石化化工行业2026年4月投资策略

地缘局势推动原油加速上涨，石化化工影响程度分化

优于大市

核心观点

石化化工行业2026年4月投资观点：

2026年2月底美以联合对伊朗发动军事打击，伊朗随即关闭全球能源咽喉的霍尔木兹海峡。2025年平均每天有2000万桶原油和石油产品通过该海峡运输，约占全球石油贸易的25%。替代海峡的陆上原油运输路线运输能力相对较小。沙特经管道运输的石油，在延布港装载后无法通过苏伊士运河，只能向东通过曼德海峡离开红海。据新华社报道，胡赛武装近日表示，考虑在曼德海峡展开军事袭击或封锁行动，以支持伊朗。

霍尔木兹海峡封锁后，空载油轮无法驶入港口装运，生产出来的石油只能暂存在储罐，由于储存空间受限，直接导致油田减产。据不完全统计，中东地区原油总减产规模约1000万桶/日，占全球需求的10%。随着剩余罐容的不断减少及炼厂的停工，海湾国家的减产规模预计会持续扩大。随着被动减产时间的延长，复产周期也将从数周拉长至数月，根据隆众咨询测算，目前全球原油供应缺口达到约500万桶/日左右。**我们认为原油价格短期仍有冲高风险，中期价格中枢明显提升。**

霍尔木兹海峡的关闭也将对全球天然气贸易产生重大影响，约93%的卡塔尔和96%的阿联酋液化天然气出口通过海峡，占全球液化天然气贸易的19%，同时卡塔尔及伊朗重要天然气田均受到不同程度破坏导致减产甚至停产。且目前无法通过替代路线将这些液化天然气输送到其他市场。天然气作为欧洲重要能源，欧洲来源化工品价格预计升高，甚至被迫减产。高企的天然气价格将严重影响欧洲制造业竞争力。

本月我们推荐的具体投资方向如下：

原油天然气：美国、以色列袭击伊朗，霍尔木兹海峡持续封锁，影响海湾地区1300-1500万桶/天石油产品贸易，目前封锁仍然持续，未来要持续关注霍尔木兹海峡通行情况。目前海湾国家被动减产规模持续扩大，中东被动减产恢复周期较长。我们认为4月份国际油价存在继续继续加速上涨的较大可能性，预计短期价格可能超过120美元/桶，同时我们上调2026年Brent、WTI原油均价在80-90美元/桶，上游油气开采板块有望维持较高景气。上游油气开采板块有望维持较高景气。重点推荐【中国海油】、【中国石油】和【中海油服】。

甲醇、醋酸及烯烃等煤化工产品：国际油价大幅冲高后，同期煤价较为稳定，油煤价差走扩。据卓创资讯，截至2026年3月27日，煤制与油制烯烃平均成本6801/10700元/吨，煤制烯烃成本优势扩大至3899元/吨，高油价下成本优势显著凸显。甲醇受中东地缘冲突影响，3月价格环比涨幅超40%，直接推高醋酸生产成本，国内煤头路线制备醋酸优势明显。重点推荐【宝丰能源】和【华鲁恒升】及相关醋酸上市公司。

MDI：2025年欧洲MDI总产能约250万吨/年，约占全球总产能的20%。2025年底由于原材料价格的上涨，巴斯夫、万华化学、亨斯迈先后对南亚、东南亚及欧洲和非洲中东地区实施调涨，涨幅在200美元/吨至350美元/吨之间，同时3月31日沙特Sadara40万吨MDI和TDI装置停产，

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：薛聪
010-88005107
xuecong@guosen.com.cn
S0980520120001

证券分析师：余双雨
021-60375485
yushuangyu@guosen.com.cn
S0980523120001

证券分析师：张歆钰
021-60375408
zhangxinyu4@guosen.com.cn
S0980524080004

证券分析师：王新航
0755-81981222
wangxinhang@guosen.com.cn
S0980525080002

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

《油气行业2026年2月月报-受地缘冲突博弈影响，2月油价大幅上涨，关注美伊冲突进展》 ——2026-03-09
《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》 ——2026-03-05
《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

该装置是中东地区规模最大的生产装置，占据区域 90%以上市场份额，此事件加大了 MDI 价格的上行风险。同时欧洲及亚太天然气价格若持续提升，欧洲及日韩的 MDI 装置竞争力将受到明显影响，装置稳定生产不确定性明显加大，因此我们认为 MDI 价格中期价格处于上行通道。重点推荐【万华化学】。

蛋氨酸&维生素：欧洲蛋氨酸产能合计 48 万吨，占全球名义产能约 20%，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，国内蛋氨酸生产企业成本优势强化。能源、化工原料价格的大幅上涨，同样冲击维生素供应链的稳定性，导致维生素 E 及维生素 A 月度涨幅较大。重点推荐**【新和成】**。

PVC:受原油价格上涨，抬升乙烯法 PVC 生产成本，同时部分海外 PVC 装置减产，供应缩减，外贸价格走高。电石法 PVC 装置因为生产成本以及原料供应相对稳定，开工率持续上行。随着 PVC 价格中枢的上移，电石法 PVC 的盈利水平得到持续改善，重点关注【湖北宜化】及相关煤炭-电石-PVC 一体化配套企业。

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，同时钾肥需求有望受益于高油价下生物燃料需求增长，产品价格有望温和上行。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。

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；
【万华化学】全球化化工新材料公司，聚氨酯行业巨头；
【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；
【新和成】技术与产业协同效用显著的综合性精细化工龙头；
【宝丰能源】国内煤制烯烃龙头，高油价下优势显著。
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 2025E	EPS 2026E	PE 2025E	PE 2026E
601857.SH	中国石油	优于大市	12.33	22566.49	0.91	0.97	13.55	12.71
600938.SH	中国海油	优于大市	39.18	18622.24	2.66	3.29	14.73	11.91
600309.SH	万华化学	优于大市	82.38	2578.88	4.00	5.05	20.60	16.31
000893.SZ	亚钾国际	优于大市	60.30	557.20	2.00	2.94	30.15	20.51
002001.SZ	新和成	优于大市	35.94	1104.59	2.21	2.36	16.26	15.23
600989.SH	宝丰能源	优于大市	28.61	2098.07	1.66	1.85	17.23	15.46

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：地缘局势推动原油加速上涨，石化化工影响程度分化 6
2、本月投资组合 8
3、重点行业研究 9
3.1 油气：受地缘局势影响，3 月油价大幅上涨 9
3.2 煤化工：油煤价差走扩，煤化工优势显著 12
3.3 维生素&蛋氨酸：海外供给扰动频发，蛋氨酸与维生素大幅涨价 19
3.4 PVC：乙烯法工艺成本提升，电石法工艺优势凸显 25
3.5 钾肥：高油价背景下，油脂作物钾肥需求有望增长 28
风险提示 31
附表：重点公司盈利预测及估值 31

图表目录

图1： 经霍尔木兹海峡原油出口目的地及数量 . . . 9
图2： 经霍尔木兹海峡成品油出口目的地及数量 . . . 9
图3： 布伦特原油期货结算价格与中东现货价格对比 . . . 9
图4： 红海地区地形图 . . . 10
图5： 荷兰 TTF 天然气期货结算价格（欧元/兆瓦时） . . . 11
图6： 中国甲醇产能与产量 . . . 13
图7： 中国甲醇表观消费量与进口依赖度 . . . 13
图8： 我国甲醇市场价格 . . . 13
图9： 我国甲醇下游消费结构 . . . 13
图10： 中国甲醇开工率 . . . 14
图11： 中国甲醇库存量 . . . 14
图13： 油制与煤制烯烃成本对比（元/吨） . . . 16
图14： 聚乙烯及聚丙烯市场价格（元/吨） . . . 16
图21： 使用蛋氨酸可降低鸡肉生产成本 . . . 19
图22： 安迪苏产品应用领域（收入占比） . . . 19
图23： 全球蛋氨酸需求量 . . . 20
图24： 中国蛋氨酸需求量 . . . 20
图25： 全球蛋氨酸产能分布（按公司） . . . 20
图26： 全球蛋氨酸产能分布（按国家） . . . 20
图27： 2026 年甲醇、丙烯、硫磺价格走势 . . . 21
图28： 固体蛋氨酸价格、生产成本、毛利润 . . . 21
图29： 全球维生素应用结构占比 . . . 21
图30： 维生素在饲料中的应用结构（按饲料品种） . . . 21
图31： 2024 年中国维生素出口数量分布 . . . 22
图32： 2024 年中国维生素出口金额分布 . . . 22
图33： VA、VE、VC 市场竞争格局（以产能计） . . . 23
图34： 2026 年第一季度维生素系列产品价格变化对比表 . . . 24
图35： 电石法 PVC 与乙烯法 PVC 生产工艺 . . . 25
图36： 中国电石法 PVC 与乙烯法 PVC 产能占比 . . . 25
图37： 2025 年中国 PVC 下游消费结构 . . . 26
图38： 中国 PVC 出口量及出口占比 . . . 26
图39： 电石法 PVC 与乙烯法 PVC 市场价格 . . . 27
图40： 电石法 PVC 与乙烯法 PVC 价差 . . . 27
图41： 电石法 PVC 与乙烯法 PVC 开工率 . . . 27
图42： 乙烯法 PVC 与乙烯开工率 . . . 27
图43： 全球钾肥主要生产企业 . . . 28
图44： 全球钾肥主要消费国家 . . . 28

图45： 中国氯化钾进口国分布（万吨） 29
图46： 中国氯化钾进口量占比 29
图47： 国内钾肥价格走势（元/吨） 29
图48： 青海盐湖氯化钾（60%粉）出厂价（元/吨） 29
图49： 全球主要钾肥出口国 FOB 价格（美元/吨） 30
图50： 全球主要钾肥进口国 CFR 价格（美元/吨） 30
图51： 棕榈油期货收盘价（元/吨） 30

表1： 波斯湾沿岸产油国冲突前后原油产量 10
表2： 中国主要能源矿产储量 12
表3： 三种工艺主要产物产率及相应技术指标 15
表4： 煤化工单位产品能源消耗限额 16
表5： 中国维生素产量、进出口情况 22
表6： 中国 PVC 粉供需平衡表（万吨） 26
表7： 全球主要国家钾盐产量及储量（折纯 K2O，万吨） 28

1、本月核心观点：地缘局势推动原油加速上涨，石化化工影响程度分化

原油价格复盘与展望：2 月 28 日，美以发动“史诗怒火”（美军）与“ 咆哮的狮子”（以军）的联合军事打击，对伊朗全境击实施打击。随即伊朗方面实质性关闭霍尔木兹海峡。霍尔木兹海峡是世界上最重要的石油运输要道之一。2025 年平均每天有 2000 万桶原油和石油产品通过该海峡运输，约占全球石油贸易的 25%。提代海峡的陆上原油运输路线仅有两条管道：阿布扎比原油管道（ADCOP），该管道全长 400 公里，最初的设计输送能力为 150 万桶/日，据报道目前的输送能力接近 180 万桶/日。以及东西原油管道，该管道横跨沙特阿拉伯，连接红海沿岸的阿布凯格和延布，总设计输油能力为 500 万桶/日。石油管道运输能力相对较小。

霍尔木兹海峡封锁后，空载油轮无法驶入港口装运，生产出来的石油只能暂存在储罐，由于储存空间受限，直接导致油田减产。在美以伊冲突后据不完全统计，中东地区原油总减产规模约 1000 万桶/日，占全球需求的 10%。随着剩余罐容的不断减少及炼厂的停工，海湾国家的减产规模预计会持续扩大。随着被动减产时间的延长，复产周期也将从数周拉长至数月。

目前沙特通过东西原油管道运输至延布港的石油仍需油轮运输至最终目的地。在延布港装载石油的超大型油轮（VLCC）不能满载通过苏伊士运河，只能向东通过曼德海峡离开红海。据新华社报道，胡赛武装近日表示，考虑在曼德海峡展开军事袭击或封锁行动，以支持伊朗。一旦曼德海峡封锁，沙特阿拉伯延布港出口原油预计将受到重大影响，原油价格短期仍有冲高风险。

目前中东产油国被迫减产，减产后复产周期较长，中期角度原油存在供给缺口。中东局势仍不明朗，若局势升温，原油价格短期仍有冲高可能，原油中枢价格在中期显著抬升。

霍尔木兹海峡的关闭也将对全球天然气贸易产生重大影响，约 93%的卡塔尔和 96%的阿联酋液化天然气出口通过海峡，占全球液化天然气贸易的 19%。且目前无法通过替代路线将这些液化天然气输送到其他市场。天然气作为欧洲重要能源，欧洲来源化工品价格预计升高，甚至被迫减产。高企的天然气价格将严重影响欧洲制造业竞争力。化工品方面，我们梳理了以下主要投资方向：

原油天然气：美国、以色列袭击伊朗，霍尔木兹海峡持续封锁，影响海湾地区 1300-1500 万桶/天石油产品贸易，目前封锁仍然持续，未来要持续关注霍尔木兹海峡通行情况。目前海湾国家被动减产规模持续扩大，中东被动减产恢复周期较长。我们认为 4 月份国际油价存在继续继续加速上涨的较大可能性，预计短期价格可能超过 120 美元/桶，同时我们上调 2026 年 Brent、WTI 原油均价在 80-90 美元/桶，上游油气开采板块有望维持较高景气。上游油气开采板块有望维持较高景气。重点推荐【中国海油】、【中国石油】、【中海油服】和【海油发展】。

甲醇、醋酸、烯烃等煤化工产品：国际油价大幅冲高后，同期煤价较为稳定，油煤价差走扩。据卓创资讯，截至 2026 年 3 月 27 日，煤制与油制烯烃平均成本 6801/10700 元/吨，煤制烯烃成本优势扩大至 3899 元/吨，高油价下成本优势显著凸显。甲醇受中东地缘冲突影响，3 月价格环比涨幅超 40%，直接推高醋酸生产成本，国内煤头路线制备醋酸优势明显。重点推荐【宝丰能源】和【华鲁恒升】。

MDI：2025 年欧洲 MDI 总产能约 250 万吨/年，约占全球总产能的 20%。2025 年底由于原材料价格的上涨，巴斯夫、万华化学、亨斯迈先后对南亚、东南亚及欧洲

和非洲中东地区实施调涨，涨幅在 200 美元/吨至 350 美元/吨之间，同时 3 月 31 日沙特 Sadara40 万吨 MDI 和 TDI 装置停产，该装置是中东地区规模最大的生产装置，占据区域 90%以上市场份额，此事件加大了 MDI 价格的上行风险。同时欧洲及亚太天然气价格若持续提升，欧洲及日韩的 MDI 装置竞争力将受到明显影响，装置稳定生产不确定性明显加大，因此我们认为 MDI 价格中期价格处于上行通道。重点推荐【万华化学】。

蛋氨酸&维生素：欧洲蛋氨酸产能合计 48 万吨，占全球名义产能约 20%，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，国内蛋氨酸生产企业成本优势强化。能源、化工原料价格的大幅上涨，同样冲击维生素供应链的稳定性，导致维生素 E 及维生素 A 月度涨幅较大。重点推荐**【新和成】**。

PVC:受原油价格上涨，抬升乙烯法 PVC 生产成本，同时部分海外 PVC 装置减产，供应缩减，外贸价格走高。电石法 PVC 装置因为生产成本以及原料供应相对稳定，开工率持续上行。随着 PVC 价格中枢的上移，电石法 PVC 的盈利水平得到持续改善，重点关注【湖北宜化】及相关煤炭-电石-PVC 一体化配套企业。

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，同时钾肥需求有望受益于高油价下生物燃料需求增长，产品价格有望温和上行。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。

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、万华化学、亚钾国际、新和成、宝丰能源。**

【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；**

【万华化学】全球化化工新材料公司，聚氨酯行业巨头；

【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；

【新和成】技术与产业协同效用显著的综合性精细化工龙头；

【宝丰能源】国内煤制烯烃龙头，高油价下成本优势显著。

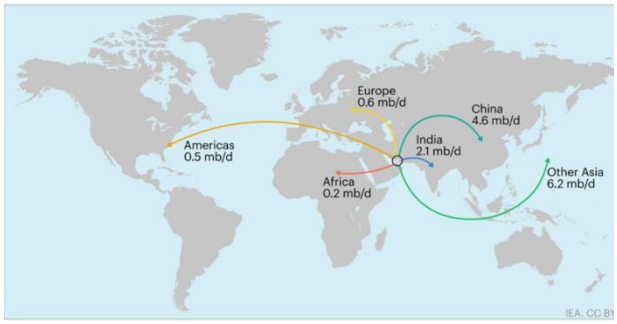
3、重点行业研究

3.1 油气：受地缘局势影响，3 月油价大幅上涨

霍尔木兹海峡作为油气运输咽喉被关闭，海湾国家被迫减产

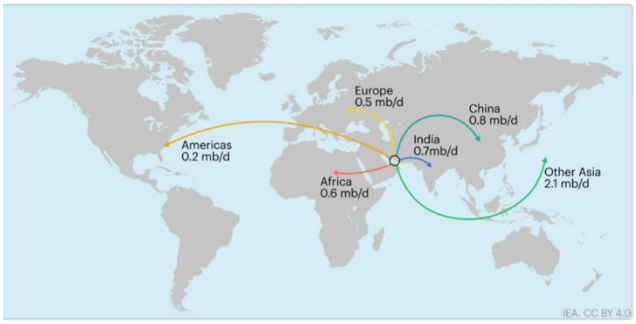
2026 年 2 月底美以联合对伊朗发动军事打击，伊朗随即关闭全球能源咽喉的霍尔木兹海峡。霍尔木兹海峡是世界上最重要的石油运输要道之一。2025 年平均每天有 2000 万桶原油和石油产品通过该海峡运输，约占全球石油贸易的 25%。

图1：经霍尔木兹海峡原油出口目的地及数量



资料来源：IEA，国信证券经济研究所整理

图2：经霍尔木兹海峡成品油出口目的地及数量



资料来源：IEA，国信证券经济研究所整理

替代海峡的陆上原油运输路线仅有两条管道：阿布扎比原油管道（ADCOP），该管道全长 400 公里，最初的设计输送能力为 150 万桶/日，据报道目前的输送能力接近 180 万桶/日。以及东西原油管道，该管道横跨沙特阿拉伯，连接红海沿岸的阿布凯格和延布，总设计输油能力为 500 万桶/日。石油管道运输能力相对较小。由于中东现货供应紧张，中东原油现货价格远高于布伦特原油期货价格。

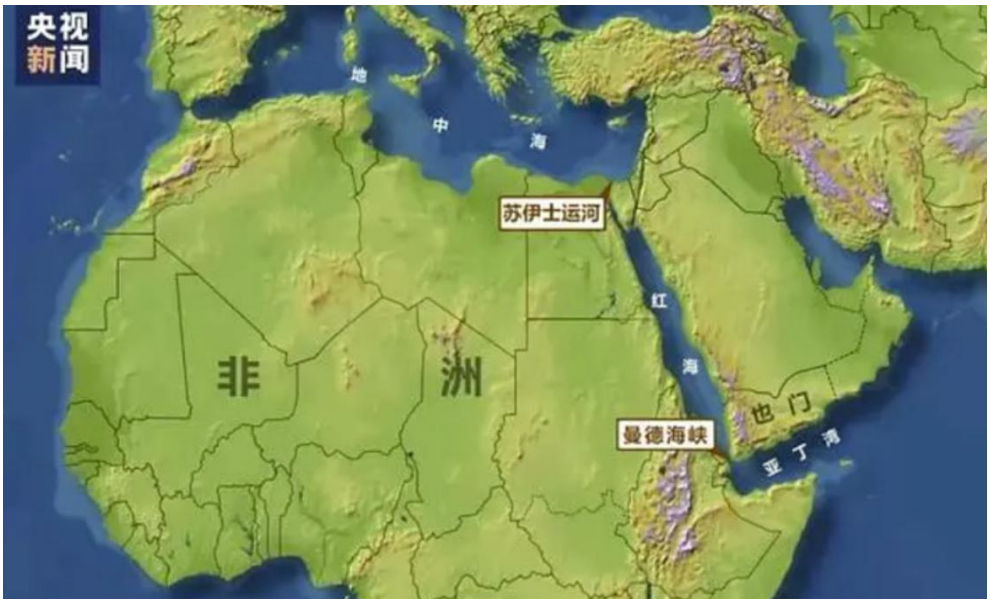
图3：布伦特原油期货结算价格与中东现货价格对比



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

目前沙特通过东西原油管道运输至延布港的石油仍需油轮运输至最终目的地。在延布港装载石油的超大型油轮（VLCC）不能满载通过苏伊士运河，只能向东通过曼德海峡离开红海。据新华社报道，胡赛武装近日表示，考虑在曼德海峡展开军事袭击或封锁行动，以支持伊朗。一旦曼德海峡封锁，沙特阿拉伯延布港出口原油预计将受到重大影响，原油价格短期仍有冲高风险。

图4：红海地区地形图



资料来源：央视新闻，国信证券经济研究所整理

霍尔木兹海峡封锁后，空载油轮无法驶入港口装运，生产出来的石油只能暂存在储罐，由于储存空间受限，直接导致油田减产。在美以伊冲突后据不完全统计，中东地区原油总减产规模约 700-1000 万桶/日，占全球需求的 7%-10%。随着剩余罐容的不断减少及炼厂的停工，海湾国家的减产规模预计会持续扩大。随着被动减产时间的延长，复产周期也将从数周拉长至数月。

表1：波斯湾沿岸产油国冲突前后原油产量

国家	冲突前原油产量	冲突后原油产量	涨跌	涨跌幅
沙特	1011	800	-211	-21%
伊拉克	418.8	120	-298.8	-71%
阿联酋	341.9	170	-171.9	-50%
伊朗	317.6	190	-127.6	-40%
科威特	258.2	160	-98.2	-38%
卡塔尔	60	42	-18	-30%
合计	2407.5	1482	-925.5	-38%

资料来源：隆众资讯、国信证券研究所整理，截止 2026 年 3 月 26 日。

霍尔木兹海峡的关闭也将对全球天然气贸易产生重大影响。卡塔尔和阿联酋的全部液化天然气出口均通过霍尔木兹海峡。2025 年，卡塔尔和阿联酋向科威特供应了近 70 亿立方米，而 2025 年通过海峡的 LNG 总量略超 1120 亿立方米，占全球 LNG 贸易近 20%。且目前无法通过替代路线将这些液化天然气输送到其他市场。美以伊战争同样造成部分天然生产设施受损：卡塔尔拉斯拉凡工业城的液化天然气设施受到重创，14 条生产线中的 2 条严重受损，导致约 17%的液化天然气出口能力丧失，相当于每年减产 1280 万吨，卡塔尔能源公司预计，修复工作可能需要长达五年的时间。导弹拦截碎片导致阿联酋一处重要天然气综合设施关闭。

中东战争风险大幅推高油气运保费。据路透社报道，冲突爆发前船体战争险费率约为 0.25%，以一艘市值 2 至 3 亿美元的油轮计算，对应保费约为 62.5 万美元；冲突爆发初期费率暴涨至 3%,意味着相同船只的船体战争险保费约达 750 万美元，涨幅超过 10 倍。同时运费也出现了大幅攀升。随着海峡的实质性关闭，原油运输量骤减，3 月月中运费及保费开始逐步回落，随后呈现高位波动情况。高昂的运保费明显提高了原油的使用成本。

图5：荷兰 TTF 天然气期货结算价格（欧元/兆瓦时）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

天然气是欧洲重要的直接能源，天然气消费占比约三分之一。约 30%电力生产也依赖天然气。天然气价格的提高直接推升欧洲制造业成本。据不完全统计，2022-2025 年欧洲化工行业累计关闭产能 3700 万吨，约占欧洲总产能的 9%。若天然气价格维持高位，将继续对欧洲化工企业造成巨大打击，欧洲化工企业竞争力有望进一步提高。

受霍尔木兹海峡关闭，原油供给大幅下降，中东被动减产恢复周期较长。**我们认为 4 月份国际油价存在继续继续加速上涨的较大可能性，预计短期价格可能超过 120 美元/桶，同时我们上调 2026 年 Brent、WTI 原油均价在 80-90 美元/桶**

3.2 煤化工：油煤价差走扩，煤化工优势显著

从能源结构来看，我国能源结构呈现“富煤、贫油、少气”特征，油气对外依存度高。截至 2023 年底，中国煤炭储量为 2,185.7 亿吨，同比增长 5.6%，石油和天然气剩余探明技术可采储量分别为 38.5 亿吨和 6.7 万亿立方米,同比增长 1.2%和 2.6%。2023 年我国煤炭产量 47.1 亿吨，同比提升 3.4%，占全球煤炭产量的 51.8%，而原油和天然气产量分别为 2.1 亿吨和 2343.0 亿立方米，仅占全球总产量的 4.6%和 5.8%。尽管我国原油产量实现连续 5 年正增长，天然气连续 7 年增产超 100 亿立方米，但油气资源仍相对匮乏。在此背景下，煤化工产业意义重大。以乙烯和丙烯为主的低碳烯烃是重要的基本有机化工原料，传统生产技术强烈依赖石油资源，一般一个百万吨级的烯烃工厂需千万吨级炼油厂配套石脑油原料。发展煤化工能充分发挥国内煤炭资源优势，有力保障国家能源战略安全。

同时，国家政策也在推动煤化工发展，如 2021 年 10 月国务院印发《2030 年前碳达峰行动方案》，提出要推进煤炭消费替代和转型升级，严控新增炼油和传统煤化工生产能力，稳妥有序发展现代煤化工；2022 年 10 月，国家发改委、统计局明确用于生产非能源用途的烯烃等产品的煤炭属于原料用能范畴，不纳入能源消费总量控制；2024 年 9 月，国家发改委等部门发布《关于加强煤炭清洁高效利用的意见》，鼓励煤基新材料、煤制油气建设等。国家能源集团、中煤集团等大型煤炭企业加快转型，加大对煤炭清洁高效生产等技术研究的投入。

表2：中国主要能源矿产储量

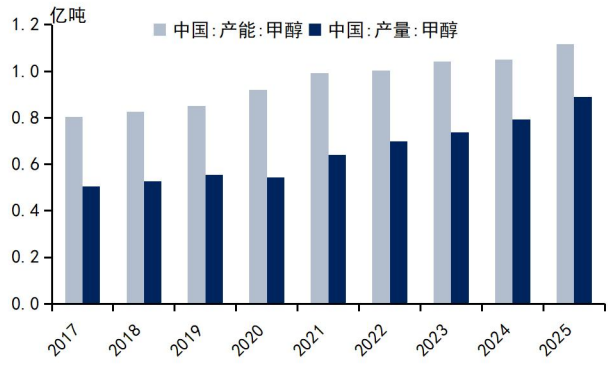
	中国矿产储量:煤炭（亿吨）	中国矿产储量:石油（亿吨）	中国矿产储量:天然气（亿立方米）
2023	2,185.70	38.51	67,424.52
2022	2,070.12	38.06	65,690.12
2021	2,078.85	36.89	63,392.67
2020	1,622.88	36.19	62,665.78

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理　注：油气（石油、天然气）储量参照国家标准《油气矿产资源储量分类》（GB/T19492-2020），为剩余探明技术可采储量；其他矿产储量参照国家标准《固体矿产资源储量分类》（GB/T17766-2020），为证实储量与可信储量之和。

供应冲击叠加油价上行，甲醇价格快速上行

我国甲醇供需稳健增长，对外依存度总体可控。2017-2025 年，我国甲醇产能与产量持续稳步增长，产能由 0.80 亿吨增至 1.12 亿吨，产量由 0.50 亿吨提升至 0.89 亿吨,产量复合增速达 7.5%,行业规模持续扩张且产能利用率保持合理区间。同期，表观消费量由 0.58 亿吨稳步增长至 1.03 亿吨，复合增速达 7.4%，需求保持稳健增长。进口依赖度整体维持在 12%-19%区间，均值约 14%，对外依存度总体平稳。受当前地缘局势影响，短期进口供应收缩已推动港口库存去化与价格上行。

图6：中国甲醇产能与产量



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图7：中国甲醇表观消费量与进口依赖度



资料来源：百川盈孚，海关总署，国信证券经济研究所整理

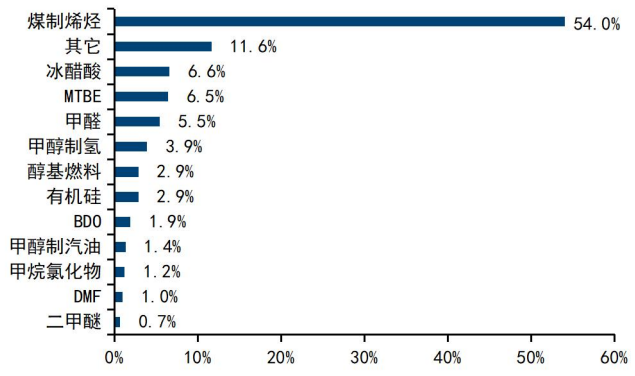
中东冲突升级与油价高位共振，甲醇市场进入供应紧缺与价格上行周期。全球甲醇贸易高度依赖中东，2025 年沙特、阿曼、阿联酋合计进口量占我国甲醇进口量超 60%。冲突爆发后，中东地区甲醇装置开工大幅下降，叠加霍尔木兹海峡航运受阻，供应缺口迅速扩大。价格端，截至 2026 年 3 月 30 日，中国甲醇价格指数报 3074 元/吨，较 2 月末环比提升 42%；华东地区甲醇市场价（中间价）报 3360 元/吨，环比提升 49%；中国主港甲醇现货价（CFR 中间价）报 414 美元/吨，环比提升 59%。我国港口库存连续去库，煤制甲醇成本相对稳定、开工率高位。预计地缘冲突将持续压制中东甲醇供应，全球供给缺口短期难以修复，库存下降与成本刚性将继续托底价格。

图8：我国甲醇市场价格



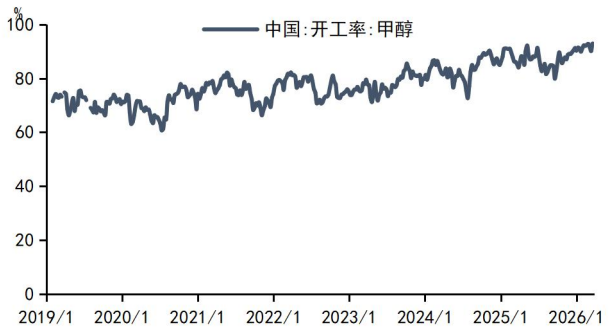
资料来源：金联创，国信证券经济研究所整理

图9：我国甲醇下游消费结构



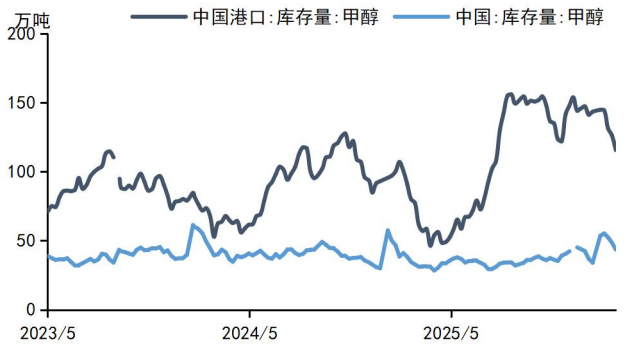
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图10：中国甲醇开工率



资料来源：隆众资讯，国信证券经济研究所整理

图11：中国甲醇库存量



资料来源：隆众资讯，国信证券经济研究所整理

油煤价差扩大，煤制烯烃显著受益

中国煤制烯烃凭借资源禀赋、技术突破与产业链韧性形成独特竞争优势。依托“富煤贫油少气”的能源结构，煤炭资源的稳定供应为产业发展奠定基础，而大连化物所研发的 DMTO 系列技术实现从实验室到产业化的跨越，第三代 DMTO-Ⅲ技术单套装置产能超 100 万吨/年，吨烯烃甲醇消耗大幅降低。DMTO 系列技术目前已累计许可 36 套装置（投产 18 套），总产能超 2400 万吨/年，其中 DMTO-Ⅲ技术许可 10 套（投产 2 套），产能超 1000 万吨/年，构建起完全自主的技术体系。煤制烯烃（CTO）主要工艺流程为：煤→合成气→甲醇→烯烃。典型煤制烯烃加工以煤为原料，先通过水煤浆加压气化技术生产粗煤气，然后采用耐硫变换及热回收、低温甲醇洗工艺净化粗合成气，净化后的合成气再通过甲醇合成技术生产 MTO 级甲醇。

全球乙烯原料呈现轻质化与多元化趋势，石脑油主导地位弱化。2010-2022 年，石脑油在全球乙烯原料中的占比从 62.8%降至 47.6%，乙烷占比从 17.3%升至 21.4%，煤/甲醇制烯烃占比从 0.1%提升至 8.4%，液化石油气（LPG）占比从 13.8%升至 16.8%。区域原料差异显著，北美与中东依托资源禀赋以乙烷为主，其中北美乙烷占比 80%以上，中东乙烷定价受控；欧洲因能源危机加速原料转型，部分装置改用美国进口乙烷；亚洲（尤其是中国）受资源限制仍以石脑油为主，占比 68.36%，同时补充煤/甲醇制烯烃（14.53%）与轻烃裂解（17.10%）。

三种主要乙烯生产工艺的技术指标差异显著，决定产物结构、环保与原料效率。核心产物产率上，乙烷裂解乙烯产率 77.73%居首，但丙烯仅 2.76%；煤/甲醇制烯烃“乙丙双产”，丙烯产率 37.93%最高；石脑油裂解产物分散，各产率中等且分离成本高。副产物与分离方面，乙烷裂解氢气产率 8.82%领先，甲烷产率 6.27%较高；煤/甲醇制烯烃乙烯/甲烷产率比达 20.64，分离难度低。环保与原料消耗上，乙烷裂解 CO2 排放 0.8t/t、原料消耗 1.3t/t 最低；煤/甲醇制烯烃排放高、消耗大，需碳捕捉技术。综上，乙烷裂解适配乙烯单产、低碳场景；煤/甲醇制烯烃适合丙烯需求大、能承担环保成本区域；石脑油裂解适用于石脑油资源丰富的传统石化基地。

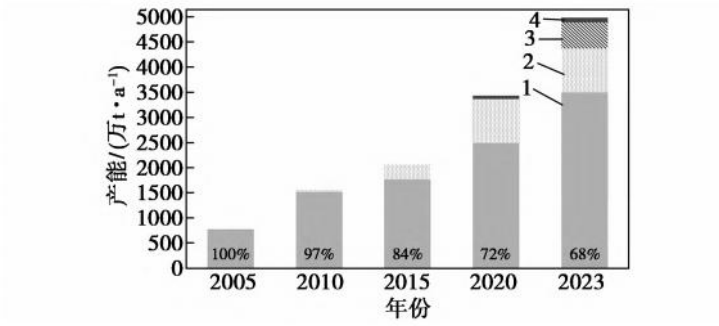
表3：三种工艺主要产物产率及相应技术指标

技术指标	石脑油蒸汽裂解	乙烷蒸汽裂解	煤/甲醇制烯烃
氢气产率，%	1.56	8.82	＜1.00
甲烷产率，%	17.2	6.27	2.04
乙烯产率，%	33.62	77.73	42.1
丙烯产率，%	15.53	2.76	37.93
其他产物产率，%	32.09	4.42	17.93
乙烯/甲烷产率比	1.95	12.4	20.64
CO_2 排放量（t/t）	1.33	0.8	5.8
原料消耗量（t/t）	3	1.3	4.1

资料来源：许友好等，低碳烯烃生产技术现状与创新及其竞争力分析，石油石化，2024，32（4）:1-9，国信证券经济研究所整理

中国乙烯原料以石脑油为主，煤/甲醇制烯烃与轻烃裂解工艺互补，原料轻质化进程加速。2023 年中国乙烯原料结构中，石脑油裂解产能 3537 万吨/年（占比 68.36%），煤/甲醇制烯烃（CTO/MTO）产能 752 万吨/年（占 14.53%），轻烃裂解（乙烷、LPG）产能 885 万吨/年（占 17.10%），形成以石油基为主、煤基为辅、轻烃补充的格局。

图12：我国乙烯产能工艺分布



1—石脑油裂解;2—CTO/MTO;3—乙烷裂解;4—混合轻烃裂解

资料来源：董雁春，我国乙烯产业链发展现状及对策建议，现代化工，2025，45（1）:1-6，国信证券经济研究所整理

在主流煤化工产品中，煤制烯烃的单吨煤耗相对较高。在生产乙烯和丙烯的情况下，煤制烯烃单吨能源消耗约为 4 吨标准煤左右。这意味着使用西部地区低价煤炭生产成烯烃产品，再运输到其他地区消费的经济效益较高，更大程度节省运力。

表4：煤化工单位产品能源消耗限额

产品类型	单位产品能源消耗 限定值	准入值	先进值	单位
煤制甲醇（褐煤）	≤2400	≤2000	≤1900	kgce/t
煤制甲醇（烟煤）	≤2200	≤1800	≤1700	kgce/t
煤制甲醇（无烟煤）	≤1800	≤1600	≤1500	kgce/t
煤制烯烃（乙烯和丙烯）	≤4500	≤4000	≤3700	kgce/t
煤制烯烃（丙烯）	≤6000	≤5500	≤5200	kgce/t
煤制天然气	≤1.5	≤1.4	≤1.3	kgce/m^3
煤直接液化制油	≤2200	≤1900	≤1900	kgce/toe
煤间接液化制油	≤2500	≤2200	≤2200	kgce/toe

资料来源：中华人民共和国国家标准，国信证券经济研究所整理　注：“kgce”表示千克标准煤，“t”表示吨，“toe”表示吨标准油。

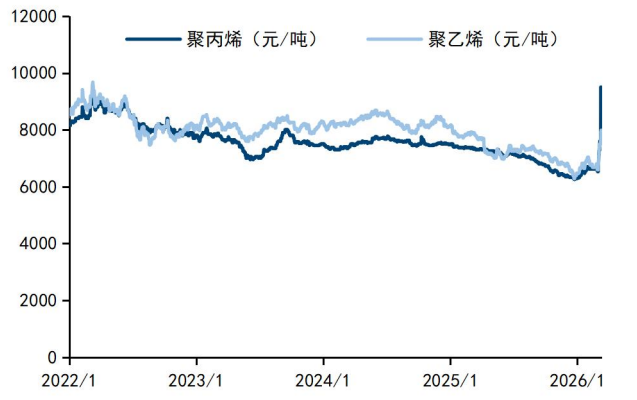
油煤价差持续走扩。2 月底中东地缘风险急剧升级，国际油价大幅冲高后震荡上行。美伊对峙升级并爆发军事冲突、霍尔木兹海峡航运安全担忧加剧，OPEC+维持减产框架、全球原油需求预期稳步改善，以上等诸多因素叠加，使得国际油价显著上行。截至 3 月 27 日，WTI、布伦特原油期货结算价分别报 99.64、112.57 美元/桶，较 2 月末分别上涨 49%、55%。同期煤价较为稳定，油煤价差走扩。据卓创资讯，截至 2026 年 3 月 27 日，煤制与油制烯烃平均成本 6801/10700 元/吨，煤制烯烃成本优势扩大至 3899 元/吨，高油价下成本优势显著凸显。

图13：油制与煤制烯烃成本对比（元/吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图14：聚乙烯及聚丙烯市场价格（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

醋酸市场多重利好共振，高油价下景气度显著抬升

2026 年 3 月以来，国内醋酸市场开启单边上行行情，价格创下两年新高。据金联创数据，截至 4 月 2 日，江苏市场醋酸中间价达 4850 元/吨，较 3 月初的 2575 元/吨上涨 88%。本轮醋酸价格强势上涨，受到中东冲突背景下的供应收缩预期、成本端刚性支撑、需求端稳步回暖、出口利好加持等因素影响。

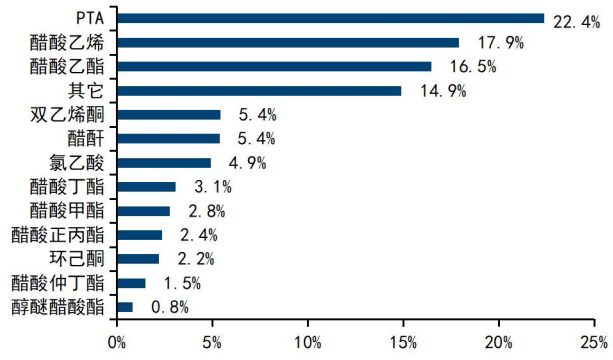
成本端，核心原料甲醇受中东地缘冲突影响，3 月价格环比涨幅超 40%，直接推高醋酸生产成本，形成强成本支撑；同时国际油价突破 100 美元/桶，海外天然气制醋酸成本大幅攀升，进一步放大了国内煤头路线的成本优势。

供应端，3 月底中石化长城能源醋酸装置短停检修 3 天，江苏索普装置意外临时停车，进一步加剧了市场对现货供应紧缺的担忧；叠加荆门谦信 60 万吨装置计划 4 月 15 日起检修 25 天、浙石化醋酸装置计划 4 月中旬停车检修，行业供应缩量预期明确，市场看涨情绪持续升温。

需求端，醋酸下游需求结构多元且核心领域支撑强劲，其中占比 22.4%的 PTA 行业开工率约 80%，占比 17.9%的醋酸乙烯受益于光伏胶膜高景气，需求持续放量，占比 16.5%的醋酸乙酯等醋酸酯类产品开工率稳步回升，下游整体刚需采购稳定，对高价接受度尚可。此外，海外装置受原料高价影响开工受限，我国醋酸出口竞争力显著增强，3 月以来出口订单大幅增加，进一步消化了国内现货供应，形成内外需双重利好。

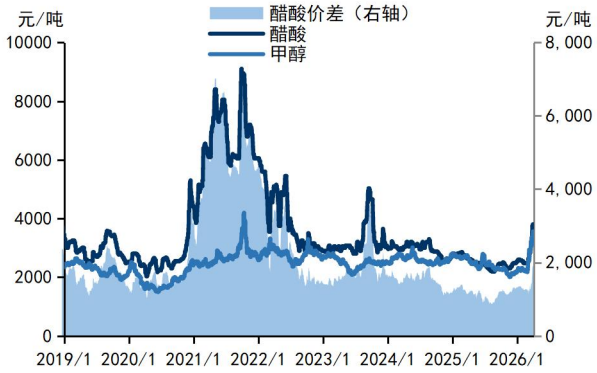
短期来看，醋酸市场仍将维持高位偏强运行格局，4 月检修集中落地将进一步收紧现货供应，低库存、强成本、稳需求的利多逻辑仍将延续，价格仍有上行空间。**中长期**来看，随着国内新增产能逐步释放，叠加检修装置复产，行业供需格局将逐步回归平衡；同时，中东地缘冲突带来的全球化工供应链重构，将持续强化我国醋酸的出口优势，行业出口规模有望维持高位，为市场提供长期支撑。

图15：我国醋酸下游消费结构



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

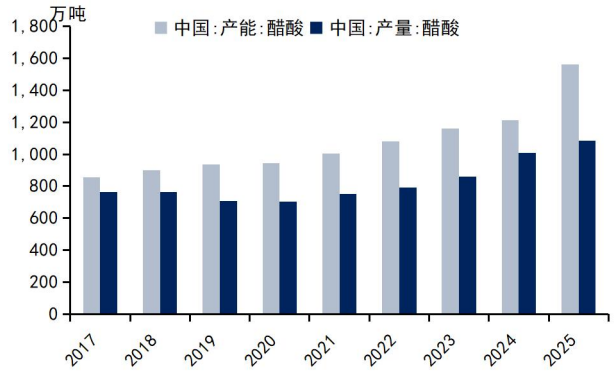
图16：我国醋酸市场价格及价差



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

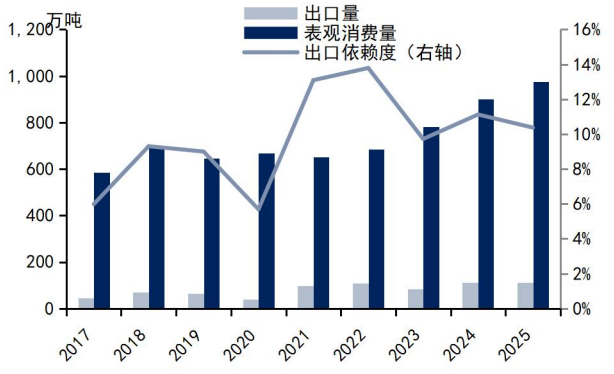
行业长期供需基本面稳健。2017-2025 年，我国醋酸产能由 855 万吨稳步扩张至 1561 万吨，产量由 764 万吨提升至 1083 万吨，行业规模持续扩大，产能利用率维持在 65%-85%的合理区间；同期表观消费量从 584 万吨增长至 974 万吨，需求端保持稳健增长，且我国为醋酸净出口国，2025 年出口量达 112 万吨，出口依赖度约 10%，进口依赖度极低，行业自主可控性强。截至 2026 年 3 月底，行业周度开工率维持在 86.64%，工厂库存处于合理区间，厂家无库存压力，挺价意愿强烈，为价格上行奠定了坚实基础。

图17：中国醋酸产能与产量



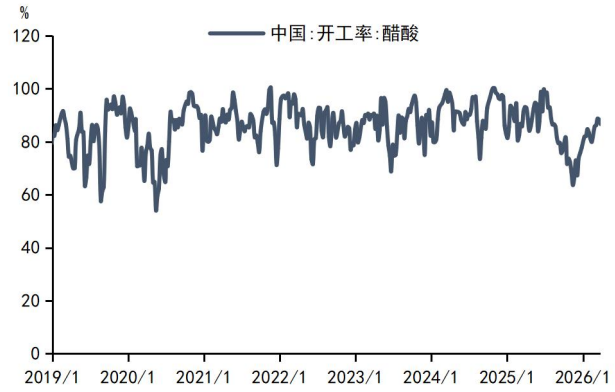
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图18：中国醋酸表观消费量与出口依赖度



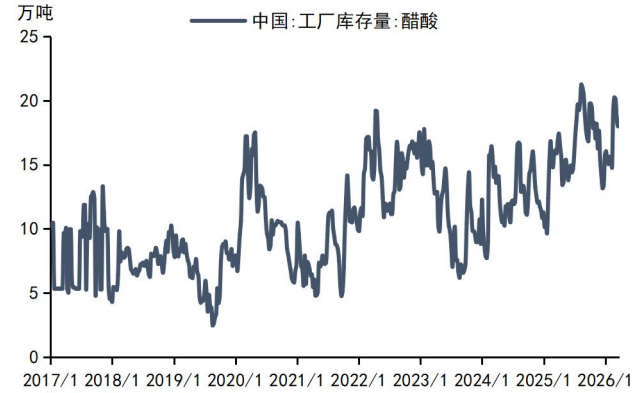
资料来源：百川盈孚，海关总署，国信证券经济研究所整理

图19：中国醋酸开工率



资料来源：金联创，国信证券经济研究所整理

图20：中国醋酸库存量



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

3.3 维生素&蛋氨酸：海外供给扰动频发，蛋氨酸与维生素大幅涨价

蛋氨酸：原材料涨价叠加部分海外产能停产，价格大幅上涨

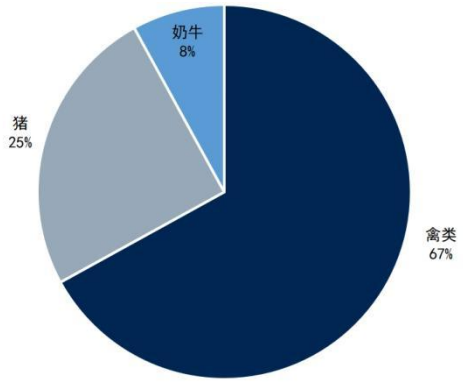
蛋氨酸能有效提高家禽生产效率，具有刚需属性。蛋氨酸对禽类和高产奶牛是第一限制性氨基酸，对猪类是第二限制性氨基酸，因此具有刚需属性。据百川盈孚，蛋氨酸下游应用中，饲料添加剂占比 90%，化妆品和医药各占 5%。主营蛋氨酸的公司安迪苏主要产品包括蛋氨酸、维生素、酶制剂等动物营养添加剂，按产品应用的动物品种为禽类、猪和奶牛，占比分别约为 67%、25%、8%。根据安迪苏测算，在营养成分摄取量一致的前提下，假设每单位重量饲料中添加 0.20%蛋氨酸，每生产 1 千克成品鸡肉可节约生产成本约 0.23 欧元，与不使用蛋氨酸的成本相比降低 23%，能有效提高家禽生产效率。

图21：使用蛋氨酸可降低鸡肉生产成本



资料来源：安迪苏公告，国信证券经济研究所整理

图22：安迪苏产品应用领域（收入占比）



资料来源：安迪苏公告，国信证券经济研究所整理

蛋氨酸在下游成本占比不高，成本可有效传导。目前国内禽类饲料的主流配方中，蛋氨酸添加量在 0.1%-0.3%左右。据国家发改委数据，2026 年 2 月我国肉鸡饲料平均价约 3100 元/吨，若按蛋氨酸添加比例 0.2%计算，每吨肉鸡饲料需添加 2 千克蛋氨酸，成本约 40-50 元，在饲料生产成本中占比较低，考虑蛋氨酸行业寡头垄断的市场结构，我们认为蛋氨酸厂商可有效将成本压力传导到下游，预计后续蛋氨酸价格仍有继续上涨空间。

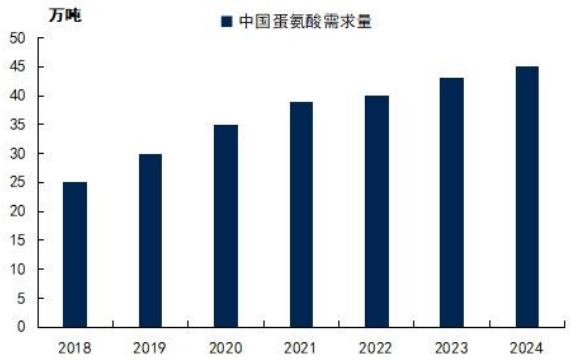
需求：全球蛋氨酸需求量需求增速约 5%，仍有较大的增长潜力。据新和成、安迪苏公告及博亚和讯，2014-2024 年，全球蛋氨酸需求量从 102.3 万吨增长至 170 万吨，年均复合增速为 5.21%，按此增速计算未来三年全球将每年新增 8 万吨以上的蛋氨酸需求量，2027 年全球蛋氨酸需求量将比 2024 年多 28 万吨，蛋氨酸的市场需求增量相当可观。此外，中国的蛋氨酸需求增速显著高于全球整体水平，2018-2024 年，中国蛋氨酸需求量从 25 万吨增长至 45 万吨，年均复合增速达 10.29%，明显高于全球平均水平，主要原因是中国人均 GDP 提升使得居民对于肉类的消费提升、低蛋白饲料的推广使得蛋氨酸添加比例提升等。

图23：全球蛋氨酸需求量



资料来源：公司公告、博亚和讯，国信证券经济研究所整理并预测

图24：中国蛋氨酸需求量

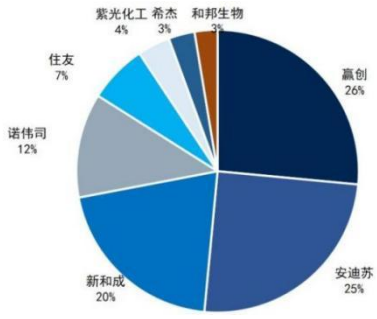


资料来源：公司公告、博亚和讯，国信证券经济研究所整理

供给：蛋氨酸行业集中度高，企业挺价诉求较强。目前全球蛋氨酸产能约 270 万吨/年，其中前三大企业赢创、安迪苏、新和成 71、67、55 万吨/年，合计占比约 71%，呈现出一定的寡头垄断市场结构。据饲料巴巴，1 月 30 日安迪苏液蛋提价 10%，2 月 3 日起新和成固蛋出口报价提升 8%，2 月 27 日安迪苏液蛋计划提价 1 元/公斤，3 月 6 日赢创蛋氨酸报价上调 10%，1 月以来蛋氨酸行业前三大企业均有较强的挺价诉求。3 月以来，随着美伊冲突的持续升级，对全球蛋氨酸的生产造成冲击，3 月 30 日赢创报价 45000 元/吨，新老合同搭配，目前蛋氨酸生产企业具有较强的挺价诉求。**截至 3 月 31 日，固体蛋氨酸市场均价 48 元/千克，较 1 月初（17.4 元/千克）上涨 30.6 元/千克，涨幅 176.86%。**

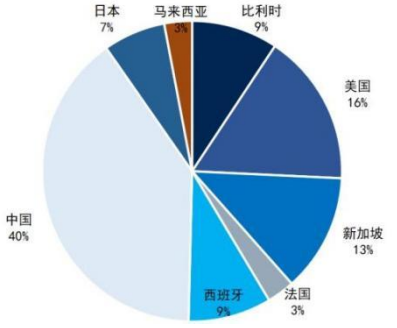
欧洲、亚洲（除中国）产能占比超 40%，能源及原材料依赖进口。据我们不完全统计，目前全球蛋氨酸产能约 270 万吨/年，从产能区域分布看，全球的蛋氨酸产能主要分布于中国、欧洲、美国及亚洲（除中国），如赢创的蛋氨酸生产基地位于比利时、美国、新加坡，安迪苏的蛋氨酸生产基地位于法国、西班牙、中国，住友生产基地位于日本，希杰生产基地位于马来西亚。目前中国产能 107 万吨/年，占比约 40%，欧洲产能合计约 59 万吨/年，占比 22%，亚洲（除中国）产能 60 万吨/年，占比约 22%，美国产能 44 万吨，占比约 16%。欧洲、新加坡、日本、马来西亚的原油、天然气能源以及甲醇、硫磺、合成氨均依赖进口，3 月 9 日前后赢创致函客户一位主要原材料供应商已因中东地区的军事冲突以及由此导致的海上运输活动中断而宣布进入不可抗力状态，导致新加坡工厂部分蛋氨酸设施停工。3 月 9 日前后住友化学亚洲(新加坡)宣布甲基丙烯酸甲酯(MMA)交货不可抗力。

图25：全球蛋氨酸产能分布（按公司）



资料来源：秣宝网、各公司公告，国信证券经济研究所整理

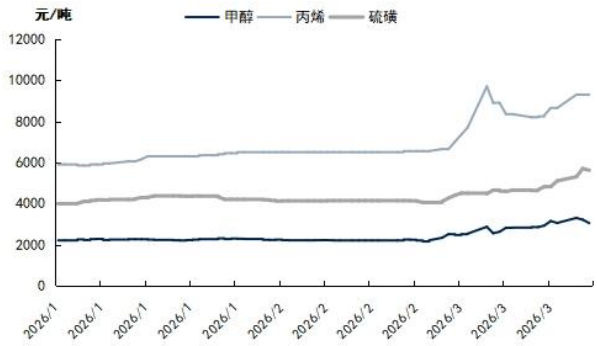
图26：全球蛋氨酸产能分布（按国家）



资料来源：秣宝网、各公司公告，国信证券经济研究所整理

蛋氨酸原材料价格大幅上涨，生产成本显著提升。蛋氨酸生产所需的主要能源/原材料主要有天然气、甲醇、硫磺、合成氨、丙烯等。2026 年 2 月 28 日，以色列和美国联合对伊朗发动军事打击，中东地缘局势持续升温，而中东是全球重要的原油、天然气以及甲醇、合成氨、硫磺等能源、化工品生产基地，受此地缘局势升温影响，产品价格大幅上涨，推高蛋氨酸生产成本。2 月 28 日至 3 月 31 日期间，布伦特原油现货价上涨 74%，欧洲荷兰天然气价格上涨 71%，欧洲鹿特丹甲醇价格上涨 58%，国内硫磺价格上涨 44%，且硫磺价格较去年年初实际已上涨了 275%，欧洲蛋氨酸维生素的生产成本大幅增加，国内这些原料价格也有上涨，但涨幅低于欧洲且供应相对稳定，中国产能的生产稳定性及成本优势将持续凸显。

图27：2026 年甲醇、丙烯、硫磺价格走势



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理并预测

图28：固体蛋氨酸价格、生产成本、毛利润

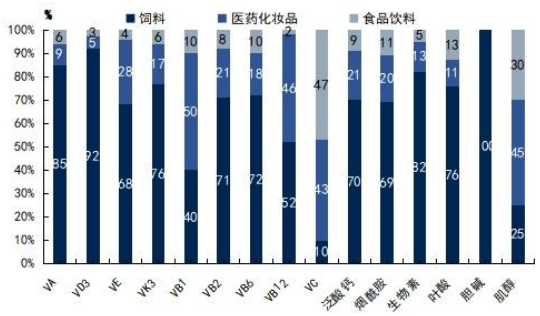


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

维生素：供需偏紧厂商提价，3 月以来 VA、VE 大幅涨价

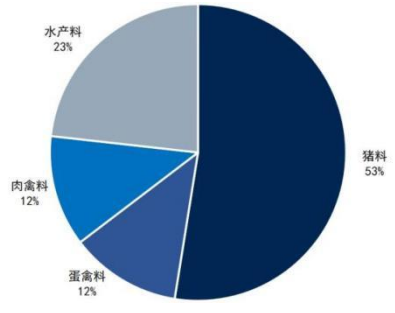
维生素对生物生长发育至关重要，具有刚需属性。维生素指一系列有机化合物的统称，如果维生素摄入不足，会导致人和动物新陈代谢失去平衡，会导致免疫力下降，引起“维生素缺乏症”。在全球维生素应用构成中，80%的维生素作为饲料添加剂用于饲料畜牧行业，其余 12%用于医药化妆品，8%用于食品饮料，其中 85%的 VA 和 68%的 VE 被用于生产饲料。在饲料配方中维生素饲料添加剂不可或缺，也是最昂贵的重要原料，具有一定的需求刚性，在饲用维生素中，VC、VE、烟酰胺（VB5）、VA 四个品种占饲用维生素总量的 79%。在饲料的应用结构中，猪料添加维生素用量约占 52%、肉禽和蛋禽料各占 12%、水产料占 23%。在配合饲料中维生素添加比例一般为 0.05%～0.1%，占产品成本的比重约为 2%～5%，下游一般对维生素的价格变动的敏感性较低。

图29：全球维生素应用结构占比



资料来源：顾君华，《维生素饲料添加剂的发展沿革》[J]. 饲料工

图30：维生素在饲料中的应用结构（按饲料品种）



资料来源：顾君华，《维生素饲料添加剂的发展沿革》[J]. 饲料工

业，2019，40(12)：1-8，国信证券经济研究所整理

业，2019，40(12)：1-8，国信证券经济研究所整理

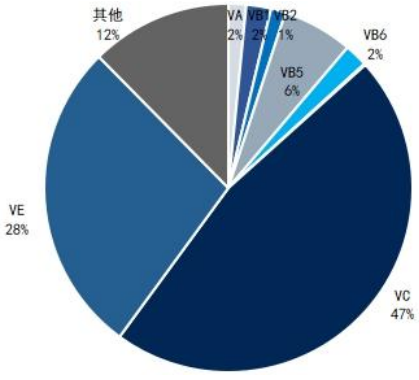
中国是全球最大维生素生产国，VE、VC 占比较大。据博亚和讯，2024 年全球维生素产量约 48.89 万吨，中国作为维生素的最大生产国，2024 年中国维生素产量约为 42 万吨，占全球产量的 85.9%。据海关总署，2024 年中国维生素出口量达 40.81 万吨，出口金额 245.28 亿元，其中 VE、VC 的出口数量和出口金额占比较大，VE、VC 出口量分别为 11.24、19.06 万吨，占比分别为 47%、28%；出口金额分别为 88.13、43.96 亿元，占比分别为 36%、18%。根据以上数据测算，2024 年全球维生素原料药行业产值约 293.88 亿元，其中中国产值 252.45 亿元，近些年来全球维生素原料药行业产值维持在 300 亿元左右，而中国的产值则持续提升，中国在维生素原料药市场已占据绝大部分市场份额。

表5：中国维生素产量、进出口情况

年份	产量（万吨）	出口量（万吨）	进口量（万吨）	表观消费量（万吨）	产量全球占比	出口金额（亿元）
2020	35.9	35.21	1.21	1.90	78.40%	225.49
2021	40.4	37.37	0.70	3.73	81.80%	238.11
2022	40.8	34.19	0.62	7.23	83.40%	221.49
2023	43.4	34.59	0.72	9.53	84.40%	192.97
2024	42	40.81	0.63	1.82	85.90%	245.28

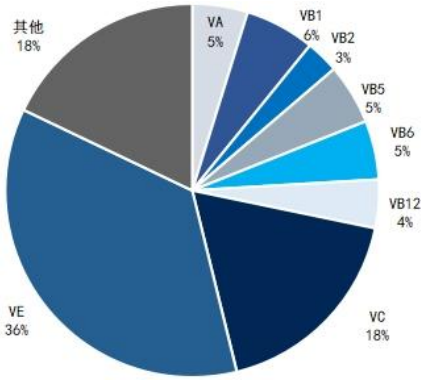
资料来源：新和成年报、博亚和讯、海关总署、TradeMap，国信证券经济研究所整理

图31：2024 年中国维生素出口数量分布



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图32：2024 年中国维生素出口金额分布



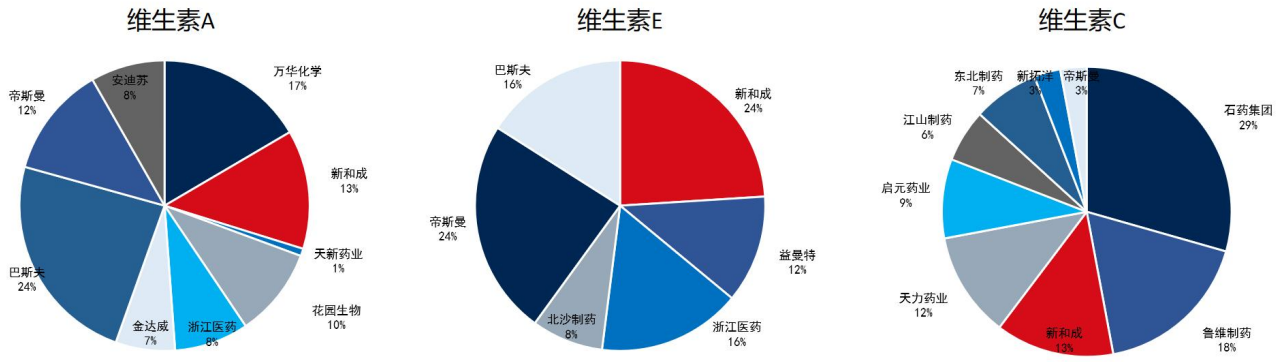
资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

维生素因市场规模、生产工艺、下游客群的不同导致市场竞争格局存在较大差异，整体呈现出供大于求的行业格局，其中 VE 行业集中度较高，VC 市场竞争相对激烈。

维生素 A：目前全球 VA 产能合计约 6.04 万吨/年，年需求量约 3 万余吨，VA 生产企业主要包括国外的巴斯夫、帝斯曼、安迪苏和国内的新和成、万华化学、浙江医药等，其中巴斯夫产能 1.44 万吨/年，占比约 24%，万华化学产能 1 万吨/年，占比约 17%，新和成产能 8000 吨/年，占比约 13%，前三家企业产能占比约 54%。2025 年以来国内多个 VA 项目投产，市场竞争日益激烈。2025 年 3 月，万华化学

自主研发的 VA 全产业链项目正式投产，产能约 1 万吨/年，配套 4.8 万吨/年柠檬醛装置；花园生物年产 6000 吨维生素 A 粉项目已于 2025 年上半年开始生产；天新药业 2022 年 IPO 时规划了年产 1000 吨 VA 项目，目前已建成 500 吨/年产能。规划产能方面，新发药业规划有 1 万吨/年 VA 项目。

图33：VA、VE、VC 市场竞争格局（以产能计）



资料来源：百川盈孚、各公司公告，国信证券经济研究所整理　　注：产能不代表产量，实际市场份额请以各公司公告为准

维生素 E：目前全球 VE（油）产能合计约 12.5 万吨/年，年需求量约 8 万吨。VE（油）生产企业主要包括国外的巴斯夫、帝斯曼和国内的新和成、益曼特（帝斯曼持股 75%，能特科技持股 25%）、浙江医药，其中新和成与帝斯曼产能均为 3 万吨/年，占比约 24%，巴斯夫和浙江医药产能均为 2 万吨/年，占比约 16%，益曼特产能 1.5 万吨/年，占比约 12%，行业前 5 家企业产能占比达 92%，市场集中度较高。规划产能方面，新发药业规划了 1 万吨/年维生素 E 项目，万华化学此前计划的 2 万吨/年维生素 E 项目正在重新评估。

维生素 C：VC 主要由生物发酵法生产，技术壁垒较低，行业产能相对过剩。目前全球 VC 产能约 34 万吨/年，年需求量约 24 万吨。VC 产能主要集中在中国，海外仅帝斯曼在苏格兰保留了约 1 万吨/年产能。产能前三的企业分别为石药集团、鲁维制药、新和成，分别为 10、6、4.5 万吨/年，占比分别为 29%、18%、18%。

3 月份维生素 E、维生素 A 大幅涨价。据百川盈孚，2 月末美伊冲突升级，3 月部分能源、化工原料价格大幅上涨，冲击维生素供应链的稳定性。3 月份，维生素 E 厂家签单重心开始不断大幅上调，3 月 3 日帝斯曼-芬美意饲料级维生素 E 国内最新报价上调至 75 元/公斤，3 月中旬有厂家执行高低价合同搭配出货策略，实际出货价格在 72-75 元/公斤附近，3 月下旬提升至 90 元/公斤附近，且厂家整体交货持续较紧张，排单交货，部分交货周期不定。而在厂家提价、交货紧张、部分交货周期不定、贸易渠道现货库存偏低、下游用户的刚需采购、补库需求等多重利好因素叠加下，贸易市场价格开始大幅且快速上涨。3 月底贸易渠道维生素 E 一线品牌货源主流接单报价上涨至 110-115 元/公斤附近，二线品牌货源参考接单报价在 105 元/公斤附近，月度整体涨幅约在 50-55 元/公斤左右。与维生素 E 类似，3 月底贸易渠道维生素 A 一线品牌货源主流接单报价上涨至 110-115 元/公斤附近，月度整体涨幅约在 50 元/公斤左右。

图34：2026 年第一季度维生素系列产品价格变化对比表

产品	规格	1月	2月	3月	一季度最低价	一季度最高价	单位
VA	50万IU/g	59	59	82	59	110	元/公斤
VE	50%	52	56	80	51	107	元/公斤
VC原粉	99%	17	17	18	17	20	元/公斤
VD3	50万IU/g	115	110	128	110	140	元/公斤
VB1	硝酸酸,98%	227	222	230	220	240	元/公斤
VB2	80%	72	71	72	71	73	元/公斤
VB6	98%	106	105	106	103	108	元/公斤
VB12	1%	86	86	90	86	90	元/公斤
泛酸钙	98%	38	37	48	37	67	元/公斤
烟酰胺	99%	34	42	46	32	47	元/公斤
生物素	2%	26	26	29	26	33	元/公斤
叶酸	98%	332	330	330	330	335	元/公斤
VK3	MSB,96%	62	62	72	62	82	元/公斤
肌醇	98%	30	30	41	29	45	元/公斤

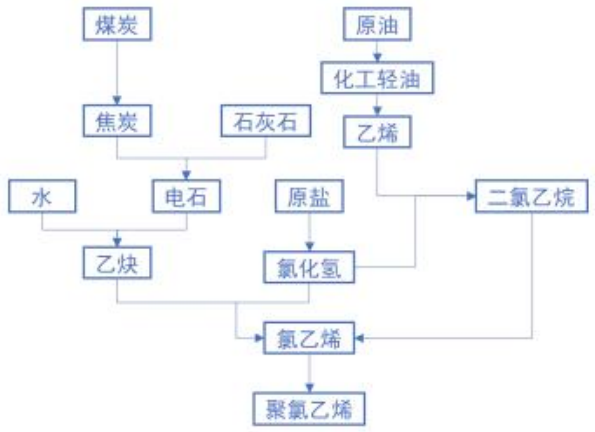
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

3.4 PVC：乙烯法工艺成本提升，电石法工艺优势凸显

国内 PVC 产能电石法占比七成、乙烯法占比三成。PVC 为聚氯乙烯简称，是五大通用树脂材料之一，具有优良的耐酸碱、耐磨损、阻燃和绝缘等特性，目前成为世界上仅次于聚乙烯的第二大塑料产品。PVC 的生产工艺主要有电石法和乙烯法两条路径，主要区别在于氯乙烯单体（VCM）的制备方法。由于我国“富煤贫油少气”的资源特征，电石法工艺是国内生产 PVC 的主流工艺。据百川盈孚统计，2025 年 PVC 在产企业企业共 69 家，PVC 总产能 3038 万吨，其中电石法产能 2110.5 万吨，占比 69.47%，乙烯法产能 927.5 万吨，占比 30.53%。2025 年中国聚氯乙烯电石法产能集中在内蒙古、新疆、山东、陕西等地。目前内蒙古地区以 446 吨的产能位居榜首，其次是新疆、山东及陕西地区；乙烯法 PVC 产能集中在山东、浙江、天津等地。

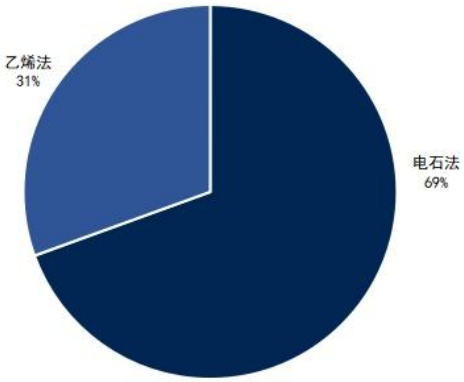
电石法制得的 PVC 由于其氯乙烯残留相对较多，主要应用于较为低端的管型材制作，主要对应的是房地产的需求。乙烯法制得的 PVC 氯乙烯残留较低，可用于制作精细化的高端 PVC 制品，如医用手套、食品包装等，主要对应精细化的高端需求。因此乙烯法 PVC 和电石法 PVC 二者需求端在存在一定的隔离，难以相互替代。

图35：电石法 PVC 与乙烯法 PVC 生产工艺



资料来源：隆众资讯，国信证券经济研究所整理

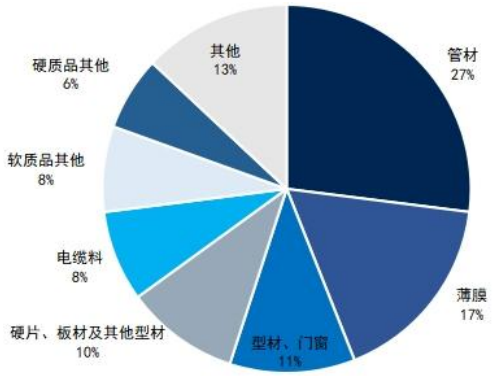
图36：中国电石法 PVC 与乙烯法 PVC 产能占比



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

当前 PVC 下游需求以房地产领域为主，出口数量及占比持续提升。从 PVC 消费结构看，管材的消费占比达到 30%，型材门窗占比 21%左右，新型家装地板、壁纸、发泡制品等产品需求占比达 12%，薄膜包装、电线电缆包装分别在 10%、8%。其中管、型材及地板等地产用品占比合计达到 60%以上，因此房地产市场的强弱将很大程度影响 PVC 的需求。出口方面，2020 年至 2025 年，中国 PVC 粉的出口数量从 62.88 万吨增长至 382.32 万吨，5 年期间增长 5 倍，出口量/产量比值也从 3.18%提升至 15.97%，PVC 出口已成为我国消化 PVC 过剩产能的重要途径。而从出口区域看，2025 年我国 PVC 粉主要出口到印度、越南、乌兹别克斯坦等亚洲发展中国家及一带一路沿线国家，其中仅印度占比便接近 40%，我们认为印度等新兴国家城镇化率具有较大增长潜力，后续中国 PVC 出口数量有望持续提升，PVC 有望逐渐摆脱对国内房地产的依赖。

图37：2025 年中国 PVC 下游消费结构



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图38：中国 PVC 出口量及出口占比



资料来源：百川盈孚、海关总署，国信证券经济研究所整理

表6：中国 PVC 粉供需平衡表（万吨）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
产能	2491	2490	2496	2591	2600	2753	2813	2893	3038
产量	1788	1936	1726	1975	2244	2174	2262	2333	2394
开工率	72%	78%	69%	76%	86%	79%	80%	81%	79%
进口量	77	74	67	95	40	36	36	22	23
出口量	96	59	51	63	175	197	227	262	382
净进口量	-18	14	16	32	-136	-160	-191	-240	-360
表观消费量	1770	1951	1742	2007	2109	2014	2071	2093	2035

资料来源：百川盈孚，海关总署，国信证券经济研究所整理

乙烯法 PVC 成本提升、开工率下降，电石法 PVC 优势持续凸显。据百川盈孚，2026 年第一季度 PVC 市场行情强势向上，现货市场价格重心上移。截至 3 月 30 日，一季度电石法 PVC 市场平均价格为 4721.12 元/吨，较上季度均价上涨 430.69 元/吨，涨幅为 29.44%。3 月份，受美伊战争影响，霍尔木兹海峡通航能力大幅下降，原油、乙烯价格持续上涨，进而抬升乙烯法 PVC 生产成本，同时部分海外 PVC 装置减产，供应缩减，外贸价格走高，提振国内出口，乙烯法 PVC 企业库存呈去库趋势，但随着生产原料库存的逐渐消耗，企业装置开工率下降。相对应的，电石法 PVC 装置因为生产成本以及原料供应相对稳定，开工率持续上行。据隆众资讯，3 月份乙烯法 PVC 开工率由 82.21%下降至 70.70%，电石法 PVC 开工率由 80.65%提升至 85.24%。随着 PVC 价格中枢的上移，电石法 PVC 的盈利水平得到持续改善，据卓创资讯，3 月份华东乙烯法 PVC 粉的日度税前毛利由 436 元/吨下降至-199 元/吨，内蒙古电石法 PVC 粉日度税前毛利由-991 元/吨上升至-442 元/吨，电石法生产成本及供应稳定的优势持续凸显。

图39：电石法 PVC 与乙烯法 PVC 市场价格



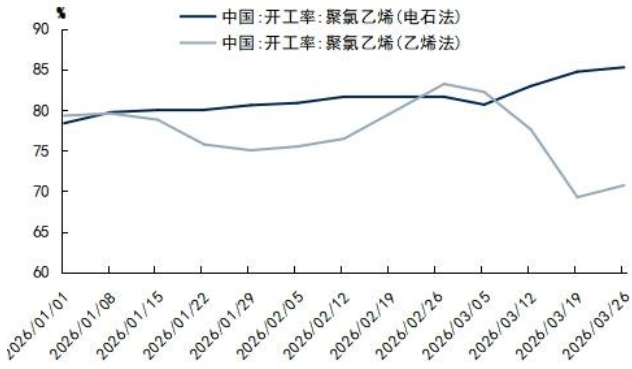
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图40：电石法 PVC 与乙烯法 PVC 价差



资料来源：百川盈孚、卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图41：电石法 PVC 与乙烯法 PVC 开工率



资料来源：隆众资讯，国信证券经济研究所整理

图42：乙烯法 PVC 与乙烯开工率



资料来源：隆众资讯，国信证券经济研究所整理

3.5 钾肥：高油价背景下，油脂作物钾肥需求有望增长

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%。

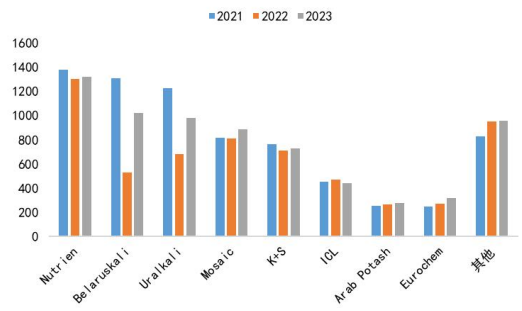
表7：全球主要国家钾盐产量及储量（折纯 K20，万吨）

	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

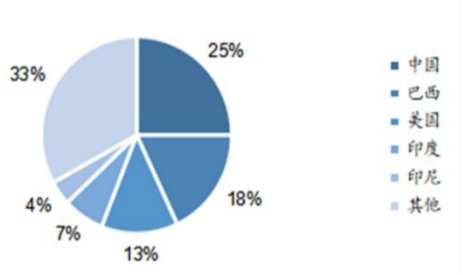
钾肥的主要消费国有中国、巴西、美国和印度等，其中中国钾肥消费量占比约 25%。根据 IFA 的预测，钾肥需求从 2020 年至 2024 年仍将保持年均 3.3%的增长，预计 2023 年全球钾肥消费量将回升 4%。而亚洲地区作为新兴经济体的经济增速快于主要欧美国家，其钾肥需求增速也超过全球平均水平，根据 Argus 的统计，东南亚、东亚及南亚地区氯化钾需求合计 3000 万吨，过去 10 年亚洲地区钾肥需求复合增速为 4.35%，随着该地区经济快速发展带来的消费升级以及人口增加，即使在现有高价格的基础上，未来亚洲地区钾肥需求增速仍有望继续保持在 4%-5%。

图43：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44：全球钾肥主要消费国家

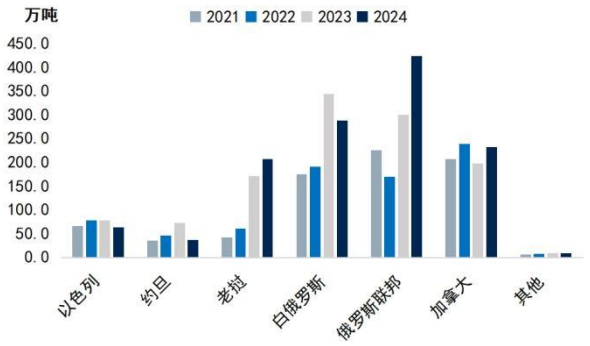


资料来源：中国化肥信息，国信证券经济研究所整理

我国钾盐资源严重不足，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%。

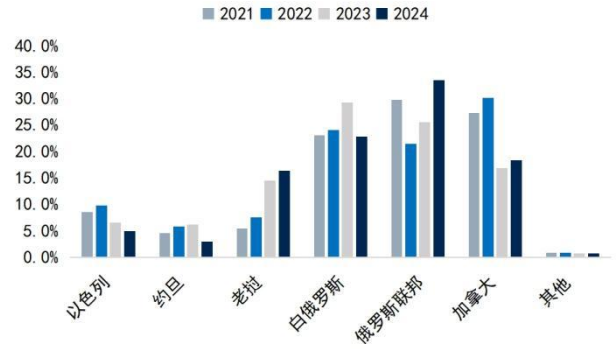
由于中欧班列运费成本较高，来自白俄罗斯的进口占比有所降低。老挝由于中资企业扩产投放，未来是海外进口的核心增量之一。

图45：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

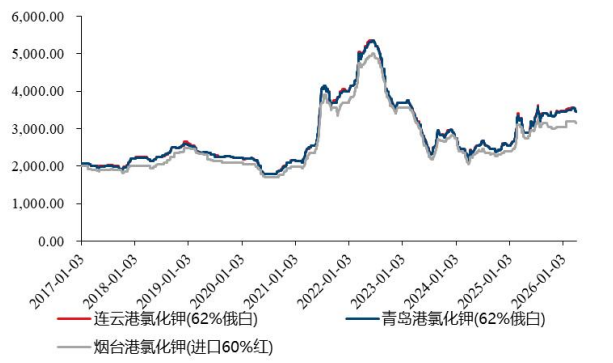
图46：中国氯化钾进口量占比



资料来源：Wind，海关总署，国信证券经济研究所整理

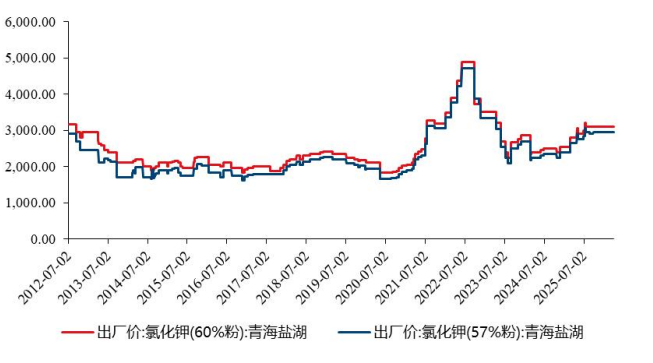
2026 年 3 月，国内氯化钾市场保供持续放货，价格保持稳定，月底百川盈孚氯化钾市场均价为 3274 元/吨，环比上月跌幅为 1.33%，同比上年涨幅 6.09%。月初国内骨干钾肥流通企业开始加大对下游工厂放货数量，主要针对下游复合肥、硫酸钾等工厂，工厂原料供应缺口得到补充，市场供应紧张状况缓解，在市场逐步饱和的情况下，贸易商出货积极性提高，市场价格持续回落。本次货源投放多以东北地区为主，下游大规模备货意愿降低，出现小幅下跌。

图47：国内钾肥价格走势（元/吨）



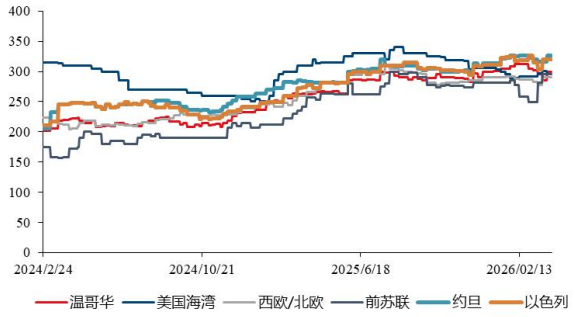
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图48：青海盐湖氯化钾（60%粉）出厂价（元/吨）



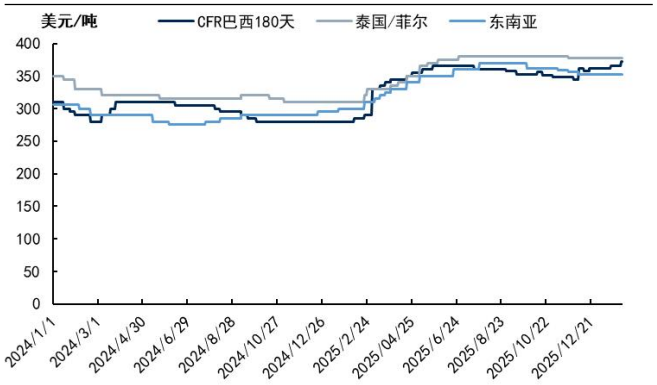
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图49：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

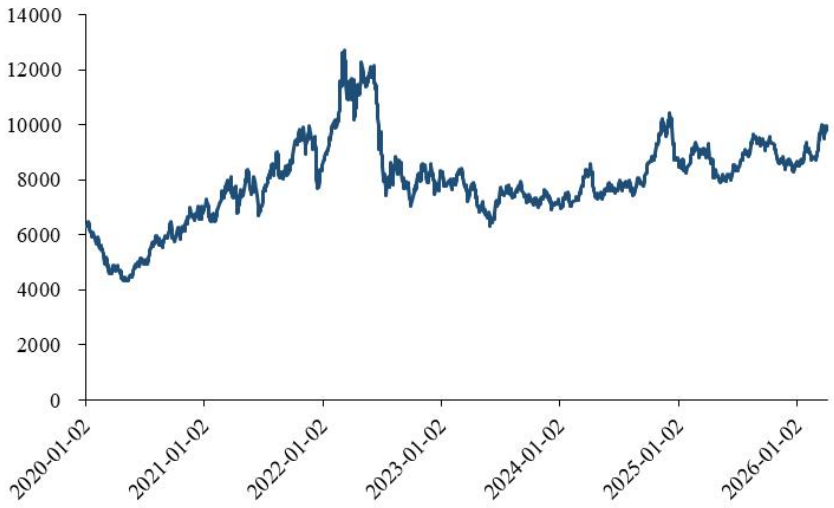
图50：全球主要钾肥进口国 CFR 价格（美元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

棕榈油价格走高有望拉动钾肥消费。在原油价格高企的背景下，生物柴油的消费量及价格有较强的支撑。棕榈油作为生物柴油的重要原料之一，价格有望提升。作为油棕种植的“刚需养分”，油棕树对钾肥的依赖度远超其他肥料：全球作物肥料用量占比数据显示，棕榈树钾肥用量占比高达 8.0%，分别是氮肥（1.4%）、磷肥（1.9%）的 5 倍左右。随着棕榈油价格走高，油棕种植户对化肥的可负担性显著增强，施肥积极性或将大幅提高，从而带动钾肥消费量提升。

图51：棕榈油期货收盘价（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券研究所

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	公司	投资	昨收盘	EPS			PE			PB
代码	名称	评级	（元）	2025（E）	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
601857.SH	中国石油	优于大市	12.33	0.91	0.97	0.98	13.55	12.71	12.58	1.42
600938.SH	中国海油	优于大市	39.18	2.66	3.29	3.09	14.73	11.91	12.68	2.32
600309.SH	万华化学	优于大市	82.38	4.00	5.05	5.61	20.60	16.31	14.68	2.38
000893.SZ	亚钾国际	优于大市	60.30	2.00	2.94	3.54	30.15	20.51	17.03	4.27
002001.SZ	新和成	优于大市	35.94	2.21	2.36	2.52	16.26	15.23	14.26	3.50
600989.SH	宝丰能源	优于大市	28.61	1.66	1.85	1.97	17.23	15.46	14.52	4.34

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