

2026年大化工行业投资策略： 稳健配置+涨价品种，聚焦四大投资方向

大化工首席分析师：陈淑娴，CFA

执业证书编号：S0600523020004

联系方式：chensx@dwzq.com.cn

石化化工分析师：周少玟

执业证书编号：S0600525070005

联系方式：zhoushm@dwzq.com.cn

2025年12月11日

- **投资方向1：红利策略。推荐：中国海油、中国石油、中国石化。**我们预计2026年布伦特油价中枢60-70美元/桶。中海油继续增储上产和降本增效，承诺2025-2027年不低于45%的分红率。中石油继续受益于国内天然气市场化改革。中石化关注国内炼油化工反内卷进展。
- **投资方向2：资金配置化工低估值龙头。推荐：万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升。**市场增量资金（含量化）优先配置化工ETF权重股，化工龙头受益于成本、技术、市场等行业壁垒，业绩基本见底。
- **投资方向3：下游需求驱动涨价。**
 - **1) 传统需求：关注食品添加剂、农药、化肥。**①**食品添加剂：**维生素、蛋氨酸等食品添加剂需求稳健增长，**关注：新和成、安迪苏；**②**农药：**下游海外农药制剂企业补库，国内农药供给新增受限，海外农药需求市场开拓，带动农药品种涨价，**关注：扬农化工、江山股份、国光股份；**③**化肥：**钾肥供需紧平衡，支撑价格中枢上移，**关注：亚钾国际、东方铁塔。**
 - **2) 新兴需求：关注磷化工、氟化工。**①**磷化工：**下游新能源动力电池和储能需求拉动磷酸铁和六氟磷酸锂需求，带动磷化工产业链景气度提升，**关注：川恒股份、兴发集团、川发龙蟒、云图控股、云天化；**②**氟化工：**下游AI需求提升带动液冷需求，**关注：巨化股份、三美股份、永和股份、多氟多。**
- **投资方向4：国内反内卷驱动涨价。**1) **大炼化：**国内PTA、长丝反内卷，**关注：恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。**2) **有机硅：**扩产周期步入尾声，国外产能计划退出，国内主要企业召开会议下调行业开工率，**关注：新安股份、东岳硅材。**3) **纯碱：**行业现有和新增产能均受到调控，行业老旧产能面临评估与淘汰压力，**关注：博源化工。**
- **风险提示：**经济衰退风险、OPEC石油供应计划变动风险、地缘政治风险、终端需求低迷、原材料价格波动、项目投产不及预期。

投资方向	股票代码	股票简称	股价 (元)	市值 (亿)	货币	归母净利润 (亿人民币)				PE			
						2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
红利策略	600938.SH	中国海油*	28.2	13408	RMB	1379	1412	1447	1497	10	9	9	9
	0883.HK	中国海洋石油*	21.0	9991	HKD	1379	1412	1447	1497	7	6	6	6
	601857.SH	中国石油*	9.6	17570	RMB	1647	1668	1721	1787	11	11	10	10
	0857.HK	中国石油股份*	8.3	15172	HKD	1647	1668	1721	1787	8	8	8	8
	600028.SH	中国石化*	5.9	7096	RMB	503	405	480	534	14	18	15	13
	0386.HK	中国石油化工股份*	4.3	5255	HKD	503	405	480	534	9	12	10	9
资金配置低估值龙头	600309.SH	万华化学*	69.3	2169	RMB	130	127	161	181	17	17	14	12
	600989.SH	宝丰能源*	18.1	1327	RMB	63	124	141	149	21	11	9	9
	002648.SZ	卫星化学*	16.6	559	RMB	61	56	70	86	9	10	8	6
	600426.SH	华鲁恒升*	27.7	588	RMB	39	43	47	51	15	14	13	12
下游需求驱动涨价	002001.SZ	新和成*	24.2	743	RMB	59	66	72	77	13	11	10	10
	600299.SH	安迪苏*	9.0	241	RMB	12	13	14	17	20	19	17	14
	600486.SH	扬农化工	65.5	266	RMB	12	13	16	18	22	20	17	14
	600389.SH	江山股份	22.6	97	RMB	2	6	8	10	43	15	12	10
	002749.SZ	国光股份	14.0	65	RMB	4	4	5	6	18	15	13	11
	000893.SZ	亚钾国际	46.9	434	RMB	10	19	27	35	46	23	16	12
	002545.SZ	东方铁塔	17.6	219	RMB	6	11	13	16	39	19	17	14
	002895.SZ	川恒股份	35.6	217	RMB	10	13	15	18	23	17	14	12
	600141.SH	兴发集团	32.2	355	RMB	16	19	23	27	22	19	16	13
	002539.SZ	云图控股	10.9	131	RMB	8	9	12	15	16	14	11	9
	600096.SH	云天化	30.6	558	RMB	53	57	59	62	10	10	9	9
	600160.SH	巨化股份	36.8	993	RMB	20	45	57	67	51	22	17	15
	603379.SH	三美股份	57.1	349	RMB	8	21	27	31	45	16	13	11
	605020.SH	永和股份	26.1	133	RMB	3	7	9	11	53	20	15	13
	002407.SZ	多氟多	31.5	374	RMB	(3)	2	15	18	(121)	155	25	21
国内反内卷驱动涨价	600346.SH	恒力石化*	18.9	1333	RMB	70	80	93	107	19	17	14	13
	002493.SZ	荣盛石化*	9.4	942	RMB	7	19	29	41	130	50	32	23
	000703.SZ	恒逸石化*	8.3	300	RMB	2	4	7	8	128	69	46	37
	000301.SZ	东方盛虹	9.3	612	RMB	(23)	6	12	17	(27)	101	53	36
	601233.SH	桐昆股份	14.4	347	RMB	12	21	30	37	29	17	12	9
	603225.SH	新凤鸣	16.2	247	RMB	11	12	18	22	22	20	14	11
	600596.SH	新安股份	11.0	149	RMB	1	3	6	9	289	52	24	17
	300821.SZ	东岳硅材	12.4	148	RMB	1	-	-	-	262	-	-	-
	000683.SZ	博源化工	6.9	257	RMB	18	15	20	24	14	17	13	11

资料来源：Wind，东吴证券研究所。股价为2025年12月10日收盘价，标注“*”的盈利预测为东吴证券研究所预测值，其余为2025年12月10日的Wind一致预期

■ 一. 石油化工

- 1.1 原油：我们预计2026年布伦特油价中枢60-70美元/桶
- 1.2 三桶油：中海油继续增储上产和降本增效，中石油继续受益于国内天然气市场化改革，中石化关注国内炼化化工反内卷进展
- 1.3 大炼化：关注国内PTA、长丝反内卷

■ 二. 基础化工

- 2.1 聚氨酯：新增产能有限，万华主导扩产节奏
- 2.2 聚烯烃：煤制&乙烷路线成本优势突出，关注老旧产能退出
- 2.3 食品添加剂：维生素、蛋氨酸等食品添加剂需求稳健增长
- 2.4 农药：下游海外农药制剂企业补库，国内农药供给新增受限，关注涨价品种
- 2.5 化肥：氮肥关注国家尿素出口政策，钾肥供需紧平衡支撑价格中枢上移
- 2.6 磷化工：下游新能源动力电池和储能需求拉动磷酸铁和六氟磷酸锂需求，带动磷化工产业链景气度提升
- 2.7 有机硅：扩产周期步入尾声，国外产能计划退出，国内主要企业召开会议下调行业开工率
- 2.8 纯碱：行业现有和新增产能均受到调控，行业老旧产能面临评估与淘汰压力
- 2.9 氟化工：下游AI需求提升带动液冷需求

■ 三. 风险提示

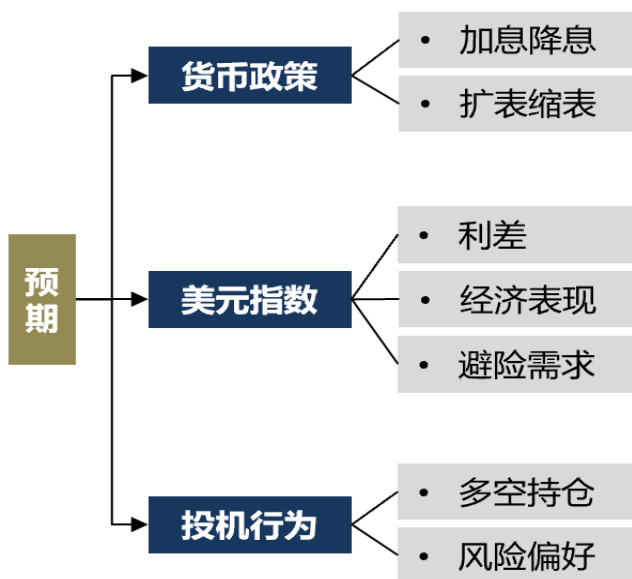
一、石油化工

1.1 原油：我们预计2026年布伦特油价中枢60-70美元/桶

商品属性：供需面决定均衡油价



金融属性：金融面影响油价预期



■ **油价：油价60美元/桶的底部预期再形成，我们预计2026年供需整体略宽松，油价60-70美元/桶震荡。**

1、2025年11月3日，OPEC+推迟2026Q1增产，市场再次形成布伦特油价60美元/桶底部新预期，关注2026年OPEC+产量政策变化。

OPEC+宣布2026Q1暂停增产，以沙特为首的关键成员国同意12月增产13.7万桶/日，与10月和11月的增产计划保持一致，随后于2026年1月至3月暂停增产。与会代表表示，1月起暂停增产的决定反映了对2026Q1季节性需求放缓的预期。

2、2025年11月30日，OPEC+部长级会议重申2026Q1增产暂停，会议结果符合预期：2023年4月和11月宣布额外自愿调整产量的8个欧佩克+国家——即沙特阿拉伯、俄罗斯、伊拉克、阿联酋、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚和阿曼，重申因季节性因素暂停2026年1月、2月及3月的产量增量的决定，并称根据不断变化的市场状况，可能会部分或全部恢复每日165万桶的产量，且将以渐进方式进行。

3、OPEC+将于2026年1月4日召开会议。成员国将每个月评估市场状况、合规性与补偿事宜。

4、第41届欧佩克和非欧佩克部长级会议将于2026年6月7日举行。

■ **进一步关注俄乌冲突进展。**

美国列了28条和平计划，态度强硬地要求乌克兰回复，部分核心内容如下：1)乌克兰领土让步，2)乌克兰放弃远程导弹等进攻性武器，3)乌克兰30年内不加入北约，4)美、俄、欧三方签署“互不侵犯协议”（若俄再入侵，只恢复制裁，不出兵），5)用1000亿美元冻结俄罗斯资产重建乌克兰，美国公司拿走50%重建利润，欧洲再出资1000亿美元支援重建。

在日内瓦美乌谈判后，原计划已从28条缩减为19条，部分最敏感的领土问题留待领导人层面讨论。

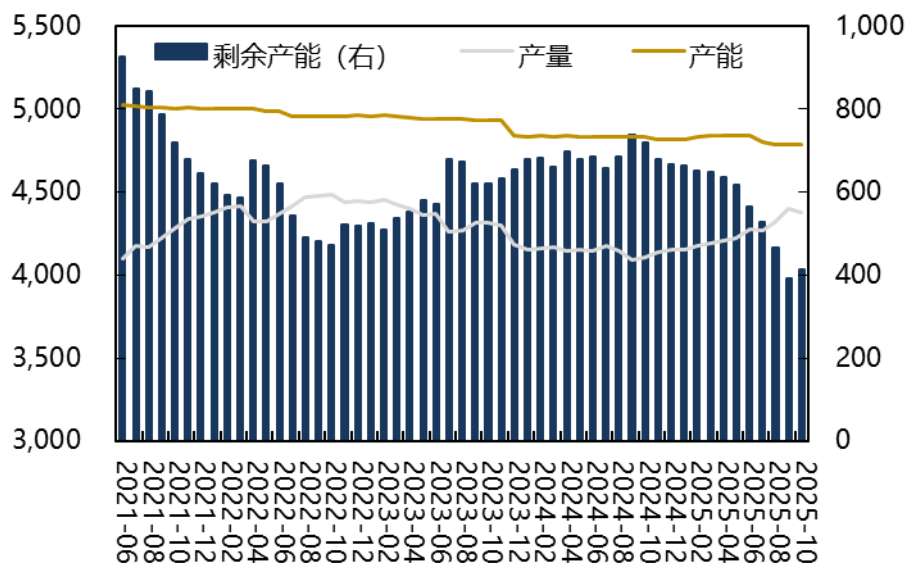
■ **进一步关注美国与委内瑞拉关系进展。**

美国准备对委内瑞拉发起“下一阶段行动”，选项包括推翻马杜罗政权，核心目标可能包括获取对委内瑞拉石油等自然资源的控制权，并解决非法移民等问题。

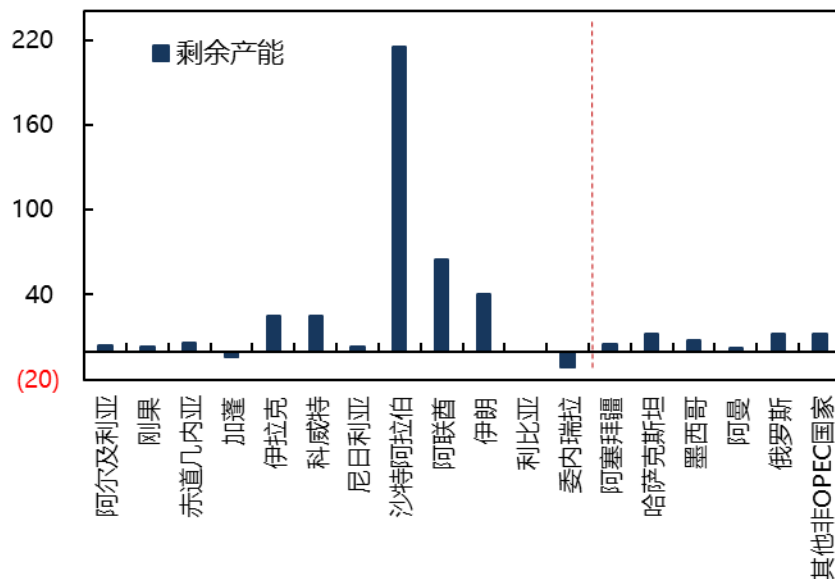
OPEC+剩余产能处于近五年低位

- 根据IEA 2025年11月报披露数据，截至2025年10月，OPEC+合计剩余产能为412万桶/日，环比+21万桶/日。其中，OPEC-12国剩余产能为372万桶/日，主要集中在沙特、阿联酋、伊朗、伊拉克、科威特，五国剩余产能分别为215、65、40、25、25万桶/日；非OPEC国家剩余产能为40万桶/日，主要集中在俄罗斯，其剩余产能为12万桶/日。

OPEC+产能、产量及剩余产能（万桶/日，万桶/日）



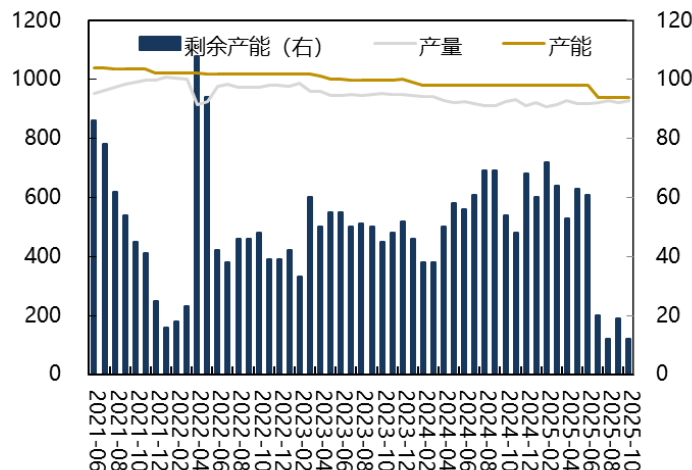
IEA对OPEC+2025.10的剩余产能测算（万桶/日）



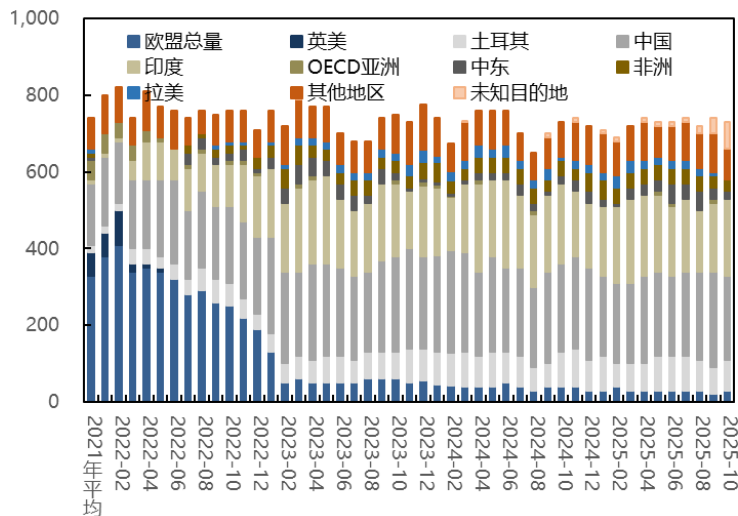
俄罗斯原油产能接近上限，出口总量未出现明显下降

- 俄罗斯资本开支不足，产能衰减下降，产量已接近产能上限，后续增产能力有限。
- 自俄乌冲突以来，俄罗斯石油出口量未出现明显下降，主要是运输航线及贸易流向发生了调整：从欧洲转到中国和印度。

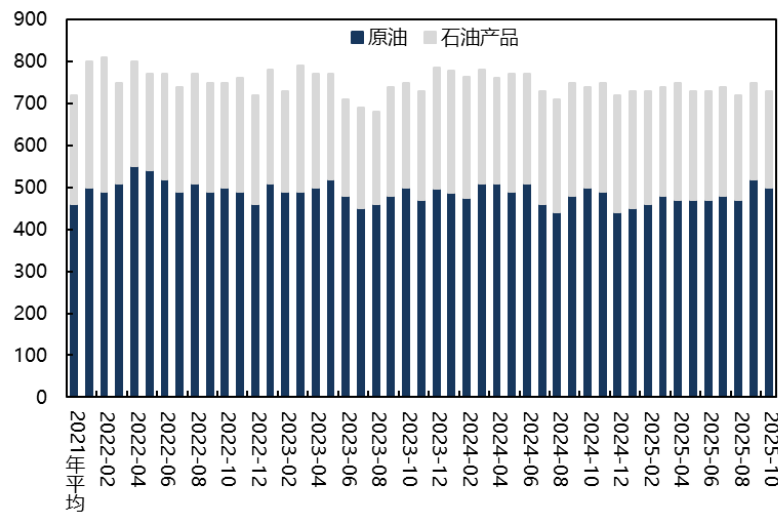
俄罗斯原油产能、产量（万桶/日，万桶/日）



俄罗斯对世界不同地区出口量（万桶/日）

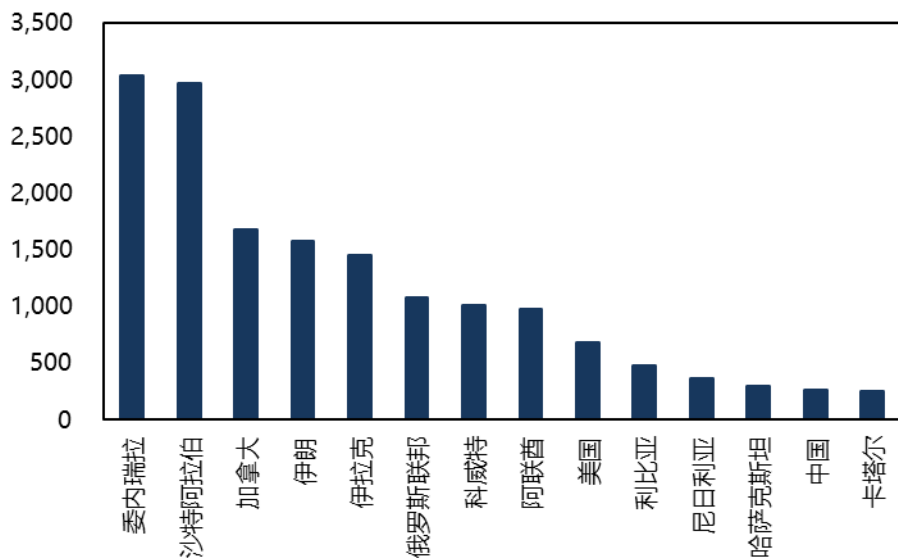


俄罗斯石油、成品油出口量（万桶/日）

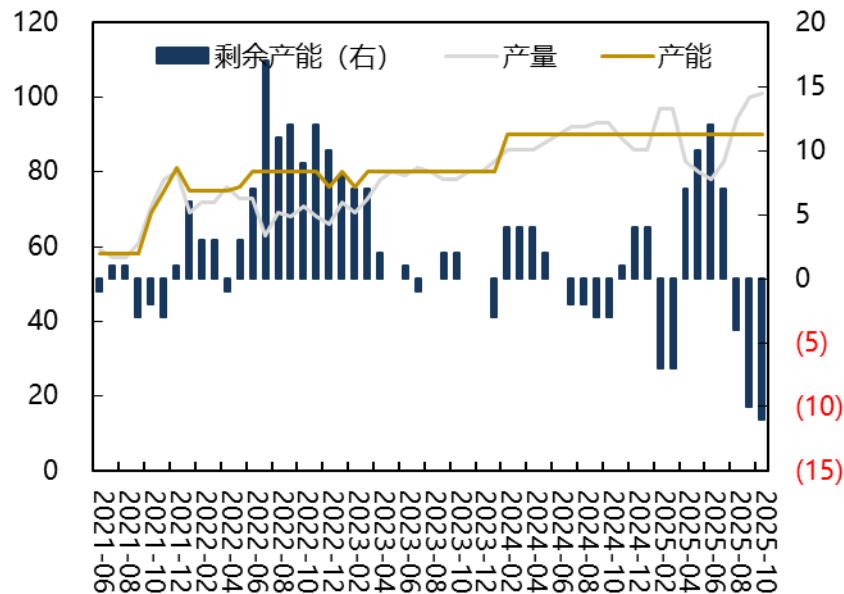


- 根据BP发布的《2020年能源统计年鉴》，委内瑞拉原油储量3000亿桶，位居全球第一。
- 截至2025年10月，委内瑞拉原油产量101万桶/日，产量快速增长。委内瑞拉以重质原油为主，需和稀释液混合才能运输使用。

2020年全球分国别已探明储量（亿桶）

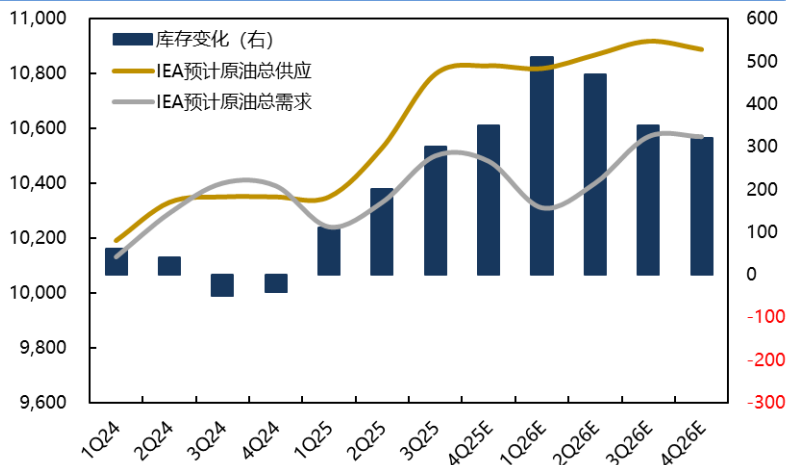


委内瑞拉原油产能、产量（万桶/日，万桶/日）



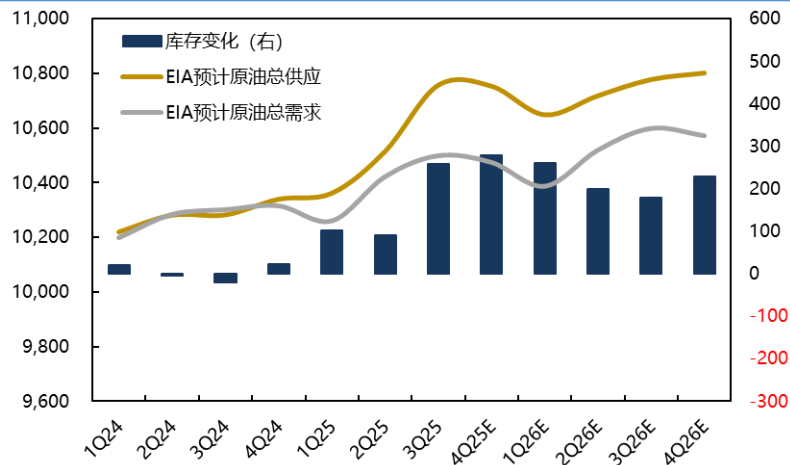
三大能源机构预计2026年原油供需平衡表（2025年11月报）

2025.11 IEA对全球原油供需及库存变化预测（万桶/日）



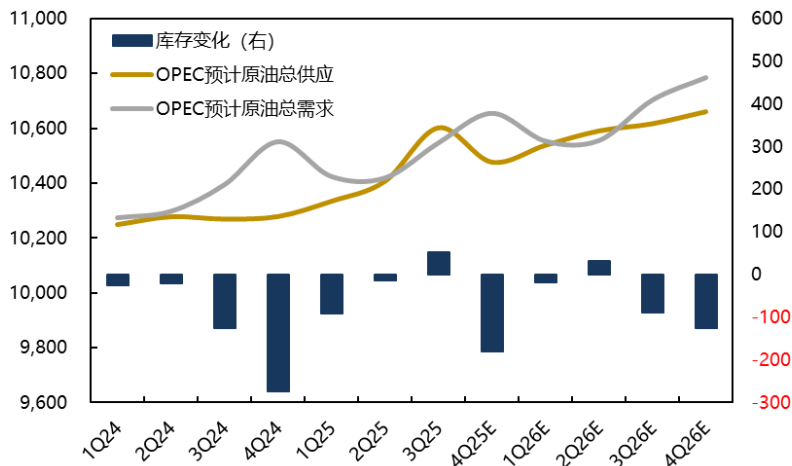
数据来源：IEA，东吴证券研究所

2025.11 EIA对全球原油供需及库存变化预测（万桶/日）



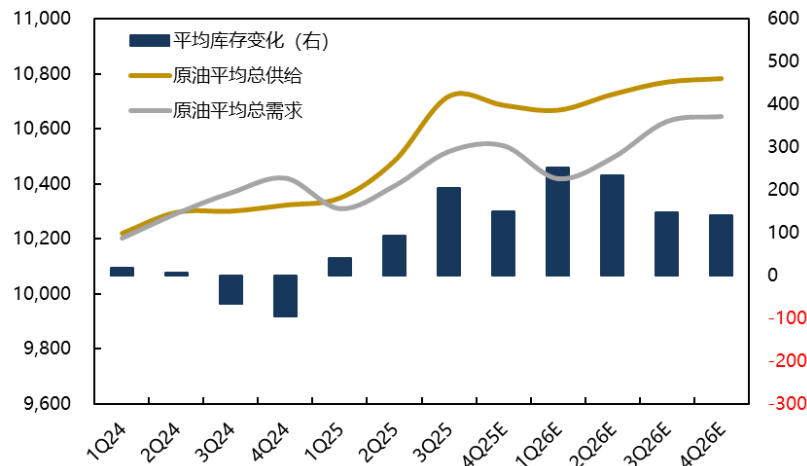
数据来源：EIA，东吴证券研究所

2025.11 OPEC对全球原油供需及库存变化预测（万桶/日）



数据来源：OPEC，东吴证券研究所

2025.11 三大机构对全球原油供需及库存变化预测均值（万桶/日）



数据来源：IEA，EIA，OPEC，东吴证券研究所

1.2 三桶油：中海油继续增储上产和降本增效，中石油继续受益于国内天然气市场化改革，中石化关注国内炼油化工反内卷进展

◆ 三桶油业绩敏感性主要影响因素有异同：

- 1、中海油：油气产量、开采成本、油价（布伦特原油期货价格，公司实现销售价格）、气价、汇率、石油特别收益金（暴利税）、矿权转让金等。
- 2、中石油：
 - ✓ （1）上游：与中海油一样
 - ✓ （2）成品油炼厂生产和加油站销售：成品油供需、国家发改委成品油定价机制影响价差
 - ✓ （3）化工：化工品供需决定价差、公司乙烯等产能扩张情况、芳烃盈利情况
 - ✓ （4）天然气：天然气销售价格（发改委顺价机制）、销售量（与城燃等客户签订合约情况）、自产气成本、进口气成本（管道气、LNG长协、LNG现货）
 - ✓ （5）零售店
- 3、中石化：与中石油一样，只是成品油和化工影响比重更高。

■ 三桶油观点：

- 1、油价见底预期再形成，三桶油整体盈利有支撑，公司分红有保障。
- 2、三桶油核心驱动因素各有特点：

中国海油：国际油价，公司成本下降，公司油气产量提升。

中国石油：国内天然气顺价改革推进，进口气成本下降，天然气售价上升。

中国石化：国内炼化和化工反内卷推进。

- **天然气价格改革稳步推进，上下游价格有望实现联动：**我国现行的天然气定价机制为基准门站价格管理。供需双方可以基准门站价格为基础，在上浮一定比例、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格。目前，我国国产陆上气和2014年底投产的进口管道气的基准门站价由政府管制；海上气、页岩气、LNG、直供用户、2015年投产的进口管道气等门站价由市场形成。每年第一季度（尤其是3月），中石油作为中国最大的管道气供应商，会带头与国家发改委等主管部门进行沟通，最终确定并公布一个适用于未来一个合同年度（通常是4月1日至次年3月31日）的管道天然气“基础门站价格”或合同定价政策。
- **进口气成本下降：**进口管道气根据每个国家管道建设情况有具体定价公式且与油价有关，LNG长协一般与9个月前的国际油价挂钩，LNG现货与上海石油天然气交易中心进口价联动。随着国际油价中枢下行，中国石油进口气成本下降。
- **天然气售价上升：**过去3年国家实施天然气市场化改革以来，管制气用量占比下降，但上浮比例提升，非管制气用量占比和价格均提升，带动了中国石油天然气售价的抬升。

中石油2022-2023、2023-2024年管道气合同方案

管制气			非管制气		调峰量
2023-2024年管道气合同方案					
居民用气		均衡1	均衡2（固定价格）		
2023/4-2023/10较门站价上浮比例	15%	20%	80%	挂靠JKM现货	
资源配置占比	70%		27%	3%	
2023/11-2024/3较门站价上浮比例	15%	20%	80%	挂靠JKM现货	120%以上
资源配置占比	55%		42%	3%	

2022-2023年管道气合同方案				
居民用气	均衡1	均衡2（固定价格）		
2022/4-2022/10较门站价上浮比例	5%	15%	55%	
资源配置占比	75%	25%		
2022/11-2023/3较门站价上浮比例		20%	11月-次年2月基准门站价上浮70%，3月上浮45%	70%
资源配置占比	55%	45%		

中石油2024-2025、2025-2026年管道气合同方案

气源类型	管制气	非管制气			非合同量 额外气量
		固定量	浮动量	调峰量	
非采暖季价格上浮比例 (2025年4月-2025年10月)	18.5%	70%	联动上海交易中心 现货价格（CLD）	基准门站价格基础上 上浮90%	线上化市场交易形成
资源配置占比	60%	33%	7%		
采暖季价格上浮比例 (2025年11月-2026年3月)	18.5%	70%	联动上海交易中心 现货价格（CLD）	基准门站价格基础上 上浮90%	
资源配置占比	55%	38%	7%		

2024-2025年管道气年度合同总体定价方案					
气源类型	管制气	合同量			非合同量 额外气量
		非管制气-固定量	非管制气-浮动量	调峰量	
区域		内陆	沿海		线上化市场交易形成
非采暖季价格上浮比例 (2024年4月-2024年10月)	18.5%	70%	80%	联动上海交易中心 现货价格（CLD）	
资源配置占比	65%	32%	3%	基准门站价格基础上 上浮100%	
采暖季价格上浮比例 (2024年11月-2025年3月)	18.5%	70%	80%	联动上海交易中心 现货价格（CLD）	
资源配置占比	55%	42%	3%	基准门站价格基础上 上浮100%	

【东吴大化工陈淑娴/周少玫团队】三桶油盈利预测&股息率&估值&涨跌幅

2025/12/10

陈淑娴, CFA 首席分析师 联系方式: 15000282495

周少玫, 石化化工分析师 联系方式: 18221783250

盈利预测&股息率&估值&涨跌幅 三桶油A/H	中石油		中石化		中海油			油价
	中石油A股	中石油H股	中石化A股	中石化H股	中海油A股	中海油H股 (扣税10%)	中海油H股 (扣税28%)	Brent油价
2026年预测归母净利润 (亿元CNY) 和油价 (美元/桶)	1721	1721	480	480	1447	1447	1447	60-70
				盈利预测				
				股息率				
2026E预测股利支付率 (%)	52%	52%	73%	73%	45%	45%	45%	
2026E预测总分红金额 (亿元CNY)	895	895	350	350	651	651	651	
总股本 (亿股)	1,830	1,830	1,211	1,211	475	475	475	
2026E预测每股分红 (CNY/股)	0.49	0.49	0.29	0.29	1.37	1.37	1.37	
股价 (CNY/HKD) 和油价 (美元/桶)	9.6	8.3	5.9	4.3	28.2	21.0	20.9	62.52
总市值 (亿元CNY/HKD)	17570	15172	7096	5255	13408	9991	9991	
税前-预测股息率 (%)	5.1%	6.5%	4.9%	7.3%	4.9%	7.2%	7.2%	
持有1年以上, 征收红利税, 扣税比例	0%	20%	0%	20%	0%	10%	10%+ (1-10%) *20%=28%	
税后-预测股息率 (%)	5.1%	5.2%	4.9%	5.9%	4.9%	6.5%	5.2%	
				估值				
PE-2026E	10.2	8.0	14.8	10.0	9.3	6.3	6.3	
PB-2026E	1.0	0.8	0.8	0.6	1.5	1.0	1.0	
EV/EBITDA-2026E	3.8	2.9	5.0	3.9	4.7	3.1	3.1	
				涨跌幅				
涨跌幅-近一天	-1.2%	-1.5%	-1.2%	-1.1%	0.0%	-0.2%	-0.2%	0.94%
涨跌幅-近一周	-4.0%	-6.3%	-2.0%	-4.6%	-1.9%	-3.8%	-3.8%	0.11%
涨跌幅-近两周	-2.0%	-4.6%	1.0%	-1.6%	0.2%	-1.0%	-1.0%	1.17%
涨跌幅-近三周	-2.7%	-6.2%	1.0%	-2.3%	-1.3%	-3.6%	-3.6%	-2.69%
涨跌幅-近一月	-1.1%	-2.6%	4.5%	1.2%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.76%
涨跌幅-2025年初至今	12.6%	47.1%	-9.2%	5.1%	0.4%	19.8%	19.8%	-5.15%
涨跌幅-2024年初至今	51.0%	85.7%	15.5%	21.2%	47.2%	86.6%	86.6%	0.10%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所。股价为2025年12月10日收盘价, 盈利预测为东吴证券研究所预测值

【东吴大化工陈淑娴团队】三桶油及海外油气公司估值&涨跌幅对比

2025/12/10

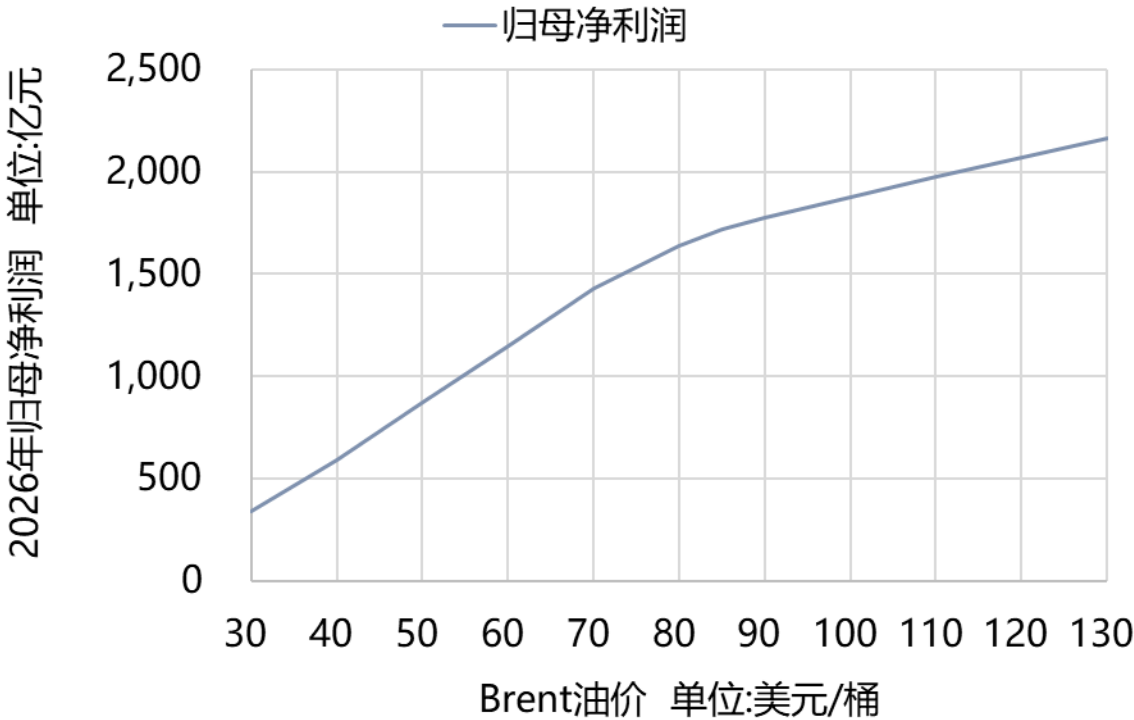
陈淑娴, CFA 15000282495/ 周少玫18221783250

代码	公司名称	货币	股价	市值 (亿)	归母净利润 (亿)				PE				PB			EV/EBITDA			涨跌幅 (%)				
					2024A	2025E	2026E	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	近一天	近一周
欧洲油气上下游一体化油气公司																							
BP.N	英国石油	USD	6.0	943	4	68	79	(37.9)	7.5	11.1	13.9	12.0	1.6	1.5	1.5	5.6	4.4	4.3	0.9	-1.3	-0.6	30.7	
SHEL.N	英国壳牌石油	USD	36.4	2,095	161	178	194	5.0	8.7	9.7	11.8	10.8	1.2	1.2	1.2	4.0	4.5	4.5	0.5	-1.5	-2.7	21.7	
TTE.N	法国道达尔	USD	65.7	1,491	158	160	168	7.3	7.0	8.5	9.3	8.9	1.3	1.2	1.2	3.7	4.7	4.7	0.2	0.0	5.5	28.0	
E.N	意大利埃尼	USD	18.8	618	29	54	60	4.2	7.0	10.7	11.5	10.2	1.1	1.1	1.1	5.1	4.5	4.4	0.4	0.1	3.1	48.0	
美国油气上下游一体化油气公司																							
XOM.N	埃克森美孚	USD	119.5	5,041	337	271	317	9.0	12.6	15.3	18.6	15.9	2.0	2.0	2.0	7.7	7.5	6.9	1.1	3.6	2.9	17.2	
CVX.N	雪佛龙	USD	151.4	3,049	177	161	201	8.6	11.5	15.1	18.9	15.1	1.8	1.8	1.8	7.1	7.9	6.7	2.0	0.8	-1.2	10.7	
美股纯上游油气公司																							
OXY.N	西方石油	USD	41.8	411	24	24	32	3.3	11.3	12.1	17.4	12.9	1.6	1.3	1.2	6.7	5.3	5.0	1.1	0.0	1.7	-11.9	
COP.N	康菲石油	USD	96.8	1,196	92	78	86	6.4	11.0	12.4	15.3	13.9	1.9	1.9	1.8	6.4	5.0	4.9	3.6	8.4	12.5	3.2	
DVN.N	戴文能源	USD	38.4	241	29	24	26	4.0	6.7	8.0	9.9	9.1	1.7	1.6	1.4	4.0	4.1	4.1	2.7	3.1	14.0	22.7	
EOG.N	EOG	USD	111.4	605	64	51	57	7.8	9.5	9.6	11.8	10.6	2.1	2.0	1.9	5.3	4.9	4.7	1.9	2.2	5.7	-4.4	
其他国家石油公司																							
2222.TD	沙特阿美	SAR	24.3	58,854	4046	3662	3790	9.7	12.9	14.6	15.9	15.3	4.0	3.8	3.7	8.0	7.3	7.0	-0.1	-0.3	-4.1	-8.1	
海外公司平均值																							
								6.5	9.8	11.6	14.0	12.3	1.9	1.8	1.7	5.8	5.6	5.3					
三桶油A+H																							
0857.HK	中国石油股份*	HKD	8.3	15,172	1647	1668	1721	9.2	8.6	8.4	8.3	8.0	0.9	0.9	0.8	2.5	3.0	2.9	-1.5	-6.3	-2.6	47.1	
601857.SH	中国石油*	CNY	9.6	17,570	1647	1668	1721	11.8	10.9	10.7	10.5	10.2	1.2	1.1	1.0	3.6	3.9	3.8	-1.2	-4.0	-1.1	12.6	
0386.HK	中国石油化工股份*	HKD	4.3	5,255	503	405	480	7.2	7.9	9.5	11.8	10.0	0.6	0.6	0.6	4.4	4.3	3.9	-1.1	-4.6	1.2	5.1	
600028.SH	中国石化*	CNY	5.9	7,096	503	405	480	10.7	11.7	14.1	17.5	14.8	0.9	0.9	0.8	5.7	5.5	5.0	-1.2	-2.0	4.5	-9.2	
0883.HK	中国海洋石油*	HKD	21.0	9,991	1379	1412	1447	6.4	7.3	6.6	6.4	6.3	1.2	1.1	1.0	2.8	3.2	3.1	-0.2	-3.8	-0.8	19.8	
600938.SH	中国海油*	CNY	28.2	13,408	1379	1412	1447	9.5	10.8	9.7	9.5	9.3	1.8	1.6	1.5	4.7	4.9	4.7	0.0	-1.9	-0.8	0.4	

资料来源: Wind, Bloomberg。股价为2025年12月10日收盘价, 东吴证券研究所, 注: 标*为我们自行预测, 其余公司为2025年12月10日的Wind一致预期、Bloomberg一致预期

中国海油：继续增储上产和降本增效，承诺2025-2027年不低于45%的分红率

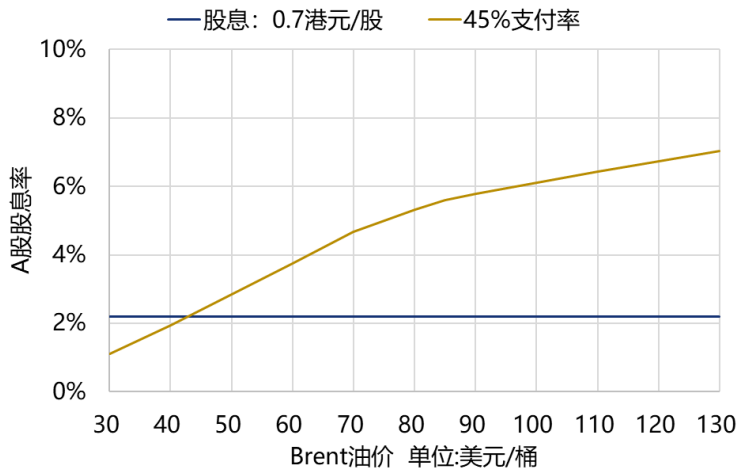
2026年中海油归母净利润对油价敏感性分析（亿元，美元/桶）



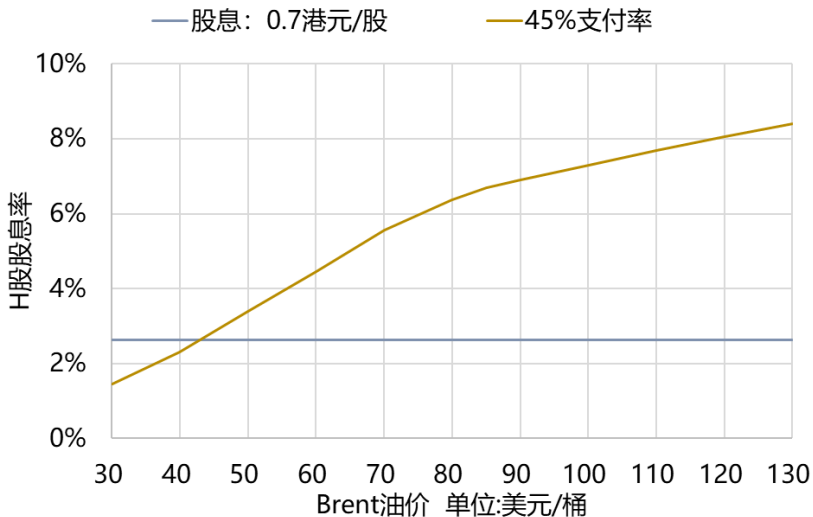
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

中国海油：继续增储上产和降本增效，承诺2025-2027年不低于45%的分红率

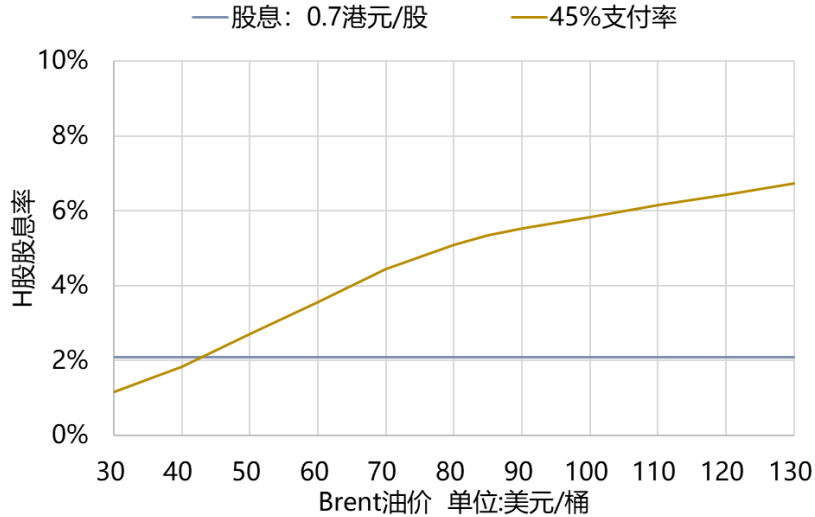
2026年中海油A股股息率对油价敏感性分析（%，美元/桶）



2026年中海油H股股息率（扣税10%）对油价敏感性分析（%，美元/桶）



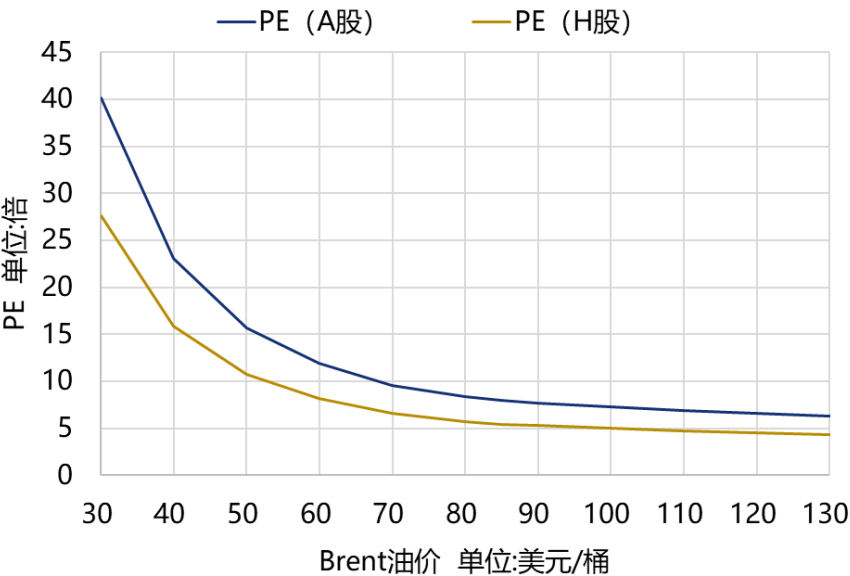
2026年中海油H股股息率（扣税28%）对油价敏感性分析（%，美元/桶）



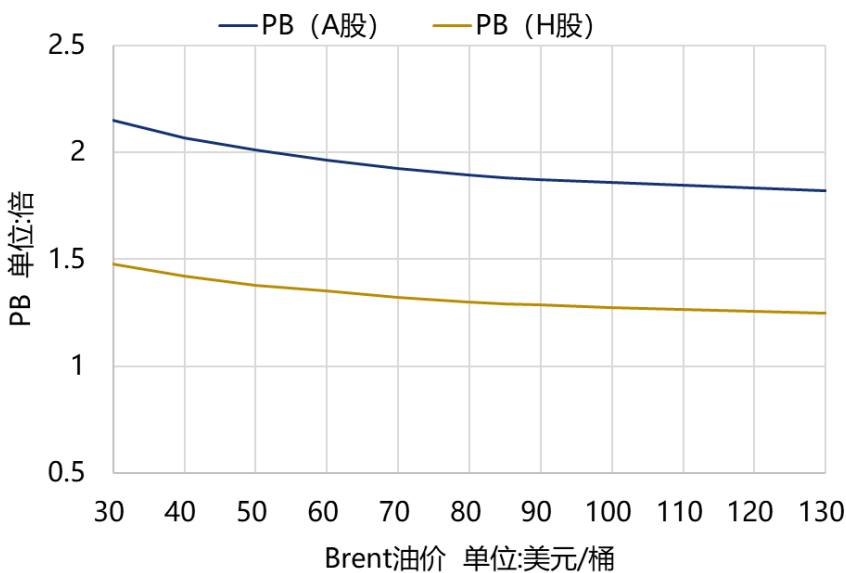
数据来源：Wind，东吴证券研究所。注：截至2025年12月8日收盘价，港元兑人民币汇率为2025年12月8日的0.91

中国海油：继续增储上产和降本增效，承诺2025-2027年不低于45%的分红率

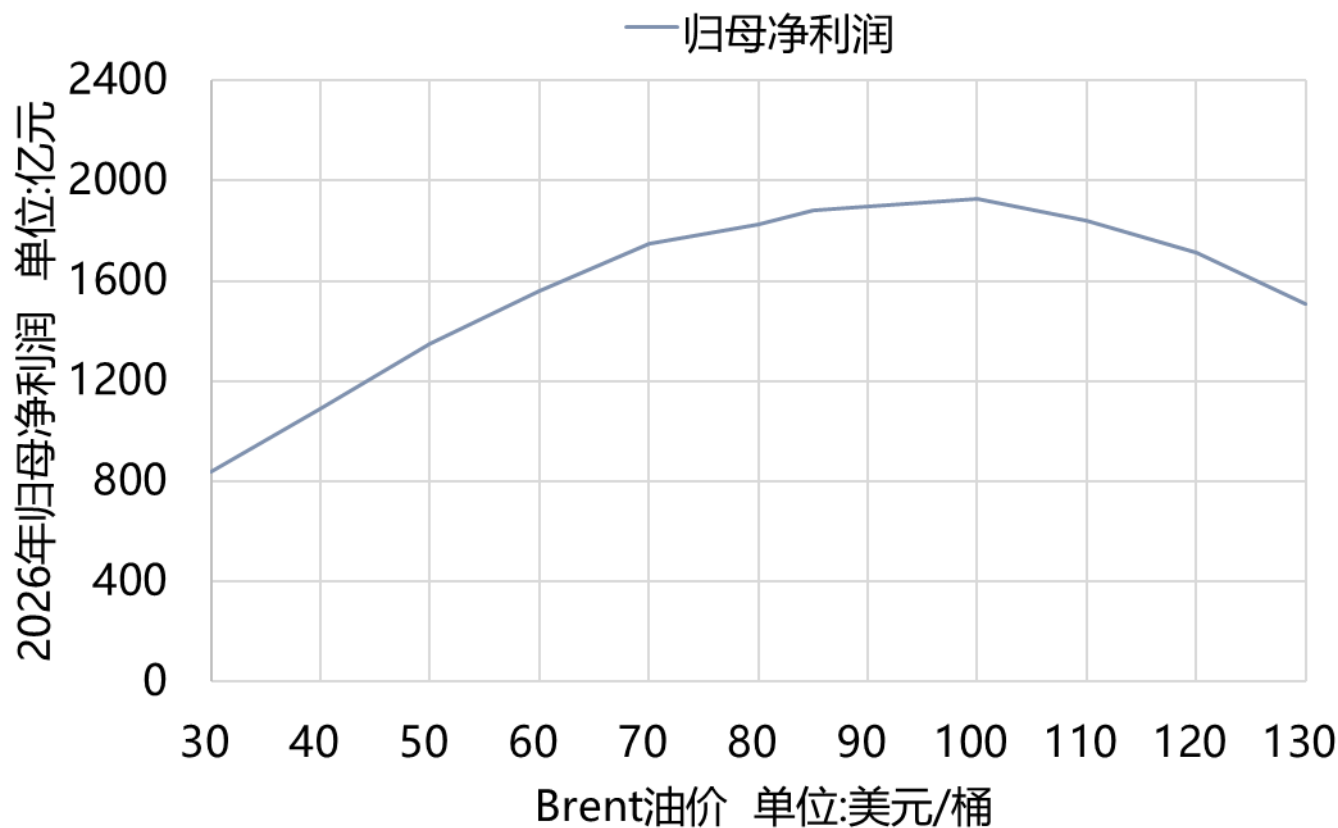
2026年中海油PE对油价敏感性分析（倍，美元/桶）



2026年中海油PB对油价敏感性分析（倍，美元/桶）

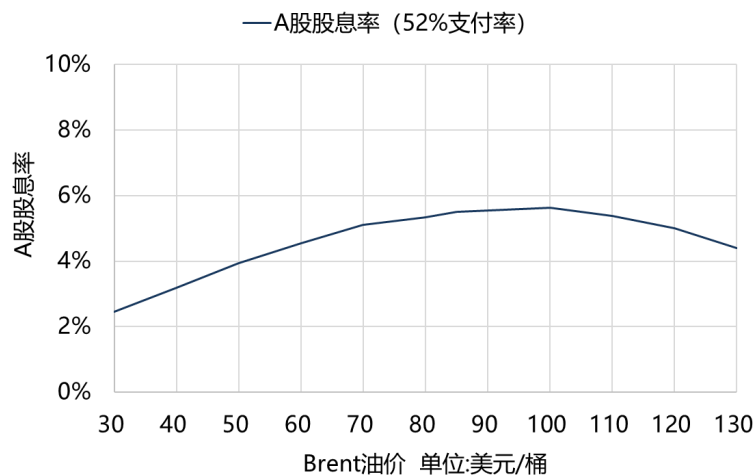


2026年中石油归母净利润对油价敏感性分析（亿元，美元/桶）

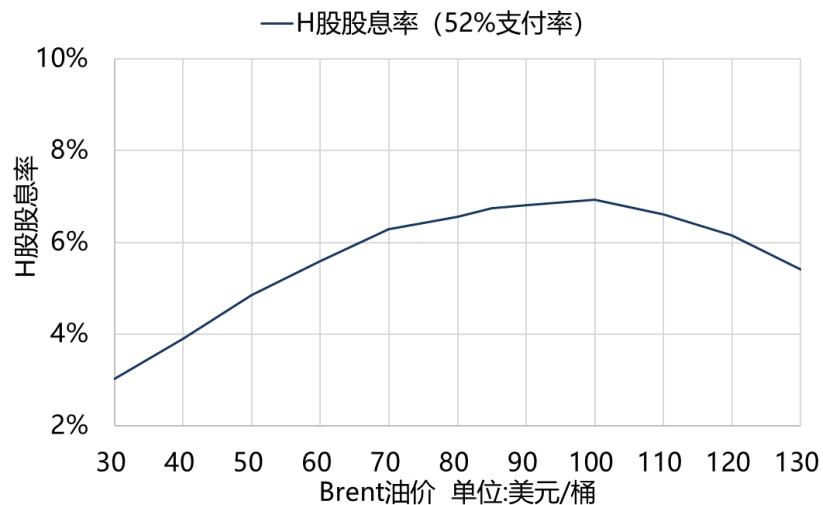


资料来源：Wind，东吴证券研究所

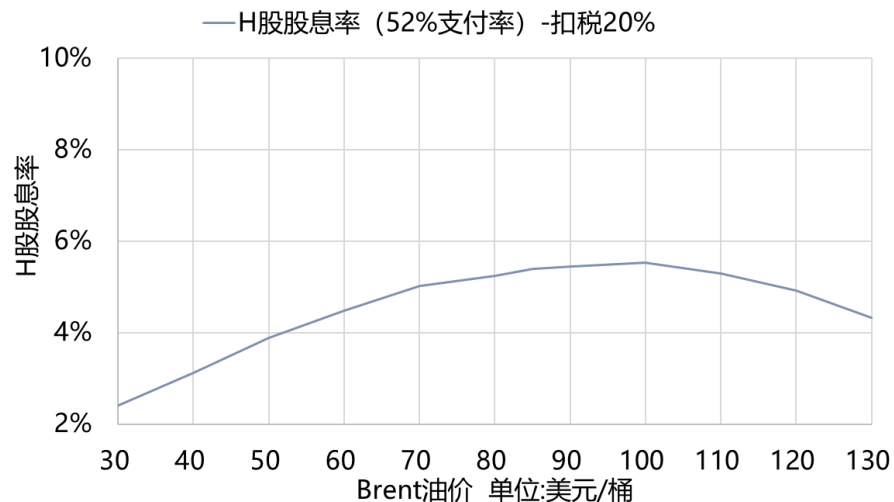
2026年中石油A股股息率对油价敏感性分析（%，美元/桶）



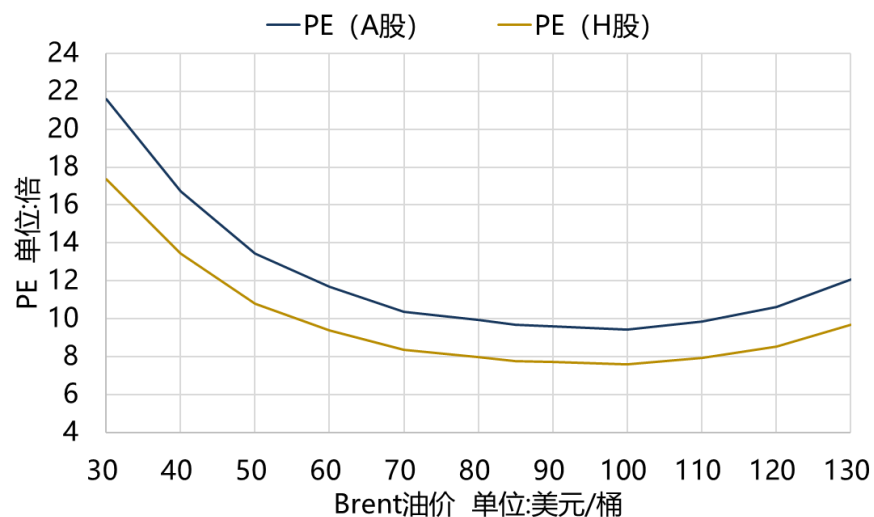
2026年中石油H股股息率（不扣税）对油价敏感性分析（%，美元/桶）



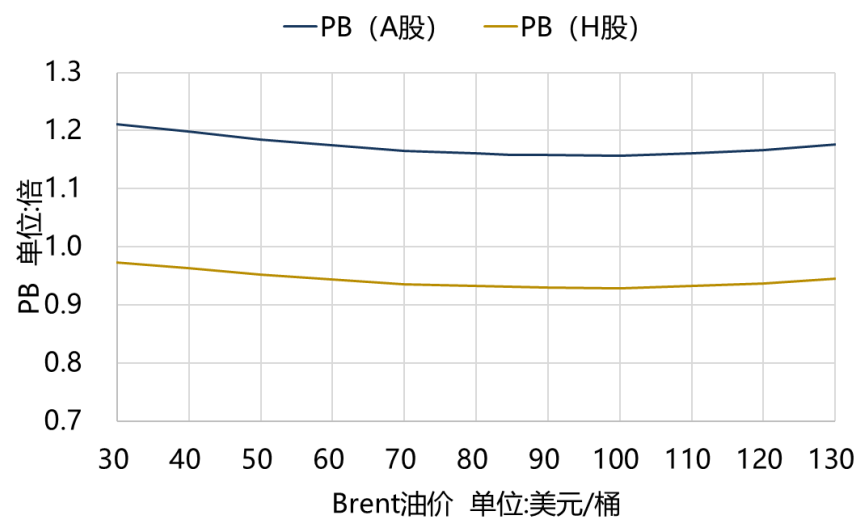
2026年中石油H股股息率（扣税20%）对油价敏感性分析（%，美元/桶）



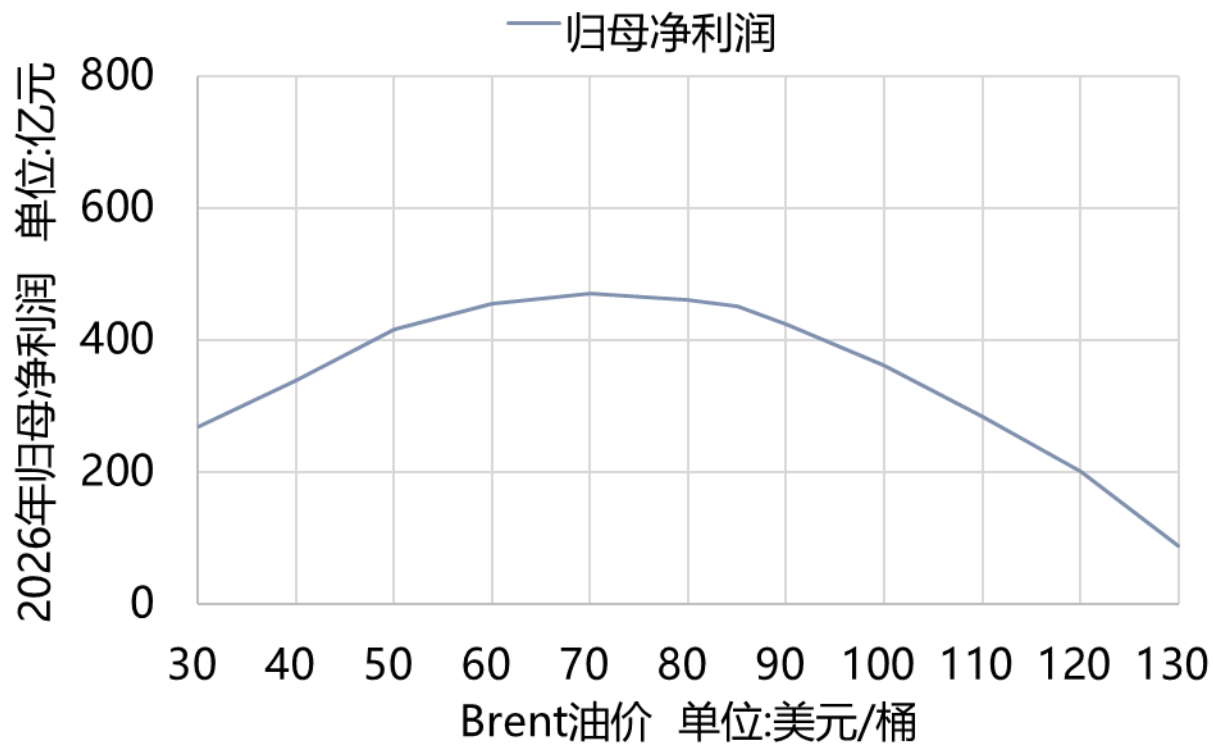
2026年中石油PE对油价敏感性分析（倍，美元/桶）



2026年中石油PB对油价敏感性分析（倍，美元/桶）

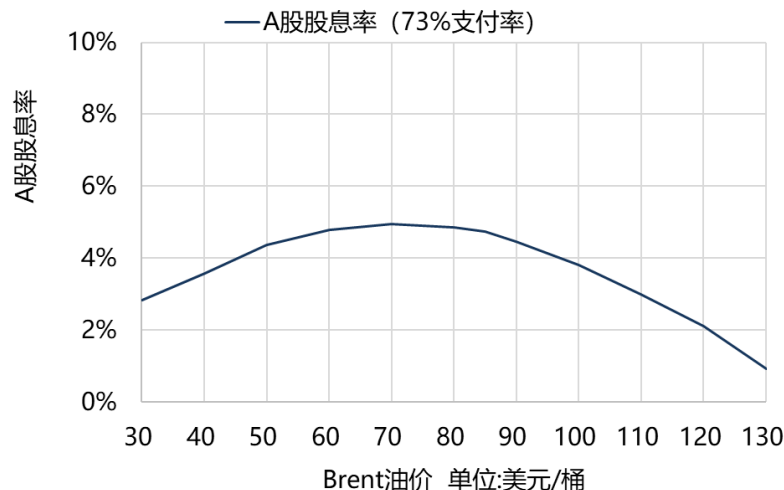


2026年中石化归母净利润对油价敏感性分析（亿元，美元/桶）

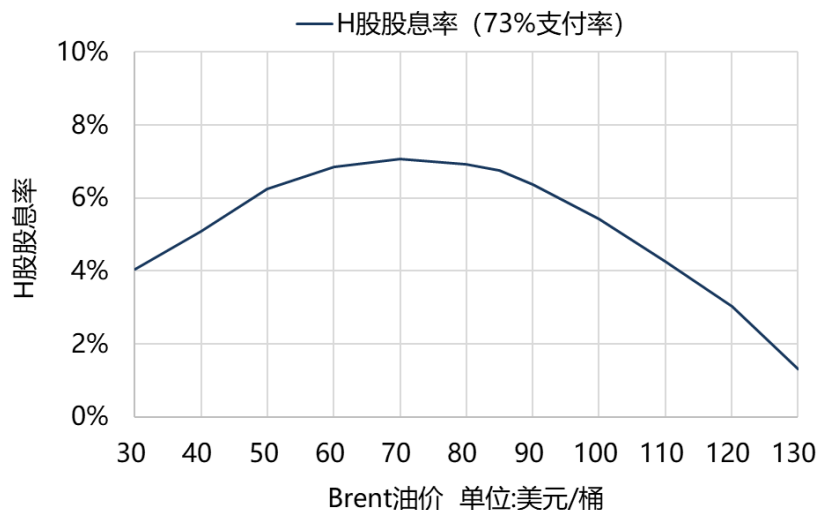


资料来源：Wind，东吴证券研究所

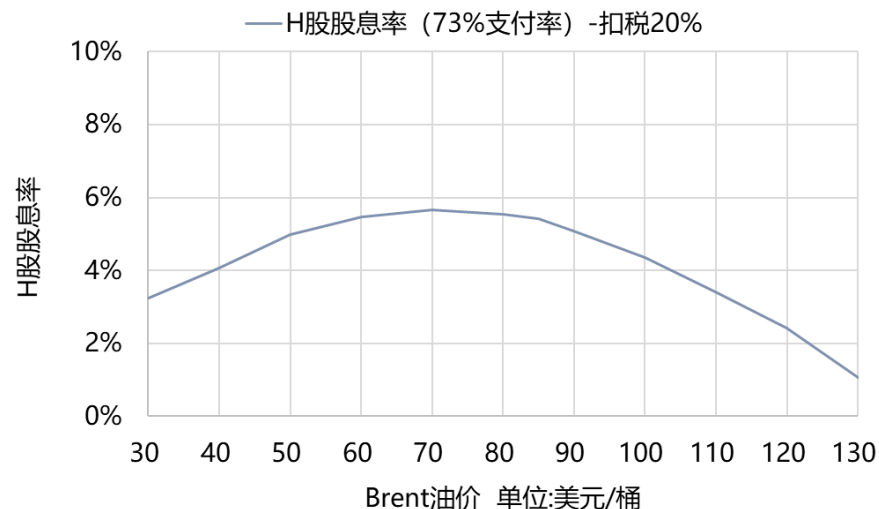
2026年中石化A股股息率对油价敏感性分析（%，美元/桶）



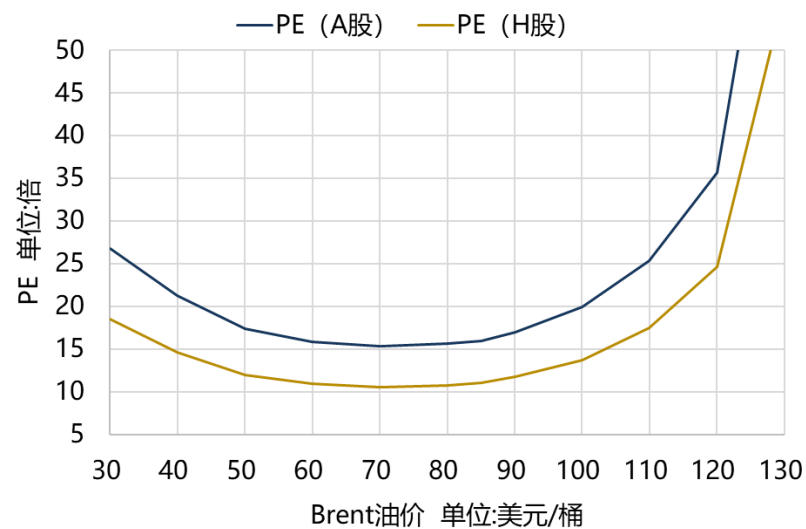
2026年中石化H股股息率（不扣税）对油价敏感性分析（%，美元/桶）



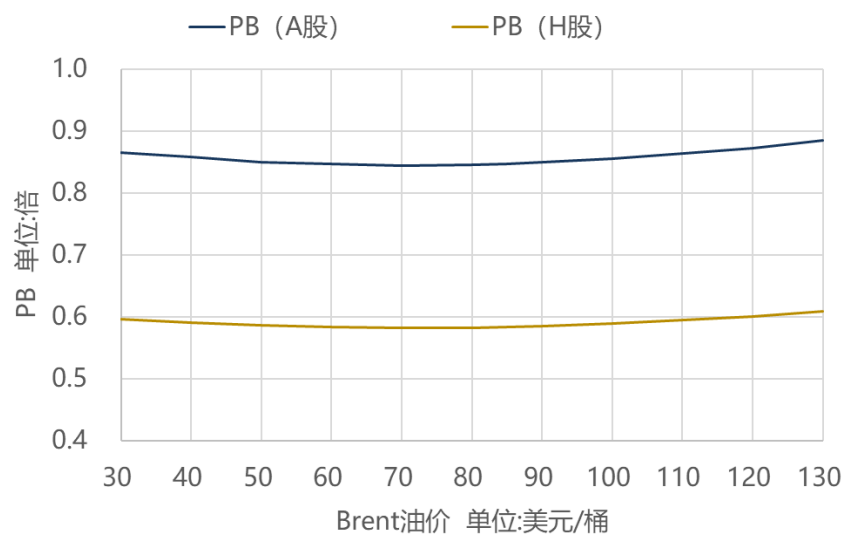
2026年中石化H股股息率（扣税20%）对油价敏感性分析（%，美元/桶）



2026年中石化PE对油价敏感性分析（倍，美元/桶）

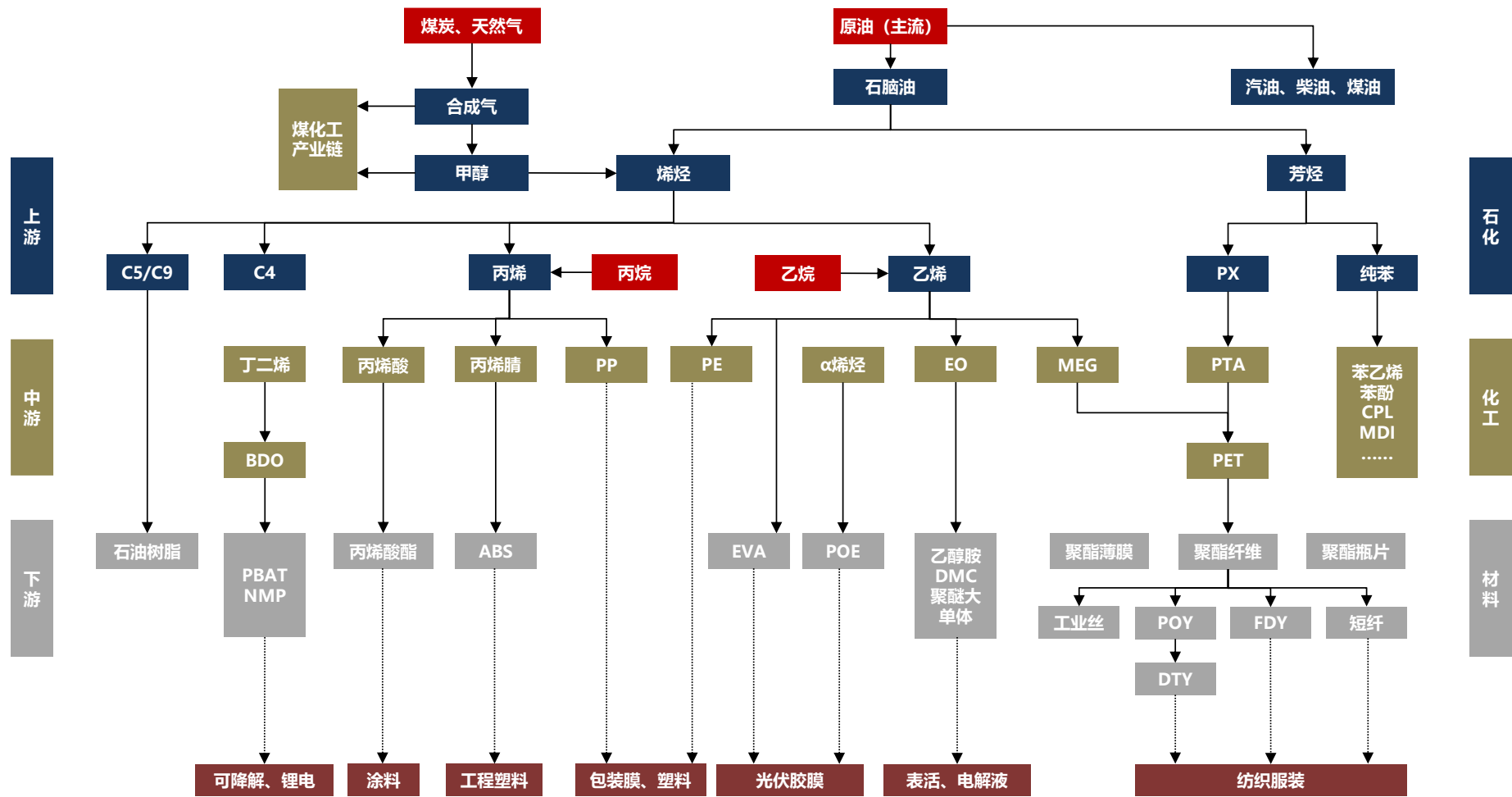


2026年中石化PB对油价敏感性分析（倍，美元/桶）



1.3 大炼化：关注国内PTA、长丝反内卷

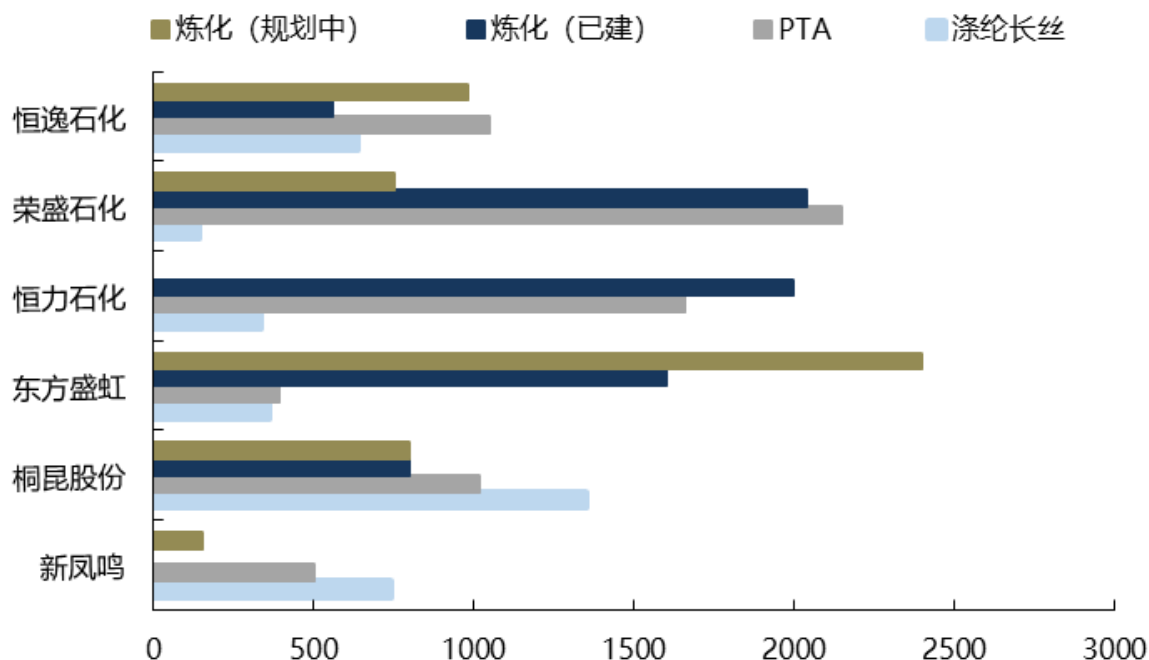
石化产业链概览



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

- 大炼化涉及从炼油到化纤的上下游全产业链，主要包括6大民营炼化、PTA、长丝龙头企业：恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份和新凤鸣。

2024年六大民营石化企业炼化和聚酯产能情况（万吨/年）



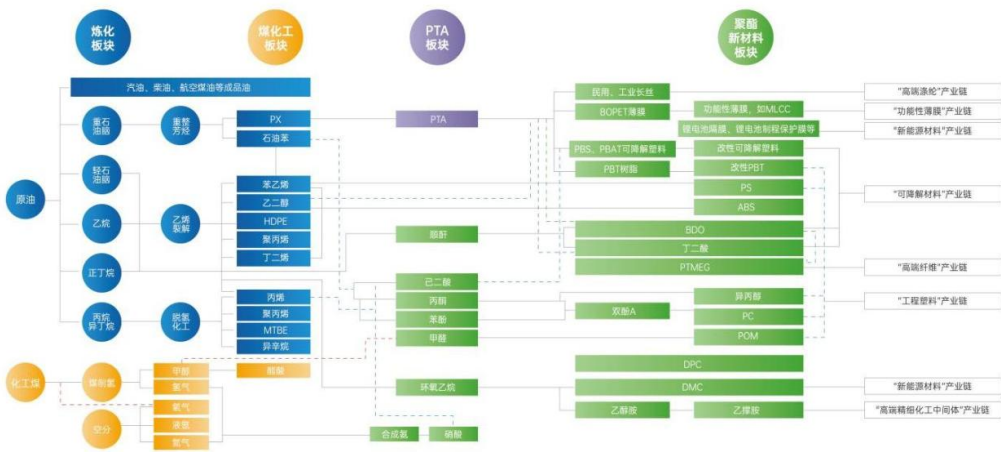
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

国内PTA装置动态梳理表

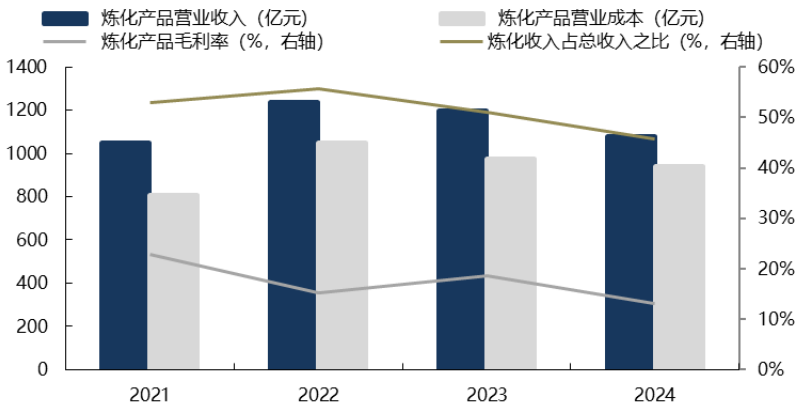
国内PTA装置动态变化					
11月20日，宁波逸盛220万吨/年PTA装置停车检修，预计检修5周。					
11月10日，福海创450万吨/年PTA装置降负运行。					
11月06日，英力士110万吨/年PTA装置停车检修，重启时间待定。					
11月06日，逸盛大连375万吨/年装置于前期降负运行，目前恢复中。					
11月05日，新凤鸣250万吨万吨/年PTA装置停车检修，重启时间待定。					
国内PTA装置运行情况（2025.12.9）					
国内PTA有效产能9250万吨/年，稳定运行产能6840万吨/年，另有1068.5万吨/年装置长停中。					
地区	企业	产能（万吨/年）	生产技术	装置情况	备注
辽宁	逸盛大连	225		停车检修	2025年4月26日开始检修，6月5日重启；8月8日开始检修
		375		稳定运行	2025年3月16日附近开始检修，4月21日重启
		65		装置长停中	
浙江	宁波逸盛	200		停车	2025年1月24日开始停车
		220		停车	2025年11月20日停车检修
		360	自主研发	稳定运行	装置于2024年12月30日-2025年1月27日停车
浙江	逸盛新材料	360	自主研发	稳定运行	
海南	逸盛海南	210		停车检修	2025年8月15日开始检修
		250	自主研发	稳定运行	2025年2月14日-2025年3月7日装置检修
		220		稳定运行	2025年10月9日开始检修，10月23日附近重启
辽宁	恒力大连	220		稳定运行	
		220		稳定运行	
		250	英威达P8	稳定运行	2025年3月1日按计划检修，3月16日附近重启
广东	恒力惠州	250	英威达P8	稳定运行	
		250	英威达P8+	稳定运行	2025年2月15日开始检修，3月3日附近重启；8月21日停车检修，8月29日附近重启
		250	英威达P8+	稳定运行	2025年4月28日开始检修，5月12日附近重启；8月21日停车检修，9月7日附近重启
福建	福海创	165		装置长停中	
		450		降负运行	2025年6月18日开始降负至停车，9月20日附近重启；目前降负运行
		60		装置长停中	
广东	珠海英力士	110		停车检修	2024年12月2日停车；2025年1月6日恢复平稳运行；11月6日停车检修，重启时间待定
		125		稳定运行	2025年1月12日-2月10日停车
		150		稳定运行	2025年6月8日开始检修，6月16日升温重启
浙江	桐昆嘉兴石化	220	英威达P8	稳定运行	装置8月1日开始检修，8月12日重启运行；8月16日附近停车检修一周，目前稳定运行
江苏	高通能源	300	英威达P8+	稳定运行	
		300	英威达P8+	稳定运行	2025年4月25日停车检修，5月8日重启
		120		停车检修	2025年5月21日开始检修，6月2日附近重启
江苏	三房巷	120		停车检修	
		160		稳定运行	2025年8月28日开始检修
		160		稳定运行	2025年8月初已基本稳定出料
浙江	宁波台化	120	自主研发	停车检修	2025年8月25日附近投产，目前稳定运行
		150	自主研发	稳定运行	
		35		装置长停中	2025年6月10日开始检修，2025年8月5日升温重启；8月8日稳定运行，9月5日开始停车
江苏	中石化	65		停车检修	装置于2025年5月5日停车检修，5月29日重启运行；8月10日停车检修，9月2日升温重启
		300		稳定运行	
		90		装置长停中	2025年3月3日-3月18日检修，目前稳定运行
重庆	重庆道威石化	70		装置长停中	
江苏	华翔	220		停车	
		150		装置长停中	2025年1月6日停车，暂无重启计划
江苏	盛虹	250	英威达	稳定运行	2025年5月7日开始检修，5月22日重启运行；11月17日开始停车
		250	英威达P8	稳定运行	8月7日逐步投产，目前已稳定运行
		100		停车检修	2025年4月13日停车检修，5月24日重启运行；10月8日开始检修
四川	四川能投	250	BP	停车检修	2025年11月5日开始检修，重启时间待定
		250	BP	稳定运行	2025年8月26日开始检修，9月7日重启运行
		300		稳定运行	2025年5月29日附近停车检修，6月8日重启运行
浙江	新凤鸣	300		稳定运行	2025年10月27日附近顺利投产
新疆	中泰石化	120		稳定运行	装置于4月初暂不出料，5月20日重启稳定运行；9月18日开始降负至停车，10月30日开始升温
福建	福建百家	250	英威达P8	稳定运行	2025年4月5日按计划检修，4月20日重启
山东	富海	250	BP	稳定运行	2025年6月28日停车检修，8月11日重启运行
上海	上海远东石化	70		装置长停中	
江苏	扬子石化	35		装置长停中	
		65		装置长停中	
		40		装置长停中	
上海	上海石化	40		装置长停中	
天津	天津石化	32		装置长停中	
河南	洛阳石化	32.5		装置长停中	
新疆	乌鲁木齐石化	9		装置长停中	
辽宁	中石油	27		装置长停中	
		53		装置长停中	
		70		装置长停中	
浙江	宁波利万聚酯	70		装置长停中	

- **炼化龙头企业，规模+工艺+配套的综合运营优势。**据公司2025年半年报，公司具备2000万吨原油和500万吨原煤加工能力，主要年产520万吨PX、180万吨纤维级乙二醇、180万吨纯苯、85万吨聚丙烯、72万吨苯乙烯、40万吨高密度聚乙烯、85万吨醋酸、14万吨丁二烯、72万吨甲醇等国内紧缺、高附加值的高端化工产品及少量的柴油、航空煤油等。
- **以“油煤化融合”为核心构筑全产业链，聚焦炼化、PTA、聚酯及高端化工品。**公司是国内最早、最快实施聚酯新材料全产业链战略发展的行业领军企业，积极推动各大业务板块的协同均衡发展，致力于打造从“原油—芳烃、烯烃—PTA、乙二醇—聚酯—民用丝、工业丝、薄膜、塑料”世界级全产业链一体化协同的上市平台发展模式。
- **新材料持续投放，助推公司业绩增长及结构完善。**截至2025Q3，公司在建工程余额约337亿元，较2024年底减少约47亿元。从半年报来看，年产160万吨高性能树脂及新材料项目、年产功能性聚酯薄膜、功能性塑料80万吨项目均已实现部分转固，未来72.7万吨/年功能性聚酯薄膜、19.4亿平/年锂电池隔膜产能也将逐步建设投产。
- **风险提示：**原油价格大幅波动；下游需求恢复不及预期；在建产能建设进度不及预期等。

恒力石化一体化产业链布局



公司炼化产品收入及毛利率



- **一滴油到世间万物，逐渐成为全产业链布局的龙头企业。** 公司是国内炼化全产业链龙头企业，主要从事各类油品、化工品、聚酯产品的研发、生产和销售。根据2025年半年报，公司主导的浙石化炼化一体化项目，具备年加工4000万吨原油、880万吨对二甲苯（PX）及420万吨乙烯的能力，炼化一体化率全球领先。
- **内外协同整合炼化资源。** 国内舟山绿色石化基地-宁波石化基地互联互通可实现宁波、舟山两大基地的协同发展，浙石化项目建设有能满足两期项目原油的保供的配套设施。与沙特阿美合资开发SASREF炼厂二期，双方旨在构建两国四基地双循环。根据2025年半年报，马目原油库和鱼山岛原油库总库容达到460万方，为国内炼化配套最大规模库容。
- **在建项目顺利投产，产业布局加快推进。** 2024年，浙石化年产1000吨 α -烯烃中试装置投产，为POE全产业链贯通奠定基础；10万吨稀土顺丁橡胶装置试生产成功，标志着公司在绿色轮胎材料领域迈出重要一步；38万吨/年聚醚装置产出合格产品，150万吨多功能聚酯切片项目顺利投产，金塘新材料等项目有序推进。
- **风险提示：** 市场竞争加剧；项目建设进度不及预期；产品价格波动；原材料价格波动；下游需求复苏不及预期等风险。

“一滴油到世间万物”产业布局

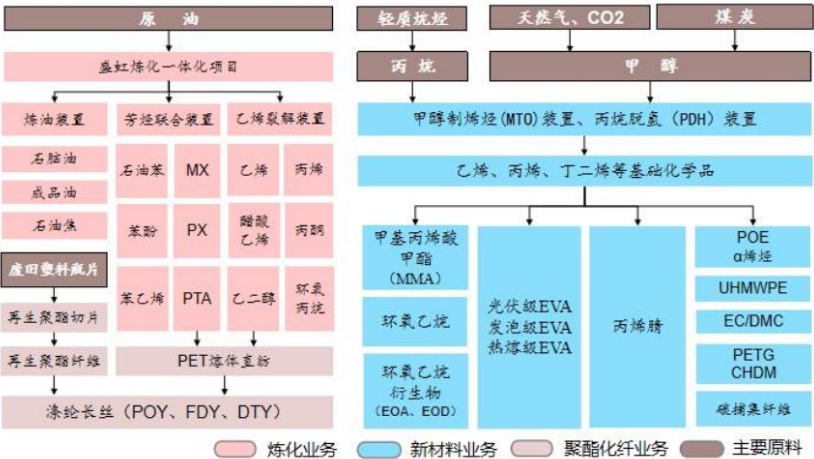


两国四基地构想

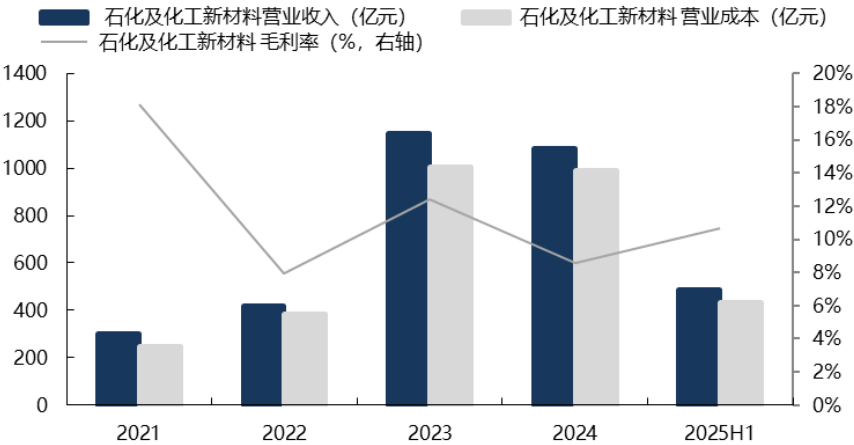


- **不断拓宽产品矩阵。**深耕石化与新能源新材料双赛道，基地布局连云港徐圩新区等核心区域，加工进口原油具有海运优势。根据2025年半年报，公司拥有1600万吨/年炼化、240万吨/年MTO、360万吨/年涤纶长丝产能，核心产品覆盖乙烯、EVA、差别化DTY等。
- **持续巩固“1+N”产业布局，推动产品高端化发展。**公司1600万吨/年盛虹炼化一体化项目是公司“1+N”战略产业布局的核心原料供应平台，项目拥有目前国内单体规模最大的常减压装置，加工能力1600万吨/年。截至2025H1，公司主要石油炼化产品包括110万吨/年乙烯，280万吨/年对二甲苯，190万吨/年乙二醇，30万吨/年醋酸乙烯，40万吨/年苯酚，25万吨/年丙酮，45万吨/年苯乙烯，20万吨/年环氧丙烷，11.5万吨/年聚醚多元醇等。
- **依托三头并举的化工原料供应平台，深耕一体化发展。**2025年10万吨/年POE工业化装置按计划推进，持续突破高端材料产能。2026年后依托连云港基地，深化新能源新材料布局，推动炼化与化纤业务协同升级。
- **风险提示：**产能投放不及预期；产品价格波动风险；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

“1+N”发展战略规划下的产业链矩阵图

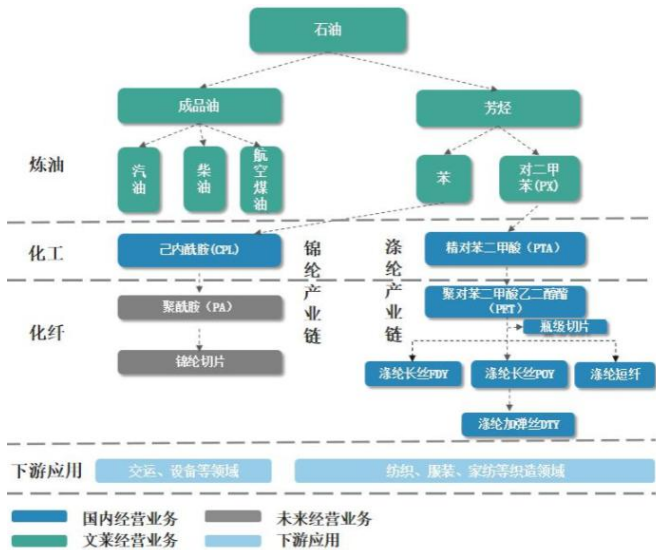


公司炼化业务营收情况



- **聚焦全产业链协同，以境内外基地联动构筑稳固布局。**布局大连、宁波、海南及海外文莱基地，核心依托文莱炼化项目一期，产品主要为成品油、化工品并销往东南亚及澳洲；国内搭配广西钦州配套项目，形成“炼油-化工-化纤”垂直整合链条，截至2025H1，公司拥有2150万吨/年参控股PTA产能，衔接上下游生产。
- **全产业链一体化与海内外市场适配性形成双重核心优势。**依托“一滴油、两根丝”战略，实现原油加工至化纤产品全链条价值创造，成本管控能力突出；作为民营大炼化中唯一海外炼厂规模化运营企业，文莱基地精准对接东南亚成品油缺口市场，叠加清洁生产与数字化管理技术，区域竞争优势显著。
- **2025年核心项目有序推进，后续扩产规划清晰。**2025年10月底，广西钦州120万吨己内酰胺-聚酰胺项目一期已顺利进入试生产阶段；文莱炼化项目一期满负荷运行，二期项目稳步推进，持续关注文莱二期炼化审批和建设进度。
- **风险提示：**原油价格大幅波动的风险；市场竞争加剧；产品价格波动；项目建设进度不及预期。

“炼油-化工-化纤”一体化布局

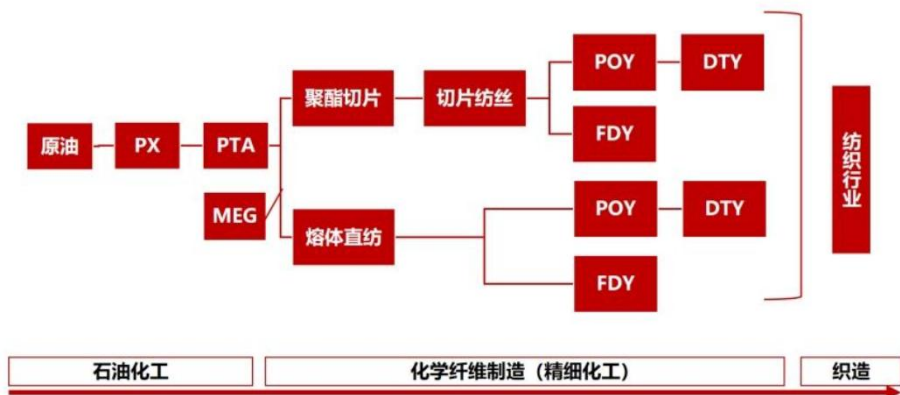


2025H1公司主要产品产能情况

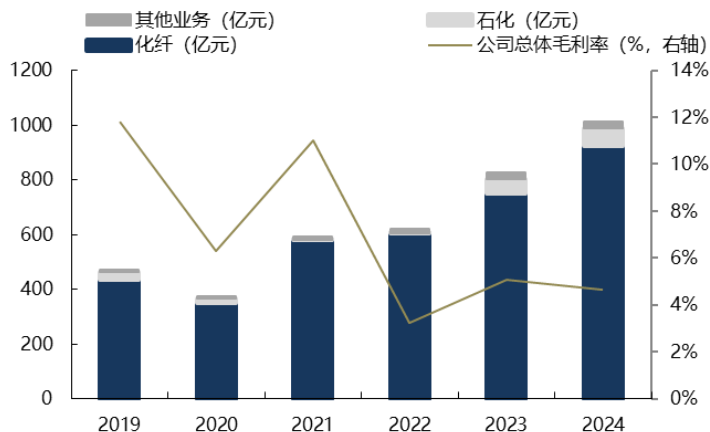
分类	产品	参控股产能 (万吨/年)
成品油	汽油、柴油、航空煤油等	500
化工品	PX、苯等化工品	265
	PTA	2150
	PIA	30
	CPL	40
聚酯产品	涤纶长丝 (含聚酯切片)	677
	涤纶短纤	118
	聚酯瓶片 (含RPET)	530

- **公司持续巩固涤纶长丝龙头地位，加强产业链上游原材料配套。** 聚酯纤维领域领军企业，基地遍布浙江、江苏等地，并向上游延伸参股投资浙石化20%股权，形成炼化-PTA、MEG-聚酯-纺丝-加弹-纺织全产业链布局。2025年公司半年报中表明，公司现有PTA产能1020万吨，已实现PTA原材料自给自足。
- **以参股+海外布局的模式切入炼化领域，搭建双核心炼化支撑体系。** 公司拥有1000万吨原油加工权益量，通过持有浙石化20%股权，依托浙石化位于舟山的4000万吨/年炼化一体化基地获取PX等原料；同时间接控股80%的印尼泰昆石化，推进1000万吨/年炼油项目，规划产出200万吨PX、120万吨乙烯等产品，形成海内外协同的炼化布局。
- **战略聚焦煤头产业链，布局绿色差别化纤维项目。** 2025上半年，公司在吐鲁番地区获取优质煤矿资源。该煤矿储量达5亿吨，初期规划开采能力为每年500万吨。中昆煤气头项目建设正在建设中，公司计划2026年底至2027年一季度实现投产。此外公司拟投资建设年产120万吨绿色差别化纤维项目，投资总额达56亿元。项目分为两期建设，其中第一期建设2套合计年产60万吨聚酯长丝生产装置及加弹车间，二期将结合供需和市场状况稳步推进。
- **风险提示：** 供给过剩风险；能源价格波动风险；贸易关税风险。

公司上下游产业链图

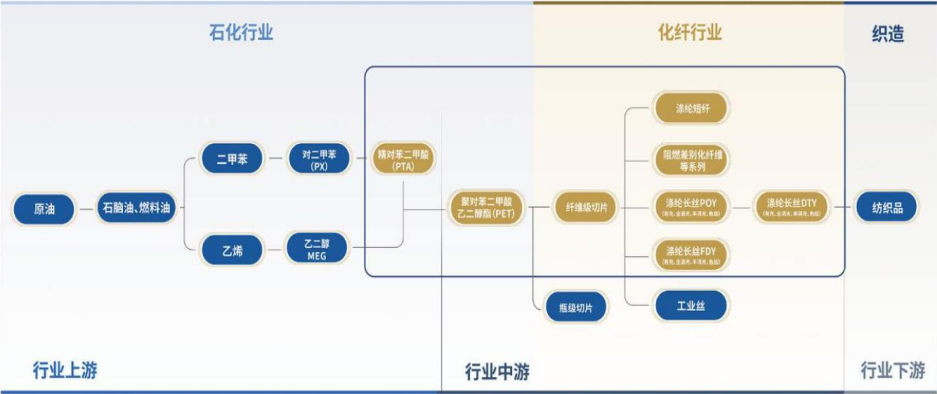


公司各项业务营业收入及毛利率



- **围绕“一根丝”做好横纵一体化高质量发展。**作为国内民用涤纶长丝产量前二的企业，公司已形成“PTA-聚酯-纺丝-加弹”产业链一体化和规模化的经营格局，四大基地辐射桐乡、湖州、平湖、徐州。根据2025年半年报，公司拥有845万吨/年涤纶长丝、120万吨/年涤纶短纤、770万吨/年PTA产能，产品涵盖1000余个规格的中高端聚酯纤维及短纤。
- **技术创新与规模化生产双轮驱动，一体化布局持续深化。**大容量熔体直纺技术领先，科研平台密集且专利储备丰厚，跨区域基地协同提升抗风险能力。
- **PTA扩产项目持续推进。**根据新凤鸣2025年半年报，公司PTA产能达到770万吨/年。公司预计到2025年年底，PTA产能将突破1000万吨/年，公司独山能源PTA基地也将成为规模性的PTA-聚酯一体化基地。PX方面，关注公司与桐昆股份的印尼炼化一体化项目。
- **风险提示：**下游市场需求不足；产品价格下跌；新项目投产不及预期。

公司聚酯纤维上下游产业链图



公司主要产品产能

主要产品	2019	2020	2021	2022	2023	2024
涤纶长丝 (万吨/年)	430	500	600	630	740	845
涤纶短纤 (万吨/年)	-	-	60	90	120	120
PTA (万吨/年)	220	500	500	500	500	770

二、基础化工

2.1 聚氨酯：新增产能有限，万华主导扩产节奏

- 全球MDI行业寡头垄断，仅有8家厂商具备MDI的生产能力，2024年CR5=90%，未来2-3年行业新增产能主要来自万华。万华化学是全球最大的MDI供应商，全球市占率从2020年的22%提升至2024年的32%。

全球MDI产能格局（截至2025年底）

区域	MDI产能合计（万吨/年）	产能占比	生产商	所在地	MDI产能（万吨/年）	在建产能（万吨/年）	装置情况
欧洲	266	24%	万华化学	匈牙利	40		装置恢复正常运行
			科思创	德国	20		装置低负运行
			科思创	德国	40		装置低负运行
			科思创	西班牙	17		装置低负运行
			巴斯夫	比利时安特卫普	65		装置低负运行
			亨斯迈	荷兰	47		两条MDI生产线中较大的一条受到影响已停车， 预计将于2025年12月中旬恢复生产
			陶氏	德国	19		装置低负运行
			陶氏	葡萄牙	18		装置正常运行
美洲	157	14%	科思创	美国	33		装置低负运行
			巴斯夫	路易斯安那Geismar	40	20	装置恢复正常运行
			亨斯迈	路易斯安那Geismar	50		装置恢复正常运行
			陶氏	美国	34		装置正常运行
中国	519	47%	万华化学	宁波	150		二期100万吨自2025年11月15日开始检修，预计 检修55天
			万华化学	烟台	110		装置正常运行
			万华化学	福建	80	70	装置正常运行
			亨斯迈	上海	35	3.5	装置正常运行
			巴斯夫	上海	24	16	装置正常运行
			科思创	上海	60		装置正常运行
			巴斯夫	重庆	53		计划2025年12月中旬开始检修，2026年1月重启
			东曹NPU	温州瑞安	7		装置恢复正常运行
亚洲其他	157	14%	科思创	日本	7		装置正常运行
			巴斯夫	韩国丽水	25		装置恢复正常运行
			陶氏	沙特	40		装置正常运行
			东曹NPU	日本	40		装置降负运行
			锦湖三井	韩国锦湖	41		装置正常运行
			KAROON	伊朗	4		装置正常运行
合计产能					1099	109.5	
当前运行产能					946		

- 1) 短期来看：2025年7月16日，科思创宣布其TDA/TDI、聚醚多元醇产品遭遇不可抗力，影响TDI产能30万吨/年。
- 2) 长期来看：海外TDI产能陆续关停，新增产能来自国内。海外产能变动方面，2023年初，巴斯夫关闭德国路德维希港基地的TDI及其前体装置（产能30万吨/年）；2023年，日本东曹停止日本Nanyo的TDI生产（产能2.5万吨/年）；2024年10月，阿根廷Petroquímica Río Tercero公司停止其位于阿根廷科尔多瓦的TDI生产（产能2.8万吨/年），阿根廷公司对外公布的关停理由是：亚洲TDI产能持续扩张，导致产品价格下滑，压缩产品利润；2025年5月，三井化学位于日本大牟田TDI装置计划停车检修，检修周期为期两个月。此次检修完成后，该工厂TDI产能将按此前公布的调整计划，从12万吨/年永久性缩减至5万吨/年。新增产能方面，截至2025年8月，万华福建TDI二期33万吨/年装置已建成投产，TDI总产能达到144万吨/年；华鲁恒升规划30万吨/年TDI产能。

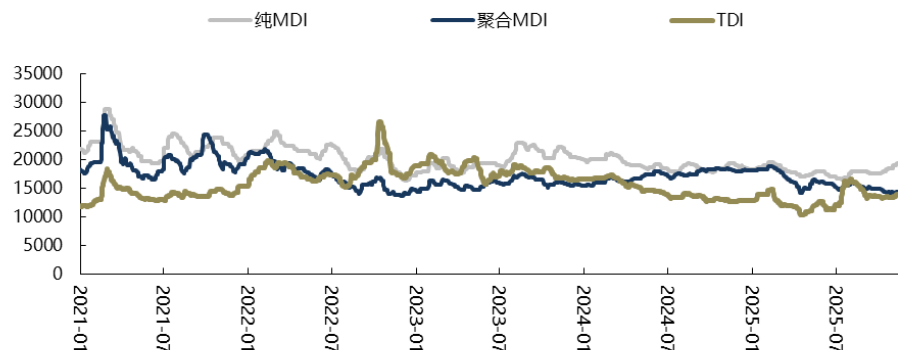
全球TDI产能格局（截至2025年底）

区域	产能合计（万吨/年）	产能占比	生产商	所在地	产能（万吨/年）	在建产能（万吨/年）	装置情况
欧洲	55	16%	科思创	德国Dormagen	30		2025年7月16日宣布装置遭遇不可抗力，影响时间或将在6个月以上
美洲	16	5%	万华	匈牙利Kazincbarcika	25		装置平稳运行
			巴斯夫	路易斯安那Geismar	16		装置平稳运行
中国	197	58%	沧州大化	河北	16		装置平稳运行
			甘肃银光	甘肃	15		装置平稳运行
			巴斯夫	上海	16		装置临时停车，具体复工时间待跟踪
			科思创	上海	31		装置平稳运行
			万华福建	福建	69		装置平稳运行
			万华烟台	烟台	30		装置平稳运行
			万华巨力	新疆	20		装置平稳运行
			华鲁恒升	湖北	-	30	新增产能预计于2027-2028年投产
			亚洲其他	71.7	21%	GNFC	印度Bharuch
巴斯夫	韩国丽水	16					装置平稳运行
OCI	韩国Kunsan	5					装置平稳运行
韩华	韩国Yosu	15					2025年11月3日开始检修，预计12月重启
三井(MCNS)	日本Omura	5					装置平稳运行，重启产能缩减至5万吨
Karoon	伊朗Bandarlima	4					装置平稳运行
Bandarlima	沙特阿拉伯	20					装置平稳运行
合计产能					340	30	
当前运行产能					279		

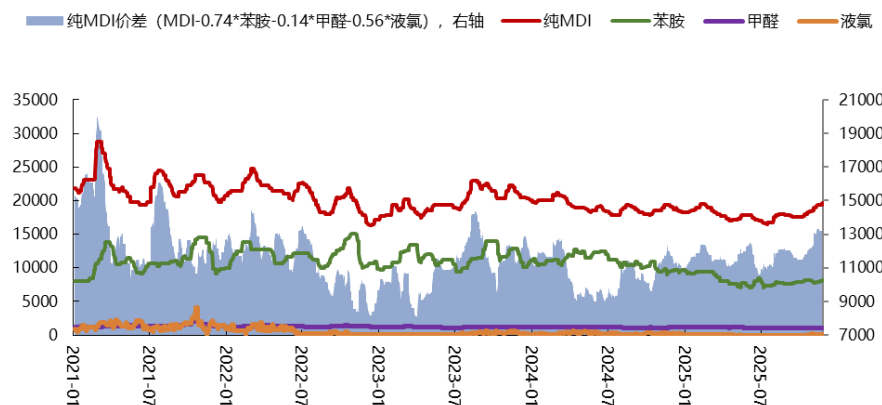
聚氨酯：行业景气度维持，关注行业装置变动情况

- 2025年价格回顾：2025年，纯MDI价格价差上升，聚合MDI价格价差下滑，TDI受海外科思创爆炸影响，价格中枢抬升。
- 2026年价格展望：关税扰动影响已较少，后续随着美国地产回暖，聚氨酯海外销售情况有望改善，支撑价格。

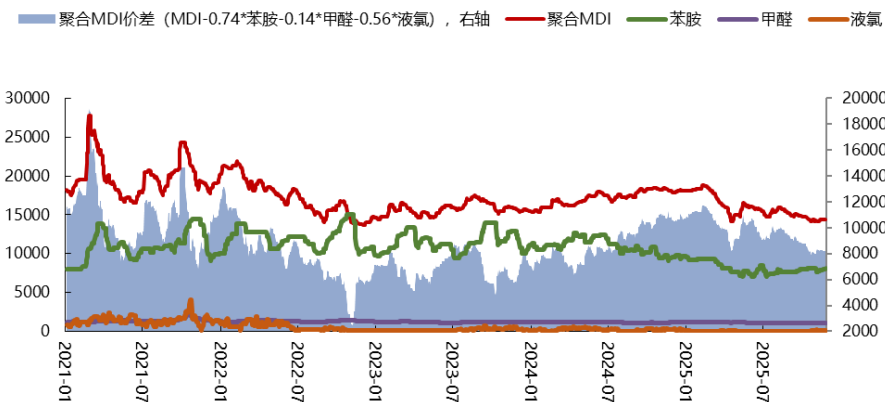
纯MDI、聚合MDI、TDI价格走势（元/吨）



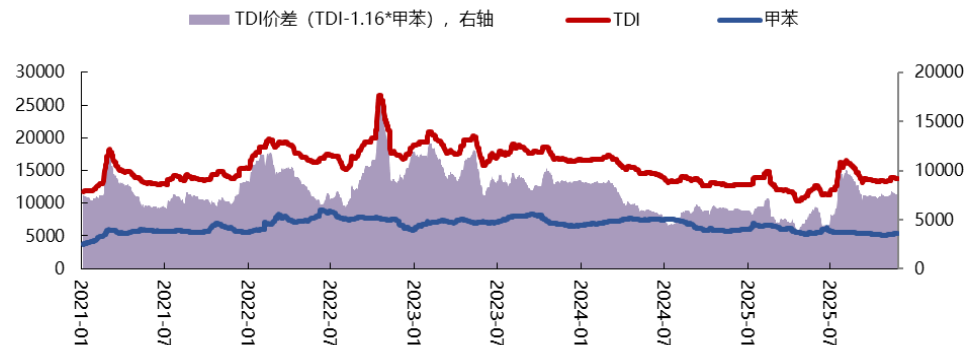
纯MDI价格及价差（元/吨，元/吨）



聚合MDI价格及价差（元/吨，元/吨）



TDI价格及价差（元/吨，元/吨）



■ 涨价事件跟踪：

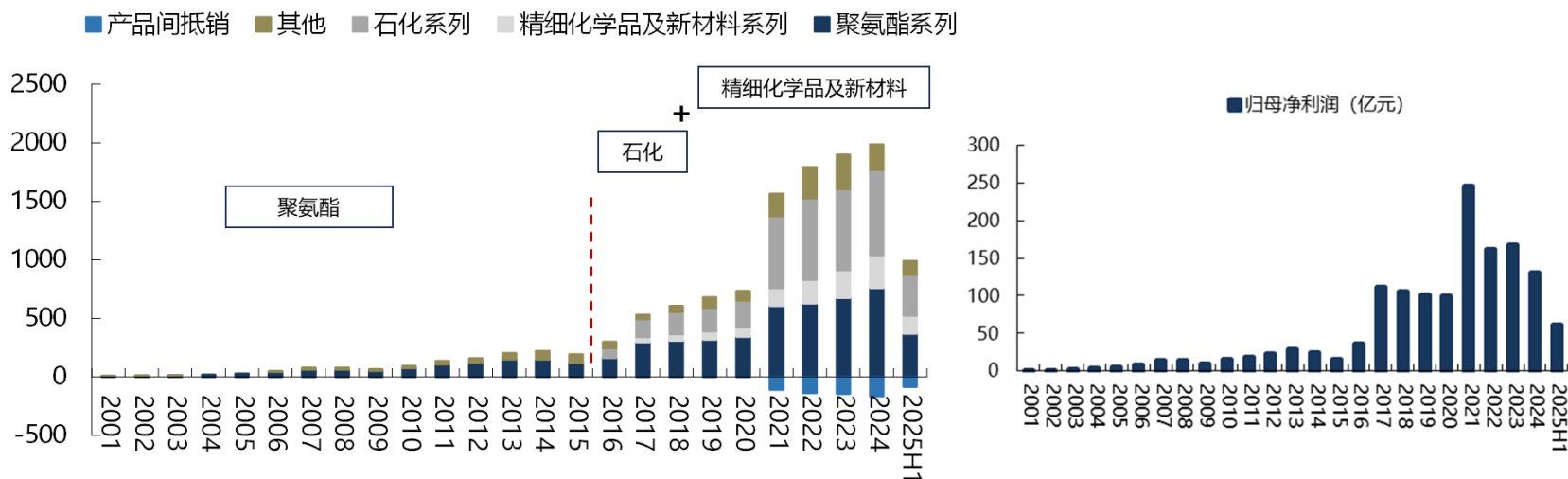
- 1) 2025年12月8日，万华化学宣布将对中东、非洲及土耳其地区MDI产品涨价，涨幅为350美元/吨。
- 2) 2025年12月3日，陶氏化学宣布将对欧洲、中东、非洲及印度地区的所有MDI产品涨价，涨幅为300欧元/吨。
- 3) 2025年12月2日，亨斯迈宣布正在对欧洲、非洲和中东地区的所有MDI产品涨价，涨幅均为350欧元/吨。
- 4) 2025年12月1日，万华化学宣布匈牙利BC对所有MDI产品涨价，涨幅均为300欧元/吨。
- 5) 2025年12月1日，巴斯夫宣布对东盟及南亚地区TDI系列产品涨价，涨幅为200美元/吨。
- 6) 2025年11月27日，万华化学宣布对东南亚及南亚地区聚合MDI与纯MDI产品涨价，涨幅达200美元/吨。
- 7) 2025年11月20日，巴斯夫宣布对南亚地区MDI系列产品涨价，涨幅为200美元/吨。

■ 涨价原因：主要受原材料、能源及运输成本持续上涨的推动。

- **国内聚氨酯价格上涨：**截至2025年12月8日，国内纯MDI、聚合MDI、TDI市场均价分别为19500、14600、14356元/吨。相较于2025年11月20日价格，纯MDI、聚合MDI、TDI价格涨幅分别为150、250、550元/吨。

- **全球聚氨酯龙头企业，创新发展走向世界化工企业前列。**2015年至今，公司开拓上游石化业务、下游精细化学品、新材料业务，并投资建设烟台工业园、眉山基地、蓬莱基地等项目。
- **各业务板块项目有序推进，公司成长可期。**1) **聚氨酯**：截至2025Q4，公司拥有MDI产能380万吨/年，后续万华福建将扩建MDI产能70万吨/年，公司预计将在2026Q2投产；拥有TDI产能144万吨/年，后续暂无新增产能计划。2) **石化**：2025年6月，公司100万吨/年乙烯一期装置开始乙烷进料改造，公司预计将于2025年末改造完成。改造完成后，原料结构将得到优化，成本有望下降。3) **精细化学品及新材料**：阿布扎比国家石油公司、北欧化工、博禄公司和万融新材料（福建）在福建开展160万吨/年特种聚烯烃项目，公司新材料板块继续蓬勃发展。
- **风险提示**：原材料价格大幅波动；宏观需求恢复不及预期；项目投产进度延后；新材料推广不及预期。

公司营业收入（亿元）及归母净利润（亿元）

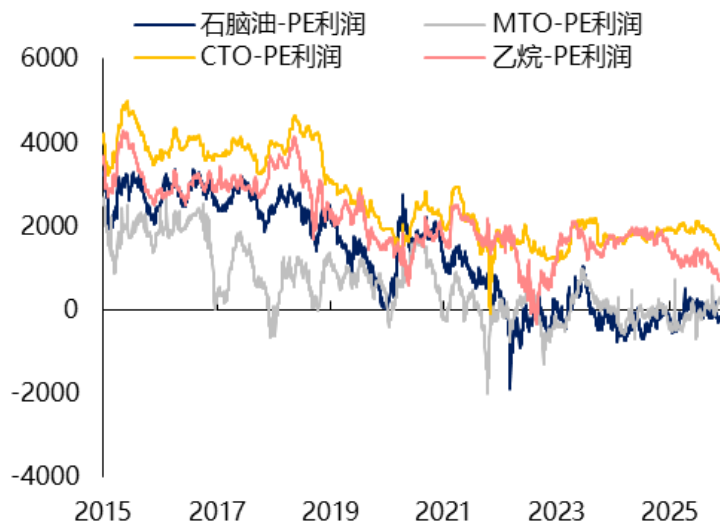


2.2 聚烯烃：煤制&乙烷路线成本优势突出，关注老旧产能退出

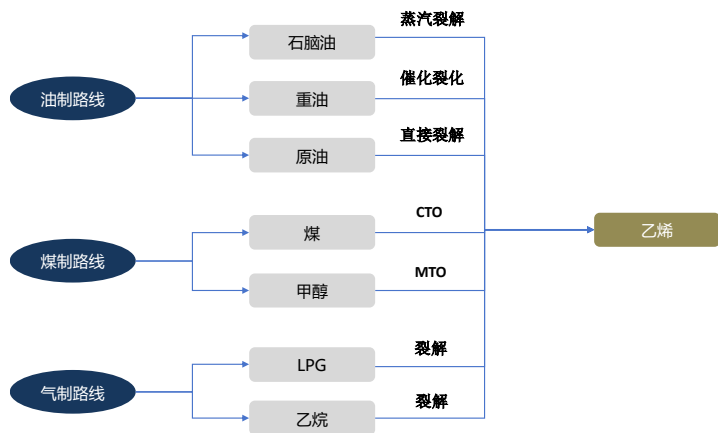
聚烯烃：乙烯生产主要包含油煤气三种路线，煤制&乙烷路线成本优势突出

- **乙烯生产主要包含油煤气三种路线。**1) **油制路线**是指通过蒸汽裂解、催化裂解等工艺制备烯烃，其中石脑油在高温条件下裂化成较小的分子，然后再通过自由基反应形成气态轻质烯烃；2) **煤制路线**是指通过甲醇脱水的方式制备烯烃，具体上又分为MTO和CTO，区别主要在于是否外购甲醇；3) **气制路线（轻烃裂解）**主要包括LPG裂解和乙烷裂解两类，是指以LPG或乙烷为原料，在高温裂解炉中通过脱氢催化反应制备乙烯。其中油制路线是当前最主要的乙烯生产方式，2023年，油制路线约占乙烯总产能的73%，全球烯烃产品定价以油制路线为主。

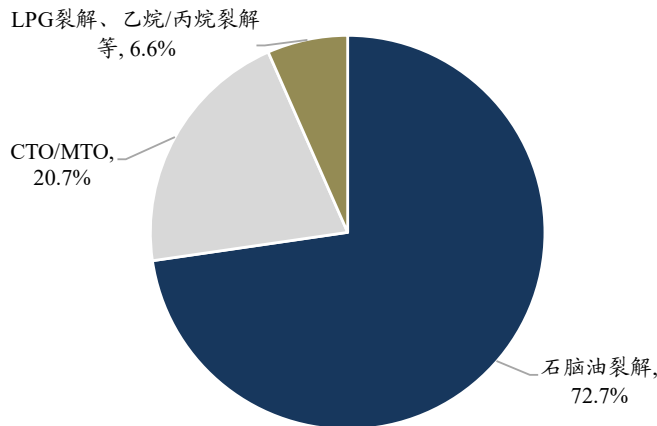
油煤气路线制聚乙烯盈利对比（元/吨）



乙烯生产工艺路线

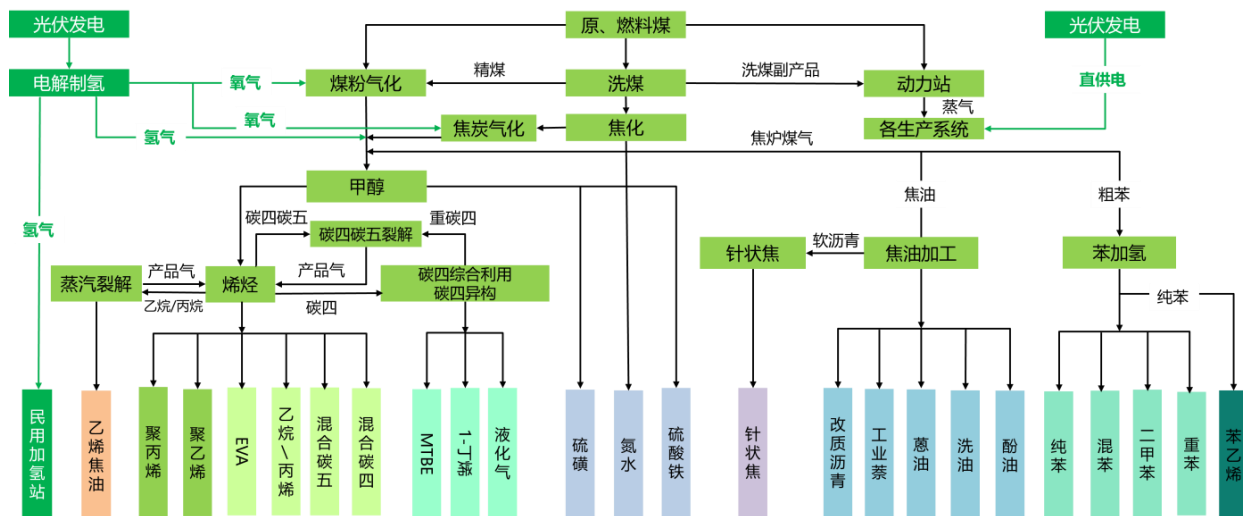


2023年乙烯各工艺路线产能占比（%）



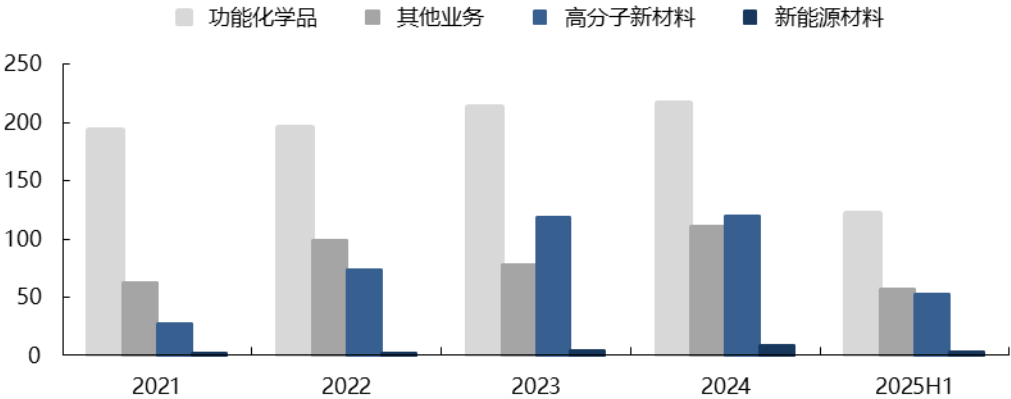
- **宝丰能源聚烯烃业务产品主要包括：聚乙烯、聚丙烯及高端EVA等，广泛应用于包装、汽车、医疗等领域。**截至2025年底，公司聚烯烃产能达520万吨/年，规模跃居国内煤制烯烃行业首位。
- **多维度优势的协同发力，规模与一体化是基础支撑。**全球最大单厂规模的煤制烯烃项目落地，搭配“煤炭-甲醇-烯烃”全产业链布局，实现了资源的高效循环利用。成本优势尤为突出，绿氢耦合技术与国产化装备的大规模应用，使烯烃毛利率稳定在30%左右，而AI智能配煤等技术进一步提升了生产效率。同时23项核心技术达国际领先水平，持续的研发投入推动产品向高端化升级，强化了市场竞争力。
- **积极推进宁东四期五期、新疆和内蒙二期项目。**宁东四期烯烃项目规划50万吨/年煤制烯烃产能，项目于2025年4月开工建设，公司预计于2026年底建成投产。新疆烯烃项目、内蒙二期烯烃项目前期工作正在积极推进。
- **风险提示：**油价大幅下跌或煤价大幅上涨；宏观需求表现弱于预期；项目投产进度不及预期。

宝丰能源产业链示意图



- **卫星化学拥有C2与C3轻烃一体化布局，产业链不断完善。**2024年，在C2领域，公司已形成182万吨/年乙二醇、50万吨/年聚醚大单体与表面活性剂、20万吨/年乙醇胺、15万吨/年碳酸酯等产能；在C3领域，公司现已建成国内最大，全球第二大的丙烯酸及酯产能。生产基地集中布局于浙江嘉兴和平江苏徐圩新区，前者聚焦精细化工配套，后者作为高端新材料核心基地，借助港口优势实现资源高效配置。
- **聚焦催化剂，布局高端新材料。**2025年，公司高性能催化新材料项目正式落地，未来计划投入30亿元，依托企业技术优势，打造高性能催化剂产业化落地与高端新材料集群化发展的一体化产研平台。
- **在建项目充足，看好公司长期成长。**公司将继续落实各基地新项目建设工作，推进平湖基地与嘉兴基地新建丙烯酸项目、连云港α-烯烃项目、EAA项目等，后续有望为公司提供业绩增量。
- **风险提示：**油价大幅下跌或乙烷价格大幅上涨；宏观需求表现弱于预期；新产品研发进度不及预期。

卫星化学各业务板块营收情况（亿元）



2024年公司主要产品产能情况

主要产品	设计产能 (万吨/年)	产能利用率 (%)	在建产能 (万吨/年)
功能化学品	662	80.41	29
高分子新材料	206	82.99	46
新能源材料	198	39.43	-
其他业务	135	97.36	-

2.3 食品添加剂：维生素、蛋氨酸等食品添加剂需求稳健增长

维生素：品种多，用途广，人类与动物均需补充多种维生素

- 维生素类分为两类，水溶性和脂溶性两大类。水溶性维生素易溶于水而不易溶于非极性有机溶剂，吸收后体内储存很少；脂溶性维生素易溶于极性有机溶剂而不易溶于水，可随脂肪为人体吸收并在体内储积。

维生素分类

溶解性	维生素	别名	生理作用
脂溶	维生素A	视黄醇、视黄醛	防止夜盲症和视力减退；抗呼吸系统感染
	维生素D3	胆钙化醇	提高肌体对钙、磷的吸收,促进生长和骨骼钙化
	维生素E	生育酚	维持生殖机能；抗氧化、抗衰老
	维生素K	甲萘醌	促进血液正常凝固
水溶	维生素C	抗坏血酸	促进骨胶原的生物合成,利于伤口愈合；促进酪氨酸、色氨酸代谢；增强免疫力
	维生素B1	硫胺素	促进生长；维持心脏、神经及消化系统正常功能
	维生素B2	核黄素	促进发育和细胞再生
	维生素B3	烟酸、烟酰胺	参与脂肪酸代谢；协助抗体合成
	维生素B5	泛酸钙	参与脂肪、糖类能量转化；协助中枢神经系统的发育
	维生素B6	吡哆醇、吡哆醛、吡哆胺	参与抗体合成、胃酸的制造、脂肪与蛋白质利用、维持钠/钾平衡
	维生素B7	生物素	是人体内多种酶的辅酶,参与脂肪酸和碳水化合物的代谢,促进蛋白质的合成
	维生素B9	叶酸	帮助蛋白质的代谢,促进红细胞的生成和成熟,参与核酸的合成
	维生素B12	钴胺素、羟基钴胺、甲基钴胺	促进红细胞的发育和成熟；维护神经系统健康；促进碳水化合物、脂肪和蛋白质的代谢

数据来源：Wind，东吴证券研究所
注：世界公认的维生素共计13种，标蓝底色的含义：新和成能够生产的8种维生素

维生素：生产工艺壁垒高，市场集中度高

- **VA产能集中度高，CR5=77%，新增产能有限。**截至2025年底，全球VA产能约6万吨，其中，国外VA产能占比约45%，集中于巴斯夫、帝斯曼；国内VA产能占比约55%，产能集中于万华化学、新和成、花园生物、浙江医药、金达威。新增产能方面，天新药业计划1000吨/年VA产能。
- **VE供给呈现寡头垄断格局，CR5=92%。**截至2025年底，全球VE（按粉计）产能约26万吨，其中国外VE产能占比约40%，集中于巴斯夫、帝斯曼；国内VE产能占比约60%，产能集中于新和成、浙江医药、益曼特（帝斯曼持股75%）等。新增产能方面，花园生物规划2万吨/年VE产能，万华化学规划2万吨/年VE产能。

全球VA产能格局（截至2025年底）

地区	企业	工厂所在地	产能（吨）	占比	未来产能扩建（吨）
国外	巴斯夫	德国	14400	24%	-
	帝斯曼	荷兰	7500	13%	-
	安迪苏	法国	5000	8%	-
国内	万华化学	山东	10000	17%	-
	新和成	浙江	8000	13%	-
	花园生物	浙江	6000	10%	-
	浙江医药	浙江	5000	8%	-
	金达威	福建	4000	7%	-
	天新药业	江西	-	-	1000
	总计	-	59900	100%	-

数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

全球VE产能格局（截至2025年底）

地区	企业	工厂所在地	产能（吨）	占比	未来产能扩建（吨）
国外	帝斯曼	荷兰	60000	23%	-
	巴斯夫	德国	40000	15%	-
国内	新和成	山东	60000	23%	-
	浙江医药	浙江	50000	19%	-
	益曼特	湖北	30000	12%	-
	吉林北沙	吉林	20000	8%	-
	花园生物	浙江	-	-	20000
	万华化学	眉山	-	-	20000
	合计		260000	100%	45000

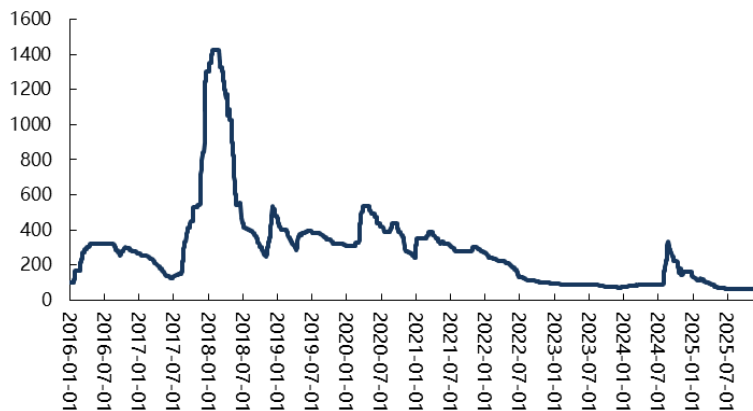
数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

维生素：VA、VE价格触底回升，关注VE后续新增产能投产情况

- **2025年价格回顾：**VA、VE价格从2025年初开始快速下降，但下滑节奏存在差异，其中VA价格在2025Q1及Q2加速下滑，而VE价格在2025Q2及Q3加速下滑。从时间顺序上来看：1) 万华化学在2025Q1投产1万吨/年VA产能，市场供应增加。2) 巴斯夫在2025Q3先后解除VA、VE的不可抗力。3) 市场预期万华化学将投产2万吨/年VE产能，对市场情绪产生影响。
- **2026年价格展望：**截至2025年11月底，VA价格63元/公斤，部分厂商已出现亏损；VE价格50元/公斤，已出现止跌反弹。我们预计VA价格基本见底，行业暂无新增产能，对产品价格的压制较为有限；VE短期将维持当前价格水平，长期需关注行业新增产能情况。

VA价格变化（元/公斤）

中国:市场报价:维生素A(50万IU/g,国产)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

VE价格变化（元/公斤）

中国:市场报价:维生素E(50%,国产)

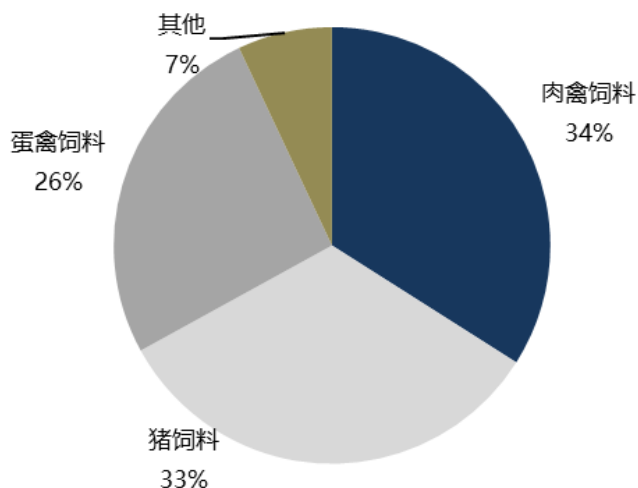


数据来源：Wind，东吴证券研究所

蛋氨酸：动物必需氨基酸，豆粕减量替代推动蛋氨酸需求增长

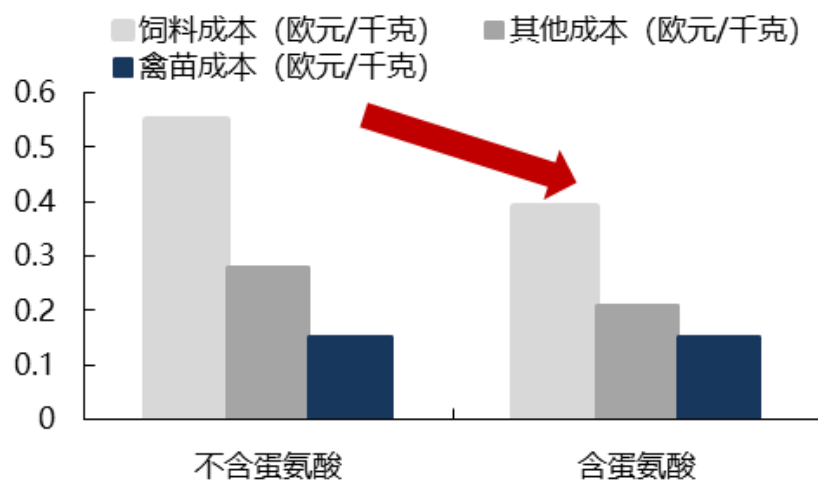
- 蛋氨酸又称甲硫氨酸，是动物生长所需氨基酸中唯一含硫的必需氨基酸，可促进禽类、猪及反刍类动物生长，但其自身无法合成，需通过外部摄取。蛋氨酸能有效提高蛋白质利用率并促进禽类生长。饲料的能量原料主要为玉米和谷物，蛋白质来源主要为豆粕，但其蛋氨酸含量无法满足动物正常生长需要，因此饲料里需要添加蛋氨酸。
- 蛋氨酸主要用于饲料行业，其主要功效有：1) 提高养殖效益，可根据动物生理对氨基酸的需求，来均衡饲料配给，降低饲料成本。根据安迪苏集团2015年发布的测算，在营养成分摄取量一致的前提下，假设每单位重量饲料中添加0.20%蛋氨酸，每生产1千克成品鸡肉可综合节约生产成本约0.22欧元，占总生产成本约23%，能有效提高家禽生产行业利润率。2) 促进生长发育，增加动物抗病能力，提高肉禽存活率和产肉量。3) 提高肉蛋品质，提高食品的营养价值和市场竞争力。

2020年我国饲料用蛋氨酸下游分布情况



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

蛋氨酸有助于降低养殖成本



数据来源：Wind，东吴证券研究所

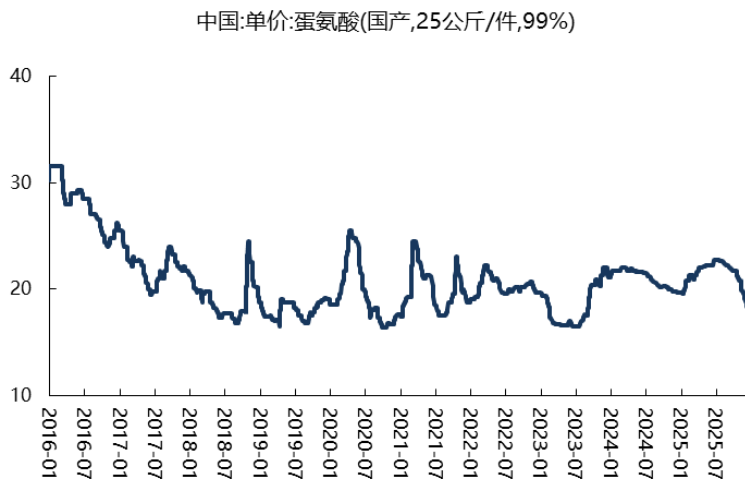
- 蛋氨酸行业寡头垄断格局明显，截至2025年底，蛋氨酸行业CR4超80%，关注后续产能实际落地情况。
截至2025年底，全球固蛋产能185万吨，液蛋产能98万吨（包括部分宣布退出或调整的产能）。国外蛋氨酸产能主要集中于赢创、诺伟司等，国内蛋氨酸产能主要集中于安迪苏、新和成、宁夏紫光等。

全球蛋氨酸产能格局（截至2025年底）

地区	企业	工厂所在地	固蛋产能（吨）	液蛋产能（吨）	在建产能（吨）	预计投产时间
国外	赢创	德国、比利时、新加坡、美国	800000			
	诺伟司	美国	320000			
	住友	日本	100000	140000		
	安迪苏	法国、西班牙	80000	240000		
	希杰	马来西亚	48000			
	沃尔斯基	波兰	25000			
国外产能合计			1373000	380000		
国内	安迪苏	南京、泉州		350000	150000（固蛋）	2027年初
	新和成	山东、浙江	370000	180000		
	宁夏紫光	宁夏	110000			
	内蒙古灵圣	内蒙古			100000+100000（固蛋）	一期10万吨，预计2025.8投产，实际尚未投产
	东方希望	新疆			450000	2018年规划，计划2026.4开工。一期15万吨，目前工艺包定标中，尚未开始
	和邦生物	四川		70000	600000（70%液蛋，30%固蛋）	目前处于规划阶段，2028及以后
国内产能合计			480000	600000		
全球产能合计			1853000	980000		

- **2025年价格回顾：**1) 2025H1，蛋氨酸价格稳中有升，主要原因：①部分海外蛋氨酸厂商产能在2024-2025年出现一些调整（安迪苏在2024年初永久关闭法国Commentry工厂固蛋生产线；住友在2024年初缩减固蛋产能8万吨/年；赢创新加坡工厂在2024年存在阶段性停产），国内新和成的液蛋产能投产时间延后。②原材料价格上涨（硫磺），对成本端有支撑。2) 2025H2，蛋氨酸价格下滑，主要原因：新和成18万吨/年液蛋项目于7月初投产，市场供应量大幅增加。
- **2026年价格展望：**供应端，新和成的18万吨/年液蛋项目将继续爬坡，并且7万吨/年固蛋项目也将于2026年投放市场，我们预计市场供应量将增加；安迪苏的15万吨/年固蛋项目持续推进中，我们预计将于2027年初投产；国内外目前暂无蛋氨酸产能退出计划。需求端，2024年，全球蛋氨酸需求量约为170万吨（同比+6%）。伴随下游市场逐步复苏，我们预计全球蛋氨酸需求仍将保持增长态势。

固体蛋氨酸价格变化 (元/公斤)



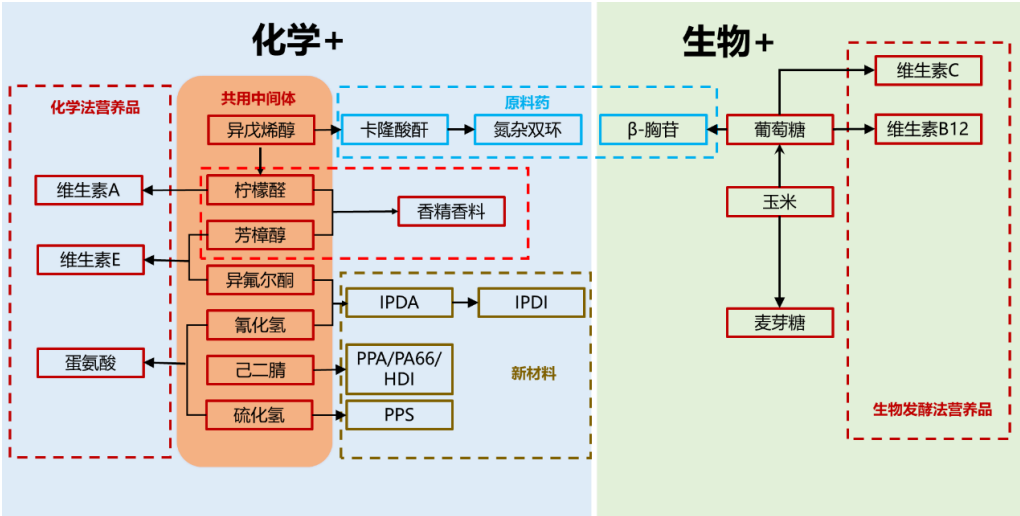
液体蛋氨酸价格变化 (元/公斤)



相关标的：新和成

- **新和成已成为精细化工领域的国际领先企业，以“化工+”和“生物+”两大核心技术平台，形成以营养品、香精香料、新材料为核心的多元化业务体系。**浙江新和成股份有限公司自1988年起步于校办企业，创始人胡柏藩曾任化学教师，在极其艰苦的条件下租用厂房，从回收废酒精这一简单业务起步，开启了新和成的创业征程。他把企业发展定位放在了取代进口产品的战略目标上，重视技术创新，相继成功研发并产业化异植物醇、香叶酯、芳香醇等多种关键原料，打破了国外的长期垄断。公司还陆续开发出VE、VA、VD3、蛋氨酸和PPS等产品，进入多种关键产品产业链。
- **蛋氨酸产能增加，香精香料&新材料项目持续推进：****蛋氨酸：**公司与中石化镇海炼化合资合作的18万吨/年液体蛋氨酸项目已在2025年7月产出合格产品，贡献Q3部分投资收益。此外，公司推进7万吨/年固体蛋氨酸技改项目。**香精香料：**公司储备土地充足，不断推出香料新品种。**新材料：**公司持续推进HA项目、PPS扩能项目、天津尼龙新材料项目。

公司“化工+”和“生物+”两大核心技术平台

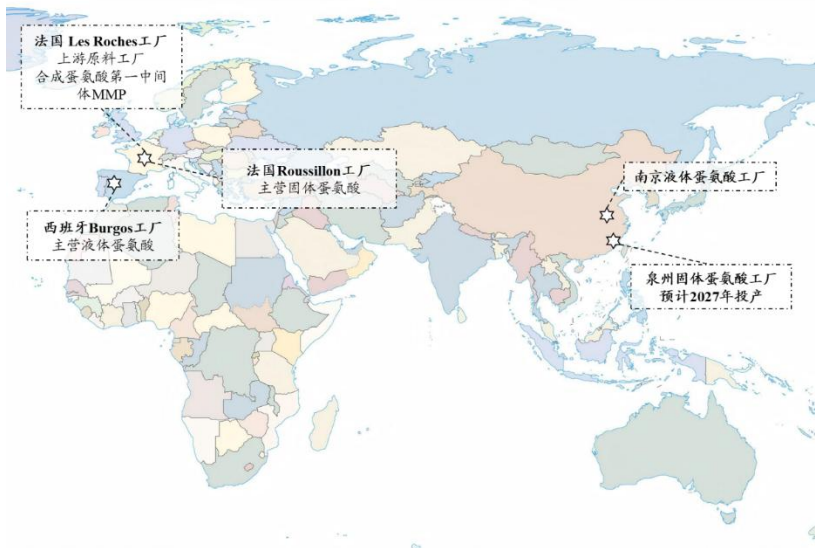


公司产品产能情况（截至2025年底）

业务板块	产品	产能 (吨)	在建产能 (吨)	备注
营养品	VA	8000		
	VB5	2500		
	VB6	6000		
	VB12	3000		
	VC	45000		
	VD3	2000		
	VE	60000		
	蛋氨酸	150000+220000 (固重) 180000 (液重)		
	虾青素	500		
	牛磺酸	30000		
香精香料	辅酶Q10	300		
	芳樟醇	12000		
	柠檬醛	8000	5000	
	叶醇	1600		
	薄荷醇	5000		
	其他	>10000		
新材料	PPS	22000		中试阶段
	PPA	1000		
	IPDA	20000		
	IPDI	1000		
	ADI	4000		
	HDI	3000		
	己二腈-己二胺		100000+400000	一期100000吨，二期400000吨
	尼龙66		400000	尚在报批阶段，已取得海域权证、能评、主装置环评批复，符合合法性手续完成后将开工建设
	草酸酐		60000	仍处于报批阶段
	卡隆酸酐	500		
其他	氮杂双环	500		

- **安迪苏是全球领先的动物营养添加剂生产企业。**公司在全球各地设有分支机构，生产基地遍布欧洲、美国、中国和泰国，主要产品包括蛋氨酸、维生素、特种产品等动物营养添加剂，为动物饲料领域设计、生产、推广可持续的营养及健康解决方案。公司积极实施“双支柱”战略，成为蛋氨酸行业全球领导者，推进特种产品快速发展。
- **公司是全球蛋氨酸龙头，在国内新建蛋氨酸产能。**2024年，公司在中国泉州投资新建的15万吨/年的固体蛋氨酸工厂动工，旨在满足全球尤其是中国、南亚、东南亚、非洲等地区对不同种类蛋氨酸日益新增的需求，公司预计2027年初投产。
- **特种产品作为公司第二大业务支柱，产品矩阵持续丰富。**公司长期规划特种产品销售额实现翻倍增长，业务成长空间广阔。公司定增项目资金也将用于南京3.7万吨/年特种产品饲料添加剂项目，西班牙Burgos特种产品饲料添加剂项目，进一步提升公司特种产品竞争力。

安迪苏蛋氨酸全球生产平台



公司营收构成

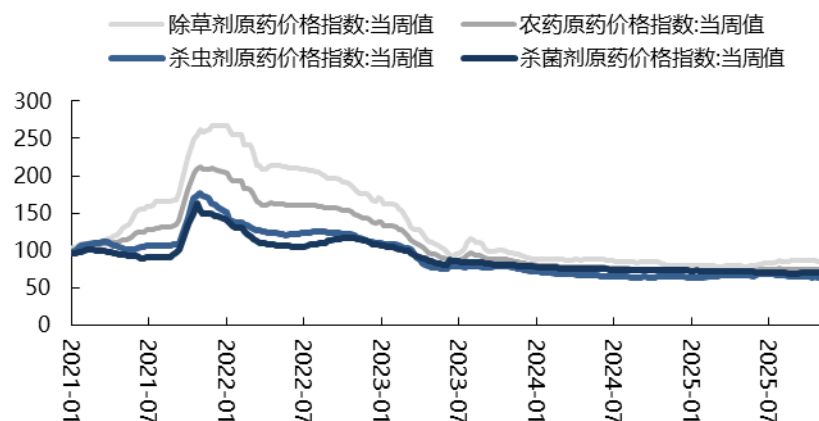


2.4 农药：下游海外农药制剂企业补库，国内农药供给新增受限，关注涨价品种

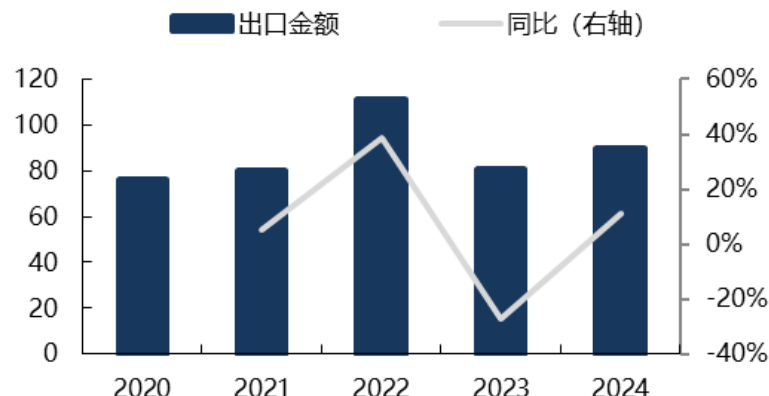
农药：下游海外农药制剂企业补库，国内农药供给新增受限，关注涨价品种

- **2025年价格回顾：行业结束三年下行周期，触底反弹，部分品种短期暴涨。**7月起涨价潮蔓延，百草枯从年初1.15万元/吨涨至1.8万元/吨，累计涨幅达56.5%；行业内多数杀虫剂、除草剂、杀菌剂价格上调5%-15%。草甘膦原药价格受原料影响高位运行，草甘膦年中价格最低2.29万元/吨，9月拉升至2.75万元/吨；年末硫磺价格大涨带动草甘膦、磷酸二氢钾等产品进一步涨价。**重点事件：**行业掀起“反内卷”行动，头部企业通过产能调控避免恶性价格战，推动产品价格向合理区间回归。
- **2026年价格展望：景气持续修复，供给端产能释放滞后于需求增长，库存低位下补库存需求持续。****产能方面：**新产能释放滞后，部分企业因安全事故停产（检修3-6个月），整体产能增长有限。制剂产量稳步增长，环境友好型剂型占比持续提升。**需求方面：**整体需求稳健增长，菊酯类农药市场份额预计突破30%，根据CIC灼识咨询发布的《中国生物农药行业报告》，2022-2027年生物农药市场规模年均复合增长率将达17.1%。**进出口方面：**出口退税维持13%，《农药管理条例》持续强化登记与合规监管，国际层面面临欧盟REACH、美国EPA等合规要求。

中国农药市场各原药价格走势（单位：点）

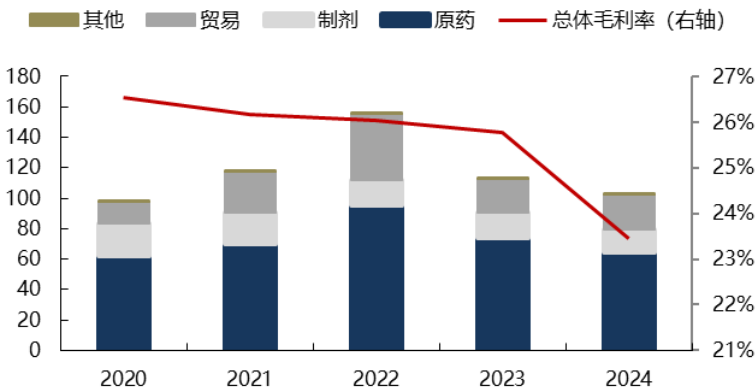


中国农药制剂3808出口金额及同比情况（亿美元，%）



- **公司打造全品类农药产品布局，原药产能稳居行业第一梯队。**公司已构建起覆盖全面的原药产品体系，在产原药涉及杀虫剂、杀菌剂、除草剂、植物生长调节剂等约70个品种，2025年公司原药总产能规模已突破10万吨/年。目前公司在全国布局三大核心生产基地，分别为优士化学（杭州青山镇）、优嘉植保（江苏如东县）与优创植保（辽宁葫芦岛）。
- **全产业链一体化、技术壁垒与规模优势的多重叠加。**公司是国内菊酯领域唯一拥有“基础原料-中间体-原药-制剂”完整产业链的企业，卫生菊酯国内市占率70%，麦草畏产能全球领先，自主创制3个年销超亿元品种，且依托先正达集团实现研发与市场协同。
- **葫芦岛基地一期二阶段投产在即，江苏基地推进吡唑醚菌酯项目。**葫芦岛基地一期一阶段目前已调试产品全部达设计产能，一期二阶段于2025年6月完成设备和电气安装，全面投产后将覆盖杀虫剂、杀菌剂、除草剂及植物生长调节剂全链条。同期，子公司江苏优嘉正在推进3000吨吡唑醚菌酯和22665吨副产品扩建项目。
- **风险提示：**农药价格下跌风险；市场竞争加剧风险；极端天气风险。

公司营收结构及毛利率（亿元，%）



2024年扬农化工主要产品产能

主要厂区或项目	设计产能 (吨/年)	产能利用率 (%)	在建产能 (吨/年)
草甘膦	30000	100	
功夫菊酯	5500	100	3000
三唑类杀菌剂	8500	100	

- **“3+1”产业布局涵盖四大业务板块。**公司是我国规模较大的草甘膦生产企业之一，围绕“3+1”产业方向布局形成农药、新材料、制剂和氯碱热电四大板块业务，“一体四翼”空间布局形成了以南通本部基地为核心，湖北枝江基地、贵州瓮安基地、如东联磷、黑龙江哈利民共同发展的基调。
- **公司核心主业产业链完整、配套优势明显。**公司主营业务以农药、化工产品为主线，上下游建有自备电厂、水厂、万吨级长江码头、氯碱化工、农药及其中间体、农药制剂加工、阻燃剂、水处理剂、纳米材料、三废治理等工业设施，产业链配套完善，配套优势明显。公司农药业务稳定，热电、氯碱、化工也已经形成了稳定的利润贡献。
- **新建项目逐步落地。**公司枝江基地JS-T205项目规划分三期完成苯嘧草啞的生产建设，截至2025H1，一期500吨/年当前已进入试生产阶段，正在开展工艺改进、成本优化等各项收尾工作。此外，公司携手瓮福集团于贵州瓮安基地打造磷化工循环一体化产业链，依托瓮福集团瓮安项目的上游黄磷、氯碱资源，公司主导下游草甘膦、阻燃剂的生产，具备一体化综合成本优势，公司预计一期5万吨/年草甘膦项目将在2025年底前投产。
- **风险提示：**新项目投产不及预期风险；极端天气风险。

公司南通本部基地地理位置示意图

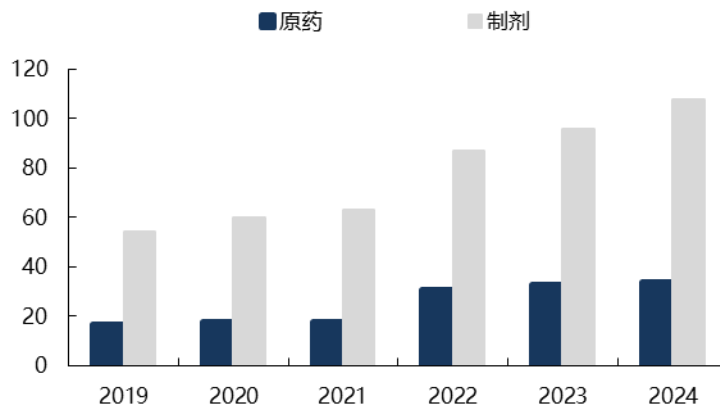


2024年江山股份主要产品产能规模情况

主要厂区或项目	设计产能 (万吨/年)	产能利用率 (%)	在建产能 (万吨/年)	公司预计 完工时间
草甘膦	7	70.90	5	2025年底前
敌敌畏	1.5	97.08		
酰胺类系列产品	4.6	71.29		
阻燃剂TCPP	8	101.14		
阻燃剂BDP	1.5	60.06		
二嗪酸	0.5	59.17		
(精) 异丙甲草胺	0.2	56.89	1	2025年底前

- **公司是国内植物生长调节剂龙头，核心业务持续加强。**公司主要从事植物生长调节剂为主的农药制剂和高端水溶性肥料的研发、生产和销售。目前，公司拥有四川简阳、重庆永川、山西绛县、河南鹤壁、河南安阳五个产品生产基地，涵盖国光农资、国光园林、依尔双丰、浩之大和依尔全丰五大营销业务板块，形成了国光、双丰、浩之大、国光园林以及鹤壁全丰五大品牌板块。据2024年年报，公司农药原药设计产能1.45万吨/年，农药制剂设计产能8.885万吨/年。
- **创新能力强，产业链优势明显。**公司的核心优势在于其深厚的技术壁垒和强大的渠道品牌，构筑了较高的产品与技术护城河。公司是拥有完整植物生长调节剂产业链的企业之一，能够有效分散、抵消原药及制剂价格的波动风险。在全国多地搭建物流仓库，建立了直达终端的密集分销网络，形成了显著的渠道与品牌优势，用户粘性高。
- **项目有序推进。**截至2025年上半年，公司年产2.2万吨高效/安全/环境友好型制剂生产线搬迁技改项目累计投入比例37%、年产5万吨水溶肥料（专用肥）生产线搬迁技改项目累计投入比例33%、年产1.5万吨原药及中间体合成项目累计投入3%，公司预计均将于2027年年底完成建设。
- **风险提示：**上游原材料大幅涨价的风险；作物全程解决方案推广不及预期风险；农药行业竞争加剧风险。

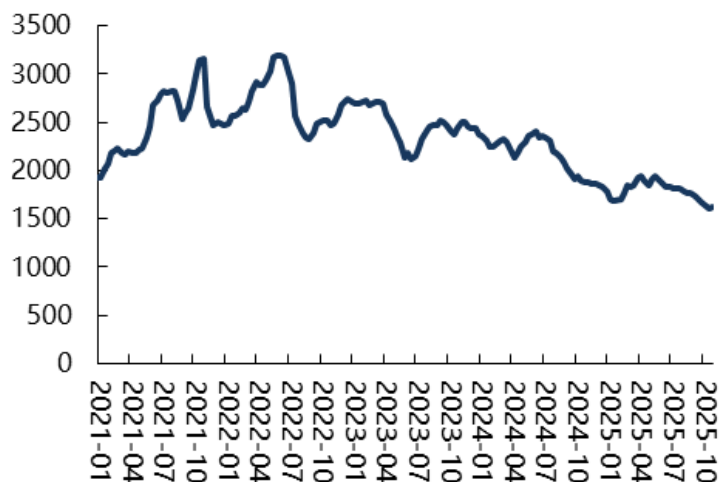
国光股份植物生长调节剂登记证数量（个）



2.5 化肥：氮肥关注国家尿素出口政策，钾肥供需紧平衡支撑价格中枢上移

- **2025年价格回顾：**价格整体偏低，变动主要受原材料煤炭价格及我国出口政策影响。**供给方面：**国内尿素市场供应充足，原材料煤炭价格的弱势，对氮肥价格构成了下行压力。**需求方面：**2025年下半年，农业需求逐渐转淡，同时工业需求也呈现疲软态势，整体需求面对价格的支撑力不足。**出口政策：**出口政策对氮肥（尿素）实行配额管理，限制了通过出口消化过剩产能的能力。
- **2026年价格展望：**截至2025年11月，部分尿素企业已陷入亏损。2026年行业新增产能较少，落后产能退出，行业景气有望修复。**产能方面：**截至2025年11月，我国尿素有效产能7886万吨/年，根据百川盈孚，2026E我国尿素产能仅新增112万吨/年，2027E暂无新增产能。后续在政策引导下，尿素行业低效产能有望继续退出。**需求方面：**IFA预测2026年全球化肥需求增长将显著放缓，化肥价格承受能力指数持续下降。**出口量方面：**2025M1-10，我国尿素出口量401万吨，主要由于我国部分放开对海外尿素出口，继续跟踪2026年国内政府出口政策。

中国尿素（小颗粒）价格（元/吨）

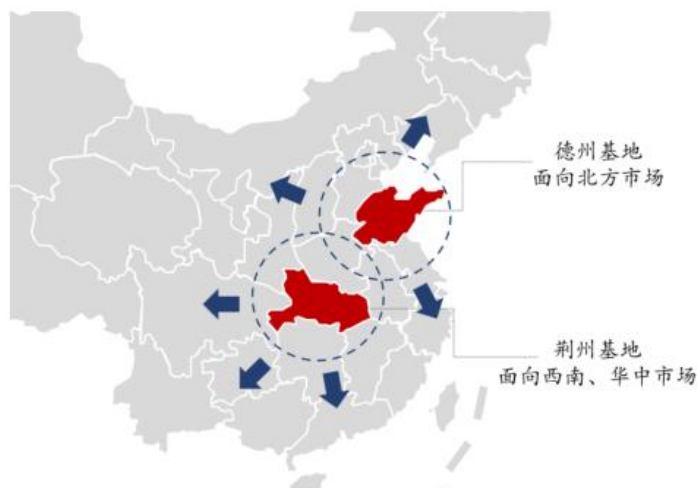


中国尿素后续新增产能(万吨/年)

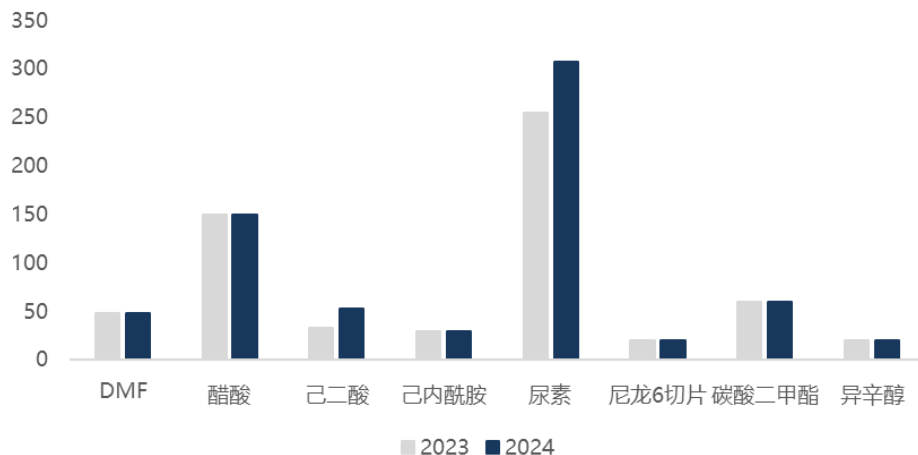
企业	项目	省份	产能	预计投产时间
鄂尔多斯市亿鼎生态农业开发有限公司	扩建	内蒙古自治区	52	2026-01
江苏双多化工有限公司	改造投产	江苏省	60	2026-01

- **公司实行双基地战略，主要产品价格承压，但公司经营呈现韧性。**在氮肥领域，核心产品为尿素，并以此为基础延伸出液氨、甲醇、三聚氰胺等系列产品。2024年，公司尿素产能307万吨/年，产能利用率高达111.99%。
- **以成本控制为核心的强大竞争优势。**公司拥有“一头多线”的柔性多元联产平台，灵活调节尿素、甲醇、己二酸、DMF等众多产品的产出比例。通过持续的技术改造，如水煤浆气化技术的优化升级，不断提升原料煤和燃料煤的利用效率，使其煤气化装置在业内处于领先水平。
- **二元酸项目投产，在建项目有序推进。**2025年9月，20万吨/年二元酸项目正式投产、荆州市环保局已受理公司30万吨/年TDI项目环评报告。2025年的重点是保障荆州基地已投产项目的安稳长满优运行，并加速二期项目的落地。二期项目规划了包括合成气、尿素、己内酰胺等在内的多条产业链，届时华鲁恒升将形成“山东德州”与“湖北荆州”双基地运营的格局，有效辐射南北市场，并大幅提升总产能和市场份额。
- **风险提示：**新项目投产不及预期风险；尿素价格下跌风险；极端天气风险；跨区域管理风险。

公司两大基地示意图



2024年华鲁恒升产能规模（万吨/年）

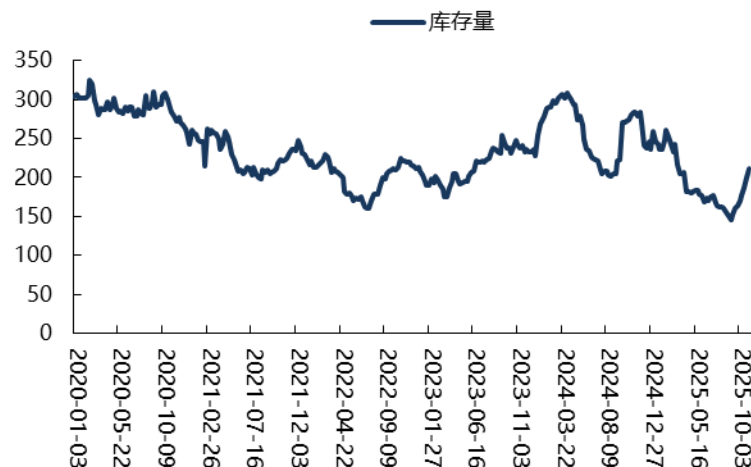


- **2025年价格回顾：**中国钾肥市场价格呈现先抑后扬的走势，整体价格中枢较2024年显著上移，主要驱动因素是港口库存持续低位及国际钾肥价格上涨。**供给方面：**呈现出“国内减产、进口收缩”特征，截至2025年10月，国内氯化钾产量为452万吨（同比-11%），受制于资源限制，增产空间有限。受到国际钾肥价格持续上涨以及中国大合同谈判进度影响，2025年1-9月氯化钾进口量为867万吨（同比-6%）。港口库存持续处于低位，加剧市场供应紧张情绪。**需求方面：**2025年春耕期间，钾肥需求总体稳定，随着各地春耕渐入尾声，4月份后农业需求有所减弱。**政策方面：**国家发改委等部门将继续实施化肥保供稳价政策，2025年7月国内骨干钾肥流通企业联合倡议，带头让利销售，抑制价格过快上涨。
- **2026年价格展望：**供需紧平衡支撑价格中枢上移，双轨制约下呈现高位震荡。**进口方面：**国内钾肥资源有限，进口依存度较高，随着2025年签订的大合同货源陆续到位，2026年进口量有望恢复，国外老矿开采难度上升，为钾肥价格提供了坚实的成本支撑。**需求方面：**在全球粮食安全战略地位持续提升的背景下，钾肥的刚性需求基础稳固。

中国氯化钾价格（元/吨）

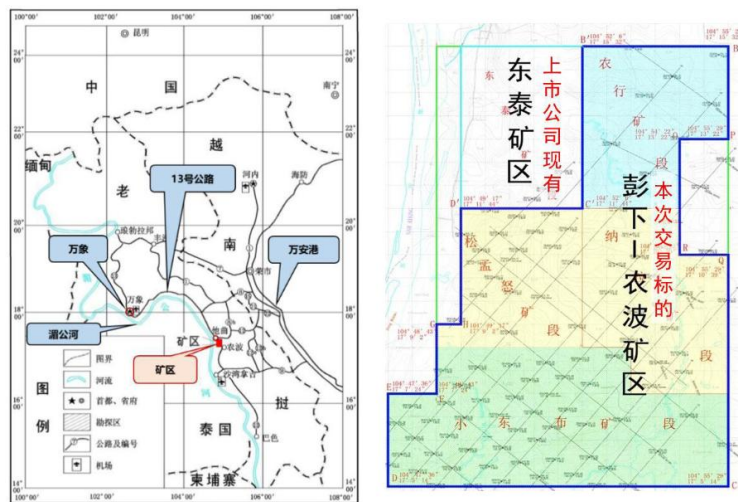


中国氯化钾港口库存量（万吨）

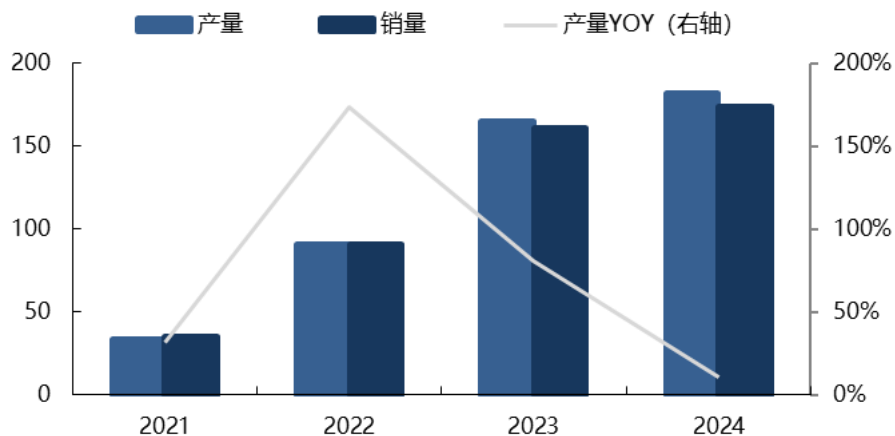


- **依托老挝资源，聚焦钾肥主业，逐渐成长为世界级钾肥企业。** 亚钾国际是一家专注于钾盐开采、钾肥生产与销售的国际化企业，其核心产品为氯化钾，拥有老挝甘蒙省263.3平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾资源储量约10亿吨。2024年公司拥有300万吨/年氯化钾选厂产能装置，同时也拥有近90万吨/年颗粒钾产能。
- **资源规模效应叠加成本优势。** 公司掌控的老挝钾盐矿资源储量丰富，氯化钾资源量达数亿吨，足以支撑未来百万吨级的长期稳定生产。公司应用冷结晶浮选工艺技术成熟，并对矿井进行数字化、智能化改造，有效提升了生产效率和回收率，持续降低单位生产成本，此外其产品运往东南亚和中国等主要消费市场的海运距离更短，物流成本更具竞争力。
- **老挝钾肥项目进展顺利，一体化布局加速。** 2025年12月6日，公司正式宣告小东布矿区主运输系统建成投运，第三个百万吨钾肥项目联动投料试车圆满成功，公司钾肥产能达到300万吨/年，未来向500万吨/年钾肥产能目标扎实迈进。此外，公司参股的亚洲溴业拥有2.5万吨/年的溴素产能装置。
- **风险提示：** 项目建设进度不及预期；钾肥价格大幅波动；地缘冲突加剧；贸易摩擦升级；地区政治风险。

公司老挝矿区位置示意图



亚钾国际氯化钾产量、销量、同比增长率（万吨，%）

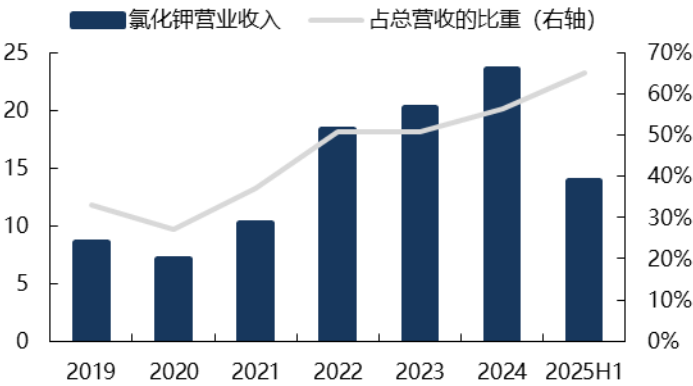


- **从钢结构转型至钾肥，钾+磷双轮驱动公司成长。**公司以钢结构制造起家，于2016年收购老挝开元矿业进军钾肥行业，过去四年钾肥销量实现快速增长，从2021年的45万吨增长至2024年的121万吨。2022年公司通过收购获得舒姑磷矿的探矿权，19%品位以上矿石量约有2.16亿吨，并已于2025年8月完成矿产资源储量评审备案，公司预计将于2026年9月前获得采矿权，钾磷资源投产助力公司业绩增长。
- **“双主业”格局增强抗风险能力。**传统的钢结构业务能提供稳定的现金流，可以在一定程度上支持钾肥业务的技术改造和产能扩张，增强公司整体抗风险能力和财务安全性。
- **公司氯化钾销量持续增长，目前正在推进新一轮100万吨/年钾肥项目。**2024年，公司氯化钾产能达到100万吨/年，产能利用率达120%以上，在保持高效运营的同时，公司新一轮100万吨/年钾肥扩产项目加快推进，有望持续释放规模效应，推动业绩稳步增长。
- **风险提示：**产品价格大幅下跌、产能投产不及预期、海外政策变化风险。

2024年公司主要产品产能

分类	项目	产能 (万吨/年)	备注
钾肥业务	氯化钾	100	通过境外全资子公司老挝开元矿业有限公司运营，拥有133平方公里的钾盐矿权
	溴化钠	0.9	

东方铁塔氯化钾业务营收及营收占比（亿元，%）



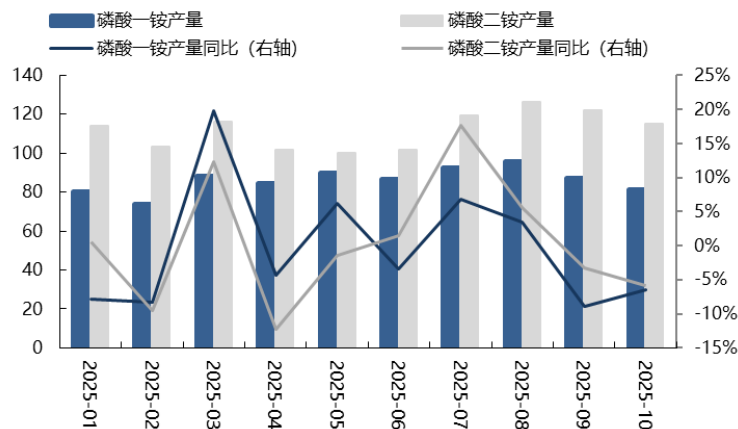
2.6 磷化工：下游新能源动力电池和储能需求拉动磷酸铁和六氟磷酸锂需求，带动磷化工产业链景气度提升

- 2025年价格回顾：2025年中国磷肥市场呈现明显的波段性上涨态势，价格波动幅度较大。原料端：**硫磺价格同比上涨，合成氨价格同比下降，一铵、二铵生产成本提升。**供给端：**2025年湖北宜化新增磷酸一铵产能40万吨/年，淘汰磷酸二铵产能30万吨/年。截至2025年11月，我国总计磷酸一铵产能2283万吨/年。磷酸二铵产能2419万吨/年，供应状况在不同月份有所差异。**需求端：**2025年下游复合肥市场始终按需采购，并结合自身库存情况灵活调整开工，对磷酸一铵市场阶段性提振较乏力。**进出口方面：**2024年11月底，国家相关部门发布停止磷肥出口报检通知，导致2024年12月—2025年5月中上旬磷酸一铵货源重心转国内流通。7-8月虽磷酸一铵出口量得以大量释放，但受出口限价+国际需求走弱影响，实际签单情况受阻。
- 2026年价格展望：政策管控延续，磷酸一铵供需侧博弈叠加原料端价格波动，价格或将维持涨跌幅度收窄，理性震荡。供给端：**根据百川盈孚，2026E暂无新增或淘汰产能，关注2026年硫磺市场、磷矿石市场价格波动。**需求端：**复合肥产能逐步释放，但高磷需求释放有限，2026E新增产能330万吨/年，不排除2026年复合肥市场或将长期延续清库的重任，关注2026年磷肥市场出口配额及法检窗口期等一系列调整。

中国磷肥价格（元/吨）

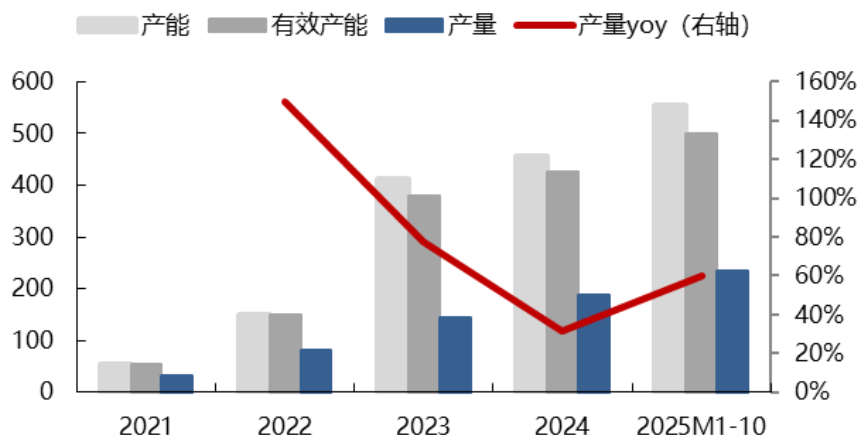


2025年中国磷肥产量情况（万吨，%）



- **2025年价格回顾：**2025年磷酸铁价格呈现“涨-跌-涨”走势，总体变化幅度并不大，主要由于国内磷酸铁产能过剩，而下游磷酸铁锂行业盈利水平较弱，导致原材料成本上涨难以传导至产品价格端。**供应端：**2025年磷酸铁供应量明显增加。**需求端：**受前期库存累积影响，6-7月磷酸铁行业进入“平稳生产+库存消化”并行阶段。此时为新能源行业传统淡季，磷酸铁企业以消化现有订单为主，磷酸铁锂企业采购以补充即时生产需求为主。进入8月新能源传统需求旺季，下游磷酸铁锂领域大额订单集中释放，磷酸铁锂对磷酸铁的需求量显著高于磷酸铁产量，磷酸铁市场呈现供不应求态势。
- **2026年价格展望：**2026年磷酸铁市场价格以小幅调整为主。**产能方面：**截至2025年11月，我国磷酸铁有效产能499万吨/年，我们预计2026年实际新增产能或不超过40万吨，磷酸铁实际产量增长有限，主要来自于磷酸铁锂企业及磷化工企业。**需求方面：**随着下游动储景气度持续提升，磷酸铁的需求有望受益。

中国磷酸铁产能、产量及增速（万吨，%）

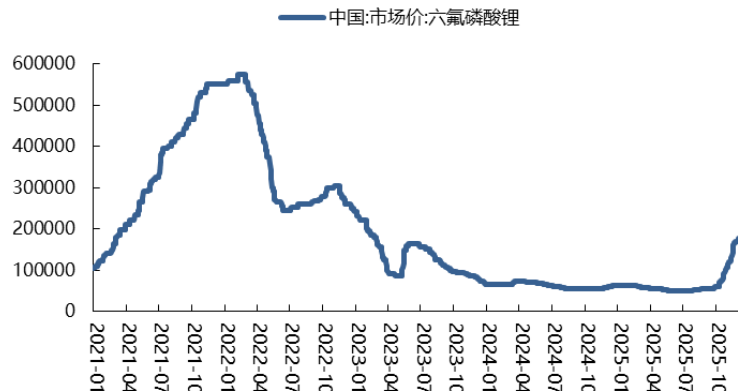


中国磷酸铁月度开工率 (%)

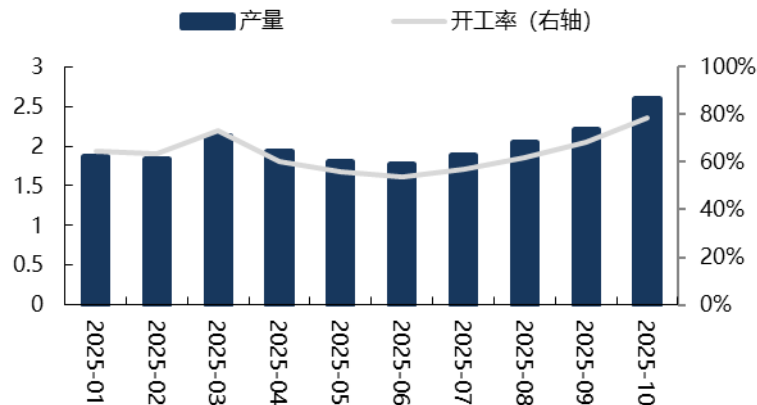


- **2025年价格回顾：**2025年国内六氟磷酸锂市场价格受成本和供需关系的双重影响，整体呈现“过山车”式先降后升的走势。**供给端：**前期行业低谷期导致产能出清，大量中小企业在环保和成本压力下退出市场。与此同时，新产能建设周期长达12-18个月，短期内难以快速释放。这使得主流企业普遍满产，库存接近清零，市场集中度显著提升。**需求端：**新能源汽车与储能产业的需求爆发是核心驱动力。2025年10月，我国新能源汽车销量达171.5万辆，同比增长19.93%；动力电池装机量84.1GWh，同比增长42.06%。储能市场需求的超预期增长，与新能源汽车形成双轮驱动，造成短期内供应短缺状态。**进出口政策：**11月7日商务部与海关总署宣布暂停执行锂电池及相关材料实施出口管制，直至2026年11月10日，这一变化为2026年的出口市场带来了确定性。
- **2026年价格展望：**2026年六氟磷酸锂市场价格呈现“阶段波动，高位震荡”的状态，仍有一定涨幅空间，下降空间较小。**产能方面：**新增产能项目陆续投产，行业新老产能交替。根据百川盈孚，2026E我国六氟磷酸锂产能新增79.83万吨/年，但大多企业处于观望状态，实际预计投产项目有限。**需求端：**下游终端电池厂相关订单较满，需求订单有望持续增长，储能市场发展空间广阔。

中国六氟磷酸锂价格（元/吨）

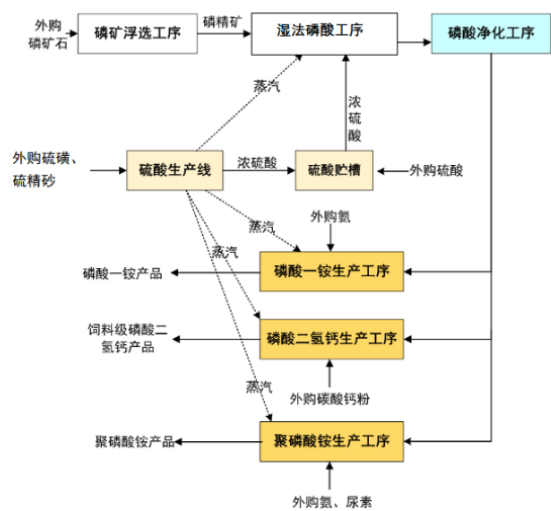


2025年中国六氟磷酸锂产量、开工率情况（万吨，%）



- **公司构建了“矿化一体”的完整产业链，正从传统磷化工向新能源材料战略转型。**公司以磷矿石开采为基础，主营饲料级磷酸二氢钙、消防用磷酸一铵等传统优势产品，同时大力发展电池级磷酸铁等新能源材料。
- **核心竞争力源于资源与技术的双重壁垒，以及前瞻性的产业链布局。**公司掌握上游磷矿资源，控股子公司福麟矿业拥有小坝磷矿、新桥磷矿及鸡公岭磷矿，控股子公司黔源地勘拥有老寨子磷矿的采矿权，参股公司天一矿业拥有老虎洞磷矿，形成“矿-磷-电-化”一体化产业链，确保原料自给和成本优势。拥有自主知识产权的“半水湿法磷酸技术”，具备收率高、能耗低的特点，并在磷石膏综合利用方面取得突破，兼具环保与经济效益。
- **正处于新能源材料产能快速释放的关键扩张期。**2025年重点推进福泉及广西基地的磷酸铁及配套产能的投产与爬坡，实现新能源材料的规模化供应。2026年及以后将继续扩大新能源材料产能，并深化磷石膏综合利用，提升资源效率与环保水平。
- **风险提示：**产品价格波动风险；项目建设不及预期风险；政策变动风险；行业波动风险。

公司主要产品生产工艺

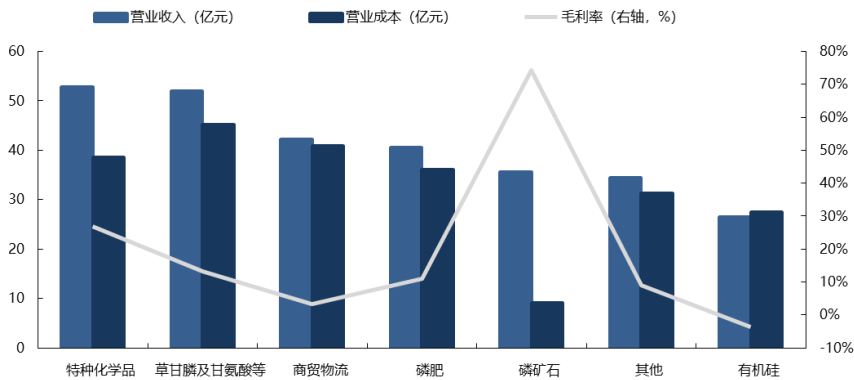


2024年川恒股份主要产品产能情况

主要产品	工厂	设计产能 (万吨/年)	产能利用率 (%)
磷酸二氢钙	福泉基地	30	113.78
	扶绥基地	15	57.89
	什邡基地	6	60.92
磷酸一铵	福泉基地	26	105.66
净化磷酸	扶绥基地	10	17.13
无水氟化氢	扶绥基地	3	-
商品磷酸	扶绥基地	20	156.37
磷酸铁	恒轩新能源	10	41.29

- **磷化工为盾，新材料为矛，周期板块富弹性。**公司主营产品包括磷矿石、特种化学品、农药产品、有机硅系列产品、肥料等，产品广泛应用于食品、农业、集成电路、汽车、建筑、化学等领域。
- **公司已形成磷硅硫盐氟的循环经济产业链。**现有食品级、医药级、电子级等9个门类26个系列674个品种，是全国精细磷产品门类最全、品种最多的企业之一，不断推进磷化工、硅化工、硫化工、盐化工、氟化工融合发展，形成了“资源能源为基础、精细化工为主导、关联产业相配套”的产业格局。
- **公司资源储备丰富。**根据2025年半年报，1) 公司现有磷矿储量近4亿吨，磷矿石产能585万吨/年，并控股参股三处合计储量为7.92亿吨的磷矿，其中公司预计宜安实业（公司控股）2025年投放400万吨/年磷矿产能，控股的荆州荆化、桥沟矿业和远安兴华所属磷矿处于探转采阶段，远期权益年产能有望达到1000万吨/年；2) 全资子公司宜都兴发现有磷酸一铵年产能20万吨、磷酸二铵年产能80万吨，并配套湿法磷酸（折百）年产能68万吨、精制净化磷酸（折百）年产能15万吨、硫酸年产能200万吨、合成氨年产能40万吨；3) 全资子公司河南兴发拥有复合肥年产能40万吨/年。
- **风险提示：**原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；产能建设进度不及预期；项目投产进度不及预期。

2024年兴发集团各业务情况



2024年兴发集团磷化工相关项目

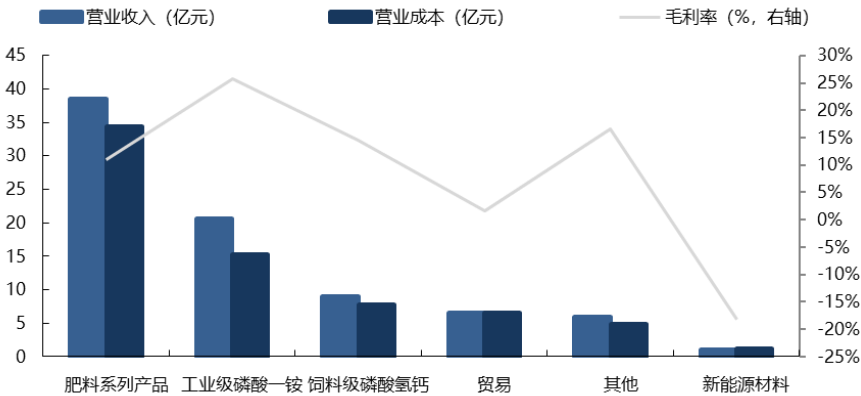
产品	运营主体	现有产能 (万吨/年)	规划产能 (万吨/年)	备注
磷矿石	公司整体	585		磷矿资源储量约3.95亿吨，拥有6个绿色矿山采矿权
	宜安实业		400	持股26%，拥有磷矿探明储量3.15亿吨，已取得采矿许可证
	荆州荆化			持股70%，拥有磷矿探明储量2.89亿吨，目前处于探转采阶段
	桥沟矿业			持股50%，拥有磷矿探明储量1.85亿吨，目前已取得200万吨/年的采矿权证
	兴华矿业			持股45%竞得远安县杨柳东矿区磷矿探矿权，处于探矿阶段
磷肥	宜都兴发	100		配套湿法磷酸（折百）产能68万吨/年、精制净化磷酸（折百）产能15万吨/年、硫酸产能200万吨/年、合成氨产能40万吨/年
复合肥	河南兴发	40		

- **公司立足于磷化工行业，布局磷化工全产业链。**公司主要产品为磷酸一铵、磷酸氢钙等磷酸盐产品以及各种复合肥产品，同时向上游布局了磷矿、磷酸、硫酸、液氨等原料和中间品。在上游资源端，2025年半年报披露公司拥有410万吨/年磷矿石原矿生产能力，同时2025年2月公司取得雷波县小沟磷矿（设计产能550万吨/年）参股权。两大传统生产基地分别位于四川德阳市绵竹新市工业园区和湖北襄阳南漳工业园区。
- **资源获取、技术研发和产业链协同的全面优势。**依托控股股东四川发展集团的背景，在磷矿资源获取和整合方面具备显著优势，保障了原料稳定供应。拥有先进的湿法磷酸精制技术和磷石膏综合利用技术，在产品质量和环保治理方面处于行业领先地位。
- **拟投建10万吨/年磷酸二氢锂项目，加码新能源材料布局。**2025年8月末，公司德阿项目6万吨/年磷酸铁锂装置已投产使用，10万吨/年磷酸铁装置主要设备安装基本完成；攀枝花项目5万吨/年磷酸铁产线部分装置平稳运行。此外，公司全资子公司德阳川发龙蟒新材料有限公司拟在四川省德阳基地投资3.66亿元建设10万吨/年磷酸二氢锂项目。
- **风险提示：**新项目投产不及预期风险；尿素价格下跌风险；极端天气风险；跨区域管理风险。

2024年川发龙蟒主要产品产能情况

主要产品	设计产能（万吨/年）	产能利用率（%）
工业级磷酸一铵	30	136.55
饲料级磷酸氢钙	44	73.88
肥料系列产品	136	120.41
磷酸铁锂	6（在建产能4万吨/年）	34.57
磷酸铁	5（在建产能10万吨/年）	-

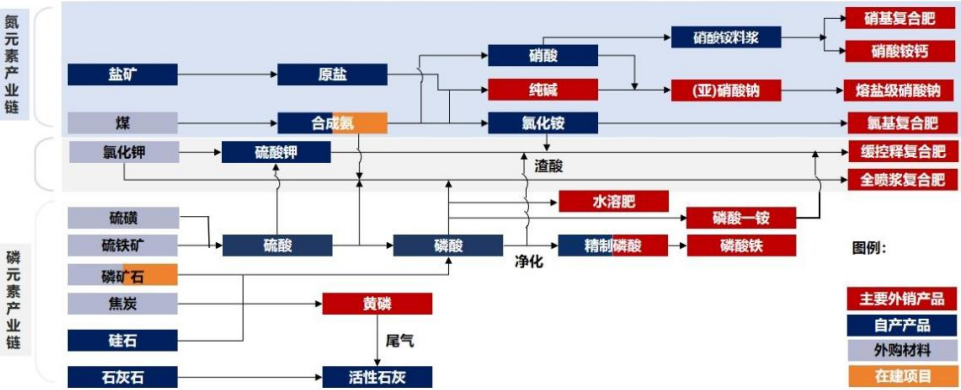
2024年公司主要产品经营情况



- **公司构建了“盐-碱-肥”全产业链布局，是磷复肥行业的重要参与者。**现已建成从上游盐矿、磷矿资源到下游除尿素以外的氮肥完整产业链、磷肥完整产业链，同时向下延伸拓展了新能源动力电池正极材料的前驱体磷酸铁，2024年公司拥有复合肥年产能745万吨，磷酸一铵年产能43万吨，生产基地分布在湖北荆州和湖北宜城，可生产肥料级磷酸一铵、工业级磷酸一铵、水溶性磷酸一铵及粉产品，产品充分满足自用后外销。
- **资源禀赋与产业链协同带来的成本优势。**2024年荆州新能源公司磷酸分级利用产业链全面达产，30万吨折纯湿法磷酸、15万吨精制磷酸产能落地，充分保障公司生产所需高品质磷酸的稳定供应，全面实现“磷矿-湿法磷酸-精制磷酸/工业级磷酸一铵-磷酸铁/磷复肥”高效利用，成本优势和协同效应显著提升。
- **雷波阿居洛呷磷矿项目有序建设中。**雷波阿居洛呷磷矿290万吨采选工程稳步推进，井下基建工程持续施工，地表选矿工程边坡治理及支挡工程有序开展；雷波牛牛寨东段磷矿400万吨采选工程已形成初步优化设计方案，正在开展后续准备工作；雷波牛牛寨西段磷矿已完成探矿工作，处于“探转采”阶段。
- **风险提示：**产能投放不及预期；产品价格波动风险；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

公司主要业务和产业链间的关联图

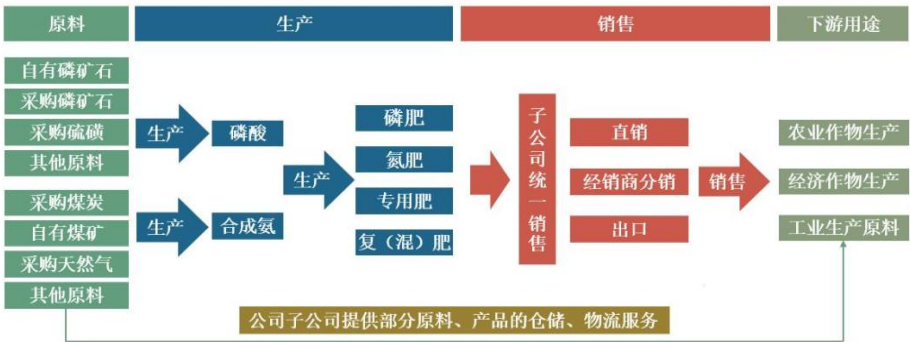
2024年云图控股主要产品产能情况



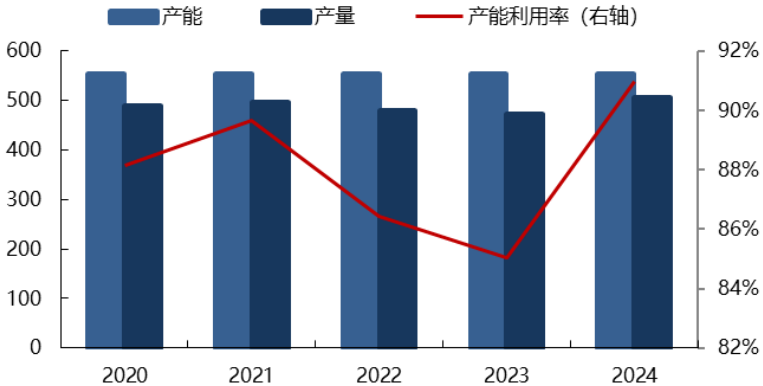
主要产品	设计产能 (万吨/年)	产能利用率 (%)
复合肥	745 (在建产能110万吨/年)	52.65
磷酸一铵	43	108.32
纯碱	60	96.59
黄磷	6	101.15
磷酸铁	5	106.76

- **国内化肥行业领先企业，不断强化产业链优势。**公司主要业务是化肥、磷矿采选、磷化工及新材料等，2024年，公司磷肥/尿素/复合肥/饲料级磷酸钙盐/聚甲醛/黄磷产能分别为555/260/185/50/9/3万吨/年，在云南、重庆、内蒙、青海等省市自治区建有10余个生产基地，产业规模位居前列。
- **磷矿储量及开采能力位居全国前列，公司磷肥具备成本及规模优势。**2024年，公司磷肥产能为555万吨/年，位居全国第二、全球第四，拥有磷矿资源储量近8亿吨，原矿生产能力1450万吨/年，磷矿储量及年开采能力均位居全国前列，可实现完全自给。自有磷矿石且规模及一体化优势导致中间过程成本较低。
- **公司持续夯实磷矿资源优势。**参股公司镇雄磷矿探转采工作快速推进，磷化集团昆阳磷矿二矿地采项目进入试运行阶段，450万吨/年磷矿浮选项目按计划施工建设。待该项目磷矿石产能释放后，将进一步提升公司磷矿自给率，为高价值磷肥及磷化工产品的稳定生产提供核心资源保障。
- **风险提示：**原材料、产品价格剧烈波动风险；行业产能过剩风险；不可抗力风险。

公司化肥产业链



云天化磷肥产能、产量、产能利用率（万吨/年，%）



2.7 有机硅：扩产周期步入尾声，国外产能计划退出，国内主要企业召开会议下调行业开工率

有机硅：扩产周期步入尾声，国外产能计划退出，国内主要企业召开会议下调行业开工率

- **2025年价格回顾：2025年有机硅DMC价格整体先扬后抑，Q4触底反弹，全年价格波动与供需变化、行业减产行动高度关联。**6月中旬创10200元/吨历史新低，11月攀升至12000-12500元/吨，且2025年前三季度平均亏损1204元/吨。**海外产能退出：**2025年海外有机硅高成本产能加速退出，陶氏化学计划2026年中期关闭英国14.5万吨/年硅氧烷产能。**国内反内卷：**2025年国内有机硅无新增产能，扩产周期步入尾声；11月12日鲁西化工牵头召开“救市攻坚会”，国内主要企业达成开工率统一下调30%的共识，计划12月初全面执行。
- **2026年价格展望：供需共振下进入上升通道。供给端：**2026年海外有机硅产能预计持续收缩，受欧洲能源成本高企、环保压力等影响，国际巨头竞争力薄弱，将进一步加剧全球供给紧张。国内有机硅仅新疆起亚有80万吨规划新增产能（进程存不确定性），扩产周期尾声态势延续，减产共识有望持续执行以优化供需格局。**需求端：**传统领域（建筑、纺织）需求边际改善，新兴领域（光伏、新能源汽车）保持高增速，出口市场持续增长。

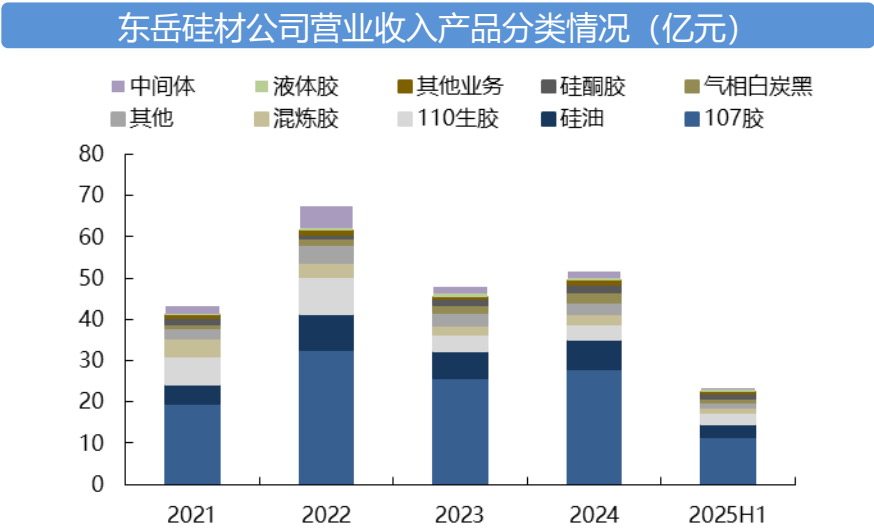
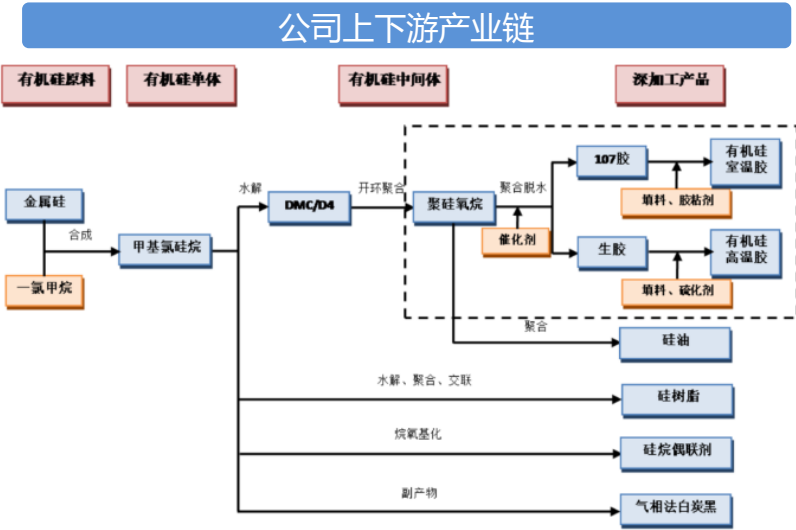
我国有机硅DMC价格（元/吨）



2025-2026年国内有机硅行业产能情况（万吨/年）

企业	2025年底产能	计划新增产能	投产时间
合盛硅业	86.5	-	-
江西蓝星星火有机硅	35	-	-
东岳硅材	30.1	-	-
兴发集团	30	-	-
新安股份	25	-	-
鲁西化工	25	-	-
三友化工	20	-	-
陶氏有机硅（张家港）	20	-	-
云南能投化工	15	-	-
其他	57.4	80（新疆起亚）	-

- **公司聚焦有机硅全产业链布局，是国内头部供应商之一。**2024年，公司拥有30万吨/年有机硅中间体产能，位列全球前十、国内前三，产品覆盖硅橡胶、硅油等490个牌号，核心生产基地位于山东淄博，宁夏设有下游深加工基地，产品广泛应用于电子封装、医疗、新能源汽车等领域。
- **公司具备显著规模、成本、研发优势。**技术端，截至2024年公司拥有90项授权专利，高端产品占比突出，甲氧基硅油、日化用低粘度甲基硅油、低含氢硅油等成功实现产业化生产，打破国外垄断；成本端，通过“煤-电-硅”一体化布局，工业硅自供率较高，产能利用率饱和，议价能力稳固。
- **2025年产能释放与复产并行。**公司吸取7月份的火灾事故教训，为提升本质安全化水平，推进实施“30万吨/年有机硅单体及20万吨/年有机硅下游产品深加工项目”单体合成装置安全和工艺提升项目。截至2025年12月5日，受火灾影响而停产的装置，已恢复生产。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险；原材料、能源价格波动风险。



数据来源：Wind，东吴证券研究所

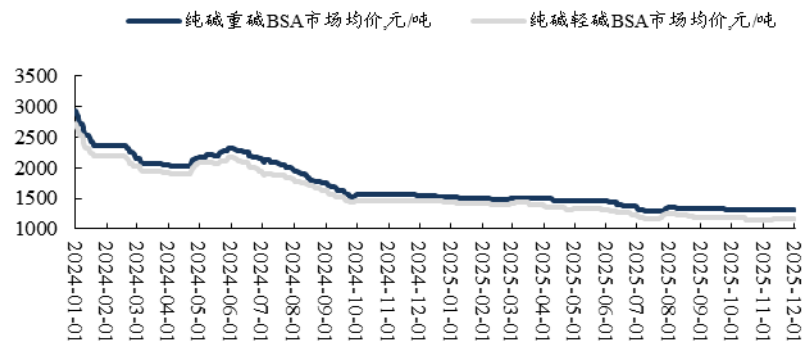
2.8 纯碱：行业现有和新增产能均受到调控，行业老旧产能面临评估与淘汰压力

纯碱：行业现有和新增产能均受到调控，行业老旧产能面临评估与淘汰压力



- **2025年价格回顾：2025年国内纯碱市场价格震荡下跌，期间虽阶段性回暖但涨幅有限。**2025年纯碱价格走势下行，7月中旬纯碱价格跌至近三年最低点。截至11月30日，国内轻质纯碱市场均价为1177元/吨，重质纯碱市场均价为1313元/吨。**供给端：**据百川盈孚统计，2024年中国国内纯碱总产能为4450万吨/年（包含长期停产企业产能375万吨），装置有效产能共计4205万吨/年。2025年纯碱行业产能显著增加，其中江苏德邦兴华化工科技有限公司、河南中天碱业有限公司新增纯碱产能逐步投产，共涉及产能90万吨/年；连云港碱业有限公司搬迁改建成功，涉及产能110万吨/年；湖北双环科技股份有限公司纯碱产能增至140万吨/年。**需求端：**2025年国内纯碱下游日用玻璃、焦亚硫酸、泡花碱、两钠、冶金、印染、水处理等行业需求表现相对稳定。
- **2026年价格展望：纯碱市场整体走势或仍偏弱。****供给端：**据百川盈孚统计，2025、2026年，纯碱行业预计仍有588、230万吨/年新增产能。**需求端：**2026年由于反内卷以及严格调控产能政策，以及沙河地区部分厂家面临煤改气计划，纯碱下游部分厂家装置或存有一定冷修计划。后续装置冷修计划仍需时间继续落实。

国内纯碱价格走势

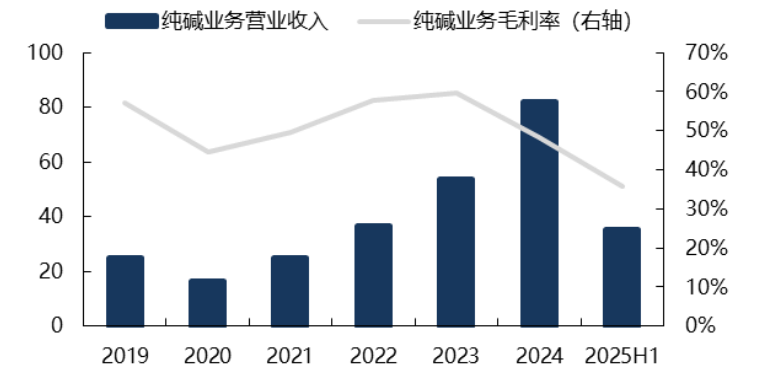


2025年底-2026年国内纯碱新增产能情况（万吨/年）

企业	新增产能	生产工艺	预计投产时间
内蒙古博源银根化工有限公司	280	纯碱-天然法	2025-12
应城市新都化工有限责任公司	70	纯碱-联碱法	2025-12
济源市迈捷环保科技有限公司	8	-	2025-12
湖南省雪天盐碱新材料有限公司	80	纯碱-联碱法	2026-12
湖北金江新材料科技有限责任公司	150	纯碱-联碱法	2026-12

- **公司纯碱业务以天然碱法生产为核心，是国内纯碱行业的龙头企业之一。**公司核心产品包括重质纯碱、小苏打等，2025年半年报披露公司纯碱在产产能达680万吨/年，生产基地主要分布在河南桐柏（安棚、吴城碱矿）及内蒙古阿拉善（查干诺尔碱矿、塔木素碱矿）区域，依托丰富的天然碱资源形成稳定生产布局。
- **资源禀赋与规模效应的双重支撑，成本优势尤为突出。**公司掌控国内优质天然碱资源，根据公司2025年半年报，塔木素碱矿保有矿物量达68433.82万吨，天然碱法工艺使其纯碱毛利率常年超40%，远高于联碱法、氨碱法同行；同时通过产能扩张与精细化管理，纯碱、小苏打产能均居国内前列，规模效应进一步摊薄单位成本。
- **收购银根矿业部分股权，二期天然碱项目已投料试车。**公司公告拟现金收购博源工程、铜陵和生所持银根矿业10.65%股权，交易后公司持股比例将达到70.65%。银根矿业全资子公司银根化工主营纯碱、小苏打业务，规划总产能为780万吨/年纯碱、80万吨/年小苏打，分两期建设：一期500万吨/年纯碱、40万吨/年小苏打已达产；二期第一条 100万吨/年纯碱生产线，已于2025年12月9日投料试车，正对装置进行调试、优化和完善。此外，银根化工120万吨/年碳回收制小苏打项目已完成备案，环评、节能审批等手续正在办理中。
- **风险提示：**产品价格波动风险；原材料价格上涨风险；项目投产进度不及预期。

公司纯碱业务营业收入、毛利率（亿元、%）



2024年公司主要产品产能情况

主要产品	设计产能 (万吨/年)	产能利用率 (%)	在建产能 (万吨/年)	投资建设情况
纯碱	680	84.92	280	建设阶段
小苏打	150	95.49	40	建设阶段
合成氨/尿素	80/154	111.61	0	不适用

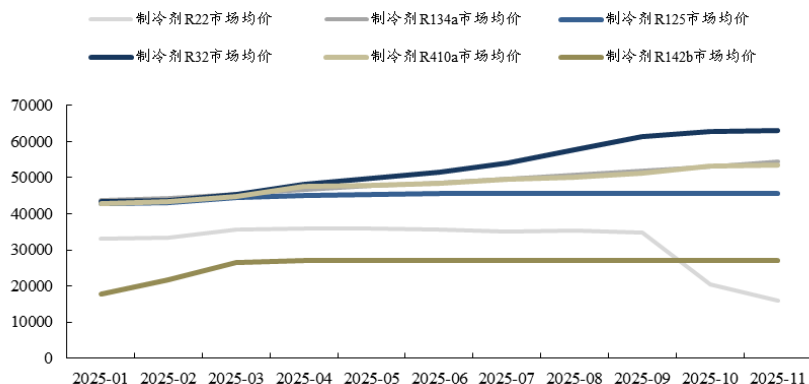
2.9 氟化工：下游AI需求提升带动液冷需求

■ 2025年价格回顾：2025年，氟化工行业整体迎来高景气周期，呈现“供应偏紧、需求稳定、博弈加剧”特征。

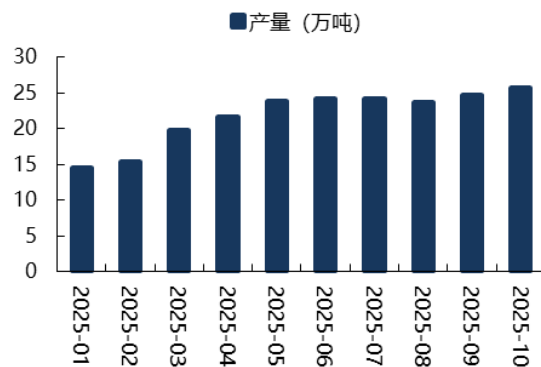
供应端：生态环境部在2024年12月核发的2025年氢氟碳化物（HFCs）配额，从源头锁定了三代制冷剂的供应总量。同时，第二代制冷剂（HCFCs）的生产配额在2025年被进一步削减，龙头企业主导了定价权。**需求端：**下游空调、汽车等领域的需求提供了坚实支撑。此外，存量空调的维修市场以及新能源汽车产量的提升，共同拉动了制冷剂需求。**AI液冷：**随着AI算力需求爆炸式增长，作为数据中心散热革命性技术的浸没式液冷迎来风口。其核心介质—电子氟化液的市场空间被迅速打开。

■ 2026年价格展望：紧平衡支撑高位景气。政策方面：生态环境部已于2025年10月发布《2026年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》，2026年二代制冷剂（HCFCs）生产配额总量设定为15.14万吨，其中R22生产配额同比2025年削减了3000吨，这意味着传统制冷剂的供应将进一步缩紧；三代制冷剂（HFCs）配额总量与2025年基本保持一致，但政策赋予了生产企业更高的生产灵活性，不同品种间的配额调整比例上限由10%提升至30%，这有利于企业根据市场需求灵活调整产品结构。**需求端：**传统与新兴动能并举，根据Skyquest，预计全球液冷市场规模2025以及2032年市场规模将分别达到45/194亿美元，2025年-2032年CAGR达23%。

2025年1-11月各类制冷剂价格（元/吨）



2025年1-10月中国萤石产量

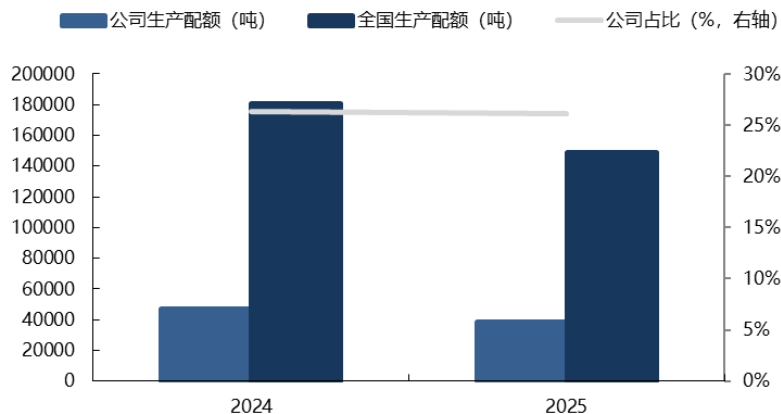


- **公司是国内氟化工行业龙头企业，拥有完整的氟化工产业链。**主营产品包括氟制冷剂、氟聚合物、含氟精细化学品等，其中第三代制冷剂（HFCs）产能规模位居全球前列。公司现有三大生产基地，全部位于浙江，其中衢州生产基地是公司主要生产基地。
- **公司为制冷剂全球龙头企业，是国内唯一拥有第一至四代含氟制冷剂系列产品的企业。**公司第二代氟制冷剂R22生产配额处国内第二位（其中，内用配额处第一位）；第三代氟制冷剂生产配额及主流单品种生产配额处于第一位（占有率远高于其他企业）。第四代含氟制冷剂（HFOs）品种及有效产能国内领先（现运营两套主流HFOs生产装置，产能约8000吨/年；计划通过新建+技术改造新增产能近5万吨）。
- **产能持续扩张，高附加值含氟材料陆续投产。**随着公司本埠1万吨/年高品质可熔氟树脂、500吨/年全氟磺酸树脂一期250吨/年项目、1万吨/年FEP等扩建项目和甘肃巨化高性能氟氯化工新材料一体化项目的建成，以及持续对高性能氟聚合物材料高强度的投入，带动公司氟化工业务高端化升级进阶。
- **风险提示：**制冷剂行业政策发生变化；下游需求不及预期；原材料价格大幅波动；在建项目进展不及预期。

巨化股份生产基地处全国萤石富集区域

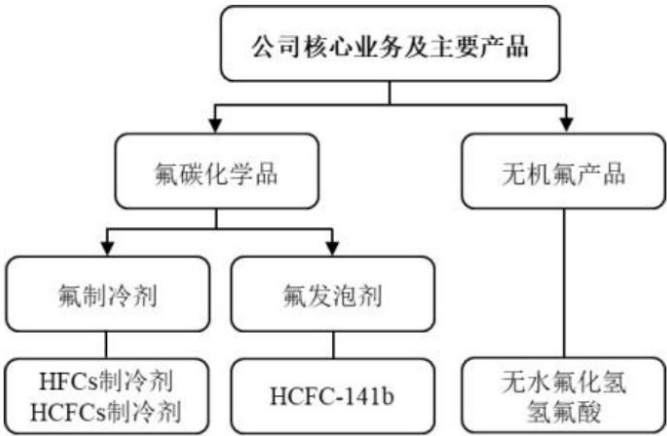


2025年HCFCs生产配额

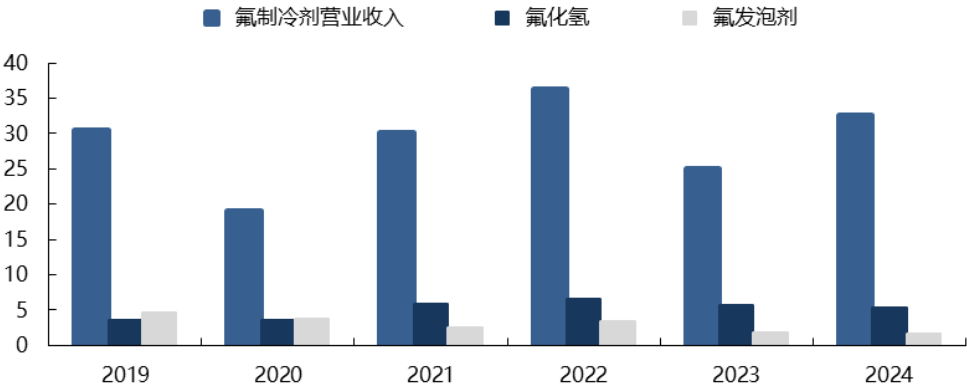


- **公司是专业从事氟化工产品研发生产的领先企业，产品结构完整且产能优势明显。**主营产品涵盖氟制冷剂、氟发泡剂、无机氟等，其中第三代制冷剂R32、R134a等产品产能位居行业前列。根据2024年年报，公司拥有HFC-134a产能6.5万吨、HFC-125产能5.2万吨、HFC-32产能4万吨、HFC-143a产能1万吨，拥有AHF产能22.10万吨，HFCs制冷剂和AHF产能位居行业前列，生产基地主要分布在浙江武义、江苏如东等地，形成了完善的产业布局。
- **丰富的产品组合以及绿色高效的生产工艺。**通过产业链协同和精细化管理，建立了完善的成本管控体系，同时在产品研发和质量控制方面保持行业领先水平。
- **氟聚合物项目加速落地，新型制冷剂研发打开长期空间。**公司持续推进产业链一体化布局，福建东莹六氟磷酸锂项目已进入试生产阶段，浙江三美聚全氟乙丙烯及聚偏氟乙烯项目主体工程完工，规划产能各5000吨，有望切入新能源电池粘结剂、光伏背板膜等高增长领域。此外，公司联合高校推进HFO系列发泡剂研发，瞄准HFCs削减后的替代市场，技术储备已覆盖混配制冷剂、含氟精细化学品等方向，为未来行业切换期抢占先机奠定基础。
- **风险提示：**新项目投产不及预期风险；尿素价格下跌风险；极端天气风险；跨区域管理风险。

公司核心业务及主要产品

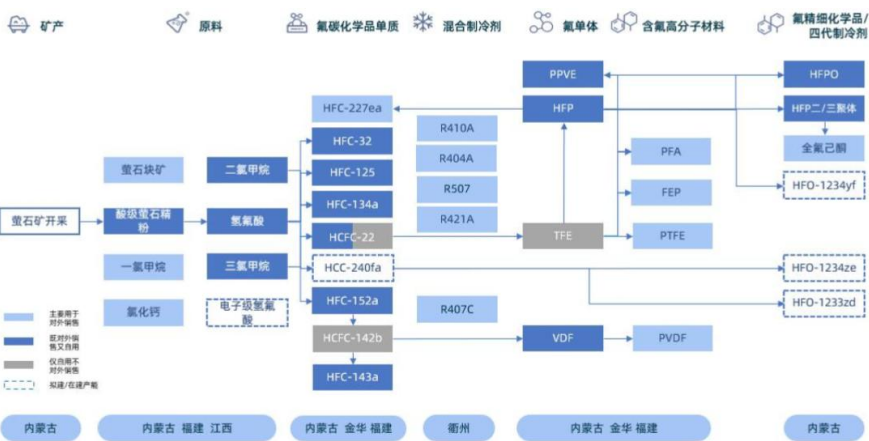


2019-2024年公司三大产品营业收入（亿元）



- **产品线覆盖从基础原料到高端含氟聚合物。**主营产品包括氟碳化学品、含氟高分子材料及其单体，其中HCFC-142b等产品在细分领域具有重要地位。根据2025年半年报，公司具备氟碳化学品产能约19万吨/年，含氟高分子材料及单体产能约8.28万吨/年，生产基地分布在浙江衢州、内蒙古乌兰察布和福建邵武。
- **资源保障与配套优势。**在资源端，公司拥有3个萤石采矿权和2个探矿权，截至2025上半年，已经探明萤石保有资源储量达到485.27万吨矿石量，奠定核心原料基础。公司根据不同生产基地的资源禀赋合理布局生产环节，优化资源配置。
- **公司正处于产能扩张和产品结构升级的快速发展期。**现有产能方面，公司通过优化邵武永和等生产基地的产线运行效率，提升HFP、FEP、PTFE、PFA等产品的优等品率与产销规模，推动邵武永和从“产能建设”向“效益释放”阶段转型，邵武永和自2024年第四季度起实现持续盈利。新建产能方面，公司目前在建项目包括邵武永和新型环保制冷剂及含氟聚合物等氟化工生产基地项目、包头永和新材料有限公司新能源材料产业园项目等，产能包括8万吨氢氟酸、超3万吨含氟高分子材料及4.3万吨第四代制冷剂。
- **风险提示：**行业周期性波动风险；重要原材料价格上行的风险；技术研发及新产品替代风险；产业政策调整风险。

公司主要氟化工产品布局图



2024年永和股份主要产品产能情况

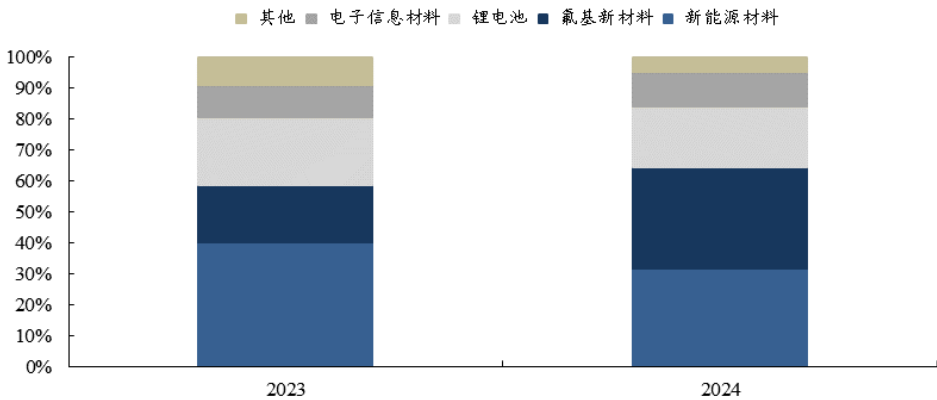
主要厂区或项目	设计产能（万吨/年）	产能利用率（%）
氟碳化学品	19	71.97
含氟高分子材料	8.28	73.27
化工原料	48.7	78.65
氟碳化学品-分装混配业务	9.72	55.28
含氟精细化学品	0.7	24.35

- **公司是全球重要的氟化工企业，核心业务聚焦新能源电池材料及传统氟化盐。**公司是无机氟化工龙头企业，主要产品包括六氟磷酸锂、电子级氢氟酸及铝用氟化盐等，具备六氟磷酸锂的规模化生产能力，拥有双氟磺酰亚胺锂（LiFSI）等其他新型电解质的千吨级生产线，电子级氢氟酸年产能6万吨，生产基地主要分布在河南焦作、宁夏中卫及云南昆明等地。
- **产能布局清晰，具有规模化优势。**公司工艺技术先进兼具一体化优势，具备“氟资源→氢氟酸及电子级氢氟酸→氟化锂→六氟磷酸锂→锂电池”完整的产业链，成本优势显著，公司现已覆盖几乎全部的日本、韩国客户，且与多家日、韩客户达成独家供应合作。
- **多领域加快产能扩张，巩固规模效益，保持技术领先地位。**2024年公司设计产能包括无水氟化铝33万吨/年、六氟磷酸锂6.5万吨/年，电子级氢氟酸6万吨/年以及新能源电池8.5GWH/年，在建有3万吨/年无水氟化铝及配套冰晶石项目、年产10万吨锂离子电池电解液关键材料项目、年产2万吨电子级氢氟酸项目、年产8GWH动力电池项目和20GWH锂电池项目。
- **风险提示：**宏观经济与市场波动风险，公司规模扩大导致的管理风险，产品和技术更新风险，环保及安全生产风险。

2024年多氟多主要产品产能情况

主要产品	设计产能	投资建设情况 (目前在建项目)
无水氟化铝	33万吨/年 (在建产能3万吨/年)	3万吨/年无水氟化铝及配套冰晶石项目
六氟磷酸锂	6.5万吨/年 (在建产能3万吨/年)	年产10万吨锂离子电池电解液关键材料项目
电子级氢氟酸	6万吨/年 (在建产能2万吨/年)	年产2万吨电子级氢氟酸项目
新能源电池	8.5GWH/年 (在建产能9GWH/年)	年产8GWH动力电池项目、20GWH锂电池项目

公司营业收入拆分



三、风险提示

- **经济衰退风险：**若出现经济衰退的情况，可能影响原油需求。
- **OPEC石油供应计划变动风险：**若OPEC调整原油供应计划，将会对供需平衡产生影响。
- **地缘政治风险：**地缘风险会影响国家原油生产供应。
- **终端需求低迷：**石油产品下游需求不及预期，将影响原油需求。
- **原材料价格波动：**若原材料价格大幅上升，公司成本端承压，影响业绩。
- **项目投产不及预期：**项目达产进度缓慢，将影响公司盈利水平。

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500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）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园