

新疆天业 (600075.SH)

2026年06月02日

氯碱行业景气度底部向上,煤制天然气项目打开公司 远期发展空间

投资评级: 买入 (首次)

——公司首次覆盖报告

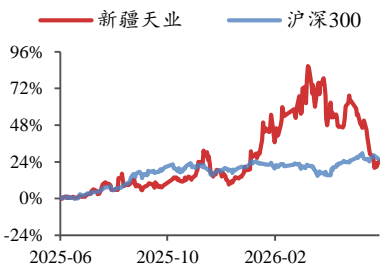
日期	2026/6/1
当前股价(元)	5.20
一年最高最低(元)	8.13/4.16
总市值(亿元)	88.81
流通市值(亿元)	88.81
总股本(亿股)	17.08
流通股本(亿股)	17.08
近3个月换手率(%)	165.06

金益腾 (分析师)	张晓锋 (分析师)
jinyiteng@kysec.cn	zhangxiaofeng@kysec.cn
证书编号: S0790520020002	证书编号: S0790522080003

● 氯碱行业景气度底部向上,煤制天然气打开公司远期发展空间

公司为氯碱化工龙头企业,产业链高度一体化。我们预计2026-2027年氯碱行业产能增速放缓、出口需求增加、《关于汞的水俣公约》推动落后产能退出,行业景气或持续向上。公司与天池能源合作建设20亿立方米/年煤制天然气项目已进入社会稳定风险评估信息公示阶段,有望打开公司远期发展空间。我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为2.32、7.14、12.60亿元, EPS分别为0.14、0.42、0.74元/股,当前股价对应2026-2028年PE为37.1、12.0、6.8倍,首次覆盖给予“买入”评级。

股价走势图



数据来源: 聚源

● PVC: 行业无新增产能且出口退税取消、无汞化推进等或加快落后产能退出

国内地产需求偏刚性,地产政策支持下需求有望稳步提升,且国外新兴发展中国家对PVC需求持续增加。在《关于汞的水俣公约》以及全球PVC竞争加剧的情况下,新增产能较为困难。国内外供给均存在减少预期:(1)国内电石法PVC无汞化推进将淘汰落后电石法PVC产能;(2)国内PVC出口增值税退税取消进一步抬高落后PVC产能成本,加快其退出进度;(3)国外欧美能源成本持续高企下PVC装置将持续退出。综上我们认为PVC远期供需格局有望持续改善,在目前PVC价格位于历史最低价格的情况下,未来PVC价格上涨弹性充足。

● 烧碱: 需求有望增加而供给增速放缓,供需格局有望修复

由于2026-2027年PVC行业无新增产能,液氯下游最大的耗氯下游增量减少将减少烧碱的新增产能。从长期来看,在碳达峰背景下,烧碱产能增速或将放缓,同时若后续PVC落后产能持续退出,或将带动高成本烧碱产能退出。而国内需求稳步增长带动烧碱需求增长,叠加海外能源价格高企背景下我国烧碱出口有望稳步增长,因此我们持续看好烧碱供需格局改善,价格具有较大上涨弹性。

● 风险提示: 需求恢复不及预期、政策落地进度不及预期、公司经营财务风险

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	11,156	10,488	10,815	11,371	11,865
YOY(%)	-2.7	-6.0	3.1	5.1	4.3
归母净利润(百万元)	68	-57	232	714	1,260
YOY(%)	108.8	-183.4	506.9	207.6	76.4
毛利率(%)	11.3	12.6	14.7	18.9	22.2
净利率(%)	0.6	-0.5	2.1	6.3	10.6
ROE(%)	0.7	-0.6	2.5	7.2	11.2
EPS(摊薄/元)	0.04	-0.03	0.14	0.42	0.74
P/E(倍)	125.8	-150.8	37.1	12.0	6.8
P/B(倍)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 氯碱行业景气度底部向上，煤制天然气项目打开公司远期发展空间	4
1.1、 公司为氯碱化工的龙头企业，一体化优势明显	4
1.2、 发展优势：公司产业链高度一体化，煤制气打开长期成长空间	5
1.3、 公司为新疆兵团国企，大股东多途径助力发展	6
1.4、 行业景气低谷已过叠加后续落后产能退出，公司作为行业优质龙头有望充分受益	8
2、 氯碱产业链：氯碱工业主要产品为烧碱和聚氯乙烯（PVC）	10
2.1、 PVC：地产需求偏刚性，行业无新增产能且出口退税取消、无汞化推进等因素或加快落后产能退出	11
2.1.1、 需求：PVC 国内需求较为稳定，出口表现亮眼	11
2.1.2、 供给：未来 PVC 行业无新增产能，无汞化推进下行业供给压力有望缓解	16
2.1.3、 供需：远期 PVC 供需格局向好，价格上涨弹性充足	19
2.2、 烧碱：需求有望增加而供给增速放缓，供需格局有望修复	20
2.2.1、 需求：国内外氧化铝增量较大，叠加国内非铝需求增加，烧碱需求有望稳步增长	20
2.2.2、 供给：烧碱规划产能较多，但 PVC 无新增产能或带动烧碱增量减少	22
2.2.3、 供需：烧碱供需格局或有所修复，库存高企下价格上涨幅度有限	23
2.3、 短期氯碱行业景气度逐步触底，远期供需改善下价格上涨弹性充足	24
3、 盈利预测与投资建议	25
4、 风险提示	26
附：财务预测摘要	27

图表目录

图 1： 公司主业为氯碱化工，产业链高度一体化	4
图 2： 公司已成功打通“合成气→乙醇→乙烯→氯乙烷”新工艺路线	6
图 3： 公司控股股东为新疆天业集团、实控人为新疆生产建设兵团第八师国有资产监督管理委员会	7
图 4： 2016 年以来，氯碱价格走势可分为 4 个阶段，2026 年以来氯碱价格整体向上	9
图 5： 2025 年，公司营收 104.88 亿元，同比-6%	9
图 6： 2023 年以来，公司毛利润有所恢复	9
图 7： 2025 年，公司期间费用率 12%	10
图 8： 2025 年，公司归母净利润-0.57 亿元，同比转亏	10
图 9： 氯碱工业：以烧碱和聚氯乙烯为主要产品，终端涉及基建、地产、化工等国民经济重要组成部分	10
图 10： PVC 下游主要用于地产领域	11
图 11： 2025 年，PVC 表观消费量同比下降 2.81%	11
图 12： 2025 年国内房屋竣工面积、商品房销售面积分别同比下降 18%、下降 8.70%	11
图 13： 2019 年以来，PVC 出口快速增加	13
图 14： 我国 PVC 主要向印度、越南等出口	13
图 15： 2022-2025 财年，印度 PVC 需求从 297 万吨提高至 471 万吨	14
图 16： 2023 年，印度 PVC 进口量大幅提高，主要由中国、东北亚和北美等供应	14
图 17： 自 2026 年 4 月 1 日起将取消 PVC13%的增值税出口退税	16
图 18： PVC 产能投放接近尾声，短期或无新增产能	17
图 19： 2021 年以来，乙烯法 PVC 产能占比逐步提高	17
图 20： 电石法生产 PVC 的过程中，乙炔与氯化氢的反应需以氯化汞作为催化剂	18
图 21： 生产电石法 PVC 过程中，氯化汞催化剂中 21.9%的汞会流失	18

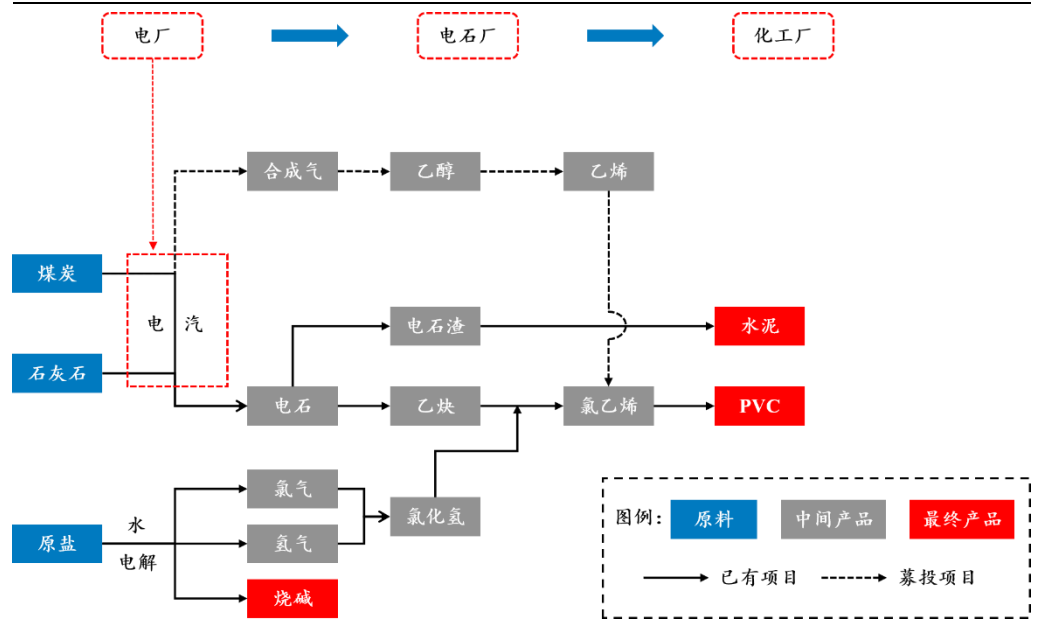
图 22: 金基催化剂的催化生产电石法 PVC 效果较氯化汞催化剂更好	19
图 23: 2025 年以来, PVC 价格价差整体呈下滑趋势	20
图 24: 截至 2026 年 2 月底, PVC 库存位于历史高位	20
图 25: 2025 年, 烧碱下游主要用于生产氧化铝	21
图 26: 2025 年, 烧碱表观消费量同比下降	21
图 27: 2025 年中国 GDP 同比增长 5%	22
图 28: 2025 年 12 月美国非耐用品库存销售比较低	22
图 29: 2025 年烧碱产能增加 2.5%, 预计未来新增产能有限	22
图 30: 2025 年以来烧碱价格呈下滑趋势	24
图 31: 截至 2026 年 2 月底, 烧碱库存位于较高水平	24
图 32: 2026 年以来, PVC 价格价差向好修复	25
图 33: 2026 年以来, 烧碱价格、价差较为稳定	25
表 1: 公司 PVC、电石及烧碱等产品产能位于国内第一梯队	4
表 2: 公司电石、自发电、石灰基本自给, 煤炭、焦炭、兰炭、原盐等依赖外购 (单位: 万吨)	5
表 1: 公司子公司职能明确, 氯碱业务主要由天能化工、天伟化工、天辰化工等全资子公司承担 (单位: 万吨)	7
表 2: 以上海为例, 上海持续优化调整房地产政策措施, 推动地产需求稳步修复	12
表 3: 截至 2025 年 3 月, 印度 PVC 产能约 164 万吨/年, 未来规划新增 250 万吨/年产能, 但投产或较为困难	15
表 4: 2025 年, 海外 PVC 产能退出超 120 万吨, 退出地区主要集中在欧美地区	15
表 5: 2025 年 PVC 新增产能较多, 行业供给压力较大, 新增产能以乙烯法工艺为主	17
表 6: 预计 2025-2026 年, 国内分别新增氧化铝产能 1,140、1,510 万吨	21
表 7: 烧碱规划产能较多, 但预计实际投产产能较少	23
表 8: 预计 2026-2028 年, 公司 PVC、烧碱价格稳步增长, 带动公司营收、利润稳步增长	25
表 9: 预计公司 2028 年 PE 低于可比公司平均	26

1、氯碱行业景气度底部向上，煤制天然气项目打开公司远期发展空间

1.1、公司为氯碱化工的龙头企业，一体化优势明显

公司为氯碱化工龙头企业，产业链高度一体化。公司始终聚焦绿色现代化工，现已具备较为完整的“自备电力→电石→聚氯乙烯树脂及副产品→电石渣及其他废弃物制水泥”一体化产业联动式绿色环保型循环经济产业链。根据公司公告，截至2025年年底，公司具有年产213万吨电石、97万吨离子膜烧碱、156.5万吨PVC（包含22.5万吨乙烯法氯乙烯单体）、25万吨无水乙醇产能。公司始终围绕氯碱主业，持续进行产能的扩张以及产业链一体化程度的提升，不断打开公司盈利空间。

图1：公司主业为氯碱化工，产业链高度一体化



资料来源：新疆天业公告、百川盈孚、开源证券研究所

表1：公司 PVC、电石及烧碱等产品产能位于国内第一梯队

产品	产能
电石 (万吨/年)	213
烧碱 (万吨/年)	97
通用 PVC (万吨/年)	114
特种 PVC (万吨/年)	20
乙烯法氯乙烯单体 (VCM) (万吨/年)	22.5
供电 (亿 Kwh/年)	91.2
供热 (万 GJ/年)	2,278
水泥 (万吨/年)	535
熟料 (万吨/年)	442.5
乙醇 (万吨/年)	25
乙二醇 (37.88%权益) (万吨/年)	60
甲醇 (37.88%权益) (万吨/年)	30

产品	产能
草酸 (37.88%权益) (万吨/年)	10
PBAT (49%权益) (万吨/年)	10

数据来源：新疆天业公告、直观天业公众号、氮肥与甲醇公众号、开源证券研究所（注：公司持有天业汇合 37.88%股份，天业汇合年产 60 万吨乙二醇、30 万吨甲醇和 10 万吨草酸；公司持有东华天业 49%股份，东华天业年产 10 万吨 PBAT）（产品产能截至 2025 年年底）

1.2、发展优势：公司产业链高度一体化，煤制气打开长期成长空间

(1) 公司已实现电石、自发电、原盐、石灰高度配套，煤炭、焦炭、兰炭等外购原材料成本较低，成本优势突出。公司拥有 213 万吨/年电石，原料自给率 114%。公司自备电机产能 91.2 亿度电，满足自身绝大部分需求，但仍需外购电力，一方面受“乌昌石”区域大气污染防治限产影响，公司发电开工率常年在 80%左右；另一方面公司子公司用电负荷高企，其中天辰化工氯碱板块每年耗电量 32-35 亿度电，其自备电厂在 2019 年关停。此外，子公司天伟化工虽自备 660MW (2×330MW) 电厂装机容量，可向集团内部调剂部分富余电量，但整体仍无法填平用电缺口，存在部分外购电需求。据公司 2026 年 5 月 8 日公告，公司拟收购控股股东新疆天阜新业旗下 4 家矿业公司 100% 股权，涵盖石灰岩、工业盐等核心原料资产，合计原盐 20 万立方米/年、石灰 850 万吨/年，收购完成后将实现石灰自给，原盐减少部分外购，成本优势进一步强化。除此之外，2025 年公司煤炭、原盐、石灰、焦炭、兰炭依赖外购，据公司公告，2025 年公司分别外购煤炭、原盐、石灰、焦炭、兰炭 497、139、175、81、34 万吨。此次收购完成后，仅煤炭、焦炭、兰炭、原盐及部分电力仍需外购，但得益于新疆资源丰富，公司采购上述原材料价格较低，进而降低公司产品生产成本，进一步凸显公司产品生产成本。

表2：公司电石、自发电、石灰基本自给，煤炭、焦炭、兰炭、原盐等依赖外购（单位：万吨）

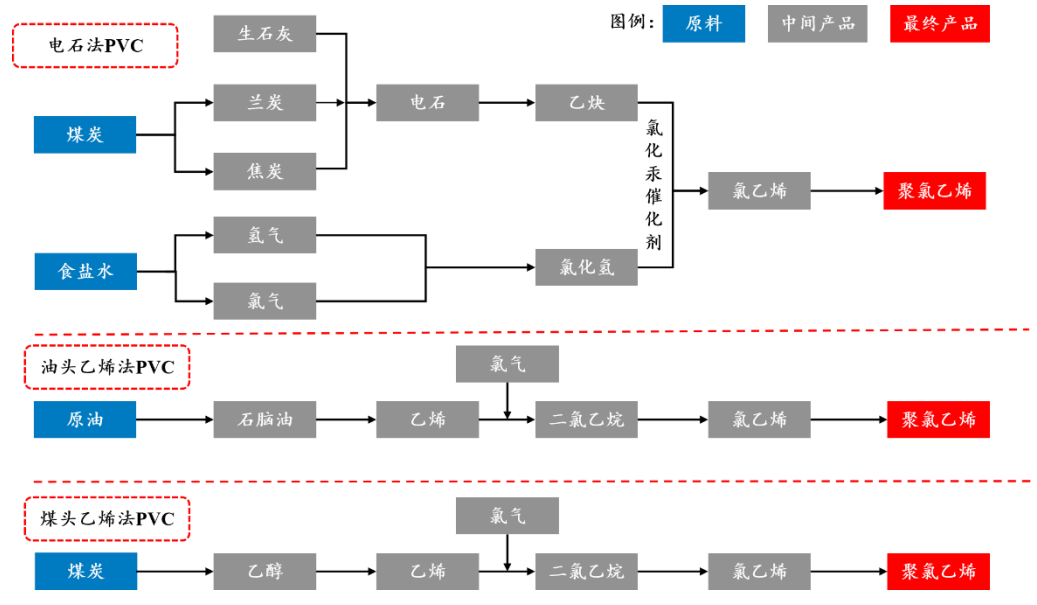
备注	原材料	指标	单位	2022A	2023A	2024A	2025A
基本自给	电石						
部分外购	电						
基本外购	煤炭	采购量	万吨	473	453	477	497
	焦炭	采购量	万吨				81
	兰炭	采购量	万吨				34
2026 年 5 月 8 日拟收购吐鲁番矿业（年产 20 万立方米湖盐）后，减少外购	原盐	采购量	万吨	80	119	132	139
2026 年 5 月 8 日拟收购晶羿矿业、天博辰业、集团矿业合计石灰产能 850 万吨/年后，基本自给	石灰	采购量	万吨	161	208	193	175

数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 煤制乙烯法 PVC 新工艺投产，助力公司进军高端应用市场。据公司公告，2024 年 9 月年产 25 万吨超净高纯醇基精细化学品项目顺利投产，当年实现盈利，2025 年乙醇产量 19.34 万吨，外销量 17.75 万吨；2025 年 7 月年产 22.5 万吨高性能树脂原料项目成功打通全流程，即已成功打通“合成气→乙醇→乙烯→氯乙烯”新工艺路线，标志着公司从传统电石法 PVC 向煤制乙烯法 PVC 的转型升级，实现煤化工与

氯碱化工深度耦合，进军高端应用市场。同时公司乙烯法 PVC 新工艺无需使用氯化汞作为催化剂，未来随着电石法 PVC 无汞化持续推进，该工艺竞争力有望进一步凸显。

图2：公司已成功打通“合成气→乙醇→乙烯→氯乙烯”新工艺路线



资料来源：公司公告、百川盈孚、开源证券研究所

(3) 与天池能源合作推进煤制气项目，打开未来成长空间。据公司公告，2025年11月，公司与新疆天池能源有限责任公司共同投资设立合资公司新疆天特联合新材料（新疆天业持股 51%，天池能源持股 49%），开辟煤制新材料领域新赛道。截至 2025 年 11 月，天池能源拥有新疆准东大井矿区、西黑山矿区四个煤矿探矿权，整体煤炭探明储量 126 亿吨，煤炭核定产能 7400 万吨/年，其中 20 亿立方米/年煤制天然气项目已于 2025 年 9 月底开工建设。据第六师五家渠市人民政府官网 2026 年 4 月 3 日公告，新疆天特联合新材料有限公司准东 20 亿立方米/年煤制天然气项目社会稳定风险评估信息公示，该项目预计投资 171 亿元，于新疆准东经济技术开发区兵团准园建设 20 亿立方米/年煤制天然气项目。未来随着天然气消费持续增长，煤制气项目作为进口气的国产化替代产品，将有良好的市场前景。新疆天业凭借此次抢先布局，有望在国家能源安全战略和清洁能源转型中占据先发优势。

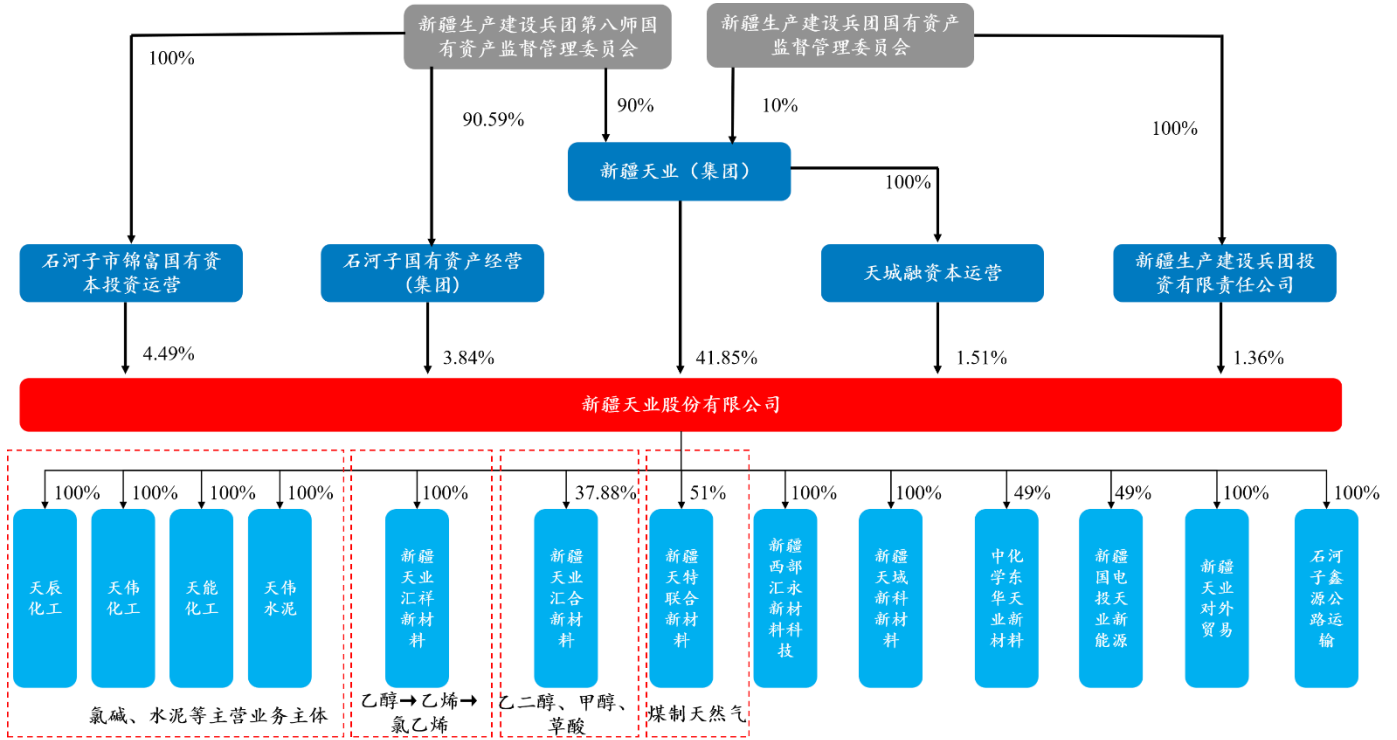
(4) 收购新疆天阜新业旗下 4 家矿业公司，进一步强化公司全产业链一体化优势。据公司公告，2026 年 5 月 8 日公司拟收购控股股东新疆天阜新业旗下 4 家矿业公司 100% 股权，涵盖石灰岩、工业盐等核心原料资产，吐鲁番矿业（湖盐 20 万立方米/年）、晶羿矿业（石灰岩矿 210 万吨/年）、天博辰业（石灰岩矿 400 万吨/年）、集团矿业（石灰岩矿 240 万吨/年），合计盐湖卤水开采规模 20 万立方米 / 年、石灰 850 万吨/年。此次收购完成后不仅实现原盐、石灰自给，还进一步打通“煤→电→电石→PVC→水泥”，进一步完善氯碱产业链一体化布局，有效降低关联交易与生产成本，增强盈利稳定性与抗周期能力，长期利好公司经营质量与综合竞争力提升。

1.3、公司为新疆兵团国企，大股东多途径助力发展

公司股权结构清晰稳定，为新疆兵团国企。控股股东方面，根据公司 2026 年第

一季度报告，公司为新疆兵团国企，控股股东为新疆天业（集团）有限公司，其持股比例达 41.85%；实际控制人为新疆生产建设兵团第八师国有资产监督管理委员会，通过控股股东及一致行动人合计控制 53.05% 股权。**子公司方面**，根据公司公告，公司天能化工、天伟化工、天辰化工等全资子公司承担 PVC、烧碱、电石及水泥等主要产品的生产与销售；天业汇祥承担 25 万吨乙醇、22.5 万吨乙烯法氯乙烯单体的生产；鑫源运输拥有道路货物运输三级资质及货车维修二类资质，负责公司产品的运输；对外贸易企业具有进出口贸易资质，为海关高级诚信认证企业，主要进口公司所需原材料及设备，出口聚氯乙烯树脂、烧碱等产品。

图3：公司控股股东为新疆天业集团、实控人为新疆生产建设兵团第八师国有资产监督管理委员会



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所（股东数据截至 2026Q1, 子公司数据截至 2025 年）

表1：公司子公司职能明确，氯碱业务主要由天能化工、天伟化工、天辰化工等全资子公司承担（单位：万吨）

子公司	公司持股比例	发电	石灰	电石	水泥	烧碱	PVC	乙烯法氯乙烯单体	乙醇	乙二醇	草酸	甲醇	PBAT
天辰化工	100%		100	79	130	32	45						
天能化工	100%	2×300MW		64	205	48	69						
天伟化工	100%	2×330MW		70	200	15	20						
天业汇祥	100%							22.5	25				
天业汇合（参股）	37.88%									60	10	30	
东华天业	49%												10

数据来源：公司公告、中国化工报、兵团工业和信息化局、开源证券研究所（持股比例截至 2025 年年底）

天业集团通过增持、项目培育、资产注入等多种方式持续为新疆天业赋能，公司市场化程度与抗风险能力同步提升。控股股东全方位的战略支持，为公司统筹石河子、十户滩两基地协同发展、实现绿色现代化化工转型升级提供了坚实保障。

近年来，控股股东对新疆天业的支持呈现以下特点：

(1) 氯碱资产持续注入。根据公司公告，2016 年公司注入天伟化工 100% 股权；2020 年，公司向天业集团及锦富投资收购天能化工 100% 股权；2023 年，公司以 25.84 亿元的交易对价收购天辰化工 100% 股权，并新增年产 PVC45 万吨、烧碱 32 万吨、电石 79 万吨、水泥 130 万吨的能力。至此，天业集团原负责普通 PVC、烧碱及水泥等产品的销售团队、及原材料采购团队全部并入公司，助力公司成为氯碱龙头企业。

(2) 增持力度持续加码。根据公司公告，2024 年至 2025 年初，天业集团全资子公司天域融公司增持 8000 余万元。2025 年 4 月，启动新一轮增持计划，拟增持金额 8,000 万至 1.6 亿元，截至 2026 年 4 月 16 日，增持 12 个月到期，基本完成满额 1.6 亿元增持，并获得工商银行不超过 1.44 亿元专项贷款支持。

(3) “代为培育”模式助力公司储备优质产能。根据公司公告，2025 年 9 月，天业集团以“代为培育”模式启动的智能生态光伏耦合绿色特种树脂低碳转型升级示范工程（一期），规划年产 35 万吨烧碱、50 万吨 PVC、并配套 60 万吨乙醇、0.95GW 光伏项目。采用“煤气化—乙醇—乙烯—PVC”的生产工艺。该项目由公司控股股东天业集团先行承担项目建设培育费用及资金，公司不承担任何成本，且未来享有优先购买权。天业集团“代为培育”的模式既规避了新项目的投资风险，又助力公司储备优质产能。

1.4、行业景气低谷已过叠加后续落后产能退出，公司作为行业优质龙头有望充分受益

2016-2025 年，公司历史业绩主要可分为 3 个阶段：

(1) 2016-2019 年，PVC 价格维持，烧碱价格下行，叠加非主营业务剥离，公司营收、利润下滑。化工业务方面，2016 年，随着供给侧改革深入、环保趋严，氯碱行业景气迅速提升，公司 PVC 与烧碱产品量价齐升。2017-2019 年，氯碱景气度分化，烧碱由于产能仍过剩、环保限产放松、开工高位，而下游氧化铝增速放缓、非铝需求低迷，行业景气度下行；PVC 由于期间新开工/竣工仍保持正增长，叠加保障房、旧改、基建托底，管材/型材刚需稳定价格较为稳定。2016-2019 年，虽然烧碱价格下降，但公司 2016 年收购天伟化工新增特种 PVC、15 万吨烧碱等产能，叠加公司不断提高高端 PVC 销售比例，期间氯碱化工业务营收基本稳定。但由于煤炭等原材料成本涨幅较大，期间公司化工业务毛利下降。**非主营业务剥离方面，2018 年，公司剥离建筑安装工程服务和房地产业务，2019 年，公司对天业蕃茄进行破产清算，完成鑫石运输公司 100% 股权公开挂牌转让手续，逐步聚焦主业。**

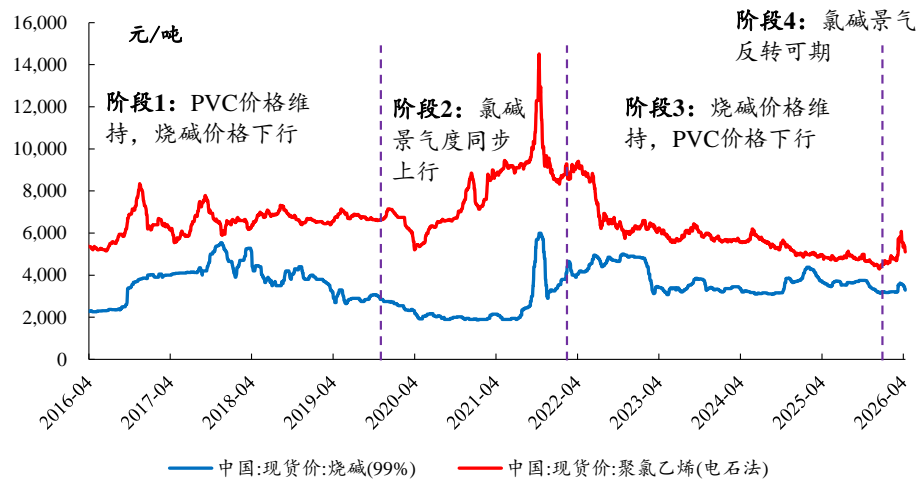
(2) 2020-2021 年，氯碱产能扩张叠加行业景气上行，公司业绩持续上涨。产能扩张方面，2020 年，公司收购天能化工、天伟水泥；2021 年，收购天域新实，2019 年至 2021 年年底，公司烧碱产能从 15 万吨/年增加至 65 万吨/年；PVC 产能从 20 万吨/年提高至 89 万吨/年。**氯碱景气度方面，2020 年受公共卫生事件蔓延影响，PVC 糊树脂手套料需求显著提升，价格大幅上涨。同时 2021 年全国范围内先后实施能耗双控政策，电石、PVC、烧碱等价格也随之走高。公司作为一体化氯碱龙头，2021 年公司实现营收 120.15 亿元，同比+28.70%、实现归母净利润再创新高，达到 16.38 亿元，同比+84.79%。**

(3) 2022-2025 年：氯碱景气下行，公司业绩承压。虽然烧碱受出口需求较好、国内新能源需求拉动，烧碱价格较为稳定。但受宏观经济下行、房地产需求疲软等

因素影响，国内 PVC 市场进入下行通道，行业景气度开始回落，拖累公司业绩。截至 2025 年年底，公司实现营收 104.88 亿元，同比下降 6%；实现归母净利润-0.57 亿元，同比由盈转亏。

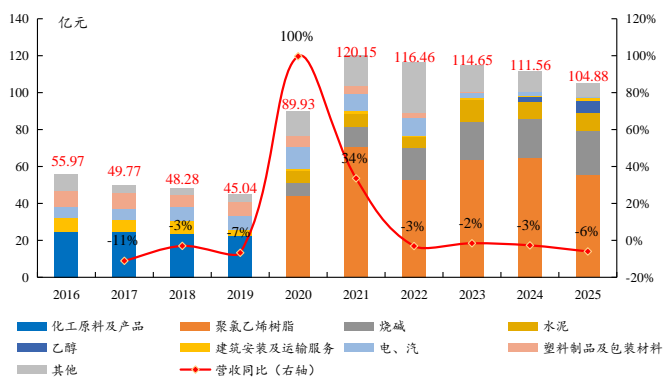
进入 2026 年以来，氯碱价格整体向上，行业产能增速放缓，叠加出口需求增加、国内需求恢复，氯碱价格逐步触底反弹。远期随着《关于汞的水俣公约》、双碳政策、老旧装置改造等政策推动，落后氯碱产能持续退出，公司作为氯碱行业优质龙头企业有望充分受益。

图4：2016 年以来，氯碱价格走势可分为 4 个阶段，2026 年以来氯碱价格整体向上



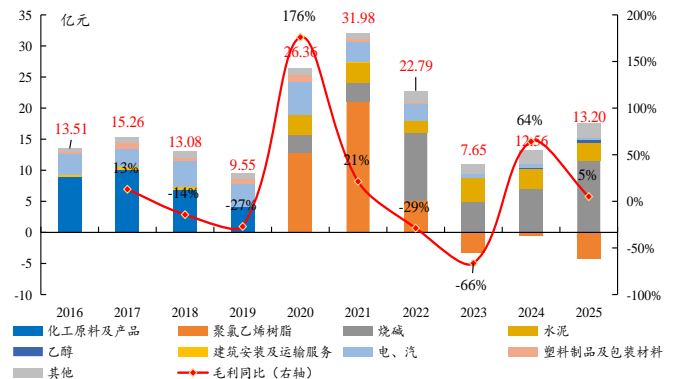
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2025 年，公司营收 104.88 亿元，同比-6%



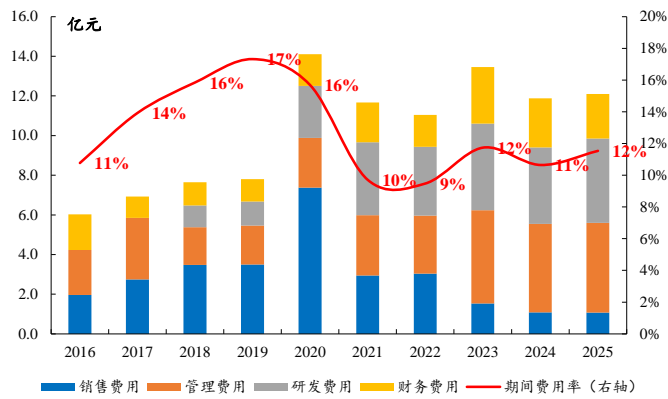
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图6：2023 年以来，公司毛利润有所恢复



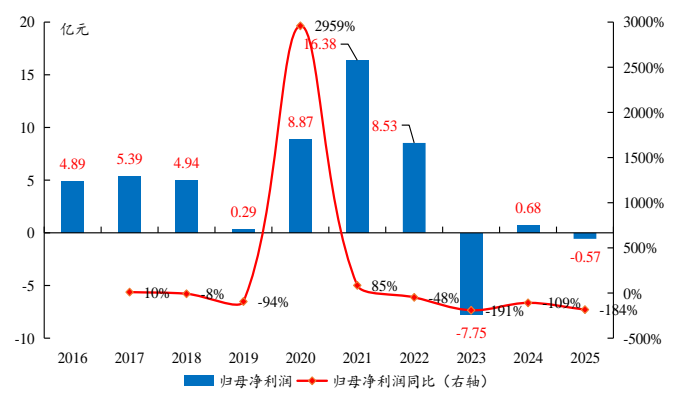
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图7：2025年，公司期间费用率12%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图8：2025年，公司归母净利润-0.57亿元，同比转亏

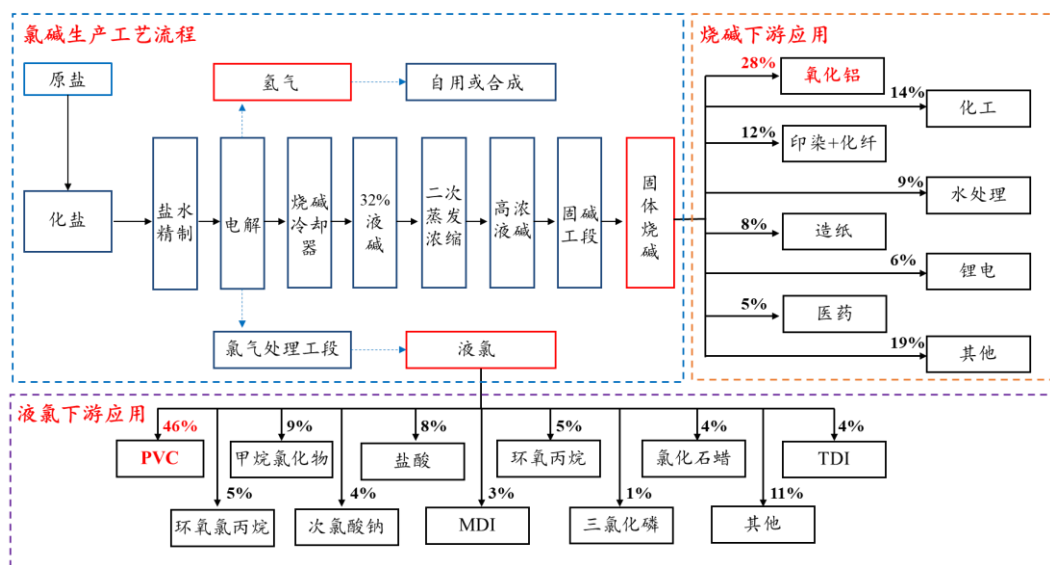


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

2、氯碱产业链：氯碱工业主要产品为烧碱和聚氯乙烯(PVC)

氯碱工业主要产品为烧碱和聚氯乙烯(PVC, 下同)，终端涉及基建、地产、化工等国民经济重要领域。氯碱工业产品主要包括烧碱和聚氯乙烯两大产品及副产品氯气、氢气，其生产工艺为：通过采用离子交换膜法电解食盐水，产生32%液体烧碱(简称液碱)、氯气、氢气等产品。据隆众资讯数据，生产1吨烧碱将对应生产0.886吨氯气、0.025吨氢气。烧碱方面，2025年，据百川盈孚数据，下游主要用于氧化铝、化工、印染/化纤、水处理、造纸、锂电、医药等领域，需求占比分别为28%、14%、12%、9%、8%、6%、5%，其中氧化铝终端涉及基建、地产、交通运输、电力等多个方面，即烧碱终端应用领域涉及我国多个国民经济重要组成部分。液氯方面，2025年，据百川盈孚数据，下游主要用于生产PVC、甲烷氯化物、盐酸、环氧丙烷、环氧氯丙烷、TDI、氯化石蜡等，需求占比分别为46%、9%、8%、5%、5%、4%、4%，其中PVC为液氯主要应用下游，其终端主要用于基建、地产等领域。氯碱工业主要产品为烧碱和聚氯乙烯，终端需求与宏观经济息息相关。

图9：氯碱工业：以烧碱和聚氯乙烯为主要产品，终端涉及基建、地产、化工等国民经济重要组成部分



资料来源：百川盈孚、开源证券研究所（注：上述数据为2025年数据）

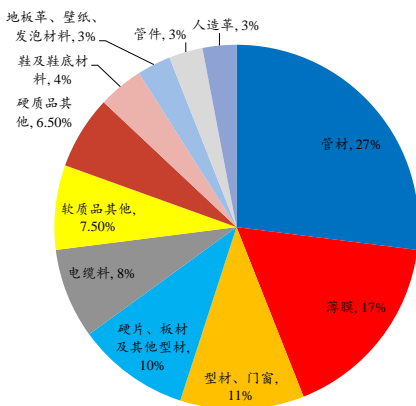
2.1、PVC：地产需求偏刚性，行业无新增产能且出口退税取消、无汞化推进等因素或加快落后产能退出

2.1.1、需求：PVC 国内需求较为稳定，出口表现亮眼

PVC 下游主要用于房地产领域，需求领域偏向于装修端。PVC 下游主要用于房地产领域的各个方面，据百川盈孚数据，2025 年 PVC 下游 27%用于生产管材，其主要用于开工阶段及施工阶段的排水、排气管道铺设；11%用于竣工端，包括用于型材、门窗；44.5%用于装修阶段，包括用于薄膜、电缆料、软质品等。

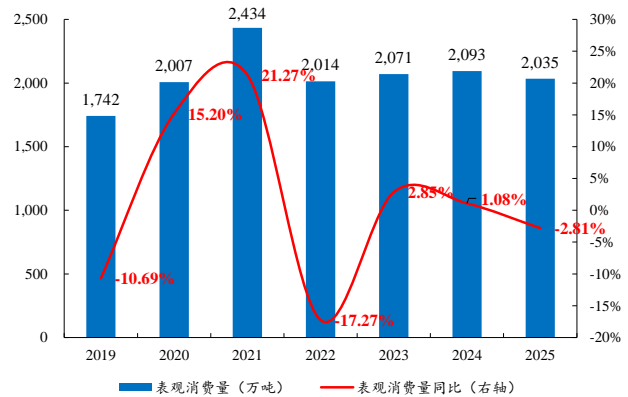
2025 年以来，PVC 需求恢复情况仍然较弱。2025 年以来房地产景气度持续下行，PVC 需求在 2024 年同期较低的基数下，需求恢复仍然较弱。据 Wind 数据，2025 年，国内房屋竣工面积、商品房销售面积分别为 6.03、8.81 亿平方米，分别同比下降 18%、下降 8.70%。据百川盈孚数据，2025 年 PVC 表观消费量为 2,035 万吨，同比下降 2.81%。

图10：PVC 下游主要用于地产领域



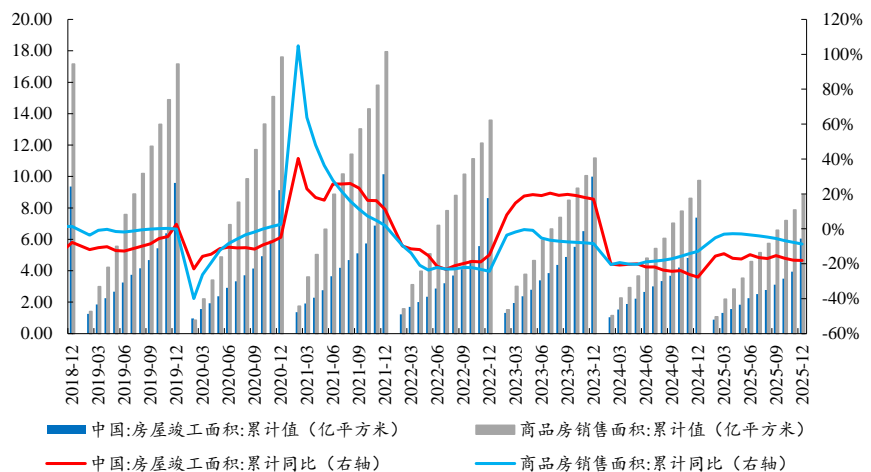
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图11：2025 年，PVC 表观消费量同比下降 2.81%



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图12：2025 年国内房屋竣工面积、商品房销售面积分别同比下降 18%、下降 8.70%



数据来源：Wind、开源证券研究所

我国地产政策支持力度持续加强，有望支撑 PVC 需求稳步修复。2025 年以来，我国陆续出台相关房地产支持政策，以“控增量、去库存、优供给”为核心主线，政策力度显著加强，重点在于盘活存量与拓宽金融支持。同时，我国目前地产政策强

调因城施策，包括一线城市限购大幅松绑、首付比例与利率下限持续下调、释放改善型需求等。以上海为例，2025年8月26日起优化调整本市房地产政策措施，包括符合条件居民家庭在外环外购房不限套数；个人首套最高贷款额度从160万元提高至184万元，多子女家庭首套上浮比例可叠加计算，从192万元提高至216万元等。2026年2月26日起进一步优化调整本市房地产政策措施，包括进一步调减住房限购政策；首套住房的公积金贷款最高额度从160万元提高至240万元，叠加多子女家庭和购买绿色建筑最高贷款额度上浮政策（最高上浮35%），上海市公积金贷款最高额度可达到324万元等。2026年2月2日上午，中国建设银行与上海市相关部门及企业正式签约，支持上海首批收购二手住房转化为保障性租赁住房的项目，浦东新区、静安区、徐汇区成为率先试点的三个区域。相较于此前行业协会的自发倡议，以及2025年区域国企的定向收购，此次堪称上海“国家队”正式下场收购二手房。此外，2026年5月28日，国务院印发《城市更新“十五五”规划》，明确了“十五五”期间要完成的量化指标，包括城镇危旧房改造50万套（间）、老旧小区改造约11.5万个、老旧街区和厂区改造提升约1500个、城中村改造4000个、地下管网更新约36.5万公里等。我们认为，当前地产政策端各项举措持续发布，一线城市已经开始呈现出企稳迹象，后续国内地产行业或将企稳复苏，进而支撑PVC需求稳步修复。

表2：以上海为例，上海持续优化调整房地产政策措施，推动地产需求稳步修复

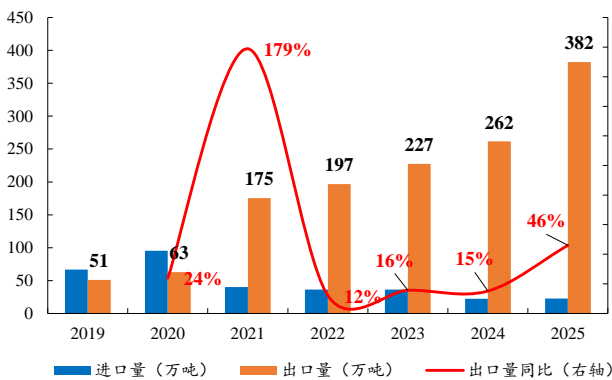
政策维度	2025年8月政策 (2025.8.26 施行)	2026年2月政策 (2026.2.26 施行)	核心变化
住房限购-非沪籍外环内社保/个税年限	需连续缴纳3年及以上方可购买外环内1套住房	缩短至连续缴纳1年及以上即可购买外环内1套住房	大幅降低非沪籍外环内购房门槛，社保/个税年限减少2年
住房限购-非沪籍外环内购房套数	满3年社保/个税仅能限购1套外环内住房	满3年社保/个税可在原有基础上增购1套，合计限购2套	放开非沪籍外环内改善性购房套数限制
住房限购-居住证购房	无相关政策，购房需提供社保/个税证明	持《上海市居住证》满5年及以上，全市限购1套，无需社保/个税证明	新增居住证购房渠道，与社保/个税政策并行
住房限购-其他	1.沪籍/非沪籍满1年社保，外环外不限套数 2.成年单身人士按居民家庭执行限购	延续外环外不限套数、单身按家庭限购政策，仅优化外环内规则	外环外政策保持不变，核心优化外环内限购规则
公积金贷款-首套基础额度	首套最高184万元（绿色建筑上浮15%后），原基础额度160万	首套基础额度直接提高至240万元，无上浮前提下较此前基础额增80万	首套基础额度大幅提升，绿色建筑上浮可叠加
公积金贷款-最高可贷额度	多子女家庭首套最高216万元（叠加上浮后）	叠加多子女+绿色建筑最高上浮35%，家庭可贷达324万元	上浮比例提升，最高可贷额度较此前增超100万
公积金贷款-套数认定	无明确松绑规则，未提及结清贷款后再贷政策	已使用公积金贷款、结清后无房/仅1套房，可再次申请公积金贷款	松绑公积金贷款套数认定，支持改善性再贷
公积金贷款-多子女家庭支持	仅首套住房可享受额度上浮政策	上浮政策拓展至二套住房，二套可叠加20%上浮	多子女家庭支持从首套延伸至二套，覆盖改善需求
公积金贷款-其他	支持提取公积金付首付、“又提又贷”（提取不影响贷款额度）	未提及调整，延续此前提取及“又提又贷”规则	公积金提取政策保持不变，仅优化贷款规则
商业房贷利率	不再区分首套/二套，银行自主合	无相关调整政策，延续此前定价	商业房贷利率规则保持不变

政策维度	2025年8月政策 (2025.8.26 施行)	2026年2月政策 (2026.2.26 施行)	核心变化
	理定价	机制	
房产税政策	针对非沪籍：首套暂免征收，二套房及以上按人均60㎡免税额扣除	针对沪籍：子女成年后购家庭唯一住房暂免征收（含与父母共房后新购/置换）	房产税优惠从非沪籍拓展至沪籍改善群体，支持子女成年后独立购房
政策覆盖群体	重点支持全群体外环外购房、非沪籍首套购房	重点支持非沪籍外环内购房/增购、沪籍改善/子女独立购房、多子女家庭	从外环外普惠转向外环内精准松绑，覆盖更多改善型需求群体

资料来源：财联社公众号、央视财经公众号、开源证券研究所

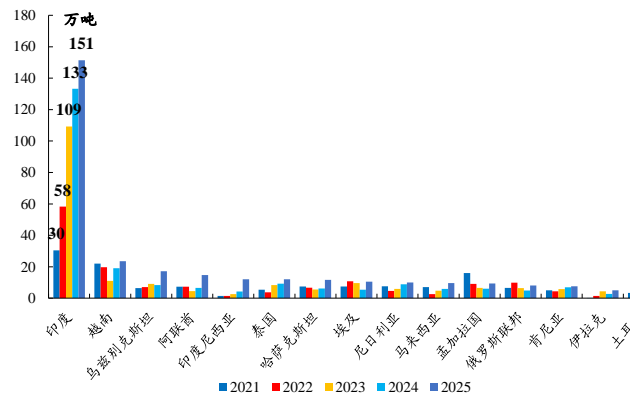
东南亚国家对PVC需求稳步增加，拉动我国PVC出口需求增加。2019年以来，我国PVC出口快速增加，这主要是由于我国PVC新增产能较多需求增加出口缓解国内供给压力、东南亚需求快速增加、海外高成本PVC产能退出等。据百川盈孚、隆众资讯数据，2025年我国PVC出口382万吨，同比增长46%，较2019年的51万吨出口量大幅增加。我国向印度出口量大幅增加，2025年我国向印度出口151万吨PVC，占总出口量的39.6%，同比增长13.62%。除印度外，我国向越南、乌兹别克斯坦、阿联酋、印尼、泰国等国出口PVC的量呈现逐年稳步增长的趋势。

图13：2019年以来，PVC出口快速增加



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图14：我国PVC主要向印度、越南等出口

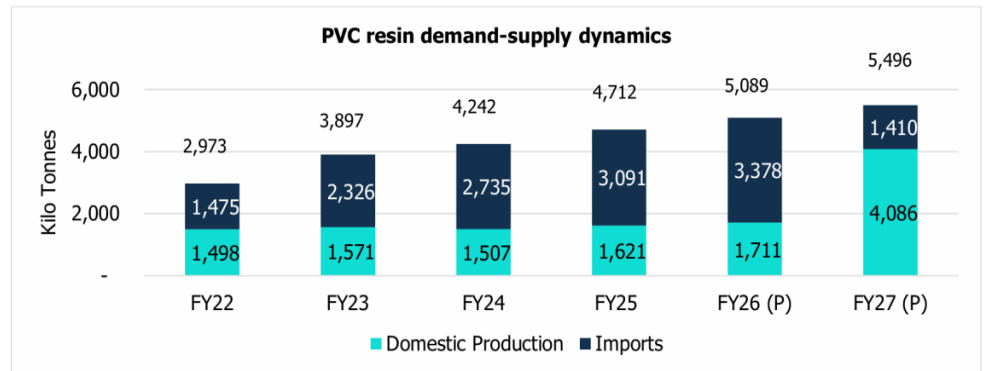


数据来源：隆众资讯、开源证券研究所

印度方面，其国内近几年无新增产能，而需求快速增加，带动进口需求增加。据印度碱制造商协会数据，近年来印度无新增产能，截至2025年3月底，印度PVC产能为163.6万吨/年，2025财年产量为153.6万吨，开工率94%。但据ALCHEMPro数据，印度国内消费量快速增加，这得益于建筑、农业、水利管理、基础设施及相关产业等关键下游行业的强劲增长，这使印度成为全球最大的PVC进口国，约占全球进口量的20%。

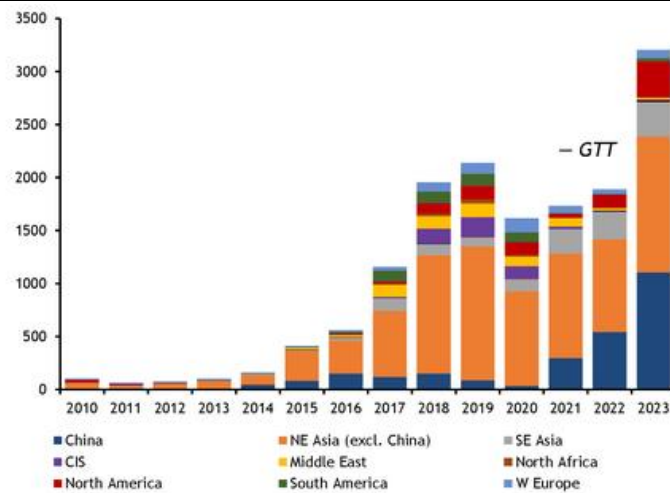
据CareEdgeRatings数据，2020-2025财年期间，PVC树脂需求实现了6.2%的复合年增长率，其中2025财年，PVC树脂需求增长至470万吨，同比增长约11%。预计印度PVC需求势头将持续，这得益于终端用户部门的强劲需求，以及印度目前PVC人均消费水平较低。根据ChemOrbis、Argus统计数据，2023年印度PVC进口量320万吨，其中中国向印度销售总量超过100万吨，市场份额为35%。随后，2023年印度进口PVC的国家分别为日本（占16%）、台湾（占14.5%）、韩国（占10%）和美国（占9%）。

图15: 2022-2025 财年, 印度 PVC 需求从 297 万吨提高至 471 万吨



资料来源: CareEdgeRatings

图16: 2023 年, 印度 PVC 进口量大幅提高, 主要由中国、东北亚和北美等供应



资料来源: Argus

印度难以新增 PVC 产能, 主要是由于印度缺乏乙烯、氯中间体等重要原料, 且中美 PVC 价格持续走低, 印度自建 PVC 产能的动力较弱。

(1) 印度缺乏乙烯、氯中间体等重要原料。乙烯方面, 印度贸易管控措施不力导致进口乙烯不够通畅, 同时石油、化工和石化投资区的建设延误, 导致缺乏可供独立下游使用的商用乙烯。氯中间体原料方面, 氯中间体, 如二氯乙烷、氯乙烯单体等的生产依赖通过电解食盐水生产的液氯, 但电解食盐水耗电量较大, 而印度电力供应的稳定性较弱, 导致印度液氯近几年基本没有新增产能, 进而导致氯中间体的供应不足。

(2) 海外 PVC 价格持续走低, 印度自建 PVC 产能的动力较弱。由于近年来中国、美国 PVC 价格持续下降, 并向印度出口 PVC 的量增大, 使得印度本土 PVC 企业盈利能力较弱。据 CareEdgeRatings 数据, 在 2020 财年, 从中国进口的 PVC 仅占印度 PVC 进口总量的约 3%, 但 2025 财年迅速增长至约 40%。据隆众资讯数据, 截至 2026 年 2 月 27 日, 印度 PVCCFR 价格 720 美元/吨, 但中国 PVCFOB 价格 635 美元/吨、美国海湾 FAS 价格 650 美元/吨, 均低于印度 PVCCFR 价格。2025 年 8 月印度曾决定对中国 PVC 征收高额反倾销税, 但于三个月后取消, 主要是由于其国内难以弥补 PVC 需求缺口。

展望后续，印度及其他东南亚国家、中亚国家新建产能困难，叠加海外 PVC 产能持续推出，中国 PVC 竞争力或持续提升。新增产能方面，印度阿达尼集团计划新增 100 万吨/年电石法 PVC 产能，采用电石法 PVC 工艺，但电石法 PVC 耗电量较大而印度电力供应不够稳定，叠加《关于汞的水俣公约》限制电石法 PVC 中氯化汞催化剂的使用，该产能投产难度较大；信实工业规划新增 150 万吨 PVC 产能，但目前尚无明确投产规划，所以未来印度国内 PVC 仍依赖进口。其他东南亚国家、中亚国家，如越南、乌兹别克斯坦等同样面临印度的情况，难以实现 PVC 自给。因此随着东南亚、中亚等国家经济持续增长，仍依赖进口 PVC。

退出产能方面，据 infogram 网站统计数据，2025 年海外 PVC 退出产能超 120 万吨，退出地区主要集中在欧美地区，退出原因包括装置老化、运营难度加大、出口市场疲软等。近年来欧美能源成本增加，而氯碱产业属于高耗能行业，相关企业生产成本增加，再叠加欧盟装置老旧，竞争力持续下降，预期未来欧美地区仍有氯碱装置退出可能，中国 PVC 竞争力或持续提升。

表3：截至 2025 年 3 月，印度 PVC 产能约 164 万吨/年，未来规划新增 250 万吨/年产能，但投产或较为困难

英文名	中文名	截至 2025 年 3 月 产能 (万吨/年)	新增产能 (万吨/年)	备注
FinolexIndustries	芬诺莱克斯工业有限公司	26		采用乙烯法 PVC 工艺
RelianceIndustries	信实工业	75.5	150	投产时间未定
ChemplastSanmar	切姆普拉斯特桑马尔	27		采用乙烯法 PVC 工艺
AdaniGroup	阿达尼集团		100	预计 2028 年财年投产，采用电石法 PVC 工艺
	其他	35.1		
	小计	163.6	250	

数据来源：AngelOne、InvestPunjab、中国化工报公众号、开源证券研究所

表4：2025 年，海外 PVC 产能退出超 120 万吨，退出地区主要集中在欧美地区

地区	外资企业	中文名	位置	产能 (万吨)	备注
已退出产能					
美国	Obria	奥布里亚	新泽西州佩德里克镇	乳剂 PVC (6)	2024 年底关闭
	Westlake	西湖	密西西比州阿伯丁	PVC 悬挂 (45.4)	由于装置老化、运营不整合及出口市场疲软，于 2025 年 12 月底关闭
	Westlake	西湖	北卡罗来纳州查尔斯湖	苛性钠 (41.5)、氯 (37.6)、苯乙烯 (26)、VCM (41.5)	由于装置老化、运营不整合及出口市场疲软，于 2025 年 12 月底关闭
欧洲	Arkema	阿克玛	法国贾里	苛性钠 (8.3)，氯 (7.4)	自 2025 年中期起，补给暂停后被迫停止运营
	Spolana	斯波拉纳	捷克共和国内拉托维采	PVC (13.5)	预计 2025 年上半年结束
	Fortischem	强化	诺瓦基，斯洛伐克	PVC (9)	预计将在 2025 年初关闭至少部分 PVC 产能
	INEOSInovyn	英力士伊诺文	德国莱茵贝格	苛性钠 (20.1)、氯 (18)、ECH (5.2)	将于 2025 年 10 月关闭氯碱、烯丙烯酸和 ECH 产能
	Vencorex	文科雷克斯	法国蓬德克拉	苛性钠 (13.3)，氯 (11.9)	计划于 2025 年上半年停产

地区	外资企业	中文名	位置	产能 (万吨)	备注
	Vynova	维诺娃	荷兰比克	PVC (22.5)	自 2025 年 11 月起停止生产
日本	Kawasaki	东光	川崎	PVC(25)	2025 年 12 月关停川崎工厂 PVC 厂 (其中名古屋装置在 2011 年关闭)
退出总产能			PVC	121.4	
			烧碱	83.2	
预计退出产能					
美国	Dow	陶氏	德国施科保	苛性钠 (28)、氯 (25)、EDC (53)、二氯甲烷 (2.5)、VCM (33)	计划于 2027 年第四季度关闭

数据来源: infogram、氯碱化工信息网、开源证券研究所

PVC 出口退税政策取消,短期行业出口压力增大,加速产能出清,远期中国 PVC 仍具有较强竞争力。1月9日,财政部、税务总局调整光伏等产品出口退税政策,其中聚氯乙烯产品自2026年4月1日起将取消目前13%的增值税出口退税,4月1日前出口仍可退税。而“13%出口退税”取消,意味着每吨出口成本将一次性抬升至少500元,而目前氯碱行业平均盈利能力已进入负数区间,未来行业产能退出或加快。此次出口退税率取消和下调,是基于当前我国制造业已经具备较强的国际竞争力,降低其出口退税率可以促使企业淘汰落后产能,加大技术创新和产业升级的投入,推动经济高质量发展,提升我国制造业在全球价值链中的地位。由于海外难以新增 PVC 产能,中国 PVC 仍将具有较强竞争力。

图17: 自 2026 年 4 月 1 日起将取消 PVC13%的增值税出口退税



资料来源: 国家税务总局官网、开源证券研究所

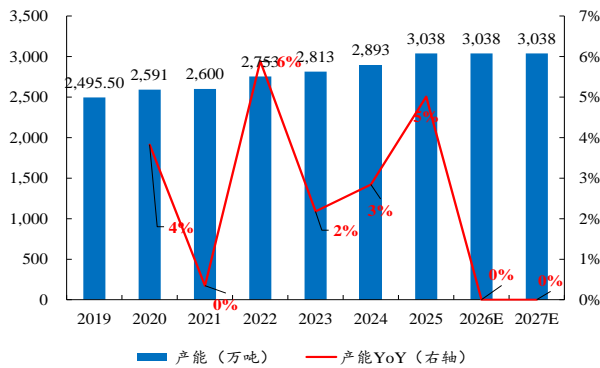
综上,国内外 PVC 需求持续增加,叠加海外产能退出, PVC 景气度有望持续向好。国内方面,我国政策持续托底地产行业,地产景气度底部向上,有望拉动 PVC 需求增长。国外方面,东南亚、中亚等发展中国家对于 PVC 需求将持续增加,且进口依赖度仍将较大。虽然 PVC 出口退税将在 2026 年 4 月 1 日取消,但海外一方面新增产能投产难度较大,另一方面欧盟高成本且老旧装置将陆续关停,中国 PVC 竞争力将进一步凸显,出口退税对国内 PVC 企业带来的成本增加有望向下游传导。

2.1.2、供给: 未来 PVC 行业无新增产能,无汞化推进下行业供给压力有望缓解

2025 年 PVC 新增产能较大,但预计 2026-2027 年 PVC 没有新增产能。据百川盈孚数据,截至 2025 年年底, PVC 行业总产能为 3,038 万吨/年,同比增长 5%,行

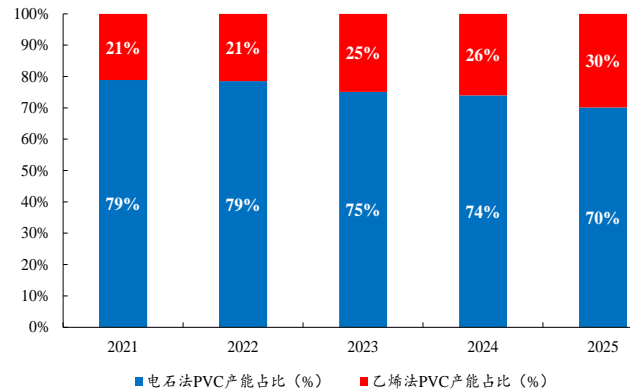
业供给压力较大，其中新增产能以乙烯法 PVC 为主。由于 PVC 盈利能力较弱，叠加政策端对 PVC 新增产能的限制趋严，行业 2026-2027 年或没有新增产能。

图18: PVC 产能投放接近尾声，短期或无新增产能



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图19: 2021 年以来，乙烯法 PVC 产能占比逐步提高



数据来源：隆众资讯、开源证券研究所

表5: 2025 年 PVC 新增产能较多，行业供给压力较大，新增产能以乙烯法工艺为主

预计投产时间	企业	PVC 产能 (万吨/年)	生产工艺	上游氯相关原料来源
2024/05	镇洋发展	30	乙烯法	消耗已有的氯气产能
2024/05	陕西金泰氯碱化工	60	电石法	配套 60 万吨/年烧碱产能，金基催化剂
2024/12	新浦化学(泰兴)	50	乙烯法	已有 90 万吨/年氯乙烯产能往下游生产
2024 年小计		140		
2025/07	万华化学(福建)	50	乙烯法	40 万吨/年 MDI 及 25 万吨/年 TDI 装置副产氯化氢
2025/07	天津渤化化工发展	40	乙烯法	配套 40 万吨/年烧碱产能
2025/09	青岛海湾化学	20	乙烯法	配套 30 万吨/年烧碱产能
2025/09	甘肃耀塑化工	30	电石法	配套 30 万吨/年烧碱产能，金基催化剂
2025/09	嘉化能源	30	乙烯法	消耗已有的氯气产能
2025 年及之后小计		170		

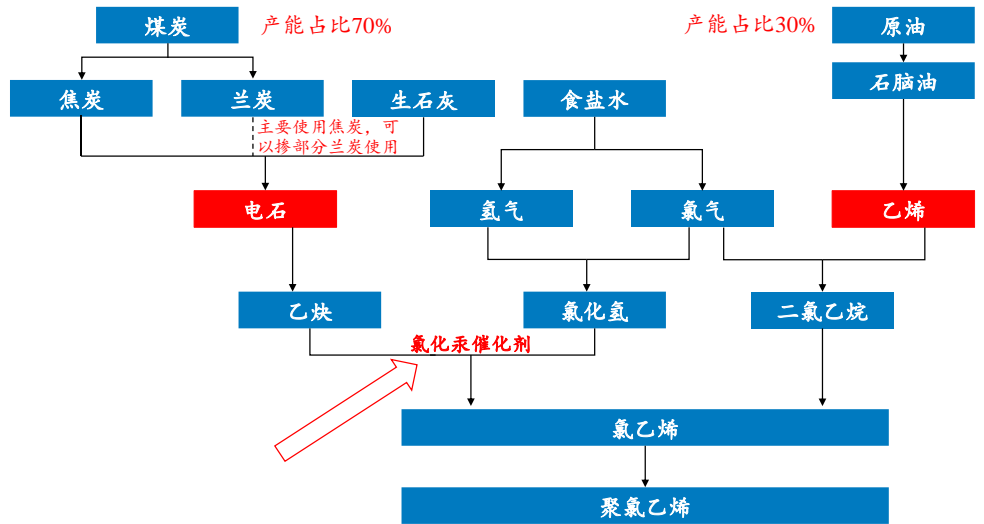
数据来源：Wind、百川盈孚、盐化信息网公众号、开源证券研究所

PVC 新增产能难度较大，无汞化推进下行业供给压力有望缓解。据产业结构调整指导目录(2024 年本), PVC 生产方面, 禁止投资新建 20 万吨/年以下电石法 PVC、30 万吨/年以下乙烯法 PVC 产能; 电石方面, 禁止投资建设电石产能 (以大型先进工艺设备进行等量替换的除外)、淘汰单台炉容量小于 1.25 万千瓦伏安的电石炉、淘汰开放式电石炉、淘汰内燃式电石炉、淘汰使用高汞催化剂 (氯化汞含量 6.5% 以上) 的电石法 PVC 生产装置, 因此 PVC 新增产能的难度较大。

在电石法生产 PVC 的过程中, 乙炔与氯化氢的反应需以氯化汞作为催化剂。然而在催化反应过程中, 氯化汞易发生汞流失, 不仅造成催化剂活性下降, 还可能对环境 and 人体健康带来潜在危害。目前全球电石法 PVC 绝大多数产能位于中国, 据《Mercury Transformation and Distribution Across a Polyvinyl Chloride (PVC) Production Line in China》数据, 生产电石法 PVC 过程中, 氯化汞催化剂中 21.9% 的汞会流失, 主要积累在转流器和下游管道内表面的沉积物中。《关于汞的水俣公约》的目标是保护人类健康和环境免受人为排放和释放汞和汞化合物的影响, 自 2001 年 2 月环境署理事会第 21 届会议以来, 汞问题一直列入环境署理事会议程。《关于汞的水俣公约》在我国生效, 禁止新建的乙醛、VCM、聚氨酯的生产装置使用汞、汞化合物作为催

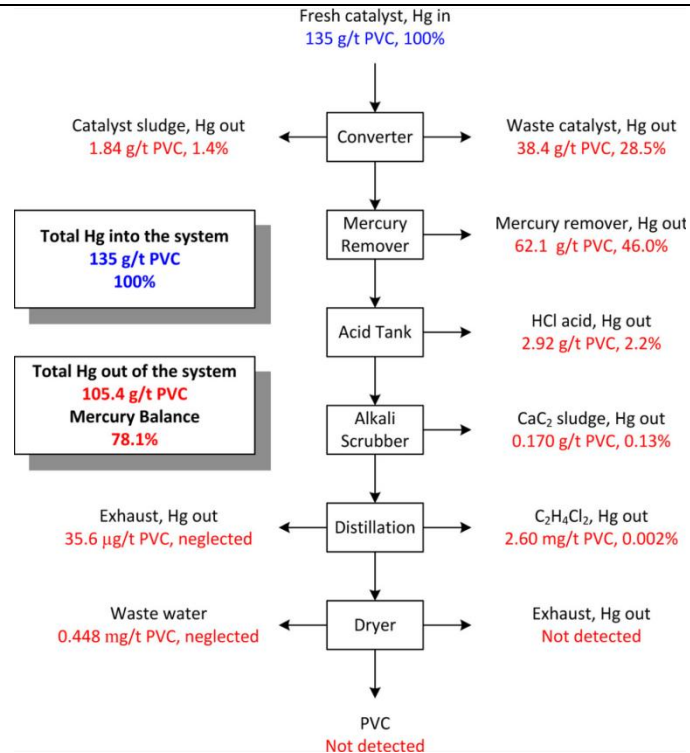
化剂或使用含汞催化剂，到 2032 年 8 月 16 日，将全面禁止原生汞矿开采，届时将无法再利用氯化汞作为催化剂生产 PVC。若上述政策持续落地，或将推动落后电石法产能淘汰。随着高成本产能亏损幅度扩大，叠加 PVC 行业无汞化推进，PVC 产能存在退出可能，行业供给压力有望缓解。

图20：电石法生产 PVC 的过程中，乙炔与氯化氢的反应需以氯化汞作为催化剂



资料来源：隆众资讯、开源证券研究所

图21：生产电石法 PVC 过程中，氯化汞催化剂中 21.9%的汞会流失



资料来源：《Mercury Transformation and Distribution Across a Polyvinyl Chloride(PVC) Production Line in China》（Wen Rent 等）、开源证券研究所

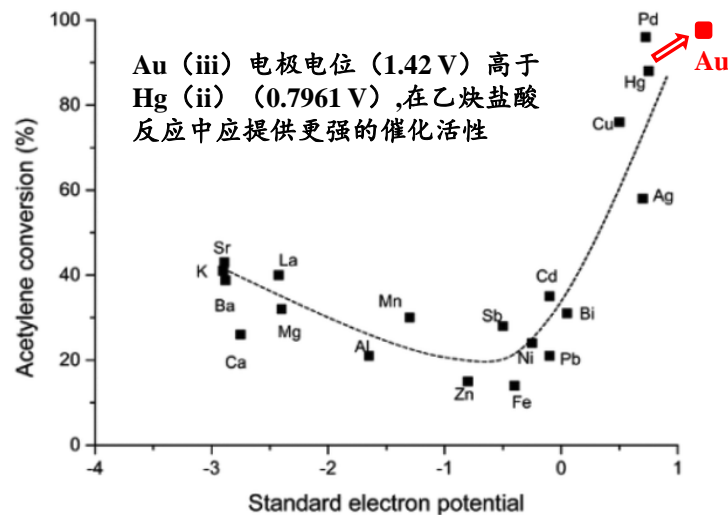
目前有两种方式推动 PVC 无汞化：改造成采用金基催化剂工艺、改造成乙烯法生产工艺。

(1) 采用金基催化剂。金基催化剂的催化效果较氯化汞催化剂更好，但价格更高。使用金基催化剂一方面需要改造生产产线，另一方面需要使用价格更高的黄金作为催化剂，我们预计产线改造+催化剂费用将增加 PVC 单吨成本 100-200 元左右。同时金基催化剂第一次加注的量较大，加上成本较高，规模较小的 PVC 生产企业或无力承担。

(2) 采用乙烯法生产工艺。根据我们统计，烧碱/电石法 PVC 配套项目单吨投资额平均为 3,328 元/吨，而烧碱/乙烯法 PVC 配套项目单吨投资额约为 5,973 元/吨，乙烯法 PVC 生产工艺所需要的投资成本更高。

无论哪种方式，都将增加电石法 PVC 企业的成本，其中采用金基催化剂路线为较优方式。因此我们认为，电石法 PVC 行业触媒无汞化已成趋势，规模较小、盈利能力较弱的 PVC 企业或将退出。

图22: 金基催化剂的催化生产电石法 PVC 效果较氯化汞催化剂更好



资料来源：《Heterogeneous non-mercury catalysts for acetylene hydrochlorination: progress, challenges, and opportunities》(Jiawei Zhong 等)、开源证券研究所

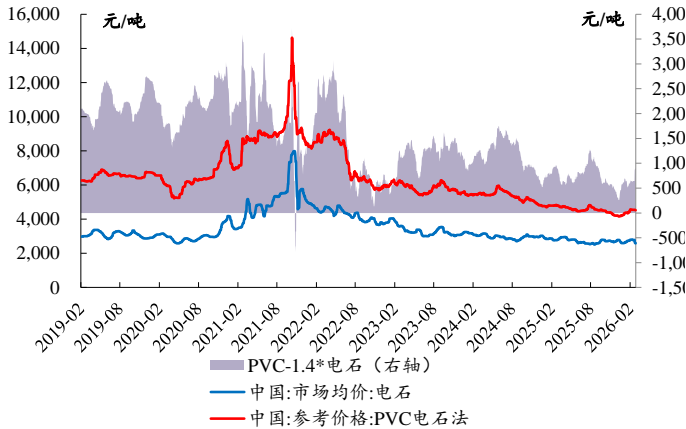
2026 年一季度中东冲突下，国内外 PVC 乙烯法开工率持续走低，电石法凭借成本和供应优势成为“缓冲器”。中东冲突引发全球能源价格高企，乙烯原料供应紧缺，进而限制了亚洲区域内 PVC 开工率，国内 PVC 乙烯法企业亦因乙烯成本高企及供应限制开工率持续走低，但国内外终端市场成本压力传导受阻，PVC 原料采购减少，叠加电石法供应持续增加对乙烯法 PVC 替代压力，中国凭借电石法成本优势和稳定供应成为全球“缓冲器”。因此我们认为在 7 月之前国内 PVC 行业将保持中国继续辐射全球的格局，7 月后亚洲淡季影响 PVC 价格，且后期随着原料价格与供应修复存在回落可能。

2.1.3、供需：远期 PVC 供需格局向好，价格上涨弹性充足

2025 年以来，PVC 价格价差整体呈下滑趋势，行业库存呈增长趋势。据 Wind 数据，2025 年 PVC 价格、价差均值分别为 4,726、741 元/吨，同比下降 9%、下降 36%，其中 2025 年 12 月，PVC 价格达到历史低点的 4,158 元/吨。2025 年，虽然 PVC 下游需求偏刚性，出口量增加，但由于行业新增产能较多，释放产能总量达到 220 万吨，较大程度上压制 PVC 价格。同时据百川盈孚数据，2025 年以来，PVC 行业库存整体呈增加趋势，截至 2026 年 2 月底，PVC 行业库存为 191.68 万吨，位于历

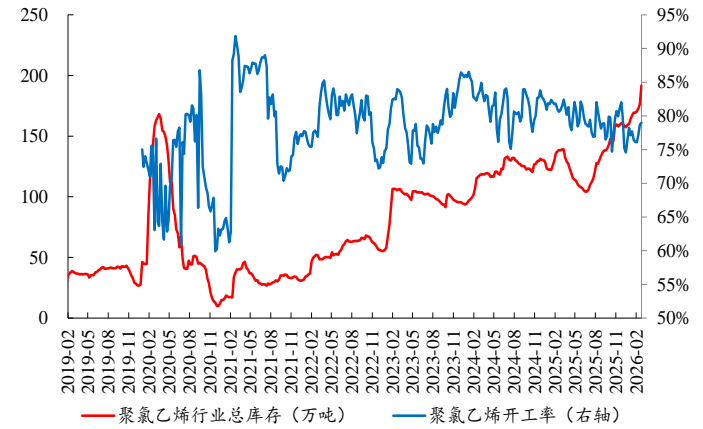
史最大值，行业供给压力仍存。

图23：2025年以来，PVC价格价差整体呈下滑趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：截至2026年2月底，PVC库存位于历史高位



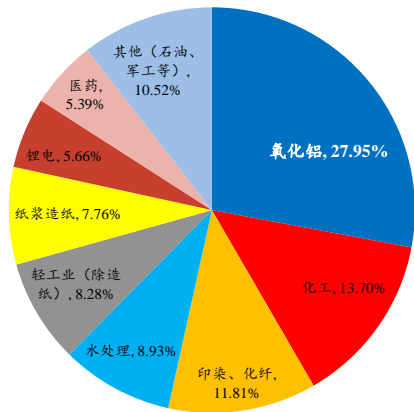
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

远期 PVC 供需格局向好，价格上涨弹性充足。进入 2026 年以来，PVC 企业亏损扩大下挺价，中东能源冲突下抬升成本，叠加抢出口催化，PVC 价格有所反弹。展望后续，需求方面，国内地产需求偏刚性，地产政策支持下需求有望稳步提升，且国外新兴发展中国家对 PVC 需求持续增加。供给方面，在《关于汞的水俣公约》以及全球 PVC 竞争加剧的情况下，新增产能较为困难。国内外供给均存在减少预期：（1）国内电石法 PVC 无汞化推进将淘汰落后电石法 PVC 产能；（2）国内 PVC 出口增值税退税取消进一步抬高落后 PVC 产能成本，加快其退出进度；（3）国外欧美能源成本持续高企下 PVC 装置将持续退出。综上，我们认为 PVC 远期供需格局有望持续改善，在目前 PVC 价格位于历史最低价格的情况下，未来 PVC 价格上涨弹性充足。

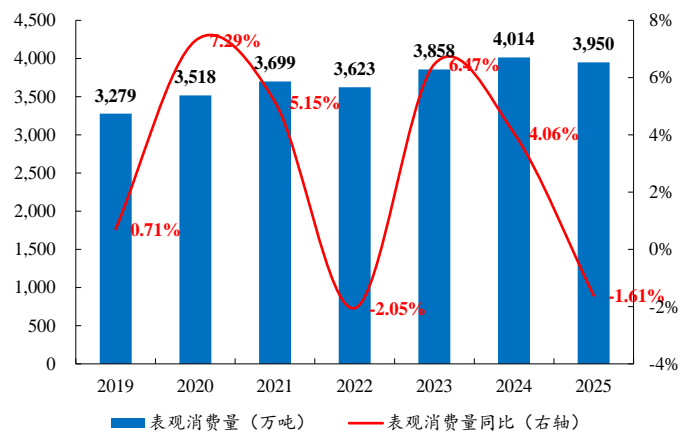
2.2、烧碱：需求有望增加而供给增速放缓，供需格局有望修复

2.2.1、需求：国内外氧化铝增量较大，叠加国内非铝需求增加，烧碱需求有望稳步增长

受非铝需求拖累，2025 年烧碱需求同比下滑。据百川盈孚数据，2025 年，烧碱下游 27.95%用于氧化铝、13.7%用于化工领域、11.81%用于印染及化纤领域、8.93%用于水处理、37.61%用于其他。据百川盈孚数据及我们测算，2025 年烧碱表观消费量 3,950 万吨，同比下降 1.61%，其中国内氧化铝对烧碱需求 1,353 万吨，同比增长 6.37%，主要是国内 2025 年氧化铝增量较大；国内非氧化铝需求 2,597 万吨，同比下降 5.31%，化工、印染、化纤等领域在 2025 年需求表现较弱，拖累烧碱需求增加；出口 411 万吨，同比增长 33.43%，这主要是海外氧化铝行业扩张带动烧碱需求增加，叠加海外烧碱产能持续退出。

图25：2025年，烧碱下游主要用于生产氧化铝


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图26：2025年，烧碱表观消费量同比下降


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

氧化铝方面，国内外氧化铝新增产能仍持续增加，带动烧碱需求增加。国内方面，据百川盈孚数据，2025年氧化铝新投产产能1,140万吨，2026年预计将再新投产1,510万吨，预计下游氧化铝产能持续增加将持续拉动烧碱需求增长。**国外方面，**据阿拉丁铝产业链服务平台数据，2025年印尼氧化铝新增产能400万吨，预计到2030年印尼氧化铝总产能或突破2,000万吨；几内亚氧化铝产业布局正加速落地推进，2025年国电投几内亚年产120万吨氧化铝项目、赢联盟几内亚120万吨/年氧化铝项目均开工建设，此外NIMBA、CBG（几内亚铝土矿公司）等企业也纷纷公布氧化铝厂建设计划；越南预计将于2030年前后分别投产德江化工林同200万吨/年氧化铝项目、仁基120万吨/年氧化铝厂扩建项目、林同铝土矿-铝综合项目中的120万吨/年氧化铝产能。综上，未来随着国内外氧化铝产能持续增加，烧碱需求有望稳步增长。

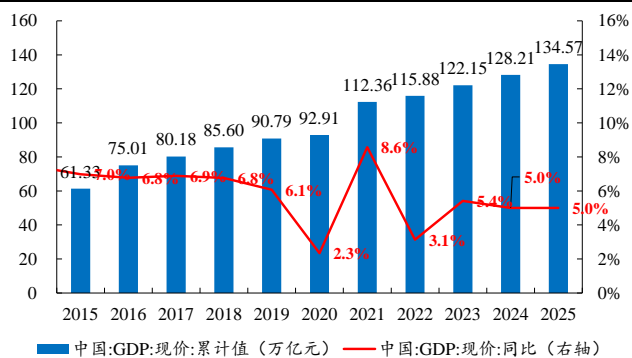
表6：预计2025-2026年，国内分别新增氧化铝产能1,140、1,510万吨

企业	省份	新增产能 (万吨)	预计投产时间	实际投产时间
汇宏新材料	山东省	100	2025-01	2025-01
山东创源新材料科技	山东省	100	2025-02	2025-02
广西华昇新材料	广西壮族自治区	200	2025-03	2025-03
汇宏新材料	山东省	100	2025-05	2025-05
河北文丰钢铝产业	河北省	480	2025-05	2025-05
广西华银铝业	广西壮族自治区	40	2025-06	2025-06
孝义市兴安化工	山西省	20	2025-06	2025-06
汇宏新材料	山东省	100	2025-06	2025-06
2025年新增产能小计		1,140		
河北文丰钢铝产业	河北省	480	2026-03	
山东鲁北海生生物	山东省	50	2026-03	
北海东方希望材料科技	广西壮族自治区	200	2026-03	
广西隆安和泰新材料	广西壮族自治区	240	2026-03	
防城港中丝路新材料科技	广西壮族自治区	240	2026-03	
广西广投临港工业	广西壮族自治区	200	2026-07	
重庆市九龙万博新材料科技	重庆市	100	2026-07	
2026年新增产能小计		1,510		

数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

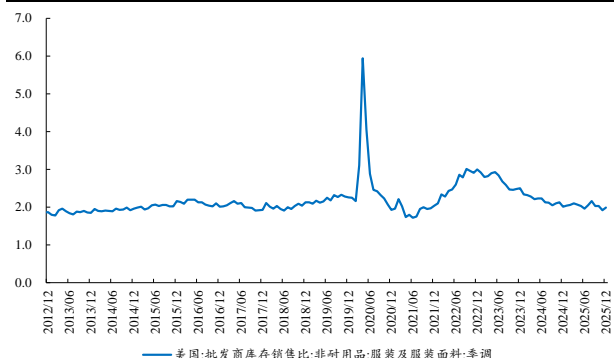
非铝需求方面，印染及化纤、锂电等领域需求有望稳步增长，带动烧碱需求增长。据 Wind 数据，2025 年中国 GDP 以不变价计算为 134.57 万亿元，同比增长 5%，较 2024 年增速持平。2026 年政府工作报告表明，2026 年发展主要预期目标是经济增长 4.5%-5%。未来随着稳内需政策持续推进，国内经济稳步增长将带动烧碱需求增长。**印染及化纤方面**，根据 CCF 援引央视财经的消息，美国海关与边境保护局 2 月 22 日发布执行指南，对于从美国东部时间 2 月 24 日起进入消费市场或从仓库提取用于消费的货物，将不再征收对等关税和芬太尼关税。即目前征收的服装相关商品关税较 2 月 24 日前下降 10%，叠加美国服装库存位于较低水平，边际上或利多服装出口，带动我国印染及化纤需求增加。**锂电方面**，作为决定三元正极材料性能的关键中间品，三元前驱体的战略重要性随高镍化、单晶化趋势而日益提升，为应对上游资源约束并争夺高端市场，头部生产商正积极进行产能扩张计划和优化全球产能布局。综上，烧碱非铝需求也将稳步增长，带动烧碱需求增长。

图27：2025 年中国 GDP 同比增长 5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2025 年 12 月美国非耐用品库存销售比较低

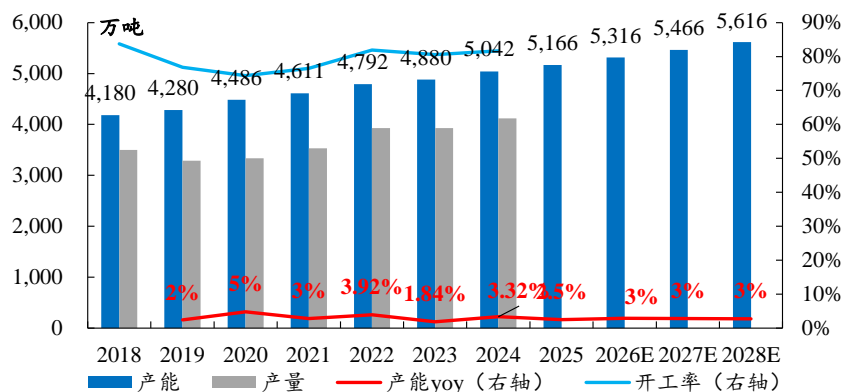


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.2、供给：烧碱规划产能较多，但 PVC 无新增产能或带动烧碱增量减少

烧碱规划产能较多，但 PVC 无新增产能或带动烧碱增量减少。2025 年，烧碱新增产能 124.2 万吨，同比+2.5%，总产能达到 5,166 万吨。2025 年尚有 170 万吨 PVC 新增产能能够消化烧碱增加带来的液氯供应增加，但进入 2026 年，PVC 无新增产能，其余行业能够消耗液氯的量较小，叠加未来对于氯碱这类高耗能行业新增产能限制趋严，未来烧碱新增产能也将放缓，我们预计 2026-2028 年烧碱每年维持约 3% 的产能增速。

图29：2025 年烧碱产能增加 2.5%，预计未来新增产能有限



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

表7：烧碱规划产能较多，但预计实际投产产能较少

企业	省份	新增产能 (万吨)	预计投产时间	实际投产时间
福建省东南电化	福建省	30	2024-12	2024-10
柳州东风容泰化工	广西壮族自治区	4	2024-12	2024-09
青岛海湾化学	山东省	30	2025-06	2025-06
安徽金轩科技	安徽省	2	2025-06	2025-06
湖北宜化集团	湖北省	5	2025-06	2025-06
天津渤化化工发展	天津市	30	2025-07	2025-07
甘肃耀塑化工	甘肃省	30	2025-08	2025-08
唐山三友精细化工	河北省	10	2025-12	2025-12
贵州瓮福江山化工	贵州省	15	2025-12	2025-12
2025年新增产能小计		122		
湖北山水化工	湖北省	3	2026-02	
河南金海新材料	河南省	30	2026-03	
建滔(北海)实业	广西壮族自治区	34	2026-03	
重庆市嘉利合新材料科技	重庆市	30	2026-03	
广安诚信化工	四川省	15	2026-03	
湖北葛化华祥化学	湖北省	20	2026-04	
湖北可赛化工	湖北省	10	2026-04	
贵州金泊化学	贵州省	10	2026-06	
浙江嘉化集团	浙江省	11.5	2026-06	
河北冀衡化学	河北省	20	2026-12	
宁波环洋新材料	浙江省	24	2026-12	
万华化学(宁波)氯碱	浙江省	15	2026-12	
赣州飞南资源循环科技	江西省	20.72	2026-12	
广西田东锦盛化工	广西壮族自治区	25	2026-12	
宜宾海丰和锐	四川省	20	2026-12	
宁夏日盛高新兴产业	宁夏回族自治区	40	2026-12	
济源市金祥材料	河南省	16	2026-12	
黄骅市金华化工	河北省	4	2026-12	
河南永银化工实业	河南省	10	2026-12	
河北临港化工	河北省	20	2026-12	
河南红东方化工	河南省	5	2026-12	
河北吉诚新材料	河北省	15	2026-12	
九江九宏新材料	江西省	15	2026-12	
滨兰新材料(甘肃)	甘肃省	60	2026-12	
甘肃富鹏废盐综合开发	甘肃省	10	2026-12	
甘肃巨化新材料	甘肃省	90	2026-12	
江西九二盐业	江西省	6	2026-12	
2026年新增产能小计		579.22		

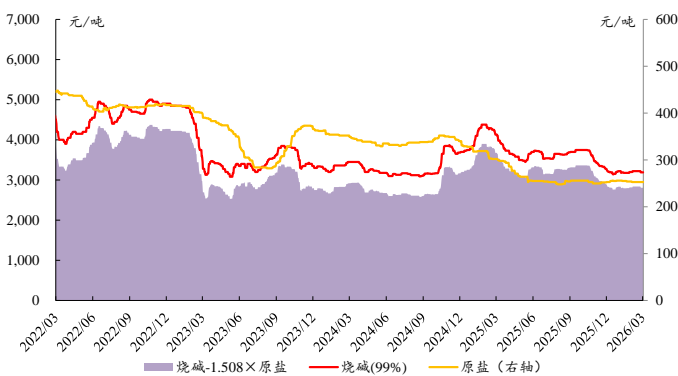
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

2.2.3、供需：烧碱供需格局或有所修复，库存高企下价格上涨幅度有限

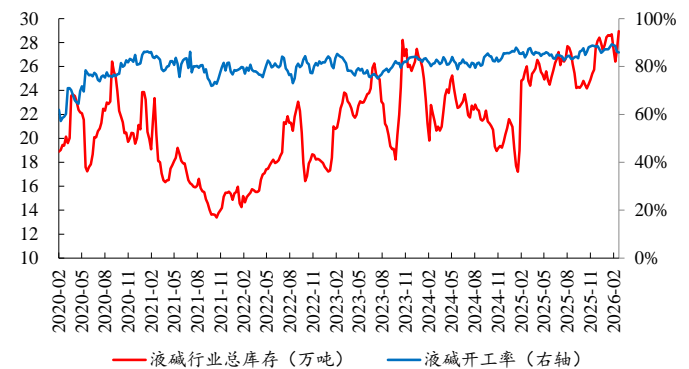
2025年，烧碱价格先涨后跌，整体均价同比增长。据 Wind 数据，2025年烧碱

(99%)均价 3,695 元/吨，同比增长 11%；价差 3,290 元/吨，同比增长 16%。2025 年 Q1，下游氧化铝新增产能较多，对烧碱的备货需求增加，而烧碱新增产能主要集中在 2025 年下半年，供需错配带动烧碱价格上涨。但后续随着氧化铝新增产能投放结束，叠加烧碱新增产能增加，烧碱价格、价差下跌。

展望后续，需求有望增加而供给增速放缓，长期持续看好烧碱供需格局改善。
需求端，2026 年国内外氧化铝需求持续增加，增幅情况与 2025 年接近，对烧碱需求拉动情况或与 2025 年接近。非铝需求方面，随着国内经济持续恢复，非铝需求或较 2025 年有所增长。**供给端**，由于 2026 年开始，PVC 行业基本无新增产能，烧碱缺乏较大的耗氯下游，从而限制烧碱新增产能，叠加未来对于氯碱这类高耗能行业新增产能限制趋严，预计烧碱产能增速或在 3% 左右。综上，从供需格局来看，2026 年烧碱需求有望增加而供给增速放缓，供需格局有望修复。但受 2025 年下半年烧碱新增产能较多影响，截至 2026 年 2 月底，烧碱库存位于历史较高水平，短期或将限制烧碱价格上涨弹性。从长期来看，在碳达峰背景下，烧碱产能增速或将放缓，而国内需求稳步增长带动烧碱需求增长，叠加海外能源价格高企背景下我国烧碱出口有望稳步增长，持续看好烧碱供需格局向好改善。

图30：2025 年以来烧碱价格呈下滑趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

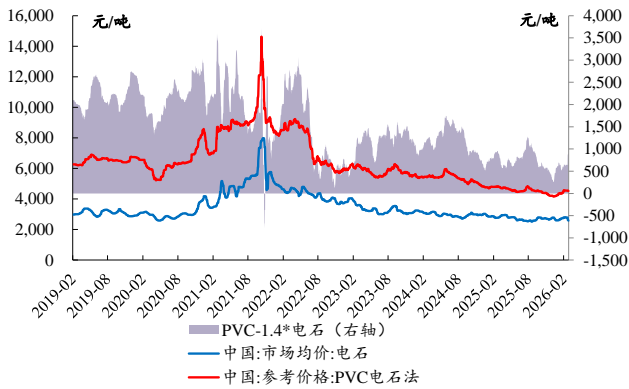
图31：截至 2026 年 2 月底，烧碱库存位于较高水平


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

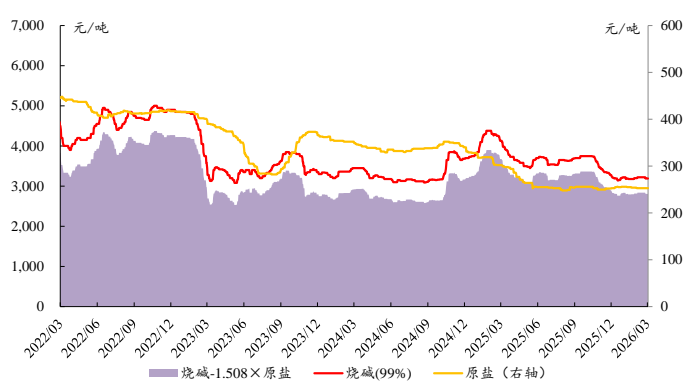
2.3、短期氯碱行业景气度逐步触底，远期供需改善下价格上涨弹性充足

短期来看，氯碱行业景气度逐步触底。虽然 PVC 无新增产能，但 PVC 库存压力较大，叠加出口受限，PVC 价格在 2026 年 4 月 1 日（取消 PVC 出口退税）后仍有压力。而烧碱后续虽然在供需面上较为平衡，但烧碱库存压力同样较大，叠加后续受 PVC 盈利下降拖累，氯碱行业亏损或进一步加深。从 2025 年 Q4 开始，氯碱行业出现包括龙头公司在内的大面积亏损，若行业盈利进一步下滑，相关高成本产能或将加快出清。

从远期来看，行业供给格局改善，叠加海外需求增长，氯碱供需格局有望持续向好改善。供给格局改善方面，由于 2026-2027 年 PVC 行业无新增产能，液氯下游最大的耗氯下游增量减少将减少烧碱的新增产能。而 PVC 未来存在产能退出可能，（1）国内电石法 PVC 无汞化推进将淘汰落后电石法 PVC 产能；（2）国内 PVC 出口增值税退税取消进一步抬高落后 PVC 产能成本，加快其退出进度。同时国外欧美能源成本持续高企下氯碱装置将持续退出，我国氯碱出口需求有望持续增长。综上，我们认为氯碱远期供需格局有望持续改善，在目前氯碱价格位于历史最低价格的情况下，未来氯碱价格上涨弹性充足。

图32：2026 年以来，PVC 价格价差向好修复


数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：2026 年以来，烧碱价格、价差较为稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

综上，我们认为公司后续业绩有望稳步增长，并做出如下假设：

PVC：未来随着 PVC 供需格局向好改善，公司 PVC 销售价格稳步增长，假设 2026-2028 年公司 PVC 销售价格分别为 4,700、5,000、5,200 元/吨（不含税价）。公司后续暂无新增产能规划，因而预计后续公司 PVC 销量维持在 130 万吨。

烧碱：未来随着烧碱供需格局向好改善，公司烧碱销售价格稳步增长，假设 2026-2028 年公司 PVC 销售价格分别为 2,700、2,900、3,200 元/吨。公司后续暂无新增产能规划，因而预计后续公司烧碱销量维持在 78 万吨。

表8：预计 2026-2028 年，公司 PVC、烧碱价格稳步增长，带动公司营收、利润稳步增长

指标	单位	2024 年	2025 年	2026 年 E	2027 年 E	2028 年 E
销售量						
聚氯乙烯	万吨	127.6	126	130	130	130
烧碱	万吨	78.2	79	78	78	78
水泥、熟料	万吨	327.6	336	350	350	350
乙醇	万吨	6.01	18	18	18	18
销售均价						
聚氯乙烯	元/吨	5,054	4,403	4,700	5,000	5,200
烧碱	元/吨	2,747	2,960	2,700	2,900	3,200
水泥、熟料	元/吨	280	289	282	282	282
乙醇	元/吨	3,957	3,949	4,000	4,000	4,000
营业收入						
聚氯乙烯	亿元	64.49	55.67	61.10	65.00	67.60
烧碱	亿元	21.49	23.42	21.06	22.62	24.96
水泥、熟料	亿元	9.17	9.69	9.89	9.89	9.89
乙醇	亿元	2.38	7.01	7.10	7.20	7.20
其他	亿元	14.03	9.09	9.00	9.00	9.00
小计	亿元	111.56	104.88	108.15	113.71	118.65
营业成本						
聚氯乙烯	亿元	65.11	59.98	61.12	61.06	61.06

指标	单位	2024年	2025年	2026年E	2027年E	2028年E
烧碱	亿元	14.45	11.93	11.70	11.66	11.66
水泥、熟料	亿元	5.96	6.70	6.99	6.99	6.99
乙醇	亿元	2.29	6.62	5.96	6.10	6.10
其他	亿元	11.18	6.45	6.45	6.45	6.45
小计	亿元	99.00	91.68	92.22	92.26	92.26
毛利润						
聚氯乙烯	亿元	-0.62	-4.31	-0.02	3.96	6.56
烧碱	亿元	7.04	11.49	9.36	10.96	13.30
水泥、熟料	亿元	3.21	2.99	2.90	2.90	2.90
乙醇	亿元	0.09	0.39	1.14	1.10	1.10
其他	亿元	2.85	2.64	2.55	2.55	2.55
小计	亿元	12.56	13.20	15.93	21.45	26.39

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 2.32、7.14、12.60 亿元，EPS 分别为 0.14、0.42、0.74 元/股，当前股价对应 2026-2028 年 PE 为 37.1、12.0、6.8 倍。我们选取氯碱行业的中泰化学、北元化工、君正集团作为可比公司，2026-2028 年可比公司的平均 PE 分别为 16.0、11.7、9.4 倍，其中 2026-2027 年公司 PE 高于行业平均主要是 2026 年处于行业景气度从低位向上的阶段；2028 年，随着行业景气度稳中向上，公司 PE 低于行业平均水平，具有较大增长弹性，且公司产业链拥有全闭环成本优势，无汞化政策带来供给收缩红利，首次覆盖给予“买入”评级。

表9：预计公司 2028 年 PE 低于可比公司平均

股票代码	证券简称	2026/5/31		EPS (摊薄/元)				PE (倍)			
		总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
002092.SZ	中泰化学	120.18	4.64	-0.11	0.20	0.30	0.40	-41.6	23.7	15.3	11.7
601568.SH	北元化工	150.15	3.78	0.03	0.30	0.40	0.51	138.6	12.6	9.5	7.4
601216.SH	君正集团	432.03	5.12	0.39	0.44	0.49	0.55	13.0	11.7	10.4	9.2
		平均						36.7	16.0	11.7	9.4
600075.SH	新疆天业	86.07	5.04	-0.03	0.14	0.42	0.74	-150.8	37.1	12.0	6.8

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：新疆天业盈利预测来自开源证券研究所，其他 3 家全部为 Wind 一致预期）

4、风险提示

(1) 需求恢复不及预期：氯碱化工相关产品属于大宗化学品，其需求与国内经济发展情况密切相关，若国内需求恢复情况不及预期，或将使得氯碱相关产品需求减弱。

(2) 政策落地进度不及预期：氯碱行业内高成本产能退出，行业景气度在逐步向好改善，但若反内卷、双碳相关政策细则落地进度不及预期，行业规划落地产能仍较多，因而行业景气度恢复进程将较慢。

(3) 公司经营风险和财务风险：产品结构单一，业绩高度绑定 PVC 周期，抗波动能力偏弱。资产负债结构偏紧、资本开支挤占经营性现金流风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	3447	3450	2289	2486	2876
现金	1720	1945	801	972	1370
应收票据及应收账款	31	48	47	46	55
其他应收款	6	25	7	27	8
预付账款	85	84	90	93	98
存货	830	843	840	844	840
其他流动资产	775	504	504	504	504
非流动资产	17079	17148	17074	17331	17421
长期投资	1340	1464	1676	1888	2100
固定资产	13223	13324	13160	13207	13156
无形资产	1072	1034	1046	1077	1047
其他非流动资产	1444	1326	1192	1159	1119
资产总计	20526	20598	19363	19817	20297
流动负债	5799	5386	4505	4836	4625
短期借款	507	200	280	360	440
应付票据及应付账款	2964	3077	2683	2976	2643
其他流动负债	2328	2109	1542	1500	1542
非流动负债	5398	5972	5381	4819	4257
长期借款	5159	5622	5031	4469	3907
其他非流动负债	239	350	350	350	350
负债合计	11197	11358	9887	9656	8882
少数股东权益	7	7	11	32	47
股本	1707	1707	1708	1708	1708
资本公积	1652	1655	1654	1654	1654
留存收益	5614	5523	5759	6495	7770
归属母公司股东权益	9322	9233	9465	10129	11367
负债和股东权益	20526	20598	19363	19817	20297

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1365	788	748	1756	1816
净利润	68	-57	236	736	1275
折旧摊销	879	1038	898	858	907
财务费用	248	225	62	54	29
投资损失	-32	-90	-98	-101	-95
营运资金变动	100	-463	-340	223	-286
其他经营现金流	100	135	-10	-14	-14
投资活动现金流	-670	-1091	-710	-997	-887
资本支出	1033	1101	611	903	786
长期投资	350	7	-212	-212	-212
其他投资现金流	13	4	113	118	111
筹资活动现金流	-1611	78	-1262	-667	-612
短期借款	-453	-307	80	80	80
长期借款	-847	463	-591	-562	-562
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	3	-0	0	0
其他筹资现金流	-311	-80	-751	-185	-130
现金净增加额	-916	-225	-1225	92	318

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	11156	10488	10815	11371	11865
营业成本	9900	9168	9222	9226	9226
营业税金及附加	123	133	125	133	139
营业费用	108	107	108	115	119
管理费用	447	453	420	464	483
研发费用	385	425	395	425	442
财务费用	248	225	62	54	29
资产减值损失	-93	-165	0	0	0
其他收益	179	127	131	142	145
公允价值变动收益	0	5	3	4	3
投资净收益	32	90	98	101	95
资产处置收益	10	14	12	13	13
营业利润	77	54	724	1210	1681
营业外收入	79	8	27	31	36
营业外支出	1	41	12	15	17
利润总额	155	21	739	1227	1700
所得税	86	78	502	491	425
净利润	68	-57	236	736	1275
少数股东损益	0	0	4	22	15
归属母公司净利润	68	-57	232	714	1260
EBITDA	1354	1384	1790	2239	2739
EPS(元)	0.04	-0.03	0.14	0.42	0.74

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-2.7	-6.0	3.1	5.1	4.3
营业利润(%)	109.3	-30.1	1247.2	67.3	38.9
归属于母公司净利润(%)	108.8	-183.4	506.9	207.6	76.4
获利能力					
毛利率(%)	11.3	12.6	14.7	18.9	22.2
净利率(%)	0.6	-0.5	2.1	6.3	10.6
ROE(%)	0.7	-0.6	2.5	7.2	11.2
ROIC(%)	1.3	-5.7	1.8	5.2	8.3
偿债能力					
资产负债率(%)	54.6	55.1	51.1	48.7	43.8
净负债比率(%)	58.1	58.4	57.2	46.9	34.1
流动比率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
速动比率	0.4	0.4	0.2	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	189.9	264.6	227.2	245.9	236.6
应付账款周转率	3.6	3.4	3.5	3.5	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.04	-0.03	0.14	0.42	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.46	0.44	1.03	1.06
每股净资产(最新摊薄)	5.25	5.20	5.34	5.72	6.45
估值比率					
P/E	125.8	-150.8	37.1	12.0	6.8
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.3	10.0	7.8	5.9	4.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn