

石油石化

化工大扩产，产能如何被消化？

2019-2025E 年，我国石化行业迎来集中投产期，多种石化产品平均产能增速超过 10%/年，产能的高速扩张虽造成了竞争加剧，开工率/盈利下滑的问题，但主要石化产品在该阶段仍然实现了表观消费量的高速增长。

化学品及终端产品出口的以价换量

出口金额增速平稳，但实物量大幅增加：通过对出口量价进行拆分，多种细分部门的出口存在以价换量的情况，2023-2025 年，从出口价格指数的算数平均值来看，纺服/家具/文体/电气机械/化纤/塑料橡胶制品/空调/冰箱等与化学品需求相关度比较高的行业均出现了明显的价格指数下滑，对应每年价格 2%~7% 的下滑幅度。从出口数量来看，2023-2025 年，塑料/橡胶/汽车/家具出口量保持 10%以上增速；化工品/纺服/机电/玩具保持 5%-10%的增速。

进口替代&出口扩张

进口替代或出口虽不贡献表观需求，但对消化国内产能有重要意义，近年来国内重点石化产品的自给率有了大幅提升，以乙烯/PX 为例，自给率提升 19%/18%，分别对应消化 949/855 万吨产能，占其 2020-2024 年投放总产能的 41%/41%。

出口迎来快速增长：产能扩张带来的挤出效应，同时得益于东盟，非洲等新兴市场区域需求的崛起，欧洲、日韩石化竞争力衰退，产能不断退出，中国化学品出口或迎来趋势性拐点；2020-2024 年苯乙烯/PP/PTA/EVA/PA6/PVC 出口量的 CAGR 均在 40%以上，其余监测产品也均在 9%~40%的增速区间。

内需整体温和，存结构性亮点

国内新兴产业和新兴消费市场的发展也为化学品需求提供较大拉动作用，新能源汽车和风光发电行业的飞速发展使得 EVA、POE、环氧树脂、PVDF 等诸多化工新材料需求迎来大幅增长期；国补、快递、外卖消费的崛起也为传统塑料贡献了增量需求。

在中长期维度下，国内产业链的一体化、规模化、集约化提升带来的比较优势基本确立；东盟、非洲经济的发展，对化学品的需求量或面临快速增长节点，几大传统炼油中心，美国、欧盟、日韩也在逐步退出石化产业或暂缓扩张；对内来看，消费或已走出低位，我们认为驱动化学品表需及出口增长的因素并未衰退，短期或有关税扰动，但中长期来看仍有望保持较好的增速。

投资建议：重点关注有政策驱动的行业，涉及炼油、乙烯、PX、甲醇、炼油副产品等；市场机制主导下自发改善的行业，涉及涤纶长丝、PTA、己内酰胺等，推荐标的：恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、宝丰能源、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣（能源与基化团队联合覆盖）。

风险提示：行业政策不确定性风险；关税风险；原料大幅波动风险；行业竞争加剧风险

证券研究报告

2025 年 09 月 24 日

投资评级

 行业评级 强于大市(维持评级)
 上次评级 强于大市

作者

 张樨樨 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110517120003
 zhangxixi@tfzq.com

 黄凯 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110524090001
 huangkaia@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《石油石化-行业专题研究:页岩油中报回顾，如何看投资和产量趋势？》 2025-09-10
- 2 《石油石化-行业专题研究:OPEC+开启二次增产》 2025-09-09
- 3 《石油石化-行业专题研究:海外扩张尾声+“反内卷”，甲醇行业景气度有望持续上行》 2025-09-06

内容目录

1. 化学品巨量产能投放，何以被消化？	3
1.1. 终端出口的强力拉动	4
1.2. 进口替代&出口扩张	5
1.3. 新兴国家需求的崛起	6
1.4. 对日韩、欧洲传统区域的竞争替代	7
1.5. 化学品库存分化，行业整体累库有限	9
1.6. 内需温和复苏，新兴领域对需求拉动有亮点	9
2. 哪些行业有望率先走出低位	10
3. 风险提示	11

图表目录

图 1：重点石化产品产能增速，同比%	3
图 2：重点石化产品表需增速，%	3
图 3：2020vs.2024 年主要石化产品开工率	4
图 4：各部门出口价格指数，上年同月=100	4
图 5：各部门出口数量指数，上年同月=100	5
图 6：2020vs.2024 年主要石化产品自给率	5
图 7：主要石化产品出口增速：同比	6
图 8：中国出口目的地占出口总额比重：按区域	7
图 9：中国化工品对不同区域的出口增速：同比	7
图 10：欧洲乙烯退出统计：2025 及之后	8
图 11：全球化学品贸易份额	8
图 12：日韩炼能：千桶/天	8
图 13：日韩 PX、乙烯：万吨/年	8
图 14：石化产业链库存分位值：5 年	9
图 15：中国社会消费品零售总额：累计同比%	9
图 16：国补行业零售增速：%	9
图 17：中国网上外卖用户规模，万人	10
图 18：快递，太阳能、动力电池增速，%	10

1. 化学品巨量产能投放，何以被消化？

2019年以来，我国石化产业进入新一轮扩张期，民营企业布局大规模炼化一体化项目，存量炼厂着力谋划调整装置结构与产品结构，国内石化行业出现民营、国有、跨国公司“三箭齐发”的局面，石化产能迎来大幅增长，2019-2025E年多种石化产品平均产能增速超过10%/年，其中，乙烯/PP/丁二烯/PX/PTA平均产能增速高达16%/14%/10%/20%/14%/年。

图 1：重点石化产品产能增速，同比%

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
炼油	5.7%	2.1%	3.7%	0.3%	0.9%	1.7%	2.7%	7.1%	-0.1%	-1.0%	3.6%	0.2%	1.6%	3.2%	1.6%	0.0%
甲醇	11.4%	15.5%	16.0%	7.4%	4.9%	5.2%	7.6%	2.9%	8.1%	4.4%	3.6%	6.3%	3.8%	7.9%	2.0%	1.8%
乙烯	9.4%	4.4%	15.5%	3.6%	7.5%	3.5%	5.3%	14.9%	23.2%	26.4%	16.0%	8.8%	5.4%	14.9%	5.6%	4.3%
PE	11.1%	4.8%	13.8%	2.0%	5.7%	7.0%	6.5%	5.1%	20.3%	19.0%	8.2%	7.7%	9.4%	19.8%	9.5%	4.9%
MEG	22.5%	0.9%	16.0%	30.9%	8.8%	3.6%	4.2%	-0.8%	60.4%	24.8%	16.7%	13.9%	3.0%	6.9%	1.4%	0.0%
EO	16.7%	9.5%	9.7%	34.9%	7.1%	6.6%	0.0%	0.0%	12.4%	12.8%	20.8%	11.0%	6.7%	14.0%	10.0%	0.0%
PP	10.4%	9.2%	24.1%	6.6%	14.3%	9.9%	4.5%	8.6%	14.9%	11.1%	8.6%	13.6%	11.4%	29.8%	11.2%	6.8%
丙烯酸	13.2%	66.7%	24.0%	18.5%	0.0%	0.0%	4.8%	5.2%	0.0%	5.6%	14.0%	4.6%	0.0%	17.2%	3.3%	0.0%
丁二烯	18.9%	0.0%	15.9%	0.0%	6.8%	6.4%	7.0%	7.9%	13.8%	12.4%	16.3%	2.6%	6.1%	12.9%	7.2%	0.0%
纯苯	4.2%	5.6%	5.8%	8.7%	2.1%	5.5%	8.3%	12.6%	12.8%	12.7%	11.8%	16.7%	5.7%	8.7%	1.4%	6.3%
CPL				7.0%	-2.7%	59.2%	5.3%	13.3%	5.9%	13.9%	2.4%	19.0%	17.0%	10.3%	0.0%	0.0%
苯乙烯	7.9%	6.4%	2.2%	6.5%	12.8%	3.5%	8.8%	1.1%	27.0%	27.5%	14.2%	21.0%	4.7%	8.6%	0.0%	0.0%
PX	7.9%	23.1%	6.4%	10.8%	0.0%	0.0%	0.0%	47.8%	24.5%	22.4%	23.4%	20.0%	0.0%	0.0%	14.1%	7.6%
PTA	145.6%	-2.6%	37.7%	3.9%	0.0%	6.9%	0.0%	5.5%	22.1%	7.2%	15.1%	21.6%	11.3%	15.0%	0.0%	5.9%
涤纶	22.4%	18.2%	11.0%	12.9%	6.3%	9.5%	9.4%	9.8%	7.4%	7.9%	8.9%	11.0%	1.0%	6.0%	2.8%	0.0%
石脑油	2.8%	0.7%	3.1%	0.7%	0.0%	1.7%	3.1%	4.3%	-0.3%	-0.5%	1.9%	1.6%	2.1%	0.0%	1.6%	0.0%
柴油	15.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	33.1%	18.6%	0.0%	0.0%
沥青	6.0%	6.4%	10.1%	1.1%	16.6%	14.3%	1.7%	-1.6%	2.8%	1.5%	12.3%	5.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
石油焦	11.5%	2.8%	15.9%	7.4%	0.8%	1.7%	1.0%	4.7%	-3.0%	-2.7%	5.8%	-0.2%	0.0%	2.4%	0.0%	0.0%

资料来源：钢联，天风证券研究所

石化产品多面临同质化问题，产能的急剧增长导致行业竞争加剧，行业产能利用率出现下滑，化学原料及化学品制造业产能利用率从2021年Q2的高点80%，趋势下滑至2025年Q2的72%，化工行业的盈利能力自21年高点持续下滑；细分产品来看，乙烯/PX/PP/PE开工率从2020年的94%/81%/88%/87%下滑至2024年的84%/76%/77%/80%。

值得注意的是，虽然产能高速投放带来了竞争加剧，盈利下滑的问题，但主要石化产品在该阶段仍然实现了表观消费量的高速增长，根据钢联数据，2020-2024年，烯烃链中乙烯/丙烯/丁二烯年化表需增速达到10.4%/8.8%/7.9%，芳烃&化纤链中PX/纯苯/PTA/MEG/涤纶长丝/PA6年化表需增速达到8.5%/14.5%/7.9%/6.8%/7.0%/12.4%。

在国内地产行业不断调整，海外关税战的背景下，化工品为何能保持需求的高速增长？

图 2：重点石化产品表需增速，%

	乙烯	丙烯	丁二烯	PVC	PX	PTA	MEG	涤纶长丝	瓶片	纯苯	己内酰胺	PA6
2020	27.01	9.83	16.02	5.16	15.8	9.73	7.31	0.86	23.91	14.95	12.07	5.27
2021	14.15	11.05	8.07	-1	2.71	2.07	4.94	6.14	-1.63	18.91	6.96	7.66
2022	10.51	3.95	7.74	-2.27	0	-1.07	2.48	-10.34	-0.65	7.92	8.72	1.83
2023	11.08	9.97	15.42	2.71	18.67	19.76	13.02	17.03	21.59	19.06	16.28	14.48
2024	5.94	10.3	0.91	0.6	13.51	12.01	6.95	17.59	13.87	12.46	27.13	27.37
20-24年化	10.4%	8.8%	7.9%	0.0%	8.5%	7.9%	6.8%	7.0%	7.9%	14.5%	14.5%	12.4%

资料来源：钢联，天风证券研究所

图 3：2020vs.2024 年主要石化产品开工率



资料来源：隆众石化，天风证券研究所

1.1. 终端出口的强力拉动

终端间接出口的以价换量

2020 年以来，受公共卫生事件下的出口链替代效应，关税战下出口节奏的扰动和反复等众多因素影响，中国对外出口总体仍能保持较好的增速，2015 年-2019 年，中国对外出口总额 CAGR 为 2.4%，而 2020-2024 年为 8.4%，实现了出口金额的大幅增长。

但值得注意的是，对外出口金额的增长主要体现在 2021 年，而 2022-2024 年，出口金额 CAGR 为 0.4%，但出口金额增速的高位回落，并非代表出口实物量的低迷，根据海关数据，2023-2025 年，多种细分部门的出口存在以价换量的情况：2023-2025 年，从出口价格指数的算数平均值来看，纺织/家具/文体/电气机械/化纤/塑料橡胶制品/空调/冰箱等与化学品需求相关度比较高的行业均出现了明显的价格指数下滑，对应分别为 95/93/95/96/96/93/98/97（上年同月=100），代表着每年价格 2%~7% 的下滑幅度。

而从出口数量指数来看，在价格下降的同时，出口量仍保持高速增长，2023-2025 年，塑料/橡胶/汽车/家具出口量保持 10% 以上增速，出口数量指数算数均值分别为 114/111/122/110；化工品/纺织/机电/玩具保持 5%-10% 的增速，出口数量指数算数均值分别为 106/107/108/105。

因此我们认为，终端行业实物量出口的高速增长是拉动国内化学品表需增长的主要因素之一。

图 4：各部门出口价格指数，上年同月=100

	出口价格 总指数	纺服	家具	文体	电气机械	化学纤维	通信设备 、计算机	塑料橡胶	机电、音 像设备	家用电动 器具	空调	冷藏箱、 冷冻箱
2010	102.35	106.93	101.63	102.79	100.36	117.48	96.23	106.77	96.85	115.10	112.05	110.70
2011	110.03	119.41	109.51	111.48	99.73	125.88	108.65	115.68	104.99	108.78	116.33	107.19
2012	102.23	106.83	108.68	107.04	103.63	88.03	98.74	102.78	100.26	111.73	103.22	101.20
2013	99.35	103.84	104.21	105.39	102.56	94.28	97.48	96.98	97.52	107.11	98.79	99.80
2014	99.33	99.63	96.32	95.89	98.49	90.66	102.96	97.10	99.88	102.70	95.62	97.48
2015	99.15	101.57	101.02	104.50	98.85	89.18	104.18	96.61	101.35	95.83	99.21	95.58
2016	97.39	93.06	87.66	90.48	89.78	87.18	91.48	96.85	99.58	105.54	95.66	94.37
2017	104.01	96.89	99.46	103.71	98.93	110.97	108.98	106.21	104.42	105.93	101.82	101.93
2018	103.07	98.43	99.64	96.36	100.44	106.68	106.28	101.42	104.45	100.79	102.08	101.97
2019	103.11	103.82	108.47	112.45	104.10	93.03	101.23	101.43	102.15	115.22	100.18	99.40
2020	93.36	94.60	95.68	104.36	95.91	77.63	91.79	96.18	92.10	104.26	87.27	85.55
2021	103.33	102.55	102.34	104.90	103.38	113.68	103.15	105.27	101.91	108.08	101.89	105.09
2022	112.35	107.70	114.40	107.17	114.08	107.82	112.38	111.01	112.51	104.85	111.98	111.56
2023	97.86	99.76	96.80	98.31	101.13	93.66	98.51	94.57	99.87	106.96	97.44	94.95
2024	94.53	92.53	89.07	91.28	89.36	99.67	100.70	92.63	96.33	98.00	96.43	96.66
2025 (前7月)	97.56	93.30	94.06	95.80	98.50	93.66	99.13	92.79	99.33	97.17	98.89	98.94
2023-2025算数 均值	96.65	95.20	93.31	95.13	96.33	95.66	99.45	93.33	98.51	100.71	97.59	96.85

资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：各部门出口数量指数，上年同月=100

	出口数量 总指数	化工品	纺织原料 及纺织制 品	机电、音 像设备	塑料及其 制品	橡胶及其 制品	车辆	家具、寝 具、灯具	玩具
2010	129.49	127.83	117.65	135.78	130.01	131.83	144.08	130.23	107.26
2011	109.73	114.33	102.86	109.72	117.19	112.31	118.72	106.78	106.08
2012	106.15	101.33	99.13	108.26	118.27	106.18	106.84	122.31	97.83
2013	109.39	107.78	109.93	113	114.2	116.01	105.83	109.57	94.95
2014	105.07	112.59	101.03	102.98	107.68	109.42	107.52	108.74	112.63
2015	101.23	103.77	106.41	101.46	103.75	96.13	100.69	111.35	109.28
2016	104.27	104.11	105.59	101.21	109.43	102.56	103.54	107.88	117.83
2017	107.36	110.65	106.94	107.67	110.95	105.87	113.77	109.49	125.99
2018	105.53	106.97	104.62	105.09	112.05	105.32	109.42	110.39	108.86
2019	101.97	102.46	100.06	102.07	109.13	103.73	100.99	102.15	98.48
2020	94.92	100.69	99.54	98.33	100.24	99.12	91.8	96.71	91.63
2021	124.58	135.7	118.8	121.83	130.93	139.21	151.97	138.78	153.07
2022	98.73	101.92	100.97	96.68	101.86	95.57	113.7	86.06	101.04
2023	104.42	99.03	100.69	100.97	108.5	115.05	130.69	106.74	98.03
2024	113.61	110.54	112.27	112.08	120.07	109.88	120.42	119.73	104.97
2025 (前7月)	109.83	108.21	107.46	110.16	112.06	107.79	116	104.57	112.97
2023-2025算数 均值	109.29	105.93	106.81	107.74	113.54	110.91	122.37	110.35	105.32

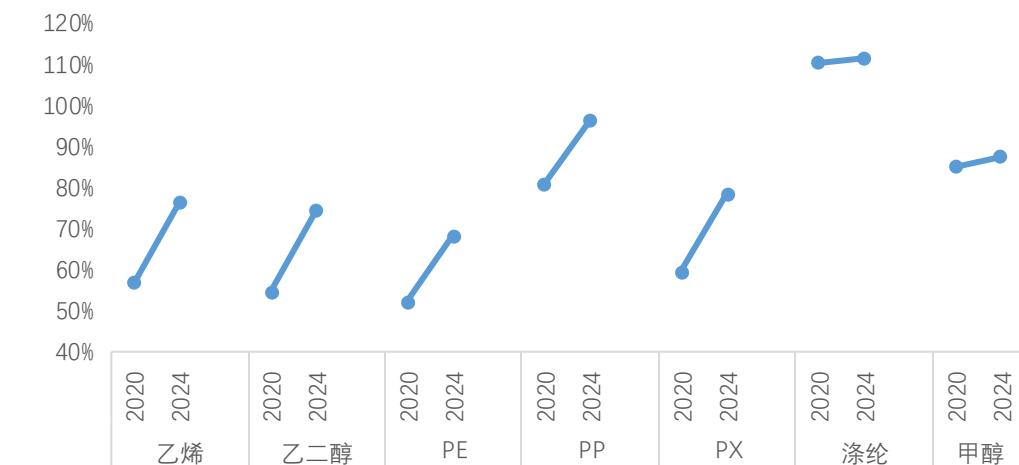
资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 进口替代&出口扩张

进口替代或出口虽不贡献表观需求，但对消化国内产能有重要意义，近年来随着石化产能的投放，国内重点石化产品的自给率有了大幅提升，2020-2024年，乙烯/乙二醇/PE/PP/PX/甲醇自给率从57%/55%/52%/81%/60%/85%提升至76%/75%/68%/96%/78%/88%。

以乙烯/PX为例，自给率提升19pct/18pct，分别对应消化949/855万吨产能，占其2020-2024年投放总产能的41%/41%。

图 6：2020vs.2024年主要石化产品自给率



资料来源：隆众石化，天风证券研究所

化学品出口迎来扩张期：2020-2024 年化学工业及其相关工业的产品出口金额 CAGR 达 8.9%，而石化类产品出口量的增速明显高于化学品总体水平，在我们统计的 14 种主要石化类产品中，2020-2024 年，苯乙烯/PP/PTA/EVA/PA6/PVC 出口量的 CAGR 增速均在 40% 以上，其余产品也均在 9%~40% 的增速区间。

我们认为石化产品出口量的快速增长，本质上是基于国内产业链的一体化优势、规模化集约化提升带来的比较成本的优势，在欧美、日韩等传统石化强国不断退出，新兴市场区域石化布局仍有限的背景下，这种比较优势在中长期来看依然稳固。

图 7：主要石化产品出口增速：同比

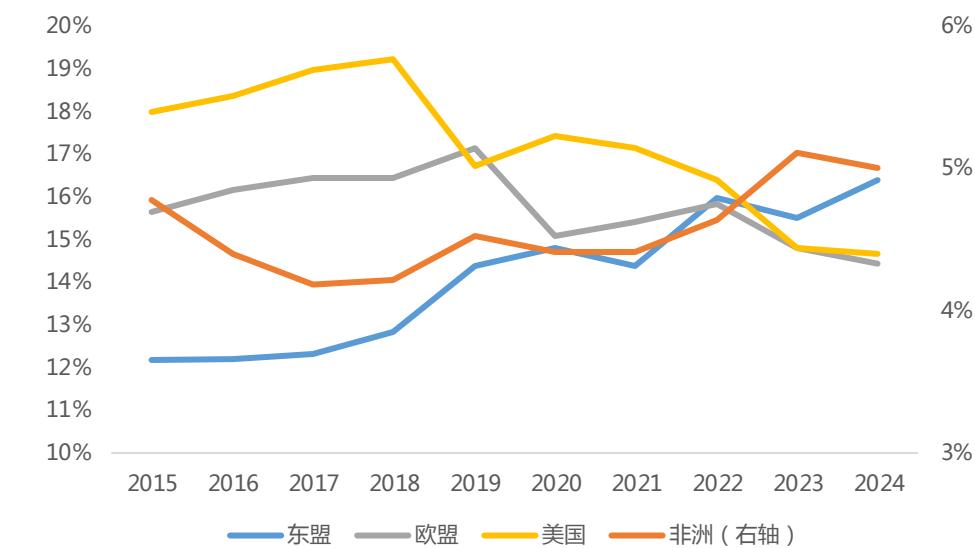
	苯乙烯	PVC	EVA	PTA	丙烯腈	PE	PP
2019	951%	-14%	27%	-18%	767%	30%	10%
2020	-50%	24%	-11%	23%	70%	-2%	6%
2021	769%	179%	34%	204%	189%	84%	250%
2022	140%	12%	64%	34%	3%	38%	-9%
2023	-35%	16%	77%	2%	-20%	12%	-1%
2024	-32%	15%	22%	26%	31%	3%	89%
20-24年化增速	74%	43%	48%	51%	33%	31%	56%
	ABS	改性PS	PC	TDI	MDI	AA	PA6
2019	-44%	10%	-1%	62%	2%	-5%	18%
2020	39%	-10%	-2%	84%	-2%	-11%	4%
2021	52%	50%	35%	44%	65%	30%	108%
2022	-10%	27%	-14%	-10%	-2%	1%	53%
2023	34%	24%	25%	0%	6%	11%	22%
2024	52%	47%	34%	10%	15%	9%	21%
20-24年化增速	29%	36%	18%	9%	18%	13%	47%

资料来源：wind，钢联，天风证券研究所

1.3. 新兴国家需求的崛起

近年来，中国对外出口更加侧重于新兴市场，在中国的宏观出口结构中，出口至美国、欧盟的占比持续下滑，尤其是在中美贸易摩擦开始后，下滑速度有所加快，从高点 2018 的 19% 下滑至 2024 年的 15%；而中国对新兴经济体的出口占比则呈现出较快上行的趋势，东盟从 2018 年的 13% 增长至 2024 年的 16%，非洲从 4% 增长至 5%。

图 8：中国出口目的地占出口总额比重：按区域



资料来源：wind, 天风证券研究所

就化学品而言，中国出口至东盟、巴西等新兴市场区域也同样迎来大幅增长，2020-2024年，中国化学品总体出口 CAGR 达 8.9%，其中出口至巴西增速达 17.7%，越南、印尼、马来西亚等东盟国家分别为 12.9%/13.7%/10.1%，均高于行业总体增速；出口至韩国、欧盟等传统石化强国增速达到 10.3%/7.8%，同样有较好表现。

这一变化，我们认为主要还是受新兴市场自身需求增长的拉动，近年来，东南亚逐渐成为国际产业转移的重要节点，尤其是纺织服装、汽车生产、电子组件等劳动密集型产业；同时，东南亚拥有较大比例的年轻人口，人口结构优势为其经济发展和消费市场提供了强大的动力，其对化学品的需求或迎来快速增长节点，为中国化学品出口提供了重要的增量市场。

图 9：中国化学品对不同区域的出口增速：同比

增速	化学品合计	欧盟	越南	印尼	南非	印度	美国	马来西亚	韩国	日本	中国台湾	巴西
2018/12/31	19%	22%	11%	20%	21%	32%	20%	13%	28%	23%	2%	24%
2019/12/31	-5%	-15%	5%	-8%	-7%	0%	-17%	-1%	-8%	-8%	-16%	5%
2020/12/31	6%	12%	8%	0%	-2%	-3%	15%	-5%	-1%	-9%	-3%	8%
2021/12/31	55%	65%	50%	99%	45%	43%	26%	58%	59%	41%	49%	92%
2022/12/31	15%	18%	20%	-15%	20%	9%	16%	25%	47%	28%	10%	33%
2023/12/31	-20%	-29%	-9%	-17%	-29%	-9%	-30%	-18%	-7%	-18%	-25%	-36%
2024/12/31	-2%	-3%	0%	18%	10%	-9%	10%	-10%	-32%	-14%	4%	17%
20-24年化增速	8.9%	7.8%	12.9%	13.7%	8.0%	6.5%	3.2%	10.1%	10.3%	6.0%	6.4%	17.7%

资料来源：wind, 天风证券研究所

1.4. 对日韩、欧洲传统区域的竞争替代

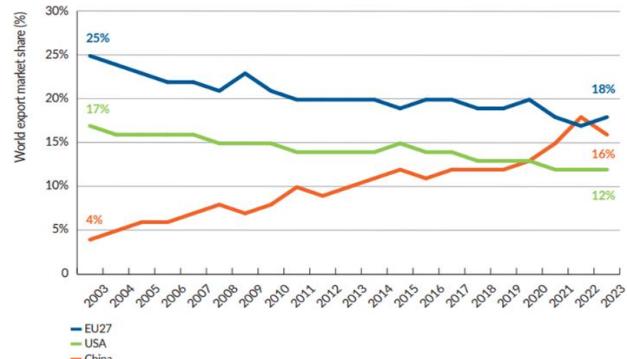
欧洲化工装置大量关停：受俄乌冲突的影响，高昂的能源及碳税成本对制造业形成冲击，欧洲大量石化装置退出，2023 年和 2024 年，欧洲已宣布关闭 1100 多万吨化工产能，且进入 2025 年之后，欧洲石化装置退出有加速迹象，根据我们统计，当前有 11 套乙烯装置合计 570 万吨产能计划在 2025 年及之后退出，涉及巴斯夫、陶氏、利安德巴赛尔、壳牌、道达尔等诸多能源化工巨头。在此背景下，欧洲占全球的贸易份额不断下滑，中国份额趋势性提升至 2023 年的 16% 左右。

图 10：欧洲乙烯退出统计：2025 及之后

公司	国家	城市	装置	产能 (kta)	关闭日期
Versails SpA	Italy	Brindisi	Ethylene	490	2025.3
		Priolo	Ethylene	490	预计 2025.11 中旬
Sabic Wilton	UK	Wilton	Ethylene	865	2025.6.25
		Böhlen	Ethylene	510	2027 第四季度
Dow	Germany	Böhlen	Ethylene	974	2030 年前
		Moerdijk	Ethylene	324	2030 年前
Shell	Germany	Rheinland	Ethylene	415	2030 年前
		Mossmorran	Ethylene	550	2027 年底
TotalEnergies	Belgium	Antwerp	Ethylene	465	2026 上半年
		Berre	Ethylene	5703	2025.4 (临时关停)
LyondellBasell	Germany	Münchsmü nster	Ethylene	400	2026 上半年
BASF	Germany	Ludwigshafen	Ethylene	220	2025.4 (临时关停)
合计					

资料来源：S&P Global, INDUSTRIE LINQS, Reliable Plant, Shell, 天风证券研究所

图 11：全球化学品贸易份额



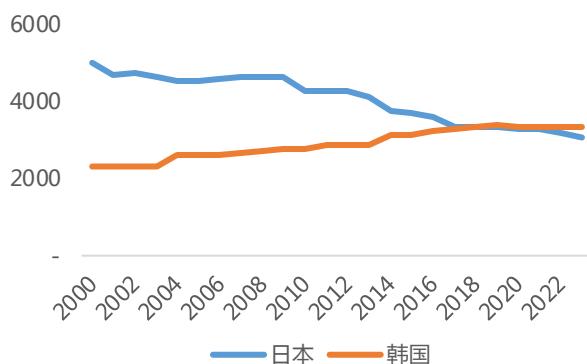
资料来源：cefic, 天风证券研究所

日韩重点石化产品产能利用率下滑：近年来由于全球经济增速放缓，需求低迷，同时中国积极推动石化产品自给自足，从过去石油化工产品的主要进口国，如今在某些产品方面已从过去的净进口国变成净出口国；叠加两国资源匮乏，高度依赖进口能源，全球能源价格的波动和国内发电成本的增加带来高成本困境，日韩石化产能利用率出现大幅下滑：韩国PX负荷从2019年的99%下滑至2024年的71%，乙烯负荷从2019年的93%下滑至2024年的79%；日本PX负荷从2019年的84%下滑至2023年的61%，乙烯负荷从2019年的94%下滑至2023年的78%。

2025年，由于结构性竞争力的下滑，韩国石化企业已同意将其石脑油年裂解产能减少270万-370万吨，占其国内总产能的25%；

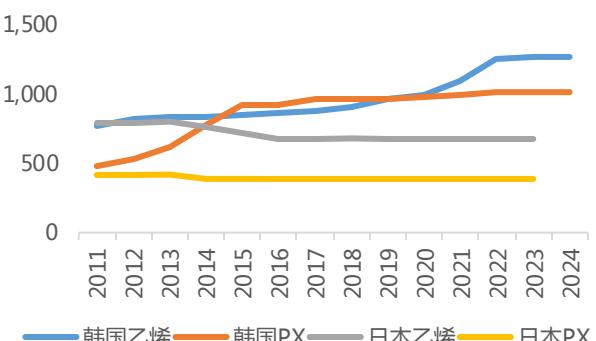
日本则加快了传统石化产业整合步伐，旭化成、三井化学、三菱化学于9月1日联合宣布成立一家合资公司，研究如何建立一个联合运营实体，以便优化三家公司在日本西部的乙烯生产设施；出光兴产将关闭其位于千叶的乙烯生产设施；丸善石油化工公司也在关闭千叶乙烯工厂，同时优化与住友化学合资的京叶乙烯工厂。

图 12：日韩炼能：千桶/天



资料来源：BP, 天风证券研究所

图 13：日韩PX、乙烯：万吨/年



资料来源：日本经济产业省, 韩国统计局, 天风证券研究所

1.5. 化学品库存分化，行业整体累库有限

产业链累库或许能贡献一定的表观需求增速，但我们通过对主要石化产品的库存进行分析，截止到 7 月底，成品油、甲醇、MEG、沥青、PTA、长丝等多种产品库存分位值处于 5 年中低位；LDPE/LLDPE 有较为明显的累库，总体来看，我们认为累库因素对表需的贡献不大。（HDPE/LDPE/LLDPE 社会库存数据周期较短，为 2024 年 7 月/10 月以来的库存分位值）

图 14：石化产业链库存：5 年分位值

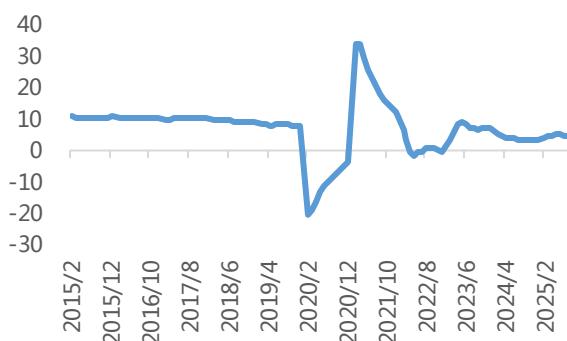
	原油: 港口库存	动力煤: 港口库存	LNG: 接收站库存	汽油: 商业库存	柴油: 商业库存	甲醇: 港口库存	MEG: 社会库存	沥青: 社会库存	PTA: 厂库天数	POY: 厂内库存	纯苯: 港口库存	苯乙烯: 港口库存	LDPE: 社会库存	LLDPE: 社会库存	HDPE: 社会库存
2024/1/31	9.2%	38.4%	56.0%	45.1%	30.1%	48.5%	74.8%	41.4%	28.8%	8.3%	34.7%	61.0%			
2024/2/29	22.0%	40.4%	55.4%	28.7%	77.5%	55.8%	74.5%	64.1%	99.5%	65.0%	15.8%	97.9%			
2024/3/31	0.8%	51.0%	63.0%	14.5%	72.1%	2.9%	70.1%	85.4%	63.9%	82.5%	16.5%	95.4%			
2024/4/30	22.7%	54.5%	71.9%	32.6%	71.4%	16.1%	77.2%	90.0%	84.2%	94.6%	40.4%	63.6%			
2024/5/31	51.4%	72.4%	64.1%	18.5%	44.4%	9.0%	54.7%	86.0%	58.8%	68.7%	10.6%	28.8%			
2024/6/30	62.2%	85.6%	74.1%	12.7%	52.8%	49.1%	55.3%	81.1%	28.6%	75.8%	0.8%	22.1%			
2024/7/31	26.6%	81.5%	88.5%	18.4%	42.2%	89.3%	53.6%	71.7%	4.5%	53.6%	7.3%	7.7%	87.2%		
2024/8/31	54.5%	72.9%	81.1%	14.3%	24.5%	95.0%	52.8%	52.4%	48.3%	15.5%	35.2%	11.8%	86.0%		
2024/9/30	43.8%	63.9%	87.7%	30.7%	22.9%	77.0%	51.2%	25.4%	59.0%	10.2%	2.8%	14.3%	83.6%		
2024/10/31	67.6%	69.2%	93.8%	9.8%	12.7%	94.6%	60.6%	7.3%	48.7%	42.2%	49.1%	6.1%	80.3%	86.8%	99.1%
2024/11/30	57.7%	98.3%	95.0%	5.3%	4.0%	97.1%	65.1%	1.6%	9.0%	43.8%	56.1%	3.2%	78.2%	84.4%	94.6%
2024/12/31	68.4%	77.0%	92.6%	21.7%	2.8%	78.6%	54.5%	1.6%	29.0%	1.2%	72.1%	2.0%	77.4%	81.9%	90.9%
2025/1/31	13.5%	75.4%	96.7%	27.0%	29.9%	72.5%	63.9%	9.4%	29.0%	2.0%	57.7%	53.2%	85.2%	84.0%	91.3%
2025/2/28	9.8%	87.7%	92.2%	19.6%	26.6%	91.3%	86.8%	22.9%	85.6%	58.1%	70.9%	91.8%	88.9%	89.3%	97.5%
2025/3/31	13.9%	90.9%	86.0%	25.4%	25.0%	45.0%	68.8%	34.8%	56.1%	68.0%	59.4%	84.8%	93.4%	91.3%	93.4%
2025/4/30	22.9%	94.2%	59.0%	8.1%	20.0%	0.4%	68.4%	51.6%	50.0%	79.5%	53.6%	48.7%	96.7%	92.6%	90.1%
2025/5/31	61.8%	95.9%	64.3%	0.4%	0.0%	2.4%	54.0%	40.1%	32.3%	23.7%	64.3%	39.3%	100.0%	95.9%	86.4%
2025/6/30	69.6%	94.6%	74.5%	1.6%	2.0%	18.8%	47.5%	45.0%	32.3%	42.2%	76.6%	47.1%	90.1%	90.1%	80.7%
2025/7/31	64.3%	79.0%	81.5%	11.0%	9.0%	32.3%	47.9%	43.4%	26.2%	31.5%	76.6%	84.0%	94.2%	97.5%	82.3%

资料来源：钢联，天风证券研究所

1.6. 内需温和复苏，新兴领域对需求拉动有亮点

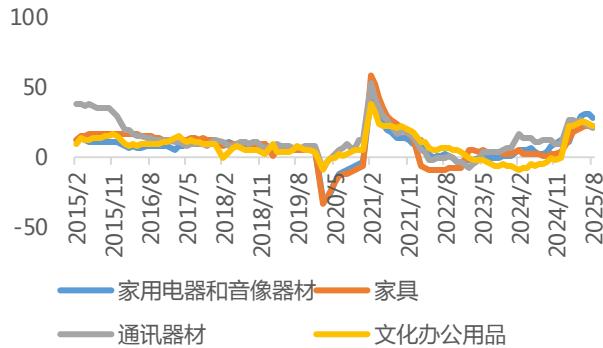
国内消费温和复苏，国补助力需求增长：在一系列稳增长措施下，国内消费温和复苏，2024 年社零增速同比+3.5%，2025 年 1-8 月同比+4.6%；且在国补覆盖的家电、家具、通讯器材、文化办公类商品零售在 2025 年 1-8 月份同比增速高达 28.4%/22%/21.1%/22.3%，是 2024-2025 年拉动化学品消费增长的重要因素。

图 15：中国社会消费品零售总额累计同比%



资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：国补行业零售增速：%



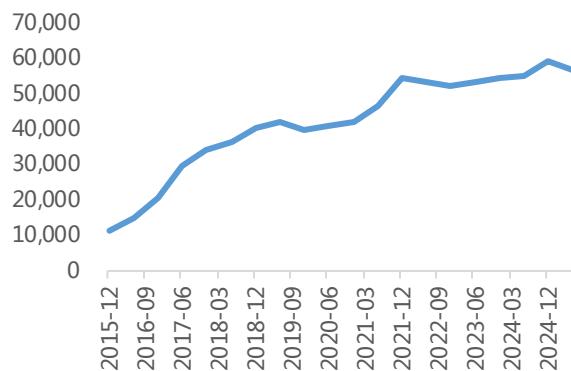
资料来源：wind，天风证券研究所

国内新兴产业和新兴消费市场的蓬勃发展也为化学品需求提供较大拉动作用，新能源汽车和风光发电等新能源设备制造对以石油为原料的化工产品、新材料需求快速增长，2021-2024 年，太阳能发电装机容量、动力电池产量 AAGR 高达 33%/123%，EVA、POE、环氧树脂、PVDF 等诸多化工新材料需求迎来快速增长期。

快递、外卖消费的崛起也为传统塑料贡献了增量需求：根据外卖大盘统计数据显示，

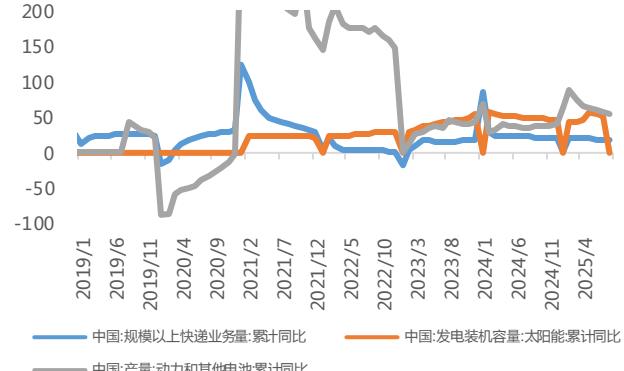
2015-2024 年十年间，中国餐饮外卖市场呈现快幅增长态势，市场规模从 2015 年的 1250 亿元飙升至 2024 年的约 1.5 万亿元，年复合增长率 (CAGR) 高达 28%；2015-2024 年，中国规模以上快递业务量 CAGR 达 27%。

图 17：中国网上外卖用户规模，万人



资料来源：wind，天风证券研究所

图 18：快递，太阳能、动力电池增速，%



资料来源：wind，天风证券研究所

未来驱动需求增长的动能是否还在？

中长期维度下，国内产业链的一体化、规模化、集约化提升带来的比较优势基本确立，石化产品的出口具有成本优势；东盟、非洲经济的发展，对化学品的需求量或面临快速增长节点，有望成为拉动化学品直接出口的重要区域；而几大传统炼油中心，美国、欧盟、日韩也在逐步退出石化产业或暂缓扩张，中国在全球化学品贸易份额有望不断提高。

对内来看，地产行业已经经过几年调整，新能源、新兴消费对化工新材料仍有较强拉动力，消费或已走出相对低位，我们认为驱动化学品表需及出口增长的因素并未衰退，短期或有关税扰动，但中长期来看未来实物量的消费仍有望保持较好的增速。

2. 哪些行业有望率先走出低位

政策驱动：炼油、乙烯、PX、甲醇、炼油副产品

化学品审批门槛不一，国家负责统筹产业布局规划的产品有较高的准入门槛，其中涉及炼油、乙烯、PX、MDI、煤制烯烃、煤制 PX 项目；

在当前炼油产能逼近 10 亿吨上限的背景下，反内卷政策频出，国家发改委提出优化产业布局，遏制落后产能扩张，加快淘汰炼油等行业的落后和低效产能，科学论证煤化工等行业新增产能项目；工信部等五部委印发《关于开展石化行业老旧装置摸底评估的通知》，以摸清石化行业老旧装置底数，或将推动新一轮的老旧产能淘汰。根据煤化工信息网信息，煤制甲醇的项目审批核准已被暂停，对于已开工但手续不全的项目而言，补办手续的难度呈指数级上升。在高准入壁垒+反内卷政策的推动下，我们认为炼油、乙烯、PX、甲醇、炼油副产品（石脑油、石油焦、沥青、硫磺）等或开启新一轮景气向上周期。

推荐标的：恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、宝丰能源

建议关注：中海石油化学、中国心连心化肥

市场机制主导：涤纶长丝、PTA、己内酰胺等

这类产品已经历过一定程度的“内卷”，价格/盈利处于相对低位，未来几年供给增速趋

性下滑，行业更倾向于自发反内卷，市场机制在这些行业不断发挥作用，主要涉及涤纶长丝、PTA、己内酰胺等。

推荐标的：桐昆股份、新凤鸣（能源与基化团队联合覆盖）、恒逸石化

3. 风险提示

- 1、 行业政策不确定性风险：从历史上看，新产能审批或存在阶段性收紧或放松风险；
- 2、 关税风险：关税尚未完全落地，下游及终端产品出口或存在一定关税风险；
- 3、 原料价格大幅波动风险：主要原料为煤炭，或存在一定的原料价格大幅波动风险。
- 4、 行业竞争加剧风险：市场机制出清下的行业，审批门槛不高，或存在一定的行业竞争加剧风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com