

Q1 业绩同比高增，二季度价差或进一步上行

核心观点

2025 年公司积极应对产品价格下行与行业供需压力，持续推进提质增效；26Q1 受益于主要产品毛利修复，归母净利润同比+612.3%，业绩弹性明显释放。行业层面，PC 海外高成本产能退出及国内竞争格局改善、TDI 海外装置扰动及能源成本抬升均有望推动价格及价差中枢上行。项目层面，5 万吨/年 PC 粉料、副产蒸汽回用二期、光气合成节能改造及解析气处理等项目已建成投产。我们看好公司在 PC、TDI 价差修复周期中的盈利弹性，二季度若价差进一步上行，公司利润弹性有望延续释放。

事件

公司披露 2025 年年度报告及 2026 年一季报。2025 年公司实现营业收入 45.63 亿元，同比下降 10.01%；归母净利润为 3085.35 万元，同比增长 11.23%；扣非归母净利润为 3344 万元，同比上升 29.6%。2026 年 Q1 公司实现营收 10.49 亿元，同比减少 0.38%；归母净利润 5782.62 万元，同比增长 612.3%，实现扣非净利润 5866.23 万元，同比上升 507.36%。

简评

2025FY：公司主要产品产销总体平稳，烧碱盈利能力同比改善，PC、TDI 阶段性走弱。 1) TDI：全年实现产量 16.95 万吨，同比+0.01%，销量 16.78 万吨，同比-1.10%，装置始终保持较高负荷稳定运行，2025 年 TDI 价格约 11632 元/吨，同比-8.43%，主要原料甲苯均价约 5047 元/吨，同比-17.7%，价差约 8604 元/吨，同比-420 元/吨；2) 烧碱：全年实现产量 54.99 万吨，同比+2.77%，销量 35.80 万吨，同比+4.99%，产销规模保持增长，2025 年烧碱价格约 777 元/吨，同比+5.96%，公司烧碱业务实现主营收入 2.78 亿元，同比+11.23%，毛利 1.34 亿元，毛利率 48.19%，同比+6.82pct；3) PC 端：全年实现产量 10.40 万吨，同比-6.21%，销量 10.25 万吨，同比-8.22%。2025 年 PC 价格约为 11525.1 元/吨，同比-7.7%，主要原料双酚 A 均价约 7315.72 元/吨，同比-11.74%，PC 价差约 5014 元/吨，同比-96 元/吨。

沧州大化 (600230.SH)

调升

买入

杨晖

yanghuil@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525120006

陈俊新

chenjunxin@csc.com.cn

SAC 编号:S1440526030009

发布日期：2026 年 05 月 12 日

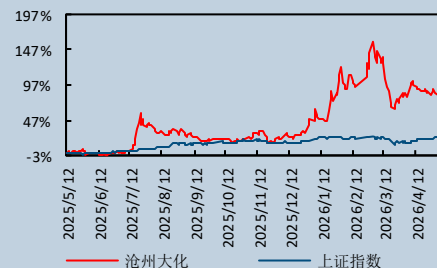
当前股价：17.97 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-11.22/-18.66	-16.92/-19.73	73.29/48.24
12 月最高/最低价 (元)			26.52/10.00
总股本 (万股)			41,396.10
流通 A 股 (万股)			41,396.10
总市值 (亿元)			74.39
流通市值 (亿元)			74.39
近 3 月日均成交量 (万)			2146.19
主要股东			
沧州大化集团有限责任公司			46.01%

股价表现



2026Q1：原料价格明显低于同期但是产品价格表现强劲，价差改善明显。1) TDI：2026Q1 实现销量 3.65 万吨，同比-7.36%，公司 TDI 装置开工率约为 100%，始终保持稳定；2026Q1TDI 价格约为 12660 元/吨，同比+4.6%，主要原料甲苯的价格约为 4999 元/吨，同比下滑 11.8%，价差约为 9661 元/吨，同比+956 元/吨；2) 烧碱：2026Q1 实现销量 8.8 万吨，同比+5.64%，2026Q1 烧碱价格约为 587 元/吨，同比下滑 32.3%；3) PC 端：2026Q1PC 价格约为 11759 元/吨,同比-2.65%，主要原料双酚 A 的价格约为 7236 元/吨,同比下滑 11.14%，价差约为 5319 元/吨，同比+488 元/吨。

多个产品有望受益于全球供应链重构，公司利润中枢有望上行。1) **聚碳酸酯行业：**截至 2026 年 5 月 7 日，PC Q2 价差环比 Q1 上行约 1352 元/吨，当前日韩等海外区域由于油价高位以及装置老旧等原因产能正在加速退出，如 2026 年 3 月底三菱宣布停止其日本鹿岛工厂 12 万吨 PC 装置的生产，2024 年 9 月盛禧奥宣布德国 PC 装置关闭等；同时国内中化系核心企业（沧州大化，鲁西化工，中化塑料）联合设立聚碳酸酯销售公司，建立统一对外销售平台，开启行业反内卷之路；2) **TDI 行业：**当前中东区域产能受到直接影响停产，3 月底陶氏沙特 20 万吨 TDI 装置停产至今未修复，日韩欧洲因为天然气价格高企成本抬升，快速涨价或征收天然气附加费，看好 TDI 价格中枢性上行。截至 2026 年 5 月 7 日，TDI Q2 价差环比 Q1 上行约 2347 元/吨。

投资建议：我们预测公司 2026、2027、2028 年净利润分别为 3.02 亿、3.61 亿、4.29 亿元，对应 PE 24.69、20.69、17.42 倍，考虑到公司 TDI 和 PC 行业均存在较强的景气度修复预期，调升公司为“买入”评级。

表 1: 重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,071.07	4,563.28	5,155.50	5,649.20	6,191.19
YoY(%)	4.19	-10.01	12.98	9.58	9.59
净利润(百万元)	27.74	30.85	302.31	360.79	428.51
YoY(%)	-85.43	11.23	879.81	19.35	18.77
毛利率(%)	6.47	7.44	15.66	16.97	16.88
销售净利率(%)	0.55	0.68	5.86	6.39	6.92
ROE(%)	0.70	0.77	7.12	7.96	8.79
EPS(摊薄/元)	0.07	0.07	0.73	0.87	1.04
P/E(倍)	269.07	241.91	24.69	20.69	17.42
P/B(倍)	1.87	1.86	1.76	1.65	1.53

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

1. 商品价格风险

化工行业具有较强的周期性，受宏观经济、供需关系影响，市场价格波动较大。

2. 安全风险

聚海分公司作为化工原料生产制造的企业，工艺流程复杂，在生产、运输、销售过程中存在一定的安全风险；元生分公司作为危废处置及废水处理企业，在废渣的贮存、处置及水处理过程中存在一定的安全风险。

3. 环保风险

公司生产过程中会产生一定量的废水、废气和废渣等污染物，存在一定的环保风险。随着公众对环境保护意识的不断增强，国家不断颁布更为严格的环保法律法规和标准，从而加大公司经营成本。

分析师介绍

陈俊新

陈俊新 中信建投研究部石化能源及化工团队分析师。

清华大学化工学士及硕士，2026 年加入中信建投证券石化能源及化工团队，主要负责聚氨酯/现代煤化工/新疆研究/民爆/石化等板块，新材料主要负责膜材料/半导体材料方向。

杨晖

杨晖 中信建投研究部石油化工&基础化工首席分析师

清华大学化工学士，日本京都大学经营管理硕士。4 年化工实业经验，9 年化工行业研究经验。曾任职于西部证券、华创证券研究所。2024 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名，2025 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk