

强于大市

不确定背景下的确定性

过去半年化工品涨价回顾分析及展望

化工行业底部企稳向上，但价格和景气修复节奏被2026年2月底爆发的中东冲突打乱，地缘冲突带来较大不确定性，但三点确定性趋势或孕育投资机会：1.化工能源及生产成本中枢抬升；2.我国在全球化工产业链中的优势和份额会进一步增加；3.国内供给端优化仍在持续推进。

支撑评级的要点

- **PPI及化工PPI分别于2026年3月、4月同比增速转正。**2022年10月开始，我国PPI、化工PPI同比增速进入负增长区间。2025年11月开始，国内PPI同比降幅持续收窄，至2026年3月同比增速转正。化工PPI自2026年以来增速修复并于4月转正，为4.3%。
- **供给端边际优化，推动较多化工品种价格底部回暖：**2025年10月至2026年2月，新能源材料、维生素、化肥、化纤、橡胶、农药、聚氨酯等产业链多个化工品价格温和修复，涨价品种主要集中于供给格局边际优化的子行业和产业链环节。从价格分位数来看，染料、化纤、氮肥、农药等产业链景气度修复，但价格仍处于历史较低分位数，或仍存在继续修复空间。从驱动因素上看，投资扩建持续放缓、“反内卷”及“双碳”等政策实质性落地、龙头企业推行行业自律、供应端突发扰动等因素共同推动供应端优化，是本轮化工品价格温和回暖的主要原因。
- **地缘冲突引发化工品种普涨行情：**中东地缘冲突爆发后，化工品价格进入第二阶段。2026年3月1日至4月17日，我们统计的407个化工品种中，有335个迎来价格上涨，化工品进入价格普涨行情。地缘冲突从成本和供给两方面推动化工品价格剧烈波动，83个品种涨价至历史（2017年1月1日以来）90%以上分位数水平。
- **把握化工行业确定性趋势。**影响美伊局势后续演变因素较多，但我们认为有三点确定性较强：1.化工能源及生产成本中枢抬升。中东能源生产难以短期恢复，运输费用、保险费用等间接成本或将中长期维持相对高位，加之风险溢价、各国战略储备需求等因素共同作用，国际能源价格中枢将会抬升。传导至下游化工品，随着企业原有低价库存消耗完毕，化工生产成本压力将会在未来进一步显现。2.我国在全球化工产业链中的优势和份额会进一步增加。欧洲、日韩等传统化工优势地区高度依赖进口中东原油、LNG，不可抗力因素导致多产能关停降负。而我凭借多元化进口、战略能源储备及国内自主产能，能源安全韧性较强，受外部冲击影响相对可控。同时，我国丰富煤炭资源及完善的煤化工产业链，在原油、LNG价格高企下，体现成本优势。3.国内供给端优化持续推进。尽管原料成本上涨打乱化工品景气温和修复节奏，但对供给端优化的中长期趋势没有影响。一方面，对于供需格局改善、“反内卷”推进的子行业，成本提升有助于价格落实，另一方面，对于格局分散、有待出清的子行业，中小企业及高能耗工艺路线出清加速。

投资建议

- 估值方面，截至5月22日，SW基础化工市盈率（TTM剔除负值）为28.50倍，处在历史（2002年至今）81.85%分位数；市净率为2.53倍，处在历史70.62%分位数。SW石油石化市盈率（TTM剔除负值）为14.61倍，处在历史（2002年至今）43.64%分位数；市净率为1.38倍，处在历史47.11%分位数。考虑到本轮行业扩产已近尾声，“双碳”、“反内卷”等措施有望催化行业盈利底部修复，同时新材料受益于下游需求的快速发展，有望开启新一轮高成长，长期来看化工产业链全球市占率与竞争力持续提升，维持行业“强于大市”评级。推荐三条投资主线：
 - 1、优质化工资产价值重估。上游方面，能源央企承担增储上产与能源保障的核心任务，具备资源、技术优势，油价中枢上移、能源安全更加重要的背景下，上游油气央企有望迎来盈利与估值的同步提升。中下游方面，在我国化工产业全球竞争力持续提升的背景下，具备产业链一体化的龙头企业，在原料供应、能源效率、生产成本等方面的优势进一步凸显。此外，我国轻烃、煤化工资产抵御能源价格波动能力较强，中高油价下盈利优势放大。
 - 2、美伊冲突后化工品剧烈波动，并未改变化工行业供给优化的长期逻辑，“双碳”、“反内卷”等持续催化，关注供需格局持续向好子行业。包括炼化、聚酯、染料、有机硅、农药、制冷剂、磷化工、PVC等。
 - 3、下游行业快速发展，新材料加速国产化替代。日本、韩国在半导体材料、碳纤维、电池材料等高端化工材料领域拥有较深技术壁垒，我国新材料企业加速追赶。随着下游领域持续发展、先进技术迭代，国内相关材料企业有望迎来发展良机。
- 推荐：中国石油、中国海油、卫星化学、宝丰能源、万华化学、华鲁恒升、新和成、中国石化、恒力石化、东方盛虹、桐昆股份、新凤鸣、浙江龙盛、兴发集团、扬农化工、利尔化学、联化科技、巨化股份、云天化、赛轮轮胎、安集科技、雅克科技、鼎龙股份、江丰电子、彤程新材、圣泉集团、东材科技、中材科技、莱特光电、蓝晓科技等。

评级面临的主要风险

- 油价异常波动风险，国际贸易摩擦风险，周期持续下行风险，行业竞争加剧风险，项目进展不及预期风险，汇率变动的风险。

相关研究报告

《化工行业周报 20260524》20260524
 《化工行业周报 20260517》20260518
 《化工行业 2026 年一季报综述》20260513

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

基础化工

证券分析师：余媛媛

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

证券分析师：赵泰

tai.zhao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300525100001

目录

周期定位：PPI 拐头向上，化工产品经历两阶段价格上涨	4
2026 年 3 月 PPI 同比增速转正	4
过去半年化工品涨价情况分析	5
第一阶段：供需格局好转促进化工品价格、价差修复	5
第二阶段：中东局势主导的化工品价格普涨	11
不确定性中的确定性锚点	13
一、无论冲突如何演变，全球能源及成本中枢将会抬升	13
二、凭借独特的资源结构、完整的产业链配置和能源自主可控，中国化工产业长期竞争力提升	14
三、国内化工供给优化加速，龙头话语权持续增强	16
投资建议	18
小结	18
投资建议	18
风险提示	19

图表目录

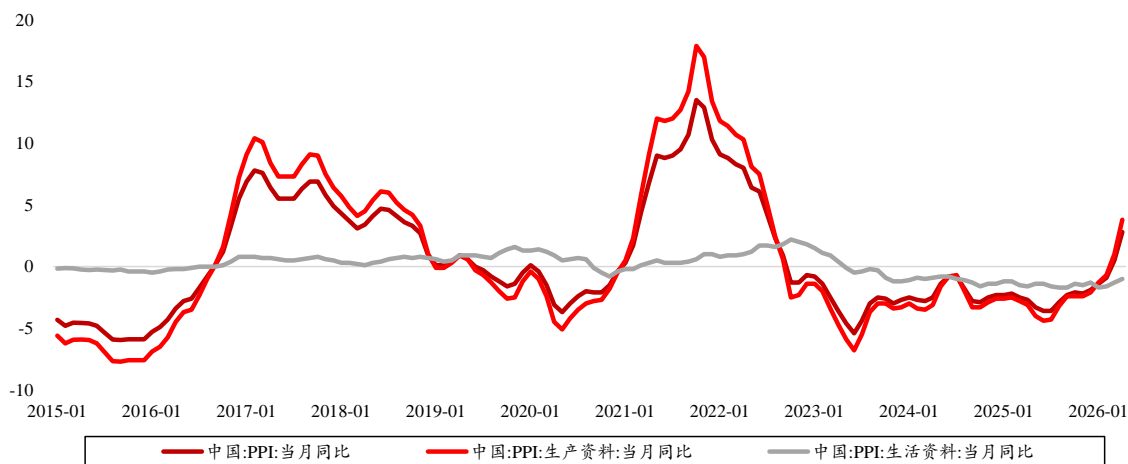
图表 1. 我国 PPI 同比数据 (单位: %)	4
图表 2. 化学工业 PPI 同比数据 (单位: %)	4
图表 3. 一阶段能源价格变化幅度	5
图表 4. 一阶段重点跟踪化工品种涨价情况 (单位: %)	6
图表 5. 重点跟踪化工品种价格分位数 (截至 2026 年 2 月 28 日) (单位: %)	7
图表 6. 化学原料及化学制品、橡胶和塑料制品固定资产完成额增速回落(单位: %)	8
图表 7. 2025 年末基础化工行业在建工程增速转负	8
图表 8. 2024 年以来倡导“反内卷”的会议或报告	8
图表 9. 2024 年以来化工行业倡导“反内卷”的会议或报告	10
图表 10. 第二阶段化工品价格普涨 (单位: %)	11
图表 11. 处于历史较高分位数水平的产品 (截至 2026 年 4 月 17 日)	12
图表 12. 石油产业链相关子行业存货周转天数 (单位: 天)	13
图表 13. 俄乌冲突后全球化工产能关停情况 (不完全统计)	14
图表 14. 中东冲突以来全球烯烃产品减产情况 (不完全统计) (单位: 万吨)	15
图表 15. “三桶油”油气当量产量 (2021-2025 年) (单位: 百万桶)	15
图表 16. 我国聚乙烯工艺路线占比 (2025 年)	15
图表 17. 我国聚丙烯工艺路线占比 (2025 年)	15
图表 18. 我国甲醇工艺路线占比 (2024 年)	16
图表 19. 我国乙二醇工艺路线占比 (2024 年)	16
图表 20. 龙头企业净利率优于行业整体水平 (单位: %)	16
图表 21. 优秀企业资本开支情况	16

周期定位：PPI 拐头向上，化工产品经历两阶段价格上涨

2026 年 3 月 PPI 同比增速转正

PPI 同比增速连续 41 个月为负，至 2026 年 3 月转正。2022 年 10 月至 2026 年 2 月，我国 PPI 同比增速连续 41 个月为负。随着国际大宗商品价格传导、部分行业供需结构和市场竞争秩序改善，以及部分行业需求提升，2025 年 11 月以来，PPI 同比增速出现企稳迹象。2025 年 11 月至 2026 年 2 月，PPI 同比分别为 -2.2%、-1.9%、-1.4%、-0.9%，降幅持续收窄。2026 年 2 月底爆发的中东地缘冲突导致国际能源价格上涨，进一步加快了 PPI 修复节奏，2026 年 3、4 月我国 PPI 同比增速分别为 0.5%、2.8%。

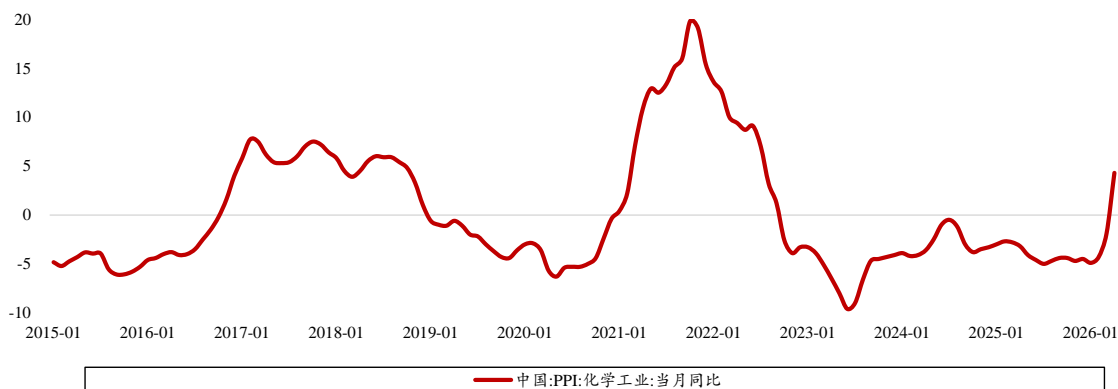
图表 1. 我国 PPI 同比数据（单位：%）



资料来源：Wind，中银证券

2026 年化工行业 PPI 持续修复，至 4 月转正。化学工业 PPI 自 2022 年 10 月开始进入同比负增长区间，与总体 PPI 一致。期间，化学工业 PPI 在 2024 年 6-7 月出现短暂改善（同比降幅收窄至 1% 以内），但此后呈现加速下跌趋势。2026 年 1-3 月，我国化工行业 PPI 分别同比 -4.9%、-4.3%、-1.9%，降幅持续收窄，4 月化工行业 PPI 同比增速转正，为 4.3%。

图表 2. 化学工业 PPI 同比数据（单位：%）



资料来源：Wind，中银证券

过去半年化工品涨价情况分析

统计 2025 年 10 月以来主要化工品种价格走势，涨价呈现明显的“两阶段”特征：第一阶段，随着供给格局边际改善，部分化工品种价格缓慢复苏；第二阶段，地缘局势变化从成本和供给两方面影响大宗化工品价格，大部分产品价格明显上涨，部分产品价格快速上涨至历史高位。

第一阶段：供需格局好转促进化工品价格、价差修复

第一阶段（2025.10-2026.2）：化工品价格底部修复。该阶段的主要特点为：

1) 上游能源价格温和上涨。原油方面：2023-2024 年，整体供过于求格局下，国际原油价格中枢持续下行。2025 年叠加美国关税政策多变及 OPEC+ 增产影响，下行速度进一步加快，年内 WTI 期货结算价均价为 64.80 美元/桶，较 2024 年下降 14.46%。2025 年底至 2026 年初，随着伊朗国内局势恶化及美国总统特朗普威胁军事干预，地缘政治的紧张情绪有所升温，国际油价小幅上涨。**煤炭方面：**2022 年以来国内煤炭产能释放叠加进口煤涌入，整体供需偏宽松。2025 年上半年我国煤炭供需缺口继续扩大，价格持续回落，但下半年供给受“查超产”、安监检查等因素扰动，叠加旺季电力耗煤偏强，价格回升。总体来看，2025 年全年动力煤价格指数（5500，含税）平均为 702 元/吨，较 2024 年下降 18.45%。2026 年以来，国内煤炭价格表现较强，主要由于重要进口国印尼供给收缩导致进口煤价格优势减弱。**天然气方面：**2025 年欧洲、亚洲天然气价格表现平稳，根据上海石油天然气交易中心数据，2025 年欧洲 TTF、亚洲 JKM 均价分别为 12.00 美元/MMBtu、12.23 美元/MMBtu，较 2024 年均价同比提升 9.39%、2.69%。我国天然气国内产量稳步增长，进口来源多元，供给宽松下价格保持相对稳定。

图表 3. 一阶段能源价格变化幅度

品种	单位	2025.10.1 价格	2026.2.28 价格	区间涨跌幅(%)	价格变化原因
WTI 原油	美元/桶	61.78	67.02	8.48	地缘局势升温
动力煤价格指数：5500（含税）	元/吨	706	750	6.23	国内查“超产”、印尼供给收缩
国内液化天然气出厂价	元/吨	4,031	3,654	(9.35)	供给宽松

资料来源：百川盈孚，中银证券

注：数据统计区间为 2025 年 10 月 1 日至 2026 年 2 月 28 日

2) 多产业链呈现价格上涨，部分产业链上游涨幅大于下游。我们统计了 407 个化工品种在 2025 年 10 月 1 日至 2026 年 2 月 28 日的价格变化，其中有 195 个品种价格上涨，45 个品种价格持平，167 个品种价格下跌。新能源材料、维生素、化肥、化纤、橡胶、农药、聚氨酯等产业链均有产品价格上涨。从上涨幅度看，新能源材料较多品种价格上涨明显，其中电池级碳酸锂、氢氧化锂、六氟磷酸锂、磷酸铁锂期间价格涨幅分别为 135.93%、112.66%、100.00%、71.63%；主要化肥品种价格均回暖，磷酸一铵、尿素、氯化钾（60%，老挝）价格分别上涨 43.66%、10.86%、8.20%，但期间磷肥原料硫磺价格上涨 52.17%，磷肥价差有所收窄；化纤产业链产品价格整体上涨，但终端产品涨价幅度不及上游，如期间己内酰胺价格涨幅为 20.24%，而锦纶切片、锦纶 FDY 涨幅分别为 16.84%、6.56%，PTA 价格涨幅为 13.66%，但涤纶短纤、涤纶长丝价格仅上涨 3.33%、4.60%。

图表 4. 一阶段重点跟踪化工品种涨价情况 (单位: %)

产业链	品种	价格涨幅
新能源材料	电池级碳酸锂	135.9
	氢氧化锂	112.7
	六氟磷酸锂	100.0
	磷酸铁锂	71.6
维生素	叶酸	68.7
	烟酸	33.3
	维生素 E	5.5
化肥	硫磺	52.2
	磷酸一铵	43.7
	尿素	10.9
	氯化钾	8.2
化纤	己内酰胺	20.2
	锦纶切片	16.8
	锦纶 FDY	6.6
	PTA	13.7
	涤纶短纤	3.3
	涤纶工业长丝	4.6
橡胶	有机硅中间体	26.1
	天然橡胶	15.6
	防老剂	16.5
氟化工	顺丁橡胶	12.7
	R125	16.5
	聚四氟乙烯	14.9
	R134a	11.5
聚氨酯	甲苯	4.7
	苯胺	16.2
	TDI	11.6
农药	纯 MDI	1.4
	呋虫胺	10.3
	甘氨酸	5.3

资料来源: 百川盈孚, 中银证券

注: 数据统计区间为 2025 年 10 月 1 日至 2026 年 2 月 28 日

3) 多数品种价格仍处于历史较低水平。截至 2026 年 2 月 28 日, 我们统计的 407 个化工品种中, 价格分位数 (时间区间为 2017 年 1 月 1 日至 2026 年 2 月 28 日) 处于 50% 以下的品种有 282 个, 占比为 69%, 仍有多数品种价格处于历史较低水平。根据价格分位数及价格分位数期间变化两个维度, 可以将主要化工品价格表现划分为四种类型: 1) 景气度维持高位, 主要包括磷肥、制冷剂等。上游原料磷矿石供需紧平衡, 硫磺国际供应收缩, 磷肥整体价格维持较高水平; 制冷剂供给受配额影响, 议价能力较强, 价格保持高位。2) 景气度提升, 价格已经处于历史相对高位, 主要包括新能源材料、合成橡胶等。随行业产能出清及下游需求释放, 新能源锂电材料由上游碳酸锂至下游正极材料及溶剂均迎来价格上涨, 截至 2026 年 2 月 28 日, 磷酸一铵、碳酸锂、磷酸铁锂等材料价格已处于历史较高水平。3) 景气度有所提升, 但仍处于历史相对较低期间, 染料、化纤、氮肥、农药等较多化工品种均属于此类。如己内酰胺、锦纶、精草铵膦、功夫菊酯等品种价格触及历史最低点后小幅回升, 但仍处于历史相对低位。4) 价格持续低迷。纯碱、PVC 等产品受供给过剩且下游需求疲软影响, 价格持续处于低位。

图表 5. 重点跟踪化工品种价格分位数（截至 2026 年 2 月 28 日）（单位：%）

	产业链	品种	当前价格分位数	价格分位数变化
景气度维持高位	磷肥	磷矿石	72.8	(3.4)
		硫磺	98.7	2.7
		磷酸一铵	96.3	9.4
		磷酸二铵	95.9	4.9
	制冷剂	无水氢氟酸	90.9	4.8
		R125	97.4	5.3
景气度提升至高位	新能源材料	R134a	97.7	(2.2)
		工业级磷酸一铵	91.6	17.5
		电池级碳酸锂	76.6	52.5
		磷酸铁锂	63.7	53.4
	合成橡胶	六氟磷酸锂	55.6	44.9
		EC	50.7	23.5
景气度低位，但有所提升	染料	顺丁橡胶	60.2	33.7
		丁苯橡胶	66.5	28.5
		分散染料	30.1	30.1
	化纤	活性染料	57.4	5.5
		己内酰胺	16.9	16.4
		锦纶切片	15.7	15.4
		锦纶 FDY	7.6	7.6
		PTA	44.2	29.5
		涤纶短纤	22.3	9.9
	氮肥	涤纶工业长丝	52.1	15.1
		尿素	35.7	25.0
		草铵膦	11.3	7.4
	农药	精草铵膦	38.9	38.7
		功夫菊酯	9.9	9.9
		氯虫苯甲酰胺	43.3	25.9
纯碱	甘氨酸	28.3	15.8	
	高效氯氟菊酯	31.1	7.0	
	轻质纯碱	5.5	3.6	
氯碱	重质纯碱	0.5	(0.1)	
	PVC（电石法）	5.5	4.8	
	电石	3.8	(5.1)	
		PVC（乙烯法）	3.4	1.0

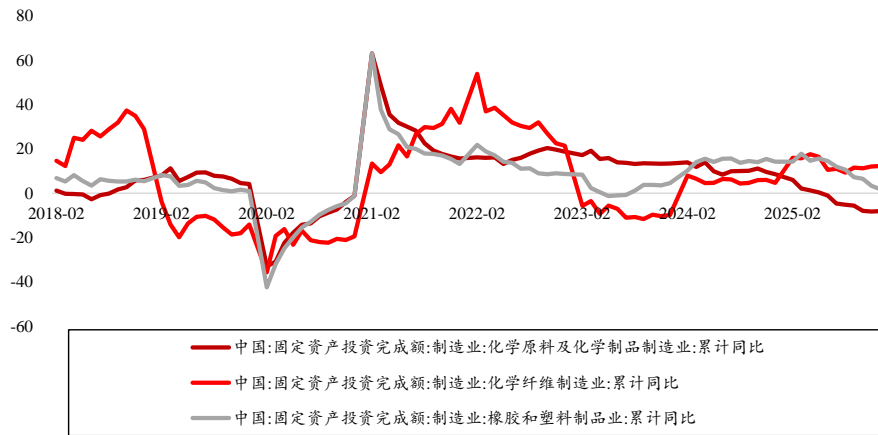
资料来源：百川盈孚，中银证券

注：价格分位数统计区间为 2025 年 10 月 1 日至 2026 年 2 月 28 日

我们认为，第一阶段中化工品价格回升，供给端是最主要的因素。整体来看，2025.10-2026.2 期间主要原料及能源价格相对平稳，且终端产品普遍涨价不及中上游。供给端对化工品价格的影响来源于几个方面：一是过去几年新增产能速度趋缓，存量产能调控。二是中小产能出清，龙头企业集中度提升。三是不可抗力等因素导致供应链受到冲击。

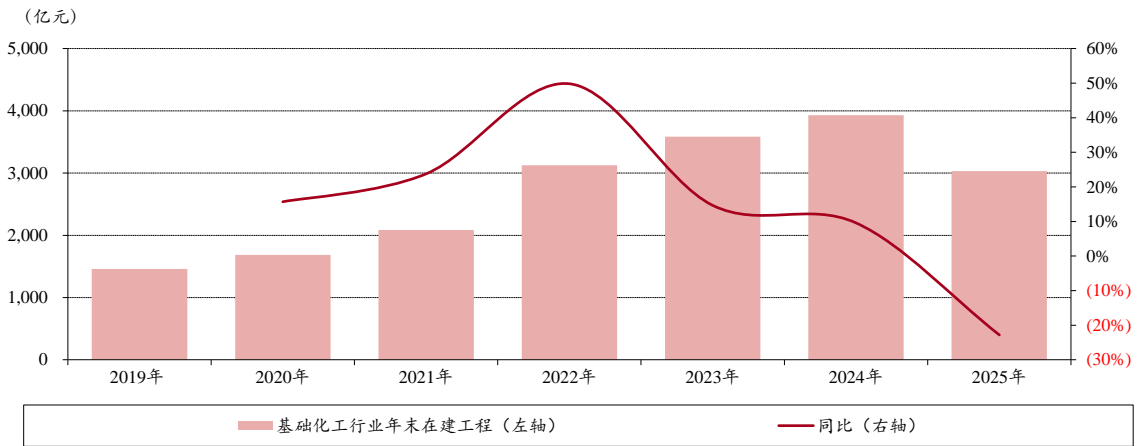
产能投放接近尾声，资本开支意愿降低。产能过剩是本轮周期以来化工品价格低迷的重要原因，随着新增项目转固，折旧压力迫使企业采取低价策略抢占市场，而供给端扩张预期持续压制下游备货意愿，形成恶性循环。至 2025 年，行业整体供应压力有所放缓。2025 年国内化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业固定资产投资完成额累计同比增速分别为 -8.00%、12.30%、1.80%，根据中国化学工业协会调研了解，化学纤维制造业投资增长主要来自存量产能的升级改造投入，实际新增产能有限；橡胶和塑料制品业上半年固定资产投资完成额同比增速 15.70%，但下半年明显收窄。此外，价格低位下，企业投资意愿降低，扩产项目更加审慎。SW 基础化工行业在建工程总额同比下降 22.82% 至 3031.82 亿元，为 2019 年以来首次负增长。

图表 6. 化学原料及化学制品、橡胶和塑料制品固定资产投资完成额增速回落（单位：%）



资料来源: Wind, 中银证券

图表 7. 2025 年末基础化工行业在建工程增速转负



资料来源: Wind, 中银证券

存量产能主动或被动降低负荷，落后产能有序退出，市场竞争秩序趋于良性。2025 年以来，政府强调统一全国大市场建设，从顶层设计到底层制度完善化工行业“反内卷”相关措施，促进行业绿色、高质量发展。在“严控价格、规范市场竞争秩序”的总体基调下，一方面，行业自律与协会推动“反内卷”取得实质性进展，另一方面，随着相关法律文件的出台，“反内卷”有望从法治层面得到保证。

图表 8. 2024 年以来倡导“反内卷”的会议或报告

时间	事件	要点
2024 年 7 月	中共中央政治局会议	强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争
2024 年 12 月	中央经济工作会议	综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为
2024 年 12 月	《全国统一大市场建设指引（试行）》	破除地方保护和市场分割
2025 年 3 月	政府工作报告	要加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争
2025 年 7 月	中央财经委员会第六次会议	纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出
2026 年 3 月	政府工作报告	综合运用产能调控、标准引领、价格执法、质量监管等手段，深入整治“内卷式”竞争，营造良好市场生态

资料来源: 新华社, 发展改革委网站, 中国政府网, 经济日报, 新浪财经, 中银证券

行业自律减产+去产能政策协同推进“反内卷”落实。根据百川盈孚，2025年6-7月，万凯新材、逸盛石化、华润化学等多家聚酯瓶片主要企业发布减产计划，减产涉及产能合计约336万吨，约占行业总产能16.3%；2026年初，国内主流涤纶长丝厂商宣布减产，涉及FDY、POY等品类，减产幅度达15%；有机硅行业2025年无新增产能释放，龙头企业通过行业会议提出整体减排比例目标，2026年2月该比例由30%进一步上调至35%。此外，PTA、己内酰胺、染料等子行业也先后通过协会倡议、龙头减产或提价等手段，实现产品价格及利润修复。

“反内卷”由倡议走向法治，能耗、环保、安全等要求，成为产能出清的“硬抓手”。国家发展改革委和市场监管总局于2025年10月9日发布了《关于治理价格无序竞争 维护良好市场价格秩序的公告》，推动企业从单纯价格竞争转向质量、技术竞争。在政策手段上，除价格监督检查外，能耗、环保、安全等监管措施有望对化工行业产能出清发挥积极作用。根据《2024-2025年节能降碳行动方案》、《关于开展石化化工行业老旧装置摸底评估的通知》以及《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026年）》的要求，石化行业有望通过提高行业能耗标准、限制新增产能、新建项目减量置换、老旧装置改造升级等方式，实现产品结构调整，淘汰落后产能。2025年10月，“‘十五五’规划建议”提出，强化国家发展规划战略导向作用，发挥好产业、价格、就业、消费、投资、贸易、区域、环保、监管等政策作用，优化高质量发展综合绩效考核。2026年2月2日，工信部等四部门发布《工业产品碳足迹核算规则团体标准推荐清单（第三批）》，该文件纳入73项团体标准，覆盖合成氨、甲醇、氢能等化工基础原料和轮胎、汽车用改性聚丙烯塑料等终端产品。碳排放标准有望成为碳排放管理和工艺装置及工艺路线上的“隐性门槛”，加速落后产能出清。一方面，中小企业在碳核算方面能力不足，而提前布局相关碳管理的企业有望优先获得下游订单。另一方面，在明确标准下，高碳排放的工艺路线及落后产能有望加速退出市场。此外，涉及硝化、氧化、过氧化、重氮化的工艺是化工安全事故的高发环节，相关安全、环保监察将持续趋严，为节省成本而忽视、削减相应投入的企业或将长期处于关停或停产整顿状态。2026年4月23日，中办、国办印发《碳达峰碳中和综合评价考核办法》，设置碳排放总量、碳排放强度降低、煤炭消费总量、石油消费总量、非化石能源消费占比等5项控制指标及节能、工业、碳排放权交易等9项支撑指标，1项控制指标不达标即评定为“不合格”，考核结果直接挂钩省级党政领导班子选拔任用与监督管理。“双碳”考核的刚性约束，推动“反内卷”实现从政策倡议到法治约束、从市场监督到指标考核的闭环，助力存量产能加速出清。

图表 9. 2024 年以来化工行业倡导“反内卷”的会议或报告

行业	时间	事件	要点
基础化工	2024 年 4-5 月	联合减产（涤纶长丝）	龙头企业主动减产 10%，缓解市场供需失衡
	2024 年 12 月	行业协会倡议（涤纶长丝）	中国化学纤维工业协会发布《涤纶长丝行业高质量发展倡议书》，倡导行业自律，谨慎扩产，守住底线，防止“内卷式”恶性竞争
	2025 年 8 月	行业协会倡议（农药）	中国农药协会针对农药行业存在的隐性添加、非法生产、无序竞争等突出问题，在全行业开展“正风治卷”三年行动
	2025 年 8 月	行业协会倡议（工业硅）	云南、四川、福建等 5 省工业硅行业协会达成《工业硅行业协会代表反对内卷促进高质量发展 昆明倡议》：共同提议全国工业硅生产企业共同抵制低于现金成本价销售产品的恶劣行径，抵制低价竞标，抵制内卷竞争
	2025 年 10 月	产业发展座谈会（PTA+聚酯切片）	工信部联合行业协会及六家龙头企业召开了 PTA 产业发展座谈会，旨在防范内卷式竞争
	2025 年 11 月	行业交流会（己内酰胺）	通过阶段性减产 20% 收缩市场供应，缓解库存压力与价格下行压力，逐步修复行业盈利水平，推动产业链上下游协同发展
	2025 年 11 月	行业协调会议（有机硅 DMC）	行业开工率一致减产 30%。后于 2026 年 2 月该比例上调为 35%
石油石化	2026 年 2 月	《工业产品碳足迹核算规则团体标准推荐清单（第三批）》	将 73 项产品的碳足迹量化方法与要求纳入标准
	2024 年 5 月	国家标准	国家强制标准《炼化行业单位产品能源消耗限额》实施，抬升进入门槛强化石化产业规划布局刚性约束。严控炼油、电石、磷铵、黄磷等行业新增产能，禁止新建用汞的聚氯乙烯、氯乙烯产能，严格控制新增延迟焦化生产规模。新建和改扩建石化化工项目须达到能效标杆水平和环保绩效 A 级水平，用于置换的产能须按要求及时关停并拆除主要生产设施。全面淘汰 200 万吨/年及以下常减压装置。到 2025 年底，全国原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内
	2024 年 5 月	《2024—2025 年节能降碳行动方案》	工业和信息化部、国家发展改革委、生态环境部、应急管理部、国务院国资委等五部委联合印发了《关于开展石化化工行业老旧装置摸底评估的通知》（工信厅联原函〔2025〕254 号），对截至 2025 年 5 月 30 日设计使用年限到期或运行超 20 年的石化化工装置进行全面摸底评估
	2025 年 7 月	《关于开展石化化工行业老旧装置摸底评估的通知》	加强重大石化、现代煤化工项目规划布局引导，严控新增炼油产能，合理确定乙烯、对二甲苯新增产能规模和投放节奏，防范煤制甲醇行业产能过剩风险。石化领域严格执行新建炼油项目产能减量置换要求，重点支持石化老旧装置改造、新技术产业化示范以及现有炼化企业“减油增化”项目
	2025 年 9 月	《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》	设置控制指标、支撑指标，考核党委和政府落实碳达峰碳中和目标任务情况
	2026 年 4 月	《碳达峰碳中和综合评价考核办法》	

资料来源：中国政府网，生态环境部官网，工业和信息化部官网，中国化纤工业协会，中国农药工业协会，工业硅行业协会，东方财富网，和讯网，新浪财经，工业和信息化部，中国石油新闻中心，中国环保协会，界面新闻，中银证券

突发事件造成供给收缩，短期供给缺口带动产品价格提升。对于上游资源品及我国进口依赖度高的化工原料，突发供给扰动可能导致价格波动，从而对国内相关产业链产品价格产生影响。以硫磺为例，2025 年全球第二大生产国俄罗斯炼油厂遭遇袭击，在出口受西方国家制裁的背景下，硫磺供应大幅减少，根据 SMM 新能源信息，2025 年俄罗斯由硫磺全球主要净出口国转变为进口国。受此影响，我国硫磺价格快速上涨，根据百川盈孚，2025 年镇江港硫磺现货参考价为 2618.12 元/吨，较 2024 年上升 138.86%，截至 2026 年 3 月 2 日，该价格已达到 4260.00 元/吨，同比继续提升 107.30%。

在部分产业链，尤其是精细化工产业链中，中间环节供给“脆弱”。在价格倒挂及安监政策持续趋严背景下，较多企业退出中间环节，仅龙头企业为满足配套需求保持一定开工率，若面临意外供给冲击，短期内价格弹性较高。2025 年 10 月 27 日，国内农药中间体重要生产商安徽池州鑫泰新材料公司发生生产事故，贵亭酸甲酯价格快速上涨，根据百川盈孚，事件爆发前后，国内贵亭酸甲酯 99% 价格由 3.7 万元/吨跳涨至 5.2 万元/吨，涨幅达 40.54%。

第二阶段：中东局势主导的化工品价格普涨

第二阶段由中东地缘局势的突发变化主导。2026年2月28日，美国与以色列对伊朗发动联合军事打击，随即伊朗发动报复行动，霍尔木兹海峡受到封锁，截至2026年4月21日，美、伊双方处于停火状态，但并未签订有效协议，霍尔木兹海峡被处于美、伊“双重管制”状态。对化工品价格而言，地缘突发事件通过成本推升和供应收缩两条主线，打破第一阶段温和修复的涨价节奏，推动化工品由结构性涨价进入价格普涨阶段。

能源及部分化工品的生产运输直接受到冲击。**原油：**根据EIA，2026年3月伊拉克、沙特阿拉伯、科威特、阿联酋、卡塔尔和巴林等国家合计约减少原油产量750万桶/日，预计4月停产产量将达到910万桶/日。**天然气：**霍尔木兹海峡通航受阻影响全球约20%的液化天然气运输。**氦气：**氦气是天然气加工副产品，根据中国新闻网，2025年全球三分之一以上的氦气来自卡塔尔且经由霍尔木兹海峡运输。**甲醇：**根据ICIS数据，甲醇是伊朗第一大化工出口品，2025年出口量超900万吨。若考虑沙特、卡塔尔、巴林等中东国家，中东地区约有1800-2000万吨甲醇供应受限。**尿素：**根据化肥咨询数据，2024年中东地区尿素总出口量2905.7万吨，占全球海运贸易40%左右。

成本推升全球主要化工品价格上涨，不同地区受影响程度分化。地缘冲突事件发生后，WTI原油价格快速由2月27日的67.02美元/桶上涨至最高112.95美元/桶（4月7日），此后受冲突缓和影响有所回落，但仍维持高位，截至5月21日，WTI原油价格为96.35美元/桶。天然气方面，亚洲对中东LNG依赖程度更高，受影响程度最大，欧洲天然气价格也有显著上涨，但可能通过调节储气目标缓解部分压力，美国天然气以本土供需为主导，受影响相对较小。石油是多数化工品种的上游原料，通过烯烃、芳烃产业链，最终转化为聚乙烯、聚丙烯、环氧乙烷、环氧丙烷、聚酯等产品。而天然气除作为甲醇、尿素、聚酯等产品的主要原料外，还是重要的生产能源，根据EIA和彭博的统计数据，欧洲化工40%以上的原料来自天然气，生产流程中所用能源的三分之一也依赖天然气。

统计2026年3月至2026年4月17日期间，407个化工品种的价格表现：

1) 化工品价格普涨。在我们统计的407个品种中，2026年3月至2026年4月17日之间有335个品种价格上涨，39个持平，33个价格下降。基础化工原料、合成材料、精细化工等多数产业链产品价格均上涨。石油作为化工行业重要上游原料，其成本上涨影响多数化工品种，有机化工基础原料、合成树脂、合成橡胶、化学纤维及精细化工等产业链成本均有所抬升。同时，亚洲整体对中东能源及化工品依赖度较高，霍尔木兹海峡关闭，加剧了部分品种的供应缺口，甲醇、硫磺等供应受到冲击。此外，欧洲天然气供应承压，价格高企，欧洲产能占比较高的化工品成本抬升下被迫提价或减产，维生素E、维生素A价格提升。

图表 10. 第二阶段化工品价格普涨（单位：%）

产业链	品种	价格涨幅
无机基础化工原料	硫酸	72.41
	硫磺	60.18
	硝酸	27.78
	32%离子膜烧碱	13.43
有机基础化工原料	甲醇	61.28
	乙烯（东南亚）	104.23
	丙烯	40.02
	丁二烯	60.89
合成树脂	纯苯	43.53
	聚乙烯	45.71
	PA66	40.63
	ABS	38.97
合成橡胶	聚苯乙烯	32.95
	PVC（华东乙烯法）	24.38
	顺丁橡胶	29.46
	丁苯橡胶	28.93
化学纤维	涤纶长丝	34.07
	锦纶切片	25.23
	氨纶40D	15.69
农药	敌草隆	56.25
	吡虫啉	41.86
	草甘膦	37.06
维生素	维生素E	102.61
	维生素A	92.56

资料来源：百川盈孚，中银证券

注：数据统计区间为2026年3月1日至2026年4月17日

2) 多数产品价格处于历史 50%以上分位数水平，部分产品价格达历史高位。中东冲突短期内带来产品价格剧烈波动，截至 2026 年 4 月 17 日，在我们统计的 407 个品种中，有 83 个处于历史（2017 年 1 月 1 日至 2026 年 4 月 17 日，下同）的 90% 以上分位数水平，另有 174 个品种处于历史 50%-90% 分位数区间。硫磺、甲醇、乙二醇、乙烯等产品价格超过 2022 年俄乌冲突期间高点。

图表 11. 处于历史较高分位数水平的产品（截至 2026 年 4 月 17 日）

产品	单位	价格	历史分位数
磷酸二氢钙	元/吨	6,900	99.90%
蛋氨酸	元/公斤	57.50	99.60%
硫磺	元/吨	6,170	99.50%
H 酸	元/吨	62,500	99.40%
乙烯 (CFR 东南亚)	美元/吨	1,450	99.30%
国际石脑油 (新加坡)	美元/桶	115.85	98.70%
丁二烯	元/吨	16,250	96.90%
纯苯	元/吨	8,870	96.30%
尿素 (波罗的海)	美元/吨	695	95.50%

资料来源：百川盈孚，中银证券

不确定性中的确定性锚点

2025年化工行业景气度触底，供给端的边际优化已带动部分化工品价格迎来温和上涨。2026年2月底，美、伊冲突打乱行业景气修复节奏，化工品价格迎来剧烈波动的普涨行情，且冲突在短期内或无法快速解决。本轮冲突涉及核问题、地缘博弈、历史矛盾等较多复杂问题，美、伊双方此前谈判未果反映诉求仍有分歧，且霍尔木兹海峡作为“地缘筹码”，局势缓和并不完全代表其能顺利通航。因此，本轮突发地缘冲突的持续时间、演变烈度、最终走向存在不确定性，对全球能源和供给体系的具体冲击难以准确预测。但在不确定性的迷雾中，仍有一些确定性的方向趋势可以把握：

一、无论冲突如何演变，全球能源及成本中枢将会抬升

能源生产设施难以迅速恢复。排除在冲突中被破坏的能源、化工生产设施，中东能源供应恢复的前提条件是霍尔木兹海峡顺利通航。在航道恢复运转且通行效率尚可的前提下，随着空余储罐增加，油气与炼油业务才会逐步重启，但恢复至战前水平预计仍需要较长时间。**原油方面**，由于涉及对井口、管道、处理厂、水处理设备、物流等系统协同，关停产能重启耗时较长。根据 Wood Mackenzie 分析，即使无外部约束，伊拉克等国受油藏管理、资源配置等复杂因素影响，原油产能需要 6-9 个月才能恢复至战前水平，其他国家虽设备受损有限，但本土炼油等消费设施或需修复，产能回到历史高位仍需较长时间。根据 EIA 此前发布的预测，如果冲突在 4 月结束，且霍尔木兹海峡的交通逐渐恢复，全球产量需要在 2026 年底前才能恢复冲突前水平。**天然气方面**，根据 Wood Mackenzie 分析，LNG 供应格局发生结构性转变，弥补缺口需卡塔尔拉斯拉凡工业城 12 条在产液化生产线全面重启，但根据测算，即使卡塔尔能源公司于 5 月初启动拉斯拉凡复产，全面恢复运行需要持续至 8 月底。除 LNG 外，阿联酋本土天然气设施受损程度高于原油，修复工作或需更长周期。

运输、保险等间接费用或将长期抬升。霍尔木兹海峡通航长期受阻，运输相关的海运费、保险费、时间成本等明显提升。英国劳合社市场协会在 3 月初发布声明，12 家会员协会在战争爆发不久就撤销了对波斯湾海域的战争险保障，即使有公司承保，保费也会直线跳涨。根据绿增长综合动力公众号，战争爆发后，战争保险费率从 0.25% 增长至 7.5%。

随着低价库存消耗完毕，部分化工品种成本端压力将会增大。上游原料价格波动下，中下游企业采购原料、库存管理难度增加，倾向于谨慎采购，以消耗前期相对低价库存为主。待原有库存消耗完毕，而原料价格仍处于高位，则不得不以较高价格刚需采购，以维持正常开工率水平，届时企业成本端压力或将进一步增大。石油产业链相关子行业中，2022-2025 年纺织化学制品、合成树脂、聚氨酯、炼油化工、涤纶子行业存货周转天数分别为 120.60 天、65.48 天、48.71 天、33.25 天、34.61 天。考虑原油价格波动下开工率有所下降，成本压力进一步提升的时间周期或相对拉长。

图表 12. 石油产业链相关子行业存货周转天数（单位：天）

行业	2025 年存货周转天数	2022-2025 年平均存货周转天数
纺织化学制品	122.33	120.60
合成树脂	68.97	65.48
聚氨酯	49.96	48.71
炼油化工	34.11	33.25
涤纶	33.88	34.61

资料来源：同花顺 iFind，中银证券

注：纺织化学制品行业剔除浙江龙盛，因为公司地产业务对存货数额影响较大

地缘风险溢价在国际能源定价中的权重会更加显现。国际油价受到供需基本面、金融属性和库存周期等因素共同作用。2022 年俄乌冲突对全球能源供应链及石油贸易格局产生冲击，2023-2025 年受供需宽松影响，价格连续三年下行，2022-2025 年 WTI（期货结算价）均价分别为 94.30 美元/桶、77.56 美元/桶、75.75 美元/桶、64.80 美元/桶。根据达拉斯联储数据显示，美国页岩油新井盈亏平衡平均成本为 65 美元/桶，考虑到 2025 年国际油价均价已逼近页岩油成本，我们认为地缘风险溢价未被充分反映。而本轮美、伊冲突后油价的大幅波动，进一步体现了地缘局势的不稳定性和国际能源供应链的脆弱性，未来油价对地缘扰动的敏感性有望抬升，风险溢价权重提升有望对国际油价形成支撑。此外，对能源进口依赖度较高的国家，可能会推进战略储备扩充，利好原油需求提升。

综合来看，中东能源生产难以短期恢复，运输费用、保险费用等间接成本或将中长期维持相对高位，加之风险溢价、各国战略储备需求等因素共同作用，国际能源价格中枢将会抬升。传导至下游化工产品，随着企业原有低价库存消耗完毕，化工生产成本压力将会在未来进一步显现。

二、凭借独特的资源结构、完整的产业链配置和能源自主可控，中国化工产业长期竞争力提升

欧洲、日韩化工产业链以油头、气头为主，对外依存度更高。欧洲方面，欧洲化工生产以天然气、石油为主要原料和重要能源。根据 CEFIC，2023 年欧洲化工生产能源结构中，天然气、石油产品占比分别为 36%、16%。更重要的是，欧洲天然气、原油高度依赖进口。根据 EUROSTAT 数据，2024 年欧洲地区（20 国）原油、天然气进口依存度分别达 98.07%、89.51%。**日本方面**，日本石化产业链高度依赖中东的原油及相关产品。根据《日本时报》，日本有 40% 的石脑油直接来自中东，而本国生产的部分，也有约 40% 需要提炼来自中东的原油。日本石油化学工业协会统计，全国约 85% 的乙烯产能以海湾地区供应的石脑油或凝析油为原料。**韩国方面**，能源高度依赖进口。根据新华社，韩国约 70% 的石油和约 20% 的液化天然气来自中东地区，其中大部分经由霍尔木兹海峡运输。

高成本下，海外近年持续有产能宣布退出或暂停生产。俄乌冲突以来，欧洲天然气价格高企，加之面临亚洲新增产能竞争、碳减排成本提升及需求萎缩等挑战，欧洲老旧、高成本的化工装置持续退出。根据欧洲化学工业理事会数据，2023 年至 2025 年 8 月，欧洲已有 67 家主要化工厂完全关闭或永久停止生产，涉及乙烯、化肥、氯碱、聚合物等关键行业。欧洲永久关闭了约 1100 万吨/年的化工产能，其中乙烯、丙烯、石脑油裂解装置产能占比 26%，芳烃占比 41%，聚合物占比 23%，其余占比 10%。根据徐海丰等的《全球炼化行业发展最新态势及前景展望》近两年日本三井、日本 Taiyo、韩国 LG 等多家企业化工装置相继关停，涉及产品包括乙烯、苯乙烯、PTA、聚丙烯等，总产能超过 400 万吨/年。本轮地缘冲击下，油气价格及航运成本上涨，有望加速海外高成本产能退出节奏。

图表 13. 俄乌冲突后全球化工产能关停情况（不完全统计）

产品	企业	公告时间	产能退出计划详情
苯乙烯	英力士集团	2024 年 6 月	将于 2026 年 6 月前关闭位于加拿大安大略省萨尼亚的 43 万吨/年苯乙烯生产基地
	埃克森美孚	2024 年 4 月	计划于 2024 年关闭位于法国 Gravenchon 一座蒸汽裂解炉以及相关衍生部门和物流设备，该工厂拥有乙烯产能 42.5 万吨/年、丙烯产能 29 万吨/年，相关衍生品包括聚乙烯、聚丙烯
	SABIC	2024 年 4 月	位于荷兰赫仑的烯烃 3 裂解装置将永久关闭，根据标普全球商品观察的数据，烯烃 3 工厂的年产能为 53 万吨乙烯和 32.5 万吨丙烯
聚丙烯	巴西布拉斯科利安德巴塞尔	2023 年 2023 年 9 月	计划无限期停产位于宾夕法尼亚州马库斯胡克工厂中的一套 20.7 万吨/年 PP 装置 计划在 2023 年底关闭意大利布林迪西的 23.5 万吨/年的 PP 工厂
MMA	可乐丽	2024 年 6 月	对每年 6.7 万吨/年 MMA 产能减半，并降低下游产品硫酸铵和 MMA 树脂成型材料的生产能力，实施时间为 2025 年 7 月起
双酚 A	三菱化学集团	2024 年 3 月	于 2024 年 7 月终止位于广岛的 ACH 法 MMA 生产装置（10.7 万吨/年），同时停止广岛的丙烯腈（9 万吨/年）和丙烯腈衍生物生产装置，包括整合剂、乙腈和硫酸铵
苯酚	三菱化学集团	2024 年 2 月	预计年产 12 万吨装置于 2024 年 3 月停产
苯酚	日本三井化学	2024 年 4 月	计划最迟于 2026 财年关闭位于日本千叶县市原的苯酚工厂，该工厂的年生产能力为 19 万吨
动物营养	帝斯曼	2024 年 2 月	公司将在 2025 年剥离旗下动物营养与保健业务
PET 树脂	日本三井化学	2023 年 11 月	2024 年 10 月岩国大竹工厂的年产 14.5 万吨 PET 树脂设备将停产
SAP	三洋化成株式会社	2024 年 3 月	马来西亚工厂停产；日本名古屋工厂产能由 11 万吨/年降至 7 万吨/年，预计于 2024 财年上半年停产；中国工厂产能由 23 万吨/年降至 16 万吨/年
邻二甲苯、邻苯二甲酸酐	日本三菱瓦斯化学	2024 年 3 月	2025 年 1 月中旬起，暂停其在水岛生产基地的 OX 和 PA 生产（水岛工厂每年生产 3 万吨 OX 和 4 万吨 PA）
液晶面板材料偏光片	日本住友化学	2024 年 1 月	预计 2024 财年偏光片产能较 2023 年 2 月削减 30%
环己酮	日本住友化学	2023 年 12 月	决定在 2024 年 3 月底之前关闭爱媛县新滨市的环己酮生产设施（8.5 万吨/年），并退出该业务

资料来源：中国石油和化学工业联合会，中国石油和化工网，中国石油石化，中化新网，环球塑化，中国化工园区，可乐丽公司官网，化工易，中银证券

图表 14. 中东冲突以来全球烯烃产品减产情况（不完全统计）（单位：万吨）

公司名称	乙烯	丙烯
沙特阿美&陶氏化学	150	40
陶氏化学-德国博伦	51 (2026Q4)	25 (2027Q4)
YNCC	140	
三井化学、三菱化学、出光兴产、东曹、丸善石油化学、ENEOS 等	394	
台塑石化	293	243
新加坡 Aster Chemical	115	50
德国 OMV	48.5	22.5
波兰 Orlen	70	38.5
印尼 PT Chandra Asri Pacific Tbk	75.5 (聚乙烯)	59 (聚丙烯)

资料来源：环氧树脂产业链，化工新材料，华尔街见闻，中国化工信息周刊，中塑在线塑料门户，ChemNet，中国化工园区，金联创，塑米科技，百川盈孚，中银证券

进口多元+战略储备+增储上产，我国受影响相对可控。我国作为全球第一大石油进口国和全球第一大天然气进口国，通过加速油气进口多元化、健全和完善能源储备体系、提升自主产能等方式，能源安全韧性持续增强。2010 年以来，我国深度布局海外上游油气资源和多通道基础设施，拓展进口来源地，形成三大陆上管道运输与海上航运共同构成的油气进口四大战略通道。截至 2025 年，我国石油进口来源国近 50 个，天然气进口来源国达 20 余个，中俄、中哈和中缅三大陆上原油管道合计运输能力达 7000 万吨/年，中俄和中亚天然气管道合计运输能力 930 亿立方米/年。我国从 2004 年起启动战略石油储备建设，至今已经逐步形成政府储备与企业储备相结合、战略储备与商业储备并举的石油储备体系。自主生产方面，2019 年以来，我国原油及天然气产量逐年上升，根据中国发展和改革委员会，2026 年 1-3 月，我国原油产量达到 5480 万吨，同比增加 1.3%；原油进口量达到 1.4683 亿吨，同比增加 8.9%；原油加工量预计达到 1.817 亿吨，同比增加 3.1%。其中，中国石油、中国石化、中国海油在保障我国能源安全中发挥举足轻重的作用，2025 年油气当量产量分别达到 1841.9 万桶、525.28 万桶和 777.3 万桶，2021 年以来复合增速分别达到 3.18%、2.30%和 7.93%。

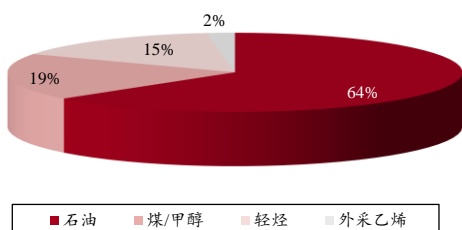
图表 15. “三桶油”油气当量产量（2021-2025 年）（单位：百万桶）

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	4 年 CAGR
中国石油	1,624.8	1,685.4	1,759.2	1797.4	1841.9	3.18%
中国石化	479.7	489.0	504.1	515.35	525.28	2.30%
中国海油	572.9	623.9	678.0	726.8	777.3	7.93%

资料来源：各公司公告，中银证券

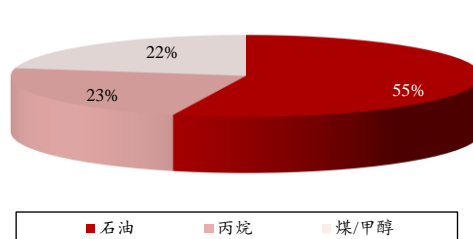
我国煤炭资源丰富、煤头路线完善，在新的成本秩序下获得相对优势。我国煤炭储量居全球第四，煤化工产业规模全球第一，占世界比重超过 80%。根据中国化工园区数据，2024 年我国现代煤化工四大类型产业（煤制油、煤制天然气、煤制烯烃、煤制乙二醇）的煤炭转化能力为 1.38 亿吨标准煤，煤炭转化量约 1.2 亿吨标准煤，替代油气当量约 3810 万吨。其中，煤制烯烃产量达 1850 万吨，占全国乙丙烯总产量的 27%；煤制乙二醇产量占全国乙二醇总产量的 34%；煤制油产能达 844 万吨；煤制天然气产量 71.5 亿立方米。

图表 16. 我国聚乙烯工艺路线占比（2025 年）



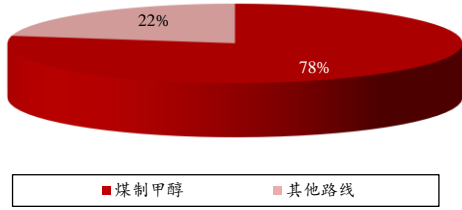
资料来源：宝丰能源 2025 年年报，中银证券

图表 17. 我国聚丙烯工艺路线占比（2025 年）



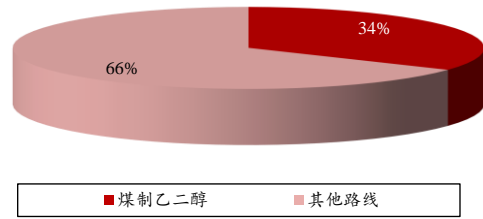
资料来源：宝丰能源 2025 年年报，中银证券

图表 18. 我国甲醇工艺路线占比（2024 年）



资料来源：中国化工园区，中银证券

图表 19. 我国乙二醇工艺路线占比（2024 年）

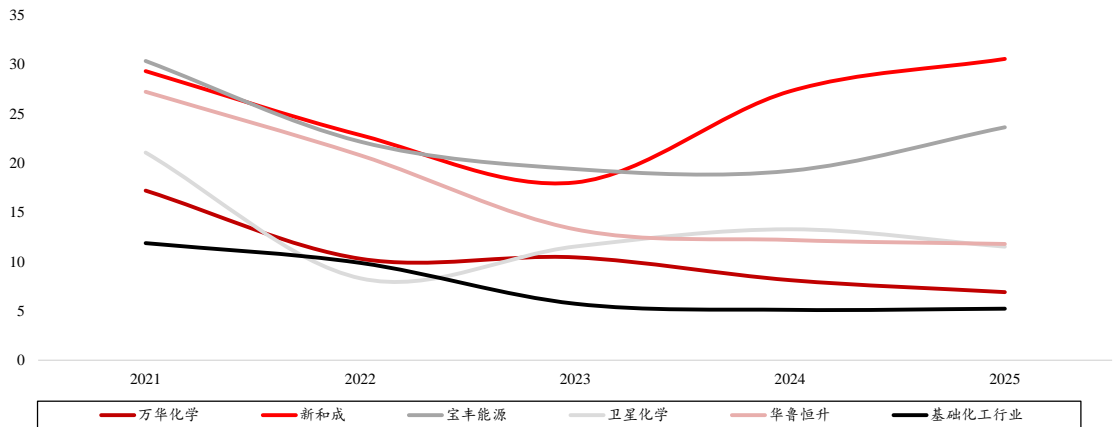


资料来源：石油化工产业链，中银证券

三、国内化工供给优化加速，龙头话语权持续增强

近年来龙头企业竞争力逆势提升。近年来整体行业整体承压背景下，部分化工龙头企业凭借产业链一体化优势、精益管理优势及产品品牌优势，盈利能力强于行业整体水平，抗风险能力突出。同时，龙头企业具备规模优势，不断向内挖潜，期间费用率水平低于行业平均水平。面对整体能源价格、原料成本抬升，中小化工企业原料采购议价权较低、对能源成本的敏感性较强、库存周转的灵活度不够、风险抵抗能力较弱的劣势或进一步显现。此外，此外，上一轮产能扩张周期中，龙头企业积极布局产能扩张，以现有产业链延伸、新材料布局两条主线提升竞争力。随行业扩产进入尾声，龙头企业的资产价值有望得到重估。

图表 20. 龙头企业净利率优于行业整体水平（单位：%）



资料来源：Wind、中银证券

图表 21. 优秀企业资本开支情况

	在建工程合计（亿元）				固定资产合计（亿元）			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
万华化学	370.64	504.55	631.59	346.25	785.58	987.64	1,188.28	1,569.06
新和成	50.89	16.22	5.72	7.45	165.24	218.60	219.16	202.99
宝丰能源	165.89	143.89	301.26	57.05	264.12	413.69	432.16	650.67
卫星化学	49.13	31.86	28.24	39.85	190.33	252.58	269.67	253.96
华鲁恒升	50.26	32.01	48.31	24.61	155.91	289.41	300.56	329.94

资料来源：同花顺 iFind，中银证券

美伊冲突前供给端已经迎来边际改善的子行业，行业供给优化将会加速。如前文所述，2025 年 10 月以来，我国整体 PPI 同比增速趋势向上，部分化工品价格出现回暖，我们判断部分子行业中供给端边际改善是主要原因。美伊冲突发生后，成本因素作为主导推动多数产品价格提升，但化工行业供给优化的长期趋势并未中止。一方面，对于集中度较高，通过企业或协会自律等方式实现涨价的行业而言，能源、原料价格上涨带动整体生产成本上移，有助于成交价格落实。以染料行业为例，中东冲突抬升硫酸及六氯、邻氯、对硝基氯化苯等中间体成本。截至 2026 年 5 月 13 日，国内分散染料、活性染料均价分别为 23 元/公斤、32 元/公斤，较去年同期分别上涨 39.39%、45.45%。随着印染厂及贸易商低价库存消耗，染料价格有望迎来进一步上涨。另一方面，对于竞争格局分散的行业，中小企业出清及高能耗工艺路线退出有望加速。原油和 LNG 价格高位下，煤电及煤化工需求增长，截至 2026 年 5 月 13 日，全国动力煤均价为 644 元/吨，较去年同期上涨 16.46%，若煤炭价格传导至工业电价，部分高能耗工艺路线生产经济性将会降低。

投资建议

小结

PPI 同比增速转正，化工品价格两阶段上涨。2025 年 11 月以来，我国 PPI 同比增速降幅持续收窄，至 2026 年 3 月同比增速转正，结束了连续 41 个月的负增长。统计 2025 年 10 月 1 日至 2026 年 4 月 17 日主要化工品价格变化，可以分为两个阶段：1.2025 年 10 月至 2026 年 2 月，多产业链化工品价格迎来温和改善，结合期间上游能源及产品价差变化，我们判断，供给端优化是促进化工品价格企稳回升的主要原因。2.美伊冲突后进入第二阶段，国际原油、LNG 价格剧烈波动，成本支撑和供给受限共同驱动下，化工品进入剧烈波动的普涨行情，部分品种价格快速达到历史高位。

把握化工行业确定性趋势。影响美伊局势后续演变因素较多，但我们认为有三点确定性较强：**1. 化工能源及生产成本中枢抬升。**中东能源生产难以短期恢复，运输费用、保险费用等间接成本或将中长期维持相对高位，加之风险溢价、各国战略储备需求等因素共同作用，国际能源价格中枢将会抬升。传导至下游化工品，随着企业原有低价库存消耗完毕，化工生产成本压力将会在未来进一步显现。**2. 我国在全球化工产业链中的优势和份额会进一步增加。**欧洲、日韩等传统化工优势地区高度依赖进口中东原油、LNG，不可抗力因素导致多产能关停降负。而我凭借多元化进口、战略能源储备及国内自主产能，能源安全韧性较强，受外部冲击影响相对可控。同时，我国丰富煤炭资源及完善的煤化工产业链，在原油、LNG 价格高企下，体现成本优势。**3.国内供给端优化持续推进。**尽管原料成本上涨打乱化工品景气温和修复节奏，但对供给端优化的中长期趋势没有影响。一方面，对于供需格局改善、“反内卷”推进的子行业，成本提升有助于价格落实，另一方面，对于格局分散、有待出清子行业，中小企业及高能耗工艺路线出清加速。

投资建议

截至 5 月 22 日，SW 基础化工市盈率 (TTM 剔除负值) 为 28.50 倍，处在历史 (2002 年至今) 81.85% 分位数；市净率为 2.53 倍，处在历史 70.62% 分位数。SW 石油石化市盈率 (TTM 剔除负值) 为 14.61 倍，处在历史 (2002 年至今) 43.64% 分位数；市净率为 1.38 倍，处在历史 47.11% 分位数。考虑到本轮行业扩产已近尾声，“双碳”、“反内卷”等措施有望催化行业盈利底部修复，同时新材料受益于下游需求的快速发展，有望开启新一轮高成长，长期来看化工产业链全球市占率与竞争力持续提升，维持行业“强于大市”评级。中长期推荐投资主线：**1、优质化工资产价值重估。**上游方面，能源央企承担增储上产与能源保障的核心任务，具备资源、技术优势，油价中枢上移、能源安全更加重要的背景下，上游油气央企有望迎来盈利与估值的同步提升。中下游方面，在我国化工产业全球竞争力持续提升的背景下，具备产业链一体化的龙头企业，在原料供应、能源效率、生产成本等方面的优势进一步凸显。此外，我国轻烃、煤化工资产抵御能源价格波动能力较强，中高油价下盈利优势放大。**2、美伊冲突后化工品剧烈波动，并未改变化工行业供给优化的长期逻辑，“双碳”、“反内卷”等持续催化，关注供需格局持续向好子行业。**包括炼化、聚酯、染料、有机硅、农药、制冷剂、磷化工、PVC 等。**3、下游行业快速发展，新材料加速国产化替代。**日本、韩国在半导体材料、碳纤维、电池材料等高端化工材料领域拥有较深技术壁垒，我国新材料企业加速追赶。随着下游领域持续发展、先进技术迭代，国内相关材料企业有望迎来发展良机。推荐：中国石油、中国海油、卫星化学、宝丰能源、万华化学、华鲁恒升、新和成、中国石化、恒力石化、东方盛虹、桐昆股份、新凤鸣、浙江龙盛、兴发集团、扬农化工、利尔化学、联化科技、巨化股份、云天化、赛轮轮胎、安集科技、雅克科技、鼎龙股份、江丰电子、彤程新材、圣泉集团、东材科技、中材科技、莱特光电、蓝晓科技等。

风险提示

油价异常波动风险。宏观层面的不确定性可能加剧油价波动水平，而原油是基础化工行业的起点，其异常波动可能会对延伸产业链、企业营收带来负面影响。

国际贸易摩擦风险。对海外市场的出口是中国部分化工企业销售的重要组成部分，但近年来国际贸易保护主义盛行，如后续国际贸易摩擦超预期升级，可能对相关企业的产品出口销售产生不利影响。

周期持续下行风险。作为典型的周期性行业，化工行业目前处于去库存阶段，年初以来景气度持续低迷。当前行业估值处于历史低位，行业是否触底，需求端、供给端、成本端是否将迎来边际改善，存在一定的不确定性。

行业竞争加剧风险。近年来，我国基础化工行业部分关键技术取得新突破，但和国外企业相比，国内基础化工企业总体竞争力不强，面临竞争压力较大，企业发展面临一定的不确定性。

项目进展不及预期风险。近年来，部分细分领域龙头企业规划了较多新建产能，但当前政府审批进度不确定性较大，新建项目能否顺利推进具有较大不可预测性。

汇率变动的风险。部分企业拥有较大体量的进出口业务，由于人民币汇率存在波动，外汇结算带给企业的影响具有一定的不确定性。

披露声明

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

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

评级体系说明

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

公司投资评级：

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

行业投资评级：

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

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

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

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

中银国际证券有限公司

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

中银国际控股有限公司北京代表处

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

中银国际(英国)有限公司

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

中银国际(美国)有限公司

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

中银国际(新加坡)有限公司

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