加因印度 BIS 政策宣布延期带来的出口向好，PVC 价格上涨。综上，PVC 行业盈利能力较弱，未来行业新增产能较少，随着反内卷政策持续落地，或将带动 PVC 供需格局持续向好改善。

● 烧碱：下游需求稳步增长，落后产能退出或推动行业供需格局进一步向好

需求端：2025 年 3 月后因氧化铝价格不断下行市场由盈转亏，对高价液碱多有抵触，加之春节假期过后，企业多有库存累积，液碱价格开始逐步下调，需求同比小幅下滑。据百川盈孚数据，2025 年上半年烧碱表观消费量为 1,941 万吨，同比-2.35%。**供给端：**2025 年规划投产的烧碱产能为 229 万吨/年，同比+5%，其中 2025 年上半年仅新增 22 万吨/年产能。未来随着能耗控制趋严，叠加行业竞争加剧，烧碱新增产能投放进程或将放缓。据 Wind 数据，截至 2025 年 8 月 6 日，烧碱价格、价差分别为 3,650、3,276 元/吨，分别较 2025 年年初-4.70%、-1.87%；分别同比 2024 年同期+16.99%、+25.43%。未来随着国内需求持续恢复、行业新增产能受限、烧碱落后产能逐步退出，行业景气度或持续向好修复。

● **风险提示：**需求恢复不及预期、政策落地进度不及预期、原材料价格大幅波动；其他风险详见倒数第二页标注¹。

目 录

1、 氯碱：氯碱行业盈利底部震荡，反内卷下行业盈利有望修复	4
2、 PVC：行业盈利能力较弱，未来行业新增产能较少	8
2.1、 需求端：稳地产相关政策逐步落地，PVC 需求或稳步提升	8
2.2、 供给端：电石法 PVC 落后产能或将持续淘汰，行业新增产能以乙烯法为主	10
2.3、 供需预测：2024 年 PVC 行业新增产能较少，静待节能降碳政策持续落地	11
3、 烧碱：下游需求稳步增长，落后产能退出或推动行业供需格局进一步向好	12
3.1、 需求：国内经济稳步发展，烧碱下游需求持续增长	12
3.2、 供给：行业竞争加剧，烧碱新增产能或将受限	14
3.3、 供需预测：烧碱下游需求稳中有升而供应端或受限，行业景气度或持续向好修复	14
4、 受益标的	15
5、 风险提示	16

图表目录

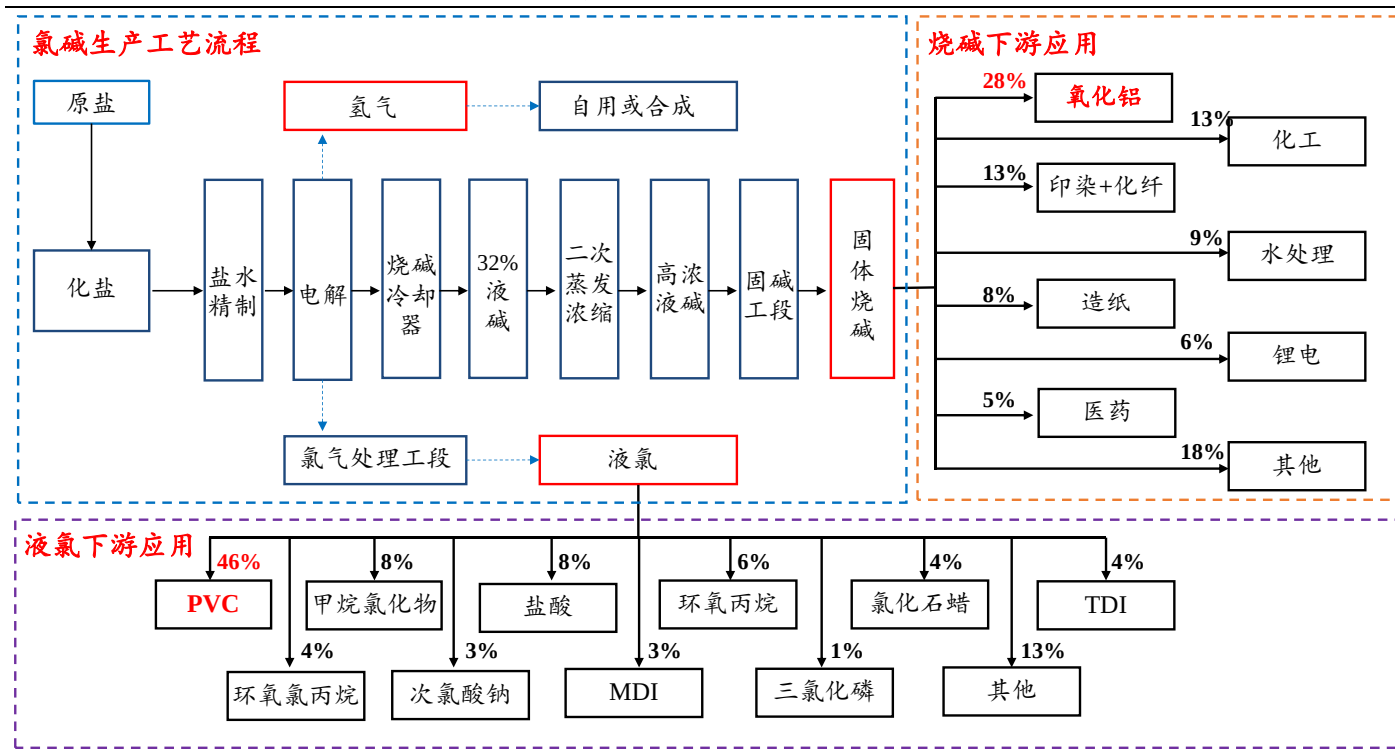
图 1： 氯碱工业：以烧碱和聚氯乙烯为主要产品，终端涉及基建、地产、化工等国民经济重要组成部分	4
图 2： 氯碱为联产装置，两者开工率变动相关性较高	6
图 3： 2024 年下半年以来氯碱双吨净利润位于底部震荡	6
图 4： 2025 年以来，烧碱净利润位于较高水平	6
图 5： 2023 年以来，PVC 总体处于亏损状态	6
图 6： 2005 年及之前投产的烧碱装置产能占比达 43%	7
图 7： 2005 年及之前投产的 PVC 装置产能占比 12%	7
图 8： 2024 年，液氯下游 46% 用于 PVC 生产	9
图 9： 2024 年，PVC 下游主要用于管材、薄膜等领域	9
图 10： 2025 年 1-6 月，PVC 表观消费量同比下降 5.04%	9
图 11： 2025 年 1-6 月国内房屋竣工、销售面积同比下降	9
图 12： 2025 年 1-6 月，PVC 出口量同比增长 50.25%	10
图 13： 我国 PVC 产能主要采用电石法工艺	11
图 14： 2022-2024 年，PVC 产能增速放缓	11
图 15： 2023 年以来，PVC 社会库存高位震荡	12
图 16： 2025 年以来，PVC 价差逐步从底部回升	12
图 17： 烧碱下游主要用于氧化铝，需求占比约 28%	13
图 18： 2025 年 1-6 月烧碱表观消费量小幅下滑	13
图 19： 氧化铝终端下游涉及工业、交通、电力等领域	13
图 20： 2025 年以来，氧化铝库存小幅增加	13
图 21： 2025 年以来，电动车销量保持较高增速	14
图 22： 2025 年以来，光伏装机量保持较高增速	14
图 23： 2025 年规划投产产能或为 229 万吨/年，其中部分产能投放进程或将放缓	14
图 24： 2025 年以来，烧碱库存有所增加	15
图 25： 2023 年以来烧碱价格价差维持在较高水平	15
表 1： 氯碱行业为高耗能行业，2024 年液碱、电石单位价值耗电量分别为 2.68、1.14kWh/元，位居行业前列	5
表 2： 烧碱弹性表：中泰化学、新疆天业的烧碱弹性位居行业前列	7
表 3： PVC 弹性表：中泰化学、新疆天业的 PVC 弹性位居行业前列	8

表 4：未来我国 PVC 新增产能以乙烯法工艺为主，若行业竞争加剧，部分规划产能的投产时间或将推迟.....	11
表 5：受益标的盈利预测与估值	15

1、氯碱：氯碱行业盈利底部震荡，反内卷下行业盈利有望修复

氯碱工业主要产品为烧碱和聚氯乙烯（PVC，下同），终端涉及基建、地产、化工等国民经济重要领域。氯碱工业产品主要包括烧碱和聚氯乙烯两大产品及副产品氯气、氢气，其生产工艺为：通过采用离子交换膜法电解食盐水，产生 32%液体烧碱（简称液碱）、氯气、氢气等产品。据隆众资讯数据，生产 1 吨烧碱将对应生产 0.886 吨氯气、0.025 吨氢气。烧碱方面，2024 年，据百川盈孚数据，下游主要用于氧化铝、化工、印染/化纤、水处理、造纸、锂电、医药等领域，需求占比分别为 28%、13%、13%、9%、8%、6%、5%，其中氧化铝终端涉及基建、地产、交通运输、电力等多个方面，即烧碱终端应用领域涉及我国多个国民经济重要组成部分。液氯方面，2024 年，据百川盈孚数据，下游主要用于生产 PVC、甲烷氯化物、盐酸、环氧丙烷、环氧氯丙烷、TDI、氯化石蜡等，需求占比分别为 46%、8%、8%、6%、4%、4%、4%，其中 PVC 为液氯主要应用下游，其终端主要用于基建、地产等领域。氯碱工业主要产品为烧碱和聚氯乙烯，终端需求与宏观经济息息相关。

图1：氯碱工业：以烧碱和聚氯乙烯为主要产品，终端涉及基建、地产、化工等国民经济重要组成部分



资料来源：百川盈孚、开源证券研究所（注：上述数据为 2024 年数据）

氯碱行业为高耗能行业，行业总耗电量高且单位价值耗电量大。据《工业重点领域能效标杆水平和基准水平(2023 年版)》等数据及我们统计，氯碱产业链上相关产品耗能水平位于前列，生产单吨电石（电石法 PVC 主要原料）、烧碱、电石法 PVC、乙烯法 PVC 平均耗电 3,400、2,400、580、550 kWh。虽然生产单吨电石、烧碱所需电量低于黄磷、工业硅，但烧碱、电石行业产量较大，且单位价值耗电量大。据百川盈孚数据及我们统计，2024 年烧碱、电石行业总耗电量分别为 989、909 亿 kWh；单位价值耗电量分别为 2.68、1.14 kWh/元，均位于行业前列。未来若节能降碳政策

趋严，氯碱行业作为高耗能行业，其产能或将面临较大程度的政策限制。

表1：氯碱行业为高耗能行业，2024 年液碱、电石单位价值耗电量分别为 2.68、1.14kWh/元，位居行业前列

产品	补充	千克标准煤/吨		耗电强度 (kWh/吨)	2024 年产量 (万吨)	行业总耗电量 (亿 kWh)	2024 年均价 (含税, 元/吨)	单位价值耗电量 (kWh/元)
		标杆水平	基准水平					
烧碱	液碱	620	685	2,400	4,119	989	895	2.68
电石		805	940	3,400	2,674	909	2,980	1.14
工业硅	主要还原剂为煤	2,800	3,600	12,800	471	603	12,539	1.02
黄磷		2,300	2,800	14,000	85	119	22,802	0.61
合成氨	原料为粉煤(包括无烟粉煤、烟煤)	1,350	1,550	1,246	6,099	760	2,733	0.46
煤制乙二醇		1,000	1,300	1,235	647	80	4,519	0.27
乙二醇	乙烯法	375	470	1,235	1,849	228	4,603	0.27
煤制甲醇	烟煤为原料	1,250	1,500	304	6,781	206	2,179	0.14
聚氯乙烯	电石法(通用型)	193	270	580	1,732	100	5,337	0.11
聚氯乙烯	乙烯法(通用型)	620	635	550	597	33	5,779	0.10
煤制烯烃		2,800	3,300	785	5	0	7,535	0.10
磷酸一铵	料浆法(粒状)	170	190	196	1,098	22	3,125	0.06
尿素	汽轮机驱动	150	170	125	6,754	84	2,096	0.06
纯碱	氯碱法生产重质纯碱	365	420	60	3,621	22	1,961	0.03
磷酸二铵	料浆法(粒状)	185	200	53	1,425	8	3,641	0.01
钛白粉	硫酸法锐钛型	800	1,000	76	467	4	15,572	0.00

数据来源：《工业重点领域能效标杆水平和基准水平(2023 年版)》、《“炔烯之争”——不同原料路线的聚氯乙烯成本分析》(邓科等)、《陕西榆林能源集团有限公司煤制 120 万吨/年乙二醇一期 40 万吨/年乙二醇环评》、百川盈孚等、开源证券研究所

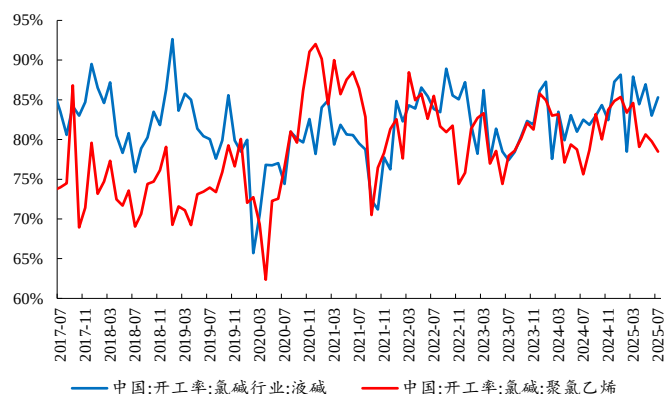
行业变化 1：氯碱盈利已触底，PVC 亏损严重，反内卷政策推动下行业盈利有望修复。

2025 年 7 月 1 日，中央财经委员会第六次会议明确强调，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。从氯碱行业的盈利来看，氯碱为联产装置，其中 PVC 由于下游地产、基建等需求低迷，盈利能力持续下滑，装置开工率下滑，带动烧碱开工率下滑。但是由于烧碱下游氧化铝受终端光伏、新能源汽车需求增长带动，氧化铝需求向好，且 2025 年氧化铝新增产能较多，烧碱需求增长，盈利情况较好，以碱补氯的局面延续。从利润测算角度而言，从 2024 年下半年以来，烧碱+PVC 的双吨盈利底部震荡。从氯碱行业上市公司 2024 年利润情况看，在我们统计的 14 家上市企业中，6 家企业的氯碱业务处于盈亏平衡或者亏损的状态，可能非上市公司的情况更差，说明氯碱行业见底迹象明显。

更进一步看，烧碱方面，2025 年以来烧碱净利润位于较高水平，据我们测算，2025 年 7 月，片碱行业平均盈利约为 1,053 元/吨；PVC 方面，2023 年以来 PVC 总体处于亏损状态，据我们测算，2025 年 7 月，PVC 行业平均亏损约为 767 元/吨。因此，我们认为在氯碱行业相关企业多数处于亏损的情况下，氯碱行业盈利已见底，

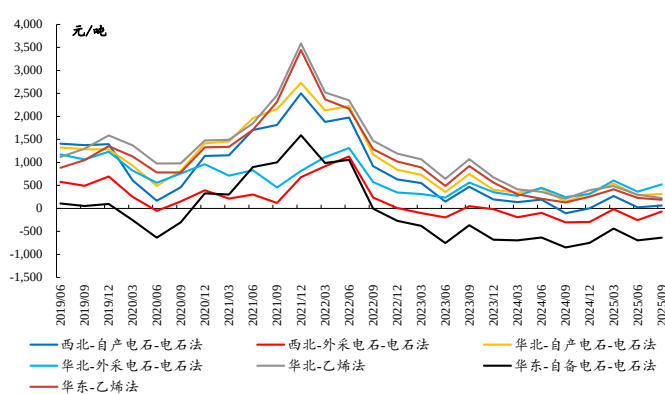
行业盈利下行空间有限。未来随着反内卷政策推动 PVC 行业盈利向上修复，氯碱行业盈利能力具有较大上行空间。

图2：氯碱为联产装置，两者开工率变动相关性较高



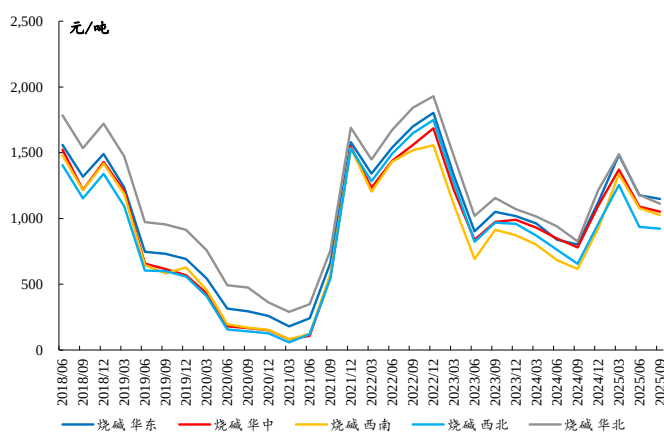
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2024年下半年以来氯碱双吨净利润位于底部震荡



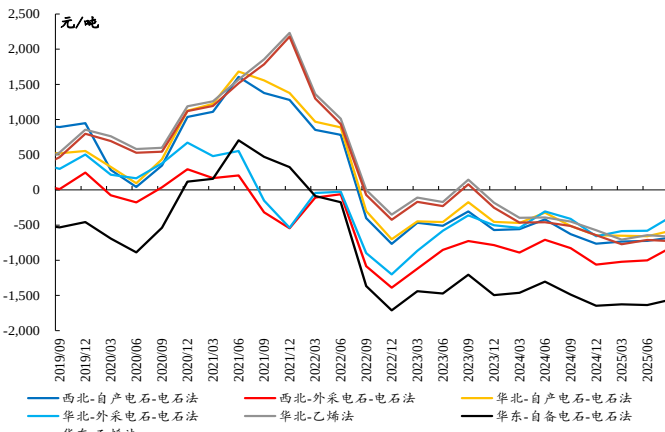
数据来源：Wind、隆众资讯、开源证券研究所

图4：2025年以来，烧碱净利润位于较高水平



数据来源：Wind、隆众资讯、开源证券研究所

图5：2023年以来，PVC总体处于亏损状态

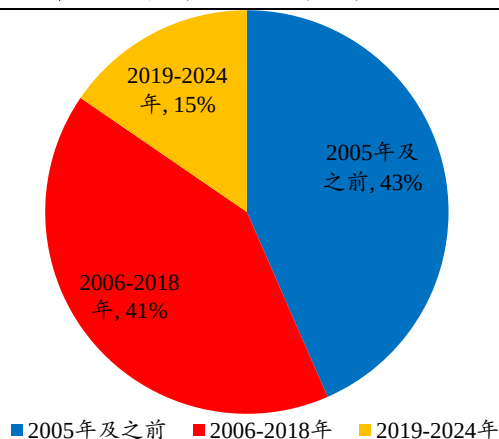


数据来源：Wind、隆众资讯、开源证券研究所

行业变化 2：烧碱行业老旧装置较多，落后产能进行改造或退出有望推动烧碱供需格局进一步向好。

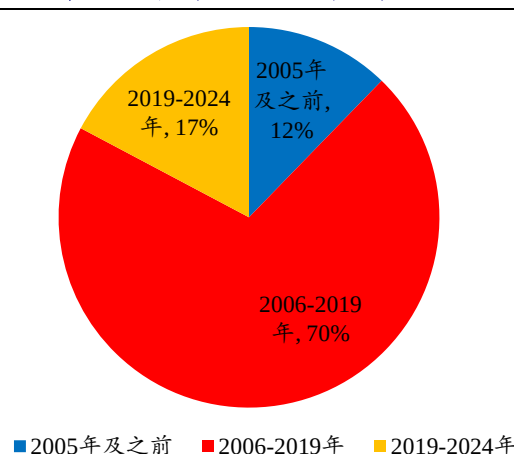
2024年9月，工业和信息化部公布《工业重点行业领域设备更新和技术改造指南》，要求推动超过20年年限的包括氯碱行业在内的多个石化化工行业的老旧装置进行改造。2025年7月，工信部表示钢铁、有色、石化等十大重点行业稳增长工作方案即将出台，有望进一步推动氯碱行业老旧及落后产能退出。据隆众资讯数据，截至2024年年底，烧碱行业装置投产年限超过20年的产能占比达43%，老旧装置产能较大。未来若这些老旧产能陆续进行改造或退出，烧碱行业供需有望逐步向好。

图6：2005 年及之前投产的烧碱装置产能占比达 43%



数据来源：隆众资讯、开源证券研究所（注：截至 2024 年年底）

图7：2005 年及之前投产的 PVC 装置产能占比 12%



数据来源：隆众资讯、开源证券研究所（注：截至 2024 年年底）

综上，若反内卷政策持续推行，PVC 价格上涨有望带动氯碱行业整体上行，此外随着烧碱落后设备更新政策推行，烧碱供需向紧平衡方向逐步调整，有望带动氯碱行业景气度进一步提升。受益标的：中泰化学、新疆天业、嘉化能源、氯碱化工、君正集团、北元集团等。

表2：烧碱弹性表：中泰化学、新疆天业的烧碱弹性位居行业前列

序号	股票代码	公司名称	产能（万吨）	2025/8/7 市值（亿元）	产能/市值（吨/万元）
1	002092.SZ	中泰化学	186	121	1.54
2	600075.SH	新疆天业	97	75	1.29
3	002748.SZ	世龙实业	30	24	1.26
4	600618.SH	氯碱化工	102	94	1.08
5	000635.SZ	英力特	21	28	0.76
6	002386.SZ	天原股份	48	67	0.72
7	601678.SH	滨化股份	61	89	0.68
8	000422.SZ	湖北宜化	94	144	0.65
9	000698.SZ	沈阳化工	20	33	0.60
10	300214.SZ	日科化学	20	34	0.59
11	603213.SH	镇洋发展	35	59	0.59
12	600935.SH	华塑股份	48	90	0.54
13	601568.SH	北元集团	80	167	0.48
14	000822.SZ	山东海化	25	54	0.46
15	600409.SH	三友化工	53	115	0.46
16	000510.SZ	新金路	14	35	0.41
17	600929.SH	雪天盐业	30	86	0.35
18	600328.SH	中盐化工	36	117	0.31
19	600230.SH	沧州大化	16	55	0.29
20	000818.SZ	航锦科技	39	146	0.27
21	603599.SH	广信股份	30	111	0.27
22	600273.SH	嘉化能源	30	124	0.24
23	600295.SH	鄂尔多斯	60	263	0.23

序号	股票代码	公司名称	产能（万吨）	2025/8/7 市值（亿元）	产能/市值（吨/万元）
24	002440.SZ	闰土股份	16	87	0.18
25	000830.SZ	鲁西化工	40	231	0.17
26	601216.SH	君正集团	55	453	0.12
27	600160.SH	巨化股份	56	767	0.07

数据来源：氯碱化工、新疆天业、北元集团等公司公告、Wind、百川盈孚、开源证券研究所（注：湖北宜化的产能为合并报表口径）

表3：PVC 弹性表：中泰化学、新疆天业的 PVC 弹性位居行业前列

序号	股票代码	公司名称	产能（万吨）	2025/8/7 市值（亿元）	产能/市值（吨/万元）
1	002092.SZ	中泰化学	260	121	2.15
2	600075.SH	新疆天业	134	75	1.78
3	000635.SZ	英力特	27	28	0.98
4	600935.SH	华塑股份	64	90	0.72
5	000422.SZ	湖北宜化	102	144	0.71
6	601568.SH	北元集团	110	167	0.66
7	603213.SH	镇洋发展	30	59	0.51
8	600618.SH	氯碱化工	48	94	0.51
9	600409.SH	三友化工	40	115	0.35
10	600328.SH	中盐化工	40	117	0.34
11	600295.SH	鄂尔多斯	80	263	0.30
12	600273.SH	嘉化能源	30	124	0.24
13	601216.SH	君正集团	70	453	0.15
14	600309.SH	万华化学	90	1,898	0.05

数据来源：氯碱化工、新疆天业、北元集团等公司公告、Wind、百川盈孚、开源证券研究所（注：湖北宜化的产能为合并报表口径）

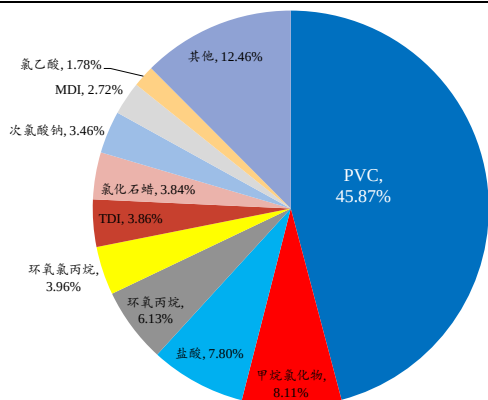
2、PVC：行业盈利能力较弱，未来行业新增产能较少

2.1、需求端：稳地产相关政策逐步落地，PVC 需求或稳步提升

液氯为危险化学品，PVC 为其下游主要消耗产品。据隆众资讯数据，生产 1 吨烧碱将对应生产 0.886 吨氯气，而氯气属于危险化学品，被吸入人体后会造成身体严重中毒，有剧烈刺激作用和腐蚀性，在日光下与其它易燃气体混合时会发生燃烧和爆炸。同时液氯储运不便，必须在生产之后的短时间内转化成耗氯产品。据百川盈孚数据，2024 年液氯下游主要用于生产 PVC、甲烷氯化物、盐酸、环氧丙烷、环氧氯丙烷、TDI、氯化石蜡等，需求占比分别为 46%、8%、8%、6%、4%、4%、4%，其中 PVC 为液氯主要应用下游。

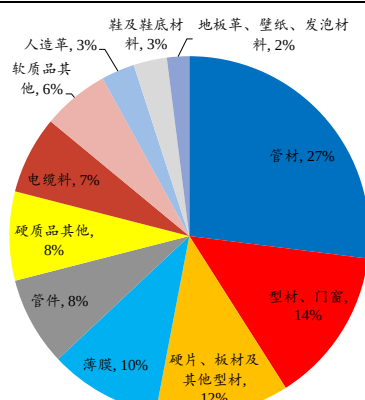
PVC 下游主要用于房地产领域，需求领域偏向于装修端。据百川盈孚数据，2024 年，PVC 下游 27%用于生产管材，其主要用于开工阶段及施工阶段的排水、排气管道铺设；26%用于竣工端，包括用于型材、门窗；47%用于装修阶段，包括用于薄膜、电缆料、软质品等。

图8：2024 年，液氯下游 46%用于 PVC 生产



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

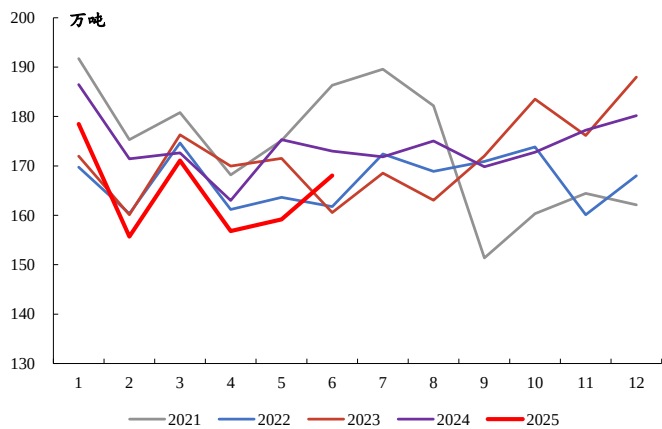
图9：2024 年，PVC 下游主要用于管材、薄膜等领域



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

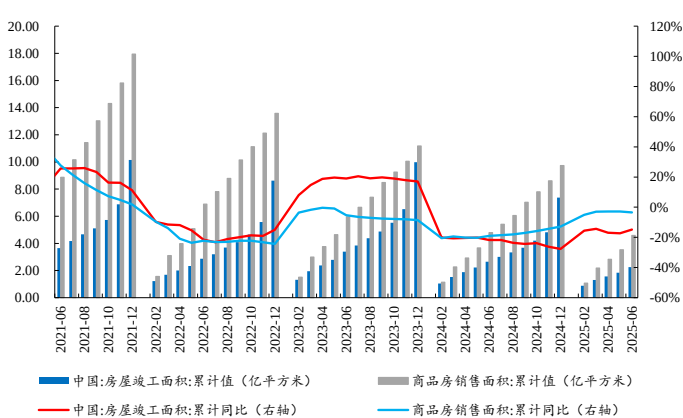
2025 年以来，PVC 需求恢复情况仍然较弱。2025 年以来，房地产景气度持续下行，PVC 需求在 2024 年同期较低的基数下，需求恢复仍然较弱。据 Wind 数据，2025 年 1-6 月，国内房屋竣工面积、商品房销售面积分别为 2.26、4.59 亿平方米，分别同比下降 14.80%、下降 3.50%。据百川盈孚数据，2025 年 1-6 月，PVC 表观消费量为 989 万吨，同比下降 5.04%。2023 年以来，房地产景气度下滑，带动 PVC 需求承压下滑，2025 年 PVC 需求恢复情况仍较弱。

图10：2025 年 1-6 月，PVC 表观消费量同比下降 5.04%



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图11：2025 年 1-6 月国内房屋竣工、销售面积同比下降

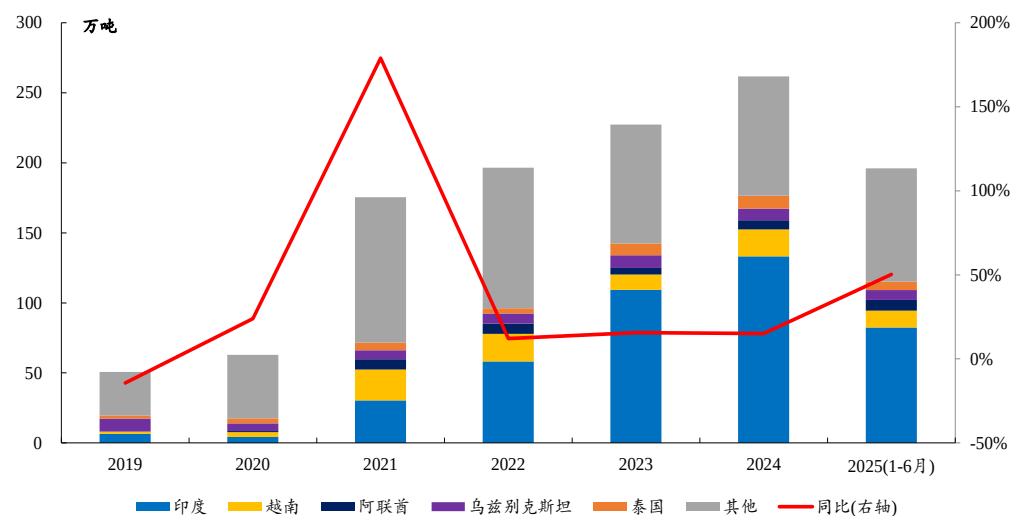


数据来源：Wind、开源证券研究所

城市更新行动逐步推行，或将带动 PVC 需求增长。新华社 5 月 15 日消息，中共中央办公厅、国务院办公厅近日印发《关于持续推进城市更新行动的意见》，要求坚持稳中求进工作总基调，转变城市开发建设方式，建立可持续的城市更新模式和政策法规，大力实施城市更新，促进城市结构优化、功能完善、文脉赓续、品质提升，打造宜居、韧性、智慧城市。未来随着城市更新行动的推行，或将带动 PVC 需求持续提升。

2025 年以来，我国 PVC 出口态势向好，主要向新兴发展中国家出口。据百川盈孚数据，2025 年 1-6 月，我国 PVC 出口量为 196 万吨，同比增长 50.25%。据百川盈孚数据，我国 PVC 出口国家主要为印度、越南、阿联酋、乌兹别克斯坦、泰国等新兴发展中国家，其中向印度出口量大幅增长。2025 年 1-6 月，我国向印度出口 82.47 万吨，同比增长 14.89%。

图12：2025 年 1-6 月，PVC 出口量同比增长 50.25%



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

未来新兴发展中国家对于 PVC 进口需求或进一步增加，印度方面，据新华社新闻报道，印度的发电技术更新换代比较慢且不掌握最先进的超超临界火力发电技术，除古吉拉特邦、马哈拉施特拉邦等经济发达地区可以 24 小时供电外，多数邦用电高峰时常发生断电情况，而氯碱行业又为高耗能行业。据中国化工报、巨化控股有限公司公众号，2026 年，信诚实业将投产 150 万吨/年 PVC 产能，而阿达尼集团暂停 200 万吨/年 PVC 项目的建设，即在 2024-2025 年间，印度或无新增产能投产。因此，印度国内短期难以实现氯碱产品的自给。同时其他新兴发展中国家，如越南、泰国等国家基础设施建设进程加快，其对于 PVC 需求量也有进一步增加。

2.2、供给端：电石法 PVC 落后产能或将持续淘汰，行业新增产能以乙烯法为主

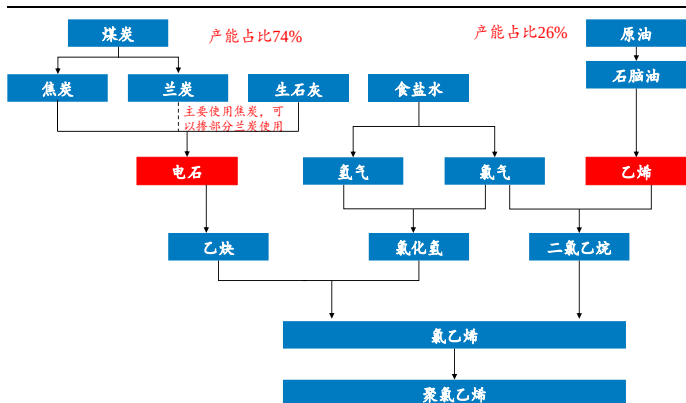
PVC 主要由电石法生产，且产能主要集中在西北地区。PVC 是由氯乙烯通过聚合生成，而根据生成氯乙烯的原料不同，可以将 PVC 的生产工艺分为电石法、乙烯法：

(1) 电石法：电石法为煤化工路线，其首先由煤炭和石灰石生产电石（碳化钙）， $\text{CaO} + 3\text{C} \rightarrow \text{CaC}_2 + \text{CO}\uparrow$ ；然后电石和氯化氢反应生成氯乙烯， $\text{C}_2\text{H}_2 + \text{HCl} \rightarrow \text{CH}_2\text{CHCl}$ ；

(2) 乙烯法：乙烯法为石油化工路线，乙烯和氯气反应生成二氯乙烷， $\text{C}_2\text{H}_4 + \text{Cl}_2 \rightarrow \text{C}_2\text{H}_4\text{Cl}_2$ ；然后二氯乙烷经过裂解之后生成氯乙烯， $\text{C}_2\text{H}_4\text{Cl}_2 \rightarrow \text{CH}_2\text{CHCl}$ 。

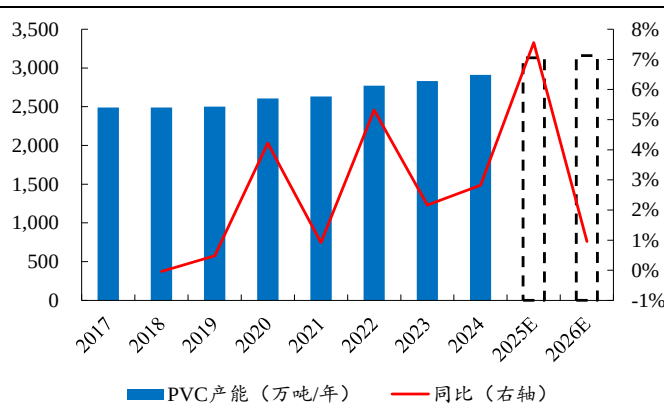
由于我国“富煤、贫油、少气”的能源结构，且电石法相较于乙烯法投资成本更低、工艺流程简单，因此我国多数 PVC 工艺采用电石法。据百川盈孚数据，截至 2024 年年底，国内 PVC 产能为 2,911 万吨/年，同比增长 2.83%，其中电石法 PVC 产能为 2,164 万吨/年，产能占比 74%；乙烯法 PVC 产能为 747 万吨/年，产能占比 26%。由于西北地区煤炭、电石资源丰富，而华北、华东、华南等地具有较多乙烯产能，因而电石法产能主要集中在西北地区，乙烯法产能主要集中在华北、华东等地。

图13：我国 PVC 产能主要采用电石法工艺



资料来源:百川盈孚、开源证券研究所(产能占比数据截至 2024 年)

图14：2022-2024 年，PVC 产能增速放缓



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

电石法 PVC 落后产能或将持续淘汰，行业新增产能以乙烯法为主。据产业结构调整指导目录(2024 年本),PVC 生产方面,禁止投资新建 20 万吨/年以下电石法 PVC、30 万吨/年以下乙烯法 PVC 产能；电石方面,禁止投资建设电石产能（以大型先进工艺设备进行等量替换的除外）、淘汰单台炉容量小于 1.25 万千伏安的电石炉、淘汰开放式电石炉、淘汰内燃式电石炉、淘汰使用高汞催化剂（氯化汞含量 6.5%以上）的电石法 PVC 生产装置。同时《关于汞的水俣公约》在我国正式生效，禁止新建的乙醛、VCM、聚氨酯的生产装置使用汞、汞化合物作为催化剂或使用含汞催化剂（到 2032 年 8 月 16 日，将全面禁止原生汞矿开采）。若上述政策持续落地，或将推动落后电石法产能淘汰。而随着我国乙烯产能持续增加，且生产过程中无需用到含汞催化剂，未来我国 PVC 新增产能以乙烯法工艺为主。据百川盈孚数据，预计 2025 年，国内将新增 PVC 产能 220 万吨/年，其中 2025 年 7 月，万华化学(福建)、天津渤化化工分别投产 50、40 万吨 PVC。虽然未来 PVC 规划产能较多，但行业竞争加剧，上述规划产能的投产时间或将推迟。

表4：未来我国 PVC 新增产能以乙烯法工艺为主，若行业竞争加剧，部分规划产能的投产时间或将推迟

预计投产时间	企业	产能（万吨/年）	生产工艺	上游氯相关原料来源
2025 年 7 月	万华化学(福建)	50	乙烯法	40 万吨/年 MDI 及 25 万吨/年 TDI 装置副产氯化氢
2025 年 7 月	天津渤化化工	40	乙烯法	配套 40 万吨/年烧碱产能
2025 年 8 月	青岛海湾化学	20	乙烯法	已具有 45.5 万吨烧碱产能，存在副产液氯
2025 年 9 月	甘肃耀塑化工	30	电石法	配套 30 万吨/年烧碱产能
2025 年 12 月	连云港石化	80	乙烯法	
2025 年小计		220		
2026 年	嘉化能源	30	乙烯法	消耗自身未配套的液氯
2026 年小计		30		

资料来源：百川盈孚、凤凰网青岛公众号、中国合成树脂网、嘉化能源公告等、开源证券研究所

2.3、供需预测：2024 年 PVC 行业新增产能较少，静待节能降碳政策持续落地

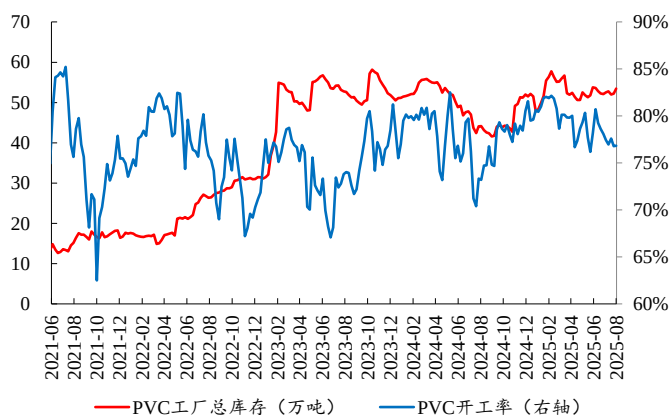
2023 年 7 月以来，PVC 库存压力较大。2023 年 7 月以来，受烧碱开工率高增带动，PVC 开工率维持高位震荡，但 PVC 下游出货不畅，PVC 库存压力凸显。据隆众资讯数据，截至 2025 年 8 月 1 日，PVC 库存为 53.46 万吨，位于 2017 年以来

86.39%分位数；开工率为 76.84%，位于 2017 年以来 55.33%分位数。

2025 年以来，PVC 价差、盈利能力有所修复。据 Wind 数据及我们测算，截至 2025 年 8 月 5 日，PVC 价格、价差分别为 4,781、1,200 元/吨，分别较年初增加 0.76%、68.27%。2025 年以来，电石价格下降，叠加 PVC 行业亏损较为严重，PVC 企业挺价意愿较强，推动 PVC 价差修复。尤其是进入 7 月，随着反内卷氛围浓厚，叠加因印度 BIS 政策宣布延期带来的出口向好，PVC 价格上涨。

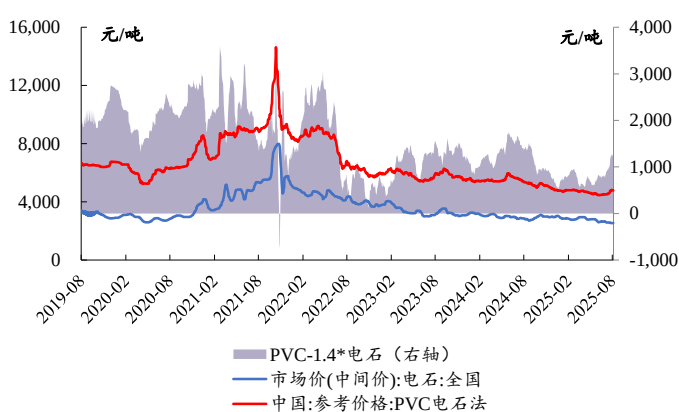
综上，PVC 行业盈利能力较弱，未来行业新增产能较少，随着反内卷政策持续落地，或将带动 PVC 供需格局持续向好改善。

图15：2023 年以来，PVC 社会库存高位震荡



数据来源：隆众资讯、Wind、开源证券研究所

图16：2025 年以来，PVC 价差逐步从底部回升



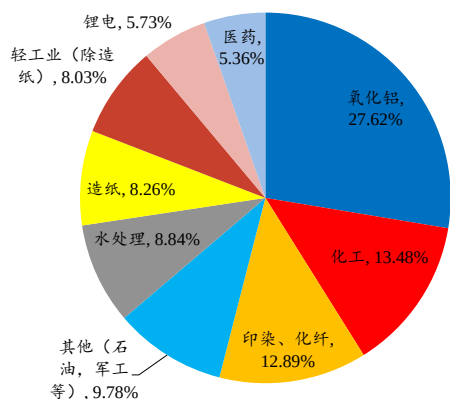
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、烧碱：下游需求稳步增长，落后产能退出或推动行业供需格局进一步向好

3.1、需求：国内经济稳步发展，烧碱下游需求持续增长

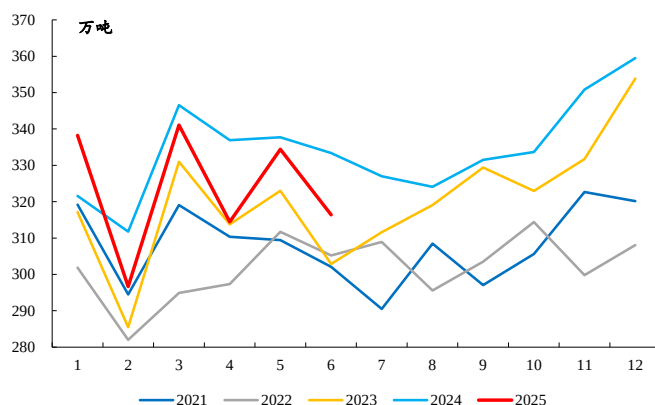
烧碱下游主要应用于氧化铝生产，2025 年以来需求保持较高同比增速。根据百川盈孚数据，2024 年，烧碱下游主要用于氧化铝、印染+化纤、造纸、水处理、医药、锂电等领域，终端下游涉及工业、交通、电力、消费等多个领域，其中氧化铝是烧碱需求最大的领域，占比在 28% 左右。2017 年以来，烧碱表观需求量总体呈增长趋势。2025 年年初至 2 月中旬，液碱市场价格在氧化铝下游支撑以及春节假期影响下，液碱价格不断上涨。3 月后因氧化铝价格不断下行市场由盈转亏，对高价液碱多有抵触，加之春节假期过后，企业多有库存累积，液碱价格开始逐步下调，需求同比小幅下滑。据百川盈孚数据，2025 年 1-6 月，烧碱表观消费量为 1,941.17 万吨，同比下降 2.35%。

图17：烧碱下游主要用于氧化铝，需求占比约 28%



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图18：2025 年 1-6 月烧碱表观消费量小幅下滑

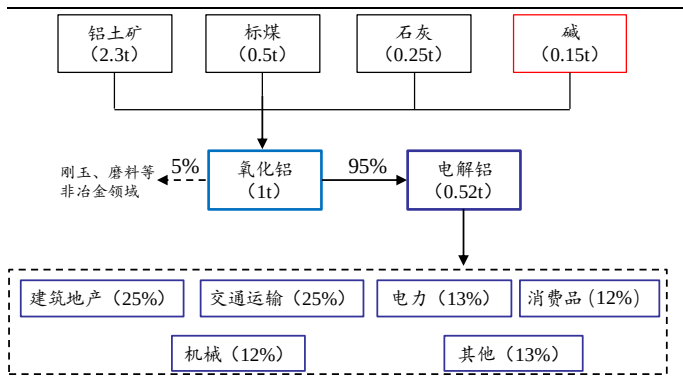


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

烧碱下游氧化铝景气度持续向好，带动烧碱需求增长。据百川盈孚数据，95%的氧化铝用于生产电解铝，而电解铝终端涉及建筑地产（25%）、交通运输（25%）、电力（13%）、消费品（12%）、机械（12%）等领域。2020-2024 年，氧化铝开工率高位而库存持续去化，这受益于终端新能源汽车、光伏等领域景气高增。进入 2025 年，由于氧化铝新增产能较多，行业竞争加剧，氧化铝库存有所增加。据百川盈孚数据，截至 2025 年 8 月 1 日，氧化铝库存为 164.29 万吨，位于 2019 年以来 45.84%分位数，较 2025 年年初增长 9.36%。但穿透到终端，新能源汽车、光伏等领域需求保持增长，有望持续带动烧碱需求增长。据 Wind 数据，截至 2025 年 5 月，光伏累计装机量 1,084GW，累计同比增长 56.94%；2025 年 1-6 月，新能源汽车销量 441 万辆，同比增长 46.23%。

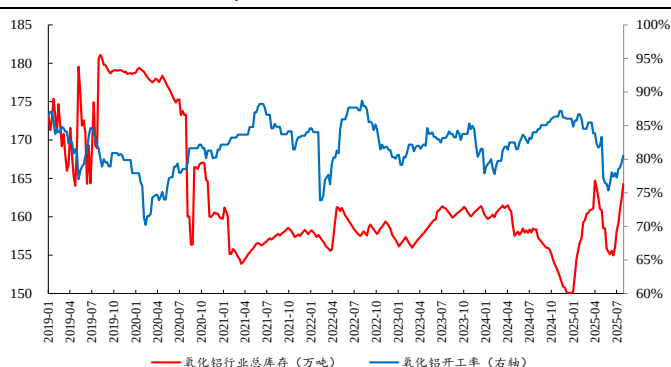
烧碱下游涉及基建、地产、交通运输、电力等多个影响国内经济发展的重要领域，因而烧碱需求量与我国 GDP 高度相关。未来随着国内经济持续增长，同时下游新能源汽车销量、光伏装机量持续增长，进而带动烧碱需求持续增长。

图19：氧化铝终端下游涉及工业、交通、电力等领域



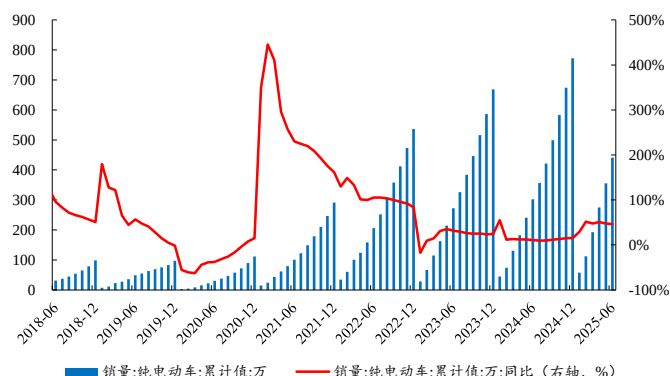
资料来源：百川盈孚、开源证券研究所

图20：2025 年以来，氧化铝库存小幅增加



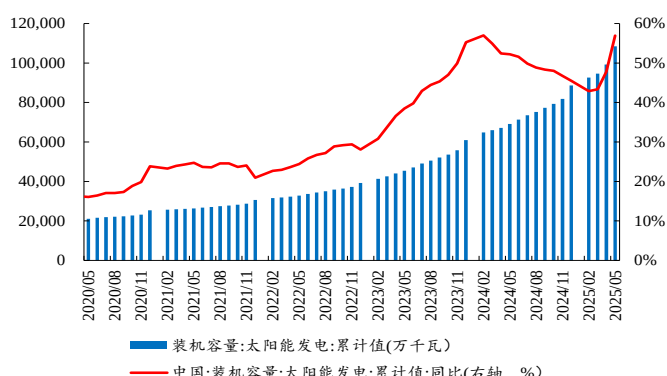
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图21：2025 年以来，电动车销量保持较高增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2025 年以来，光伏装机量保持较高增速

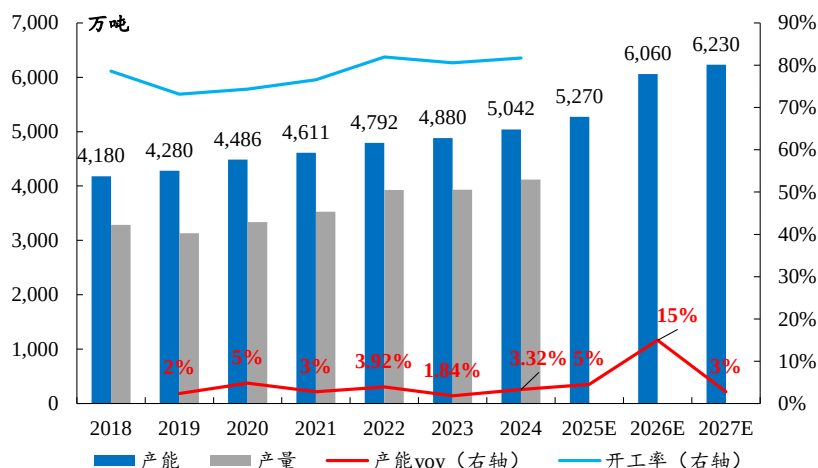


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、供给：行业竞争加剧，烧碱新增产能或将受限

受能耗控制影响，叠加行业竞争加剧，后续行业产能投放进程或将放缓。2016年以来，国内多项政策限制烧碱新增产能，烧碱产能扩张速度逐步放缓。《产业结构调整指导目录（2023 年本，征求意见稿）》指出，烧碱新增产能受限（全部采用工业废盐综合利用的离子膜烧碱装置除外）、隔膜法烧碱生产装置淘汰（作为废盐综合利用的可以保留）。同时由于液氯、PVC 等氯产品需求较弱，烧碱新增产能需要考虑烧碱的盈利是否能够弥补氯产品的亏损，因而近年来烧碱新增产能增速放缓。据百川盈孚数据，2022-2024 年，烧碱产能分别为 4,792、4,880、5,042 万吨/年，分别同比新增 181、88、162 万吨/年；2025 年规划投产的烧碱产能为 229 万吨/年，产能或达到 5,270 万吨/年，同比+5%，其中 2025 年上半年仅新增 22 万吨/年产能。未来随着能耗控制趋严，叠加行业竞争加剧，烧碱新增产能投放进程或将放缓。

图23：2025 年规划投产产能或为 229 万吨/年，其中部分产能投放进程或将放缓



数据来源：百川盈孚、隆众资讯、开源证券研究所

3.3、供需预测：烧碱下游需求稳中有升而供应端或受限，行业景气度或持续向好修复

2021 年 H2 以来，烧碱整体维持供需紧平衡格局，行业价差底部向上趋势不改。

(1) 2021 年 H2，受国内电力紧缺、能耗双控政策管控等因素影响，烧碱产量

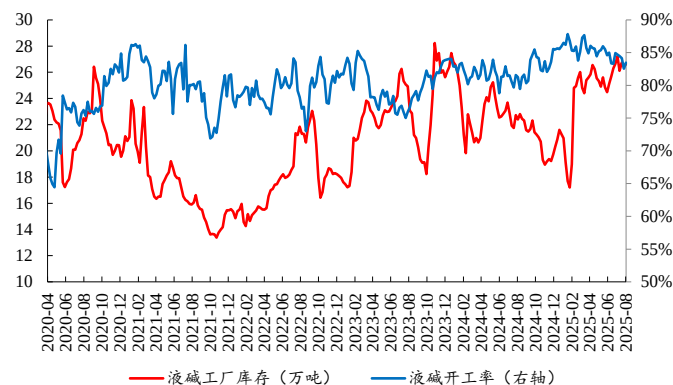
有所缩减，且当时正值烧碱需求旺季，行业供需紧张推动行业价格高涨。

(2) 2022 年，受 2021 年氧化铝产能增加较多影响，烧碱需求量明显增加，加之海外能源危机使得海外烧碱装置关停，烧碱出口量创历史新高，行业需求景气，市场供需格局趋紧。

(3) 2023-2024 年，烧碱价差维持在较高水平。期间烧碱整体维持供需紧平衡格局，行业价差底部向上趋势不改，终端新能源汽车、光伏等行业景气带动烧碱需求向好。

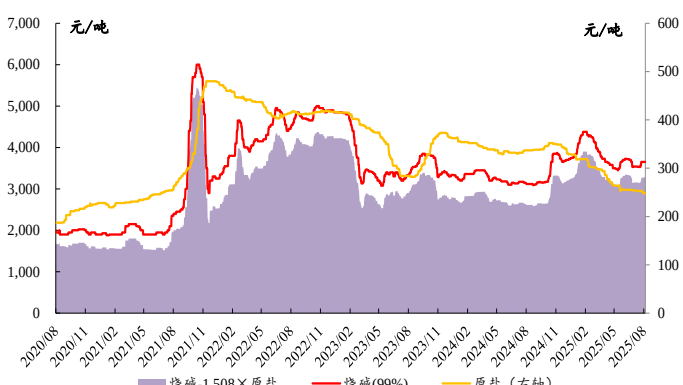
(4) 2025 年以来，由于下游氧化铝新增产能较多，氧化铝价格下滑使得其对高价烧碱有所抵触，带动烧碱价格下滑、库存有所累积。据百川盈孚数据，截至 2025 年 8 月 1 日，烧碱工厂库存为 26.63 万吨，较年初上涨 27.05%。但由于原盐价格下滑，烧碱价差较 2024 年同期有所增长。据 Wind 数据，截至 2025 年 8 月 6 日，烧碱价格、价差分别为 3,650、3,276 元/吨，分别较 2025 年年初下降 4.70%、下降 1.87%；分别同比 2024 年同期增长 16.99%、增长 25.43%。未来随着国内需求持续恢复、行业新增产能受限、烧碱落后产能逐步退出，行业景气度或持续向好修复。

图24：2025 年以来，烧碱库存有所增加



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图25：2023 年以来烧碱价格价差维持在较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、受益标的

综上，若反内卷政策持续推行，PVC 价格上涨有望带动氯碱行业整体上行，此外随着烧碱落后设备更新政策推行，烧碱供需向紧平衡方向逐步调整，有望带动氯碱行业景气度进一步提升。受益标的：中泰化学、新疆天业、嘉化能源、氯碱化工、君正集团、北元集团等。

表5：受益标的盈利预测与估值

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (摊薄/元)				PE (倍)				评级
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
002092.SZ	中泰化学	121	4.67	-0.38	-	-	-	-11.4	-	-	-	未评级
600075.SH	新疆天业	75	4.41	0.04	-	-	-	108.5	-	-	-	未评级
600273.SH	嘉化能源	124	9.13	0.72	0.85	0.96	1.07	11.0	10.7	9.5	8.6	未评级
600618.SH	氯碱化工	94	10.15	0.68	-	-	-	14.5	-	-	-	未评级
601216.SH	君正集团	453	5.37	0.33	0.41	0.46	0.50	15.8	12.9	11.7	10.8	未评级
601568.SH	北元集团	167	4.21	0.06	-	-	-	72.3	-	-	-	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据来源于 Wind 一致预期，上述估值数据以 2025 年 8 月 7 日收盘价为基准）

5、风险提示

需求恢复不及预期：氯碱化工相关产品属于大宗化学品，其需求与国内经济发展情况密切相关，若国内需求恢复情况不及预期，或将使得氯碱相关产品需求减弱。

政策落地进度不及预期：氯碱行业内高成本产能退出，行业景气度在逐步向好改善，但若反内卷相关政策细则落地进度不及预期，行业规划落地产能仍较多，因而行业景气度恢复进程将较慢。

原材料价格大幅波动：目前氯碱行业整体盈利能力处于较低水平，若原料价格大幅上涨，氯碱行业相关产品不能将原料成本向下游传导，氯碱行业景气度或将承压。

其他风险详见倒数第二页标注。

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据北元集团 2025 年一季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司持有北元集团 35.31%的股份。尽管开源证券与北元集团均属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对北元集团的生产、经营、管理等行为施加任何影响。另外，开源证券与北元集团不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn