

滨化股份（601678）

氯碱老牌企业根基扎实，港股上市推动新材料业务转型

买入（首次）

2026 年 07 月 21 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书：S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 周少玟

执业证书：S0600525070005

zhoushm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	10,228	14,836	15,681	16,169	17,089
同比（%）	40.00	45.06	5.69	3.11	5.69
归母净利润（百万元）	219.25	225.28	744.66	952.32	1,374.53
同比（%）	(42.77)	2.75	230.55	27.89	44.34
EPS-最新摊薄（元/股）	0.09	0.09	0.31	0.40	0.57
P/E（现价&最新摊薄）	57.02	55.50	16.79	13.13	9.10

投资要点

- **深耕传统化工、发力新材料，赴港上市绘制新蓝图：**滨化股份是国内老牌一体化综合化工企业，三大核心主业包括：氯碱、石化、湿电子化学品等。公司以“北鲲计划”为中长期核心发展战略，2025 年启动港股 IPO，重点投向四大领域：绿色能源基建、高端电子化学品、高附加值新材料研发生产与海外市场渠道拓展。2026 年 7 月 10 日，公司在港交所上市。
- **烧碱景气度磨底，公司作为行业领先企业盈利水平存在韧性：**国内政策推动烧碱老旧装置逐步清退，供给端压力减轻，下游氧化铝等需求支撑稳健，烧碱行业供需格局有望改善。截至 2025 年底，公司烧碱总产能 61 万吨，粒碱产能全国第一。待 2028 年公司沾化基地 20 万吨烧碱技改扩产后，总产能预计达到 81 万吨。沾化基地烧碱产能将通过技改增加 20 万吨。烧碱业务一直是公司核心利润来源，2025 年公司烧碱业务毛利率达 56%，公司烧碱业务的高盈利性主要得益于：自有盐田原材料配套、自备电厂提供较低成本电力、产品具有品牌效应、港口设施提供便利低廉的运输条件。
- **C3/C4 业务已于 2025 年初全面投产，有望受益于石化行业景气上行：**一方面，环氧丙烷景气度处于底部，国外老旧产能陆续停产，国内环保政策加速高污染氯醇法落后产能出清，行业供需格局有望逐步改善。另一方面，MTBE 景气度同样处于底部，国内汽油需求受新能源汽车冲击承压，海外出口规模大幅增长，成为消化国内过剩产能的核心渠道。2025 年初，公司 PO/MTBE 装置正式投产，实现环氧丙烷、MTBE 产品的成功放量，两大产品的国内市场占有率均处于较高水平，且公司在海外业务拓展方面进展顺利。后续随着石化行业景气度底部向上，公司石化业务弹性可期。
- **湿电子化学品业务高景气度，公司 semi G5 级电子级氢氟酸已实现量产，进入国内头部半导体供应链：**国内高端电子材料高度依赖进口，国产替代空间巨大，其中 semi G5 级电子级氢氟酸适配先进芯片制程，行业高端产能稀缺。截至 2025 年底，公司拥有 semi G5 级电子级氢氟酸产能 6000 吨，公司预计 1.7 万吨高端电子化学品项目将于 2026 年底中交，拓展蚀刻液、剥离液等新品，推动公司在新材料领域蓬勃发展。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到烧碱主业长期盈利水平稳健，景气度处于磨底状态；石化业务有望在国内反内卷的加持下迎来反转；新材料业务蓬勃发展，公司业绩弹性显著。我们预计公司 2026-2028 年的营业收入分别为 156.8、161.7、170.9 亿元，同比增速分别为+6%、+3%、+6%；归母净利润分别为 7.4、9.5、13.7 亿元，同比增速分别为+231%、+28%、+44%，按 2026 年 7 月 17 日收盘价计算，对应 PE 分别为 16.8、13.1、9.1 倍。我们看好公司作为氯碱行业领先企业，巩固传统主业的同时，加大石化、新材料领域的布局，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险、宏观经济下行风险、原材料价格大幅波动风险、股价波动相关风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.19
一年最低/最高价	4.03/7.84
市净率(倍)	0.91
流通 A 股市值(百万元)	10,604.92
总市值(百万元)	12,502.51

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.68
资产负债率(%，LF)	49.46
总股本(百万股)	2,408.96
流通 A 股(百万股)	2,043.34

相关研究

内容目录

1. 滨化股份：老牌化工企业谋新篇，H 股上市扩大公司业务版图	4
1.1. 氯碱行业领先企业延拓产业链，北鲲计划加快发展“新能源+化工”	4
1.2. 氯碱、C3/C4、湿电子化学品三大业务协同发展	6
2. 烧碱业务：景气度磨底，公司作为行业领先企业具有规模优势，打造公司盈利的基本盘	7
3. C3/C4 业务：行业处于底部盘整状态，格局改善下盈利可期	11
3.1. 环氧丙烷：落后工艺路线逐渐淘汰，行业格局有望优化	12
3.2. MTBE：下游以调和汽油为主，公司海外拓展顺利	15
4. 电子级氢氟酸业务：产品应用空间广阔，公司是国内 semi G5 级氢氟酸的主要生产企业	17
5. 盈利预测与投资评级	18
5.1. 关键假设与盈利预测	18
5.2. 估值与评级	19
6. 风险提示	19

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	公司业务模式及主要产品产能.....	4
图 3:	公司股权结构（截至 2026H1）.....	5
图 4:	公司营业收入、归母净利润（亿元）.....	6
图 5:	公司销售毛利率、销售净利率（%）.....	6
图 6:	公司业务营收拆分（亿元）.....	6
图 7:	公司业务毛利拆分（亿元）.....	6
图 8:	烧碱上下游产业链.....	7
图 9:	中国烧碱产能及同比（万吨，%）.....	8
图 10:	中国烧碱产量及同比（万吨，%）.....	8
图 11:	中国烧碱产量、表观消费量、进出口量（万吨）.....	8
图 12:	中国烧碱库存及开工率（万吨，%）.....	8
图 13:	中国烧碱价格走势（元/吨）.....	9
图 14:	公司 C3/C4 产业链一体化优势显著.....	11
图 15:	环氧丙烷产业链.....	12
图 16:	中国环氧丙烷产能、产量、开工率（万吨，%）.....	13
图 17:	中国环氧丙烷产量、表观消费量、进出口量（万吨）.....	13
图 18:	氯醇法环氧丙烷价格、价差走势（元/吨）.....	14
图 19:	MTBE 上下游产业链.....	15
图 20:	中国 MTBE 产能、产量、开工率（万吨，%）.....	15
图 21:	中国 MTBE 产量、表观消费量、进出口量（万吨）.....	15
图 22:	中国汽油表观消费量（万吨，%）.....	16
图 23:	2025 年中国 MTBE 市场份额（按营收划分）.....	16
图 24:	MTBE 价格、价差走势（元/吨）.....	16
图 25:	2025 年中国 semi G5 级电子级氢氟酸市场份额（按营收划分）.....	17
图 26:	公司 semi G5 级电子级氢氟酸销量、平均售价（吨、元/吨）.....	17
表 1:	公司港股 IPO 项目规划.....	5
表 2:	中国烧碱企业按产能规模分类（截至 2026H1）.....	8
表 3:	2026-2028 年中国烧碱计划新增产能（万吨）.....	9
表 4:	环氧丙烷合成方法梳理.....	12
表 5:	2026-2028 年中国环氧丙烷计划新增产能（万吨）.....	13
表 6:	全球环氧丙烷退出情况梳理.....	13
表 7:	公司盈利预测拆分.....	18
表 8:	可比上市公司相对估值（参考 2026 年 7 月 17 日收盘价）.....	19

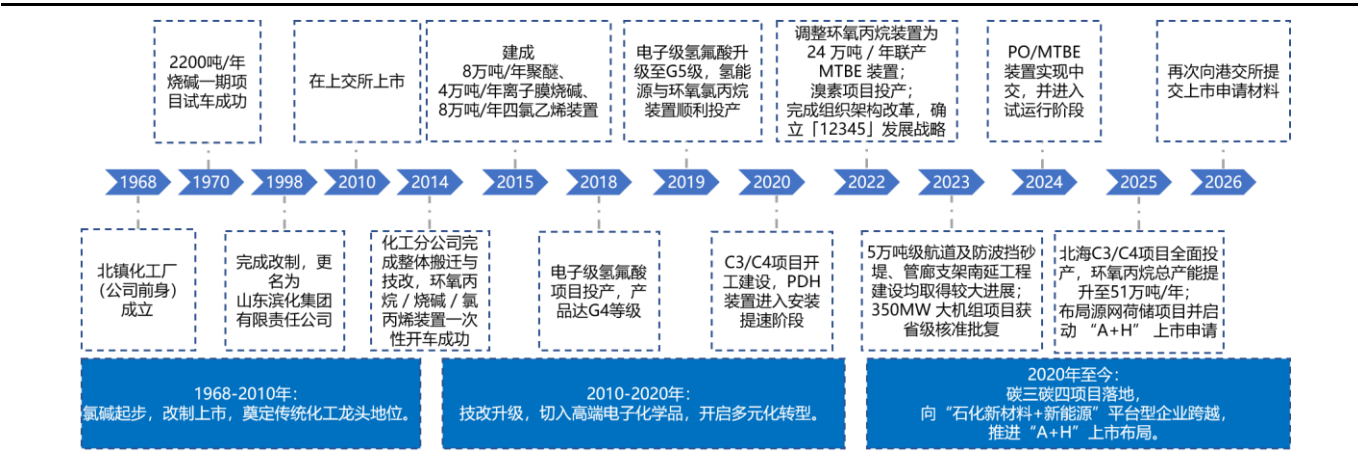
1. 滨化股份：老牌化工企业谋新篇，H 股上市扩大公司业务版图

1.1. 氯碱行业领先企业延拓产业链，北鲲计划加快发展“新能源+化工”

公司自 1968 年北镇化工厂成立以来，历经半个多世纪深耕，依托滨州、北海、沾化三大基地，打造出氯碱、石化、湿电子化学品三大业务板块，一体化优势显著。2025 年烧碱、环氧丙烷等核心产品产能利用率超 90%，电子级氢氟酸产能利用率达 106.8%。2026 年整体规划产量进一步提升，下游应用延伸至新能源、新材料等高景气领域。

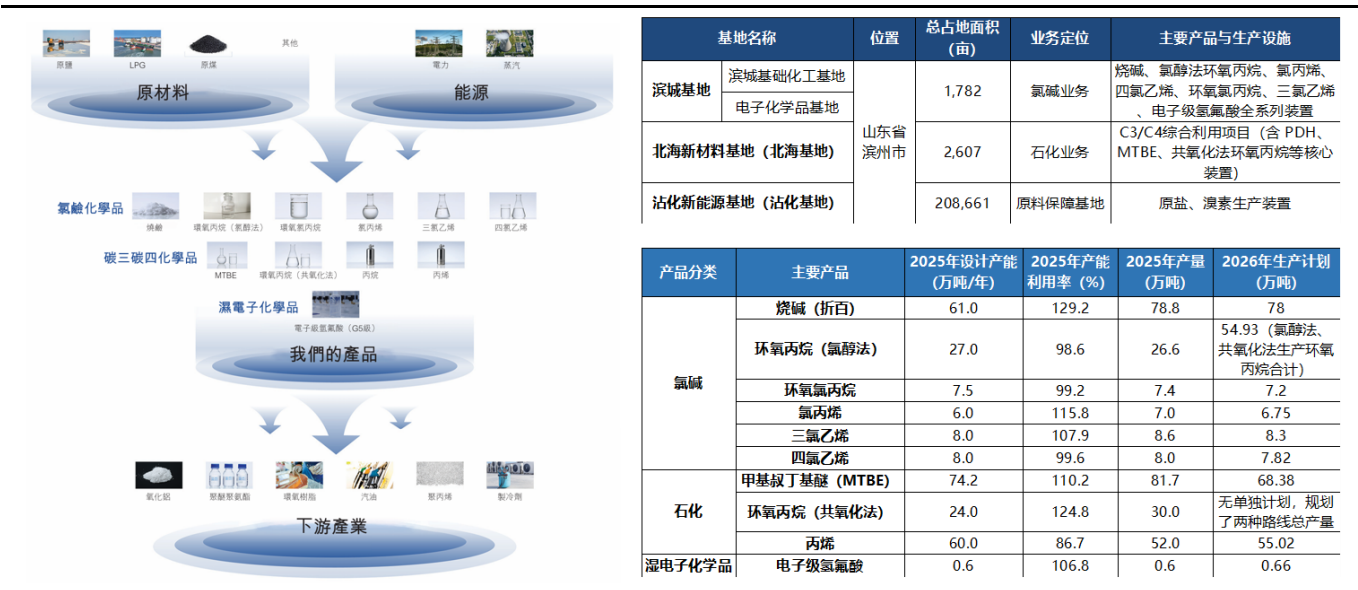
“十五五”期间，公司致力于成为国际化科技型化工行业头部企业和零碳示范企业，深化“北鲲计划”战略落地，以“新能源+化工”深度耦合为发展路径，加快重点项目建设。

图1：公司发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：公司业务模式及主要产品产能



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司港股 IPO 募投项目围绕四大方向精准布局：1）绿能项目通过风光储一体化降低用电成本与碳排放；2）研发聚焦高附加值产品与新型装备，筑牢技术壁垒；3）湿电子化学品项目拓展剥离液、蚀刻液等品类，切入半导体产业链；4）海外市场则针对不同区域搭建本地化渠道，扩大 MTBE、烧碱等产品的国际覆盖，打开长期成长空间。

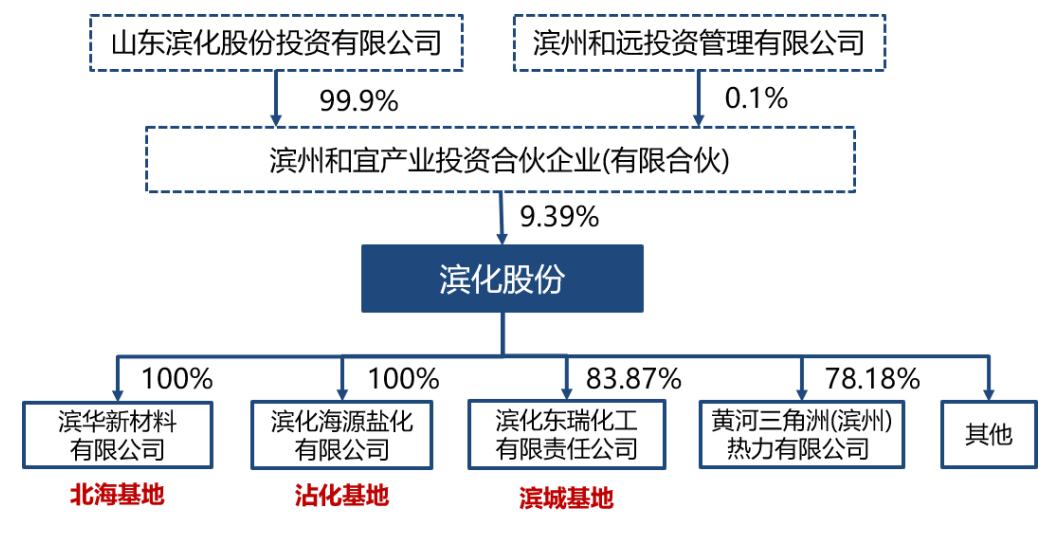
表1: 公司港股 IPO 项目规划

项目方向	具体项目名称	核心建设内容与关键指标
绿能基础设施	滨州北海经济开发区源网荷储一体化项目	规划建设 160MW 风电、100MW 光伏及 130MW/260MWh 储能装置；项目建成后，预计年自发用电量达 4.24 亿 kWh，绿电占比超 60%
研发能力提升	产业链下游高附加值产品及技术研发项目	聚焦生物基五亚甲基二胺、四氯丙烯、联苯乙酸等高附加值产品研发，同步开展碱性水电解槽等新型加工装备开发，强化核心技术护城河
高端湿电子化学品布局	阳信 1.7 万吨/年高端湿电子化学品生产设施建设项目	拟在滨州阳信建设 1.7 万吨/年高端湿电子化学品产能，产品覆盖剥离液、蚀刻液及超净高纯试剂，丰富产品矩阵，提升客户粘性
海外市场开拓	全球化销售与服务网络拓展项目	重点布局东南亚、中东市场（MTBE 产品）及非洲市场（烧碱产品），搭建本地化销售渠道，扩大国际业务覆盖范围

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

滨化股份股权结构清晰，下设子公司覆盖新材料、化工、热力等领域。截至 2026H1，山东滨化股份投资有限公司通过滨州和宜产业投资合伙企业间接持股 9.4%，形成稳定的股权关系。公司下设滨华新材料、滨化东瑞化工、滨化海源盐化、黄河三角洲热力等核心子公司，架构层级分明，管理链条高效，为一体化运营与战略推进提供坚实的保障。

图3: 公司股权结构（截至 2026H1）

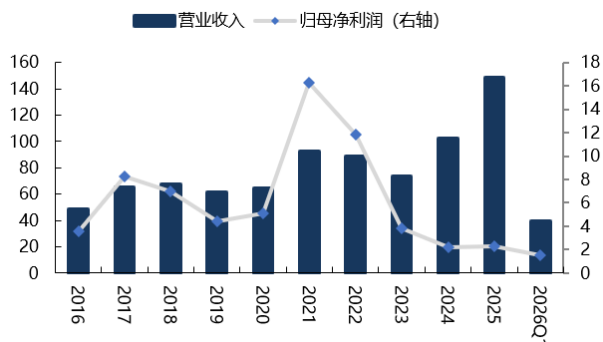


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 氯碱、C3/C4、湿电子化学品三大业务协同发展

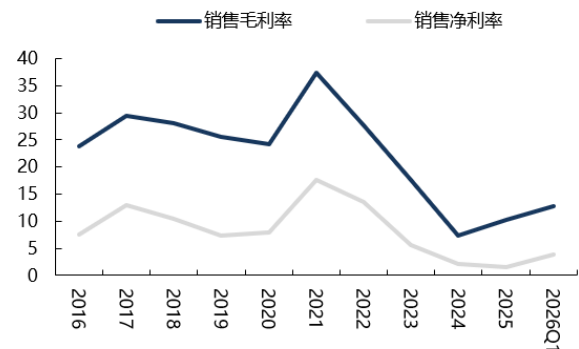
2021 年由于环氧丙烷、烧碱涨价，公司营收、归母净利润分别达到 93、16 亿元，销售毛利率、销售净利率分别达到 37%、18%，而后受周期下行影响，盈利阶段性承压，2023-2025 年公司归母净利润水平在 2-4 亿元区间。2026Q1 由于聚醚抢出口效应提振环氧丙烷需求，叠加地缘冲突影响，环氧丙烷价格快速上涨，公司盈利拐点初现，实现营业收入 39 亿元（同比+4%），实现归母净利润 1.5 亿元（同比+52.5%）。

图4：公司营业收入、归母净利润（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

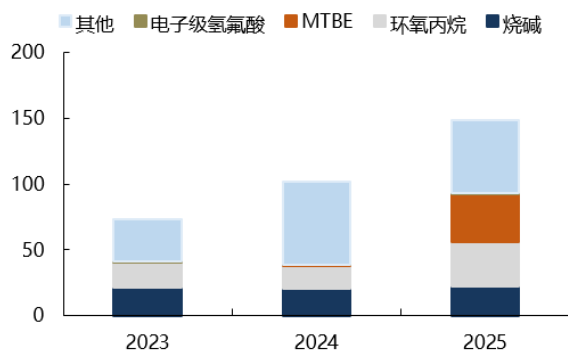
图5：公司销售毛利率、销售净利率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

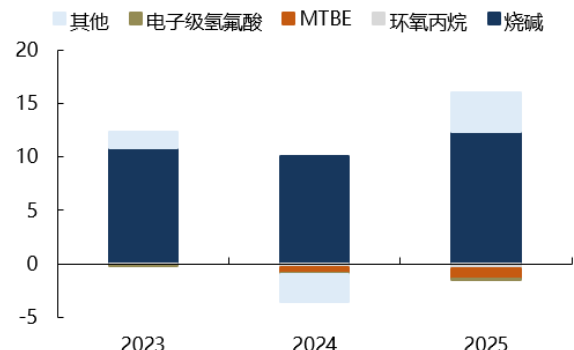
2025 年烧碱、环氧丙烷、MTBE 业务贡献主要收入，其中烧碱业务贡献主要毛利，而环氧丙烷、MTBE 业务毛利阶段性承压。另外 2025 年电子级氢氟酸亏损收窄，其他业务毛利贡献提升，反映出公司石化方向的业务盈利改善。

图6：公司业务营收拆分（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：公司业务毛利拆分（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

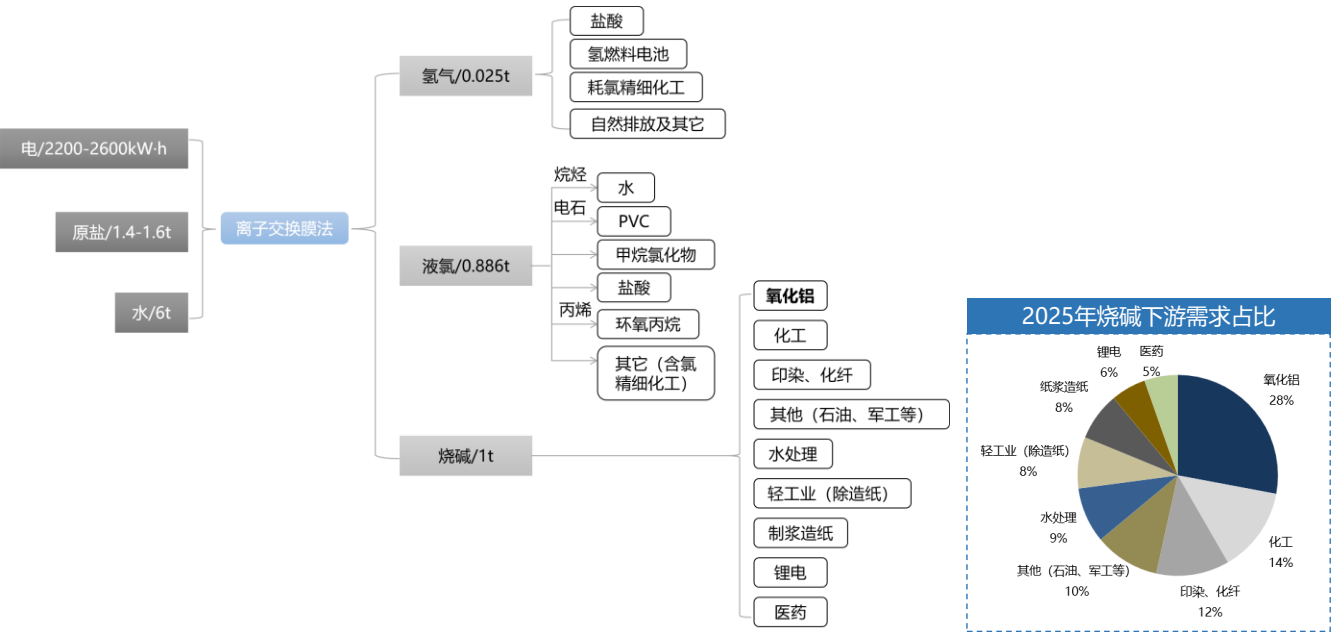
2. 烧碱业务: 景气度磨底, 公司作为行业领先企业具有规模优势, 打造公司盈利的基本盘

烧碱产业链上游依赖原盐和电力。根据百川盈孚, 每生产 1 吨烧碱约消耗 1.4-1.6 吨原盐 (NaCl)、6 吨水、2200-2600 度电。

烧碱产业链下游广泛应用于化工、冶金、纸浆制造等多个领域, 其中氧化铝为烧碱占比最大的下游应用领域。从下游需求占比来看, 2025 年我国烧碱下游需求产品主要集中在氧化铝 (占比 28%)、化工 (占比 14%)、印染 (12%) 等。

与传统产业链相比, 氯碱产业链的特殊之处在于联产氯气和烧碱, 且具有区域性分布的特点, 特别是在华东北沿海地区 (具有盐水和出口优势) 及西北地区 (具有能源价格优势)。

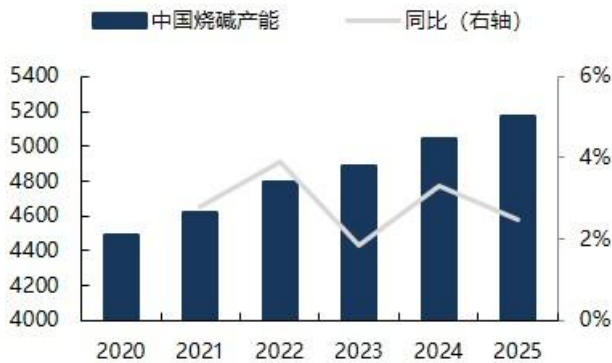
图8: 烧碱上下游产业链



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

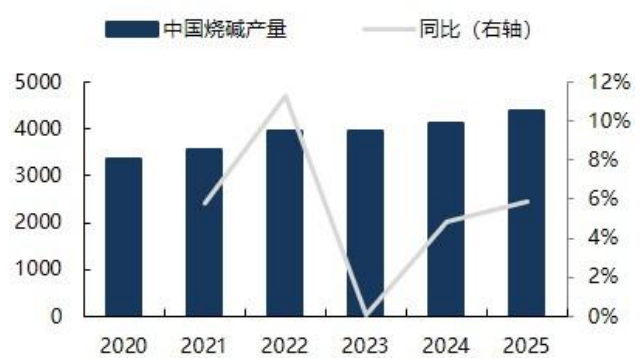
我国烧碱产能整体过剩，前期产能处于消化中。随着国家“双碳”政策持续推进，能耗较高的烧碱行业新增产能受控，我国烧碱产能增速放缓，装置开工率维持高位水平。但从下游需求来看，由于氧化铝行业加大进口铝土矿的使用量，吨耗碱量持续降低，对烧碱的用量支撑力度减弱，烧碱行业库存整体偏高。

图9：中国烧碱产能及同比（万吨，%）



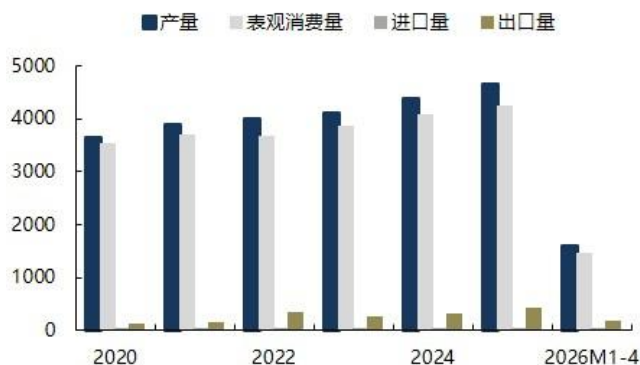
数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图10：中国烧碱产量及同比（万吨，%）



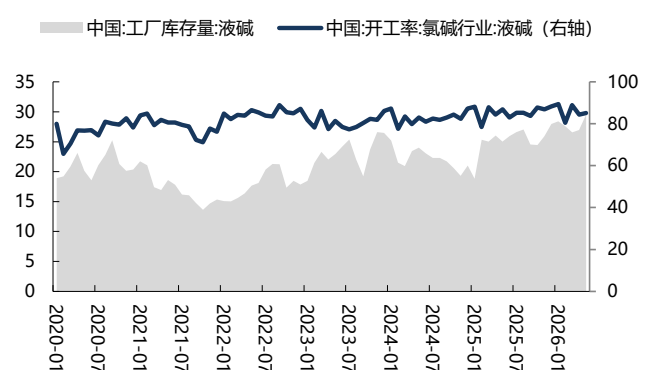
数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图11：中国烧碱产量、表观消费量、进出口量（万吨）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图12：中国烧碱库存及开工率（万吨，%）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

我国烧碱生产企业较为分散，中小规模的企业数量居多。根据百川盈孚，从后续烧碱的新增产能的规划上来看，仍有较多计划产能，关注后续实际投产情况。

表2：中国烧碱企业按产能规模分类（截至 2026H1）

产能 (万吨)	企业数量 (家)	企业数量占比	企业产能 (万吨)	企业产能占比	代表公司
规模≥100	5	3%	575	11%	中泰化学、新疆天业、东南电化等
50≤规模<100	25	14%	1637	32%	渤化化工、氯碱化工、滨化集团等
0<规模<50	153	84%	2979	57%	天原集团、安徽华塑、航锦科技等
合计	183	100%	5191	100%	

数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

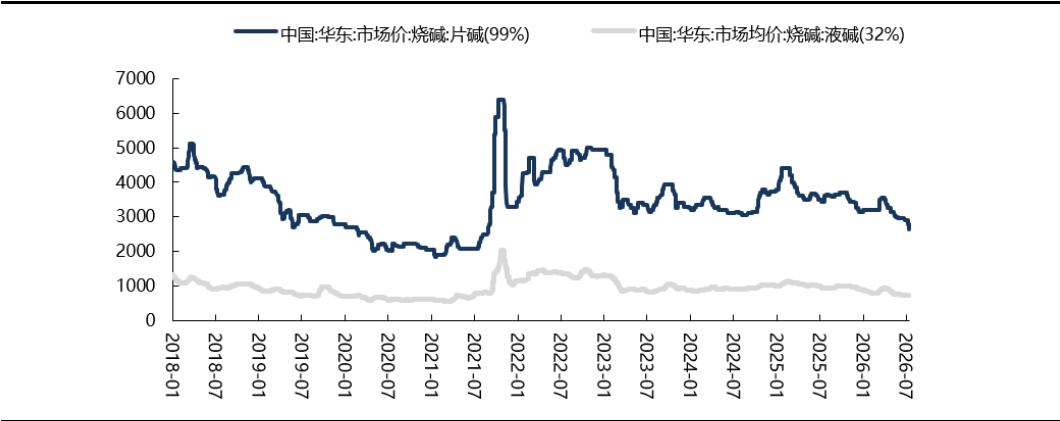
表3：2026-2028 年中国烧碱计划新增产能（万吨）

企业	项目	省份	产能
湖北山水化工有限公司	烧碱装置技改预计新增3万吨	湖北省	3
广安诚信化工有限责任公司	新增氯碱产能15万吨/年	四川省	15
河南金海新材料股份有限公司	新增氯碱装置一期30万吨	河南省	30
重庆市嘉利合新材料科技有限公司	新增30万吨烧碱产能	重庆市	30
建滔(北海)实业有限公司	新增34万吨氯碱装置	广西壮族自治区	34
宁夏日盛高新产业股份有限公司	烧碱固废综合利用项目新增40万吨	宁夏回族自治区	40
浙江嘉化集团股份有限公司	新增产能11.5万吨/年	浙江省	11.5
湖北可赛化工有限公司	湖北可赛化工有限公司扩产项目	湖北省	10
湖北葛化华祥化学有限公司	湖北葛化华祥化学有限公司扩产项目	湖北省	20
河南永银化工实业有限公司	新增烧碱产能10万吨	河南省	10
河北临港化工有限公司	新增20万吨烧碱产能	河北省	20
滨兰新材料(甘肃)有限公司	新增60万吨烧碱项目	甘肃省	60
甘肃富鹏废盐综合开发有限公司	新增10万吨烧碱项目	甘肃省	10
甘肃巨化新材料有限公司	新增90万吨氯碱装置	甘肃省	90
河南红东方化工股份有限公司	新增5万吨离子膜烧碱计划	河南省	5
河北吉诚新材料有限公司	新增离子膜烧碱15万吨/年	河北省	15
广西田东锦盛化工有限公司	新增25万吨烧碱产能	广西壮族自治区	25
贵州金泊化学有限公司	新增10万吨氯碱装置	贵州省	10
黄骅市金华化工有限责任公司	废盐综合利用新增4万吨/年烧碱	河北省	4
河北冀衡化学股份有限公司	新增20万吨氯碱装置	河北省	20
宁波环洋新材料股份有限公司		浙江省	24
万华化学(宁波)氯碱有限公司	新增15万吨氯碱装置	浙江省	15
济源市金祥材料有限公司	整合搬迁共计年产16万吨离子膜烧碱	河南省	16
唐山三友精细化工有限公司		河北省	20
2026年总计			537.5
河南金海新材料股份有限公司		河南省	30
山东信发化工有限公司		山东省	40
冀中能源集团惠宁化工有限公司	年产30万吨烧碱项目	河北省	30
重庆市映天辉氯碱化工有限公司	新增产能总体规划20万吨烧碱；预计先开一期12万吨，8万吨投产时间待定	重庆市	20
远安兴华磷化工有限公司	废盐回收综合利用年产30万吨烧碱	湖北省	30
江西蓝恒达化工有限公司	后期计划新增30万吨氯碱装置	江西省	30
中国石油化工有限公司石家庄炼化分公司		河北省	50
广西华谊氯碱化工有限公司	新增投产30万吨烧碱项目	广西壮族自治区	30
江西九二盐业有限责任公司	江西九二盐业有限责任公司6万吨/年氯碱项目	江西省	6
九江九宏新材料有限公司	九江九宏新材料有限公司15万吨/年氯碱项目	江西省	15
赣州飞南资源循环科技有限公司	新增20.72万吨烧碱装置	江西省	20.7
浙江镇洋发展股份有限公司	10万吨再生盐制20万吨烧碱项目	浙江省	20
湖北民腾新材料科技有限公司	新增60万吨氯碱装置	湖北省	60
2027年总计			381.7
重庆湘渝盐化有限责任公司	烧碱废盐综合利用项目40万吨	重庆市	40
万华化学(福建)异氰酸酯有限公司	高盐废水综合利用暨70万吨/年离子膜烧碱项目	福建省	70
华鲁恒升(荆州)有限公司	新增32万吨氯碱装置	湖北省	32
宜宾海丰和锐有限公司	烧碱废盐综合利用项目20万吨	四川省	20
宏牛(兰州)环保科技有限公司	新增60万吨氯碱装置	甘肃省	60
2028年总计			222

数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

2025 年初，由于烧碱与下游氧化铝产能投放时间错配，引火烧碱阶段价格上行，而后价格逐渐回落。2026 年 3 月，受地缘冲突影响，我国烧碱价格短暂上行，而后因需求较弱价格回落。长期来看，烧碱行业产能逐渐走向规模化，并且在行业绿色发展的文件推动下，部分高能耗、低产能的烧碱工厂有望逐步退出，推动烧碱行业高质量发展。

图13：中国烧碱价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

烧碱作为公司长期以来的核心支柱业务，我们总结公司在烧碱领域的核心竞争优势有以下几点：

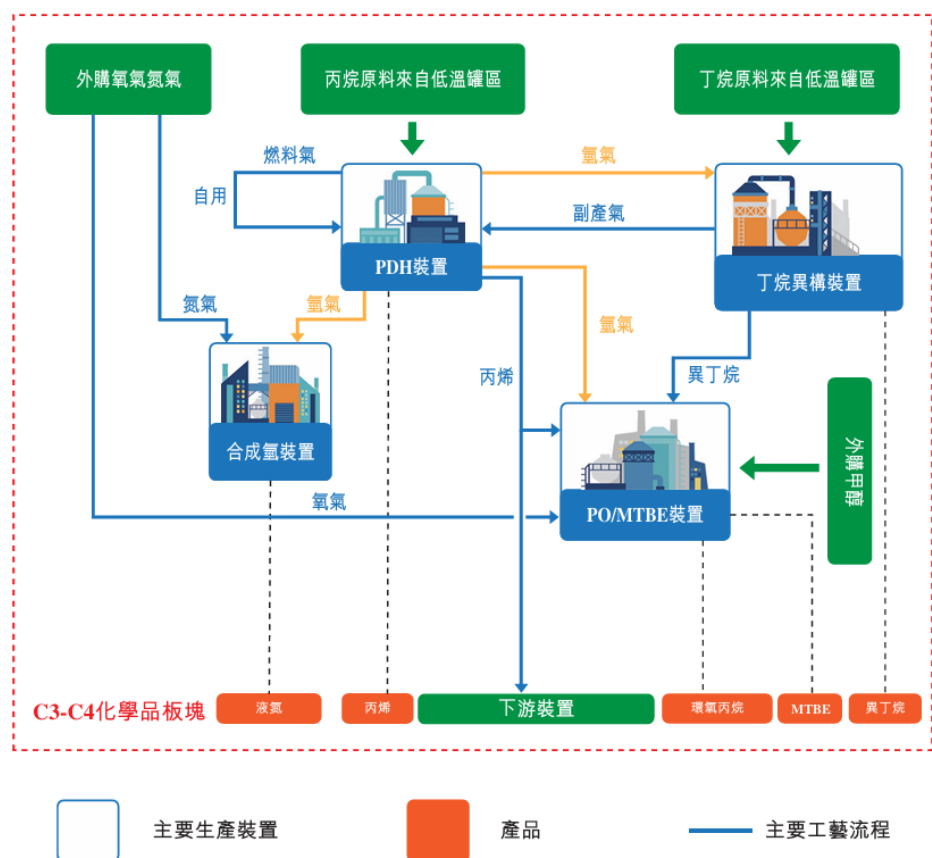
- 1) **烧碱产能行业领先，且在细分领域属于龙头，有自己的品牌效应。**截至 2025 年底，公司烧碱产能 61 万吨，在山东省内位居前列。其中粒碱产能 20 万吨，是国内最大的粒碱生产商；片碱装置 20 万吨，在山东省内处于龙头地位；其余 21 万吨为液碱装置。公司可以根据市场行情变化在液碱、粒片碱产品间进行调节转换，使得利润最大化。公司“滨化牌”烧碱入选第一批好品山东高端化工，食品级粒碱、高纯固碱为下游造纸、化纤、食品、电子指定采购品牌。
- 2) **实现“盐-电-氯”全产业链一体化布局，构筑成本护城河。**①**盐：**截至 2025 年底，公司自有沾化盐田年产 50 万吨原盐，可覆盖自身烧碱生产约 50%原盐需求。②**电：**公司配套 350MW+50MW 自备发电机组，50MW 机组直供电解烧碱装置，电解用电脱离工业电网高价。公司部分烧碱装置引进了伍德公司最先进的第六代零极距离子膜电解槽，在原有工艺基础上，在技术创新、设备的引进和优化等方面不断进行投入，离子膜烧碱单位产品综合能耗指标居于国内同行业前列。③**氯：**公司围绕烧碱装置配套了多种下游耗氯装置，如环氧丙烷、氯丙烯、三氯乙烯、四氯乙烯、环氧氯丙烷等，合理平衡氯、碱，使烧碱装置可以实现保持高负荷生产。
- 3) **享受便利及丰富的港口资源，航道扩建后对于生产的助益更为明显。**滨州港正在推进由 3 万吨级向 5 万吨级拓展的航道建设，2026 年建成后将提升大宗原料的吸纳能力与终端产品的辐射能力。公司已在滨州港建成总容量为 33.2 万立方米的 4 座低温 LPG（主要为丙烷和丁烷）储罐和 4 座常温储罐，并通过管道输送至北海基地厂区，在物流成本、原料供应、作业效率和产业集聚等方面拥有显著优势。

3. C3/C4 业务：行业处于底部盘整状态，格局改善下盈利可期

碳三产业链以丙烷为原料，通过丙烷脱氢（PDH）生产丙烯，丙烯下游可用于聚丙烯（PP）、环氧丙烷（PO）、丙烯腈（AN）、丙烯酸（AA）及异丙醇（IPA）等，广泛应用于塑料、橡胶、纺织、电子材料等行业。**碳四产业链**以丁烷为原料，通过异构化等化工过程生成异丁烷，进一步通过与甲醇进行醚化反应合成甲基叔丁基醚（MTBE）。

2023 年 6 月，公司 PDH 装置进入试生产阶段，并于 2023 年底正式投产；2025 年初，公司 PO/MTBE 装置正式投产。碳三碳四化学品业务是公司发展战略的核心支柱，盈利能力受化工行业的周期性及宏观经济环境影响。

图 14：公司 C3/C4 产业链一体化优势显著



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1. 环氧丙烷：落后工艺路线逐渐淘汰，行业格局有望优化

环氧丙烷生产工艺主要分为氯醇法、共氧化法（PO/SM、PO/MTBE）、直接氧化法（HPPO）和异丙苯氧化法（CHP）。氯醇法工艺技术相对成熟，生产过程相对安全，所需投资较小，生产成本相对较低，缺点是污水、废渣较多，但相关企业已严格按国家《产业结构调整指导目录（2024 年本）》要求进行了技改。直接氧化法和共氧化法为较新工艺，环境污染较小。异丙苯氧化法投资成本低于传统共氧化法，无联产物，但废水中有机物含量较高，生产成本较高。随着新工艺产能的不断增加，氯醇法工艺产能占比进一步降低。根据公司港股招股书，2025 年，国内氯醇法及 HPPO 法在环氧丙烷产能中的占比分别为 16.5%及 33.0%，氯醇法产能占比下降明显，预计到 2030 年，氯醇法及 HPPO 法的产能占比将分别达到 7.4%及 42.3%。

表4：环氧丙烷合成方法梳理

方法		原料单耗 (吨/吨)	优点	缺点
氯醇法	丙烯	0.85	技术成熟、流程相对简单;投资门槛较低	依赖氯气作为关键原料会产生大量副产物和废水、环保成本高等
	氯气	1.5		
共氧化法	PO/SM	0.798	污染小、副产物附加值高	工艺流程较长、设备投资规模大等
	PO/MTBE	0.77	副产物附加值高，适合一体化生产;污染小等	工艺流程复杂、设备投资规模大等
直接氧化法（HPPO）	丙烯	0.805	原子经济性高;反应条件温和;副产物为水，对环境友好	催化剂价格高;双氧水具有强腐蚀性，设备维护成本高等
异丙苯氧化法（CHP）	丙烯	0.8	异丙苯可循环利用、废水排放低、副产物可资源化、原子经济性较高等	技术壁垒高、反应体系复杂、工艺流程长、对原材料纯度要求高等

数据来源：公司公告，百川盈孚，东吴证券研究所

环氧丙烷产业链情况：上游核心原材料为丙烯，是环氧丙烷生产的基础原料；中游为环氧丙烷生产环节，主流生产工艺包含氯醇法、共氧化法以及双氧水直接氧化法；下游应用场景十分广泛，核心用途为生产聚醚多元醇，最终广泛应用于汽车、家电、家具等终端领域。

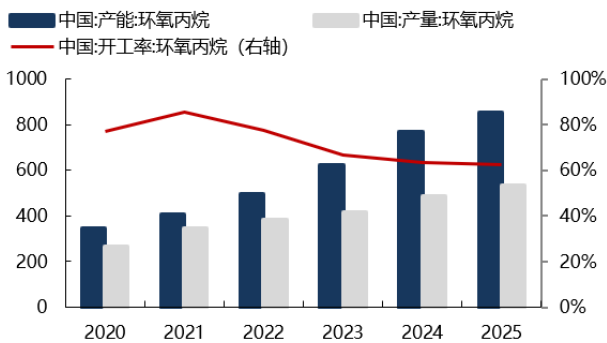
图15：环氧丙烷产业链



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

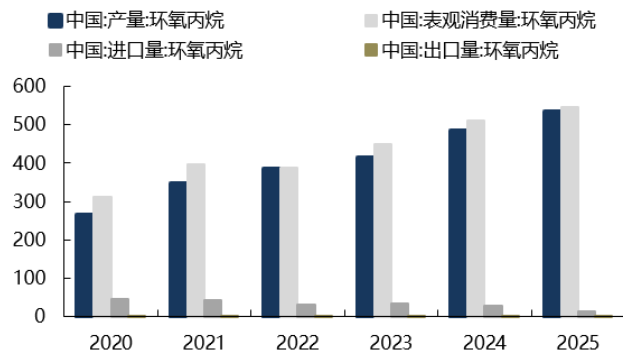
2020-2025 年,国内环氧丙烷产能实现翻倍,行业开工率自 2021 年峰值后逐年回落,产能过剩矛盾仍存。国内产量与表观消费量同步稳步上行,进口量常年维持低位,出口规模极小,新增供给完全依靠国内市场消化。根据百川盈孚,2026 年仍有大量规划产能落地,行业仍处于扩张期,而 2027、2028 年规划新增产能较少。在国内化工行业整体反内卷政策的加持下,行业新增产能投放或将放缓,现有落后工艺有望逐步退出,另外伴随着海外高成本装置陆续退出,环氧丙烷市场竞争格局有望改善。

图16: 中国环氧丙烷产能、产量、开工率(万吨, %)



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

图17: 中国环氧丙烷产量、表观消费量、进出口量(万吨)



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

表5: 2026-2028 年中国环氧丙烷计划新增产能(万吨)

企业	项目	省份	生产工艺	产能
宁波镇海炼化利安德化学有限公司		浙江省	环氧丙烷--异丙苯过氧化氢法 (CHP法)	30
中化学天辰(泉州)新材料有限公司	中化学天辰(泉州)新材料有限公司	福建省		30
菏泽市巨丰新能源有限公司	菏泽市巨丰新能源有限公司	山东省	环氧丙烷--直接氧化法 (HPPO法)	30
恒力石化(大连)新材料科技有限公司	恒力石化(大连)新材料科技有限公司	辽宁省		27
广西华谊新材料有限公司	华谊钦州化工新材料一体化基地项目	广西壮族自治区	环氧丙烷--直接氧化法 (HPPO法)	30
巴斯夫一体化基地(广东)有限公司	巴斯夫一体化基地(广东)有限公司	广东省		40
中国石化销售股份有限公司广东茂名石油分公司	茂名石化炼油转型升级及乙烯提质改造项目	广东省	环氧丙烷--直接氧化法 (HPPO法)	30
陕西榆林精细化工材料有限公司	100万吨/年高端化学品新材料项目公辅工程项目	陕西省	环氧丙烷--直接氧化法 (HPPO法)	10
振华石油化工有限公司	振华石油化工有限公司	山东省		45
北方华锦化学工业集团有限公司	北方华锦化学工业集团有限公司	辽宁省		30
2026年总计				302
浙江圆锦新材料有限公司	浙江圆锦新材料有限公司烷烃资源综合利用一体化项目	浙江省	环氧丙烷--直接氧化法 (HPPO法)	30
2027年总计				30
中海壳牌石油化工有限公司	中海壳牌惠州三期乙烯项目	广东省	环氧丙烷--共氧化法 (PO/SM)	40
2028年总计				40

数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

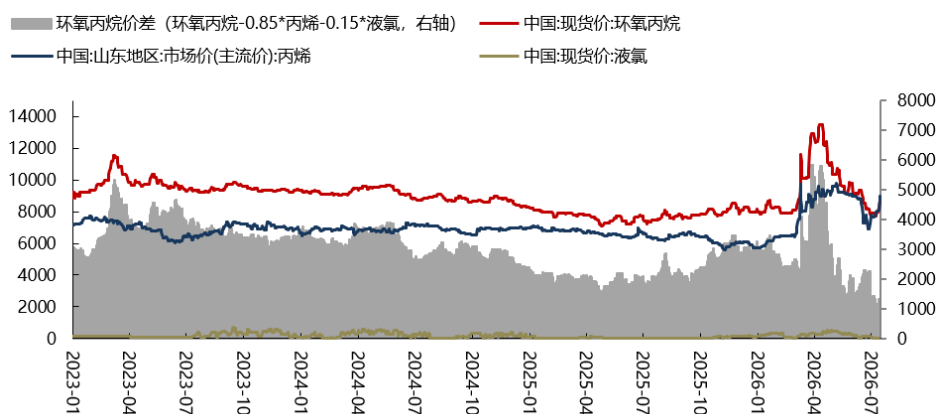
表6: 全球环氧丙烷退出情况梳理

序号	企业名称	地点	关停产能(万吨/年)	关停/计划关停时间	生产工艺
1	英力士	德国科隆	21	2025年9月宣布永久关停	氯醇法
2	利安德巴塞尔+科思创 合资	荷兰鹿特丹	30	2025年3月宣布永久关停	PO/SM联产工艺
3	陶氏	北美	55	2025年底已关停	PO/SM联产工艺

数据来源: 英力士、利安德巴塞尔、陶氏公司官网, 东吴证券研究所

2024-2025 年，环氧丙烷产能持续投放，产品价格中枢下移，价差逐步收窄，行业盈利承压。2026 年 3 月，美伊地缘冲突激化扰动全球原油供给，带动丙烯原料成本快速抬升。叠加下游聚氨酯阶段性补库需求，环氧丙烷价格大幅上升，行业价差大幅扩大。而后由于镇海炼化新增产能投放，以及部分前期检修的环氧丙烷装置复产，产品价格回落。后续随着下游需求稳步提升，以及国内反内卷+国外部分落后产能退出的双重推动下，环氧丙烷供需格局有望改善，产品景气度有望底部回升。

图18：氯醇法环氧丙烷价格、价差走势（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

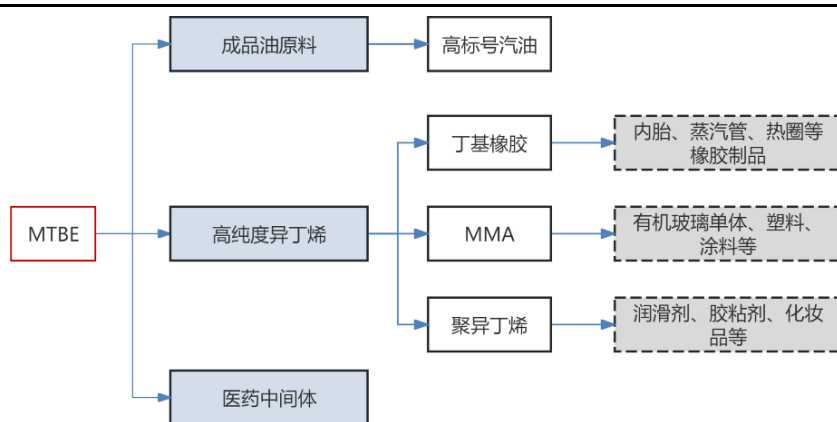
截至 2025 年底，公司拥有丰富的环氧丙烷生产经验和客户积累，总产能达 51 万吨/年，其中氯醇法产能为 27 万吨/年、PO/MTBE 法产能为 24 万吨/年，国内产能占比约 5.62%。公司环氧丙烷装置技术和运行水平在国内生产企业中处于领先水平。2025 年 6 月，公司“氯醇法环氧丙烷钙法皂化工艺”顺利通过专家验收，成为国内首家通过论证的氯醇法环氧丙烷生产企业。这一突破性技术获得认证，不仅标志着公司实现了关键技术升级，更为环氧丙烷产业的绿色、低碳、可持续发展注入了强劲动力。

3.2. MTBE：下游以调和汽油为主，公司海外拓展顺利

MTBE 是一种无色、透明、高辛烷值的液体，具有良好的化学稳定性和物理性能。其沸点为 55.2℃，能与汽油按任意比例互溶，且几乎不溶于水。这些特性使得 MTBE 成为理想的汽油调和组分，可有效提高汽油的辛烷值，改善燃烧性能。

MTBE 生产工艺主要有气分醚化、烯烃异构醚化、异丁烷脱氢、混合烷烃脱氢、PO/MTBE 联产等工艺，其中 PO/MTBE 联产工艺是目前行业内较为先进且具有显著竞争优势的生产技术。相较于传统单一的 MTBE 生产工艺，PO/MTBE 联产工艺不仅能大幅提高装置的整体经济效益，降低单位产品的能耗和物耗，还能有效减少“三废”排放，符合国家绿色化工和可持续发展的产业政策要求。

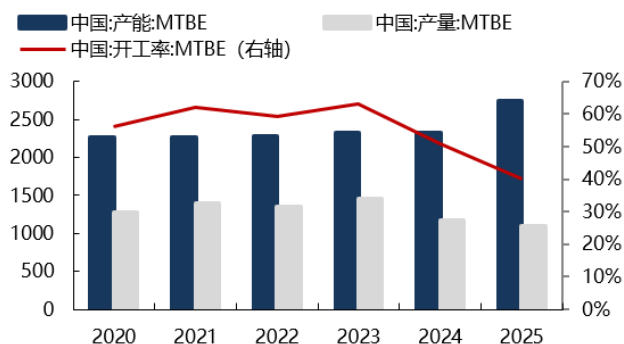
图19：MTBE 上下游产业链



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

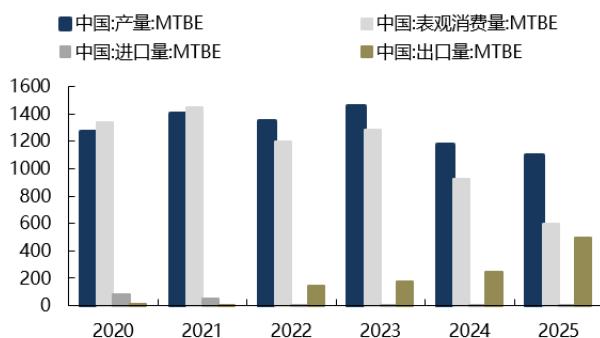
2025 年，国内 MTBE 产能快速增长，但国内汽油消费量表现整体较弱，MTBE 的开工率受到压制，国内过剩产能持续向东南亚、中东等海外市场释放，出口量快速增长。

图20：中国 MTBE 产能、产量、开工率（万吨，%）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

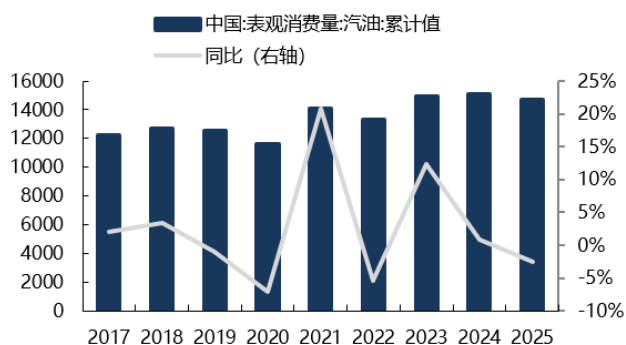
图21：中国 MTBE 产量、表观消费量、进出口量（万吨）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

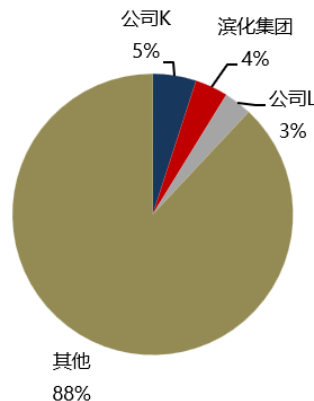
从竞争格局来看，截至 2025 年底，中国约有 500 家 MTBE 供应商，供应商高度分散，且行业内小产能居多。按销售收入的口径，2025 年中国 MTBE 的 CR3 仅 12%，其中滨化集团排名第二。

图22：中国汽油表观消费量（万吨，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

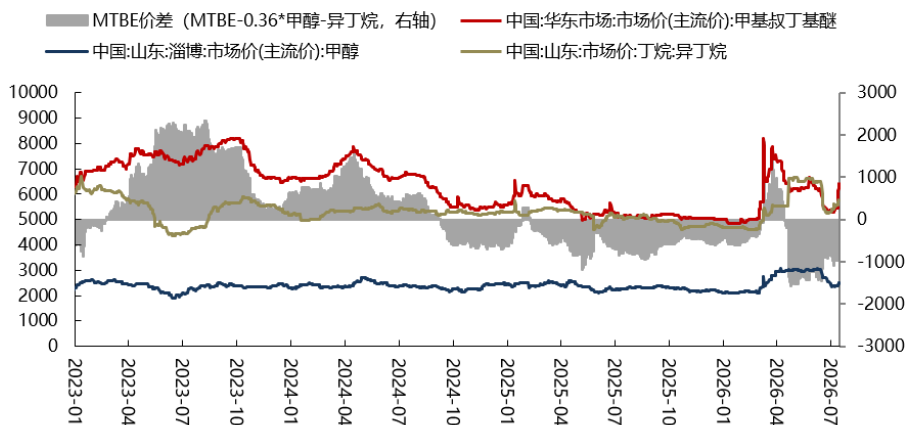
图23：2025 年中国 MTBE 市场份额（按营收划分）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2026 年 3 月起，受地缘冲突扰动，油价大幅攀升，且国内外成品油需求旺盛，带动 MTBE 价格大幅上行。而后受到国家发改委成品油零售限价，调油厂调和利润倒挂，主动削减 MTBE 掺混比例，导致 MTBE 价格下滑。后续在 MTBE 中小厂商的数量多、盈利弱的情况下，MTBE 行业的落后产能有望逐渐出清，迎来格局上的改善。

图24：MTBE 价格、价差走势（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司 MTBE 产能领先，具备港口优势、原料优势，开工率优于行业均值。截至 2025 年底，公司 MTBE 产能 74.2 万吨，在山东省位居前列，在成本控制和环保达标方面表现优异。公司与国内多家大型炼化企业和汽油调和商建立了长期稳定的合作关系，近年来更积极拓展海外市场，产品已成功进入东南亚、中东、南美、欧洲等地区。

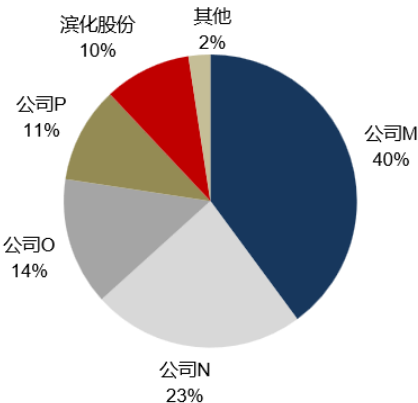
4. 电子级氢氟酸业务：产品应用空间广阔，公司是国内 semi G5 级氢氟酸的主要生产企业

国内 semi G5 级电子级氢氟酸是半导体及微电子制造中的核心湿电子化学品，其主要应用集中于集成电路等高科技产业中的清洗、蚀刻等关键技术环节。根据用途及纯度的不同，电子级氢氟酸可分为 EL、UP、UPS、UPSS 及 UPSSS (semi G5 级)，其中 UPSSS (semi G5 级) 为最高等级。半导体级产品迭代升级速度较快，对杂质离子与颗粒数量的管控标准更为严苛。

湿电子化学品，尤其是电子级氢氟酸行业，是中国政策支持的重点领域之一。2023 年，工信部印发《重点新材料首批次应用示范指导目录（2024 年版）》，将湿电子化学品的重要类别，超高纯化学试剂明确列入其中；2024 年，工信部印发《精细化工产业创新发展实施方案（2024—2027 年）》，重点发展超净高纯氢氟酸。一系列国家政策的实施，为湿电子化学品行业的可持续发展营造了有利的政策环境。

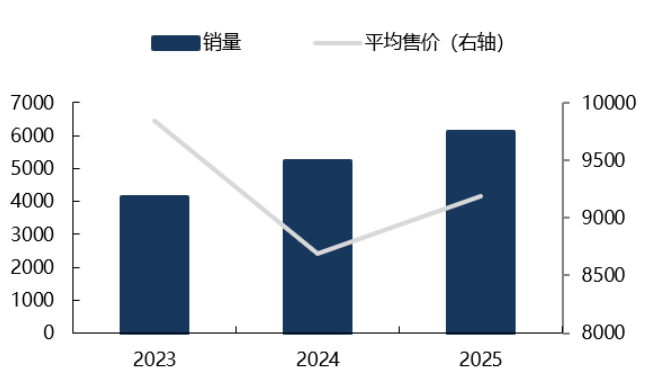
国内 semi G5 级电子级氢氟酸行业集中度较高，公司市占率靠前，产品性能优异。截至 2025 年底，国内电子级氢氟酸生产企业约 30 家，而能生产 semi G5 级电子级氢氟酸的生产企业仅 10 家。截至 2025 年底，公司电子级氢氟酸设计产能 6000 吨，实际产量为 6400 吨，产能利用率超 100%，进一步凸显公司产品竞争力。在产品性能方面，公司产品纯度极高，关键杂质控制严格，展现出显著的性能优势：金属离子含量降低 30%，颗粒物降低 30%，核心性能指标使其达到国内领先水平。公司已向国内领先的半导体企业供应电子级氢氟酸产品，为高端芯片的国产化提供了材料支撑。

图25：2025 年中国 semi G5 级电子级氢氟酸市场份额（按营收划分）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图26：公司 semi G5 级电子级氢氟酸销量、平均售价（吨、元/吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

5.1. 关键假设与盈利预测

1) 烧碱: 我国烧碱行业景气度已处于磨底状态,在这样的情况下,公司仍有较好的盈利水平,烧碱业务也一直是公司的盈利基石业务,公司装置持续高负荷运行。截至 2025 年底,公司烧碱产能 61 万吨,待 2028 年公司沾化基地 20 万吨技改扩产后,总产能预计达到 81 万吨,规模效应进一步提升。

2) 环氧丙烷: 国内政策趋严,未达标的氯醇法产能将持续退出,而海外落后老产能已处于持续优化中,我们认为环氧丙烷的行业格局有望逐步优化,带动产品盈利上行。从公司的角度出发,2025 年公司的石化业务才完全投产,有望随着石化行业反内卷政策,带动整个石化业务景气度反转。

3) MTBE: MTBE 行业同样处于周期底部状态,部分高耗能、无原材料配套的中小企业已处于亏损甚至退出状态,未来行业集中度有望提升。从公司的角度出发,公司的 PO/MTBE 装置规模行业领先,且环保优势突出,无需进行整改。此外,公司持续推动 MTBE 产品在海外的销售,盈利能力有望持续改善。

4) 电子级氢氟酸: 下游半导体领域对电子级氢氟酸的需求旺盛,公司在行业内产能靠前,议价能力有望提升,带动盈利水平改善。

综上,我们预计公司 2026-2028 年的营业收入分别为 156.8、161.7、170.9 亿元,同比增速分别为+6%、+3%、+6%;归母净利润分别为 7.4、9.5、13.7 亿元,同比增速分别为+231%、+28%、+44%。

表7: 公司盈利预测拆分

业务分类	假设项	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
烧碱	营业收入 (亿元)	21.4	20.0	22.1	22.5	22.9	27.5
	营业收入yoy		-7%	10%	2%	2%	20%
	毛利率	51%	51%	56%	54%	56%	58%
环氧丙烷	营业收入 (亿元)	19.0	18.0	34.1	37.5	38.2	39.0
	营业收入yoy		-5%	89%	10%	2%	2%
	毛利率	-0.01%	-4%	-1.0%	4%	5%	6%
MTBE	营业收入 (亿元)			36.2	38.0	38.7	39.5
	营业收入yoy				5%	2%	2%
	毛利率			-2%	0%	1%	2%
电子级氢氟酸	营业收入 (亿元)	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
	营业收入yoy		11%	40%	2%	2%	2%
	毛利率	-28%	-29%	-2%	5%	10%	10%
其他	营业收入 (亿元)	32.2	63.8	55.4	58.2	61.1	64.2
	营业收入yoy		98%	-13%	5%	5%	5%
	毛利率	6%	-3%	7%	8%	10%	12%
合计	营业收入 (亿元)	73.1	102.3	148.4	156.8	161.7	170.9
	营业收入yoy		40%	45%	6%	3%	6%
	毛利率	18%	7%	10%	12%	13%	16%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5.2. 估值与评级

公司是国内氯碱、环氧丙烷行业的领先企业，并基于电子级氢氟酸逐步开拓新材料业务。作为参照，我们选取了中泰化学、万华化学、齐翔腾达、多氟多作为可比公司，分别为氯碱、环氧丙烷、MTBE、电子级氢氟酸的行业龙头，适合进行横向对比。

截至 2026 年 7 月 17 日，可比公司 2026-2028 年 PE 均值为 16.3、11.7、9.6 倍，公司 2026-2028 年 PE 为 16.8、13.1、9.1 倍，2026-2028 年的估值水平与可比公司均值较为一致。相比于可比公司，滨化股份是唯一实现 A+H 两地上市的企业，可对接更广阔国际资金，为公司项目扩建、新材料布局项目提供支撑。从公司各业务发展情况来看，公司已经实现“盐-电-氯”全产业链一体化布局，传统氯碱主业盈利能力优异，并有沾化基地 20 万吨烧碱产能在建，具备成长性；C3/C4 业务在 2025 年全面达产后，有望在国内化工行业反内卷的情况下，景气度实现底部反转，盈利弹性可期；湿电子化学品等新材料业务的产品矩阵继续丰富，为公司带来远期成长。首次覆盖给予“买入”评级。

表8：可比上市公司相对估值（参考 2026 年 7 月 17 日收盘价）

代码	公司名称	股价 (人民币)	总市值 (亿人民币)	归母净利润 (亿人民币)				PE (倍)				PB (MRQ) (倍)
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E
002092.SZ	中泰化学	4.2	109	(3)	5	8	10	-	21	14	11	0.5
600309.SH	万华化学*	70.0	2193	125	170	184	184	18	13	12	12	2.0
002408.SZ	齐翔腾达	4.7	134	(6)	9	16	22	-	15	8	6	1.2
002407.SZ	多氟多	31.2	372	2.1	23	28	37	175	16	13	10	4.4
行业平均								-	16.3	11.7	9.6	2.0
601678.SH	滨化股份*	5.2	125	2.3	7	10	14	55	16.8	13.1	9.1	0.9

数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：标*为内部预测，其余为 2026 年 7 月 17 日的 Wind 一致预期；负值展示为“-”

6. 风险提示

1) 市场竞争加剧风险：氯碱、环氧丙烷、MTBE 等行业仍有较多规划中的产能，若新增产能陆续投放，将加剧行业的过剩格局，使得产品盈利水平缩窄。

2) 宏观经济下行风险：若地产等传统行业整体需求表现较弱，相应地对氯碱、环氧丙烷等基础化工品的需求也会较弱，导致产品价格与盈利空间承压。若汽车、消费电子行业景气度走低，叠加汽油消费不及预期，也会造成 MTBE、电子级氢氟酸需求偏弱。

3) 原材料价格大幅波动风险：公司原材料主要为液化石油气（主要成分为丙烷、丁烷）、原盐等，其价格受国际原油价格、地缘政治及全球供需格局影响较大。若原材料价格剧烈波动而产品价格传导不畅，可能导致公司盈利承压。

4) 股价波动相关风险：截至 2025 年底，公司拥有 6000 吨电子级氢氟酸产能，是晶圆制造刚需的湿电子化学品。若半导体需求景气下行，可能引发公司股价波动。

滨化股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	5,086	4,478	4,577	5,497	营业总收入	14,836	15,681	16,169	17,089
货币资金及交易性金融资产	2,378	1,278	1,393	2,274	营业成本(含金融类)	13,305	13,847	14,036	14,402
经营性应收款项	1,046	1,515	1,419	1,441	税金及附加	108	159	146	151
存货	1,357	1,392	1,477	1,477	销售费用	26	41	36	38
合同资产	0	0	0	0	管理费用	450	470	485	513
其他流动资产	305	292	289	304	研发费用	173	171	185	194
非流动资产	19,174	20,604	20,932	21,161	财务费用	357	192	208	206
长期股权投资	2,185	2,185	2,185	2,185	加:其他收益	12	13	13	14
固定资产及使用权资产	13,880	14,638	14,447	14,270	投资净收益	(72)	157	162	171
在建工程	473	1,178	1,743	2,194	公允价值变动	4	0	0	0
无形资产	1,246	1,201	1,156	1,110	减值损失	(51)	(50)	(50)	(50)
商誉	46	46	46	46	资产处置收益	26	41	18	31
长期待摊费用	34	34	34	34	营业利润	336	960	1,214	1,751
其他非流动资产	1,310	1,322	1,322	1,322	营业外净收支	7	7	7	11
资产总计	24,259	25,082	25,509	26,659	利润总额	343	967	1,221	1,763
流动负债	7,304	8,224	7,936	8,055	减:所得税	120	213	269	388
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,499	4,763	4,763	4,763	净利润	223	754	952	1,375
经营性应付款项	1,938	1,880	1,874	1,992	减:少数股东损益	(3)	10	0	0
合同负债	139	181	185	184	归属母公司净利润	225	745	952	1,375
其他流动负债	728	1,401	1,115	1,116	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.09	0.31	0.40	0.57
非流动负债	4,803	4,797	4,797	4,797	EBIT	735	1,159	1,429	1,969
长期借款	4,218	4,218	4,218	4,218	EBITDA	1,873	2,690	3,051	3,689
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	10.32	11.69	13.19	15.72
租赁负债	279	279	279	279	归母净利率(%)	1.52	4.75	5.89	8.04
其他非流动负债	305	300	300	300	收入增长率(%)	45.06	5.69	3.11	5.69
负债合计	12,107	13,021	12,734	12,852	归母净利润增长率(%)	2.75	230.55	27.89	44.34
归属母公司股东权益	11,521	11,419	12,134	13,165					
少数股东权益	632	642	641	642					
所有者权益合计	12,153	12,061	12,775	13,806					
负债和股东权益	24,259	25,082	25,509	26,659					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,865	2,553	2,394	3,238	每股净资产(元)	5.60	4.74	5.04	5.46
投资活动现金流	(727)	(2,840)	(1,814)	(1,787)	最新发行在外股份(百万股)	2,409	2,409	2,409	2,409
筹资活动现金流	(891)	(140)	(465)	(571)	ROIC(%)	2.29	4.26	5.14	6.81
现金净增加额	1,226	(437)	115	881	ROE-摊薄(%)	1.96	6.52	7.85	10.44
折旧和摊销	1,138	1,531	1,622	1,720	资产负债率(%)	49.90	51.91	49.92	48.21
资本开支	(811)	(2,953)	(1,976)	(1,958)	P/E (现价&最新股本摊薄)	55.50	16.79	13.13	9.10
营运资本变动	1,124	164	(272)	79	P/B (现价)	0.93	1.09	1.03	0.95

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>