

石化化工行业 2026 年 2 月投资策略

推荐油气、炼油炼化、钾肥、磷化工的投资方向

优于大市

核心观点

石化化工行业 2026 年 2 月投资观点：

石化化工是周期性行业，现阶段石化化工行业“内卷式”竞争问题突出，低质量、同质化的无序竞争导致企业普遍面临增产不增利困境，全行业营业收入利润率从 2021 年的 8.03% 持续降至 2024 年的 4.85%，2025 年以来部分子行业率先复苏，前三季度行业归母净利润同比增长 10.56%，行业盈利逐渐企稳复苏。

供给端：化学原料及化学制品制造业投资固定资产累计投资额于 2025 年 6 月开始转负，SW 基础化工行业及多个细分子行业的资本开支连续多个季度转负，此轮行业扩产周期接近尾声；7 月“反内卷”政策正式出台，旨在治理企业低价无序竞争、推动落后产能有序退出，农药、石化、有机硅、PTA 聚酯等子行业相继响应“反内卷”出台或正在制定行业指导文件。我们认为，后续将会看到更多化工产品新产能审批趋严、落后产能（如规模小、能耗高、污染大）将加速出清，石化化工行业供给过剩问题将得到有效缓解。

需求端：传统需求方面，伴随着全球央行进入降息周期及暂停缩表，在货币政策及财政政策刺激下我们看好石化化工传统需求有望实现温和复苏；新兴需求方面，从新能源到 AI，关键化学品材料始终是支撑产业技术升级的重要推手。

海外化工产能出清：受能源成本高企、装置老旧等因素影响，2025 年以来欧洲化工产业迎来装置关停潮，目前我国化工产品销售额约占全球的 40% 以上，国内石化化工产业链完善，相当多化工品在全球极具市场竞争力，在海外产能加速出清及预期需求复苏背景下，我们认为中国化工企业在全球的市场份额将持续提升，过剩产能将得到加速消化。

宏观及化工产品价格，2026 年 1 月，我国综合 PMI 产出指数为 49.8%，比上月下降 0.9 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体较上月有所放缓；其中，制造业采购经理指数（PMI）为 49.3%，比上月下降 0.8 个百分点，制造业景气水平有所回落。2026 年 1 月 30 日，中国化工产品价格指数 CCPI 报 4120 点，较去年底的 3930 点下降 4.83%，主要化工品出厂价有所上涨。

原油价格，1 月地缘风险增加，国际油价震荡上涨。俄乌博弈进入新阶段、委内瑞拉、伊朗局势升温，地缘风险增加，同时 OPEC+ 成员国将进行补偿性减产、严寒天气影响美国石油生产、国际货币基金组织上调了今年全球经济增长预估，以上等诸多因素叠加，使得 1 月份国际油价震荡上行。截至 1 月 30 日，WTI、布伦特原油价格期货结算价分别为 65.21、70.69 美元/桶，分别较去年底上涨 13.57%、16.17%。

展望 2026 年 2 月，部分化工产品海外需求复苏，内需也有望进一步发力，我们重点推荐中长期供需格局改善以及具有稀缺资源属性的化工品投资方向，重点推荐油气、炼油炼化、钾肥、磷化工等领域投资方向。

行业研究 · 行业投资策略

石油石化

优于大市 · 维持

证券分析师：杨林
010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn
S0980520120002

证券分析师：余双雨
021-60375485

yushuangyu@guosen.com.cn
S0980523120001

证券分析师：王新航
0755-81981222

wangxinhang@guosen.com.cn
S0980525080002

证券分析师：薛聪
010-88005107

xuecong@guosen.com.cn
S0980520120001

证券分析师：张歆钰
021-60375408

zhangxinyu4@guosen.com.cn
S0980524080004

证券分析师：董丙旭
0755-81982570

dongbingxu@guosen.com.cn
S0980524090002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《钾肥行业点评-全球氯化钾供需紧张，2026 年需求、价格有望超预期》——2026-01-23
- 《炼油炼化点评-中国石化与中国航油重组，有望加速国内 SAF 应用》——2026-01-10
- 《油气行业 2025 年 12 月月报-受俄乌、委内瑞拉地缘政治博弈影响，12 月油价震荡下跌》——2026-01-05
- 《2026 年石化化工行业 1 月投资策略-推荐炼油炼化、钾肥、磷化工、SAF 投资方向》——2026-01-04
- 《油气行业 2025 年 9 月月报-受地缘政治与 OPEC+ 产量政策博弈影响，9 月油价宽幅震荡》——2025-10-10

油气板块，近期全球外部环境急剧变化，同时俄乌、美伊以及美国“对等关税”政策均存在较大不确定性，但考虑到 OPEC+ 较高的财政平衡油价成本，以及美国页岩油较高的新井成本，预计 2026 年布伦特油价中枢在 55-65 美元/桶，2026 年 WTI 油价中枢在 52-62 美元/桶。重点推荐【中国海油】、【中国石油】、【卫星化学】、【海油发展】。

炼油炼化板块，我国炼油行业老旧装置产能庞大，老旧装置以主营炼厂居多。石化行业启动产能摸底评估工作，独立炼厂装置或受影响较重。产能整体过剩的行业背景，叠加“反内卷”政策信号明确有力的推动，预计炼油炼化行业供给侧将得到有力优化，建议关注【中国石油】、【荣盛石化】。

钾肥板块，重点推荐【亚钾国际】，公司目前拥有老挝甘蒙省 263.3 平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾资源总储量约 10 亿吨，2025 年前三季度氯化钾产量 149.86 万吨、销量 152.43 万吨。公司 179# 矿第二、第三个百万吨正在建设，有望于 2025 年投产，预计公司 2025、2026 年氯化钾产量分别为 200 万吨、400 万吨，前三个百万吨完全满产有望达到 500 万吨产量。

磷化工板块，储能对磷矿石需求的边际拉动效应有望增强，磷矿石价值重估且稀缺属性持续强化，中长期磷矿石价格将维持高位，推荐【川恒股份】。

本月投资组合：

- 【中国石油】国内综合性能源龙头，天然气产业链优势地位巩固；
 - 【中国海油】经营管理优异的海上油气巨头；
 - 【荣盛石化】炼化利润有望修复，硫磺提供业绩增量；
 - 【亚钾国际】国内稀有钾肥生产企业，产能持续扩张凸显规模优势。
 - 【川恒股份】磷酸盐主业稳根基，磷矿石资源增量明显；
 - 【百龙创园】国内阿洛酮糖正式获批，膳食纤维需求高速增长。
- 风险提示：**原材料价格波动，产品价格波动，下游需求不及预期等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
601857.SH	中国石油	优于大市	11.02	20169	0.88	0.90	12.54	12.20
600938.SH	中国海油	优于大市	35.52	16883	2.76	2.81	12.88	12.65
002493.SZ	荣盛石化	优于大市	14.75	1473	0.19	0.34	78.19	42.91
000893.SZ	亚钾国际	优于大市	56.02	518	2.00	2.98	27.98	18.82
002895.SZ	川恒股份	优于大市	42.00	255	2.11	2.49	19.91	16.88
605016.SH	百龙创园	优于大市	25.23	106	0.87	1.09	24.80	23.20

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

1、本月核心观点：推荐炼油炼化、钾肥、磷化工、SAF 投资方向	7
2、本月投资组合	8
3、重点行业研究	9
3.1 受地缘政治博弈影响，1 月油价大幅上涨	9
3.2 炼油炼化供需持续改善，盈利有望持续修复	14
3.3 全球钾肥价格触底，需求推动下看好价格复苏	33
3.4 磷化工：磷矿石稀缺属性持续强化，储能及动力电池驱动磷矿石需求上行	39
风险提示	43
附表：重点公司盈利预测及估值	43

图表目录

图 1: WTI 油价近期走势 (美元/桶)	9
图 2: 布伦特油价近期走势 (美元/桶)	9
图 3: OPEC+主要成员国财政平衡油价 (美元/桶)	11
图 4: OPEC+主要成员国 2025 年财政平衡油价变化 (美元/桶)	12
图 5: 美国新打井-完井的完全成本 (美元/桶)	13
图 6: 美国现有井运营成本 (美元/桶)	13
图 7: 主流机构对于原油需求的预测 (百万桶/天)	13
图 8: 主流机构对于原油需求增长的预测 (百万桶/天)	13
图 9: 石油炼化产业链	14
图 10: 2020-2025 年国内炼能情况 (亿吨)	16
图 11: 2026-2030 年国内炼能趋势预测图 (万吨)	16
图 12: OPEC+主要成员国 2025 年财政平衡油价变化 (美元/桶)	17
图 13: 美国新打井-完井的完全成本 (美元/桶)	18
图 14: 美国现有井运营成本 (美元/桶)	18
图 15: 主流机构对于原油需求的预测 (百万桶/天)	18
图 16: 主流机构对于原油需求增长的预测 (百万桶/天)	18
图 17: 沙特 OSP (美元/桶)	19
图 18: VLCC 运价 (美元/天)	19
图 19: 中国汽油车保有量和汽油消费量增速	20
图 20: 中国成品油产量及成品油收率	21
图 21: 成品油出口配额	21
图 22: 中国成品油出口量及同比增速	21
图 23: 我国主营炼厂周度开工率	22
图 24: 我国山东地炼周度开工率	22
图 25: 我国汽油-原油裂解价差 (元/吨)	22
图 26: 我国柴油-原油裂解价差 (元/吨)	22
图 27: 美国炼厂开工率走势	23
图 28: 欧洲、新加坡、美国柴油裂解价差走势	24
图 29: 欧洲、新加坡、美国汽油裂解价差走势	24
图 30: PX 生产工艺路线	24
图 31: 聚酯产业链	25
图 32: 2024 年 PX 下游主要应用及占比	25
图 33: 当前我国 PX 主要生产企业及占比	25
图 34: 我国 PX 表观需求量变化情况	26
图 35: 我国 PX 进口量与进口依赖度	26
图 36: PX 及石脑油价格、价差情况 (元/吨)	26
图 37: 2024 年我国 PTA 下游需求及占比	27

图 38: 我国 PTA 产能产量变化情况	27
图 39: 我国当前各企业 PTA 产能分布情况	27
图 40: 我国 PTA 表观消费量变化情况	28
图 41: 我国 PTA 净出口情况	28
图 42: PTA 开工率情况	29
图 43: PTA 价格、原材料价差 (元/吨) 走势情况	29
图 44: 2024 年我国硫磺非制酸下游应用	29
图 45: 原油品质分类	30
图 46: 伊朗原油产量 (千桶/天)	30
图 47: 我国磷酸铁产量 (万吨)	31
图 48: 全球原生碳酸锂产量 (万吨)	31
图 49: 2025 年至今中东部分国家硫磺合同价变化	32
图 50: 钾肥产业链	33
图 51: 全球钾肥主要生产企业	34
图 52: 全球钾肥主要消费国家	34
图 53: 全球钾肥表观消费量 (千吨)	34
图 54: 全球钾肥贸易占比	34
图 55: 钾肥产能、产量及表观消费量	35
图 56: 钾肥进口量及出口量	35
图 57: 国内钾肥主要生产企业	35
图 58: 钾肥港口库存 (万吨)	35
图 59: 中国氯化钾进口国分布 (万吨)	36
图 60: 中国氯化钾进口量占比	36
图 61: 国内钾肥价格走势 (元/吨)	37
图 62: 青海盐湖氯化钾 (60%粉) 出厂价 (元/吨)	37
图 63: 全球主要钾肥出口国 FOB 价格 (美元/吨)	37
图 64: 全球主要钾肥进口国 CFR 价格 (美元/吨)	37
图 65: 西南地区磷矿石市场价格	40
图 66: 国内磷矿石消费结构变化	40
图 67: 中国磷矿石产能、产量	40
图 68: 中国磷矿石品位	40
图 69: 全球储能电池出货量 (GWh)	42

表 1: OPEC+自愿减产情况 (千桶/天)	10
表 2: 220 万桶/日、166 万桶/日自愿减产逐步退出产量表 (千桶/天)	11
表 3: OPEC+减产情况 (百万桶/天)	12
表 4: 2025 年我国千万吨级以上炼厂炼能	15
表 5: 2026-2030 年我国新增炼油项目	16
表 6: 220 万桶/日、166 万桶/日自愿减产逐步退出产量表 (千桶/天)	17
表 7: 2025 年来俄罗斯炼厂遭袭规模影响 (不完全统计)	23
表 8: 今年 10 月以来美国炼厂停车情况	23
表 9: 未来三年拟投建 PX 产能情况	25
表 10: 我国未来三年计划新增 PTA 产能	27
表 11: 2025 年来我国 PTA 检修停产情况	28
表 12: 印尼高压酸浸项目产能情况	31
表 13: 全球主要国家钾盐产量及储量 (折纯 K2O, 万吨)	33
表 14: 全球主要磷矿产出地区储量、产量及储采比	39
表 15: 磷矿石供需平衡表 (万吨)	41
表 16: 全球储能电池及动力电池出货量对应磷矿石需求估算	42

1、本月核心观点：推荐炼油炼化、钾肥、磷化工、SAF 投资方向

现阶段石化化工行业“内卷式”竞争问题突出，低质量、同质化的无序竞争导致企业普遍面临增产不增利困境，全行业营业收入利润率从 2021 年的 8.03% 持续降至 2024 年的 4.85%，2025 年前三季度仍处低位。这一现象源于企业过度投资、重复建设导致的产品同质化，地方政府盲目招商加剧的产能过剩，以及国际国内经济环境变化引发的竞争加剧等。对此，中央层面已明确提出综合整治要求，行业推进反内卷或将通过加强自律，发挥协会作用，龙头企业带头规范经营；强化创新，突破核心技术实现产品高端化差异化；依据能效、环保等标准淘汰不达标产能等路径等，助力行业摆脱低效竞争，迈向高质量可持续发展。

2025 年以来，化工行业反内卷政策从制度构建向专项整治逐步深化：1 月，《全国统一大市场建设指引（试行）》出台，通过破除地方保护、统一监管标准等措施，从基础制度层面遏制重复建设和市场分割，为反内卷筑牢框架；6 月，五部委联合发布老旧装置摸底评估通知，针对投产超 20 年的炼油、化肥等领域装置，从安全、环保、能效维度开展评估，推动低效产能退出，直击供给端过剩痛点；7 月政策密集发力，中央财经委员会明确提出依法治理低价无序竞争，引导落后产能有序退出；同期发改委、市场监管总局发布《价格法修正草案（征求意见稿）》，细化低价倾销等不正当价格行为认定标准，为整治恶性竞争提供法律支撑；工信部则在稳增长工作方案中，将淘汰落后产能与产业升级结合，推动石化行业结构调整与供给优化。在化工反内卷进程中，我们更看好部分同质化竞争突出领域的供给侧变革机遇，如行业产值及表观消费量较大的**炼油、烯烃**及未来产能潜在过剩的**部分农药品种**等。**成品油、烯烃、草铵膦**等产品前期产能大幅扩张，随着国有企业产能控制，新增项目审批控制等，低效产能有望加速出清，供需结构逐步优化，行业或将实现盈利修复。

供给端：化学原料及化学制品制造业投资固定资产累计投资额于 2025 年 6 月开始转负，SW 基础化工行业及多个细分子行业的资本开支连续多个季度转负，此轮行业扩产周期接近尾声；7 月“反内卷”政策正式出台，旨在治理企业低价无序竞争、推动落后产能有序退出，农药、石化、有机硅、PTA 聚酯等子行业相继响应“反内卷”出台或正在制定行业指导文件。我们认为，后续将会看到更多化工产品新产能审批趋严、落后产能（如规模小、能耗高、污染大）将加速出清，石化化工行业供给过剩问题将得到有效缓解。

需求端：传统需求方面，伴随着全球央行进入降息周期及暂停缩表，在货币政策及财政政策刺激下我们看好石化化工传统需求有望实现温和复苏；新兴需求方面，从新能源到 AI，关键化学品材料始终是支撑产业技术升级的重要推手。

海外化工产能出清：受能源成本高企、装置老旧等因素影响，2025 年以来欧洲化工产业迎来装置关停潮，目前我国化工产品销售额约占全球的 40% 以上，国内石化化工产业链完善，相当多化工品在全球极具市场竞争力，在海外产能加速出清及预期需求复苏背景下，我们认为中国化工企业在全球的市场份额将持续提升，过剩产能将得到加速消化。

宏观及化工产品价格，2026 年 1 月，我国综合 PMI 产出指数为 49.8%，比上月下降 0.9 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体较上月有所放缓；其中，制造业采购经理指数（PMI）为 49.3%，比上月下降 0.8 个百分点，制造业景气水平有所回落。2026 年 1 月 30 日，中国化工产品价格指数 CCPI 报 4120 点，较去年底

的 3930 点下降 4.83%，主要化工品出厂价有所上涨。

原油价格，1 月地缘风险增加，国际油价震荡上涨。俄乌博弈进入新阶段、委内瑞拉、伊朗局势升温，地缘风险增加，同时 OPEC+ 成员国将进行补偿性减产、严寒天气影响美国石油生产、国际货币基金组织上调了今年全球经济增长预估，以上等诸多因素叠加，使得 1 月份国际油价震荡上行。截至 1 月 30 日，WTI、布伦特原油价格期货结算价分别为 65.21、70.69 美元/桶，分别较去年底上涨 13.57%、16.17%。

展望 2026 年 2 月，部分化工产品海外需求复苏，内需也有望进一步发力，我们重点推荐中长期供需格局改善以及具有稀缺资源属性的化工品投资方向，重点推荐油气、炼油炼化、钾肥、磷化工等领域投资方向。

油气板块，近期全球外部环境急剧变化，同时俄乌、美伊以及美国“对等关税”政策均存在较大不确定性，但考虑到 OPEC+ 较高的财政平衡油价成本，以及美国页岩油较高的新井成本，预计 2026 年布伦特油价中枢在 55-65 美元/桶，2026 年 WTI 油价中枢在 52-62 美元/桶。重点推荐【中国海油】、【中国石油】、【卫星化学】、【海油发展】。

炼油炼化板块，我国炼油行业老旧装置产能庞大，老旧装置以主营炼厂居多。石化行业启动产能摸底评估工作，独立炼厂装置或受影响较重。产能整体过剩的行业背景，叠加“反内卷”政策信号明确有力的推动，预计炼油炼化行业供给侧将得到有力优化，建议关注【中国石油】、【荣盛石化】。

钾肥板块，重点推荐【亚钾国际】，公司目前拥有老挝甘蒙省 263.3 平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾资源总储量约 10 亿吨，2025 年前三季度氯化钾产量 149.86 万吨、销量 152.43 万吨。公司 179# 矿第二、第三个百万吨正在建设，有望于 2025 年投产，预计公司 2025、2026 年氯化钾产量分别为 200 万吨、400 万吨，前三个百万吨完全满产有望达到 500 万吨产量。

磷化工板块，储能对磷矿石需求的边际拉动效应有望增强，磷矿石价值重估且稀缺属性持续强化，中长期磷矿石价格将维持高位，推荐【川恒股份】。

2、本月投资组合

我们本月建议的组合包括**中国石油、中国海油、荣盛石化、亚钾国际、川恒股份、赞宇科技**。

【中国石油】国内综合性能源龙头，天然气产业链优势地位巩固；

【中国海油】经营管理优异的海上油气巨头；

【荣盛石化】炼化利润有望修复，硫磺提供业绩增量；

【亚钾国际】国内稀有钾肥生产企业，产能持续扩张凸显规模优势。

【川恒股份】磷酸盐主业稳根基，磷矿石资源增量明显；

【百龙创园】国内阿洛酮糖正式获批，膳食纤维需求高速增长。

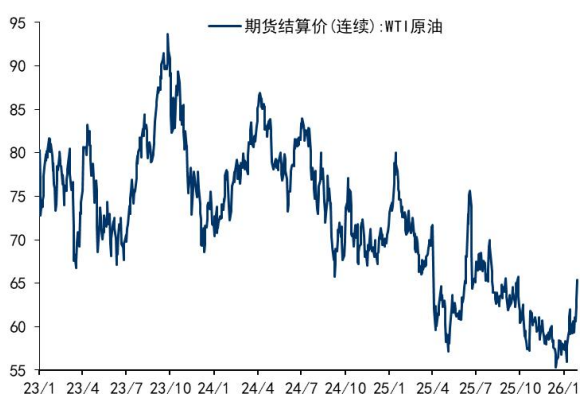
3、重点行业研究

3.1 受地缘政治博弈影响，1月油价大幅上涨

1月油价回顾：受地缘政治博弈影响，1月油价大幅上涨

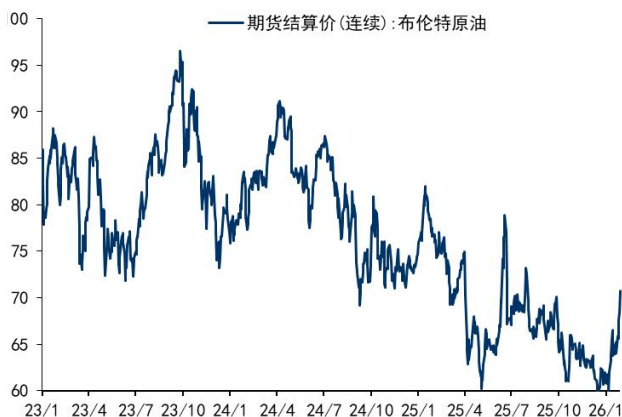
2026年1月布伦特原油期货均价为64.7美元/桶，环比上涨3.1美元/桶，月末收于70.7美元/桶；WTI原油期货均价60.2美元/桶，环比上涨2.4美元/桶，月末收于65.2美元/桶。1月上旬，美国对委内瑞拉实施制裁，并抓捕马杜罗总统夫妇，委内瑞拉向美国移交数千万桶原油增加石油供应，国际油价震荡下跌；1月中上旬，伊朗爆发抗议活动，且美国可能对伊朗采取军事行动，引发对伊朗出口可能减少的担忧，国际油价大幅上涨；1月中下旬，哈萨克斯坦油田暂时停产，但特朗普对欧洲八国加征关税，油价窄幅震荡；1月下旬，美国对伊朗实施新制裁，且特朗普重新发动军事威胁，加之极寒天气天然气价格暴涨，油价宽幅上涨。

图1: WTI 油价近期走势 (美元/桶)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 布伦特油价近期走势 (美元/桶)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

油价观点判断：布伦特油价中枢 55-65 美元/桶

供给端：OPEC+决定于3月继续暂停石油增产：2024年12月第38届OPEC+召开部长级会议，决定将200万桶/日集体减产、166万桶/日自愿减产目标延长至2026年底；将220万桶/日自愿减产延长至2025年3月底，并计划在18个月内完全退出。但OPEC+在2025年4月-9月将220万桶/日自愿减产完全退出，并在9月7日OPEC+部长级会议决定在12个月内提前解除2023年4月达成的166万桶/日自愿减产协议，10月-12月分别增产13.7万桶/日，但11月30日的OPEC+会议中，由于季节性原因，OPEC+决定暂停2026年第一季度的增产计划，在2026年1月底的OPEC+月度会议上，OPEC+决定于3月继续暂停石油增产。

需求端：国际主要能源机构预计2026年原油需求增长93-130万桶/天，预计2027年原油需求增长129-134万桶/天：根据OPEC、IEA、EIA最新月月报显示，2026年原油需求分别为106.52、104.83、105.10百万桶/天，分别较2025年增加138、93、114万桶/天，IEA上调2026年需求7万桶/日，EIA下调2026年需求9万桶/日；2027年OPEC、EIA预测原油需求分别为107.86、106.09，分别较2026年增加134、126万桶/天，需求增速较2026年有所增长。

2025年9月七部委联合发布《石化化工行业稳增长工作方案(2025-2026年)》，我国炼油行业产能整体过剩，老旧装置产能庞大，老旧装置以主营炼厂居多，《方案》指出石化领域严格执行新建炼油项目产能减量置换要求，严控新增炼油产能，科学调控乙烯、对二甲苯新增产能投放节奏，叠加“反内卷”政策信号明确的推动，预计炼油炼化行业供给侧将得到有力优化。

近期，全球外部环境急剧变化，同时俄乌、美伊以及美国“对等关税”政策均存在较大不确定性，但考虑到OPEC+较高的财政平衡油价成本，以及美国页岩油较高的新井成本，**预计2026年布伦特油价中枢在55-65美元/桶，2026年WTI油价中枢在52-62美元/桶。**

2022年以来，OPEC+合计宣布三次减产，包括一次联合减产和两次自愿减产：（1）2022年10月第33届OPEC+部长级会议，OPEC+宣布从2022年11月起联合减产200万桶/日。（2）2023年4月第48届JMMC会议，OPEC+宣布从2023年5月起自愿减产166万桶/天。（3）2023年11月第36届OPEC+部长级会议，OPEC+宣布从2024年1月起再次自愿减产220万桶/天。

表1: OPEC+自愿减产情况（千桶/天）

国家	2023年4月自愿减产	2023年11月自愿减产
沙特阿拉伯	500	1000
伊拉克	211	220
阿联酋	144	163
科威特	128	135
阿尔及利亚	48	51
俄罗斯	500	500
哈萨克斯坦	78	82
阿曼	40	42
加蓬	8	
合计	1657	2193

资料来源：OPEC，国信证券经济研究所整理

2024年12月第38届OPEC+召开部长级会议决定将200万桶/日集体减产、166万桶/日自愿减产目标延长至2026年底。将220万桶/日自愿减产计划延长2025年3月底，随后这部分220万桶/日的自愿减产将和阿联酋增加的30万桶/日产量将从2025年4月至2026年9月底，18个月时间内逐步恢复。

2023年11月达成的220万桶/日自愿减产已经完全退出：但4月3日OPEC+意外宣布实施超预期的石油增产计划，5月增产幅度扩充至约原计划3倍的41.1万桶/日；5月3日宣布6月延续41.1万桶/日的增产措施，5月28日宣布7月延续增产41.1万桶/日，7月5日宣布8月加速增产54.8万桶/日，8月3日宣布9月延续增产54.8万桶/日。**因此截止2025年9月，2023年11月达成的220万桶/日自愿减产已经完全退出。**

2023年4月达成的166万桶/日自愿减产正在退出：9月7日OPEC+部长级会议决定，10月起增产13.7万桶/日，旨在逐步解除2023年4月达成的166万桶/日减产协议，部分成员国更新补偿减产计划，削减2025年减产规模但强化2026年减产约束。2025年10月-12月分别增产13.7万桶/日，但11月30日的OPEC+会议中，由于季节性原因，OPEC+决定暂停2026年第一季度的增产计划。

表2: 220 万桶/日、166 万桶/日自愿减产逐步退出产量表 (千桶/天)

	阿尔及利亚	伊拉克	科威特	沙特阿拉伯	阿联酋	哈萨克斯坦	阿曼	俄罗斯	8 国合计
1-3 月	908	4000	2413	8978	2912	1468	759	8978	30416
4 月	911	4012	2421	9034	2938	1473	761	9004	30554
5 月	919	4049	2443	9200	3015	1486	768	9083	30963
6 月	928	4086	2466	9367	3092	1500	775	9161	31375
2025 年									
7 月	936	4122	2488	9534	3169	1514	782	9240	31785
8 月	948	4171	2518	9756	3272	1532	792	9344	32333
9 月	959	4220	2548	9978	3375	1550	801	9449	32880
10 月	963	4237	2559	10020	3387	1556	804	9491	33017
11 月	967	4255	2569	10061	3399	1563	808	9532	33154
12 月	971	4273	2580	10103	3411	1569	811	9574	33292
生产配额	1007	4431	2676	10478	3519	1628	841	9949	34529

资料来源: OPEC, 国信证券经济研究所整理 (增产规划至 2025 年 12 月)

OPEC+主要成员国财政平衡油价较高, 对油价托底意愿强烈。根据 2025 年 4 月 IMF 数据, 2025、2026 年中东地区主要 OPEC+成员国的财政平衡油价大多高于 70 美元/桶, 并且较 2024 年 10 月预测数据进一步提高。

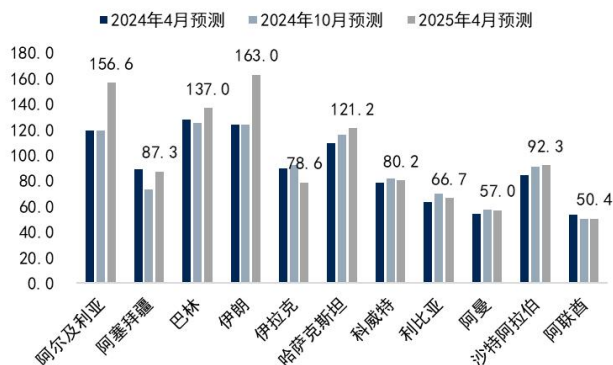
沙特阿拉伯、伊朗、伊拉克、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚的石油液体合计产量占全球的 25%左右, 2025 年 4 月 IMF 预测其 2025 年财政平衡油价分别为 92.3、163.0、78.6、80.2、121.2、156.6 美元/桶, 较 2024 年 10 月 IMF 预测数据分别 +1.4、+38.9、-13.8、-1.6、+5.3、+37.6 美元/桶。

图3: OPEC+主要成员国财政平衡油价 (美元/桶)



资料来源: IMF (2025 年 4 月预测), 国信证券经济研究所整理

图4: OPEC+主要成员国 2025 年财政平衡油价变化 (美元/桶)



资料来源: IMF (2025 年 4 月预测), 国信证券经济研究所整理

根据 IEA 最新发布的月度报告统计, 2025 年 12 月 OPEC+产量为 4329 万桶/天, 已经减产 456 万桶/天, 沙特、俄罗斯产量分别为 970、956 万桶/天。

表3: OPEC+减产情况 (百万桶/天)

国家	11月产量	12月产量	12月较配额	12月配额	生产能力	实际减产
阿尔及利亚	0.96	0.91	-0.06	0.97	0.99	0.08
刚果	0.27	0.25	-0.03	0.28	0.27	0.02
赤道几内亚	0.04	0.06	-0.01	0.07	0.06	0
加蓬	0.22	0.24	0.07	0.18	0.22	0
伊拉克	4.47	4.34	-0.19	4.15	4.87	0.53
科威特	2.6	2.54	-0.04	2.58	2.88	0.34
尼日利亚	1.44	1.43	-0.07	1.5	1.42	0
沙特阿拉伯	9.87	9.7	-0.4	10.1	12.11	2.41
阿联酋	3.64	3.64	0.24	3.4	4.28	0.64
OPEC9 国产量	23.51	23.12	-0.11	23.23	27.1	4.01
伊朗	3.41	3.41			3.8	
利比亚	1.25	1.3			1.28	0
委内瑞拉	0.99	0.99			1	0.01
OPEC12 国产量	29.16	28.82			33.18	4.02
阿塞拜疆	0.46	0.46	-0.09	0.55	0.48	0.02
哈萨克斯坦	1.7	1.5	0.06	1.44	1.8	0.3
墨西哥	1.42	1.4			1.5	0.1
阿曼	0.81	0.82	0.01	0.8	0.8	0
俄罗斯	9	9.56	-0.02	9.57	9.4	
其他	0.76	0.73	-0.14	0.87	0.86	0.13
Non-OPEC 合计	14.15	14.47	-0.16	13.24	14.84	0.54
OPEC+18 国产量	36.25	36.19	0	36.47	40.43	4.45
OPEC+合计	43.32	43.29	-0.27		48.01	4.56

资料来源: IEA, 国信证券经济研究所整理

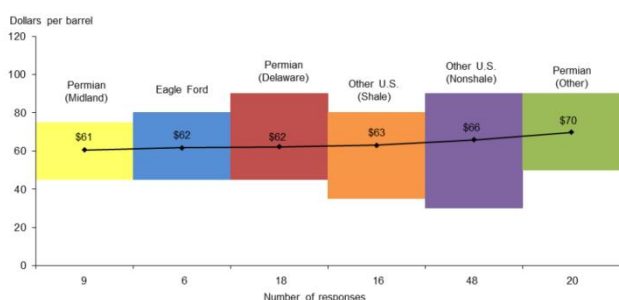
在页岩油资本开支方面, 根据达拉斯联储 2025 年第一季度对页岩油企业的调查问卷结果来看, 美国页岩油盆地现有油井运营成本处于 26-45 美元/桶, 平均价格为 41 美元/桶, 较 2024 年第一季度的 39 美元/桶增加 2 美元/桶。其中大型公司 (原油产量达到或超过 10000 桶/天) 油井运营费用为 31 美元/桶, 小型企业 (日产量低于 10000 桶/天) 则为 44 美元/桶。

美国页岩油盆地新打井-完井成本处于 61-70 美元/桶区间, 从全样本统计来看, 企业实现盈利性钻探的平均成本为 65 美元/桶, 较 2024 年第一季度的 64 美元/

桶增加 1 美元/桶，如二叠纪盆地的盈亏平衡油价为 65 美元/桶，较 2024 年第一季度持平。其中大型公司盈亏平衡油价为 61 美元/桶，较 2024 年第一季度增加 3 美元/桶，而小型公司盈亏平衡油价为 66 美元/桶，较 2024 年第一季度降低 1 美元/桶。

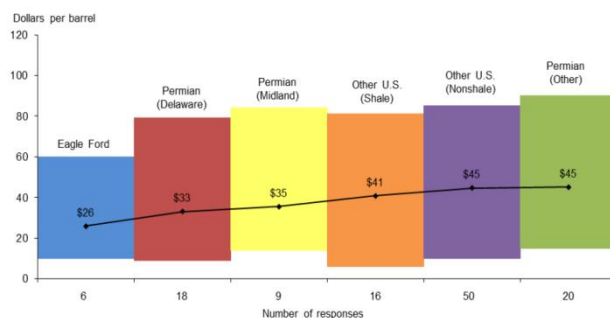
美国页岩油企业钻探成本上升的主要原因为政治法规所致，根据《通胀削减法案》，针对油气开采环节的甲烷排放从 2024 年起收费 900 美元/吨，2025 年提高至 1200 美元/吨。在特朗普新一任期中，或将在勘探开采、环保费用补贴、税收等多方面降低原油开采成本，但我们认为美国页岩油厂商的生产经营决策，或为被动接受油价的结果，而非主动干预油价的因素，因此低油价下资本开支意愿较低，不具备大幅增产的条件。

图5: 美国新打井-完井的完全成本（美元/桶）



资料来源：达拉斯联储，国信证券经济研究所整理

图6: 美国现有井运营成本（美元/桶）

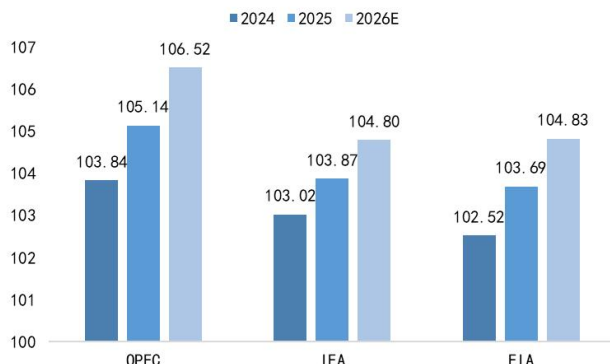


资料来源：达拉斯联储，国信证券经济研究所整理

我们认为美国页岩油厂商的生产经营决策，或为被动接受油价的结果，而非主动干预油价的因素，因此低油价下资本开支意愿较低，并不具备大幅增产的条件。

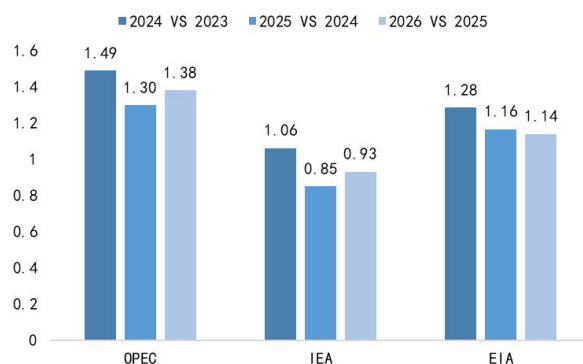
需求端：国际主要能源机构预计 2026 年原油需求增长 93-130 万桶/天，预计 2027 年原油需求增长 129-134 万桶/天：根据 OPEC、IEA、EIA 最新月月报显示，2026 年原油需求分别为 106.52、104.83、105.10 百万桶/天，分别较 2025 年增加 138、93、114 万桶/天，IEA 上调 2026 年需求 7 万桶/日，EIA 下调 2026 年需求 9 万桶/日；2027 年 OPEC、EIA 预测原油需求分别为 107.86、106.09，分别较 2026 年增加 134、126 万桶/天，需求增速较 2026 年有所增长。

图7: 主流机构对于原油需求的预测（百万桶/天）



资料来源：OPEC、IEA、EIA，国信证券经济研究所整理

图8: 主流机构对于原油需求增长的预测（百万桶/天）



资料来源：OPEC、IEA、EIA，国信证券经济研究所整理

近期，全球外部环境急剧变化，同时俄乌、美伊以及美国“对等关税”政策均存在较大不确定性，但考虑到 OPEC+较高的财政平衡油价成本，以及美国页岩油较高的新井成本，预计 2026 年布伦特油价中枢在 55-65 美元/桶，2026 年 WTI 油价中枢在 52-62 美元/桶。

3.2 炼油炼化供需持续改善，盈利有望持续修复

石油被誉为“工业的血液”，是工业社会必不可少的资源。石油炼化主要产品包括成品油和化工品两大类，成品油主要包括汽油、柴油、煤油等，用作交运、农业机械、动力机械等的燃料；石油炼化中的中间品或终端产品如石脑油、烯烃、芳烃等可以制取树脂、橡胶、化纤等数千种化工品。炼厂可根据原料特质及组合不同炼化工艺设计不同产品方案。

图9：石油炼化产业链



资料来源：国信证券经济研究所整理

工信部等部门印发《石化化工稳增长方案》，促进行业结构优化升级

石化化工行业是国民经济的重要基础产业、支柱产业，经济总量大、产业关联度高，事关工业稳定增长、经济平稳运行。2025 年 9 月，工业和信息化部等七部门印发《石化化工行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》，提出了石化化工行业稳增长的总体要求、主要目标、工作举措和保障措施，促进石化化工行业平稳运行和结构优化升级。《方案》主要目标为 2025-2026 年石化化工行业增加值年均增长 5%以上，经济效益企稳回升，产业科技创新能力显著增强，精细化延伸、数字赋能和本质安全水平持续提高，减污降碳协同增效明显，化工园区由规范建设向高质量发展迈进。具体措施包括创新驱动、投资优化、需求拓展、载体升级、开放合作五项，其中在科学调控重大项目建设中明确指出“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；现代煤化工领域重点依托煤水资源相对丰富、环境容量较好地区，适度布局煤制油气、煤制化学品项目，开展煤化工与新能源耦合、先进材料、技术装备、工业操作系统等产业化应用示范，以及二氧化碳捕集、利用及封存工程示范。加快天然气提氢、海水提钾等项目实施。”

我国炼油产能逼近 10 亿吨政策红线，中小产能逐步整合淘汰

2015-2025 年我国原油一次加工能力从约 7.5 亿吨/年增长至 9.7 亿吨/年，十年增长约 30%，增速持续放缓，当前已逼近 10 亿吨/年的政策控制红线，行业进入总量管控下的结构性转型关键期。

政策通过“减量置换”优化重组炼能在 200-500 万吨的企业，并加速淘汰 200 万吨以下中小落后产能，截至 2025 年 10 月，山东地炼产能在 500 万吨以下企业有 25 家。千万吨级炼化一体化项目成为主流，2025 年千万吨级以上炼厂数量达 37 家；行业正从规模扩张向质量效益提升转变。

表4: 2025 年我国千万吨级以上炼厂炼能

集团公司	企业	原油加工能力（万吨）
荣盛石化	浙江石化	4000
	镇海炼化	3800
	金陵石化	1950
	茂名石化	1800
	天津石化	1600
	上海石化	1600
	扬子石化	1400
	福建联合	1400
	广州石化	1320
	中国石化	上海高桥
	燕山石化	1300
	齐鲁石化	1000
	青岛炼化	1200
	海南炼化	1120
	九江石化	1000
	长岭炼化	1000
	中科炼化	1000
	洛阳石化	1000
	广东石化	2000
	云南石化	1300
	抚顺石化	1150
	兰州石化	1050
	华北石化	1000
中国石油	大连西太	1000
	辽阳石化	1000
	吉林石化	1000
	四川石化	1000
	独山子石化	1000
	广西石化	1000
	大庆石化	1000
中国海油	惠州石化	2200
	宁波大榭	1400
恒力石化	恒力石化	2000
裕龙石化	裕龙石化	2000
东方盛虹	盛虹炼化	1600
中国中化	泉州石化	1500
鑫海	鑫海化工	1400

资料来源：中国化工信息中心、国信证券经济研究所整理

新增产能方面，到 2025 年末，仅有华锦阿美 1500 万吨、古雷石化 1600 万吨为新建项目，其余以装置改扩建与淘汰落后闲置产能为主，已有的严控举措将确保产能增长处于合理的范围。

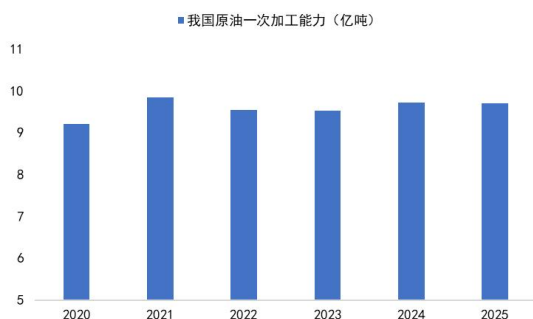
表5: 2026-2030 年我国新增炼油项目

企业	新增产能（万吨）	预计投产时间	备注
华锦阿美	1500	2026 年	新建
中海沥青营口	600	2026 年	原产能 100 万吨，改扩建至 600 万吨
大连石化	2000	2028 年	原产能 2000 万吨，搬迁到长兴岛
齐鲁石化	1600	2028 年	原产能 1000 万吨，新增 1000 万吨，淘汰 400 万吨
塔河炼化	850	2028 年	原产能 500 万吨，改扩建至 850 万吨
古雷石化	1600	2030 年	新建

资料来源：中国化工信息中心、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

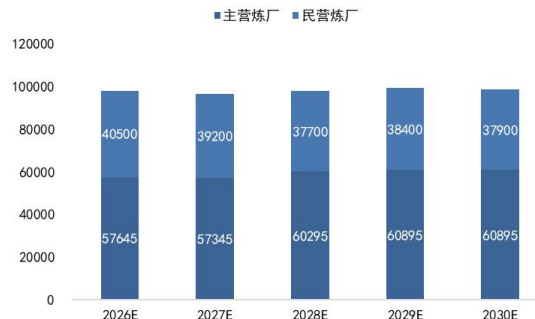
根据隆众资讯预计，未来我国炼能将进一步向大型头部炼厂集中，预计 2026-2030 年我国主营炼厂炼能分别为 5.76/5.73/6.03/6.09/6.09 亿吨，民营炼厂炼能分别为 4.05/3.92/3.77/3.84/3.79 亿吨。

图10: 2020-2025 年国内炼能情况（亿吨）



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图11: 2026-2030 年国内炼能趋势预测图（万吨）



资料来源：隆众资讯、国信证券经济研究所整理

我国成品油需求增量有限，“减油增化”是炼厂转型必由之路

汽油方面：由于电动车对汽油车替代加速，我国 2025 年汽油车保有量有望达到峰值。同时传统燃油车节能降耗的趋势也压低了汽油消耗的增长空间，我国汽油消费增长率预期不超 2%。柴油方面：我国目前处于工业化中后期，第二产业增加值占 GDP 比重约 40%，未来预计稳中有降，生产性柴油消费呈现下滑趋势。运输领域“以铁替公”战略及 LNG 重卡也替代部分柴油需求，目前我国柴油消费处于下降阶段。煤油方面：由于居民可支配收入的提高和消费升级将带动民航运输长期增长，煤油消费增速有望中期保持 8% 左右。总体来看我国成品油需求增量有限。我国当前的化工产品结构性供给不足，以乙烯为代表的烯烃以及以对二甲苯为代表的芳烃长期不能自给自足，2024 年我国聚乙烯进口依赖度为 34.5%，2025 年进口依赖度仍达 30.6%；2024 年我国聚丙烯进口依赖度 10.2%，2025 年聚丙烯进口依赖度为 8.4%，且高端牌号产品仍需突破；2024 年我国对二甲苯进口依赖度达 20.0%，预计 2025 年仍将保持双位数。在油品产能过剩，化工产品产能不足的行业背景下，“减油增化”是炼厂转型的必然。目前传统炼厂转型主要是增产基本有机化工原料，包括乙烯、丙烯、丁二烯、苯、甲苯和二甲苯。

国际油价窄幅波动，炼化成本逐步改善

2022 年以来，OPEC+ 合计宣布三次减产，包括一次联合减产和两次自愿减产：（1）2022 年 10 月第 33 届 OPEC+ 部长级会议，OPEC+ 宣布从 2022 年 11 月起联合减产 200 万桶/日。（2）2023 年 4 月第 48 届 JMMC 会议，OPEC+ 宣布从 2023 年 5 月起自愿减产 166 万桶/天。（3）2023 年 11 月第 36 届 OPEC+ 部长级会议，OPEC+ 宣布

从 2024 年 1 月起再次自愿减产 220 万桶/天。

2023 年 11 月达成的 220 万桶/日自愿减产已经完全退出，2023 年 4 月达成的 166 万桶/日自愿减产正在退出：9 月 7 日 OPEC+ 部长级会议决定，10 月起增产 13.7 万桶/日，旨在逐步解除 2023 年 4 月达成的 166 万桶/日减产协议，部分成员国更新补偿减产计划，削减 2025 年减产规模但强化 2026 年减产约束。2025 年 10 月-12 月分别增产 13.7 万桶/日，但 11 月 30 日的 OPEC+ 会议中，由于季节性原因，OPEC+ 决定暂停 2026 年第一季度的增产计划。

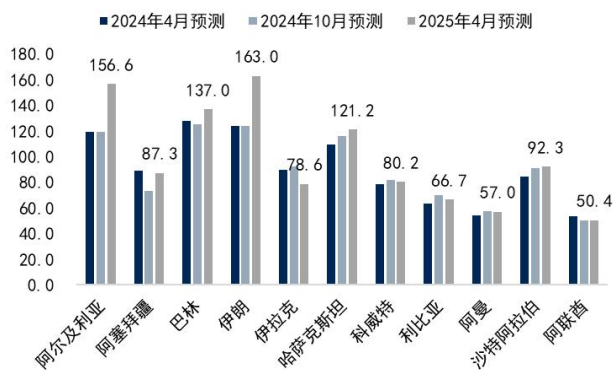
表6: 220 万桶/日、166 万桶/日自愿减产逐步退出产量表（千桶/天）

	阿尔及利亚	伊拉克	科威特	沙特阿拉伯	阿联酋	哈萨克斯坦	阿曼	俄罗斯	8 国合计
1-3 月	908	4000	2413	8978	2912	1468	759	8978	30416
4 月	911	4012	2421	9034	2938	1473	761	9004	30554
5 月	919	4049	2443	9200	3015	1486	768	9083	30963
6 月	928	4086	2466	9367	3092	1500	775	9161	31375
2025 年 7 月	936	4122	2488	9534	3169	1514	782	9240	31785
8 月	948	4171	2518	9756	3272	1532	792	9344	32333
9 月	959	4220	2548	9978	3375	1550	801	9449	32880
10 月	963	4237	2559	10020	3387	1556	804	9491	33017
11 月	967	4255	2569	10061	3399	1563	808	9532	33154
12 月	971	4273	2580	10103	3411	1569	811	9574	33292
生产配额	1007	4431	2676	10478	3519	1628	841	9949	34529

资料来源：OPEC，国信证券经济研究所整理（增产规划至 2025 年 12 月）

OPEC+ 主要成员国财政平衡油价较高，对油价托底意愿强烈。沙特阿拉伯、伊朗、伊拉克、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚的石油液体合计产量占全球的 25% 左右，2025 年 4 月 IMF 预测其 2025 年财政平衡油价分别为 92.3、163.0、78.6、80.2、121.2、156.6 美元/桶，较 2024 年 10 月 IMF 预测数据分别+1.4、+38.9、-13.8、-1.6、+5.3、+37.6 美元/桶。

图12: OPEC+ 主要成员国 2025 年财政平衡油价变化（美元/桶）

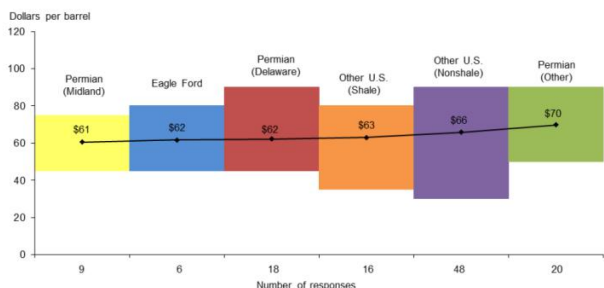


资料来源：IMF（2025 年 4 月预测），国信证券经济研究所整理

页岩油资本开支方面，根据达拉斯联储 2025 年第一季度对页岩油企业的调查问卷结果来看，美国页岩油盆地现有油井运营成本处于 26-45 美元/桶，平均价格为 41 美元/桶，其中大型公司（原油产量达到或超过 10000 桶/天）油井运营费用为 31 美元/桶，小型企业（日产量低于 10000 桶/天）为 44 美元/桶。

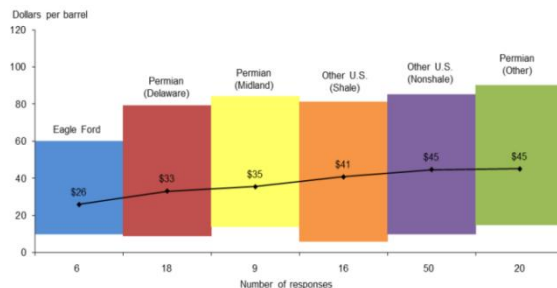
美国页岩油盆地新打井-完井成本处于 61-70 美元/桶区间，企业实现盈利性钻探的平均成本为 65 美元/桶，其中大型公司盈亏平衡油价为 61 美元/桶，小型公司盈亏平衡油价为 66 美元/桶。

图13: 美国新打井-完井的完全成本（美元/桶）



资料来源：达拉斯联储，国信证券经济研究所整理

图14: 美国现有井运营成本（美元/桶）



资料来源：达拉斯联储，国信证券经济研究所整理

我们认为美国页岩油厂商的生产经营决策，或为被动接受油价的结果，而非主动干预油价的因素，因此低油价下资本开支意愿较低，并不具备大幅增产的条件。

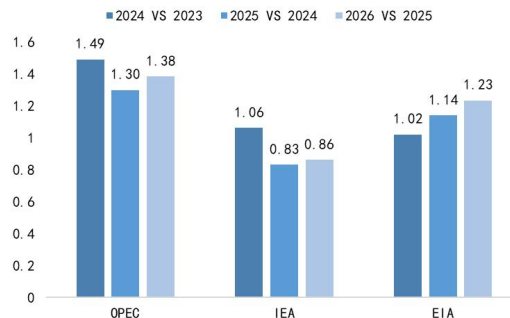
需求端：国际主要能源机构预计 2025 年原油需求增长 83-130 万桶/天，预计 2026 年原油需求增长 86-138 万桶/天：根据 OPEC/IEA/EIA 最新 12 月月报显示，2025 年原油需求分别为 105.14/103.85/103.94 百万桶/天，分别较 2024 年增加 130/83/114 万桶/天，其中 OPEC 维持 2025 年需求增长预期不变，IEA 与 EIA 分别小幅上调 2025 年需求 4 万桶/日、9 万桶/日。2026 年原油需求分别为 106.52/104.71/105.17 百万桶/天，分别较 2025 年增加 138/86/123 万桶/天，其中 OPEC 维持 2026 年需求增长预期不变，IEA 与 EIA 分别上调 2026 年需求 9 万桶/日、17 万桶/日。

图15: 主流机构对于原油需求的预测（百万桶/天）



资料来源：OPEC、IEA、EIA，国信证券经济研究所整理

图16: 主流机构对于原油需求增长的预测（百万桶/天）



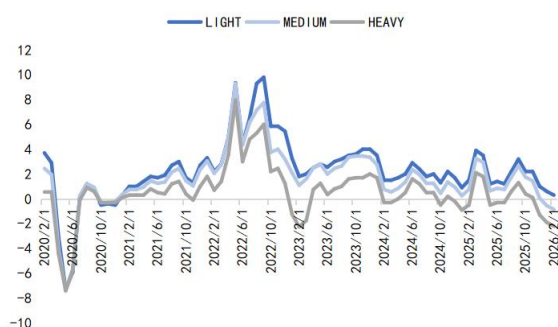
资料来源：OPEC、IEA、EIA，国信证券经济研究所整理

近期，全球外部环境急剧变化，同时俄乌、美伊以及美国“对等关税”政策均存在较大不确定性，但考虑到 OPEC+ 较高的财政平衡油价成本，以及美国页岩油较高的新井成本，预计 2026 年布伦特油价中枢在 55-65 美元/桶，2026 年 WTI 油价中枢在 52-62 美元/桶，表现为小幅波动的状态。

OSP 油价连续下调，VLCC 运价有望降低波动，炼厂成本端逐步改善

OSP 是“官方销售价格”（Official Selling Price）的简称，通常由主要产油国（如沙特阿拉伯、伊拉克、伊朗等）国家石油公司（月度/季度）对其出口原油设定并对外公布的一种挂牌计价方式。OSP 一般以国际原油主流基准升贴水的方式进行定价。OSP 定价兼顾本国财政收入、国际市场份额与炼厂的需求，对全球炼厂采购决策、大型石油贸易、区域套利和远东炼厂加工利润有重要参考价值。炼厂原油进口最终到岸价=基准油价+OSP 升贴水+运保费+关税等构成。当 OSP 升水扩大时，长协到岸成本抬升，炼厂倾向减少当月长协提货或调整提货结构；OSP 回落时，长协相对更具性价比，提货意愿增强、库存策略偏向以长协补库。2025 年 10 月以来，沙特连续下调对亚洲 OSP 油价，将减少对国内炼厂成本端压力。

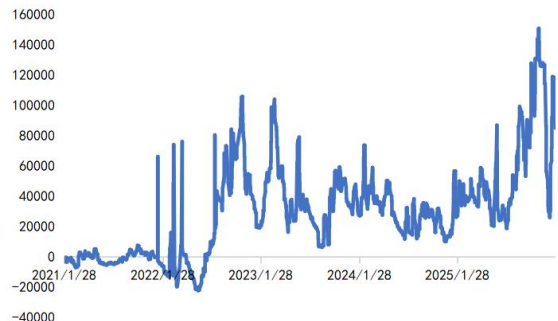
图17: 沙特 OSP（美元/桶）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

VLCC（Very Large Crude Carrier，超大型油轮）运价，即超大型油轮运输原油等液体货物所需支付的物流费用，是全球原油海运主力船型的核心交易成本之一。VLCC 主要负责中东、美国、南美等地原油至亚洲和欧洲的跨洋大宗运输。VLCC 运价高度敏感于船队运力与现货运输需求。疫情、增产/减产、地缘事件、船舶拆解和新船交付等，均会显著影响供需动态和价格弹性，受俄乌冲突、美对俄油“影子船队”制裁、国内炼厂开工率提升等因素影响，VLCC 运价上涨；后续随着俄乌关系缓和，VLCC 运价有望降低波动。

图18: VLCC 运价（美元/天）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

成品油需求增长放缓，裂解价差中枢上移

新能源汽车加速替代燃油车叠加燃油车效率提升，汽油需求预期低速增长。随着千人汽车保有量超过 200 辆，我国 2021 年起汽车市场进入普及期的中低速增长阶段。电动车的加速发展导致汽油车的保有量增速快速下降，预期 2025 年汽油车保有量有望达到峰值。节能与新能源汽车技术路线图 2.0 中指出，2025 年传统汽油乘用车平均油耗需要从 2019 年的 6.46L/100km 下降至 5.6L/100km，降幅达 13.3%。2023 年由于疫情压制的出行需求得到释放，汽油消费呈现快速增长，此后汽油表观消费量预计保持低速增长。

中国乘用车分燃料类型销量



资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

图19：中国汽油车保有量和汽油消费量增速



资料来源：中国汽车技术研究中心，国信证券经济研究所整理

柴油消费主要用于道路运输和工农业生产，需求整体呈现下降趋势。柴油消费趋势与国家经济阶段和第二产业的发展关系密切，我国目前处于工业化中后期，第二产业占比 40%左右，生产性柴油消费呈现下滑趋势。在运输领域，我国在战略层面提出“以铁替公”战略，降低公路货运比例，并且积极推进 LNG 重卡，LNG 重卡保有量及行驶里程占比稳步上升。受以上两点影响，公路运输领域柴油消费占比出现萎缩。预计“十四五”期间，我国柴油需求将年均下降 1%-2%。从国内柴油全口径资源角度看，除纳入官方统计的正品外，终端用油行业实际消费中还包括两部分资源：一是由于企业虚报、少报导致官方低估的柴油产量；二是大量调和油组分形成的资源，如国内生产的轻质燃料油、进口的轻循环油等，经过简单调和即可作为柴油使用。2021 年以来国内炼油产业和成品油市场开展了产业规范及市场秩序整治行动，通过多种手段规范市场，柴油表观消费量统计更加全面准确，导致柴油表观消费统计数据出现上升，但我国柴油实际消费量正逐步降低。

煤油主要应用在航空业，未来仍具有增长潜力。航空煤油在煤油消费量中占比超 90%，居民可支配收入的提高和消费升级带动民航运输长期增长，航空客运周转量和航空货运周转量不断升高，航空煤油需求有望增长。考虑中国地域、人口及资源限制，预计人均乘机次数从 2020 年的 0.47 次/年，于 2040 年前后上升到饱和值约 1.0 次/年。2019—2040 年，中国航空客运周转量年均增速可达 6.8%，航空货运周转量年均增速可达 6.6%，以未来两年煤油表观消费量增速为 8%计，2025 年中国煤油需求量约增长至 4082 万吨。

中国成品油表观消费量

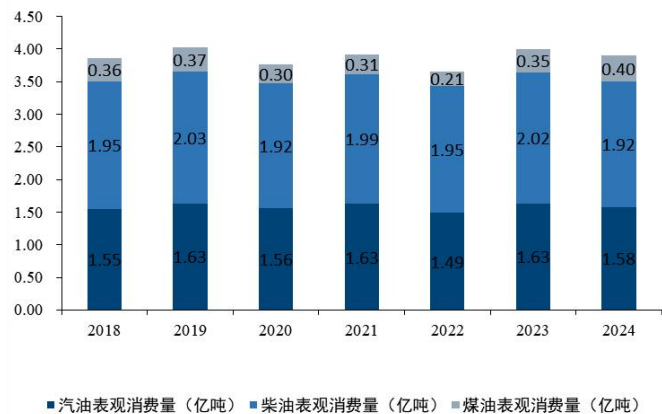
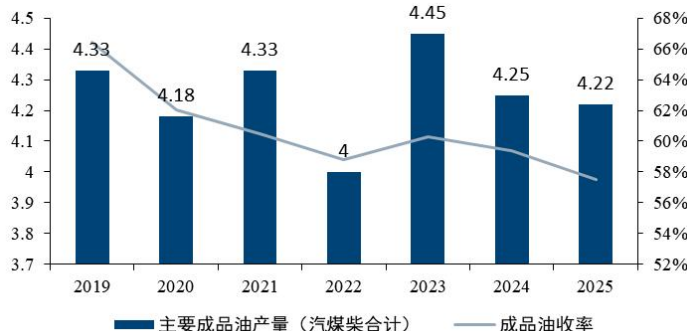


图20: 中国成品油产量及成品油收率

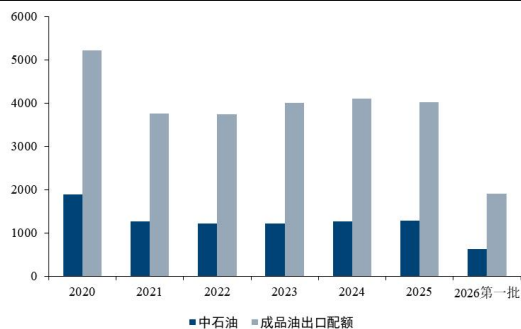


资料来源: 中国石油集团经济技术研究院, 国信证券经济研究所整理

资料来源: 中石油集团经济技术研究院, 国信证券经济研究所整理

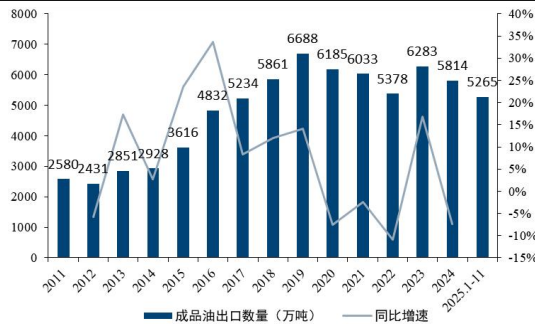
我国成品油出口实行配额制度, 中石油等主营炼厂出口指标较为充足。我国成品油出口采取配额制度, 2019年前, 为了化解炼化产能过剩压力, 出口指标不断提高。“十四五”以来炼油行业调整力度不断加深, 为了扭转大量进口原油且大量出口成品油的现状, 我国出口配额下降后保持在约年均4000万吨出口体量, 仍能在一定程度上缓解我国成品油产量过剩压力。2025年我国下发4019万吨成品油出口配额, 中石油获得1285万吨, 2026年第一批成品油配额下发总额为1900万吨, 中石油获得620万吨。以中石油为代表的主炼企业手握较充足指标, 可以积极利用国内外价差空间进行套利。

图21: 成品油出口配额



资料来源: 商务部, 国信证券经济研究所整理

图22: 中国成品油出口量及同比增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

我国成品油裂差由供给端约束、需求弱季节性变化、成本端波动、海外裂差与地缘政治四项核心因素决定。(1)供给端约束方面:我国总体炼能持续温和增长, 但已逼近“10亿吨”政策控制红线, 未来炼油能力增量将逐渐减少, 产能向千万吨大型炼厂集中。炼厂开工负荷率方面, 主营炼厂开工负荷率稳中有升, 截至1月8日, 主营炼厂开工负荷率达79.96%, 较上周提升0.54pct; 山东地炼开工负荷率有所回升, 截至1月7日, 山东地炼开工负荷率为62.89%, 较上涨下降0.91pct。11月以来主营炼厂检修再度增多, 叠加多数炼厂年度生产计划接近完成, 11月日度原油计划加工量下调, 主营炼厂平均开工负荷下滑; 山东地炼开工负荷率自8月起触底回升, 检修炼厂数量进一步减少, 胜星、华星、金诚等炼厂逐步恢复开工, 整体开工负荷率有所回升。(2)需求及其季节性变化方面:我国成品油消费量于2023年达峰, 近两年汽柴油整体需求呈小幅下滑态势; 此外年内春耕、

五一假期、暑期、十一假期、双十一物流等会对汽柴油消费量产生阶段性刺激，使裂差在短期内走扩。**(3) 成本端因素影响：**原油价格的快速波动将导致裂差的短期变化，当原油价格快速上涨时，短期内成品油裂差将受到挤压，随着成品油逐步顺价，价差将逐渐修复，反之亦然。我国成品油价格采用“政府指导+市场调节”的复合机制，以布伦特(Brent)、迪拜(Dubai)和米纳斯(Mi-nas)三地原油价格为基准，考虑国内平均加工成本、税金、合理流通环节费用和适当利润确定。**(4) 海外裂差与地缘政治方面：**地缘政治、海外炼厂开工负荷率、海外成品油需求量将影响海外成品油裂差，国内炼厂可通过成品油出口方式传导海外价差波动。据卓创资讯，截至2026年1月15日，我国汽油裂差为937.63元/吨，我国柴油裂差为600.77元/吨。

图23: 我国主营炼厂周度开工率



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图24: 我国山东地炼周度开工率



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图25: 我国汽油-原油裂解价差 (元/吨)



资料来源：wind、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图26: 我国柴油-原油裂解价差 (元/吨)



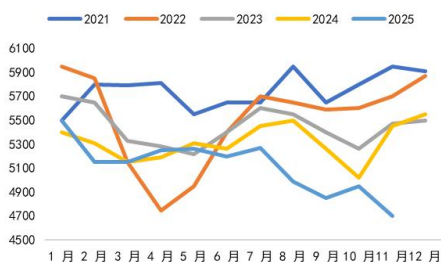
资料来源：wind、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

俄炼厂频繁遭袭，美炼厂电力短缺，海外成品油裂差中枢上行

2025 年下半年来，乌克兰无人机对俄罗斯战略炼油厂核心装置进行多次无人机袭击轰炸，俄罗斯原油加工量与成品油出口量持续回落。根据 Kpler 数据，2025 年 11 月俄罗斯的原油加工量持续下滑至 470 万桶/日，为近五年来最低水平。俄罗斯作为全球第二大成品油出口国，第二大柴油出口国，2025 年 9 月俄罗斯柴油出口量不足 60 万桶/日，同样创下近五年来新低。美国由于电力供应紧张，炼厂开工率持续下滑，据普氏统计 10 月美国炼厂关停达 133.7 万桶/日，其中因为停电而停车的装置占比达 56.24%，除炼厂秋季常规检修外，电力供应紧张对美国炼厂的影响或将延续。在此背景下，2025 年 11 月 13 日，欧洲/新加坡/美国汽油价差曾冲高至 27/17/25 美元/桶，较年初分别+286%/+125%/+92%；2025 年 11 月 18 日，欧洲/新加坡/美国柴油价差曾冲高至 41/33/48 美元/桶，较年初分别+174%/+93%/+110%。后随着美国炼厂检修期结束、部分俄乌和谈信息压低地缘溢

价等因素，近期价差略有回调。

俄罗斯原油加工量（千桶/日）



资料来源：Kpler、国信证券经济研究所整理

图27：美国炼厂开工率走势



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

表7：2025 年来俄罗斯炼厂遭袭规模影响（不完全统计）

遭袭时间	受损炼厂	影响炼能（万桶/日）	复产情况
2025 年 10 月及以前	16 家炼厂	91.8	部分复产
2025 年 11 月	梁赞炼厂	34	部分复产
2025 年 11 月	新库伊比雪夫斯克炼厂	21	已复产
2025 年 11 月	伏尔加格勒炼厂	29	已复产
2025 年 12 月	锡兹兰炼油厂	18	尚未复产
2025 年 12 月	斯拉夫扬斯克炼厂	10.6	尚未复产
合计		204.4	

资料来源：中国化工报、IEA、BP 等

表8：今年 10 月来美国炼厂停车情况

炼厂	停车时间	开车时间	停车是否计划内	炼厂产能（万桶/日）
Toledo	2025/10/5	2025/11/5	计划	10
Tulsa	2025/10/5	2025/10/8	非计划	12.7
Houston	2025/10/7	2025/10/9	非计划	20.5
Corpus Christi	2025/10/14	2025/10/16	非计划	23
Whiting	2025/10/16	2025/10/23	非计划	25.5
Whiting	2025/10/24	2025/10/27	非计划	42

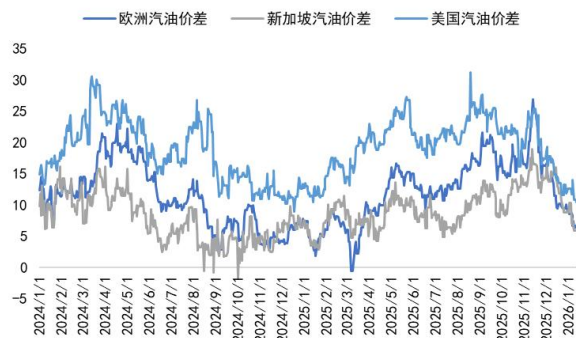
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图28: 欧洲、新加坡、美国柴油裂解价差走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图29: 欧洲、新加坡、美国汽油裂解价差走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

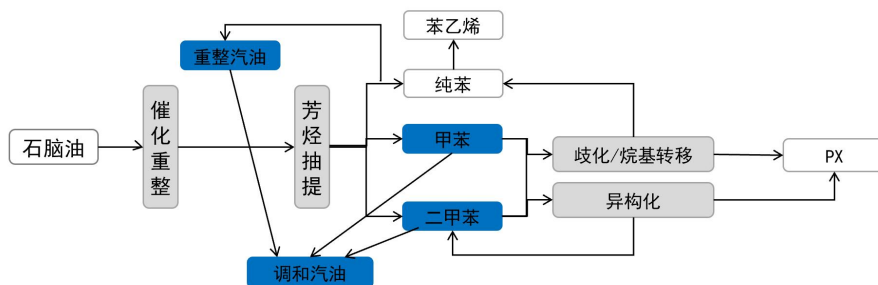
PX、PTA 供需结构改善，炼化芳烃盈利修复

“反内卷”已从顶层设计进入化工领域的政策落地与行业自律的双轨并进阶段，法律工具、产业规制以及多子行业自律协同等共同构成供给侧再平衡的核心抓手，目标是压降低效供给、治理价格战、恢复合理定价秩序与盈利水平。当前化工行业已形成以行业协会或龙头企业带头协同减产挺价的软约束，叠加政策层面以能效、环保、老旧装置评估以及价格秩序为基准的硬约束，共同推动部分环节的出清与转型。而聚酯链 PX-PTA-PET-瓶片/长丝/薄膜受益于行业自发性“反内卷”，竞争格局与盈利能力有望实现优化。

PX：聚酯链起点原料，阶段性供给偏紧下议价能力提升

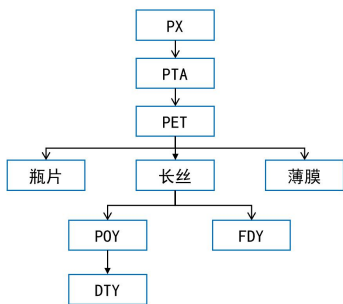
对二甲苯（PX）主要用于生产 PTA，是聚酯链的起点原料，主要通过石脑油催化重整、芳烃抽提、甲苯歧化、二甲苯异构化等工艺路线生产，由于重整油、混合芳烃均可调油，在实际生产中，炼厂会根据经济性在汽油重整和芳烃重整中进行切换，当芳烃重整的经济性低于汽油重整时，炼厂会倾向于产出重整汽油，导致芳烃型重整开工下降进而影响到 PX 产量，反之相反。据卓创资讯，2024 年我国 PX 下游 99.5%用于生产 PTA，0.5%用于生产 DMT 及其他产品。

图30: PX 生产工艺路线



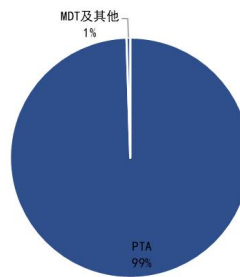
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图31：聚酯产业链



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

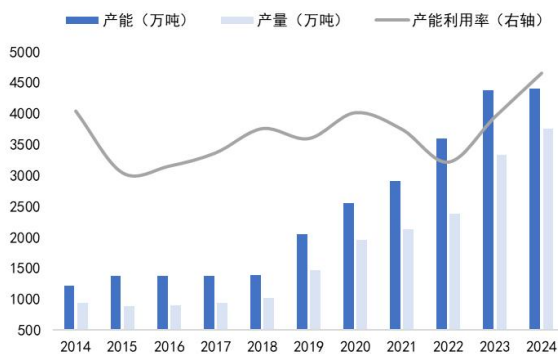
图32：2024年PX下游主要应用及占比



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

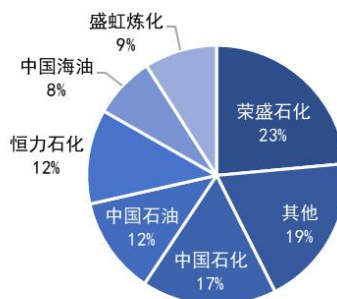
2014-2025 年来 PX 供给端曾经历增长受限-产能扩张-增速显著放缓三个阶段。 2014-2018 年，PX 项目受环保争议与公众抵制影响，产能基本维持在 1400 万吨以内，产量则处于 900-1000 万吨水平，而下游聚酯产品需求则在不断增长，PX 成为聚酯链的卡脖子环节，需从韩国、日本等周边国家进口，进口依赖度也不断提升。2019-2023 年伴随着我国大炼化一体化项目集中投产，PX 作为炼化一体化核心环节产能快速扩张，产能由 2018 年的约 1400 万吨增长至 2023 年的约 4400 万吨，期间复合增速达 25.75%。2024-2025 年，我国 PX 产能扩张进入尾声，总产能约维持 4400 万吨水平，2025 年没有新增产能释放；2024 年我国 PX 产量达 3757 万吨，产能利用率提升至 85%，为近十年来最高水平，我国 PX 进口依赖度下降至 20%。当前我国 PX 产能主要集中在荣盛石化、中国石化、中国石油、恒力石化、中国海油、东方盛虹等企业下属炼厂中。据百川盈孚，2026 年我国或将新增投产 200 万吨 PX 产能，但产能计划投产时间处于四季度，2026 年前三季度 PX 供需或将偏紧。

我国 PX 产能、产量、产能利用率情况



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图33：当前我国 PX 主要生产企业及占比



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

表9：未来三年拟投产 PX 产能情况

企业名	规划规模 (万吨)	拟投产时间
华锦阿美	200	2026/10
裕龙石化	300	2026/12
古雷石化	200	2027/6
中石油乌鲁木齐	50	2027/9
中石化九江	150	2027/9
东明石化	220	2028/7

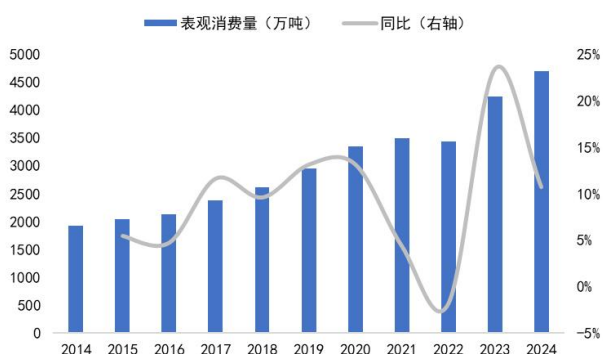
合计

1220

资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

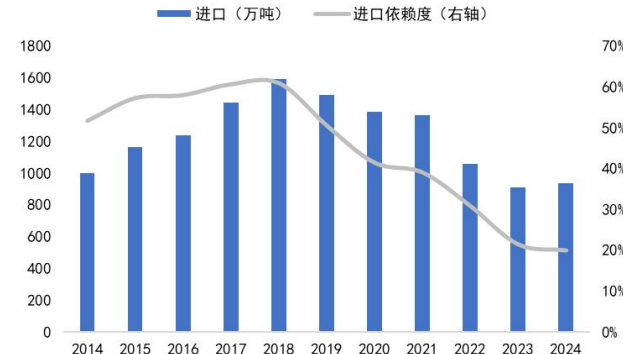
PTA 持续扩产驱动 PX 需求增长，2025-2026 年或将供需趋紧。99.5%的 PX 用于生产 PTA，2014-2024 年我国 PTA 产能由 4342 万吨增长至 8015 万吨，产量由 2740 万吨增长至 7147 万吨，推动我国 PX 表观需求量由 1931 万吨增长至 4695 万吨，期间复合增速达 9.29%。2025 年我国 PTA 新增产能约 870 万吨，而 2024-2026 年上半年我国 PX 产能均无新增，叠加 PX 原料调油预期，PX 供需或将趋紧。

图34: 我国 PX 表观需求量变化情况



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图35: 我国 PX 进口量与进口依赖度



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

近期 PX 价格、PX-石脑油价差走高，截至 2026 年 1 月 16 日，我国 PX 主港现货价为 879 美元/吨，PX-石脑油价差达 330 美元/吨，同比提升 53%。

图36: PX 及石脑油价格、价差情况 (元/吨)



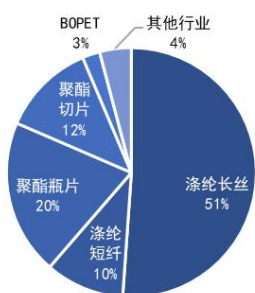
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

PTA：“反内卷”行动正当时，或将逐步修复产品价差

精对苯二甲酸（PTA）是连接原油与终端聚酯产品的核心枢纽原料。PTA 以对二甲苯（PX）为核心原料，经氧化、精制等步骤制备而成；是生产聚对苯二甲酸乙二醇酯（PET）的关键原料，一吨 PET 约需要 0.86 吨 PTA 与 0.36 吨乙二醇。根据卓创资讯，2024 年我国 PTA 下游需求主要包括涤纶长丝/涤纶短纤/聚酯瓶片/聚酯切片 /BOPET/ 其他行业等，需求占比分别为 51.12%/10.24%/20.12%/12.15%/2.27%/4.10%。根据中国产业经济信息网、卓创资讯，我国 PTA 产能由 2014 年的 4342 万吨增长至 2024 年的 8015 万吨，期间复合增速为 6.32%，2024 年我国 PTA 产能约占全球 PTA 产能的 73%。

我国主导了全球 PTA 产能的扩张，当前已过产能快速扩张期。2014-2019 年，我国 PTA 产能在上一轮由 2011-2014 年经历的产能扩张期后，产能利用率下降至 63%，叠加上游 PX 高度依赖进口，我国 PTA 整体产能扩张较为谨慎，期间复合增速仅为 2.26%。2019 年起民营炼化密集投产，逸盛、恒力、桐昆等企业通过布局 PX-PTA-聚酯一体化配套，有效解决了上游原料瓶颈，2019 年成为行业格局变化的“分水岭”，2019-2024 年我国 PTA 产能复合增速达 10.54%。据百川盈孚，2025 年新增产能为 870 万吨，同比增长 10.85%，而 2026 年则暂无新增拟投产产能，2027 年拟在建产能约 800 万吨，PTA 产能扩张的放缓也利于行业健康有序发展。

图37: 2024 年我国 PTA 下游需求及占比



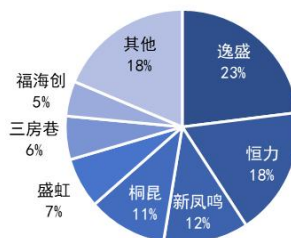
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图38: 我国 PTA 产能产量变化情况



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图39: 我国当前各企业 PTA 产能分布情况



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

表10: 我国未来三年计划新增 PTA 产能

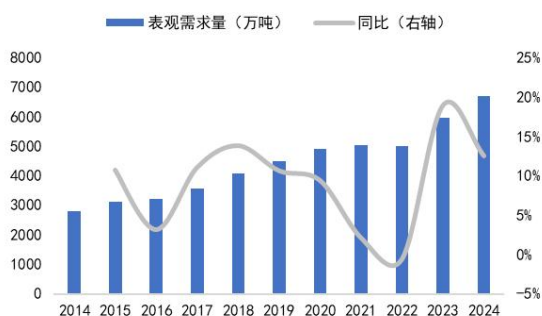
企业名	拟投产产能 (万吨)	拟投产时间	实际投产时间
江苏虹港石化	250	2025/8	2025/6
江苏三房巷	320	2025/8	2025/8
浙江独山能源	300	2025/10	2025/10
福建福海创石油化工	300	2027/1	-
中国石油天然气乌鲁木齐石化分公司	200	2027/7	-
中国石油化工九江分公司	300	2027/12	-

资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

我国 PTA 需求稳步增长，2020 年起我国由 PTA 净进口国转为净出口国。2014-2024 年我国 PTA 表观消费量稳步增长，由 2810.50 万吨增长至 6707.08 万吨，期间复合增速达 9.09%，其中 2014-2016 为低增期，2017-2020 增速较高，2021-2022 增

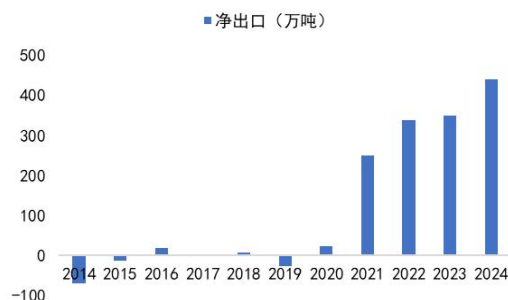
速显著放缓，2023-2024 呈现显著增长。2014-2016 下游聚酯链产能扩张较缓，涤纶长丝产能增速年化 10%，推动国内 PTA 需求温和增长；2017-2020 年在聚酯链产能快速扩张、长丝稳定扩张、疫情扰动等背景下，需求量增速达 10%以上；2021-2022 年由于外需走弱、聚酯开工降负等因素影响，PTA 需求增速显著放缓；2023-2024 年，我国聚酯产能持续增长，开工负荷率回升，涤纶长丝需求量维持增长，PTA 需求再度呈现双位数增长。2020 年起，随着我国 PX-PTA 一体化配套产能增加，叠加海外装置检修与退出，我国逐渐由 PTA 的净进口国转为净出口国，且 2021-2024 年净出口量持续走高，另外 2025 年 11 月 12 日，印度宣布即刻撤销对 PTA 产品的 BIS 认证，我国 PTA 重新获得进入印度市场的机会，预计未来出口量有望进一步增长。

图40: 我国 PTA 表观消费量变化情况



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图41: 我国 PTA 净出口情况



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

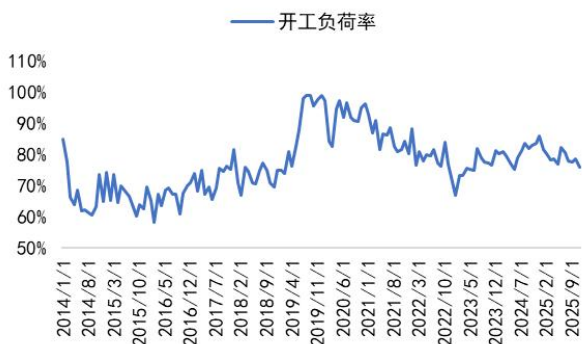
PTA 行业逐步从“内卷式竞争”向“高质量发展”转型，看好产品价差修复。根据中国化学信息周刊，2025 年 10 月 29 日，工信部原材料工业司联合石化联合会、化纤协会及 PTA 头部企业召开产业发展座谈会，据了解，会议明确要求企业提交产能、产量、效益等核心数据，以及有关防范行业“反内卷”的措施建议。根据卓创资讯，截至 2025 年 12 月 18 日，已有共计 10 家企业合计 1735 万吨产能进行了检修减产，其中 1405 万吨产能结束检修时间待定。截至 2025 年 11 月，我国 PTA 开工负荷率已有年初的 81.5% 下降到 76.0%，随着行业逐渐由“内卷式竞争”转为“高质量发展”，产品价差有望逐步修复，截至 2026 年 1 月 16 日，PTA-0.655*PX 价差修复至 300 元/吨，较 2025 年底底部价差已有明显修复。

表11: 2025 年来我国 PTA 检修停产情况

企业名	现有产能 (万吨)	检修减产规模 (万吨)	检修减产开始时间	检修减产结束时间
汉邦	220	220	2025/1/5	长期停车
宁波逸盛	420	200	2025/1/25	长期停车
逸盛大化	600	225	2025/8/8	待定
海南逸盛	450	200	2025/8/15	待定
海伦石化	240	120	2025/8/28	待定
宁波台化	270	120	2025/9/5	待定
独山能源	710	220	2025/11/5	待定
珠海英力士	235	110	2025/11/6	2025 年 12 月下旬
四川能投	100	100	2025/11/8	待定
宁波逸盛	420	220	2025/11/21	2025/12/26

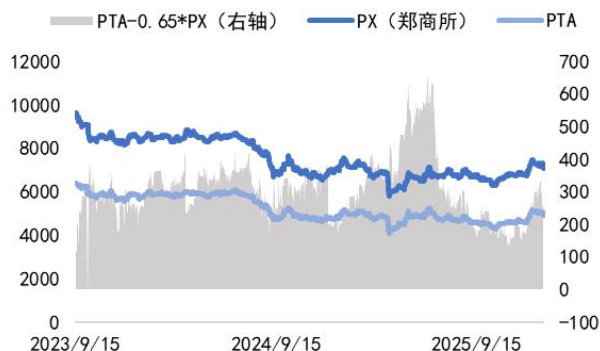
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图42: PTA 开工率情况



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图43: PTA 价格、原材料价差 (元/吨) 走势情况

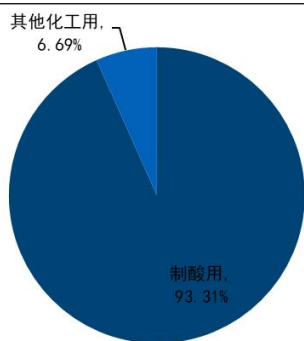


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

海内外硫磺价格涨幅显著，有效增厚炼化企业利润

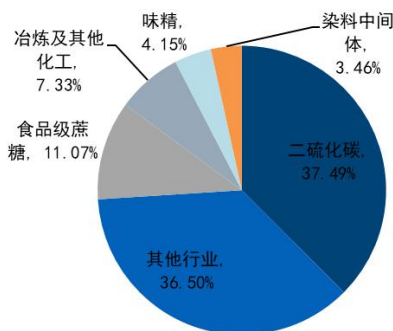
硫磺主要应用于制酸、二硫化碳、蔗糖、冶金等领域。据百川盈孚，2024 年国内 93%的硫磺用来制备硫酸，进而用于磷肥、钛白粉、己内酰胺等产品制备；其余用于二硫化碳、蔗糖脱色、冶金、染料中间体等领域。

2024 年我国硫磺下游应用



资料来源: 百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图44: 2024 年我国硫磺非制酸下游应用



资料来源: 百川盈孚，国信证券经济研究所整理

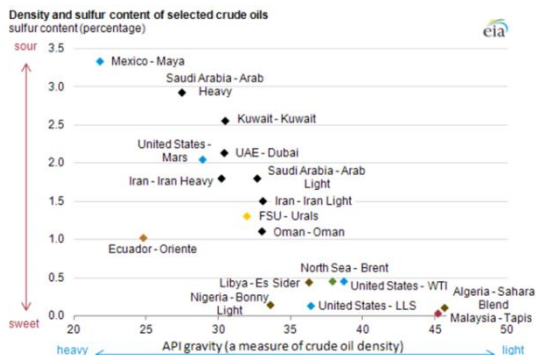
化石能源消费增速放缓，硫磺产量增产空间小

主流机构均预测原油需求增速较低，硫磺增产空间小。约 70%硫磺来自油气/煤化工含硫废气的回收。随着风、光等可再生能源在人类能源需求占比越来越高，化石能源消费增速逐步放缓，限制硫磺产量增长。国际主要能源机构预计 2025 年原油需求增长 83-130 万桶/天，预计 2026 年原油需求增长 86-138 万桶/天，仅增长 1%左右。

中东高硫原油的减产导致全球硫磺供给预期减少。中东地区是高硫燃料油的重要来源。OPEC 于 11 月 30 日发表声明，2026 年第一季度 OPEC 度暂停增产。12 月 1 日，OPEC 公告，伊拉克阿联酋、哈萨克斯坦及阿曼提交了额外减产计划，从 2025 年 11 月至 2026 年 6 月，每日减产 22.1 万桶。美国持续对伊朗进行极限施压，不断对帮助伊朗出口原油的公司和“影子舰队”实施制裁，伊朗原油生产逐步下降。

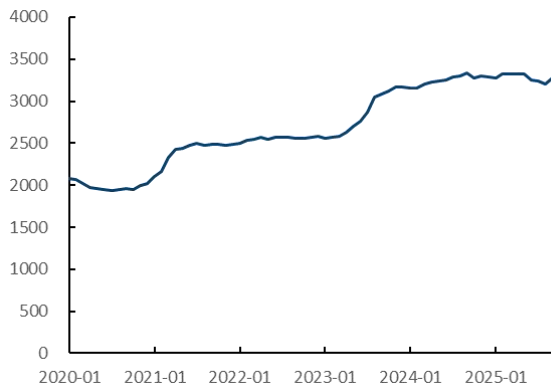
中东高硫原油产量下降带来的原油缺口虽然可由全球其他地方的原油弥补，但副产硫磺势必减少。

图45: 原油品质分类



资料来源: IEA, 国信证券经济研究所整理

图46: 伊朗原油产量 (千桶/天)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

新能源快速发展带来硫磺需求增量

新能源领域对磷酸铁需求保持高增。磷酸铁作为磷酸铁锂的核心前驱体，其需求由新能源车和储能市场驱动，近年来需求呈爆发趋势。2024 年我国磷酸铁产量 189 万吨，我国今年前十一个月磷酸铁产量为 266 万吨，同比增长 58.87%。铵法路线制备磷酸铁时，工业磷酸一铵单耗为 0.8 吨/吨左右，磷酸单耗为 0.15 吨/吨左右。

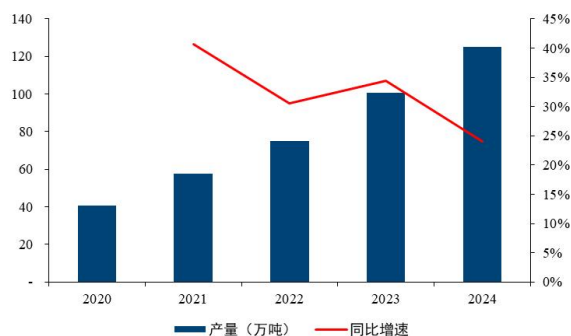
新能源领域碳酸锂同样为高耗酸产品。同样受新能源车及储能市场驱动，全球碳酸锂需求同样以较高速度增长。2024 年全球碳酸锂产量为 125 万吨，同比增长 22.21%。锂辉石及锂云母制备碳酸锂时均需要消耗大量硫酸，碳酸锂产量高增持续带来硫酸需求增量。

图47: 我国磷酸铁产量（万吨）



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图48: 全球原生碳酸锂产量（万吨）



资料来源: 安泰科, 国信证券经济研究所整理

印尼红土镍矿通过高压酸浸制备氢氧化钴镍，需求持续上升。印尼是全球镍资源储量最丰富、镍矿产量最大的国家。高压酸浸工艺可以处理印尼低品位红土镍矿，且可以回收其中的有价元素钴，主要产出氢氧化镍钴（MHP），能耗低、碳排放量少，较其他工艺路线具有显著的成本优势。印尼 MHP 产能从 2022 年开始逐步进入到快速放量阶段，2025 年底-2026 年约有 30 万金属吨镍产能有待释放。每金属吨镍的生产预计耗酸 30 吨左右，预计印尼硫磺/硫酸需求量持续快速上升。

表12: 印尼高压酸浸项目产能情况

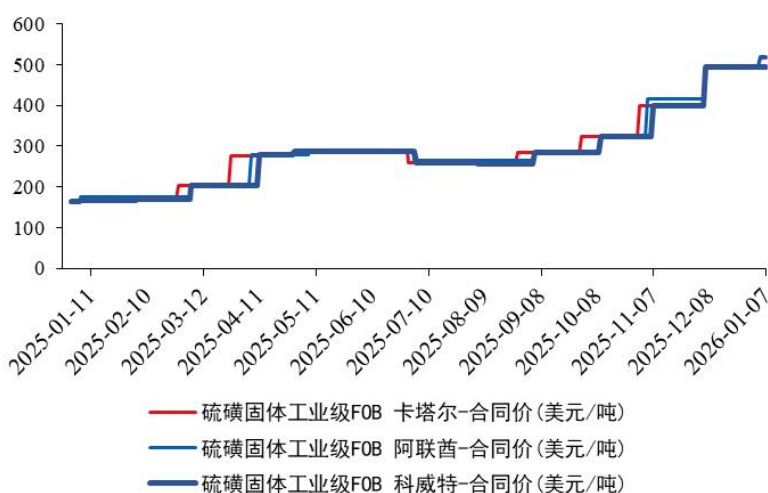
项目	地区	产品	镍产能(万金属吨)	钴产能(万金属吨)	投产时间
华越	Morowali	MHP	6	0.78	2021 年底投产
华飞	Weda Bay	MHP	12	1.5	2023 年中投产
华山	Weda Bay	MHP	12	1.5	待定
Pomala 湿法	Sulawesi	MHP	12	NA	预计于 2026Q1 投产
Sorowako 湿法	Sulawesi	MHP	6	NA	预计于 2026Q4 投产
青美邦	Morowali	MHP	6.5	NA	二期于 2024 年 9 月投产
PT Meiming New Energy Material	Morowali	MHP	2.5	NA	2024 年底投产
格林爱科	Morowali	MHP	2	NA	2024 年底投产
PT ESG New Energy Material	Morowali	MHP	4	NA	2024 年底投产
格林美和印尼淡水河谷合作项目	Sulawesi	MHP	6.6	NA	待定
力勤 OBI	OBI	MHP	12	1.425	三期于 2024 年 7 月投产
浦项钢铁和宁波力勤合作项目	Sulawesi	MHP	12	NA	一期 6 万吨计划于 2025 年热
印尼晨曦镍钴湿法项目	Weda Bay	MHP	6	NA	预计于 2025 年投产
Excelsior Nickel Cobalt (ENC)	Morowali	MHP/硫酸镍/电解镍	7.2	NA	预计 2025Q4 投产
蓝焰能源湿法冶炼项目	Weda Bay	MHP	6	NA	预计 2026Q1 投产

资料来源: 各公司官网, 国信证券经济研究所整理和预测

预计未来全球硫酸存在供应缺口，硫磺供需偏紧。全球主要有色金属中，仅铜矿石冶炼有望带来一定副产酸增量；全球原油、天然气消费预计持续保持低速，硫磺供给增量预计与油气需求增量保持同步；硫铁矿作为中国特色制酸原料，中国产能开工率仍有提升空间。全球磷肥仍有增量需求，预计 2025-2027 年磷肥需求将保持在 1.5% 左右；新能源方面储能及动力电池持续拉动磷酸铁需求，印尼高压酸浸由于出色经济性，产能预计保持高速释放。化工用酸随宏观经济变动。我们预计 2025 年全球硫酸需求有一定缺口，2026 年此态势仍将持续。硫磺在下游硫酸拉动下，供需预期维持偏紧。

中东硫磺在 2025 年实现了大幅上涨的基础上，2026 年价格继续上升。市场目前已经接受俄罗斯硫磺出口降低的现状，但随着冲突的持续进行，经俄罗斯出口的部分中亚国家生产硫磺供应有受阻风险。市场更加青睐供应稳定的中东硫磺，这进一步推高了中东硫磺价格。2025 年初中东硫磺合同价为 163-165 美元/吨中东多个国家分别上调了硫磺 12 月份官方合同价格至 495 美元/吨，折合人民币到岸价约 4250 元/吨左右。中东硫磺合同价环比上个月上涨 80-95 美元/吨，较年初上涨 330-332 美元/吨，实现了大幅上涨。2026 年一月初，卡塔尔再度上调硫磺官方合同价 22 美元/吨至 517 美元/吨，阿联酋上调硫磺官方合同价 25 美元/吨至 520 美元/吨，折合人民币到岸价 4350-4400 元/吨。

图49：2025 年至今中东部分国家硫磺合同价变化



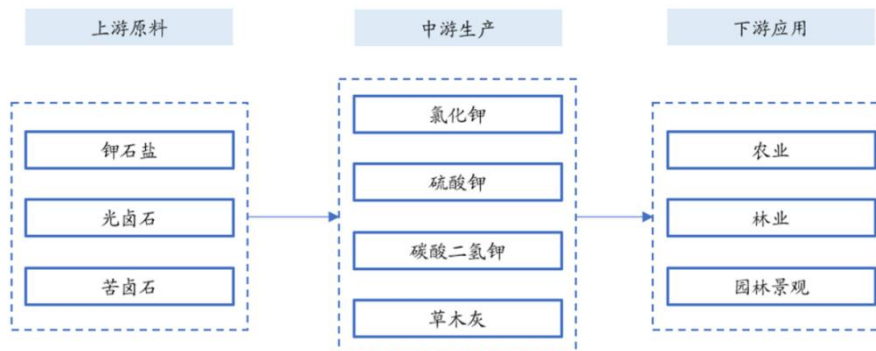
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

我国硫磺进口依赖度较高，自产硫磺来源于炼化副产，且产能集中度较高。2024 年中国硫磺产量为 1106.74 万吨，进口量为 995.23 万吨，进口依赖度为 47%。中国超七成硫磺来源于石油炼化副产，天然气伴生的硫磺占比约 2 成，煤化工也副产部分硫磺。根据百川盈孚数据统计，目前我国硫磺产能为 1678.95 万吨。由于我国原油加工能力需控制在 10 亿吨，未来炼化产能增量较少，硫磺产能上行空间较小。从硫磺产能集中度看，中国石化炼化产能庞大，叠加普光气田为高硫气田，伴生硫磺产量较大，为国内硫磺产能龙头，2025 年合计硫磺产能达 834 万吨；其次中国石油具备硫磺产能 368 万吨；荣盛石化具备硫磺产能为 121 万吨。在全球硫磺中长期供需偏紧背景下，硫磺价格上行将有效增厚炼化企业利润。

3.3 全球钾肥价格触底，需求推动下看好价格复苏

钾是农作物生长三大必需的营养元素之一，具有增强农作物的抗旱、抗寒、抗病、抗盐、抗倒伏的能力，对作物稳产、高产有明显作用，因此几乎每种作物都需要适量施用钾肥。钾肥主要品种包括氯化钾、硫酸钾、硝酸钾以及硫酸钾镁，其中氯化钾由于其养份浓度高，资源丰富，价格相对低廉，在农业生产中起主导作用，占所施钾肥数量的95%以上。

图50: 钾肥产业链



资料来源：亚钾国际公司公告，国信证券经济研究所整理

钾肥资源属性强，全球资源呈现寡头垄断格局。据 USGS 统计，全球探明钾盐（折 K2O）资源量大约 2500 亿吨，探明储量（折 K2O）大约 33 亿吨。其中加拿大、白俄罗斯和俄罗斯为全球储量最高的 3 个国家，合计约占全球钾盐资源总储量 68.2%，其中加拿大、白俄罗斯和俄罗斯占比分别达到 33.3%、22.7%、12.1%，中国仅占比 5.2%。海外前八大钾肥生产企业加拿大 Nutrient（加钾、加阳 2017 年合并）、美国美盛、乌拉尔钾肥、白俄罗斯钾肥、德国 K+S、以色列 ICL、欧洲化学 Eurochem、约旦 APC 的产量占比高达 86%。

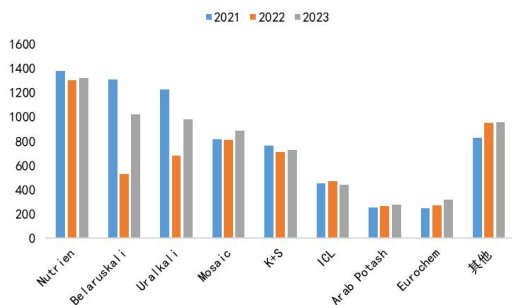
表13: 全球主要国家钾盐产量及储量（折纯 K2O，万吨）

	产量（折纯 K2O，万吨）								储量（万吨）	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	可开采储量	K2O 当量
美国	48	52	51	46	48	43	44	44	97,000	22,000
白俄罗斯	710	735	735	740	763	400	450	700	330,000	75,000
巴西	31	20	25	25	27	20	30	36	1,000	230
加拿大	1,256	1,384	1,230	1,380	1,420	1,460	1,350	1,500	450,000	110,000
智利	110	120	84	90	85.8	60	60	75		10,000
中国	551	545	500	600	600	600	600	630		18,000
德国	290	320	300	220	280	270	270	300		15,000
以色列	190	220	204	228	238	245	233	240		Large
约旦	139	149	152	159	156	164	170	180		Large
老挝	30	34	40	27	26	70	150	150		10,000
俄罗斯	732	717	734	811	910	680	900	900		92,000
西班牙	68	70	50	42	36.5	42	36.7	40		10,000
其他	35	36	25	36	39	36	43.5	44	150,000	30,000
合计	4,190	4,400	4,130	4,400	4,630	4,090	4,330	4,800	1,100,000	480,000

资料来源:USGS, 国信证券经济研究所整理

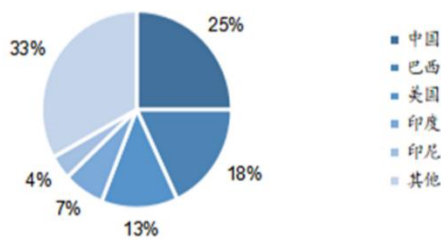
钾肥的主要消费国有中国、巴西、美国和印度等，其中中国钾肥消费量占比约 25%。根据 IFA 的预测，钾肥需求从 2020 年至 2024 年仍将保持年均 3.3% 的增长，预计 2023 年全球钾肥消费量将回升 4%。而亚洲地区作为新兴经济体的经济增速快于主要欧美国家，其钾肥需求增速也超过全球平均水平，根据 Argus 的统计，东南亚、东亚及南亚地区氯化钾需求合计 3000 万吨，过去 10 年亚洲地区钾肥需求复合增速为 4.35%，随着该地区经济快速发展带来的消费升级以及人口增加，即使在现有高价格的基础上，未来亚洲地区钾肥需求增速仍有望继续保持在 4%-5%。

图51: 全球钾肥主要生产企业



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

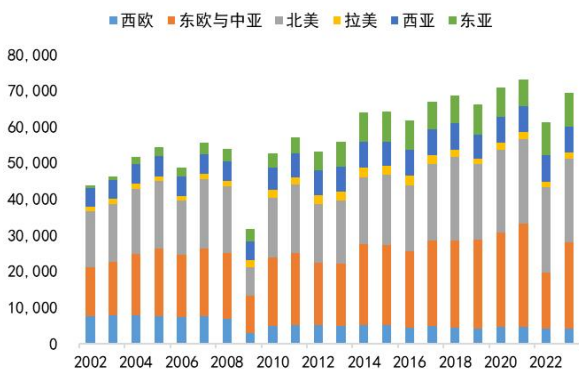
图52: 全球钾肥主要消费国家



资料来源：中国化肥信息，国信证券经济研究所整理

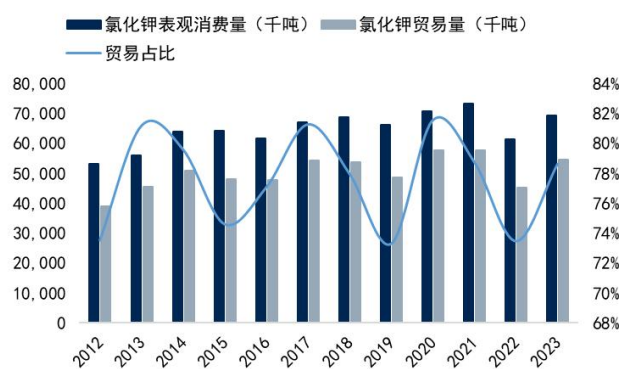
钾肥主产地与需求地差异较大，钾肥资源严重错配，进出口贸易占比超过 70%。钾肥产地主要位于东欧地区（俄罗斯、白俄罗斯）、北美地区（加拿大）、西亚地区（约旦、以色列），需求地主要位于东南亚地区（中国、印度、印度尼西亚）、拉丁美洲（巴西）、北美洲（美国），因此全球钾肥贸易量占比极高。2023 年全球氯化钾表观消费量约 6928.6 万吨，进出口量约为 5447.5 万吨，贸易量占比达到 78.4%。根据 Nutrien 预测，2024 年全球钾肥表观消费量约为 6900-7200 万吨，2025 年全球钾肥表观消费量约为 7000-7400 万吨，2030 年全球钾肥表观消费量约为 8000-8500 万吨。

图53: 全球钾肥表观消费量（千吨）



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

图54: 全球钾肥贸易占比



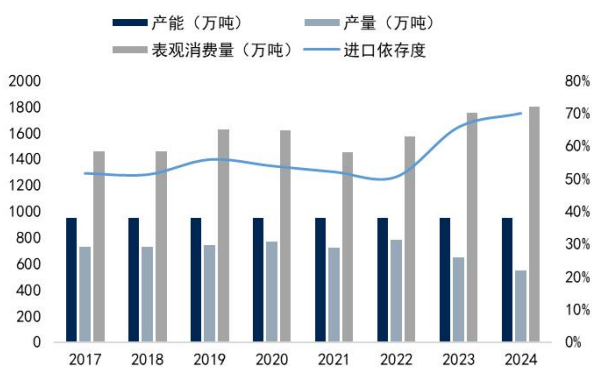
资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

我国钾盐资源严重不足，钾盐资源以含钾卤水为主，95%集中在青海柴达木盆地与新疆罗布泊。国内钾肥资源供给不足，进口依存度超过 60%。根据卓创资讯数据，2024 年我国氯化钾产量 550 万吨，同比降低 2.7%，2024 年我国氯化钾进口量创历史新高，累计进口量为 1263.3 万吨，同比增长 9.1%。我国是全球最大的

钾肥需求国, 对外依存度超过 60%, 2024 年我国氯化钾表观消费量为 1801.2 万吨, 同比增长 7.7%。

从生产企业来看, 国内最主要钾肥生产企业为盐湖股份、藏格控股, 合计占国内 87.3% 的钾肥产能。国内钾肥资源不足, 每年产量基本稳定, 但正是由于中国能够通过自产、以及通过国内企业进口钾肥满足约 50% 的需求, 因此成为全球钾肥价格洼地。截至 2026 年 1 月底, 国内氯化钾港口库存为 249.47 万吨, 较去年同期减少 34.51 万吨, 降幅为 12.15%。未来由于粮食生产安全愈发被重视, 预计国内钾肥安全库存量将提升到 400 万吨以上。

图55: 钾肥产能、产量及表观消费量



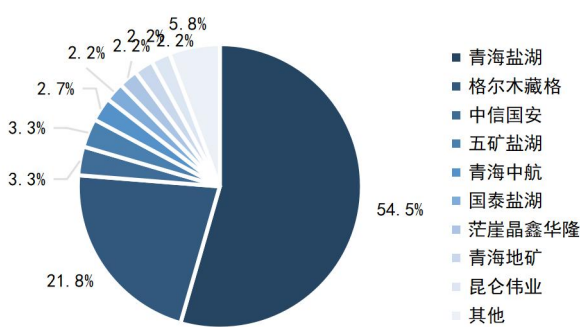
资料来源: Wind, 卓创资讯, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图56: 钾肥进口量及出口量



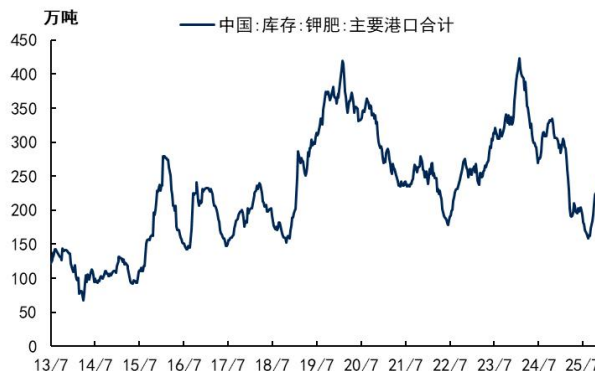
资料来源: Wind, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图57: 国内钾肥主要生产企业



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图58: 钾肥港口库存 (万吨)

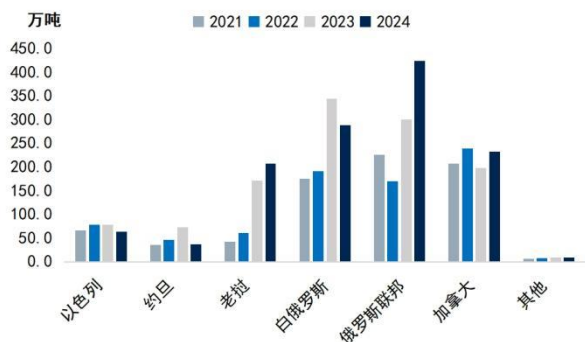


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我国钾肥进口主要来自加拿大、俄罗斯、白俄罗斯, 近年来老挝进口量快速增长。我国钾肥超过 70% 进口量来自加拿大、俄罗斯、白俄罗斯三国, 2024 年全年进口 1263.3 万吨, 其中来自加拿大、俄罗斯、白俄罗斯的进口量分别为 232.9、424.4、288.8 万吨, 分别占比 18.4%、33.6%、22.9%, 合计占比 74.9%。此外, 来自以色列、约旦、老挝的进口量分别为 63.2、37.4、207.2 万吨, 其中来自老挝的进口量同比增长 21.3%。

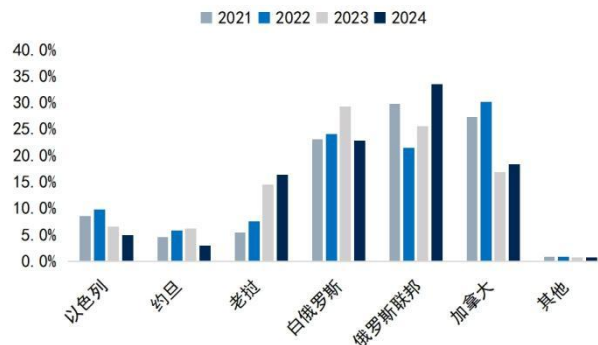
由于中欧班列运费成本较高, 来自白俄罗斯的进口占比有所降低。老挝由于中资企业扩产投放, 未来是海外进口的核心增量之一。

图59: 中国氯化钾进口国分布 (万吨)



资料来源: Wind, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图60: 中国氯化钾进口量占比



资料来源: Wind, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

海外供给端扰动事件频发, 寡头挺价诉求强烈。2023年10月以来, 巴以冲突升级迅速且未见明显缓和迹象, 地区外溢风险不断加大, 也对中东地区 ICL (以色列化工集团, 在以色列境内拥有约 400 万吨/年的钾肥产能) 与 APC (约旦阿拉伯钾肥公司, 拥有约 250 万吨/年的钾肥产能) 钾肥供应及运输产生潜在威胁。对此, ICL 为避开红海地区的运输威胁, 转而通过非洲好望角航线运输钾肥, 此举增加了额外的物流成本。但其仍需从红海港口出口, 因此 ICL 依然面临运输安全的威胁。2024年8月, 加钾 Nutrien 宣布暂停了扩大生产的计划。

受俄乌冲突以及制裁的影响, 俄罗斯、白俄罗斯面临物流、基础设施发展不足、出口及结算被限制等问题。根据 Argus 报告, 白俄罗斯虽然转而通过铁路向中国及俄罗斯港口出口钾肥, 但其运输成本显著增加。同时, 由于白俄罗斯对俄罗斯的运输依赖, 也使得俄罗斯在一定程度上控制了白俄罗斯钾肥的运输和关税, 这可能也会对白俄罗斯钾肥产生负面影响。2024年11月, 白俄罗斯总统亚历山大·卢卡申科提议, 与俄罗斯化肥生产商协调削减 10%-11% 的钾肥产量, 以提高市场价格。根据 Argus 报道, 目前白俄钾计划在其索利戈尔斯克 4 号矿区开展大规模设备维护作业, 将导致其钾肥产量减少约 90 万-100 万吨, 相当于全球钾肥年产量的约 1.5%。

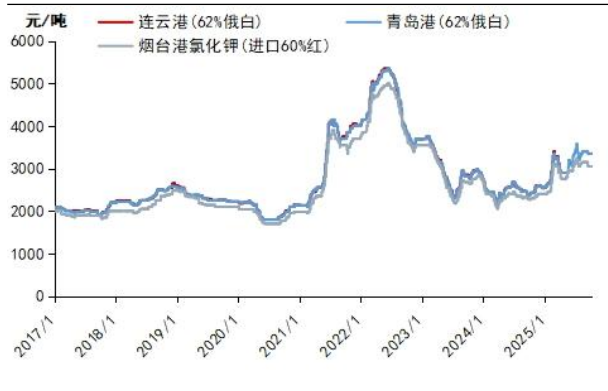
美国、加拿大关税冲突或拉动全球钾肥价格上行。特朗普上任后宣布将对从加拿大进口的商品征收额外关税, 加拿大回应将会采取报复性关税。加拿大是全球最大钾肥出口国, 其中美国是加拿大最大钾肥进口国, 2023年美国进口钾肥 1170 万吨, 其中 87% 来自加拿大。若美国、加拿大关税冲突落地, 或将拉动全球钾肥价格上行。

2025年, 国内氯化钾市场整体呈现“供应刚性收缩与需求平稳”的核心矛盾, 政策调控与国际贸易博弈贯穿始终。一季度主受春耕备货、国际供应缺口以及保供稳价投储驱动, 价格先强后弱; 二季度转入“低库存托底与季节弱需求压制”拉锯战; 三季度市场价格“双轨制运行”, 政策面“保供稳价”持续发力; 四季度呈现“上有顶下有底”局面, 行情挺稳运行。

2026年1月, 国内氯化钾市场高位态势难改, 货源依旧紧缺, 月底百川盈孚氯化钾市场均价为 3295 元/吨, 环比上月涨幅为 0.4%, 同比去年涨幅 27.52%。本月氯化钾市场依旧延续供需紧平衡的局面, 月末氯化钾市场呈现出高位偏强、稳步上扬的运行格局, 贸易商惜售情绪显现, 多数报价维持高位坚挺态势, 部分品种价格逐步向高端靠拢。1月30日, 中国进口商与俄罗斯乌拉尔钾肥公司达成了跨境

铁路合同，2026年2月氯化钾合同价格为364美元/吨（满洲里交货），较1月价格上涨3美元/吨。

图61: 国内钾肥价格走势（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

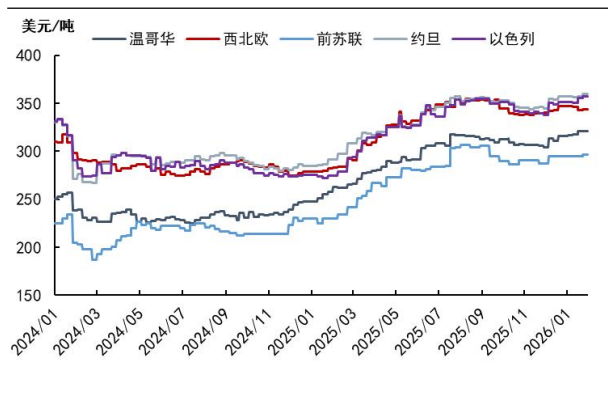
图62: 青海盐湖氯化钾（60%粉）出厂价（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

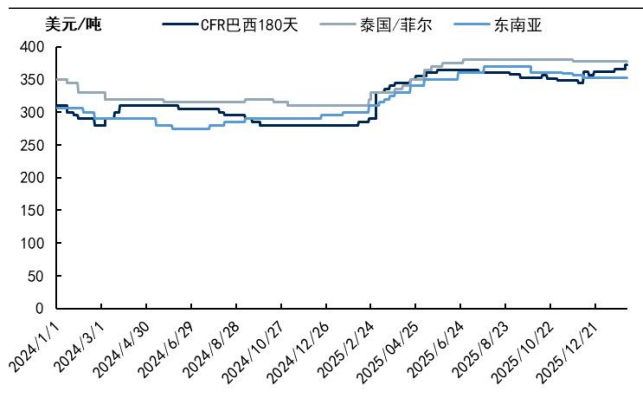
国际市场：巴西年内进口量创下历史新高。供应端，加拿大BHP钾矿Jansen项目首产推迟至2027年且成本超支30%；中国暂停9.5kg小包硫酸钾出口商检至2026年7月，政策调控意图明确。盐湖股份终止海外钾矿收购，必和必拓Jansen二期投产推迟至2031年。地缘风险升级，胡塞武装袭击致曼德海峡通行风险陡增，供应商挺价心态强。白俄罗斯国有企业Nezhinsky正式进入全球钾肥市场，该公司氯化钾项目产能达200万吨，仅次于“白俄罗斯钾肥”公司的第二大钾肥生产商，Nezhinsky于去年12月建成投产，首期产能为100万吨。1月30日，中国进口商与俄罗斯乌拉尔钾肥公司达成了跨境铁路合同，2026年2月氯化钾合同价格为364美元/吨（满洲里交货），较1月价格上涨3美元/吨。印度新合同预计能在第一季度达成。

图63: 全球主要钾肥出口国 FOB 价格（美元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图64: 全球主要钾肥进口国 CFR 价格（美元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

展望2026年全年，供应面，全球钾肥产能扩张主要集中在2027年后，2026年新增产能有限。2025年12月亚钾国际第三个百万吨钾肥项目联动投料试车圆满成功，预计2026年稳定生产，或缓解国内钾肥供应紧张局面；其他地区如加拿大、俄罗斯等主要钾肥生产国的新增产能有限，2026年国内预计仍将保持较高进口依赖度。自2025年12月1日起，俄罗斯铁路货运运价将上调10%，进口成本或将

会有所上涨；2025 年 12 月 13 日美国宣布解除对白俄罗斯钾肥公司及其相关实体的制裁；同时俄罗斯、白俄罗斯等钾肥生产国的地缘政治冲突可能影响钾肥供应，这些变化可能对全球钾肥供应链及市场格局产生进一步影响，导致价格波动。

需求面，氯化钾作为钾肥基础原料具有季节性规律，需求旺季集中在春耕、秋播和冬储时期。下游复合肥、硫酸钾、硝酸钾等产品新增产能计划或将带动氯化钾需求增长，预计市场需求相对平稳。

综上，由于供应紧张和需求稳定增长，预计 2026 年氯化钾价格将继续维持高位震荡，国内港口库存低位、国际大合同价格支撑等因素将对价格形成有力支撑。

钾肥行业投资建议：重点推荐【亚钾国际】，公司目前拥有老挝甘蒙省 263.3 平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾资源总储量约 10 亿吨，2024 年前三季度氯化钾产量 132 万吨、销量 124 万吨。公司 179#矿第二、第三个百万吨正在建设，有望于 2025 年投产，预计公司 2025、2026 年氯化钾产量分别为 280 万吨、400 万吨，前三个百万吨完全满产有望达到 500 万吨产量。

3.4 磷化工：磷矿石稀缺属性持续强化，储能及动力电池驱动磷矿石需求上行

磷矿资源禀赋差、环保约束强，导致国内供给持续趋紧。我国磷矿资源呈现富矿稀缺、贫矿居多、品位偏低、伴生复杂等显著特点。2005-2016年开采量快速扩张，但2016年长江大保护上升为国家战略后，沿线磷矿及磷化工企业整治力度加大，全国磷矿石产量在2017-2020年连续下滑；2021-2024年虽略有回升，但受多年高强度开采影响，富矿资源加速枯竭，整体品位持续下降。叠加环保督查与安全生产政策趋严，如2022年国家矿山安监局推动部分安全生产不达标中小产能退出，磷矿山开工率长期低位运行，供给端刚性约束日益凸显。

中国以全球5%储量支撑近半产量，资源保障压力突出，稀缺属性持续强化。中国磷矿石以全球约5%的储量贡献了全球45.8%的产量，储采比仅为33.6，远低于摩洛哥的1667，资源透支严重。据美国地质调查局数据，2024年全球磷矿储量740亿吨，其中摩洛哥占67.6%（500亿吨），但其因基础化工产业薄弱，产量仅占全球12.5%；而中国储量仅37亿吨，却年产超1.1亿吨，且整体品位仅17%，可采储量平均品位亦不足23%，显著低于全球30%的平均水平。在新能源需求大增与国内供给增长受限的双重作用下，磷矿石稀缺性不断强化，预计价格中枢将长期维持高位。

表14：全球主要磷矿产出地区储量、产量及储采比

	全球	摩洛哥	中国	埃及	俄罗斯	沙特	约旦	美国	其他国家
储量（亿吨）									
2024年	740	500	37	28	24	10	10	10	121
2024年储量占比	100.00%	67.57%	5.00%	3.78%	3.24%	1.35%	1.35%	1.35%	16.35%
产量（亿吨）									
2022年	2.28	0.39	0.93	0.05	0.14	0.09	0.11	0.2	0.37
2023年	2.33	0.33	1.05	0.05	0.13	0.1	0.12	0.2	0.36
2024年	2.4	0.3	1.1	0.05	0.14	0.1	0.12	0.2	0.4
2024年产量占比	100.00%	12.50%	45.83%	2.08%	5.83%	3.96%	5.00%	8.33%	16.46%
储采比									
2024年	308.33	1666.67	33.64	560	171.43	105.26	83.33	50	306.33

资料来源：美国地质调查局，国信证券经济研究所整理

磷矿石消费结构持续演变，新能源驱动需求增量。近年来，我国磷矿石消费结构发生显著变化，传统农业需求仍为刚性支撑，但占比逐年下降。2015年磷肥占磷矿石消费总量的78%，至2024年已降至54%，反映出“减肥增效”政策与化肥使用效率提升对农业用矿的抑制；与此同时，以湿法磷酸为代表的新能源材料应用快速崛起，其消费占比从2021年的7%跃升至2024年的17%，成为磷矿石边际需求增长的核心驱动力。该部分主要用于生产磷酸铁、磷酸铁锂等新能源材料，受益于新能源汽车和储能市场的爆发式发展，带动对高品位、可净化磷矿的需求激增。黄磷消费占比稳定在8%-11%之间，其他用途（如氟化工、水处理）也逐步拓展。

供需紧平衡格局延续，价格中枢长期高位运行。尽管磷矿石表观消费量持续增长，但国内供给端受限因素叠加，难以匹配需求扩张。一方面，富矿资源枯竭、平均品位下降、开采难度加大导致成本上升；另一方面，环保整治、安全生产监管趋严（如长江大保护、矿山安全整治）推动大量中小产能退出，有效供给收缩。虽然未来三年有部分新矿山投产，但由于项目审批周期长、建设延期普遍、跨区域运输限制以及优质矿权稀缺，新增产能释放缓慢且有限。综合来看，2026年前后国内磷矿石供需仍将维持紧平衡状态。叠加西南地区30%品位磷矿石市场价格自

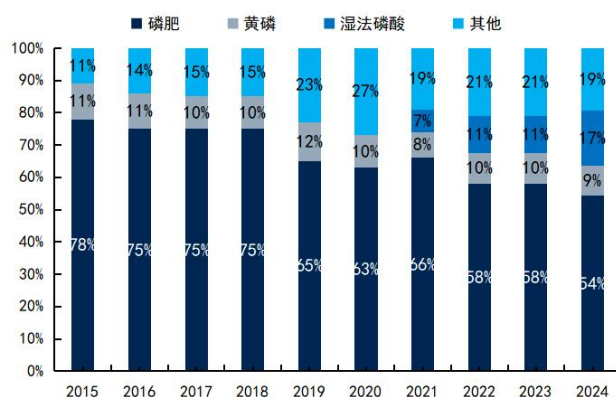
2021年上半年的不足400元/吨飙升至1000元/吨以上，并长期在高位震荡运行超三年，资源稀缺属性凸显，磷矿石中长期价格中枢有望维持在较高水平。

图65: 西南地区磷矿石市场价格



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图66: 国内磷矿石消费结构变化

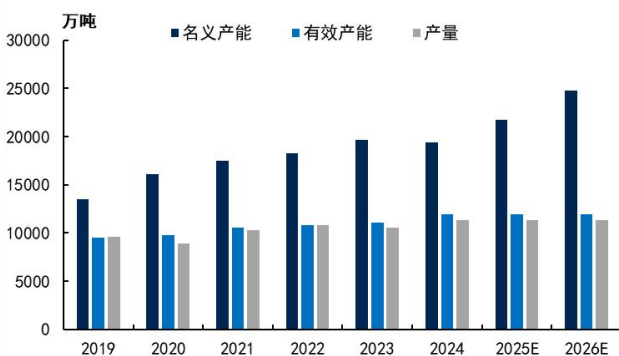


资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

磷矿石产量创六年新高，但有效供给仍受制于结构性瓶颈。据百川盈孚，2020-2024年，我国磷矿石名义产能由1.61亿吨增至1.94亿吨，但实际供给能力远低于账面水平。2024年全国产量达1.14亿吨，为2018年以来最高值；表观消费量同步攀升至1.19亿吨，同比增长11.4%，部分受益于磷酸铁锂等新能源材料需求快速扩张。然而，据百川盈孚统计，当前有效产能仅约1.19亿吨/年，与1.94亿吨的名义产能之间存在高达0.75亿吨的闲置差额，反映大量产能因环保约束、矿权审批滞后、品位过低或缺乏配套加工能力而难以释放。行业集中度低，生产企业约273家，CR8仅33.4%，以及中小矿山开工受限，进一步制约供给弹性。

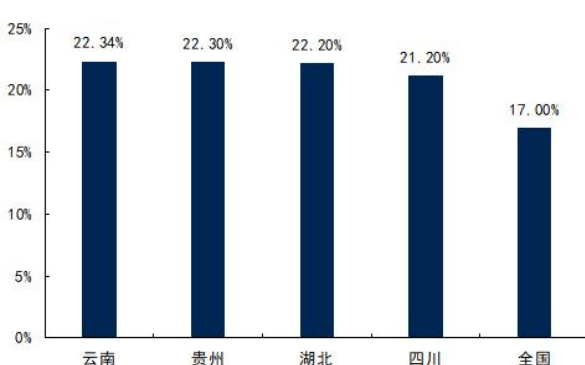
新增产能落地率或较为有限，进口难改紧平衡格局。尽管2025-2027年规划新增名义产能合计达0.59亿吨，但结合历史经验及当前政策环境、矿山开采难度及品位限制等情况，预计实际有效新增产能落地比例可能不足40%，即三年仅约0.24亿吨以内能形成真实供应。与此同时，进口虽在2024年增至207万吨（同比+46.8%），但占消费比重仍低于2%，且受内陆主产区运输成本制约，进口矿难以形成有效补充。综合来看，2025-2027年磷矿石表观消费量或将稳步升至1.42亿吨，而有效供给增速有限，供需紧平衡格局和价格高位运行态势有望持续。

图67: 中国磷矿石产能、产量



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图68: 中国磷矿石品位



资料来源: 隆众资讯, 国信证券经济研究所整理

表15: 磷矿石供需平衡表 (万吨)

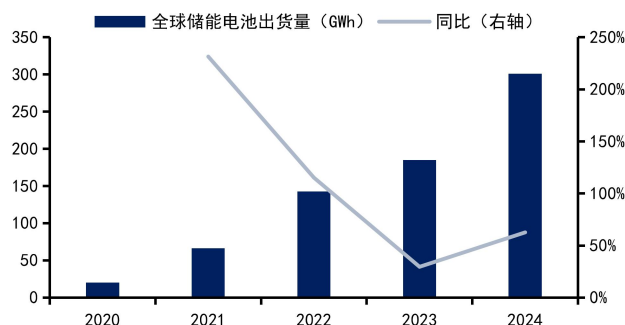
	产能	产量	进口量	出口量	表观消费量	产能利用率 (%)	进口依赖度	表观消费量同比
2020	16091	8919.9	4.0	42.8	8881.1	55.4%	0.0%	
2021	17481	10271.8	6.5	38.1	10240.1	58.8%	0.1%	15.3%
2022	18264	10811.5	3.2	55.0	10759.7	59.2%	0.0%	5.1%
2023	19684	10555.2	140.9	29.5	10666.6	53.6%	1.3%	-0.9%
2024	19447	11680.3	206.8	8.3	11878.9	60.1%	1.7%	11.4%
2025E	21732	12800.0	180.0	8.3	12971.7	58.9%	1.4%	9.2%
2026E	24762	13448.6	180.0	8.3	13620.3	54.3%	1.3%	5.0%
2027E	25342	13993.4	180.0	8.3	14165.1	55.2%	1.3%	4.0%

资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理及预测

新能源车与储能双轮驱动, 贡献磷矿石重要下游增量。近些年来, 在国内相关政策支持、锂电技术进步、消费者对新能源汽车接受程度提高等背景下, 我国新能源汽车产业快速发展, 据国家统计局数据, 截至 2025 年 10 月底, 我国汽车产量 2287 万辆, 其中新能源汽车产量 1080 万辆, 占比 47%。2024 年我国磷酸铁锂电池在动力电池领域市占率达 68%; 凭借高温下结构稳定、安全性高、循环寿命不低於 15 年等优势, 磷酸铁锂电池在储能领域占据垄断地位。受益于新能源汽车市场快速增长与储能领域持续扩展, 我国锂电池产量规模不断扩大, 带动磷酸铁锂正极材料出货量大幅攀升, 根据则言咨询数据, 2024 年出货量达 244.5 万吨, 同比增长 54.1%, 较 2020 年的 16.35 万吨增长超 14.95 倍。

储能电芯出货高增, 2026 年或将迈向 800GWh 新台阶。2020-2024 年全球储能电池出货量呈现爆发式增长态势, 出货量从 2020 年的 20 GWh 提升至 2024 年的 301 GWh, 4 年间规模扩张超 15 倍, 年复合增速超 100%。2024 年全球动力电池及储能电池总出货量达 1299 GWh, 同比增长 24%, 其中储能电池贡献了核心增量, 从 2023 年 185 GWh 升至 2024 年 301 GWh, 同比增 62.7%。根据 InfoLink 全球储能供应链数据库数据显示, 2025 年前三季度全球储能电芯出货量已达 410.45 GWh, 同比大幅增长 98.5%。其中第三季度表现尤为强劲, 受益于海内外市场需求同步释放, 电芯企业普遍实现满产满销, 单季出货量达 170.24 GWh, 创下历史新高。需求端的快速放量已推动市场由此前的产能过剩转向阶段性紧平衡, 部分厂商开始释放涨价信号。基于当前排产与订单情况, InfoLink 预计 2025 年全年全球储能电芯出货量将超过 560 GWh, 并有望逼近 600 GWh。展望 2026 年, 全球储能需求仍将持续多点发力, 而新增产能主要集中在下半年释放, 整体供需或呈现上半年偏紧、下半年逐步宽松的格局。综合各厂商出货指引及区域项目落地进度, InfoLink 初步预测 2026 年全球储能电芯出货量将接近 800 GWh, 行业仍将保持中高速增长态势。

图69: 全球储能电池出货量 (GWh)



资料来源: SNE Research, 国际能源网, 国信证券经济研究所整理

在全球储能产业加速扩张的背景下, 磷酸铁锂对上游磷资源的需求持续提升。我们假设全球储能电池和动力电池中采用磷酸铁锂技术路线的比例分别为 100%和 50%。按行业经验值, 每 GWh 磷酸铁锂电池约消耗 0.25 万吨磷酸铁 (FePO_4), 使用 4 吨磷矿石/吨磷酸铁的单耗, 推算对应的磷矿资源需求。参考 InfoLink 对储能电池出货量的预测 (2025/2026 年约 600/800 GWh), SNE Research 公布 2025 年前三季度全球动力电池总装车量约同比增长 34.7%, 以及弗若斯特沙利文对全球动力/储能电池行业 2025-2029 年的预测复合增速分别为 26.7%/22.9%, 假设全球储能电池出货量在 2025-2027 年分别增至 600/800/983 GWh, 对应磷矿石需求将升至 600/800/983 万吨, 占我国磷矿石预测产量比重分别达到 4.7%/5.9%/7.0%; 同期全球动力电池出货量将增至 1344/1703/2158 GWh, 对应磷矿石需求升至 672/852/1079 万吨, 占我国磷矿石预测产量比重分别达到 5.3%/6.3%/7.7%。储能级磷酸铁对原料纯度要求高 (低铁、低镁、低重金属), 实际可适配的高品位磷矿资源远比总量稀缺, 叠加动力电池的持续贡献, 磷资源在新能源电池领域的消费比重将持续提升。因此, 具备优质矿源及“矿化一体”能力的企业将在新能源材料竞争中占据显著战略优势。

表16: 全球储能电池及动力电池出货量对应磷矿石需求估算

	2024	2025E	2026E	2027E
全球储能电池出货量 (GWh)	301	600	800	983
对应磷酸铁需求 (万吨)	75	150	200	246
对应磷矿石需求 (万吨)	301	600	800	983
占我国磷矿石产量比例	2.6%	4.7%	5.9%	7.0%
全球动力电池出货量 (GWh)	998	1344	1703	2158
对应磷酸铁需求 (万吨)	125	168	213	270
对应磷矿石需求 (万吨)	499	672	852	1079
占我国磷矿石产量比例	4.3%	5.3%	6.3%	7.7%
我国磷矿石产量 (万吨)	11680	12800	13449	13993

资料来源: SNE Research, 国际能源网, InfoLink, 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

风险提示

原材料价格波动，产品价格波动，项目进度不及预期，下游需求不及预期等。

附表：重点公司盈利预测及估值

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	EPS			PE			PB
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
601857.SH	中国石油	优于大市	11.02	0.88	0.90	0.94	12.54	12.20	11.70	1.29
600938.SH	中国海油	优于大市	35.52	2.76	2.81	2.92	12.88	12.65	12.18	2.24
002493.SZ	荣盛石化	优于大市	14.75	0.19	0.34	0.47	78.19	42.91	31.39	3.37
000893.SZ	亚钾国际	优于大市	56.02	2.00	2.98	3.87	27.98	18.82	14.46	3.96
002895.SZ	川恒股份	优于大市	42.00	2.11	2.49	2.93	19.91	16.88	14.35	3.46
605016.SH	百龙创园	优于大市	25.23	0.87	1.09	1.41	24.80	23.20	17.94	5.41

数据来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032