

石化化工行业 2026 年 5 月投资策略

石化化工景气度显著回暖，高油价下细分行业分化

优于大市

核心观点

石化化工行业 2025 年及 2026 年一季度经营情况回顾：

石油石化与基础化工行业指数年内跑赢沪深 300 指数。截至 2026 年 5 月 8 日，SW 石油石化行业指数收 2928.84 点，年内涨幅 13.23%，跑赢沪深 300 指数 8.00 pcts，SW 基础化工行业指数收 4978.21 点，年内涨幅 13.86%，跑赢沪深 300 指数 8.63 pcts。

2026 年 3/4 月化工行业 PPI 开始转正，油价上涨有效传导。受国际油价上涨影响，3 月开始化工行业 PPI 开始转正，3/4 月中国整体 PPI 分别同比提升 0.50%、2.80%，其中 4 月份石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业 PPI 分别同比提升 28.60%、14.20%、8.90%、5.40%，反映出油价上行有效通过化工原料成本提升传导至化工行业中下游。

2025 年化工各主要子行业库存分化，形成“能源上游累库、中下游去库”的整体格局。2026 年 3 月中国规模以上工业企业产成品存货同比增加 5.20%，其中石油和天然气开采业增加 11.70%，化学原料和化学制品制造业增加 4.90%，而化学纤维制造业则同比减少 5.40%，橡胶和塑料制品业同比减少 0.50%，油价上行使得上游企业库存价值增加，而原油供应减量使得下游开工率下降，库存持续消耗。

石油石化行业资本开支温和回升，基础化工行业资本开支持续放缓。2023 年 SW 石油石化、SW 基础化工行业资本开支达到近些年高点 2024/2025 年石油石化、基础化工行业资本开支同比增速均为负值，说明行业主动放缓新产能投建，2026 年一季度，石油石化、基础化工行业资本开支同比增速分别为+0.05%、-14.72%，石油石化行业资本开支温和回升，基础化工行业资本开支持续放缓。

2025 年石油石化行业经营承压，基础化工行业景气度改善。2025 年，SW 石油石化行业实现营业收入 74680.59 亿元，同比下降 4.00%，实现归母净利润 3305.54 亿元，同比下降 9.24%，毛利率 19.08%，同比下降 0.06%，ROE 为 9.17%，同比下降 1.41%。SW 基础化工行业实现营业收入 23585.07 亿元，同比增长 4.70%，实现归母净利润 1163.15 亿元，同比增长 6.09%，毛利率 16.50%，同比增长 0.24%，ROE 为 6.27%，同比增长 0.17%。2025 年氟化工、钾肥、农药、粘胶、煤化工等细分子行业的营收、归母净利润、毛利率均实现不同程度改善，显示出这些子行业的景气度在提升。

2026 年第一季度石油石化、基础化工行业经营情况均实现大幅改善。2026 年第一季度，SW 石油石化行业实现营业收入 18782.05 亿元，同比下降 2.88%，环比增长 2.08%，实现归母净利润 1201.81 亿元，同比增长 15.29%，环比增长 120.70%，毛利率 22.19%，同比提升 15.43%，环比提升 15.43%。SW 基础化工行业实现营业收入 6055.02 亿元，同比增长 13.70%，环比减少 0.51%，实现归母净利润 392.24 亿元，同比增长 15.20%，环比增长 262.08%，毛利率 17.14%，同比提升 1.48%，环比提升 6.16%。2026 年第一季度，氟化工、钾肥、煤化工等细分子行业延续

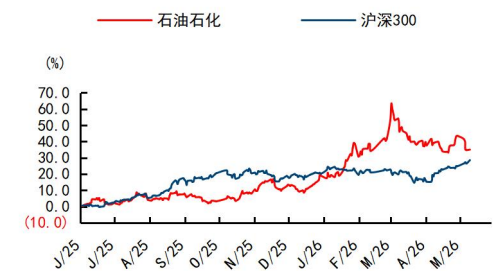
行业研究 · 行业投资策略

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 4 月月报-美以伊冲突持续，油价维持高位，关注霍尔木兹海峡通航情况》——2026-05-11
- 《油气行业 2026 年 3 月月报-受美以伊冲突影响油价暴涨，关注霍尔木兹海峡通航情况》——2026-04-07
- 《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》——2026-04-04
- 《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

了较高景气度，而炼化、部分纺织链等子行业因库存增值及产品价差走扩也实现了经营情况改善。

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%。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。在地缘局势升温的推动下，原油及天然气价格大幅上涨，进而带动多数化工品价格上涨，截至2026年5月8日，布伦特、WTI原油期货价以及阿曼原油现货价分别收于101.29、95.42、97.51美元/桶，年内涨幅分别为66.46%、66.18%、57.86%，中国化工产品价格指数收于5219.00点，年内涨幅32.80%。

基于以上分析，我们预计美以伊战争将使得2026年Brent、WTI油价中枢维持在85-90美元/桶的相对高位区间，展望2026年5月，我们更看好油气、钾肥、MDI、煤化工、蛋氨酸这些直接或间接受益于美以伊战争的子行业，以及在AI算力需求大幅提升下的电子树脂需求快速增长的投资机会。

本月投资组合：

- 【百龙创园】国内阿洛酮糖正式获批，膳食纤维需求高速增长。
- 【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；
- 【新和成】技术与产业协同效应显著的综合精细化工龙头；
- 【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；
- 【万华化学】全球聚氨酯行业龙头，锂电材料、新材料加速放量；
- 【联泓新科】EVA行业龙头企业，新材料业务成长可期；

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	
					2026E	2027E	2026E	2027E
605016.SH	百龙创园	优于大市	11.02	117	1.17	1.52	23.91	18.38
601857.SH	中国石油	优于大市	35.52	20334	1.00	1.03	11.12	10.80
002001.SZ	新和成	优于大市	14.75	1005	2.81	2.98	11.62	10.96
000893.SZ	亚钾国际	优于大市	56.02	482	3.36	4.54	15.56	11.50
600309.SH	万华化学	优于大市	42.00	2614	5.75	6.59	14.53	12.67
003022.SZ	联泓新科	优于大市	25.23	335	0.48	0.58	52.62	42.82

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

1、石油石化与基础化工行业经营情况回顾	6
2、本月投资组合	10
3、重点行业研究	11
3.1 油气：受美以伊冲突影响，油价维持高位震荡	11
3.2 钾肥：高油价背景下，油脂作物钾肥需求有望增长	17
3.3 电子树脂：原料上涨叠加需求旺盛，PCB 电子树脂报价上涨	21
3.4 MDI：景气度提升，企业相继上调价格	24
3.5 煤化工：油煤价差走扩，煤化工优势显著	27
3.6 海外供给扰动频发，蛋氨酸大幅涨价	32
风险提示	35
附表：重点公司盈利预测及估值	35

图表目录

图 1: SW 石油石化行业指数	6
图 2: SW 基础化工行业指数	6
图 3: WTI、布伦特、阿曼油价近期走势 (美元/桶)	6
图 4: 中国化工产品价格指数 (CCPI)	6
图 5: 化工各子行业 PPI-当月同比	7
图 6: 化工各子行业 PPI-当月同比	7
图 7: SW 石油石化行业资本开支及同比增速	7
图 8: SW 基础化工行业资本开支及同比增速	7
图 9: 石油石化与基础化工细分子行业年度经营情况	8
图 10: 石油石化与基础化工细分子行业季度经营情况	9
图 11: WTI 油价近期走势 (美元/桶)	11
图 12: 布伦特油价近期走势 (美元/桶)	11
图 13: 霍尔木兹海峡船只通行量	12
图 14: 霍尔木兹海峡地形图	12
图 15: 2025 年霍尔木兹海峡原油出口量 (按目的地划分)	13
图 16: 2025 年霍尔木兹海峡过境石油产品 (按目的地划分)	13
图 17: 美国新打井-完井的完全成本 (美元/桶)	16
图 18: 美国现有井运营成本 (美元/桶)	16
图 19: 主流机构对于原油需求的预测 (百万桶/天)	16
图 20: 主流机构对于原油需求增长的预测 (百万桶/天)	16
图 21: 全球钾肥主要生产企业	17
图 22: 全球钾肥主要消费国家	17
图 23: 中国氯化钾进口国分布 (万吨)	18
图 24: 中国氯化钾进口量占比	18
图 25: 国内钾肥价格走势 (元/吨)	18
图 26: 钾肥港口库存 (万吨)	18
图 27: 全球主要钾肥出口国 FOB 价格 (美元/吨)	19
图 28: 全球主要钾肥进口国 CFR 价格 (美元/吨)	19
图 29: 棕榈油期货收盘价 (元/吨)	19
图 30: 电子树脂-覆铜板-PCB 产业链结构示意	21
图 31: 中国双酚 A 现货均价	22
图 32: 华北溴素主流价格	22
图 33: 中国环氧丙烷现货均价	22
图 34: 中国苯酚现货均价	22
图 35: 数据中心资本支出季度变化情况	23
图 36: PCB 下游需求市场容量及预测	23
图 37: 聚合 MDI 价格与价差 (元/吨)	25

图 38: 纯 MDI 价格与价差 (元/吨)	25
图 39: TDI 价格与价差 (元/吨)	25
图 40: 聚合及纯 MDI 月度社会库存 (万吨)	25
图 41: 聚合 MDI 月度进出口量 (万吨)	25
图 42: 纯 MDI 月度进出口量 (万吨)	25
图 47: 中国甲醇产能与产量	28
图 48: 中国甲醇表观消费量与进口依赖度	28
图 49: 我国甲醇市场价格	28
图 50: 我国甲醇下游消费结构	28
图 51: 中国甲醇开工率	29
图 52: 中国甲醇库存量	29
图 54: 油制与煤制烯烃成本对比 (元/吨)	31
图 55: 聚乙烯及聚丙烯市场价格 (元/吨)	31
图 56: 使用蛋氨酸可降低鸡肉生产成本	32
图 57: 安迪苏产品应用领域 (收入占比)	32
图 58: 全球蛋氨酸需求量	33
图 59: 中国蛋氨酸需求量	33
图 60: 全球蛋氨酸产能分布 (按公司)	33
图 61: 全球蛋氨酸产能分布 (按国家)	33
图 62: 2026 年甲醇、丙烯、硫磺价格走势	34
图 63: 固体蛋氨酸价格、价差	34
表 1: OPEC+ 自愿减产情况 (千桶/天)	14
表 2: 220 万桶/天、166 万桶/天自愿减产逐步退出产量表 (千桶/天)	14
表 3: OPEC+ 减产情况 (百万桶/天)	15
表 4: 全球主要国家钾盐产量及储量 (折纯 K2O, 万吨)	17
表 5: 覆铜板分类及对应需求树脂种类	21
表 6: 近期全球 MDI 涨价情况	1
表 7: 中国主要能源矿产储量	27
表 8: 三种工艺主要产物产率及相应技术指标	30
表 9: 煤化工单位产品能源消耗限额	30

1、石油石化与基础化工行业经营情况回顾

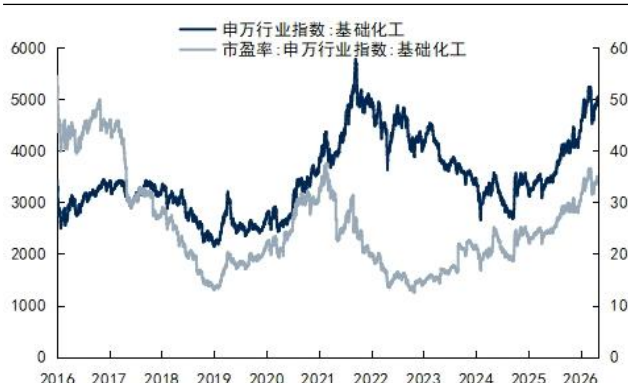
石油石化与基础化工行业指数年内跑赢沪深 300 指数。截至 2026 年 5 月 8 日，SW 石油石化行业指数收 2928.84 点，年内涨幅 13.23%，跑赢沪深 300 指数 8.00 pct，SW 基础化工行业指数收 4978.21 点，年内涨幅 13.86%，跑赢沪深 300 指数 8.63 pct。

图1：SW 石油石化行业指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理并预测

图2：SW 基础化工行业指数



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

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%。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。在地缘局势升温的推动下，原油及天然气价格大幅上涨，进而带动多数化工品价格上涨，截至 2026 年 5 月 8 日，布伦特、WTI 原油期货价以及阿曼原油现货价分别收于 101.29、95.42、97.51 美元/桶，年内涨幅分别为 66.46%、66.18%、57.86%，中国化工产品价格指数收于 5219.00 点，年内涨幅 32.80%。

图3：WTI、布伦特、阿曼油价近期走势（美元/桶）



图4：中国化工产品价格指数（CCPI）



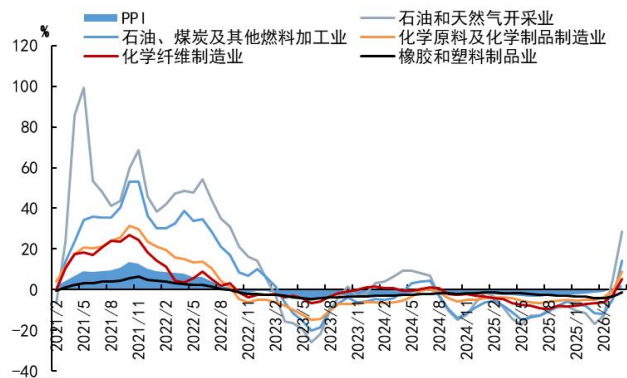
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2026年3/4月化工行业PPI开始转正, 油价上涨有效传导。受国际油价上涨影响, 3月开始化工行业PPI开始转正, 3/4月中国整体PPI分别同比提升0.50%、2.80%, 其中4月份石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业PPI分别同比提升28.60%、14.20%、8.90%、5.40%, 反映出油价上行有效通过化工原料成本提升传导至化工行业中下游。

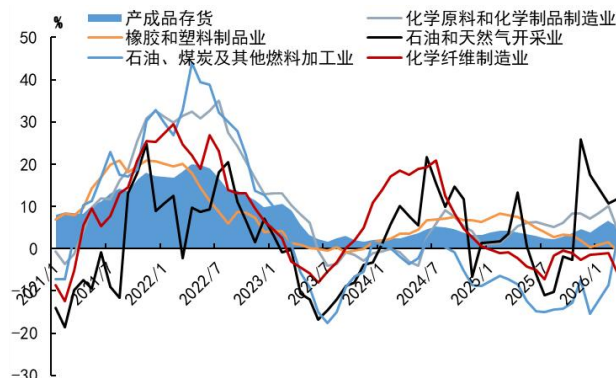
2025年化工各主要子行业库存分化, 形成“能源上游累库、中下游去库”的整体格局。2026年3月中国规模以上工业企业产成品存货同比增加5.20%, 其中石油和天然气开采业增加11.70%, 化学原料和化学制品制造业增加4.90%, 而化学纤维制造业则同比减少5.40%, 橡胶和塑料制品业同比减少0.50%, 油价上行使得上游企业库存价值增加, 而原油供应减量使得下游开工率下降, 库存持续消耗。

图5: 化工各子行业PPI-当月同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理并预测

图6: 化工各子行业PPI-当月同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

石油石化行业资本开支温和回升, 基础化工行业资本开支持续放缓。2023年SW石油石化、SW基础化工行业资本开支达到近些年高点 2024/2025年石油石化、基础化工行业资本开支同比增速均为负值, 说明行业主动放缓新产能投建, 2026年一季度, 石油石化、基础化工行业资本开支金额分别为1348.46、467.09亿元, 同比增速分别为+0.05%、-14.72%, 石油石化行业资本开支温和回升, 基础化工行业资本开支持续放缓。

图7: SW石油石化行业资本开支及同比增速

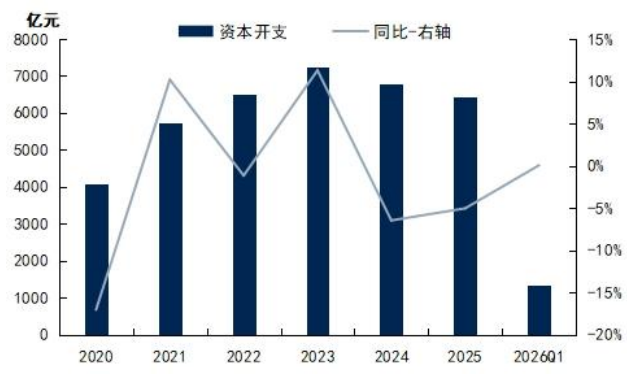
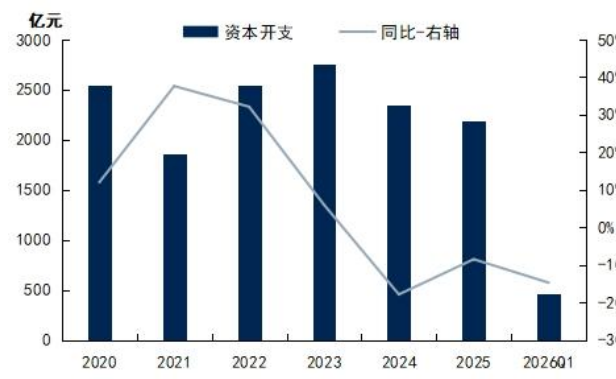


图8: SW基础化工行业资本开支及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理并预测

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2025年石油石化行业经营承压，基础化工行业景气度改善。2025年，SW石油石化行业实现营业收入74680.59亿元，同比下降4.00%，实现归母净利润3305.54亿元，同比下降9.24%，毛利率19.08%，同比下降0.06%，ROE为9.17%，同比下降1.41%。SW基础化工行业实现营业收入23585.07亿元，同比增长4.70%，实现归母净利润1163.15亿元，同比增长6.09%，毛利率16.50%，同比增长0.24%，ROE为6.27%，同比增长0.17%。从细分子行业看，营业收入增速大于10%的子行业主要有氟化工、民爆制品、钾肥、粘胶、复合肥、聚氨酯、合成树脂、煤化工、农药等；归母净利润增速大于10%的子行业主要有农药、氯碱、粘胶、氟化工、其他塑料制品、钾肥、其他化学纤维、改性塑料、煤化工、塑料、复合肥、食品及饲料添加剂等；毛利率同比提升大于1%的子行业主要有氟化工、钾肥、其他塑料制品、氯碱、其他化学纤维、农药、改性塑料、煤化工等。整体看，氟化工、钾肥、农药、粘胶、煤化工等细分子行业的经营情况在2025年实现较为显著改善。

图9: 石油石化与基础化工细分子行业年度经营情况

	营业收入			归母净利润			毛利率(%)			ROE(%)			年初至今涨跌幅(%)
	2024	2025	同比(%)	2024	2025	同比(%)	2024	2025	同比	2024	2025	同比	
SW石油石化	79497.60	74680.59	-4.00	3,741.7015	3,305.5367	-9.24	19.14	19.08	-0.06	10.58	9.17	-1.41	21.98
SW油服工程II	3108.44	3202.01	5.33	109.1649	111.5407	4.95	11.52	11.79	0.27	7.65	7.59	-0.06	31.89
SW油田服务III	1880.41	1872.98	1.87	82.0725	89.4220	12.04	12.71	13.61	0.90	9.98	10.30	0.32	16.79
SW油气及炼化工程III	1228.02	1329.03	10.64	27.0925	22.1187	-16.50	9.70	9.23	-0.47	4.49	3.68	-0.81	52.02
SW炼化及贸易II	72052.35	67381.49	-4.45	2,223.6004	1,956.3120	-9.36	17.40	17.48	0.08	8.39	7.37	-1.02	16.00
SW炼化化工III	69674.92	65221.17	-4.39	2,180.7925	1,942.3225	-8.10	17.71	17.80	0.09	8.62	7.64	-0.98	6.51
SW油品石化贸易III	489.30	401.32	-13.88	31.3031	20.4318	-38.96	18.74	19.06	0.31	7.57	5.71	-1.86	31.29
SW其他石化III	1888.12	1759.00	-4.42	11.5049	-6.4422	-156.66	5.54	4.92	-0.62	1.48	-0.85	-2.33	16.22
SW油气开采II	4336.82	4097.09	-3.28	1,408.9362	1,237.6841	-10.16	53.46	51.16	-2.30	18.85	15.40	-3.45	32.10
SW油气开采III	4336.82	4097.09	-3.28	1,408.9362	1,237.6841	-10.16	53.46	51.16	-2.30	18.85	15.40	-3.45	32.10
SW基础化工	22129.37	23585.07	4.70	1084.48	1163.15	6.09	16.26	16.50	0.24	6.10	6.27	0.17	12.45
SW农化制品	4583.11	5190.54	4.49	239.75	320.21	34.21	18.01	18.44	0.43	6.65	8.51	1.86	9.74
SW农药III	1512.50	1585.22	7.80	12.32	47.17	427.87	18.88	20.48	1.60	0.93	3.76	2.83	4.96
SW钾肥III	228.78	257.05	16.90	61.78	113.54	87.96	47.00	54.68	7.68	11.23	18.26	7.03	27.17
SW复合肥III	813.06	1368.93	13.45	39.35	52.99	25.59	13.25	11.72	(1.53)	10.04	11.32	1.28	8.84
SW磷肥及磷化工III	1287.89	1210.93	(4.19)	84.94	77.18	(7.12)	16.80	17.66	0.86	10.24	8.88	(1.35)	16.02
SW氮肥III	740.88	768.41	(4.73)	41.36	29.33	(33.28)	14.61	15.29	0.68	7.55	5.35	(2.20)	19.48
SW塑料	2543.85	2667.35	5.55	61.43	81.50	25.93	12.42	14.16	1.74	3.63	4.57	0.95	15.49
SW其他塑料制品III	676.26	628.48	(5.41)	7.43	16.38	102.02	9.46	12.06	2.60	1.61	3.49	1.89	16.26
SW改性塑料III	1238.47	1337.32	10.63	23.84	32.50	32.80	11.68	13.11	1.42	4.83	6.19	1.36	7.67
SW合成树脂III	271.72	334.13	12.28	24.93	27.61	6.65	20.29	20.56	0.27	8.87	8.79	(0.08)	12.97
SW膜材料III	357.40	367.43	3.12	5.25	5.02	(19.88)	14.59	15.79	1.19	1.14	1.06	(0.09)	24.61
SW化学制品	7636.22	8114.43	7.74	452.92	462.79	3.34	18.30	18.23	(0.08)	6.87	6.70	(0.17)	12.44
SW胶粘剂及胶带III	152.64	177.69	19.14	0.79	4.57	489.52	11.79	12.54	0.75	0.81	4.58	3.77	6.10
SW氟化工III	660.03	767.53	18.72	36.03	85.70	144.07	17.77	25.59	7.82	6.10	12.65	6.55	0.40
SW食品及饲料添加剂III	1126.55	1151.04	4.47	132.41	149.53	15.49	26.41	26.49	0.09	11.22	11.89	0.67	4.67
SW纺织化学制品III	329.52	301.92	(6.17)	25.18	27.66	12.31	23.26	24.39	1.13	4.06	5.00	0.44	23.36
SW其他化学制品III	2064.55	2157.50	5.23	43.07	47.65	8.90	13.76	14.20	0.44	2.42	2.58	0.17	18.87
SW聚氨酯III	2032.08	2246.43	13.01	137.06	130.97	(2.27)	15.61	13.35	(2.26)	12.88	11.43	(1.46)	5.42
SW民爆制品III	649.22	750.16	17.03	41.10	29.03	(28.31)	24.62	24.80	0.18	7.59	5.29	(2.30)	1.61
SW涂料油墨III	161.17	162.04	(5.56)	7.57	6.03	(28.96)	23.06	22.59	(0.47)	4.44	3.37	(1.07)	10.81
SW有机硅III	460.47	400.11	(13.49)	29.71	(18.33)	(158.93)	19.47	13.15	(6.32)	5.46	(3.43)	(8.88)	4.61
SW化学原料	4764.17	4837.72	2.00	250.76	224.80	(9.95)	16.58	16.32	(0.27)	6.14	5.44	(0.70)	14.86
SW氯碱III	1273.12	1249.59	0.40	8.21	31.42	293.06	12.87	15.23	2.36	0.72	2.82	2.11	10.67
SW煤化工III	1340.59	1479.39	8.83	99.88	124.96	26.07	16.37	17.77	1.40	8.91	10.80	1.88	30.22
SW无机盐III	334.05	355.25	(2.84)	24.29	19.14	(28.27)	23.11	20.17	(2.93)	6.75	4.86	(1.89)	23.36
SW其他化学原料III	896.16	915.18	4.48	59.82	41.31	(29.37)	14.26	13.14	(1.13)	9.26	6.15	(3.11)	9.85
SW钛白粉III	458.14	438.41	(2.26)	27.66	9.90	(63.39)	19.69	16.00	(3.69)	6.60	2.41	(4.19)	6.11
SW纯碱III	462.12	399.91	(11.13)	30.91	(1.94)	(106.38)	24.15	18.55	(5.60)	7.80	(5.00)	(8.30)	7.27
SW化学纤维	1902.32	2040.15	(0.99)	43.41	50.16	(14.54)	8.33	8.59	0.26	3.83	3.88	0.04	10.92
SW粘胶III	129.67	147.31	16.44	(1.32)	1.24	196.59	11.61	10.71	(0.90)	(1.14)	1.06	2.20	7.32
SW其他化学纤维III	176.25	229.01	10.99	6.08	14.85	34.65	15.25	16.90	1.65	2.28	4.60	2.32	28.22
SW氨纶III	269.31	241.98	(8.14)	22.20	18.58	(14.42)	13.83	13.19	(0.65)	8.58	6.98	(1.60)	0.09
SW涤纶III	1083.19	1126.22	2.60	13.87	14.36	(21.65)	5.31	5.74	0.42	3.62	3.44	(0.17)	0.54
SW锦纶III	243.90	295.63	(19.35)	2.58	1.13	(87.31)	8.91	8.21	(0.70)	2.42	0.66	(1.75)	9.06
SW非金属材料II	209.18	248.02	21.27	11.22	9.15	(16.63)	16.71	17.73	1.02	4.13	3.56	(0.56)	19.51
SW非金属材料III	209.18	248.02	21.27	11.22	9.15	(16.63)	16.71	17.73	1.02	4.13	3.56	(0.56)	19.51
SW橡胶	490.51	486.85	(1.28)	24.99	14.54	(44.04)	15.55	14.26	(1.28)	6.35	3.48	(2.87)	1.17
SW橡胶助剂III	67.01	68.72	4.84	7.09	7.60	9.63	21.42	20.77	(0.65)	10.44	10.47	0.04	11.37
SW炭黑III	236.49	219.24	(5.25)	11.40	4.95	(55.74)	10.51	9.18	(1.34)	8.78	3.70	(5.08)	0.75
SW其他橡胶制品III	187.01	198.89	1.37	6.50	1.99	(74.71)	19.81	17.63	(2.18)	3.32	0.94	(2.38)	(0.03)

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2026 年第一季石油石化、基础化工行业经营情况均实现大幅改善。2026 年第一季度，SW 石油石化行业实现营业收入 18782.05 亿元，同比下降 2.88%，环比增长 2.08%，实现归母净利润 1201.81 亿元，同比增长 15.29%，环比增长 120.70%，毛利率 22.19%，同比提升 15.43%，环比提升 15.43%，ROE 为 3.15%，同比提升 11.61%，环比提升 115.29%。SW 基础化工行业实现营业收入 6055.02 亿元，同比增长 13.70%，环比减少 0.51%，实现归母净利润 392.24 亿元，同比增长 15.20%，环比增长 262.08%，毛利率 17.14%，同比提升 1.48%，环比提升 6.16%，ROE 为 1.98%，同比提升 7.11%环比提升 251.54%。从细分子行业经营情况看，营业收入同比增速靠前的细分子行业主要有钾肥、复合肥、锦纶、聚氨酯、氟化工、涤纶、粘胶、氮肥、合成树脂等；归母净利润增速靠前的细分子行业为钾肥、氮肥、氟化工、涤纶、煤化工、氨纶、复合肥、炼化及贸易、炼油化工、聚氨酯等；毛利率同比提升靠前的细分子行业为氨纶、粘胶、氮肥、有机硅、钾肥、涤纶、炼油化工、氟化工、纺织化学制品、煤化工等。整体看，钾肥、纺织链、氟化工、炼化等细分子行业的经营情况在 2026 年一季度实现较为显著改善。

图10: 石油石化与基础化工细分子行业季度经营情况

	营业收入				归母净利润				销售毛利率				ROE				年涨跌幅 (%)
	2025Q4	2026Q1	2026Q1 同比	2026Q1 环比	2025Q4	2026Q1	2026Q1 同比	2026Q1 环比	2025Q4	2026Q1	2026Q1 同比	2026Q1 环比	2025Q4	2026Q1	2026Q1 同比	2026Q1 环比	
sw石油石化	18,400.05	18,782.05	-2.88%	2.08%	544.55	1,201.81	15.29%	120.70%	19.23	22.19	15.43%	15.43%	3.15	3.15	11.61%	115.29%	21.98%
sw炼化及贸易	16,390.73	16,961.30	-3.65%	3.48%	325.76	784.15	22.24%	140.71%	18.25	20.55	18.79%	12.57%	1.19	2.81	19.56%	135.95%	16.00%
sw炼油化工	15,830.80	16,431.99	-3.82%	3.80%	333.88	760.22	21.16%	127.69%	18.62	20.91	19.32%	12.27%	1.27	2.84	18.15%	123.19%	6.51%
sw其他石化	457.51	436.50	8.94%	-4.59%	-13.83	19.01	235.99%	-237.48%	3.72	7.42	2.78%	99.55%	1.81	2.43	235.51%	-234.26%	16.22%
sw油品石化贸易	102.43	92.81	-21.83%	-9.39%	5.72	4.92	-41.21%	-14.00%	26.00	18.37	-2.93%	-29.34%	1.64	1.39	-32.15%	-15.08%	31.29%
sw油气开采II	884.01	1,187.68	7.84%	34.35%	201.16	395.45	5.79%	96.59%	48.13	50.91	-6.47%	5.77%	2.39	4.52	-0.64%	88.95%	32.10%
sw油气开采III	884.01	1,187.68	7.84%	34.35%	201.16	395.45	5.79%	96.59%	48.13	50.91	-6.47%	5.77%	2.39	4.52	-0.64%	88.95%	32.10%
sw油服工程	1,125.30	633.07	-0.16%	-43.74%	17.63	22.21	-18.12%	26.01%	10.70	12.44	6.75%	16.30%	1.16	1.42	-22.22%	22.46%	31.89%
sw油田服务	590.35	403.86	1.09%	-31.59%	17.51	16.41	-14.99%	-6.30%	12.64	13.46	4.79%	6.52%	1.92	1.76	-20.34%	-8.20%	16.79%
sw油气及炼化工程	534.95	229.21	-2.29%	-57.15%	0.12	5.81	-25.85%	4899.28%	8.56	10.65	10.57%	24.42%	0.02	0.91	-28.14%	4700.53%	52.02%
sw基础化工	6,085.80	6,055.02	13.70%	-0.51%	108.33	392.24	15.20%	262.08%	16.14	17.14	1.48%	6.16%	0.56	1.98	7.11%	251.54%	12.45%
sw化学制品	2,185.25	2,053.36	14.41%	-6.04%	33.35	141.35	0.82%	323.86%	17.92	18.78	-2.36%	4.80%	0.46	1.92	-5.08%	314.31%	12.44%
sw食品及饲料添加剂	293.96	299.33	4.91%	1.83%	21.00	28.70	-41.36%	36.65%	22.70	22.80	24.05%	0.45%	1.58	2.11	-46.00%	33.92%	4.67%
sw聚氨酯	646.32	599.38	24.69%	-7.26%	33.86	38.94	19.61%	15.01%	13.64	14.33	-5.96%	5.05%	2.75	3.07	6.50%	11.56%	5.42%
sw氟化工	198.19	197.28	23.06%	-0.46%	15.51	27.53	64.33%	77.48%	25.06	29.21	17.91%	16.56%	2.13	3.64	46.79%	70.39%	0.40%
sw其他化学制品	560.79	527.77	8.87%	-5.89%	-13.38	20.53	-2.04%	-253.42%	14.46	15.26	4.47%	5.53%	0.70	1.05	-6.73%	-250.24%	18.87%
sw民爆制品	215.78	159.26	11.95%	-26.20%	-5.95	8.23	19.66%	-238.25%	26.87	22.05	2.23%	17.95%	1.06	1.45	18.15%	-236.33%	1.61%
sw纺织化学制品	81.15	86.50	21.58%	6.60%	8.46	8.97	71.06%	5.94%	25.42	27.50	16.72%	8.17%	1.37	1.43	72.72%	4.49%	23.36%
sw涂料油墨	38.95	39.01	11.17%	0.15%	-0.98	1.61	-23.70%	-263.70%	22.91	21.25	-7.49%	-7.26%	0.53	0.86	-29.56%	-261.65%	10.81%
sw胶黏剂及胶带	48.01	41.79	13.60%	-12.96%	0.44	1.19	35.23%	173.14%	13.07	12.97	7.06%	-0.72%	0.42	1.09	21.45%	162.36%	6.10%
sw有机硅	102.10	103.05	4.75%	0.92%	-25.60	5.65	-3.79%	-122.07%	11.88	20.09	25.13%	69.06%	1.48	1.05	-0.81%	-121.78%	4.61%
sw农化制品	1,281.19	1,404.45	22.15%	9.62%	58.83	113.08	38.11%	92.22%	18.57	19.21	5.68%	3.43%	1.50	2.80	27.55%	86.59%	9.74%
sw磷肥及磷化工	273.06	297.35	0.36%	8.89%	0.98	20.79	12.30%	2019.93%	17.46	16.18	12.04%	-7.30%	0.11	2.16	0.98%	1910.73%	16.02%
sw钾肥	73.36	93.38	76.66%	27.30%	46.61	39.61	128.33%	-15.01%	52.17	63.10	22.61%	20.95%	0.85	5.76	95.56%	-15.91%	27.17%
sw农药	376.73	412.05	4.21%	9.37%	-3.88	24.29	-9.70%	-725.56%	21.60	21.08	-4.10%	-2.44%	0.30	1.87	-10.26%	-714.96%	4.96%
sw复合肥	369.08	402.64	71.46%	9.09%	12.43	16.53	24.04%	32.90%	11.51	11.20	-19.76%	-2.72%	2.53	3.18	0.44%	25.88%	8.84%
sw氮肥	188.95	199.03	16.83%	5.33%	2.69	11.87	104.77%	341.26%	14.89	15.48	36.61%	3.98%	0.48	2.09	102.52%	331.87%	19.48%
sw化学原料	1,210.32	1,234.90	3.91%	2.03%	11.22	79.86	8.27%	611.48%	15.29	16.26	-1.03%	6.35%	0.27	1.85	5.44%	595.93%	14.86%
sw煤化工	354.68	384.27	9.33%	8.34%	19.60	45.84	46.06%	133.88%	15.58	20.04	14.68%	28.67%	1.64	3.70	38.82%	125.06%	30.22%
sw其他化学原料	229.71	240.97	1.39%	4.90%	6.40	17.68	19.21%	176.46%	15.47	14.16	7.02%	-8.47%	0.93	2.51	15.33%	170.45%	9.85%
sw氯碱	315.86	311.50	2.34%	-1.38%	-0.51	8.04	-31.25%	-1671.27%	14.15	13.83	-14.12%	-2.32%	0.04	0.70	-32.13%	1661.01%	10.67%
sw钛白粉	109.31	120.11	0.25%	9.88%	-7.54	3.19	-62.08%	-142.31%	12.79	13.11	-25.65%	2.52%	1.83	0.77	-60.67%	-142.20%	6.11%
sw无机盐	97.12	84.32	9.89%	-13.18%	4.79	2.69	-39.03%	-45.74%	19.11	17.44	-8.60%	-8.73%	1.19	0.61	-47.28%	-48.38%	23.36%
sw纯碱	103.64	93.72	-4.79%	-9.57%	-11.51	2.52	-20.95%	-121.87%	16.40	17.19	-3.81%	4.78%	3.07	0.67	-14.97%	-121.70%	7.27%
sw塑料	675.79	670.45	11.32%	-0.79%	7.42	29.86	39.05%	302.14%	15.32	14.65	6.82%	-4.39%	0.40	1.51	22.53%	277.28%	15.49%
sw改性塑料	343.51	323.65	5.31%	-5.78%	3.79	9.16	16.77%	141.97%	15.27	13.01	5.97%	-14.81%	0.69	1.60	6.67%	133.80%	7.67%
sw合成树脂	87.77	77.03	15.55%	-12.24%	5.90	3.49	-41.74%	-40.93%	20.71	19.68	-6.33%	-4.99%	1.79	1.04	-49.41%	-41.79%	12.97%
sw其他塑料制品	148.36	169.62	15.92%	14.33%	0.80	7.81	44.98%	874.28%	12.69	13.41	9.96%	5.64%	0.17	1.54	33.51%	835.86%	16.26%
sw膜材料	96.15	100.16	22.21%	4.17%	-3.06	9.41	316.01%	-407.05%	14.68	18.22	14.43%	24.11%	0.62	1.65	241.51%	-364.75%	24.61%
sw化学纤维	538.40	511.17	20.37%	-5.06%	3.77	19.66	74.00%	422.09%	7.11	11.12	22.49%	56.48%	0.28	1.40	41.99%	401.09%	10.92%
sw涤纶	310.64	273.02	20.40%	-12.11%	-2.53	7.01	54.27%	-377.27%	4.50	7.91	21.68%	75.86%	0.59	1.51	27.66%	-355.01%	0.54%
sw氨纶	60.89	67.67	7.17%	11.14%	3.96	6.69	32.58%	68.83%	10.50	18.46	37.07%	75.76%	1.45	2.39	27.90%	65.11%	0.09%
sw其他化学纤维	59.75	59.51	28.86%	-0.40%	3.23	4.14	148.43%	28.14%	14.53	18.29	16.03%	25.89%	0.95	1.20	92.17%	26.77%	28.22%
sw粘胶	39.79	40.44	17.89%	1.65%	0.08	1.60	-3845.69%	1982.75%	10.92	13.61	36.76%	24.65%	0.06	1.25	3534.81%	1830.26%	7.32%
sw锦纶	67.33	70.52	29.95%	4.73%	-0.98	0.22	149.50%	-122.25%	7.26	9.07	6.19%	24.91%	0.52	0.12	43.37%	-122.25%	9.06%
sw橡胶	125.61	116.11	3.59%	-7.56%	-3.43	4.24	-43.02%	-223.54%	11.71	14.20	10.46%	21.27%	0.79	0.96	-47.83%	-220.27%	1.17%
sw橡胶助剂	17.68	19.08	11.02%	7.87%	1.06	2.42	8.81%	128.59%	20.05	20.22	-7.38%	0.85%	1.36	3.03	-4.50%	123.06%	11.37%
sw炭黑	55.86	51.48	-4.11%	-7.84%	-0.97	0.72	-72.36%	-174.59%	7.18	7.75	-27.41%	7.95%	0.70	0.52	-73.59%	-174.29%	0.75%
sw其他橡胶制品	52.07	45.55	10.52%	-12.51%	-3.53	1.09	-57.97%	-131.06%	13.75	18.98	-5.75%	38.07%	1.64	0.49	-62.00%	-129.78%	-0.03%
sw非金属材料II	69.24	64.58	20.51%	-6.72%	-2.83	4.20	-5.35%	-248.40%	16.48	15.44	-25.34%	-6.32%	1.08	1.56	-7.98%	-244.22%	19.51%
sw非金属材料III	69.24	64.58	20.51%	-6.72%	-2.83	4.20	-5.35%	-248.40%	16.48	15.44	-25.34%	-6.32%	1.08	1.56	-7.98%	-244.22%	19.51%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2、本月投资组合

基于以上分析，我们预计美以伊战争将使得 2026 年 Brent、WTI 油价中枢维持在 85-90 美元/桶的相对高位区间，展望 2026 年 5 月，我们更看好油气、钾肥、MDI、煤化工、蛋氨酸这些直接或间接受益于美以伊战争的子行业，以及在 AI 算力需求大幅提升下的电子树脂需求快速增长的投资机会。

我们本月建议的组合包括**百龙创园**、**中国石油**、**新和成**、**亚钾国际**、**万华化学**、**联泓新科**。

【百龙创园】国内阿洛酮糖正式获批，膳食纤维需求高速增长。

【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；

【新和成】技术与产业协同效应显著的综合精细化工龙头；

【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；

【万华化学】全球聚氨酯行业龙头，锂电材料、新材料加速放量；

【联泓新科】EVA 行业龙头企业，新材料业务成长可期；

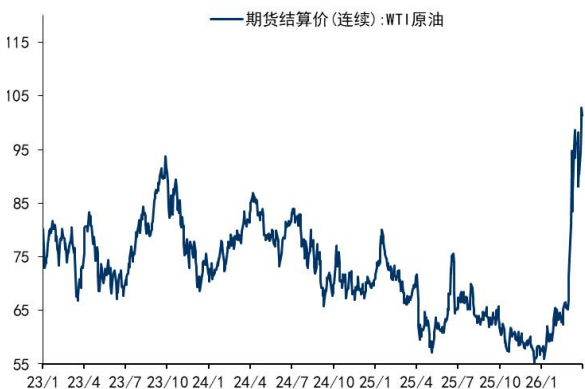
3、重点行业研究

3.1 油气：受美以伊冲突影响，油价维持高位震荡

4月油价回顾：受美以伊冲突影响，4月油价维持100美元/桶附近震荡

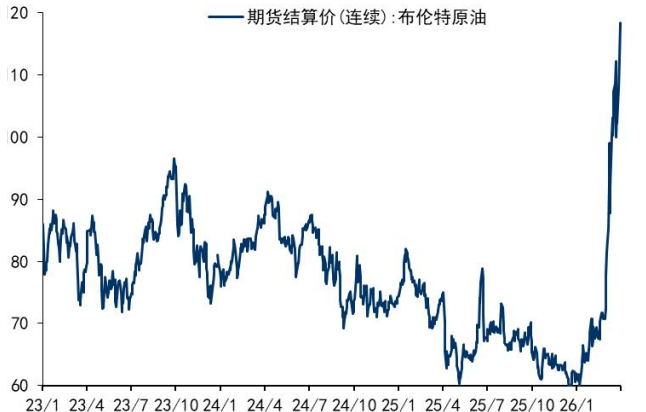
2026年4月布伦特期货均价为102.5美元/桶，环比上涨2.5美元/桶；布伦特现货均价121.9美元/桶，环比上涨17.7美元/桶；WTI期货均价97.9美元/桶，环比上涨7.0美元/桶。4月上旬，特朗普威胁打击伊朗石油设施，伊方强硬回应，双方对峙升级，油价冲高至110美元/桶附近；4月中旬，美伊双方同意停火两周并启动谈判，油价单日暴跌超过10%，油价围绕美伊谈判结果反复博弈；4月下旬，特朗普称双方已对话并推迟打击伊朗能源设施，释放缓和信号，美国提交和平方案，伊朗否认与美国谈判，美国考虑向中东增派地面部队，霍尔木兹海峡再度关闭，油价震荡上涨。4月末，阿联酋突然宣布自5月1日起退出OPEC+并提高产量，油价维持高位震荡。

图11: 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12: 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

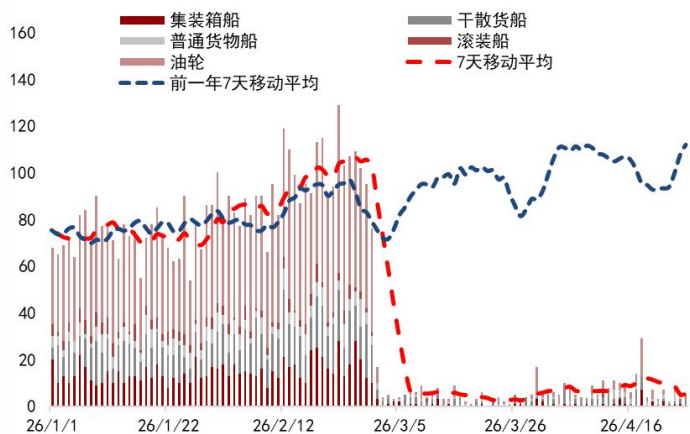
2、油价观点判断：布伦特油价中枢85-90美元/桶

供给端：美以伊冲突致使霍尔木兹海峡航运停滞，大幅影响原油、成品油、LNG供给

霍尔木兹海峡连接波斯湾、阿曼湾及阿拉伯海，它是沙特阿拉伯、阿联酋、科威特、卡塔尔、伊拉克、巴林和伊朗所产石油及天然气的主要出口通道，根据IEA数据，2025年全球约2000万桶/天石油产品贸易经由霍尔木兹海峡中转。受美以伊冲突影响，自2026年3月初，途经霍尔木兹海峡的航运交通已基本陷入停滞。

根据IEA最新月度报告统计，2026年3月OPEC+产量为3524万桶/天，环比2月减产813万桶/天；根据OPEC最新月度报告统计，2026年3月OPEC+原油产量环比减少770万桶/日至3506万桶/日。

图13: 霍尔木兹海峡船只通行量



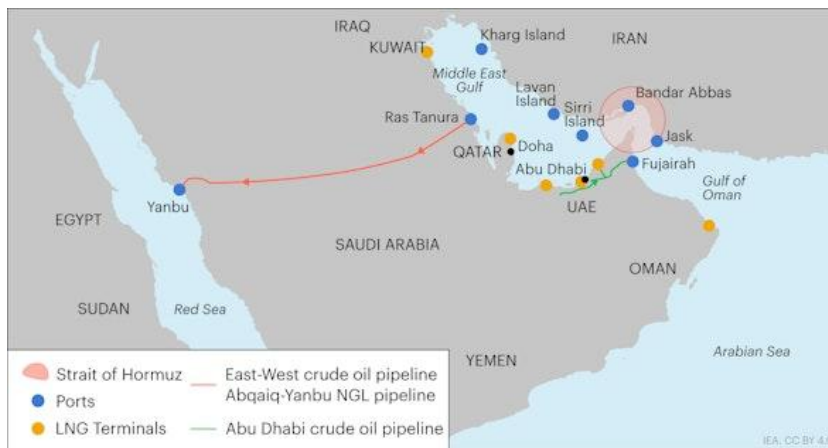
资料来源: UN Global Platform、PortWatch, 国信证券经济研究所整理

而若要绕开霍尔木兹海峡输送石油, 可供选择的替代方案十分有限。目前, 仅沙特阿拉伯和阿联酋拥有可投入运行的原油管道, 具备将石油输送路线改道以绕开该海峡的潜力, 根据 IEA 预计, 可用输送能力在 350-550 万桶/天。其余包括伊朗、伊拉克、科威特、卡塔尔和巴林在内的其他国家, 则高度依赖霍尔木兹海峡来完成绝大部分的石油出口运输。此外, 2025 年, 海湾地区的生产商出口了 330 万桶/天的成品油以及 150 万桶/天的液化石油气 (LPG)。

从中东石油生产国发运情况来看, 中东港口仍有伊朗哈尔克岛、沙特延布港和阿联酋富查伊拉港能够进行石油发运, 其中哈尔克岛 4 月发运 130.9 万桶/日、富查伊拉港 4 月发运 180.8 万桶/日、延布港 4 月发运 407.9 万桶/日, 合计发运约 719.6 万桶/日。但随着 4 月 13 日美国正式宣布封锁霍尔木兹海峡, 伊朗哈尔克岛发运量持续下滑, 如果封锁持续至 5 月, 预计将会持续消减伊朗原油出口量。

鉴于航运基本停滞、绕行霍尔木兹海峡的能力有限, 加之储油设施已趋于饱和, 海湾国家已将其石油总产量削减了超过 1100 万桶/天, 同时已有超过 300 万桶/天的炼油产能被迫停产。

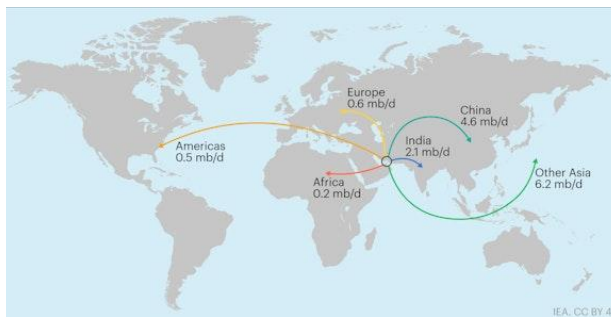
图14: 霍尔木兹海峡地形图



资料来源：IEA，国信证券经济研究所整理

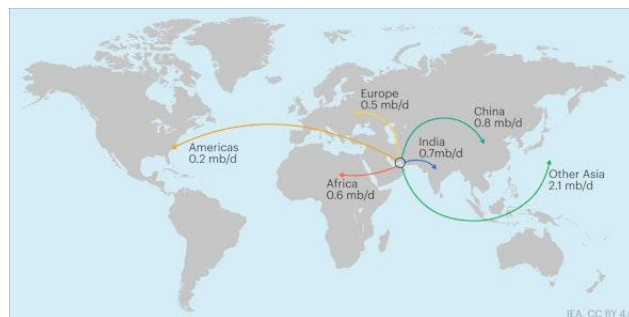
2025 年，途经霍尔木兹海峡运输的原油及石油产品中，其中 76%运往亚洲、9%运往欧洲、7%运往美国。

图15: 2025 年霍尔木兹海峡原油出口量（按目的地划分）



资料来源：IEA，国信证券经济研究所整理

图16: 2025 年霍尔木兹海峡过境石油产品（按目的地划分）



资料来源：IEA，国信证券经济研究所整理

2025 年途经霍尔木兹海峡的液化天然气（LNG）超过 1100 亿立方米。其中，卡塔尔约 93%的 LNG 出口量和阿联酋约 96%的 LNG 出口量均经由霍尔木兹海峡运输，占全球 LNG 贸易总量的约 20%，其中近 90%的目的地为亚洲市场。

自 3 月 1 日起，霍尔木兹海峡航运受阻已导致卡塔尔和阿联酋的 LNG 供应量每日减少超过 3 亿立方米。位于卡塔尔的拉斯拉凡（Ras Laffan）设施是全球最大的液化设施，自 3 月 2 日首次遭受袭击以来，一直处于停运状态。此外，受油田停产的影响，卡塔尔的天然气产量也随之受挫，导致伴生天然气的产出大幅减少。

OPEC+于 2026 年 6 月恢复增加 18.8 万桶/天配额，但在当前霍尔木兹海峡“封闭”情况下，本次增产的象征意义更大：根据欧佩克网站声明：沙特阿拉伯、俄罗斯、伊拉克、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚与阿曼等七国，为共同维护石油市场稳定，决定在 2023 年 4 月公布的额外自愿调控配额基础上，执行 18.8 万桶/天的产量调整（即增加产量，剔除阿联酋退出后的配额份额），该调整将于 2026 年 6 月正式实施。

需求端：国际主要能源机构预计 2026 年原油需求变化为（-8）-138 万桶/天，预计 2027 年原油需求增长 134-159 万桶/天：根据 OPEC、IEA、EIA 最新 4 月月报显示，2026 年原油需求分别为 106.53、103.71、104.57 百万桶/天，分别较 2025 年+138、-8、+60 万桶/天；2027 年 OPEC、EIA 预测原油需求分别为 107.87、106.16，分别较 2026 年增加 134、159 万桶/天。

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)》，2026 年 4 月七部委联合发布《加力推进石化化工行业老旧装置更新改造行动方案（2026—2029 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。

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/天。(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/天集体减产、166 万桶/天自愿减产目标延长至 2026 年底。将 220 万桶/天自愿减产计划延长 2025 年 3 月底, 随后这部分 220 万桶/天的自愿减产将和阿联酋增加的 30 万桶/天产量将从 2025 年 4 月至 2026 年 9 月底, 18 个月时间内逐步恢复。

截止 2025 年 9 月, 2023 年 11 月达成的 220 万桶/天自愿减产已经完全退出, 2023 年 4 月达成的 166 万桶/天自愿减产正在退出: 9 月 7 日 OPEC+部长级会议决定, 10 月起增产 13.7 万桶/天, 旨在逐步解除 2023 年 4 月达成的 166 万桶/天减产协议, 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/天, 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、4 月 5 日、5 月 3 日的 OPEC+月度会议上, OPEC+决定于 2026 年 4 月、5 月恢复增产 20.6 万桶/天, 6 月恢复增产 18.8 万桶/天 (剔除阿联酋增量后)。

表2: 220 万桶/天、166 万桶/天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	7 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
1-3 月	971	4273	2580	10103	3411	1569	811	9574	33292
2026 年 4 月	977	4299	2596	10166	3429	1579	816	9637	33499
5 月	983	4326	2612	10228		1589	821	9699	30258
6 月	989	4352	2628	10291		1599	826	9762	30447
生产配额	1007	4431	2676	10478		1628	841	9949	31010

资料来源: OPEC, 国信证券经济研究所整理 (阿联酋于 2026 年 5 月 1 日起退出 OPEC 及 OPEC+)

根据 IEA 最新发布的 2026 年 4 月月度报告统计, 2026 年 3 月 OPEC+产量为 3524 万桶/天, 环比 2 月减产 813 万桶/天, 2026 年 3 月沙特、俄罗斯产量分别为 725、

896 万桶/天。

表3: OPEC+减产情况 (百万桶/天)

国家	2月产量	3月产量	3月较配额	3月配额	生产能力	实际减产
阿尔及利亚	0.98	0.96	-0.01	0.97	0.99	0.02
刚果	0.3	0.27	-0.01	0.28	0.27	0
赤道几内亚	0.06	0.06	-0.01	0.07	0.06	0
加蓬	0.2	0.19	0.01	0.18	0.22	0.04
伊拉克	4.57	1.57	-2.59	4.16	4.87	
科威特	2.54	1.19	-1.39	2.58	2.88	
尼日利亚	1.31	1.35	-0.15	1.5	1.42	0.07
沙特阿拉伯	10.4	7.25	-2.85	10.1	12.11	
阿联酋	3.64	2.37	-0.5	3.39	4.28	
OPEC9 国产量	23.99	15.22	-8.01	23.23	27.1	0.13
伊朗	3.68	3.63			3.8	
利比亚	1.28	1.23			1.28	0.05
委内瑞拉	0.86	0.98			1	0.02
OPEC12 国产量	29.82	21.07			33.18	0.2
阿塞拜疆	0.47	0.47	-0.09	0.55	0.48	0.01
哈萨克斯坦	1.43	1.88	0.93	0.95	1.8	0
墨西哥	1.4	1.39			1.5	0.11
阿曼	0.8	0.84	0.04	0.8	0.8	
俄罗斯	8.67	8.96	-0.61	9.57	9.4	
其他	0.78	0.63	-0.24	0.87	0.86	
Non-OPEC 合计	13.55	14.17	0.03	12.75	14.84	0.12
OPEC+18 国产量	36.14	28	-7.98	35.98	40.43	0.14
OPEC+合计	43.37	35.24			48.01	0.32

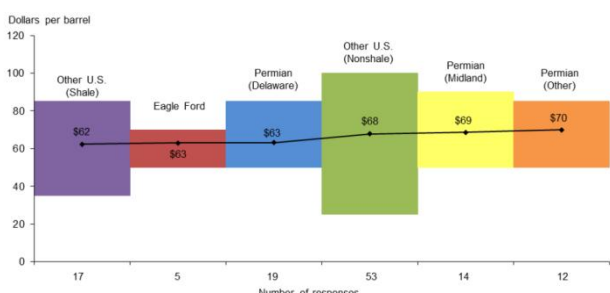
资料来源: IEA, 国信证券经济研究所整理

在页岩油资本开支方面,根据达拉斯联储 2026 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 34-47 美元/桶,平均价格为 43 美元/桶,较 2025 年第一季度的 41 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 32 美元/桶,同比增加 1 美元/桶,小型企业(日产量低于 10000 桶/天)则为 46 美元/桶,同比增加 2 美元/桶。

美国页岩油盆地新打井-完井成本处于 62-70 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 66 美元/桶,较 2025 年第一季度的 65 美元/桶增加 1 美元/桶,如二叠纪盆地的盈亏平衡油价为 67 美元/桶,较 2025 年第一季度的 65 美元/桶增加 2 美元/桶。其中大型公司盈亏平衡油价为 59 美元/桶,较 2025 年第一季度降低 2 美元/桶,而小型公司盈亏平衡油价为 68 美元/桶,较 2025 年第一季度增加 2 美元/桶。

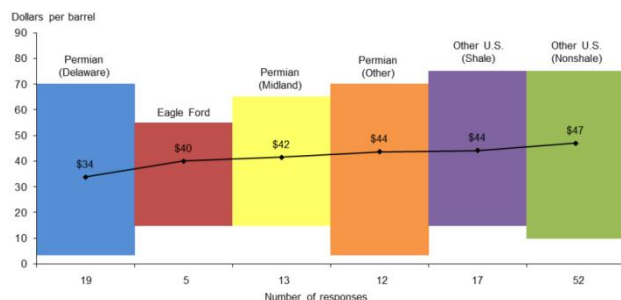
美国页岩油企业钻探成本上升的主要原因为政治法规所致,根据《通胀削减法案》,针对油气开采环节的甲烷排放从 2024 年起收费 900 美元/吨,2025 年提高至 1200 美元/吨。在特朗普新一任期中,或将在勘探开采、环保费用补贴、税收等多方面降低原油开采成本。

图17: 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18: 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, 在高油价下美国页岩油厂商或增加资本开支及产量。根据 EIA 最新 4 月月报, EIA 将 2027 年美国原油产量由 2 月月报预测的 1332 万桶/天上调至 1394 万桶/天。

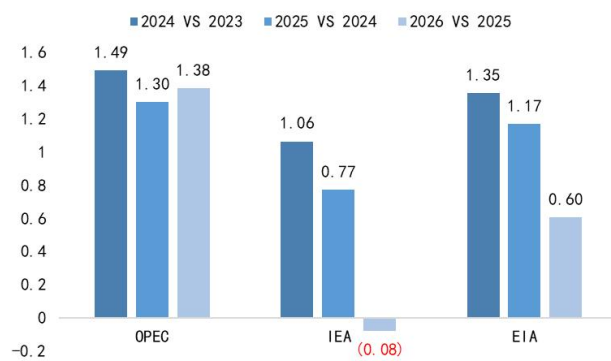
需求端: 国际主要能源机构预计 2026 年原油需求变化为 (-8) -138 万桶/天, 预计 2027 年原油需求增长 134-159 万桶/天: 根据 OPEC、IEA、EIA 最新 4 月月报显示, 2026 年原油需求分别为 106.53、103.71、104.57 百万桶/天, 分别较 2025 年+138、-8、+60 万桶/天; 2027 年 OPEC、EIA 预测原油需求分别为 107.87、106.16, 分别较 2026 年增加 134、159 万桶/天。

图19: 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20: 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

受到美以伊冲突影响, 3 月初以来霍尔木兹海峡持续封锁, 航运基本停滞, 加之储油设施已趋于饱和, 海湾国家已将石油总产量削减超过 900 万桶/天, 同时有超过 300 万桶/天的炼油产能被迫停产。OPEC+于 2026 年 6 月继续恢复增产 18.8 万桶/天, 但由于霍尔木兹海峡封闭增产实际意义有限, EIA 将 2027 年美国原油产量由上调至 1393 万桶/天。但鉴于目前霍尔木兹海峡封锁仍然持续, 未来原油供给要持续关注霍尔木兹海峡通行情况。

2026 年 Brent、WTI 油价中枢预计在 85-90 美元/桶, 上游油气开采板块有望维持较高景气。

3.2 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 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%。

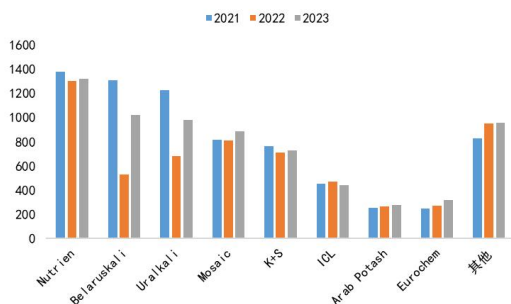
表4: 全球主要国家钾盐产量及储量（折纯 K2O，万吨）

	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

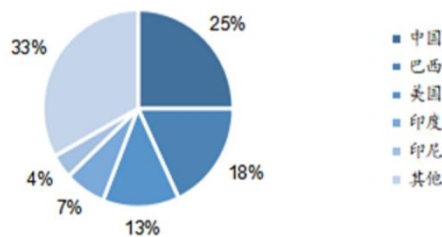
钾肥的主要消费国有中国、巴西、美国和印度等，其中中国钾肥消费量占比约 25%。根据 IFA 的预测，钾肥需求从 2020 年至 2024 年仍将保持年均 3.3% 的增长，预计 2023 年全球钾肥消费量将回升 4%。而亚洲地区作为新兴经济体的经济增速快于主要欧美国家，其钾肥需求增速也超过全球平均水平，根据 Argus 的统计，东南亚、东亚及南亚地区氯化钾需求合计 3000 万吨，过去 10 年亚洲地区钾肥需求复合增速为 4.35%，随着该地区经济快速发展带来的消费升级以及人口增加，即使在现有高价格的基础上，未来亚洲地区钾肥需求增速仍有望继续保持在 4%-5%。

图21: 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

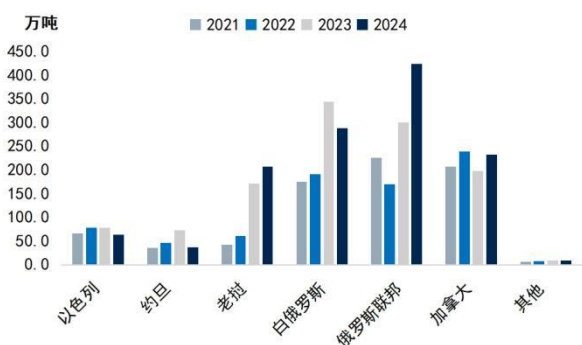
图22: 全球钾肥主要消费国家



资料来源: 中国化肥信息, 国信证券经济研究所整理

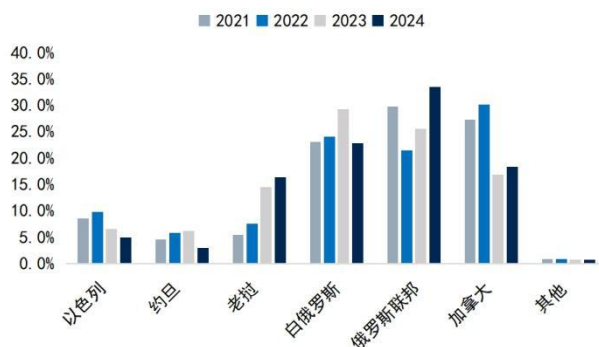
我国钾盐资源严重不足，我国钾肥进口主要来自加拿大、俄罗斯、白俄罗斯，近年来老挝进口量快速增长。我国钾肥超过70%进口量来自加拿大、俄罗斯、白俄罗斯三国，2024年全年进口1263.3万吨，其中来自加拿大、俄罗斯、白俄罗斯的进口量分别为232.9、424.4、288.8万吨，分别占比18.4%、33.6%、22.9%，合计占比74.9%。此外，来自以色列、约旦、老挝的进口量分别为63.2、37.4、207.2万吨，其中来自老挝的进口量同比增长21.3%。由于中欧班列运费成本较高，来自白俄罗斯的进口占比有所降低。老挝由于中资企业扩产投放，未来是海外进口的核心增量之一。

图23: 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

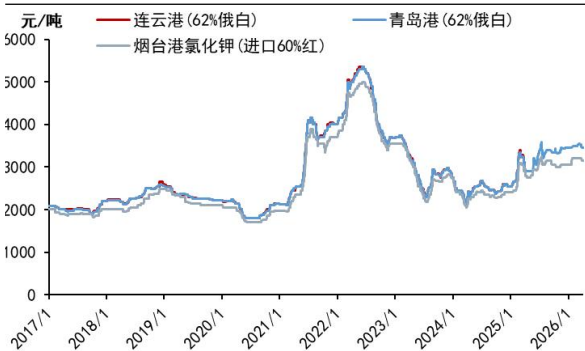
图24: 中国氯化钾进口量占比



资料来源: Wind, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

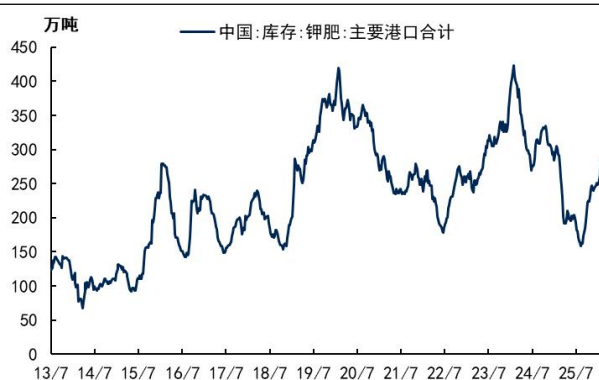
2026年4月，氯化钾市场走势维持相对坚挺姿态，整体供应呈现偏紧格局，货源补充相对有限，且国际市场价格持续拉涨，对国内市场提供一定支撑，部分品种氯化钾价格坚挺；4月底百川盈孚氯化钾市场均价为3272元/吨，环比上月跌幅为0.06%，同比上年涨幅10.69%。

图25: 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26: 钾肥港口库存（万吨）

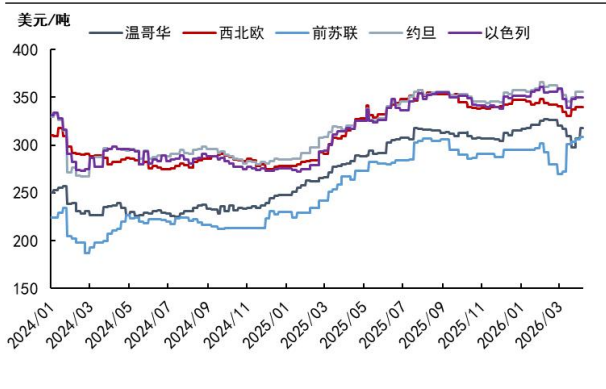


资料来源: 隆众资讯, 国信证券经济研究所整理

国际市场：本月中东战争是市场关注焦点，地缘冲突带来的不确定性仍在一定程度上对市场情绪形成支撑。4月在包括美国在内的大多数地区，氯化钾价格持续攀升，市场似乎正对进口量有限、引发夏季补货担忧的局面作出反应。这一上涨趋势还受到运费上涨以及第二季度整体供应趋紧的支撑。加拿大钾肥公司（Canpotex）宣布，其第二季度销售已全部锁定，直至6月底将无额外现货供应，这一供应端的紧缩信号直接推高了市场看涨情绪。一家印尼大型进口商发布了两

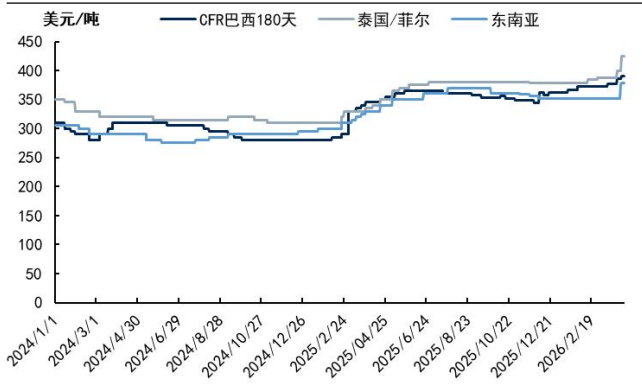
项招标，寻求采购总量为 15.5 万吨的标准氯化钾，交货期为 6 月至 9 月，招标截止日期为 4 月 27 日至 28 日。此前，该买家请求将采购 8000 吨颗粒氯化钾（5 月至 6 月交货）的现有招标报价有效期从 4 月 17 日延长至 4 月 24 日，目前该招标尚未结束。

图27: 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

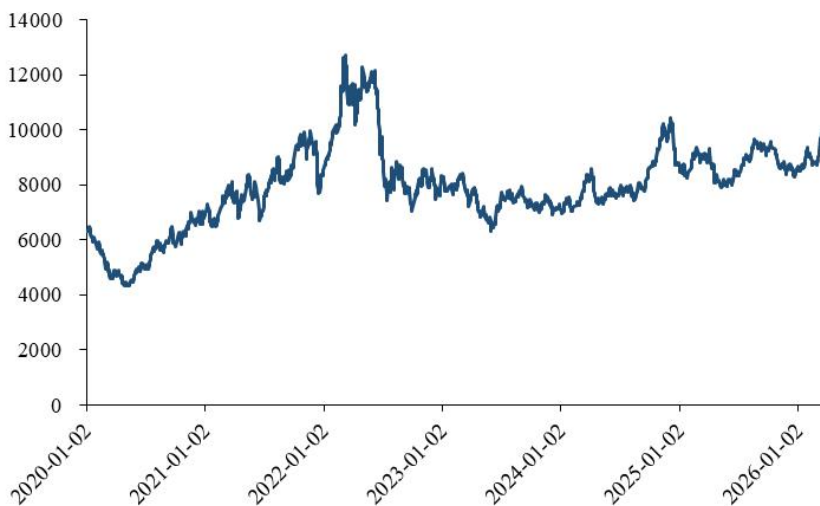
图28: 全球主要钾肥进口国 CFR 价格（美元/吨）



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29: 棕榈油期货收盘价（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券研究所

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。

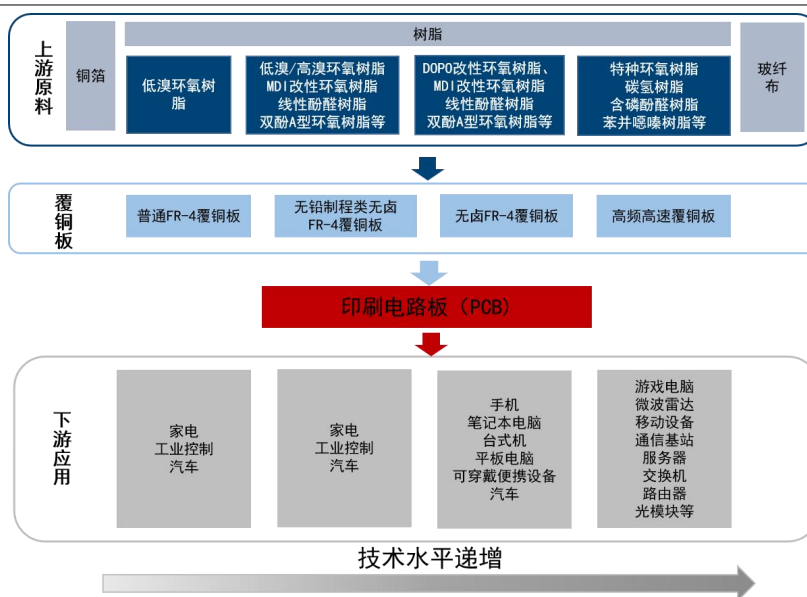
综上，由于供应紧张和需求稳定增长，预计 2026 年氯化钾价格将继续维持高位震荡，国内港口库存低位、国际大合同价格支撑等因素将对价格形成有力支撑。3 月份进入春耕旺季，2026 年大合同货源陆续抵达，氯化钾市场供应、需求均有提升，支撑市场心态偏乐观，但受国内政策调控、成本压力、下游需求弹性等因素影响，价格大幅上涨或下跌空间有限，以高位震荡运行为主。

3.3 电子树脂：原料上涨叠加需求旺盛，PCB 电子树脂报价上涨

成本端：双酚 A、环氧丙烷、溴素等基础原料价格快速上涨

电子树脂性能对覆铜板性能存在至关重要的影响，树脂基体的选择在 CCL 的配方设计中尤为重要。电子级树脂材料具有高玻璃化转变温度、低介电常数、低介质损耗、低膨胀系数等特性，能够满足信号传输高频化、信息处理高速化的性能需求，是制作高性能覆铜板的三大主材之一，可广泛应用于 5G 通讯、汽车电子、消费电子、工业电子等领域。

图30：电子树脂-覆铜板-PCB 产业链结构示意图



资料来源：同宇新材公司公告，国信证券经济研究所整理

随着 PCB 板应用领域的扩展，电子树脂配方体系不断发展进化。电子树脂中溴类、磷类阻燃元素的含量越高，覆铜板的阻燃等；而高纯度、低杂质的电子树脂能提升覆铜板的绝缘性能以及长期耐环境可靠性（如高温高湿）。电子树脂的分子结构高度规整对称以及较低的极性基团含量，能有效降低覆铜板的电信号损耗，以适配高速高频通讯领域的应用场景；传统的 FR-4 覆铜板主要应用于家电、汽车等终端领域，价格偏低。在推广无铅无卤化后，覆铜板采用改性环氧体系树脂，价格显著提升。5G 及 AI 时代需要低损耗及超低损耗的覆铜板，则采用 PPO、BMI 及碳氢树脂等树脂体系。

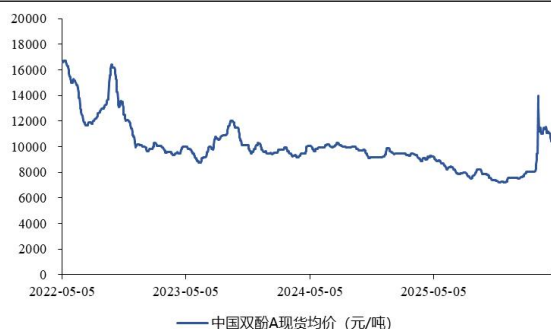
表5：覆铜板分类及对应需求树脂种类

介电损耗等级	数据传输速率	覆铜板基材树脂主要成分	
Ultra Low Loss	Df<0.002	50Gbps	聚四氟乙烯树脂类，碳氢树脂类，液晶聚合物类，聚苯醚树脂类，三嗪树脂（BT）类
Very Low Loss	0.002<Df<0.005	25Gbps	聚苯醚树脂类，双马树脂（BMI），氰酸酯树脂（CE）
Loss	0.005<Df<0.008	10Gbps	苯并噁嗪（BOZ），苯并环丁烯（BCB），改性环氧（MEP）类
Middle Loss	0.008<Df<0.01	5Gbps	聚苯醚树脂类，双马树脂（BMI），氰酸酯树脂（CE）
Conventional Loss	0.01<Df	<5Gbps	

资料来源：张庆云，PCB 用高速板和高频板主要原材料介绍，中国电子材料行业协会覆铜板材料分会，国信证券经济研究所整理

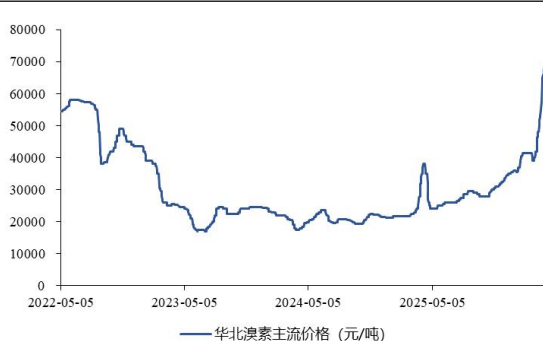
上游化工原料价格出现大幅上涨，电子树脂同步跟涨。普通覆铜板主流树脂为环氧树脂，主要原材料为双酚 A、环氧氯丙烷、四溴双酚 A 和丙酮。二月末美以伊战争爆发以来，伊朗封锁霍尔木兹海峡，原油价格出现大幅上涨。机化工品多来源于原油加工，其价格也随原油实现了大幅上涨。4 月 16 日，双酚 A、环氧丙烷、苯酚平均价格分别为 10400 元/吨、12230 元/吨、9000 元/吨，较 3 月 1 日上涨了 25.3%、50.62%、35.34%。为满足覆铜板特定的阻燃需求，部分有机原料含有溴素官能团。中东是溴素的重要产地，我国进口依赖度较高。2025 年我国溴素进口依赖度超 50%，而以色列和约旦合计进口占比超 60%。美以伊战争爆发后，进口端溴素供应大幅减量，国内溴素企业多持挺价惜售心理，4 月 16 日，溴素价格为 57500 元/吨，较 3 月 1 日上涨了 47.44%。4 月 8 日，全球特种化学品巨头迪爱生株式会社（DIC Corporation）正式发布涨价通知，决定自 4 月 15 日起对旗下环氧树脂及环氧树脂固化剂产品实施全面价格调整。此次调价涉及双酚 A 型、双酚 F 型、酚醛清漆型固体树脂、双环戊二烯 (DCPD) 树脂等核心产品线，最高涨幅达 280 日元/kg，折合人民币约 19 元/kg。

图31：中国双酚 A 现货均价



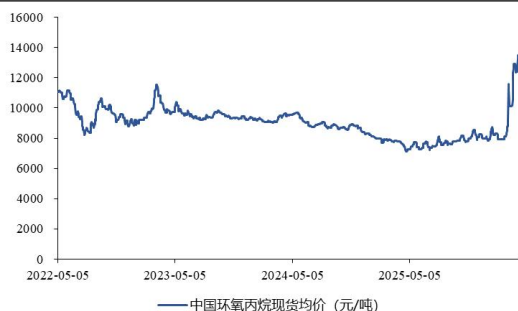
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图32：华北溴素主流价格



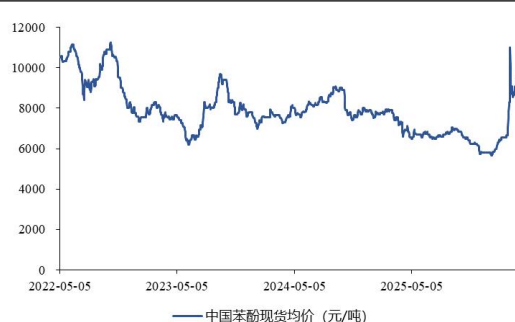
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图33：中国环氧丙烷现货均价



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图34：中国苯酚现货均价

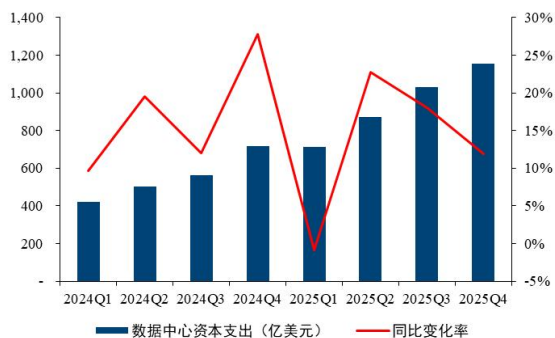


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

需求端：数据中心资本支出不断扩张，带动 PCB 需求高增

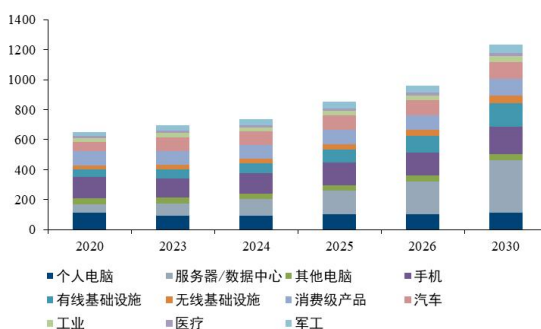
当前人工智能技术快速发展，AI 服务器、数据存储和其他网络设施建设需求带动 PCB 市场规模快速增加。由于互联网巨头 AI 相关资本支出快速增加，AI 基础设施建设市场也迎来快速发展的上升周期。根据 Prismark 数据，数据中心资本支出逐季递增，2025 年第四季度为 1153 亿美元，同比 2025 年 3 季度增长 11.94%。2025 年总计数据中心资本支出为 3767 亿美元，同比增长 71%，据各公司提供的指引，2026 年数据中心资本支出预计为 6080 亿美元，同比增速预计维持 60%。PCB 产品主要用于服务器中主板、电源背板、硬盘背板、网卡、Riser 卡等部分，其特点主要体现在高层数、高纵横比、高密度及高传输速率。服务器中 PCB 高端化直接导致 PCB 价值的升高，叠加服务器需求高增，服务器相关 PCB 市场空间也进入了上升周期。2025 年 PCB 市场规模同比增加 15.8%，预计未来 5 年平均市场空间增速为 7.7%。国内头部 PCB 头部企业业绩同样迎来高增，沪电股份发布公告表示，受益于高速运算服务器、人工智能等新兴计算场景对印制电路板的结构性需求，预计 2026 年一季度公司归母净利润达 11.8-12.6 亿元，同比增加 54.76%-65.25%；另一国内 PCB 龙头企业东山精密发布业绩预告，公司 2026 年归母净利润为 10-11.5 亿元，同比高增 119.36%-152.27%。

图35: 数据中心资本支出季度变化情况



资料来源: Prismark, 国信证券经济研究所整理

图36: PCB 下游需求市场容量及预测



资料来源: Prismark, 国信证券经济研究所整理

3.4 MDI:景气度提升,企业相继上调价格

自2026年中东冲突升级以来,亚洲MDI原料受限,欧洲成本提升,企业相继上调价格。亨斯迈于3月5日宣布对销往欧洲、非洲、中东及印度(EMEI地区)的所有MDI产品加收200欧元吨的天然气附加费,原因是近期中东局势发展导致欧洲天然气价格大幅上涨,公司MDI生产成本显著增加。陶氏于同日宣布对欧洲地区MDI产品提价200欧元/吨;对印度、中东及非洲(IMEA)地区销售的MDI产品上调300美元/吨(或等值当地货币)的价格。亨斯迈于3月20日宣布在欧洲地区对所有产品征收天然气附加费200欧元/吨。匈牙利宝思德化学于同日宣布4月起上调所有MDI产品价格,涨幅500欧元/吨。巴斯夫于3月23日宣布将在东亚地区(不含中国大陆)上调MDI及TDI产品价格,涨幅为500美元/吨。日本东曹于4月24日宣布,自5月1日起MDI类全产品现行价格基础上上涨80日元/公斤以上。

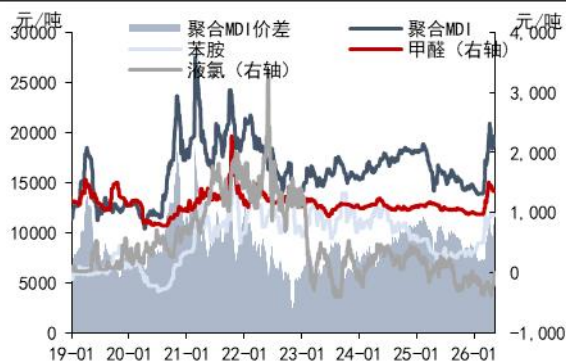
表6:近期全球MDI涨价情况

时间	企业	提价市场	提价产品类别	提价幅度 / 附加费
2026/2/17	亨斯迈	美国市场	MDI产品	260美元/吨
2026/2/24	科思创	北美地区	MDI系列产品	0.10美元/磅(约220.5美元/吨)
2026/2/25	巴斯夫	东盟国家地区	MDI	200美元/吨
2026/3/4	韩国锦湖	中国市场	纯MDI/液化MDI/聚合MDI	纯MDI 2200美元/吨; 液化MDI 2200美元/吨; 聚合无报价
2026/3/5	陶氏	欧洲地区; IMEA(印度、中东、非洲)地区	MDI产品	欧洲: 200欧元/吨; IMEA: 300美元/吨(或等值当地货币)
2026/3/5	亨斯迈	EMEI(欧洲、非洲、中东、印度)地区	MDI产品	200欧元/吨天然气附加费
2026/3/7	万华化学	中东国家	所有产品	不可抗力通知(非价格调整)
2026/3/9	韩国锦湖	中国市场	MDI系列产品	暂停所有报价
2026/3/18	亨斯迈	欧洲地区	所有产品(含MDI)	200欧元/吨天然气附加费
2026/3/20	万华 BorsodChem (匈牙利宝思德)	匈牙利及相关市场(欧洲)	所有MDI产品	500欧元/吨
2026/3/23	巴斯夫	东亚地区(不含中国大陆)	MDI及TDI产品	500美元/吨
2026/4/10	韩国锦湖	中国市场	聚合MDI/液化MDI/纯MDI	聚合MDI 2600美元/吨CIF中国; 液化MDI 3000美元/吨CIF中国; 纯MDI 3000美元/吨CIF中国
2026/4/23	日本东曹	全部市场	MDI产品	80日元/千克(约3436元/吨)

资料来源:公司公告,百川盈孚,国信证券经济研究所整理

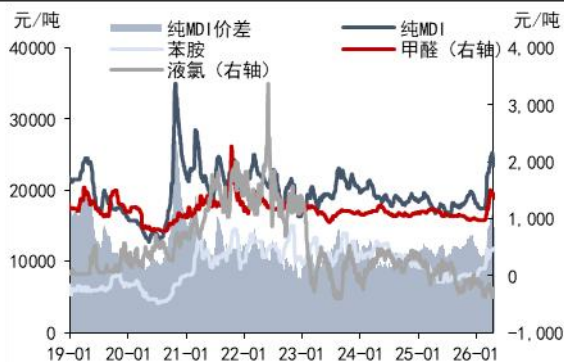
MDI景气度提升,国内产量稳定,出口环比提升,库存相对低位。据卓创资讯数据,2026年4月聚合MDI/纯MDI/TDI市场均价分别为19470/22450/19260元/吨,同比+43%/+28%/+73%,环比+13%/+16%/+9%;价差分别为10790/15770/14420元/吨,同比+43%/+19%/+97%,环比+14%/+21%/+10%。由于中东局势影响,聚合MDI/纯MDI/TDI价格及价差同环比均大幅提升。产量方面保持稳定,4月国内纯MDI/聚合MDI产量分别为12.8/19.2万吨,同比+9%/+9%,环比-5%/-5%。MDI出口量处于较高水平,2026年3月,聚合MDI出口量8.96万吨,同比+19%,环比+47%;纯MDI出口量1.57万吨,同比+87%,环比+198%,我们预计随着海外不可抗力增加,二季度国内MDI出口量有望环比进一步提升。库存方面,截至4月底纯MDI社会库存0.48万吨,环比-4%处于相对低位,聚合MDI库存7.7万吨,环比-4%。

图37: 聚合 MDI 价格与价差 (元/吨)



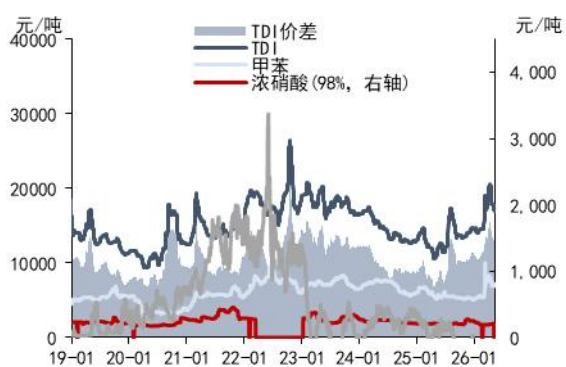
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图38: 纯 MDI 价格与价差 (元/吨)



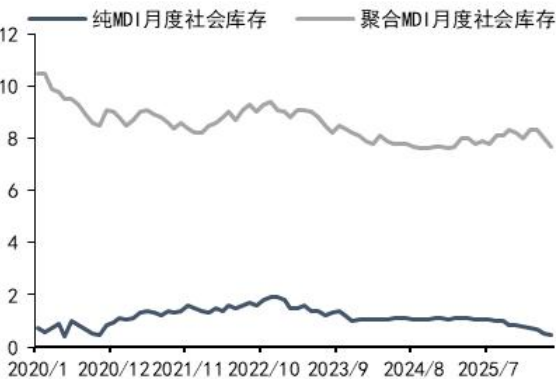
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图39: TDI 价格与价差 (元/吨)



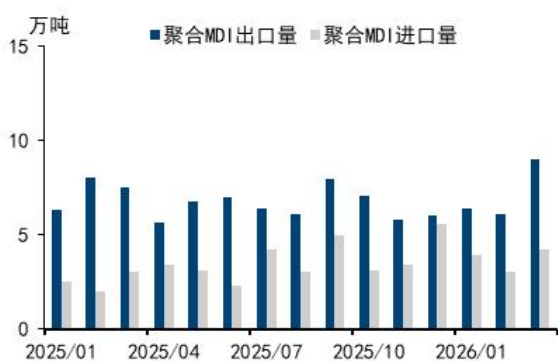
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图40: 聚合及纯 MDI 月度社会库存 (万吨)



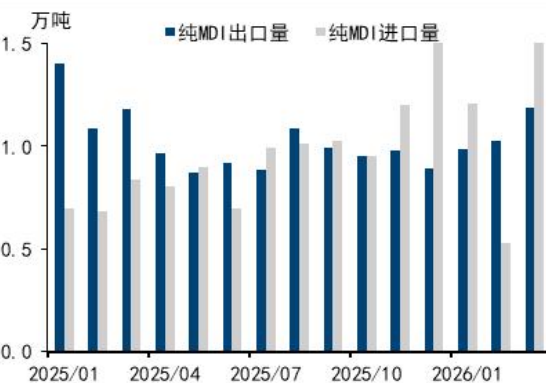
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图41: 聚合 MDI 月度进出口量 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图42: 纯 MDI 月度进出口量 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图43: 聚合及纯 MDI 月度产量 (万吨)

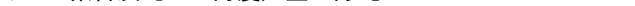


图44: 聚合及纯 MDI 月度表观消费量 (万吨)





资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

需求端受益于家装、汽车等以旧换新政策推动，以及出口拉动，预计聚合 MDI 景气度支持较强。2026 年 3 月，我国冷柜产量同比提升 22.7%，家用电冰箱产量同比增加 13.8%。2026 年 1-3 月，我国冷柜产量累计同比提升 18.4%，家用电冰箱产量累计同比增加 9.4%，出口冰箱数量累计同比增加 10.8%。下游冰箱冷柜产量延续同比提升态势，且出口市场较好，支撑聚合 MDI 景气度。

图45: 中国家用电冰箱、冷柜产量当月同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图46: 中国冰箱出口数量当月同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

近期亚洲地区 MDI 部分装置不可抗力及停车检修: 3 月 31 日沙特 Sadara 装置 40 万吨产能宣布临停、复产时间无法估计; 韩国锦湖 20 万吨/年 MDI 装置 4 月初起例行检修; 日本东曹产能为 13 万吨/年和 7 万吨/年的 MDI 装置, 4 月底开始停车检修, 预计持续时间 40 天左右。

近期全球 MDI 厂商相继上调价格, 包括万华化学、巴斯夫、亨斯迈、韩国锦湖等, MDI 市场价格较年初实现增长。涨价主要受原材料、能源及物流成本上涨推动, 同时行业集中度高、库存低位等因素也支撑了价格上行; 成本端受益于油价提升, 需求端受益于家装、汽车等以旧换新政策推动, 预期聚合 MDI 景气度支持较强。

3.5 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发的投入。

表7：中国主要能源矿产储量

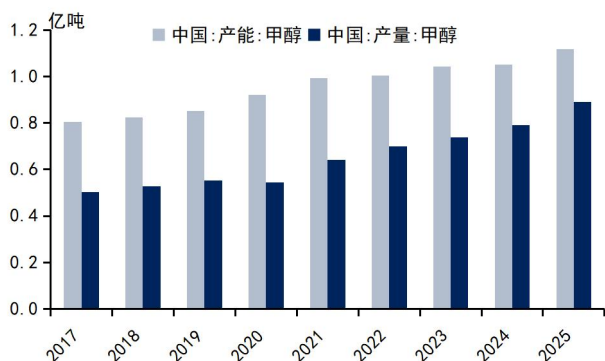
	中国矿产储量:煤炭(亿吨)	中国矿产储量:石油(亿吨)	中国矿产储量:天然气(亿立方米)
2023	2,185.70	38.51	67,424.52
2022	2,070.12	38.06	65,690.12
2021	2,078.85	36.89	63,392.67
2020	1,622.88	36.19	62,665.78

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

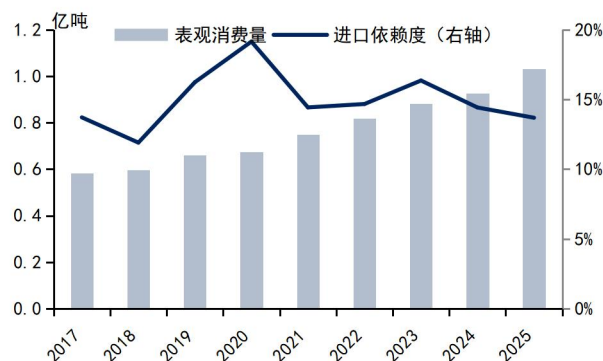
我国甲醇供需稳健增长，对外依存度总体可控。2017-2025 年，我国甲醇产能与产量持续稳步增长，产能由 0.80 亿吨增至 1.12 亿吨，产量由 0.50 亿吨提升至 0.89 亿吨，产量复合增速达 7.5%，行业规模持续扩张且产能利用率保持合理区间。同期，表观消费量由 0.58 亿吨稳步增长至 1.03 亿吨，复合增速达 7.4%，需求保持稳健增长。进口依赖度整体维持在 12%-19% 区间，均值约 14%，对外依存度总体平稳。受当前地缘局势影响，短期进口供应收缩已推动港口库存去化与价格上行。

图47: 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48: 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

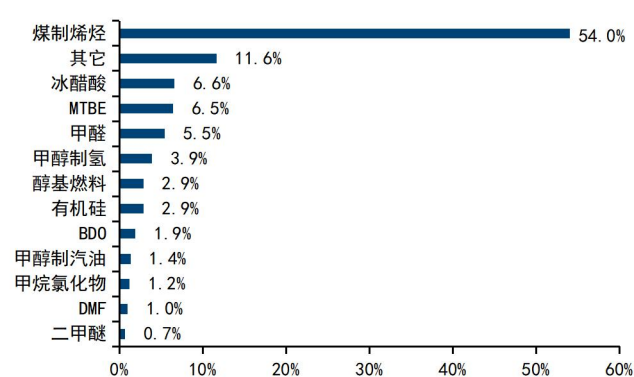
中东冲突升级与油价高位共振, 甲醇市场进入供应紧缺与价格上行周期。全球甲醇贸易高度依赖中东, 2025年沙特、阿曼、阿联酋合计进口量占我国甲醇进口量超60%。冲突爆发后, 中东地区甲醇装置开工大幅下降, 叠加霍尔木兹海峡航运受阻, 供应缺口迅速扩大。价格端, 截至2026年4月30日, 中国甲醇价格指数报3090元/吨, 较3月末环比微降1.5%, 较2月末累计上涨42.9%; 华东地区甲醇市场价(中间价)报3300元/吨, 较3月末环比下降2.9%, 较2月末累计上涨46.3%; 中国主港甲醇现货价(CFR中间价)报420美元/吨, 较3月末环比微升1.4%, 较2月末累计上涨60.9%。我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49: 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

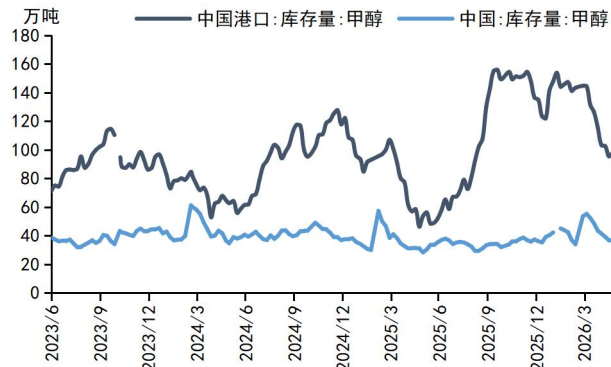
图50: 我国甲醇下游消费结构



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图51: 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52: 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。

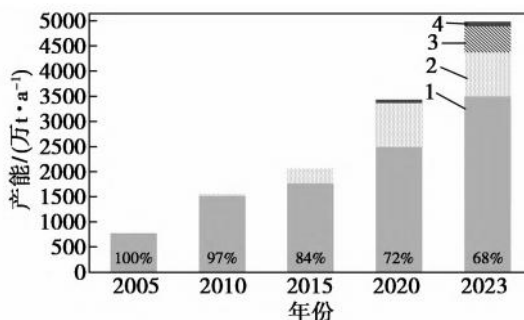
表8: 三种工艺主要产物产率及相应技术指标

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53: 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9: 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。

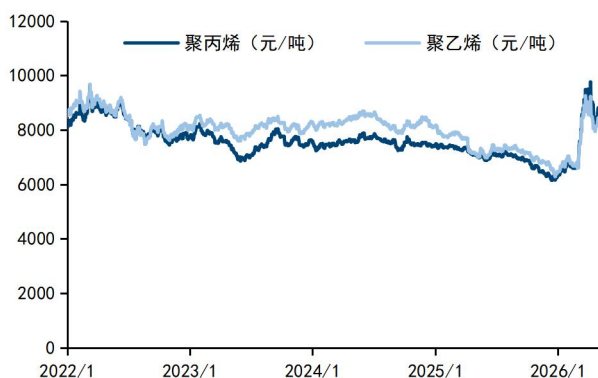
油煤价差持续走扩。2月底中东地缘风险急剧升级，国际油价大幅冲高后震荡上行。美伊对峙升级并爆发军事冲突、霍尔木兹海峡航运安全担忧加剧，OPEC+维持减产框架、全球原油需求预期稳步改善，以上等诸多因素叠加，使得国际油价显著上行。截至2026年4月30日，WTI、布伦特原油期货结算价分别报105.07、114.01美元/桶，较2月末分别上涨56.8%、57.3%。同期煤价较为稳定，油煤价差走扩。据卓创资讯，截至2026年4月30日，煤制与油制烯烃平均成本为6805/10744元/吨，煤制烯烃成本优势约3939元/吨，高油价下成本优势显著凸显。

图54: 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55: 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

3.6 海外供给扰动频发，蛋氨酸大幅涨价

蛋氨酸：原材料涨价叠加部分海外产能停产，价格大幅上涨

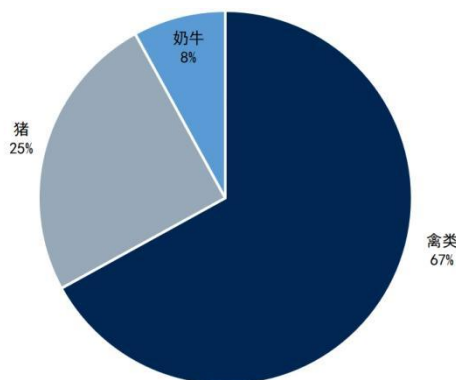
蛋氨酸能有效提高家禽生产效率，具有刚需属性。蛋氨酸对禽类和高产奶牛是第一限制性氨基酸，对猪类是第二限制性氨基酸，因此具有刚需属性。据百川盈孚，蛋氨酸下游应用中，饲料添加剂占比 90%，化妆品和医药各占 5%。主营蛋氨酸的公司安迪苏主要产品包括蛋氨酸、维生素、酶制剂等动物营养添加剂，按产品应用的动物品种为禽类、猪和奶牛，占比分别约为 67%、25%、8%。根据安迪苏测算，在营养成分摄取量一致的前提下，假设每单位重量饲料中添加 0.20%蛋氨酸，每生产 1 千克成品鸡肉可节约生产成本约 0.23 欧元，与不使用蛋氨酸的成本相比降低 23%，能有效提高家禽生产效率。

图56: 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57: 安迪苏产品应用领域 (收入占比)

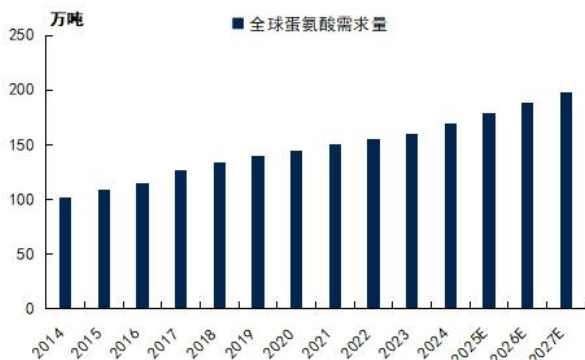


资料来源: 安迪苏公告, 国信证券经济研究所整理

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（涨价前，涨价后约 80-100 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。

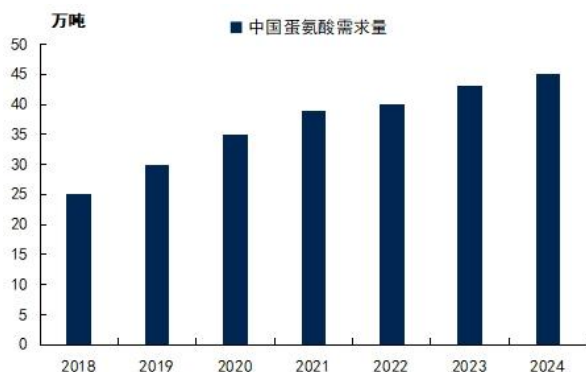
需求：全球蛋氨酸需求量需求增速约 5%，仍有较大的增长潜力。据新和成、安迪苏公告及博亚和讯，2014-2024 年，全球蛋氨酸需求量从 102.3 万吨增长至 170 万吨，年均复合增速为 5.21%，按此增速计算未来三年全球将每年新增 8 万吨以上的蛋氨酸需求量，2027 年全球蛋氨酸需求量将比 2024 年多 28 万吨，蛋氨酸的市场需求增量相当可观。此外，中国的蛋氨酸需求增速显著高于全球整体水平，2018-2024 年，中国蛋氨酸需求量从 25 万吨增长至 45 万吨，年均复合增速达 10.29%，明显高于全球平均水平，主要原因是中国人均 GDP 提升使得居民对于肉类的消费提升、低蛋白饲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

图58: 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59: 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 5 月 8 日, 固体蛋氨酸市场均价 42 元/千克, 较 1 月初 (17.4 元/千克) 上涨 24.6 元/千克, 涨幅 141.38%。**

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60: 全球蛋氨酸产能分布 (按公司)

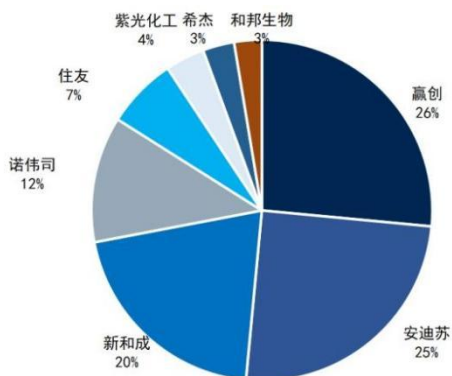
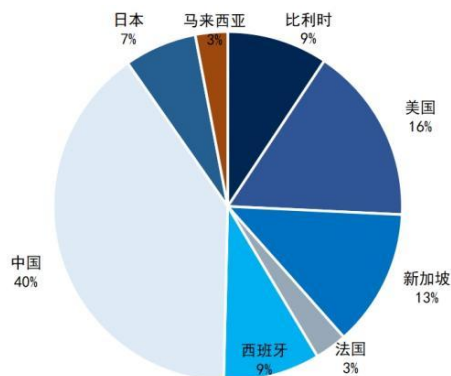


图61: 全球蛋氨酸产能分布 (按国家)

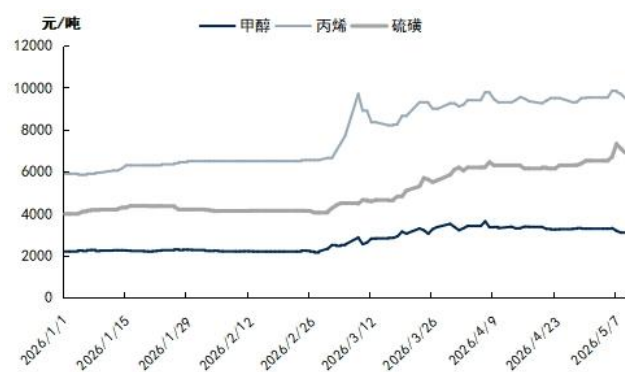


资料来源：秣宝网、各公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：秣宝网、各公司公告，国信证券经济研究所整理

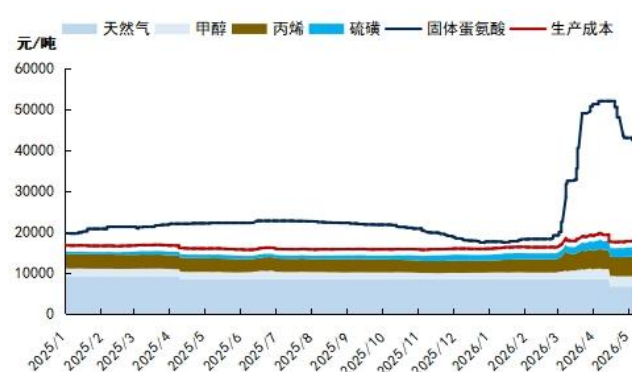
蛋氨酸原材料价格大幅上涨，生产成本显著提升。蛋氨酸生产所需的主要能源/原材料主要有天然气、甲醇、硫磺、合成氨、丙烯等。2026年2月28日，以色列和美国联合对伊朗发动军事打击，中东地缘局势持续升温，而中东是全球重要的原油、天然气以及甲醇、合成氨、硫磺等能源、化工品生产基地，受此地缘局势升温影响，产品价格大幅上涨，推高蛋氨酸生产成本。2月28日至3月31日期间，布伦特原油现货价上涨74%，欧洲荷兰天然气价格上涨71%，欧洲鹿特丹甲醇价格上涨58%，国内硫磺价格上涨44%，且硫磺价格较去年年初实际已上涨了275%，欧洲蛋氨酸维生素的生产成本大幅增加，国内这些原料价格也有上涨，但涨幅低于欧洲且供应相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

图62: 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63: 固体蛋氨酸价格、价差



资料来源：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
				2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	
605016.SH	百龙创园	优于大市	27.97	0.88	1.17	1.52	24.62	23.91	18.38	5.64
601857.SH	中国石油	优于大市	11.11	0.86	1.00	1.03	12.11	11.12	10.80	1.25
002001.SZ	新和成	优于大市	32.70	2.20	2.81	2.98	11.45	11.62	10.96	2.86
000893.SZ	亚钾国际	优于大市	52.19	1.81	3.36	4.54	26.50	15.56	11.50	3.47
600309.SH	万华化学	优于大市	83.51	4.00	5.75	6.59	19.16	14.53	12.67	2.35
003022.SZ	联泓新科	优于大市	25.05	0.23	0.48	0.58	86.54	52.62	42.82	4.46

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