

石化化工行业 2026 年 3 月投资策略

推荐原油、天然气价格上行及地缘政治驱动的投资方向

优于大市

核心观点

石化化工行业 2026 年 3 月投资观点：

2026 年 2 月底美以联合对伊朗发动军事打击，伊朗随即关闭扼守全球能源咽喉的霍尔木兹海峡（该海峡为海湾石油唯一海上通道，2025 年经由其出口石油约 2000 余万桶/天，占全球运输量约 20%），并袭击卡塔尔核心 LNG 能源设施，导致中东能源航运受阻、欧洲天然气价格大幅上涨，成为扰动全球能源化工市场的黑天鹅事件。伊朗探明石油储量超 2000 亿桶，剩余可采储量约 1580 亿桶、居全球第四，占全球总储量 9%，2025 年原油日产量 320 万至 330 万桶、日均出口约 163.2 万桶，占全球石油总出口约 3.8%；天然气储量约 32-34 万亿立方米、位居全球第二，2023 年产量约 270 亿立方米，占全球产量 6%-6.5%，但出口占比极低。此次冲突直接冲击伊朗石油、天然气、甲醇、尿素、乙烯及以色列溴素、钾肥等产品的生产与出口，造成全球供应部分紧张、价格上涨；同时卡塔尔作为全球第二大 LNG 出口国，其两大核心 LNG 设施遭袭后于 3 月 2 日全面停产并启动不可抗力，直接推动 3 月 3 日欧洲天然气价格（荷兰 TTF）单日暴涨超 50%，欧洲天然气成本飙升，而国内煤化工、炼化一体化、聚氨酯、氯碱、化肥等细分行业凭借成本与产能优势，或迎来盈利修复机遇，国内油气生产及化工龙头企业整体受益于行业供需格局优化。

供给端：2025 年 6 月起化学原料及化学制品制造业固定资产投资累计转负，基础化工及多数细分领域资本开支连续多季度下滑，行业扩产周期接近尾声；“反内卷”政策致力于整治低价无序竞争、推动落后产能退出，农药、石化、有机硅、PTA 聚酯等行业已跟进。预计后续化工新产能审批将趋严，高耗能、高污染、小规模落后产能加速出清。

需求端：传统需求方面，全球央行进入降息周期，叠加货币与财政政策刺激，化工传统需求有望温和复苏；新兴需求方面，新能源、AI 等产业发展持续带动关键化学品与材料需求增长。

海外化工产能出清：受高能源成本、装置老化影响，2025 年以来欧洲化工产能持续关停。我国化工产品销售额占全球超 40%，产业链完整、全球竞争力突出，在海外产能收缩、国内需求回暖的双重驱动下，中国化工企业全球份额有望持续提升，行业过剩产能加速消化。

宏观及化工产品价格：2026 年 2 月，我国综合 PMI 产出指数 49.5%，环比下降 0.3 pct，企业生产经营活动总体放缓；其中制造业 PMI 49.0%，环比下降 0.3 pct，制造业景气回落。2 月 28 日，中国化工产品价格指数（CCPI）报 4027 点，环比下降 2%，化工品价格呈结构性分化。

原油价格：2 月底中东地缘风险急剧升级，国际油价大幅冲高后震荡上行。美伊对峙升级并爆发军事冲突、霍尔木兹海峡航运安全担忧加剧，OPEC+维持减产框架、全球原油需求预期稳步改善，以上等诸多因素叠加，使得国际油价显著上行。截至 3 月 4 日，WTI、布伦特原油期货结算价分别报 74.66、81.40 美元/桶，较 2 月末分别上涨 11.4%、12.3%。

展望 2026 年 3 月，部分化工产品海外需求复苏，内需也有望进一步发

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

- 《原油行业事件点评-油气资产迎战略重估，化工行业竞争力凸显》——2026-03-04
- 《行业政策点评-税收优惠政策支持海洋油气开发及天然气进口利用》——2026-02-26
- 《油气行业 2026 年 1 月月报-受地缘政治博弈影响，1 月油价大幅上涨》——2026-02-08
- 《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》——2026-02-02
- 《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

力，我们关注中长期供需格局改善以及具有稀缺资源属性的化工品，重点推荐油气、氟化工、磷化工、钾肥等领域投资方向。

油气：近期全球外部环境急剧变化，俄乌、美伊及美国关税政策均存在不确定性，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 70-75 美元/桶，WTI 油价中枢 65-70 美元/桶。重点推荐【中国海油】【中国石油】【中海油服】【海油发展】。

氟化工：2026 年二代制冷剂削减、三代配额延续，行业供需紧平衡、价格维持高景气；液冷产业带动氟化液需求提升，同时看好 PVDF、PTFE 等含氟高分子价格修复。建议关注产业链完整、配额领先的氟化工龙头，推荐【巨化股份】【东岳集团】【三美股份】。

磷化工：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】。

钾肥：全球钾肥行业寡头垄断，资源稀缺性突出，中长期供需格局持续优化，国际钾肥价格有望温和上行。国内钾肥存在供需缺口，对外进口依赖度较高。重点推荐【亚钾国际】，公司拥有老挝甘蒙省 263.3 平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾储量约 10 亿吨，并全面迎来氯化钾产能投放周期，长期成长空间广阔。

蛋氨酸：欧洲蛋氨酸产能合计 48 万吨，占全球约 20%。其生产依赖甲醇、天然气、丙烯、硫磺等原料，欧洲天然气价格大幅上涨，欧洲蛋氨酸装置竞争力显著受损，国内龙头企业优势强化，推荐【新和成】。

MDI：2025 年欧洲 MDI 产能约 250 万吨/年，占全球 20%，部分装置老旧、开工率偏低。2025 年底受原料涨价推动，多家企业已上调产品价格 200-350 美元/吨。若欧洲天然气价格持续走高，其 MDI 装置竞争力将进一步削弱，产能退出风险加大，推荐【万华化学】。

烯烃：截至 2024 年，欧洲乙烯产能 2310 万吨/年，占全球 9.9%，装置盈利长期低迷，2024 年 4 月以来宣布/计划关停产能达 430-450 万吨。欧洲乙烯以石脑油为主要原料，成本较乙烷路线高，全球竞争力偏弱，天然气价格上涨将加速其落后产能出清，推荐【宝丰能源】【卫星化学】。

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；
- 【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；
- 【东岳集团】国内氟硅行业龙头企业，充分受益于制冷剂景气度上行；
- 【新和成】技术与产业协同效用显著的综合性精细化工龙头；
- 【川恒股份】磷酸盐主业稳根基，磷矿石资源增量明显。

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	13.24	2,423,197.75	0.91	0.93	14.5	14.2
600938.SH	中国海油	优于大市	42.85	2,036,658.53	2.66	2.73	16.1	15.7
000893.SZ	亚钾国际	优于大市	58.55	54,103.20	2.00	2.94	29.3	19.9
0189.HK	东岳集团	优于大市	13.12	22,733.18	1.23	1.48	10.7	8.9
002001.SZ	新和成	优于大市	33.30	102,344.94	2.21	2.36	15.1	14.1
002895.SZ	川恒股份	优于大市	41.36	25,133.09	2.16	2.51	19.1	16.5

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：推荐原油、天然气价格上行及地缘政治驱动的投资方向	6
2、 本月投资组合	7
3、 重点行业研究	8
3.1 油气：受地缘政治博弈影响，2月油价大幅上涨	8
3.2 氟化工：二季度空调排产同比增速转正，主流制冷剂价格上涨	14
3.3 磷化工：磷矿石稀缺属性持续强化，储能驱动需求上行	19
3.4 钾肥：全球钾肥价格触底，需求推动下看好价格复苏	23
风险提示	29
附表：重点公司盈利预测及估值	29

图表目录

图 1: WTI 油价近期走势 (美元/桶)	8
图 2: 布伦特油价近期走势 (美元/桶)	8
图 3: OPEC+主要成员国财政平衡油价 (美元/桶)	10
图 4: OPEC+主要成员国 2025 年财政平衡油价变化 (美元/桶)	11
图 5: 美国新打井-完井的完全成本 (美元/桶)	12
图 6: 美国现有井运营成本 (美元/桶)	12
图 7: 主流机构对于原油需求的预测 (百万桶/天)	12
图 8: 主流机构对于原油需求增长的预测 (百万桶/天)	12
图 9: 萤石-氢氟酸价格与原材料价差走势	14
图 10: 二代制冷剂 R22 价格与原材料价差走势	14
图 11: 三代制冷剂 R32 价格与原材料价差走势	14
图 12: 三代制冷剂 R125 价格与原材料价差走势	14
图 13: 三代制冷剂 R134a 价格与原材料价差走势	15
图 14: 三代制冷剂 R143a 价格与原材料价差走势	15
图 15: 2022-2025 年各主要制冷剂出口量趋势	15
图 16: R32 内外贸价格与价差跟踪	16
图 17: R134a 内外贸价格与价差跟踪	16
图 18: R22 内外贸价格与价差跟踪	16
图 19: R125/R143a/R143 内外贸价格与价差跟踪	16
图 20: R32 出口量及出口单价跟踪	17
图 21: R134a 出口量及出口单价跟踪	17
图 22: R125/R143a/R143 出口量及出口单价跟踪	17
图 23: R22 出口量及出口单价跟踪	17
图 24: PTFE 价格与价差走势	18
图 25: HFP 价格与价差走势	18
图 26: FEP 价格与价差走势	18
图 27: PVDF 价格与价差走势	18
图 28: 西南地区磷矿石市场价格	20
图 29: 国内磷矿石消费结构变化	20
图 30: 中国磷矿石产能、产量	20
图 31: 中国磷矿石品位	20
图 32: 全球储能电池出货量 (GWh)	21
图 33: 钾肥产业链	23
图 34: 全球钾肥主要生产企业	24
图 35: 全球钾肥主要消费国家	24
图 36: 全球钾肥表观消费量 (千吨)	24
图 37: 全球钾肥贸易占比	24

图 38: 钾肥产能、产量及表观消费量	25
图 39: 钾肥进口量及出口量	25
图 40: 国内钾肥主要生产企业	25
图 41: 钾肥港口库存 (万吨)	25
图 42: 中国氯化钾进口国分布 (万吨)	26
图 43: 中国氯化钾进口量占比	26
图 44: 国内钾肥价格走势 (元/吨)	27
图 45: 青海盐湖氯化钾 (60%粉) 出厂价 (元/吨)	27
图 46: 全球主要钾肥出口国 FOB 价格 (美元/吨)	27
图 47: 全球主要钾肥进口国 CFR 价格 (美元/吨)	27

表 1: OPEC+ 自愿减产情况 (千桶/天)	9
表 2: 220 万桶/日、166 万桶/日自愿减产逐步退出产量表 (千桶/天)	10
表 3: OPEC+ 减产情况 (百万桶/天)	11
表 4: 全球主要磷矿产出地区储量、产量及储采比	19
表 5: 磷矿石供需平衡表 (万吨)	20
表 6: 全球储能电池及动力电池出货量对应磷矿石需求估算	22
表 7: 全球主要国家钾盐产量及储量 (折纯 K2O, 万吨)	23

1、本月核心观点：推荐原油、天然气价格上行及地缘政治驱动的投资方向

2026年2月底美以联合对伊朗发动军事打击，伊朗随即关闭扼守全球能源咽喉的霍尔木兹海峡（该海峡为海湾石油唯一海上通道，2025年经由其出口石油约2000余万桶/天，占全球运输量约20%），并袭击卡塔尔核心LNG能源设施，导致中东能源航运受阻、欧洲天然气价格大幅上涨，成为扰动全球能源化工市场的黑天鹅事件。伊朗探明石油储量超2000亿桶，剩余可采储量约1580亿桶、居全球第四，占全球总储量9%，2025年原油日产量320万至330万桶、日均出口约163.2万桶，占全球石油总出口约3.8%；天然气储量约32-34万亿立方米、位居全球第二，2023年产量约270亿立方米，占全球产量6%-6.5%，但出口占比极低。此次冲突直接冲击伊朗石油、天然气、甲醇、尿素、乙烯及以色列溴素、钾肥等产品的生产与出口，造成全球供应部分紧张、价格上涨；同时卡塔尔作为全球第二大LNG出口国，其两大核心LNG设施遭袭后于3月2日全面停产并启动不可抗力，直接推动3月3日欧洲天然气价格（荷兰TTF）单日暴涨超50%，欧洲天然气成本飙升，而国内煤化工、炼化一体化、聚氨酯、氯碱、化肥等细分行业凭借成本与产能优势，或迎来盈利修复机遇，国内油气生产及化工龙头企业整体受益于行业供需格局优化。

供给端：2025年6月起化学原料及化学制品制造业固定资产投资累计转负，基础化工及多数细分领域资本开支连续多季度下滑，行业扩产周期接近尾声；“反内卷”政策致力于整治低价无序竞争、推动落后产能退出，农药、石化、有机硅、PTA聚酯等行业已跟进。预计后续化工新产能审批将趋严，高耗能、高污染、小规模落后产能加速出清。

需求端：传统需求方面，全球央行进入降息周期，叠加货币与财政政策刺激，化工传统需求有望温和复苏；新兴需求方面，新能源、AI等产业发展持续带动关键化学品与材料需求增长。

海外化工产能出清：受高能源成本、装置老化影响，2025年以来欧洲化工产能持续关停。我国化工产品销售额占全球超40%，产业链完整、全球竞争力突出，在海外产能收缩、国内需求回暖的双重驱动下，中国化工企业全球份额有望持续提升，行业过剩产能加速消化。

宏观及化工产品价格：2026年2月，我国综合PMI产出指数49.5%，环比下降0.3pct，企业生产经营活动总体放缓；其中制造业PMI49.0%，环比下降0.3pct，制造业景气回落。2月28日，中国化工产品价格指数（CCPI）报4027点，环比下降2%，化工品价格呈结构性分化。

原油价格：2月底中东地缘风险急剧升级，国际油价大幅冲高后震荡上行。美伊对峙升级并爆发军事冲突、霍尔木兹海峡航运安全担忧加剧，OPEC+维持减产框架、全球原油需求预期稳步改善，以上等诸多因素叠加，使得国际油价显著上行。截至3月4日，WTI、布伦特原油期货结算价分别报74.66、81.40美元/桶，较2月末分别上涨11.4%、12.3%。

展望2026年3月，部分化工产品海外需求复苏，内需也有望进一步发力，我们关注中长期供需格局改善以及具有稀缺资源属性的化工品，重点推荐油气、氟化工、磷化工、钾肥等领域投资方向。

油气：近期全球外部环境急剧变化，俄乌、美伊及美国关税政策均存在不确定性，

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 70-75 美元/桶，WTI 油价中枢 65-70 美元/桶。重点推荐【中国海油】【中国石油】【中海油服】【海油发展】。

氟化工：2026 年二代制冷剂削减、三代配额延续，行业供需紧平衡、价格维持高景气；液冷产业带动氟化液需求提升，同时看好 PVDF、PTFE 等含氟高分子价格修复。建议关注产业链完整、配额领先的氟化工龙头，推荐【巨化股份】【东岳集团】【三美股份】。

磷化工：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】。

钾肥：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。

蛋氨酸：欧洲蛋氨酸产能合计 48 万吨，占全球名义产能约 20%，主要为赢创比利时 16 万吨固体产能、安迪苏法国 8 万吨固体及西班牙 24 万吨液体产能，2024 年比利时、法国相关产品出口量分别达 23.6 万吨、6.3 万吨。其生产依赖甲醇、天然气、丙烯、硫磺等原料，在原料及欧洲天然气价格大幅上涨背景下，欧洲蛋氨酸装置竞争力显著受损，国内龙头企业优势强化，推荐【新和成】。

MDI：2025 年欧洲 MDI 产能约 250 万吨/年，占全球 20%，主要集中在科思创、巴斯夫、亨斯迈、万华匈牙利等基地，部分装置老旧、开工率偏低。2025 年底受原料涨价推动，多家企业已上调产品价格 200-350 美元/吨。若欧洲天然气价格持续走高，其 MDI 装置竞争力将进一步削弱，产能退出风险加大，推荐【万华化学】。

烯烃：截至 2024 年，欧洲乙烯产能 2310 万吨/年，占全球 9.9%，装置盈利长期低迷，2022 年石脑油裂解利润转负，行业开工率仅 70%-75%，2024 年 4 月以来已宣布关停/计划关停产能达 430-450 万吨/年。欧洲乙烯以石脑油为主要原料，成本较乙烷路线高约 600 美元/吨，全球竞争力偏弱，天然气价格上涨将加速其落后产能出清，推荐【宝丰能源】【卫星化学】。

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、亚钾国际、东岳集团、新和成、川恒股份**。

【**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；

【**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；

【**东岳集团**】国内氟硅行业龙头企业，充分受益于制冷剂景气度上行；

【**新和成**】技术与产业协同效用显著的综合精细化工龙头；

【**川恒股份**】磷酸盐主业稳根基，磷矿石资源增量明显。

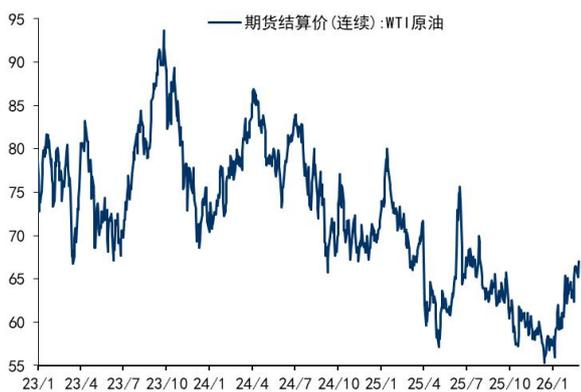
3、重点行业研究

3.1 油气：受地缘政治博弈影响，2月油价大幅上涨

2月油价回顾：受地缘政治博弈影响，2月油价大幅上涨

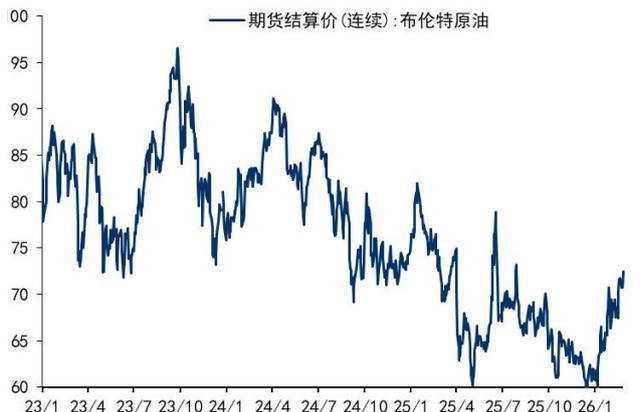
受美伊、俄乌、委内瑞拉地缘冲突博弈影响，断供风险增加，2月油价大幅上涨。2026年2月布伦特原油期货均价为69.4美元/桶，环比上涨4.7美元/桶，月末收于72.5美元/桶；WTI原油期货均价64.4美元/桶，环比上涨4.2美元/桶，月末收于67.3美元/桶。2月上旬，美伊重启核谈判，叠加哈萨克斯坦油田及美国原油产量逐步恢复，但随后原定谈判取消，地缘风险溢价快速回归，市场在谈判消息与冲突预期之间反复博弈，国际油价区间震荡；2月中下旬，IEA下调全球石油需求预测，引发供应过剩担忧，油价大幅下探后低位整理；此后美国向伊朗附近海域增兵、伊朗举行军演，叠加美国原油库存显著下降，油价再度大幅上行；2月底，美国、以色列袭击伊朗，伊朗最高领袖哈梅内伊被袭击身亡，伊朗暂时封锁霍尔木兹海峡，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 70-75 美元/桶

供给端：OPEC+决定于2026年4月恢复增产20.6万桶/日：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3月1日的OPEC+月度会议上，OPEC+决定于2026年4月恢复增产20.6万桶/日。

需求端：国际主要能源机构预计2026年原油需求增长85-138万桶/天，预计2027年原油需求增长128-134万桶/天：根据OPEC、IEA、EIA最新2月月报显示，2026年原油需求分别为106.52、104.64、104.80百万桶/天，分别较2025年增加138、85、120万桶/天，IEA下调2026年需求增量8万桶/日，EIA上调2026年需求增

量 6 万桶/日；2027 年 OPEC、EIA 预测原油需求分别为 107.86、106.08，分别较 2026 年增加 134、128 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 70-75 美元/桶，WTI 油价中枢在 65-70 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。在 2026 年 3 月 1 日的 OPEC+ 月度会议上，OPEC+ 决定于 2026 年 4 月恢复增产 20.6 万桶/日。

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

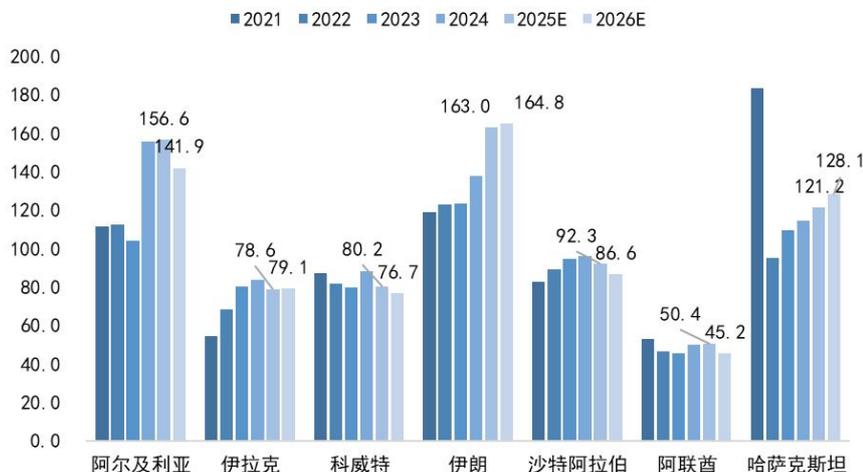
	阿尔及利亚	伊拉克	科威特	沙特阿拉伯	阿联酋	哈萨克斯坦	阿曼	俄罗斯	8 国合计
1-3 月	908	4000	2413	8978	2912	1468	759	8978	30416
4 月	911	4012	2421	9034	2938	1473	761	9004	30554
5 月	919	4049	2443	9200	3015	1486	768	9083	30963
6 月	928	4086	2466	9367	3092	1500	775	9161	31375
2025 年 7 月	936	4122	2488	9534	3169	1514	782	9240	31785
8 月	948	4171	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。

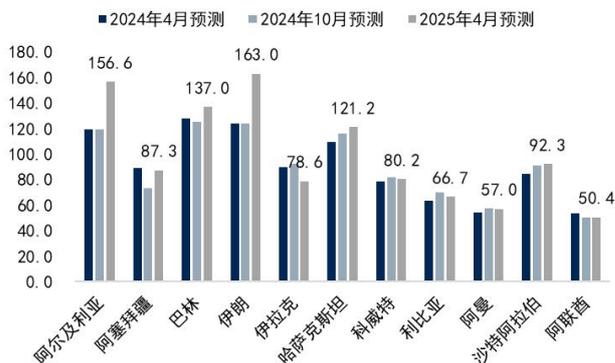
沙特阿拉伯、伊朗、伊拉克、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚的石油液体合计产量占全球的 25%左右, 2025 年 4 月 IMF 预测其 2025 年财政平衡油价分别为 92.3、163.0、78.6、80.2、156.6 美元/桶, 较 2024 年 10 月 IMF 预测数据分别 +1.4、+38.9、-13.8、-1.6、+5.3、+37.6 美元/桶。

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, 2026 年 1 月 OPEC+产量为 4329 万桶/天, 已经减产 435 万桶/天, 沙特、俄罗斯产量分别为 1028、930 万桶/天。

表3: OPEC+减产情况 (百万桶/天)

国家	12月产量	1月产量	1月较配额	1月配额	生产能力	实际减产
阿尔及利亚	0.91	0.96	-0.01	0.97	0.99	0.03
刚果	0.25	0.27	-0.01	0.28	0.27	0
赤道几内亚	0.07	0.05	-0.02	0.07	0.06	0.01
加蓬	0.24	0.24	0.07	0.18	0.22	0
伊拉克	4.34	4.34	0.19	4.15	4.87	0.52
科威特	2.54	2.57	-0.01	2.58	2.88	0.3
尼日利亚	1.43	1.4	-0.1	1.5	1.42	0.02
沙特阿拉伯	9.7	10.28	0.17	10.1	12.11	1.84
阿联酋	3.64	3.6	0.2	3.4	4.28	0.67
OPEC9 国产量	23.13	23.72	0.49	23.23	27.1	3.39
伊朗	3.45	3.45			3.8	
利比亚	1.3	1.33			1.28	0
委内瑞拉	0.99	0.78			1	0.22
OPEC12 国产量	28.87	29.28			33.18	3.61
阿塞拜疆	0.47	0.46	-0.09	0.55	0.48	0.02
哈萨克斯坦	1.5	1.31	0.02	1.29	1.8	0.49
墨西哥	1.41	1.4			1.5	0.1
阿曼	0.82	0.81	0.01	0.8	0.8	0
俄罗斯	9.64	9.3	-0.28	9.57	9.4	
其他	0.74	0.73	-0.14	0.87	0.86	0.13
Non-OPEC 合计	14.58	14	-0.48	13.09	14.84	0.74
OPEC+18 国产量	36.29	36.33	0.01	36.32	40.43	4.03
OPEC+合计	43.45	43.29			48.01	4.35

资料来源: IEA, 国信证券经济研究所整理

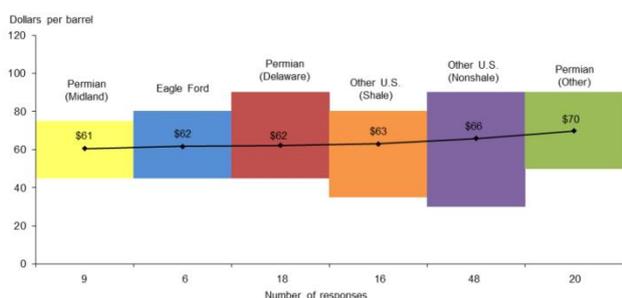
在页岩油资本开支方面, 根据达拉斯联储 2025 年第一季度对页岩油企业的调查问卷结果来看, 美国页岩油盆地现有油井运营成本处于 26-45 美元/桶, 平均价格为 41 美元/桶, 较 2024 年第一季度的 39 美元/桶增加 2 美元/桶。其中大型公司(原油产量达到或超过 10000 桶/天)油井运营费用为 31 美元/桶, 小型企业(日产量低于 10000 桶/天)则为 44 美元/桶。

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。

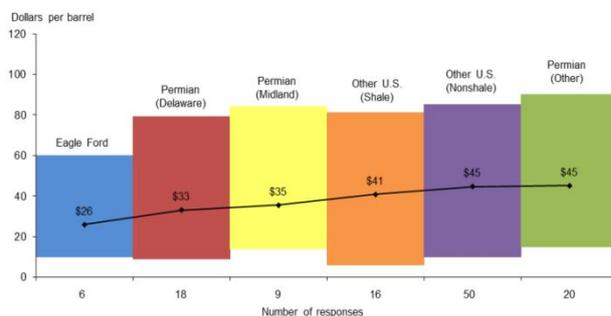
美国页岩油企业钻探成本上升的主要原因为政治法规所致，根据《通胀削减法案》，针对油气开采环节的甲烷排放从 2024 年起收费 900 美元/吨，2025 年提高至 1200 美元/吨。在特朗普新一任期中，或将在勘探开采、环保费用补贴、税收等多方面降低原油开采成本，但我们认为美国页岩油厂商的生产经营决策，或为被动接受油价的结果，而非主动干预油价的因素，因此低油价下资本开支意愿较低，不具备大幅增产的条件。

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）

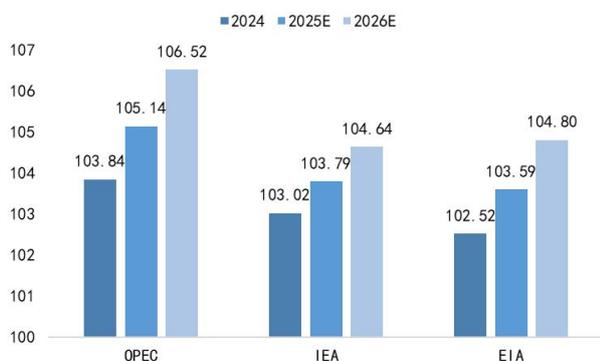


资料来源：达拉斯联储，国信证券经济研究所整理

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。

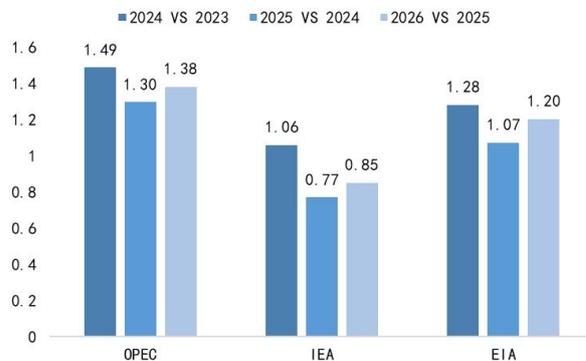
需求端：国际主要能源机构预计 2026 年原油需求增长 85-138 万桶/天，预计 2027 年原油需求增长 128-134 万桶/天：根据 OPEC、IEA、EIA 最新 2 月月报显示，2026 年原油需求分别为 106.52、104.64、104.80 百万桶/天，分别较 2025 年增加 138、85、120 万桶/天，IEA 下调 2026 年需求增量 8 万桶/日，EIA 上调 2026 年需求增量 6 万桶/日；2027 年 OPEC、EIA 预测原油需求分别为 107.86、106.08，分别较 2026 年增加 134、128 万桶/天，需求增速较 2026 年有所增长

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 70-75 美元/桶，WTI 油价中枢在 65-70 美元/桶。

3.2 氟化工：二季度空调排产同比增速转正，主流制冷剂价格上涨

制冷剂价格走势：

2025 年，受供给端配额政策强约束持续，主流制冷剂产品价格逐步统一，并迎来持续上涨。二季度受夏季高温天气驱动，制冷剂消费进入传动旺季，在低库存背景下交易活跃度逐步提升。三季度，制冷剂市场零售层面陆续上行，海外出口环比持续转暖，助推国内市场惜售心态行业协同，HFCs 的“刚需消费”的功能性制冷剂属性和全球“特许经营”商业模式的“基因”正逐步形成。

2026 年一季度主流制冷剂长协价格持续上涨。据卓创资讯，R32 长协价格为 6.12 万元/吨（承兑），环比 2025 年四季度价格上涨 1000 元/吨，涨幅 1.66%；R410A 长协价格为 5.51 万元/吨（承兑），环比 2025 年四季度上涨 1900 元/吨，涨幅 3.57%。卓创资讯预计往后一周 R32 价格区间约 6.25-6.35 万元/吨，R410a 往后一周价格区间约 5.6-5.75 万元/吨，R134a 往后一周价格区间约 5.8-5.9 万元/吨。

最新价格方面，据氟务在线、卓创资讯，截至 2026 年 2 月 28 日，R22 企业报价维持在 1.7 万元/吨左右。R32 报价上涨 500 元至 6.15-6.25 万元/吨，乳源东阳光报价上涨至 6.35 万元/吨。R125 报价上涨 5000 元至 5.1-5.6 万元/吨，R125 货源紧张，企业多用于自身混配使用；R410a、R404、R507 跟涨 1500、1000、1000 元至 5.6 万元、4.95 万元、4.95 万元，乳源东阳光 R410a 报价至 5.8 万元/吨。R134a 报价上涨 2000 元至 5.8 万元/吨，乳源东阳光报价 6.1 万元/吨，部分车企长协定价已突破 6.2 万元/吨，高价锚定市场预期，2026 年市场有望高开高走。

总结来看，内贸价格方面，根据百川盈孚、卓创咨询，本月 R22 报价 1.7 万元/吨；R134a 报价维持 5.8 万元/吨；R125 报价提升 500 元至 4.9 万元/吨；R32 报价维持 6.25 万元/吨；R410a 报价提升 1500 元维持 5.6 万元/吨；R152a 报价维持 2.85 万元/吨；R142b 维持报价 2.85 万元/吨；R143a 报价提升 1000 元至 4.7 万元/吨。

图9：萤石-氢氟酸价格与原材料价差走势



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图10：二代制冷剂 R22 价格与原材料价差走势



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图11：三代制冷剂 R32 价格与原材料价差走势

图12：三代制冷剂 R125 价格与原材料价差走势



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图13: 三代制冷剂 R134a 价格与原材料价差走势

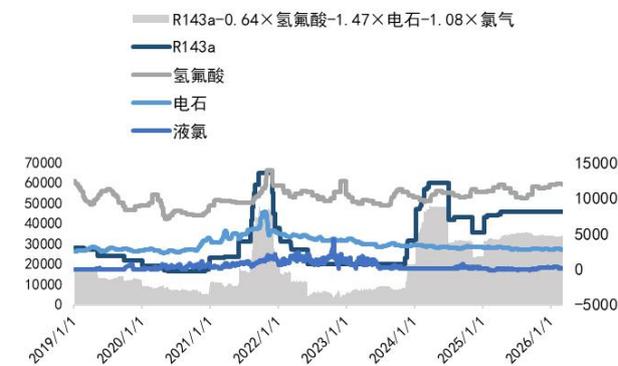


资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图14: 三代制冷剂 R143a 价格与原材料价差走势



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

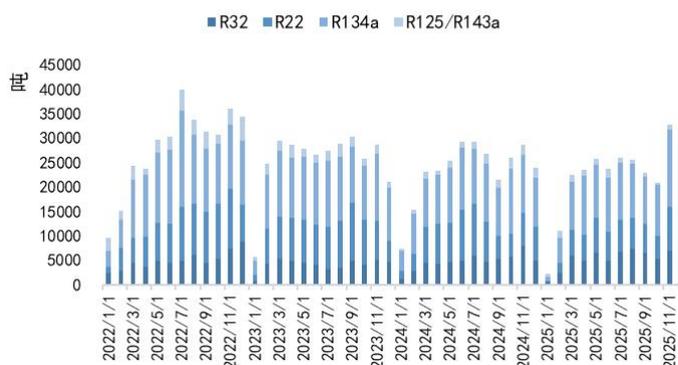
制冷剂出口数据跟踪

2025 年，R22 出口 6.9 万吨，同比下降 15%；R32 出口 6.38 万吨，同比增长 12%；R134a 出口 12.11 万吨，同比下降 3%；R125 总出口 6.23 万吨，同比下降 23%。从出口数据来看，制冷剂海外需求持续增长以 R32 为主，R22 受配额削减影响，同比下滑为正常趋势。从 12 月数据来看：R22 同比增长 43%，R32 同比增长 11%，R134a 同比增长 32%，R125 同比下滑 7%。

出口价格方面，截至 2025 年 12 月出口均价，R125、R32、R134a 等产品外贸价格受海关出关、船运周期等因素影响，与内贸月度价格存在一定时滞，但国内外价格已实现趋同。具体来看，2025 年 12 月 R32 出口均价为 54047 元/吨，R22 出口均价为 15358 元/吨，R134a 出口均价为 46343 元/吨，R125/R143 系列出口均价为 22412 元/吨。

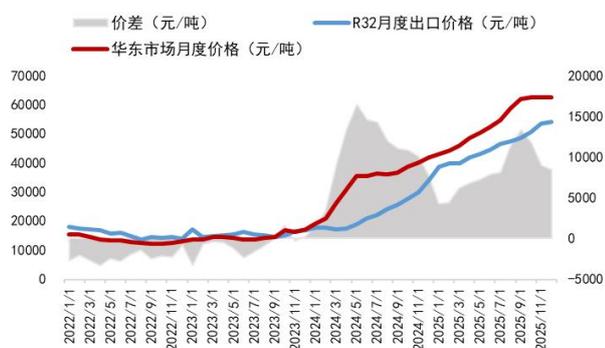
图15: 2022-2025 年各主要制冷剂出口量趋势

常见制冷剂品种出口量（吨）



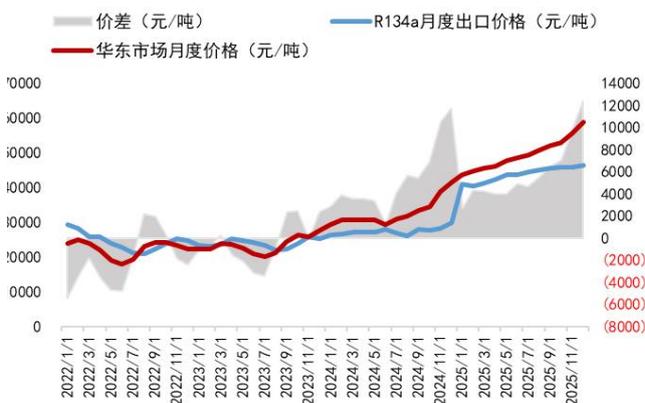
资料来源：海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图16: R32 内外贸价格与价差跟踪



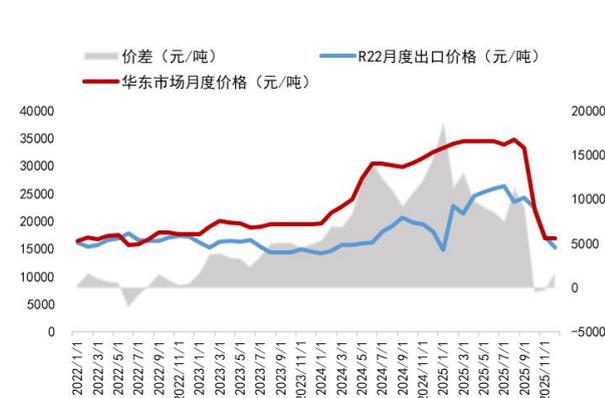
资料来源：海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图17: R134a 内外贸价格与价差跟踪



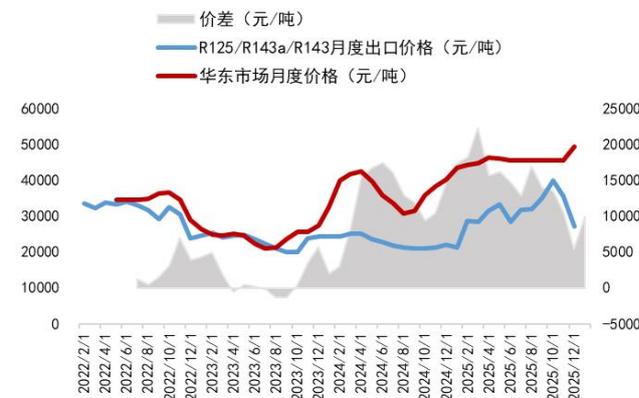
资料来源：海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图18: R22 内外贸价格与价差跟踪



资料来源：海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图19: R125/R143a/R143 内外贸价格与价差跟踪



资料来源：海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图20: R32 出口量及出口单价跟踪



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图21: R134a 出口量及出口单价跟踪



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图22: R125/R143a/R143 出口量及出口单价跟踪



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图23: R22 出口量及出口单价跟踪



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

关注成本支撑、供需改善背景下含氟聚合物价格上涨

含氟聚合物是重要的新材料高端制造、国产替代的发展方向，在工业建筑、石油化学、汽车工业、航天工业等有广泛的应用。

含氟聚合物四大主要品种 PTFE、PVDF、FEP、FKM，近两年供给端持续性增加，需求增速不及供给增量，而出现失衡状态。本月随着原材料价格上行，氟聚合物涨价氛围延续。

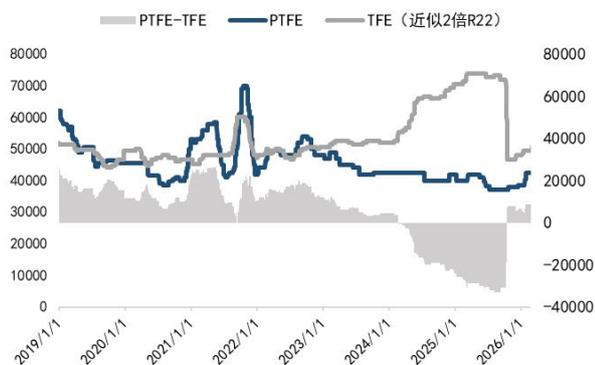
(1) PTFE 方面，部分产品报价陆续上调。供应方面，添加剂等成本持续走高，叠加春节前后行业开工率偏低、部分装置减产，导致市场整体供应收缩。需求端下游采购情绪谨慎，实际需求尚未明显释放。截至 2026 年 2 月 28 日，悬浮中粒售价 4.2-4.5 万元/吨，悬浮细粉 4.5-4.8 万元/吨，分散树脂 4.5-4.7 万元/吨，分散乳液 2.9-3.0 万元/吨。

(2) PVDF 方面，节后延续挺价态势。当前企业库存低位对价格形成支撑，采购方多持观望态度，市场继续呈现供需博弈格局，成交价格逐步向报价靠拢。截至 2026 年 2 月 28 日，涂料级 PVDF 主流报价为 5.4-6.0 万元/吨，制品级主流报价 5.5-6.0 万元/吨，锂电级主流报价为 5.0-6.0 万元/吨。

(3) FEP 方面，市场延续节前挺价氛围，不同牌号报价涨幅不一，整体重心有所上移。受节前装置集中检修及原料价格波动影响，现货供应趋于紧张，生产企业挺价心态增强。截至 2026 年 2 月 28 日，当前挤出料主流报价为 5.0-5.2 万元/

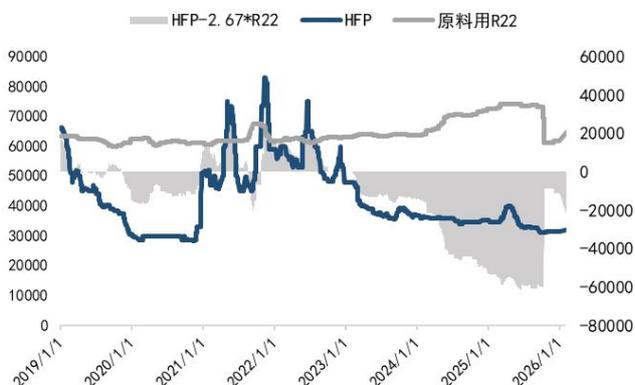
吨，模压料报价为 6.0-6.5 万元/吨。

图24: PTFE 价格与价差走势



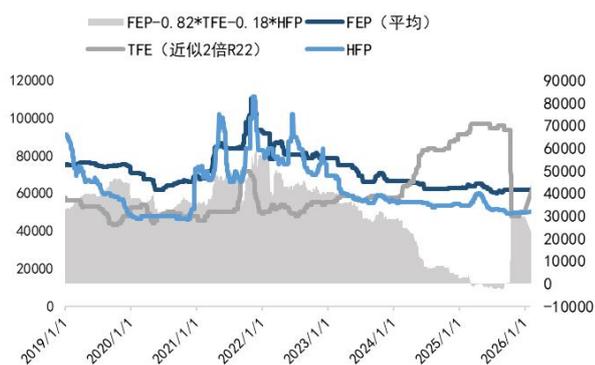
资料来源：百川盈孚、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图25: HFP 价格与价差走势



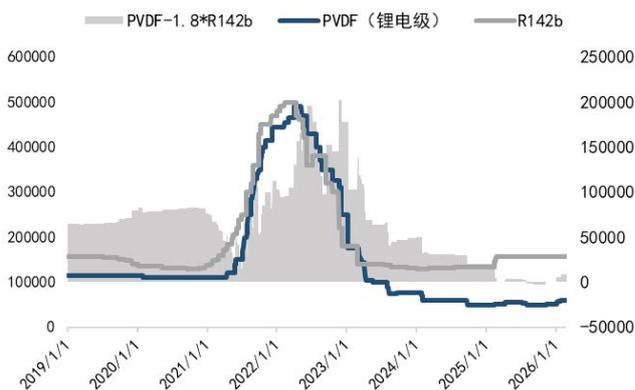
资料来源：百川盈孚、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图26: FEP 价格与价差走势



资料来源：百川盈孚、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图27: PVDF 价格与价差走势



资料来源：百川盈孚、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

氟化工投资建议：2026 年二代制冷剂履约削减，三代制冷剂配额制度延续，主流品种行业集中度高、生产调配灵活，供需将维持紧平衡，制冷剂价格呈现超长景气周期上涨态势；液冷产业将带动氟化液与制冷剂需求提升，同时看好 PVDF、PTFE 等含氟高分子价格修复。建议关注产业链完整、配额领先的氟化工及上游资源龙头，推荐【**巨化股份**】、【**东岳集团**】、【**三美股份**】。

3.3 磷化工：磷矿石稀缺属性持续强化，储能驱动需求上行

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4: 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。

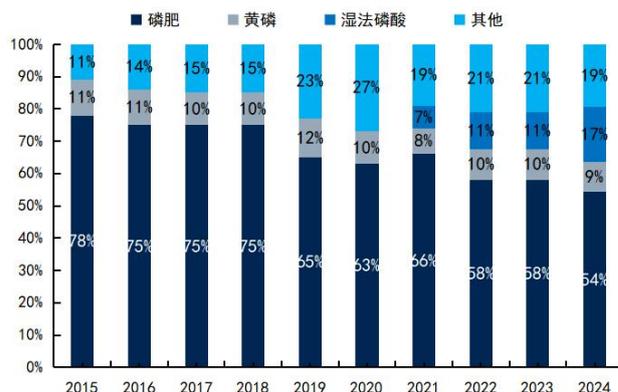
供需紧平衡格局延续，价格中枢长期高位运行。尽管磷矿石表观消费量持续增长，但国内供给端受限因素叠加，难以匹配需求扩张。一方面，富矿资源枯竭、平均品位下降、开采难度加大导致成本上升；另一方面，环保整治、安全生产监管趋严（如长江大保护、矿山安全整治）推动大量中小产能退出，有效供给收缩。虽然未来三年有部分新矿山投产，但由于项目审批周期长、建设延期普遍、跨区域运输限制以及优质矿权稀缺，新增产能释放缓慢且有限。综合来看，2026年前后国内磷矿石供需仍将维持紧平衡状态。叠加西南地区30%品位磷矿石市场价格自2021年上半年的不足400元/吨飙升至1000元/吨以上，并长期在高位震荡运行超三年，资源稀缺属性凸显，磷矿石中长期价格中枢有望维持在较高水平。

图28: 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29: 国内磷矿石消费结构变化

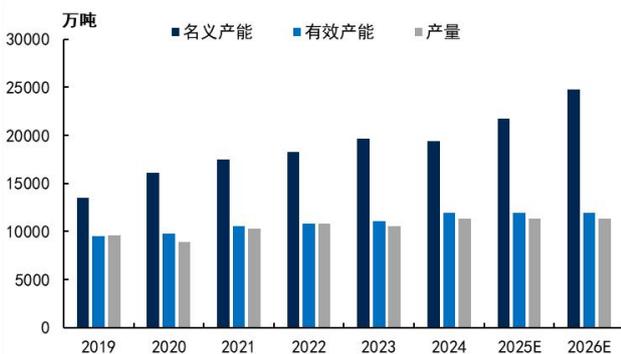


资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

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。

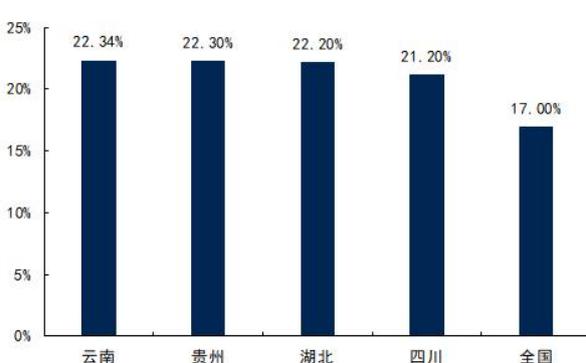
新增产能落地率或较为有限, 进口难改紧平衡格局。尽管2025-2027年规划新增名义产能合计达0.59亿吨, 但结合历史经验及当前政策环境、矿山开采难度及品位限制等情况, 预计实际有效新增产能落地比例可能不足40%, 即三年仅约0.24亿吨以内能形成真实供应。与此同时, 进口虽在2024年增至207万吨(同比+46.8%), 但占消费比重仍低于2%, 且受内陆主产区运输成本制约, 进口矿难以形成有效补充。综合来看, 2025-2027年磷矿石表观消费量或将稳步升至1.42亿吨, 而有效供给增速有限, 供需紧平衡格局和价格高位运行态势有望持续。

图30: 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31: 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5: 磷矿石供需平衡表 (万吨)

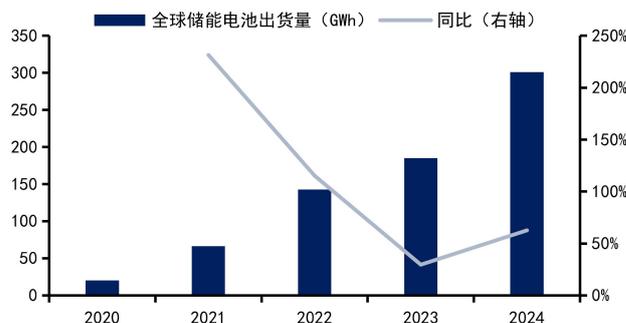
	产能	产量	进口量	出口量	表观消费量	产能利用率 (%)	进口依赖度	表观消费量同比
2020	16091	8919.9	4.0	42.8	8881.1	55.4%	0.0%	
2021	17481	10271.8	6.5	38.1	10240.1	58.8%	0.1%	15.3%
2022	18264	10811.5	3.2	55.0	10759.7	59.2%	0.0%	5.1%
2023	19684	10555.2	140.9	29.5	10666.6	53.6%	1.3%	-0.9%
2024	19447	11680.3	206.8	8.3	11878.9	60.1%	1.7%	11.4%
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、循环寿命不低于 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 32: 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6: 全球储能电池及动力电池出货量对应磷矿石需求估算

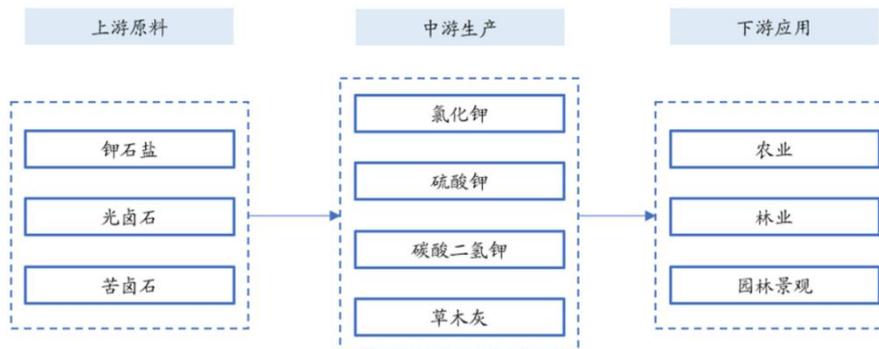
	2024	2025E	2026E	2027E
全球储能电池出货量 (GWh)	301	600	800	983
对应磷酸铁需求 (万吨)	75	150	200	246
对应磷矿石需求 (万吨)	301	600	800	983
占我国磷矿石产量比例	2.6%	4.7%	5.9%	7.0%
全球动力电池出货量 (GWh)	998	1344	1703	2158
对应磷酸铁需求 (万吨)	125	168	213	270
对应磷矿石需求 (万吨)	499	672	852	1079
占我国磷矿石产量比例	4.3%	5.3%	6.3%	7.7%
我国磷矿石产量 (万吨)	11680	12800	13449	13993

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

3.4 钾肥：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33: 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 K20）资源量大约 2500 亿吨，探明储量（折 K20）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%。

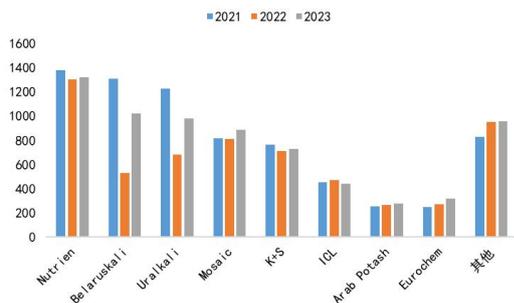
表7: 全球主要国家钾盐产量及储量（折纯 K20，万吨）

	产量（折纯 K20，万吨）								储量（万吨）	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	可开采储量	K20 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

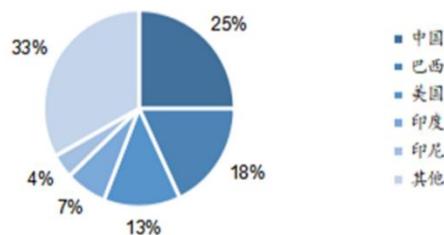
钾肥的主要消费国有中国、巴西、美国和印度等，其中中国钾肥消费量占比约 25%。根据 IFA 的预测，钾肥需求从 2020 年至 2024 年仍将保持年均 3.3% 的增长，预计 2023 年全球钾肥消费量将回升 4%。而亚洲地区作为新兴经济体的经济增速快于主要欧美国家，其钾肥需求增速也超过全球平均水平，根据 Argus 的统计，东南亚、东亚及南亚地区氯化钾需求合计 3000 万吨，过去 10 年亚洲地区钾肥需求复合增速为 4.35%，随着该地区经济快速发展带来的消费升级以及人口增加，即使在现有高价格的基础上，未来亚洲地区钾肥需求增速仍有望继续保持在 4%-5%。

图34: 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

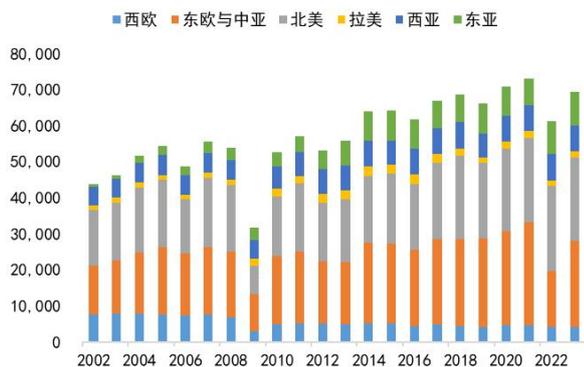
图35: 全球钾肥主要消费国家



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36: 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37: 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38: 钾肥产能、产量及表观消费量



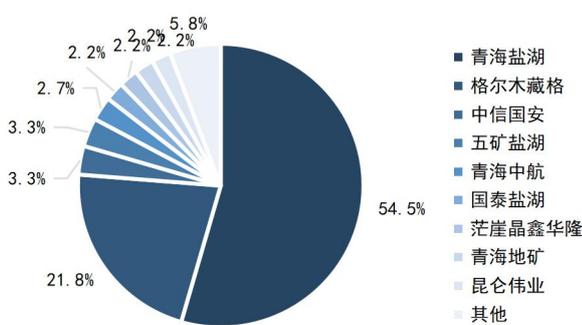
资料来源: Wind, 卓创资讯, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图39: 钾肥进口量及出口量



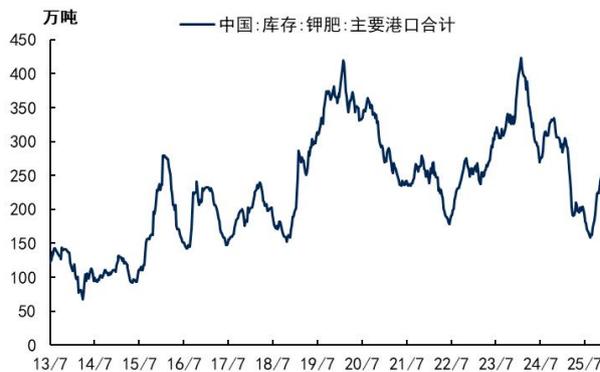
资料来源: Wind, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图40: 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41: 钾肥港口库存 (万吨)

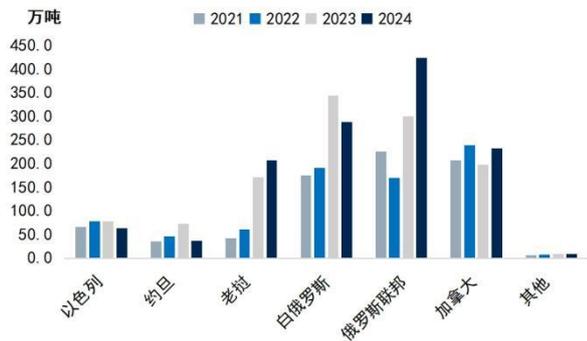


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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%。

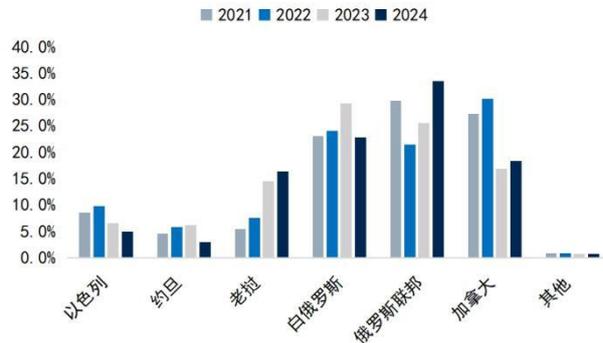
由于中欧班列运费成本较高, 来自白俄罗斯的进口占比有所降低。老挝由于中资企业扩产投放, 未来是海外进口的核心增量之一。

图42: 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43: 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%。

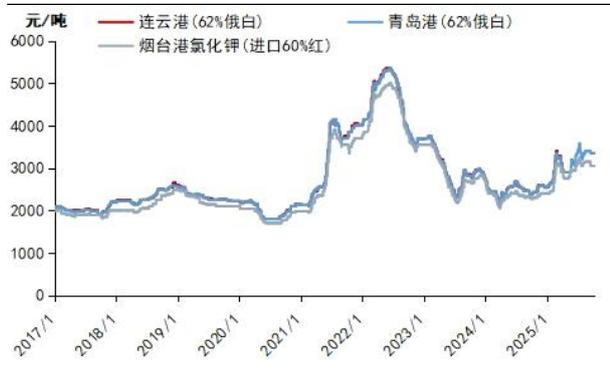
美国、加拿大关税冲突或拉动全球钾肥价格上行。特朗普上任后宣布将对从加拿大进口的商品征收额外关税, 加拿大回应将会采取报复性关税。加拿大是全球最大钾肥出口国, 其中美国是加拿大最大钾肥进口国, 2023年美国进口钾肥 1170 万吨, 其中 87% 来自加拿大。若美国、加拿大关税冲突落地, 或将拉动全球钾肥价格上行。

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44: 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

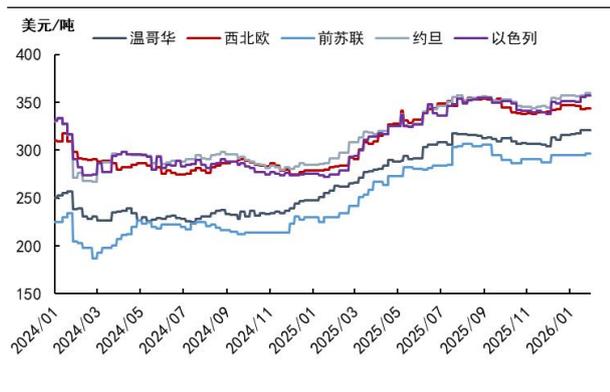
图45: 青海盐湖氯化钾（60%粉）出厂价（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

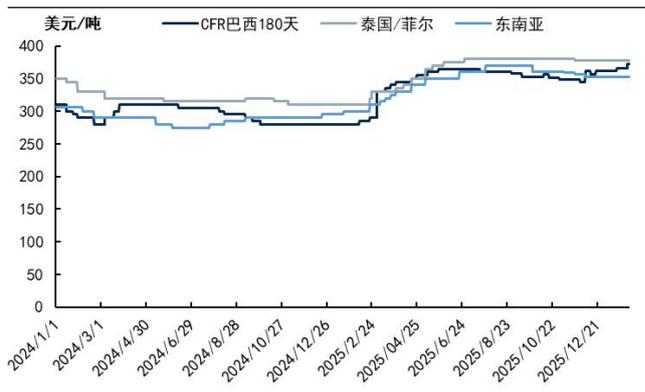
国际市场：巴西年内进口量创下历史新高。供应端，加拿大BHP钾矿Jansen项目首产推迟至2027年且成本超支30%；中国暂停9.5kg小包硫酸钾出口商检至2026年7月，政策调控意图明确。盐湖股份终止海外钾矿收购，必和必拓Jansen二期投产推迟至2031年。地缘风险升级，胡塞武装袭击致曼德海峡通行风险陡增，供应商挺价心态强。白俄罗斯国有企业Nezhinsky正式进入全球钾肥市场，该公司氯化钾项目产能达200万吨，仅次于“白俄罗斯钾肥”公司的第二大钾肥生产商，Nezhinsky于去年12月建成投产，首期产能为100万吨。1月30日，中国进口商与俄罗斯乌拉尔钾肥公司达成了跨境铁路合同，2026年2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46: 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47: 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。

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 (MRQ)
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
601857.SH	中国石油	优于大市	13.24	0.90	0.91	0.93	9.9	14.5	14.2	1.6
600938.SH	中国海油	优于大市	42.85	2.90	2.66	2.73	10.2	16.1	15.7	2.6
000893.SZ	亚钾国际	优于大市	58.55	1.04	2.00	2.94	19.7	29.3	19.9	4.1
0189.HK	东岳集团	优于大市	13.12	0.46	1.23	1.48	16.1	10.7	8.9	1.6
002001.SZ	新和成	优于大市	33.30	1.91	2.21	2.36	11.5	15.1	14.1	3.2
002895.SZ	川恒股份	优于大市	41.36	1.76	2.16	2.51	13.9	19.1	16.5	3.4

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