石化化工行业2027年投资策略

能源价格处于高位，关注盈利修复行业

行业研究 · 行业投资策略

石油石化 · 基础化工

投资评级：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

核心观点：能源价格处于高位，关注盈利修复行业

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- 2026年前三季度，由于中东战争大幅推高国际油价，SW石油石化行业实现归母净利3670亿元（同比+32.2%），SW基础化工实现归母净利1383亿元（同比+25.9%），业绩改善主要来自价差修复与库存收益，而非销量增长；上游资源与供给受限品种率先实现盈利修复，过剩品种盈利依旧承压。我们观察到2026年以来石化化工行业呈现出以下特征：
- 1）供给端：化学原料及化学制品制造业投资固定资产累计投资额同比增速于2025年6月开始已有16个月为负，SW基础化工行业及多个细分子行业的资本开支连续多个季度转负，行业主动放缓新项目投建；2024年以来有机硅、农药、涤纶长丝等子行业“反内卷”工作持续推进，我们认为，后续将会看到更多化工产品新产能审批趋严、落后产能将加速出清，石化化工行业供给过剩问题将得到有效缓解。
- 2）需求端：传统需求方面，IMF和世界银行分别预测2027年全球GDP实际增长率为3.43%/2.80%，增速均较2026年有所提升，而部分国家央行进行阶段性加息，综合来看我们认为石化化工传统需求有望维持相对稳健；新兴需求方面，从新能源到AI基础设施投资，关键化学品材料始终是支撑产业技术升级的重要推手。
- 3）海外化工产能出清：受能源成本高企、装置老旧等因素影响，今年以来欧洲化工产业迎来装置关停潮，目前我国化工产品销售额约占全球的40%以上，国内石化化工产业链完善，相当多化工品在全球极具市场竞争力，在海外产能加速出清及预期需求复苏背景下，我们认为中国化工企业在全球的市场份额将持续提升，过剩产能将得到持续消化。
- 展望2027年我们认为基于地缘政治的原因，能源价格仍处于高位，但中枢价格将适度回落，我们看好部分盈利有望得到修复的细分行业及受益于较高原油价格的行业，重点关注：**原油、油服、炼油炼化、AI硬件材料、磷复肥、染料**等子行业。
- 2027年，我们重点推荐以下公司：【中国石油】、【中国海油】、【中国石化】、【中海油服】、【荣盛石化】、【恒逸石化】、【圣泉集团】、【亚钾国际】、【云天化】、【云图控股】、【史丹利】、【浙江龙盛】、【巨化股份】、【三美股份】、【万华化学】、【宝丰能源】、【新和成】、【华鲁恒升】等。

目录

01 石化化工行业基本面回顾与展望

02 原油：地缘冲突主导原油市场，2027年国际油价有望维持中高位

03 油服:海洋油气经济性较高，资本支出持续增长

04 炼油炼化:全球成品油供应紧张，中国炼化竞争力凸显

05 覆铜板(CCL)用新材料：AI硬件需求快速增长，国产化替代空间巨大

06 磷复肥：磷矿石紧平衡格局延续，磷复肥盈利水平有望修复

07 染料：安全环保政策趋严，染料价格中枢有望长期上移

08 投资建议与风险提示

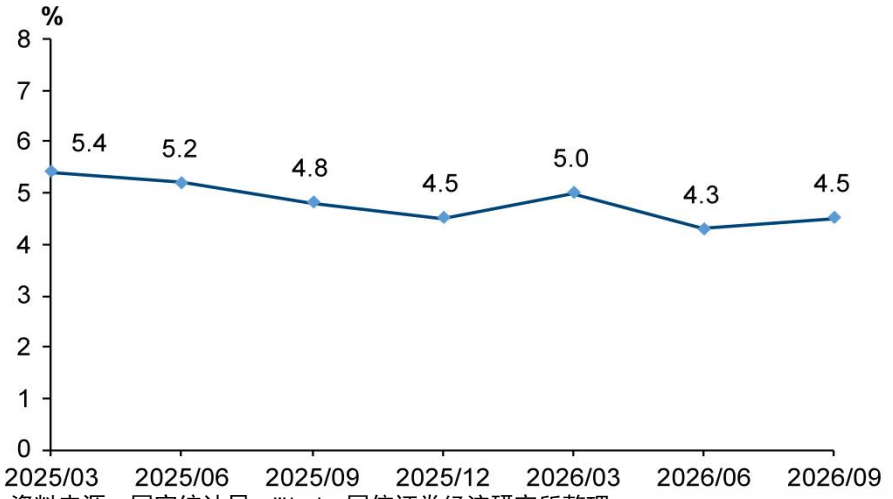
1 石化化工行业基本面回顾与展望

宏观：经济温和修复，内需偏弱、外需与新动能支撑

国信证券 GUOSEN SECURITIES

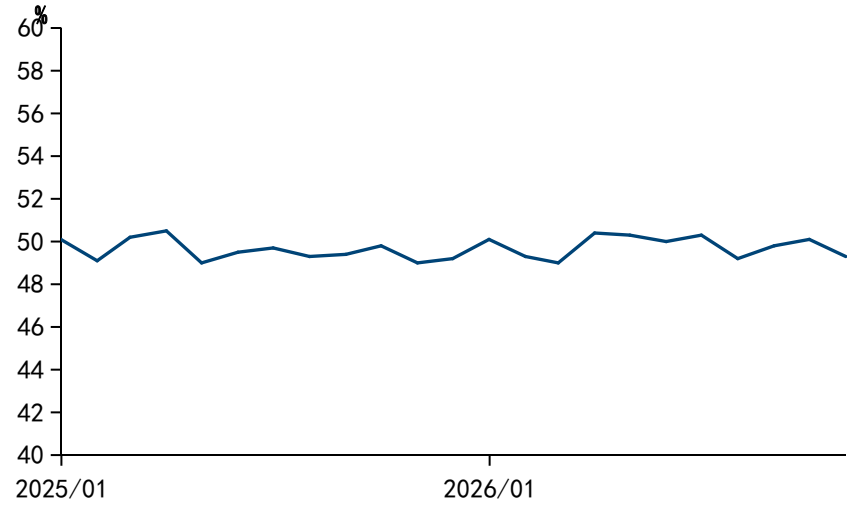
- **增长层面，2026年经济在波动中温和修复。**前三季度GDP按不变价格同比增长4.6%，其中一、二、三季度分别增长5.0%、4.3%、4.5%，三季度增速较二季度回升0.2个百分点；分产业看，第三产业增加值增长5.2%，快于GDP增速0.6个百分点，服务业对增长的贡献率升至66.3%。生产端，前三季度规模以上工业增加值同比增长5.3%，其中高技术制造业增长14.3%，装备制造业增长10.2%，新动能成为稳增长的最亮底色。
- **景气层面，制造业PMI全年在荣枯线附近震荡，经济复苏仍不稳固。**2026年3-6月一度站上50上方（3月50.4%、6月50.3%），随后回落，10月降至49.3%；结构分化明显，大型企业PMI为50.2%，仍在扩张区间，而中型、小型企业分别为48.4%、47.5%，中小微企业景气承压；与此同时，高技术制造业PMI为51.3%、装备制造业50.6%，新动能扩张态势延续。
- **消费（内需）层面，社会消费品零售总额增速低位徘徊。**前三季度社零同比增长1.1%，月度增速由年初的2%上方逐月走低，4-9月徘徊在-0.6%至1.1%的窄区间，10月同比仅增长0.4%；居民消费能力与意愿不足仍是主要制约，内需对化工终端（纺服、地产链、日用品）的拉动总体偏弱。
- **外贸层面，外需成为稳增长的重要支撑。**前三季度货物进出口总额同比增长18.8%，其中出口增长16.4%、进口增长22.3%；机电产品出口增长23.7%、占出口总额比重达64.3%。装备制造业贡献了近9成的出口增量，集成电路出口增长99.1%，电动汽车、锂电池、风力发电机组及其零件等绿色产品分别增长72.3%、36.4%和22.4%。综合看，本轮化工周期修复由供给收缩与成本抬升主导，而需求端呈现“内需偏弱、外需与新动能强”的结构性分化，宏观需求对化工的拉动更多来自出口链与新兴产业链条，而非传统地产与消费。

图：中国GDP（不变价）当季同比（%）



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国制造业PMI（%）

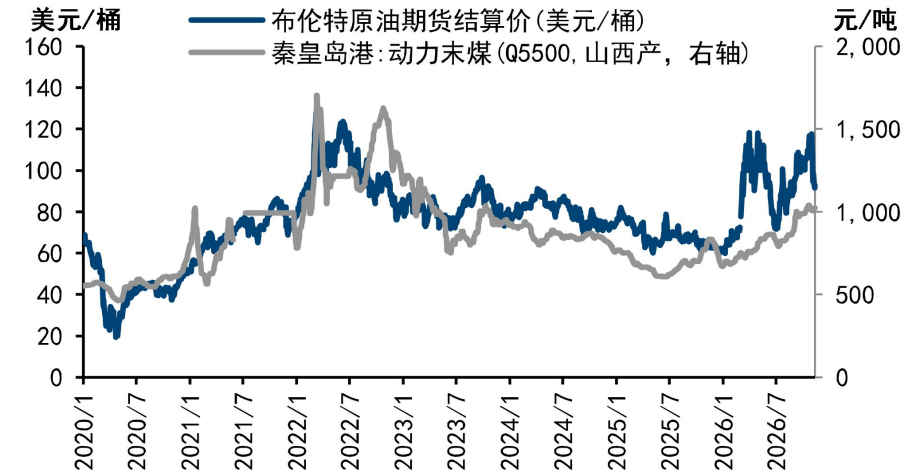


资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

原油及CCPI冲高回落，PPI同比转正

- **2026年工业品价格结束下行趋势**，全部工业品PPI同比由年初-1.4%转为10月的+5.7%，产成品存货同比9月升至+11.6%（上年末为+3.9%）。但存货为名义值，含涨价成分，剔除价格后实际补库有限，更接近涨价预期驱动的主动补库。成因有二：一是2025年7月中央财经委第六次会议定调治理低价无序竞争、推动落后产能退出，2026年进入落地期；二是地缘冲突推升能源成本。需求端未同步扩张，本轮修复由供给与成本而非需求周期驱动，价格持续性取决于下游承接能力。
- **2026年国际原油宽幅震荡**，截至11月13日，布伦特年内均价约91美元/桶，年初仅61美元，受中东战争导致霍尔木兹海峡通行受限影响，3月一度升至118美元高点，随后高位震荡，11月13日期货结算价95.84美元。年初OPEC+按上年11月决议暂停增产，但需求偏弱；2月末美以对伊朗军事打击、霍尔木兹海峡航运近乎停摆，IEA称出现史上最大规模供应中断并释储4亿桶，国际油价3月跳升，之后二季度高位运行，9-10月再冲高，11月供应担忧缓解后有所回落。本轮上涨主要由地缘风险溢价驱动，展望2027年，供给约束与需求偏弱相互制衡，我们预计布伦特原油或在80-90美元/桶震荡，成本波动仍是化工行业盈利核心变量。
- **中国化工产品价格指数（CCPI）与油价高度联动，年内先扬后抑**。年初CCPI为3930点，10月10日触及5682点高点（较年初+45%），11月13日回落至5177点（较年初涨幅收窄至约32%）。3月原油跳涨形成成本推动，CCPI快速上行；5-7月油价回落、地产纺服需求疲软，指数回调；油价回升后CCPI指数10月再创新高；11月原油回落带动指数同步下行，显示下游承接力有限。展望2027年，价格中枢取决于原油价格与需求修复的节奏，但原油价格中枢适度回落，多数化工行业成本将有所减轻，行业盈利能力有望得到修复。

图：原油及煤炭价格走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国化工产品价格指数（CCPI）



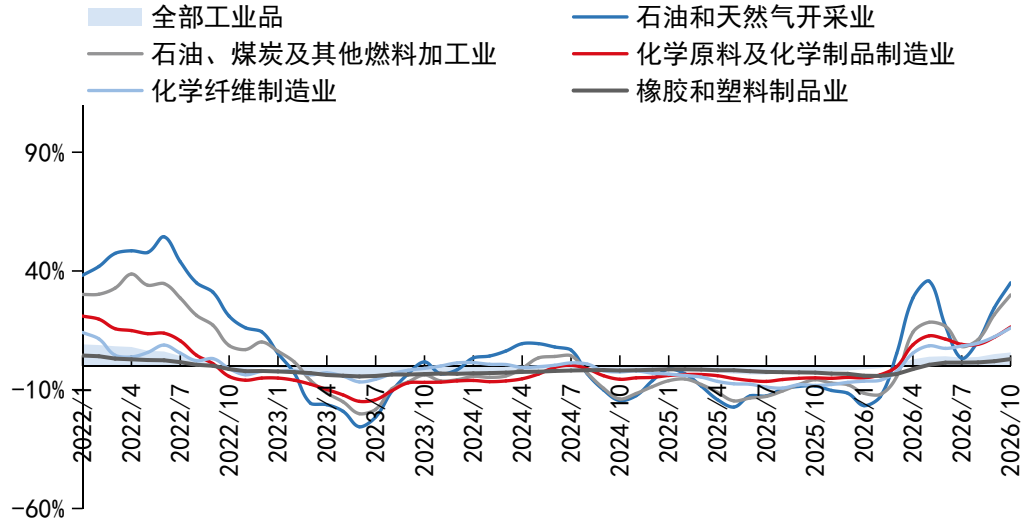
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

化工PPI由负转正，产业链由去库转向补库

国信证券 GUOSEN SECURITIES

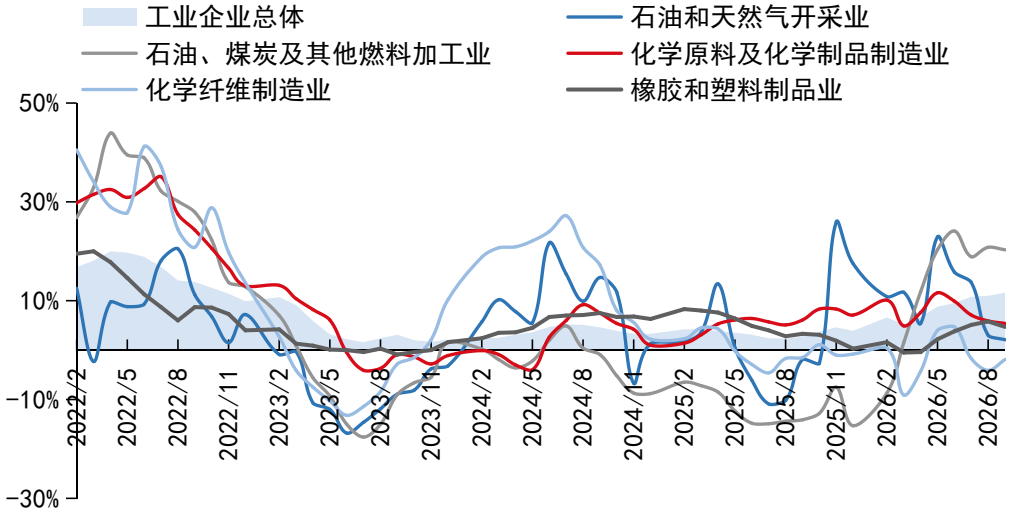
- **2026年化工行业PPI由负增长全面转正，价格周期完成反转。**年初各子行业仍普遍处于负区间，反映能源中枢下移与需求疲软的双重压制；3月石油和天然气开采业PPI率先转正，随后油价上涨沿产业链自上而下传导，油气开采与炼化环节涨幅最突出，10月油气开采PPI当月同比达35.0%，石油、煤炭及其他燃料加工业PPI当月同比达29.9%，全部工业品PPI同比增长5.7%。11月国际油价与化工品价格有所回落，后续涨幅大概率收敛。中期看，价格能否维持正区间取决于供给出清与下游承接；PPI传导有时滞，三季报利润改善主要反映上半年涨价，四季度价差收窄后增速或回落。
- **子行业库存由去化转向回补。**能源上游主动补库，中游原料稳步跟进，化纤仍偏去库。工业企业产成品存货同比由上年末+3.9%升至9月+11.6%，其中石油煤炭加工+20.3%、化学原料+5.4%，化纤则为-1.9%。油价上行阶段，炼化企业为锁定成本、博取库存收益主动补库；化纤受纺服终端订单不足制约，补库意愿偏弱。本轮补库带有价格预期成分而非终端需求扩张；随着11月国际油价回落，高价库存面临减值压力，企业或转向谨慎去库。

图：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

图：化工各子行业库存-同比



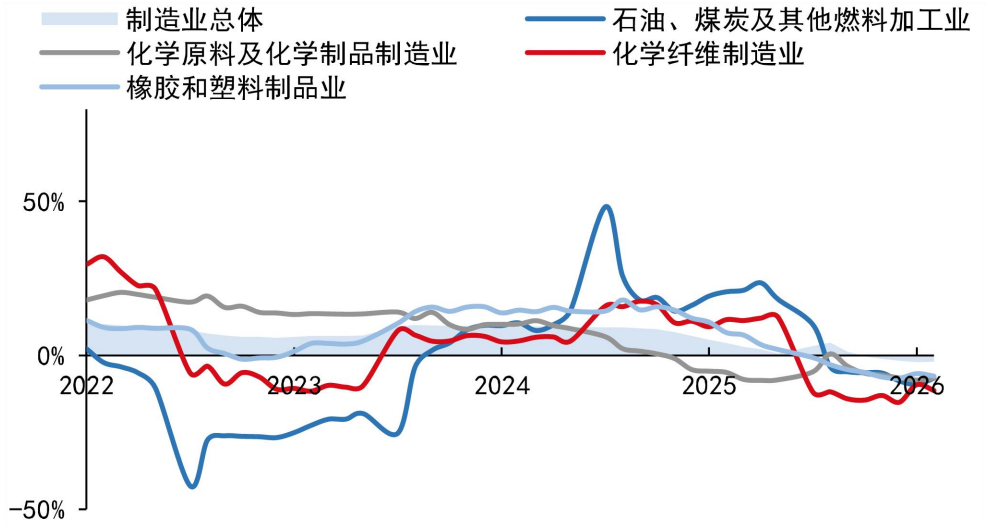
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资本开支转负、产能扩张周期结束，地产需求仍弱

国信证券 GUOSEN SECURITIES

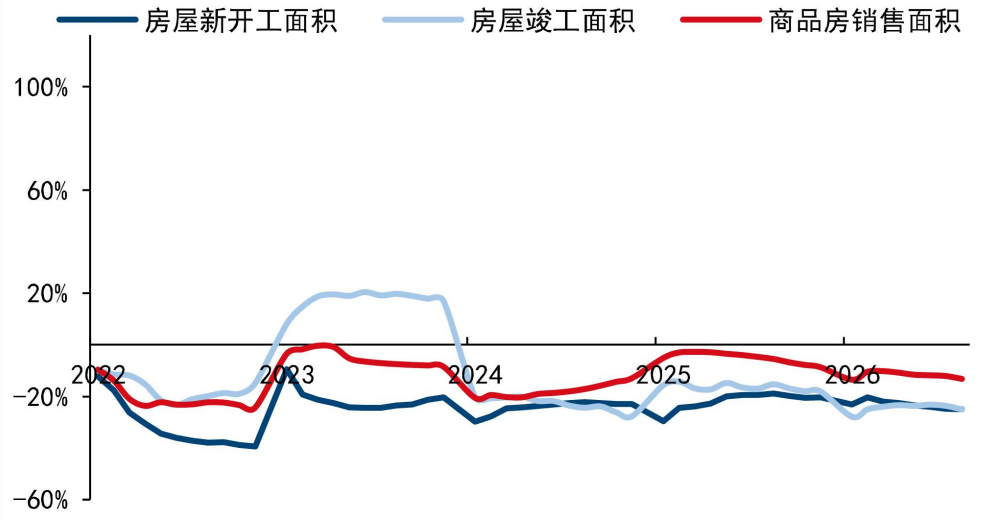
- **2026年化工行业固定资产投资由分化转为全面收缩，产能扩张周期基本结束。**制造业固定资产投资完成额累计同比9月转负至-2.1%，化学原料、化纤、石油煤炭加工、橡塑分别为-7.5%、-11.4%、-7.4%、-6.8%，既因产能过剩、盈利承压压制资本开支，也源于政策落地。《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026年）》明确10亿吨炼油产能红线，2026年4月又出台《加力推进石化化工行业老旧装置更新改造行动方案（2026-2029年）》（工信部等七部门）。供给约束有助于改善化工行业中期供需格局。
- **房地产仍处深度调整，降幅较上年同期进一步扩大。**9月新开工、竣工、销售面积累计同比分别为-24.9%、-25.1%、-13.2%，销售降幅逐月走阔，反映购房意愿与房企资金压力未缓解。政策层面，2025年保交房任务已全面完成，2026年重心转为“控增量、去库存、优供给”，结合城市更新与城中村改造盘活存量。但政策向投资、开工端传导偏慢，纯碱、氯碱、钛白粉、有机硅等地产链需求持续受压制，也是本轮价格上行中下游承接乏力的主因。展望2027年，地产链有望逐步筑底并带来边际改善，但传导至开工、投资端仍需时间，仍是需求侧最主要风险。

图：化工各子行业固定资产投资完成额-累计同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：房地产行业数据-累计同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

石化化工行业盈利普遍修复，上游资源与供给受限品种盈利突出

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **化工各细分板块盈利普遍修复。**2026年前三季度，SW石油石化营收59,340亿元（同比+5.4%），归母净利3,670亿元（同比+32.2%），毛利率21.29%（同比+2.26pct），ROE 9.48%；SW基础化工营收19,765亿元（同比+12.2%），归母净利1,383亿元（同比+25.9%），毛利率18.10%（同比+1.26pct），ROE 6.74%。净利增速均显著快于营收，说明改善主要来自价差修复与库存收益，而非销量增长；基础化工盈利改善幅度略低于石油石化，股价表现则显著落后，反映市场对其可持续性仍存分歧、估值未充分定价。当前行情更接近“价格弹性”而非“需求周期”，估值修复需看到下游需求实质改善或价差稳定维持。

- **从二级行业来看，上游资源与供给受限品种盈利突出，过剩行业盈利仍然承压。石油石化中，**炼化及贸易净利同比+44.5%，受益于库存收益与炼化价差扩张；油气开采Ⅱ净利+16.0%，随国际油价上行稳步兑现资源盈利；油服工程利润下滑5.3%，反映资本开支收缩向订单端的滞后传导。**基础化工中，**化学纤维净利+73.4%，二季度起PTA、聚酯瓶片、己内酰胺等环节陆续联合检修减产保价，产业链价差自低点修复，盈利增速领跑基础化工板块；化学原料、非金属材料Ⅱ、塑料、农化制品分别增长48.9%、29.8%、20.5%、20.4%，但内部子行业分化显著，地产链相关品种对板块形成明显拖累。总体上，具备资源壁垒或产能约束的二级板块盈利修复力度更强，产能分散、下游偏地产的品种成本传导能力偏弱。展望后市，若油价中枢下移，成本推动型盈利弹性将逐步减弱，板块分化或进一步向“供给格局”收敛。

图：石油化工行业2026年三季报数据

	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			毛利率(%)		ROE(%)		本年初至今
	2025前三季度	2026前三季度	yoy(%)	2025前三季度	2026前三季度	yoy(%)	2025前三季度	2026前三季度	2025前三季度	2026前三季度	涨跌幅（%）
SW石油石化	56280.5	59340.2	5.4	2761.0	3670.4	32.2	19.0	21.3	7.5	9.5	25.5
SW油气开采Ⅱ	3213.1	3638.5	13.2	1036.5	1202.6	16.0	52.0	53.6	12.6	13.6	20.8
SW油气开采Ⅲ	3213.1	3638.5	13.2	1036.5	1202.6	16.0	52.0	53.6	12.6	13.6	20.8
SW油服工程	2076.7	2141.2	3.1	93.9	89.0	-5.3	12.4	12.6	6.2	5.6	8.3
SW油田服务	1282.6	1329.3	3.6	71.9	70.6	-1.9	14.1	13.9	8.0	7.4	2.4
SW油气及炼化工程	794.1	812.0	2.3	22.0	18.4	-16.3	9.7	10.3	3.6	2.9	20.7
SW炼化及贸易	50990.8	53560.4	5.0	1630.5	2378.8	44.5	17.2	19.4	6.0	8.4	27.9
SW炼油化工	49390.4	51681.1	4.6	1608.4	2273.0	40.0	17.5	19.7	6.2	8.4	28.6
SW油品石化贸易	298.9	303.9	1.7	14.7	35.0	137.9	16.7	25.4	4.3	9.3	26.0
SW其他石化	1301.5	1575.4	20.4	7.4	70.8	835.6	5.3	8.5	0.9	8.6	3.8

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：行情数据截至2026年11月2日

石化化工行业盈利普遍修复，上游资源与供给受限品种盈利突出

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **三级子行业**盈利分化进一步放大，归母净利润增幅靠前的子行业一类是低基数下的困境反转，如其他石化、粘胶、膜材料；二是供给收缩与格局优化驱动的盈利修复，如有机硅、氨纶依托产能出清或行业主动控产兑现高弹性，钾肥、涤纶等在供需格局改善下盈利稳步回升。煤化工毛利率同比提升5.24个百分点至23.70%，油价抬升下的成本比价优势充分兑现。盈利降幅靠前的品种普遍对应产能过剩、需求疲软，如无机盐、锦纶、合成树脂、其他橡胶制品、氯碱、炭黑等同比下滑显著，核心拖累来自下游地产链等核心需求偏弱，上游成本上涨难以向下游终端传导。整体来看，三级行业的盈利分化本质是供给格局与需求结构的双重筛选，新兴需求驱动、具备产能约束的品种盈利韧性显著更强，传统过剩品种的盈利修复仍需等待终端需求实质改善。

图：基础化工行业2026年三季报数据

	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			毛利率(%)		ROE(%)		本年初至今
	2025前三季度	2026前三季度	yoy(%)	2025前三季度	2026前三季度	yoy(%)	2025前三季度	2026前三季度	2025前三季度	2026前三季度	涨跌幅（%）
SW基础化工	**17076.5**	**19764.7**	**12.2**	**1043.7**	**1383.0**	**25.9**	**16.8**	**18.1**	**5.5**	**6.7**	**-8.0**
SW化学原料	**3627.4**	**4059.7**	**11.4**	**213.6**	**321.1**	**48.9**	**16.7**	**18.5**	**5.1**	**7.3**	**4.1**
SW纯碱	296.3	304.9	2.7	9.6	8.1	-15.6	19.3	17.0	2.4	2.2	-18.7
SW氯碱	933.7	980.9	5.1	31.9	24.5	-23.2	15.6	13.6	2.8	2.2	-9.2
SW无机盐	258.1	254.9	-3.6	14.4	5.4	-63.0	20.6	17.1	3.6	1.3	-3.5
SW其他化学原料	685.5	858.9	25.3	34.9	88.7	154.2	12.4	17.4	5.2	11.7	23.3
SW煤化工	1124.7	1292.4	13.9	105.4	171.7	60.1	18.5	23.7	9.0	13.3	12.7
SW钛白粉	329.1	367.6	11.7	17.4	22.7	30.1	17.1	18.5	4.1	5.3	-23.0
SW化学制品	5906.7	6906.2	15.6	428.3	509.9	16.0	18.4	19.6	6.0	6.7	-11.1
SW涂料油墨	123.1	147.1	4.7	7.0	8.3	-21.9	22.5	23.7	3.8	3.6	2.5
SW民爆制品	534.4	590.3	9.6	35.0	38.7	9.2	24.0	25.4	6.1	6.5	-14.7
SW纺织化学制品	**220.8**	**275.0**	**24.6**	**19.2**	**33.3**	**73.6**	**24.0**	**29.8**	**3.1**	**5.3**	**9.7**
SW其他化学制品	1574.2	1780.0	10.0	59.9	67.2	0.1	14.2	15.3	3.2	3.4	-11.4
SW氟化工	569.3	665.7	16.9	70.2	83.2	18.5	25.8	27.0	9.8	10.8	-20.2
SW聚氨酯	1600.1	2041.0	27.6	97.1	156.2	60.9	13.2	16.0	8.1	11.9	-8.3
SW食品及饲料添加剂	857.1	942.0	9.6	128.5	101.4	-21.3	27.8	24.4	10.0	7.4	-9.0
SW有机硅	298.0	317.2	6.4	7.3	17.6	142.6	13.6	18.3	1.3	3.3	-23.1
SW胶黏剂及胶带	129.7	147.9	14.1	4.1	4.1	-1.7	12.3	12.8	4.0	3.6	-20.8
SW化学纤维	**1475.1**	**1703.0**	**13.5**	**42.4**	**81.4**	**73.4**	**8.9**	**11.7**	**3.4**	**5.7**	**-19.6**
SW涤纶	815.6	952.5	16.8	16.9	31.5	86.7	6.2	8.5	3.9	6.6	-22.8
SW粘胶	107.5	120.5	13.8	1.2	5.9	249.4	10.6	14.3	1.0	4.8	-15.5
SW其他化学纤维	142.6	189.0	11.6	7.6	11.9	2.4	16.8	18.1	2.8	3.4	-18.0
SW氨纶	181.1	217.9	20.3	14.6	31.0	112.2	14.1	21.7	5.4	10.6	-19.3
SW锦纶	228.3	223.1	-2.3	2.1	1.0	-50.9	8.5	9.0	1.2	0.5	-19.4
SW塑料	**1959.4**	**2291.0**	**15.6**	**71.5**	**90.8**	**20.5**	**13.7**	**14.6**	**4.0**	**4.5**	**3.3**
SW其他塑料制品	480.1	547.6	19.0	15.6	23.6	68.0	11.9	12.3	3.2	4.9	9.1
SW改性塑料	993.8	1109.9	11.1	28.7	28.3	-4.6	12.4	12.6	5.3	4.8	-7.9
SW合成树脂	219.4	271.5	10.2	20.2	11.6	-46.8	21.4	19.3	6.8	3.5	7.2
SW膜材料	266.1	362.0	30.8	7.1	27.3	175.3	15.9	20.5	1.5	4.5	4.9
SW橡胶	**350.7**	**410.9**	**13.1**	**16.7**	**15.1**	**-19.4**	**15.0**	**14.5**	**4.1**	**3.2**	**-19.3**
SW其他橡胶制品	136.3	162.3	8.9	4.3	3.9	-38.0	18.9	17.9	2.1	1.7	-32.0
SW炭黑	163.4	186.1	13.9	5.9	4.8	-19.5	9.9	9.2	4.3	3.4	-19.6
SW橡胶助剂	51.0	62.5	22.4	6.5	6.5	-1.3	21.0	21.5	9.3	6.1	-2.2
SW农化制品	3578.5	4159.5	5.0	259.2	352.1	20.4	19.6	20.2	6.8	8.2	-20.2
SW氮肥	579.5	604.4	4.3	26.6	31.0	16.5	15.4	15.5	4.9	5.3	-16.2
SW磷肥及磷化工	**937.9**	**897.3**	**-4.4**	**76.2**	**62.2**	**-18.5**	**17.7**	**18.0**	**8.4**	**6.4**	**-22.7**
SW农药	1208.5	1223.1	1.2	51.0	43.5	-14.7	20.1	20.5	4.0	3.4	-19.5
SW钾肥	**183.7**	**318.1**	**46.9**	**66.9**	**180.8**	**87.5**	**55.7**	**66.5**	**10.5**	**19.2**	**-22.0**
SW复合肥	669.0	1116.5	9.6	38.4	34.5	-17.9	15.0	11.1	8.9	6.7	-14.3
SW非金属材料II	178.8	234.5	24.2	12.0	12.5	29.8	18.2	16.2	4.5	4.0	14.5
SW非金属材料III	178.8	234.5	24.2	12.0	12.5	29.8	18.2	16.2	4.5	4.0	14.5

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：行情数据截至2026年11月2日

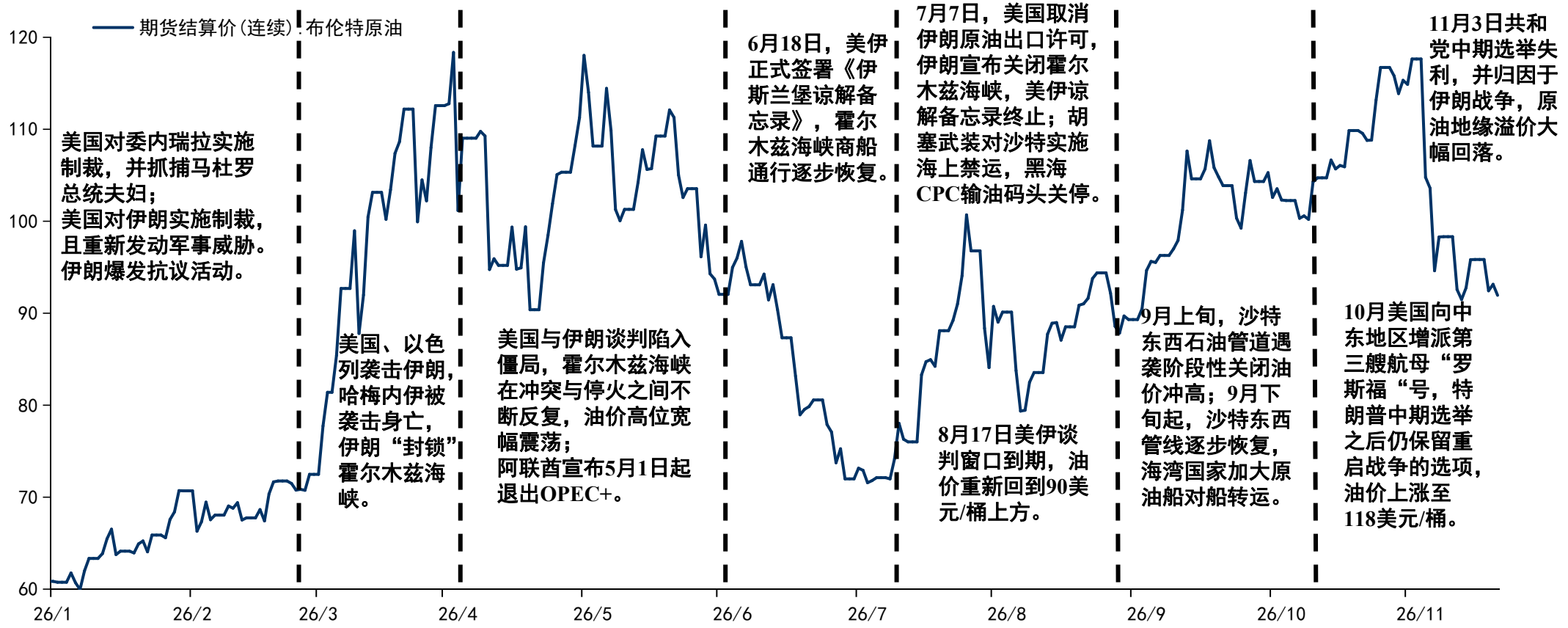
2 原油：地缘冲突主导原油市场，2027年国际油价有望维持中高位

2026年原油市场：美以伊冲突影响超预期，油价中枢大幅提升

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- 截至2026年11月15日，2026年布伦特期货均价为91.2美元/桶，较2025年全年均价上涨23.0元/桶（+33.7%）；布伦特现货均价为97.7美元/桶，较2025年全年均价上涨28.5美元/桶（+41.1%）；WTI期货均价为85.1美元/桶，较2025年全年均价上涨20.3美元/桶（+31.3%）。

图：2026年布伦特原油期货结算价（美元/桶）



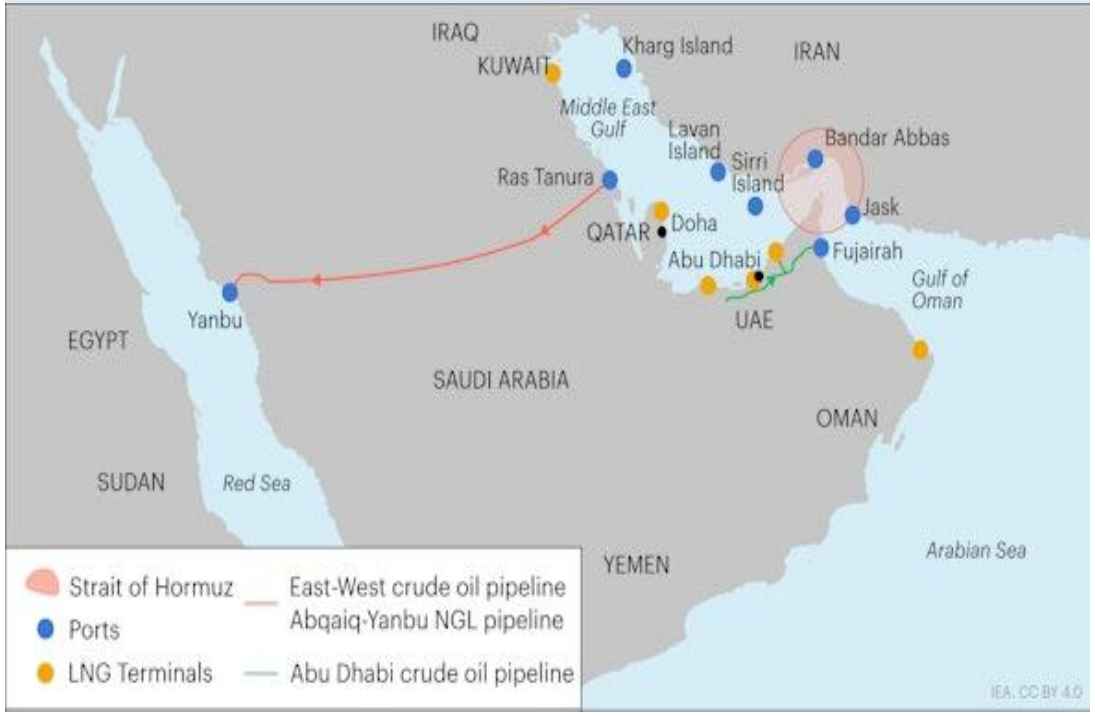
资料来源：IMF，国信证券经济研究所整理

2026年原油市场：伊朗“封锁”霍尔木兹海峡，船运几近停摆

国信证券 GUOSEN SECURITIES

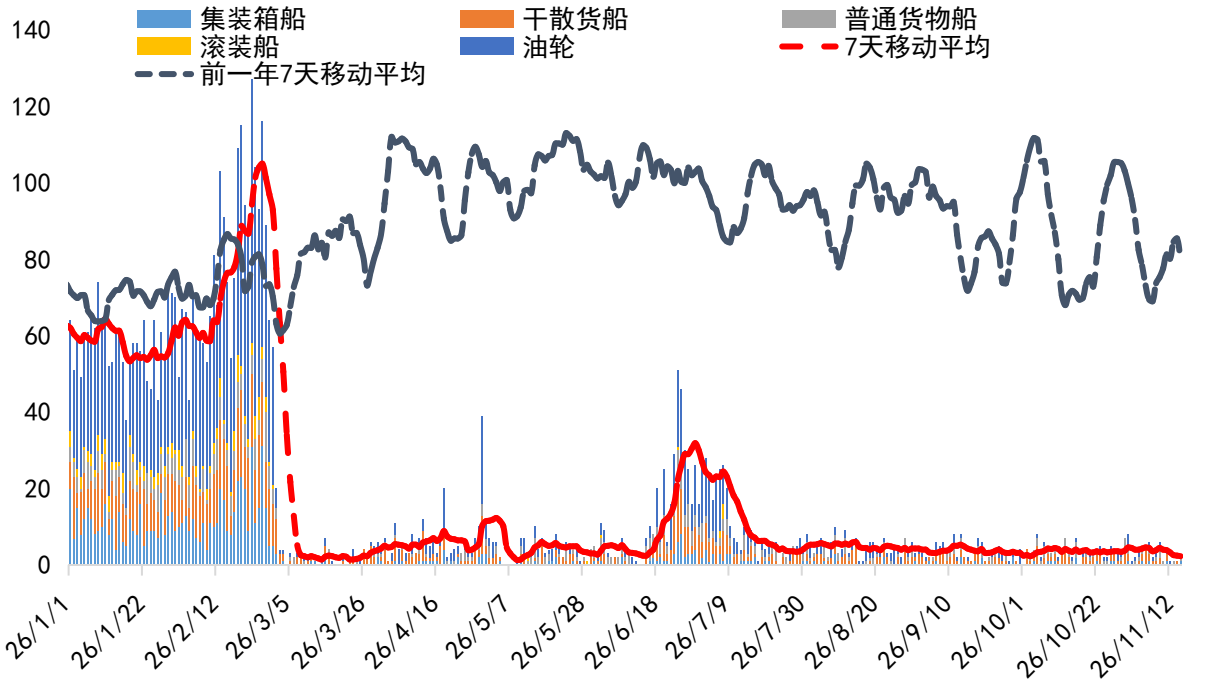
- 霍尔木兹海峡连接波斯湾、阿曼湾及阿拉伯海，它是沙特阿拉伯、阿联酋、科威特、卡塔尔、伊拉克、巴林和伊朗所产石油及天然气的主要出口通道，根据IEA数据，2025年全球约2000万桶/天石油产品贸易经由霍尔木兹海峡中转，其中原油约1500万桶/天。受美以伊冲突影响，霍尔木兹海峡通航安全性大幅下降，2026年3月起，伊朗宣布“封锁”霍尔木兹海峡。
- 2026年3月至今，霍尔木兹海峡通航流量为48只/周，仅为2025年同期的7.3%，其中油轮流量为4.3只/周，为2025年同期的4.3%。期间仅有6月18日美伊签署谅解备忘录以后，霍尔木兹海峡通航流量曾短暂恢复至210只/周左右，约为去年同期的40%左右，但7月11日伊朗重新宣布“封锁”霍尔木兹海峡。

图：霍尔木兹海峡、红海地形图



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

图：霍尔木兹海峡船只通行量



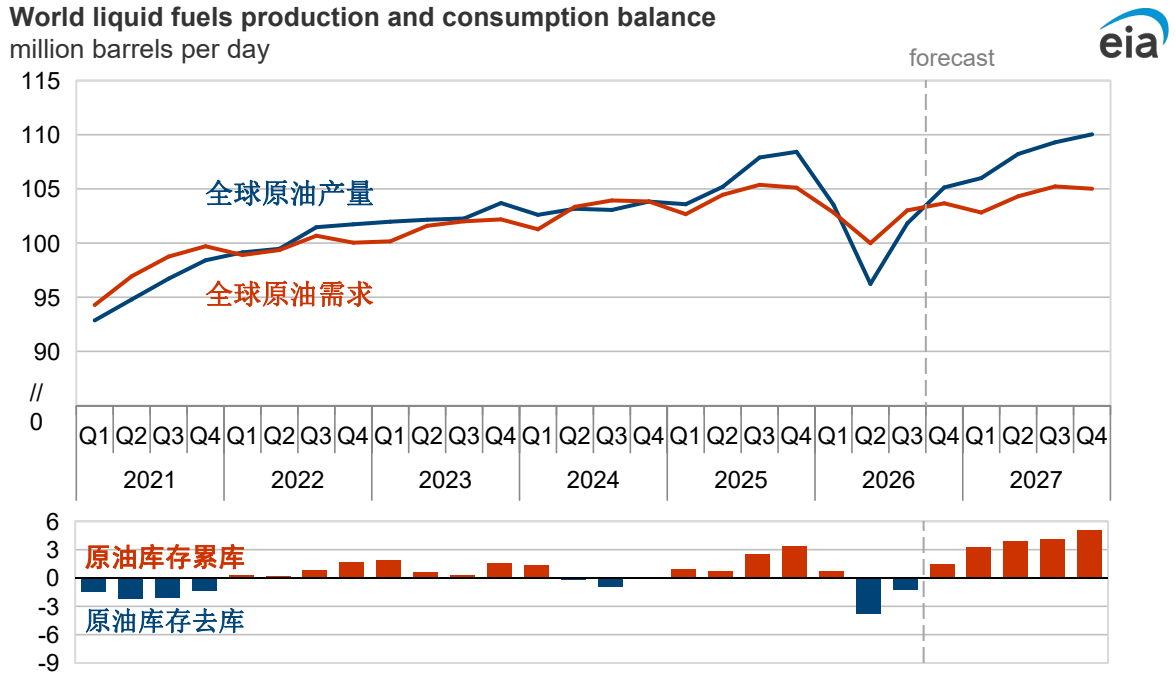
资料来源：IEA，UN Global Platform，Portwatch，国信证券经济研究所整理

全球原油库存处于低位，叠加供给不确定性加大原油价格弹性

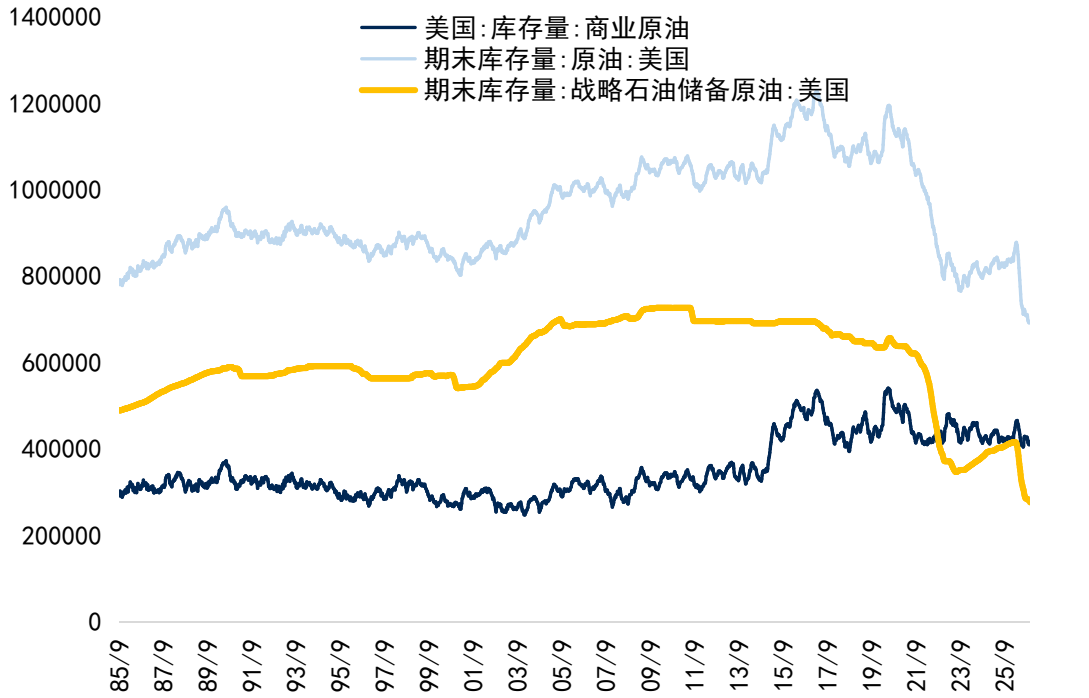
国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **美伊冲突以来全球原油持续去库，美国战略石油储备创新低。**根据美国能源信息署EIA最新月报，2026年第二季度全球石油库存平均减少375万桶/日，第三季度平均减少120万桶/日。根据国际能源署IEA最新月报预计，自美伊战争爆发以来，全球监测到的石油库存累计减少了4.62亿桶，陆上库存处于2016年以来的最低水平。经合组织（OECD）的总库存减少了4700万桶，其中企业库存减少了4100万桶。
- 根据美国能源信息署EIA最新周报，截至11月14日当周，美国原油总库存为6.94亿桶，战略原油库存为2.76亿桶，均为1983年3月以来的最低水平。自2月底以来，美国战略石油储备库存已由4.15亿桶降至2.76亿桶，累计释放战储库存1.39亿桶。

图：全球原油供需与库存（百万桶/天）



图：美国原油库存（千桶）



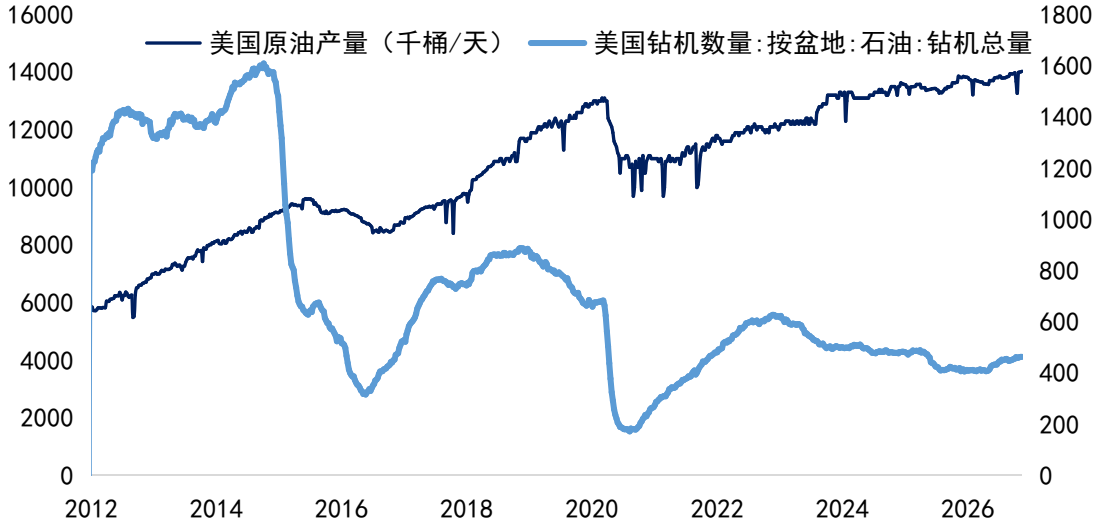
资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

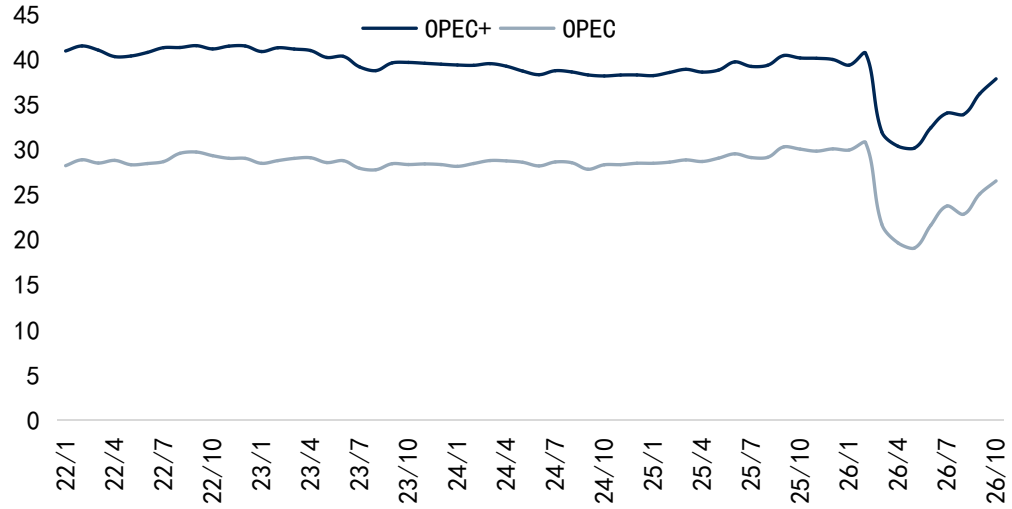
供给端：2026年OPEC+供给下降，2027年需关注中东冲突进展

- **2026年美国原油产量小幅增加增长，2027年高油价下美国产量将继续增加：**根据美国能源信息署EIA最新月报，2026年美国原油平均产量为1386万桶/天，同比增加约20万桶/天，截至2026年11月初，美国原油产量为1401万桶/天；预计2027年美国原油平均产量为1430万桶/天，活跃钻机数量与活跃压裂车队数量增幅有限，主要受益于单井效率提高。
- **OPEC+自愿减产政策已完全退出，2026年受霍尔木兹海峡“封锁”产量下降，2027年需关注中东冲突进展：**截至2026年10月，OPEC+于2023年11月达成的220万桶/天自愿减产、2023年4月达成的166万桶/天自愿减产均完全退出。根据EIA数据，2026年OPEC+平均产量3529万桶/天，同比下降407万桶/天，预计2027年OPEC+产量3964万桶/天。
- **“美洲五国”原油产量快速增长：**根据EIA数据，“美洲五国”（美国、加拿大、巴西、阿根廷和圭亚那）2026年石油产量有望增加180万桶/天。预计2027年“美洲五国”产量将进一步增长126万桶/天。

图：美国原油产量及钻机数量



图：OPEC+石油液体产量



资料来源：EIA、贝克休斯，国信证券经济研究所整理

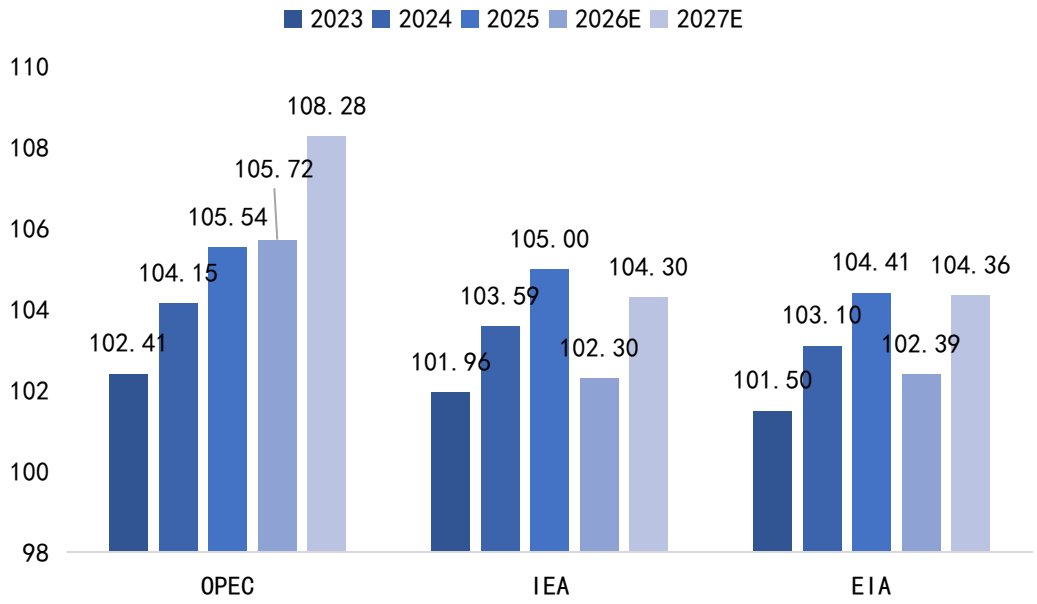
需求端：原油需求温和复苏，需求增速有所放缓

- **宏观层面上，石油需求中长期与全球经济增长高度相关，美联储加息或压制原油需求。**美国10月CPI环比0.4%、核心CPI连续三个月涨0.3%，双双超预期，通胀压力从能源向更广领域渗透，美元指数几近104，创19个月以来新高，根据CME“美联储观察”2027年仍将加息50-75bp。“强美元+高利率”的组合，为当前原油市场的构筑了宏观天花板。美元走强对以美元计价的原油构成计价压力，加息预期则通过需求抑制渠道形成第二层压制。
- **国际主要能源机构预计2027年原油需求增长196-255万桶/天：**根据OPEC、IEA、EIA最新11月月报显示，2026年石油需求分别为105.72、102.30、102.39百万桶/天，分别较2025年+18、-270、-202万桶/天，一方面由于供应短缺，高油价抑制需求，另一方面受电动化替代影响；2027年石油需求预测分别为108.28、104.30、104.36百万桶/天，分别较2026年+255、+200、+196万桶/天。

图：芝商所美联储观察联邦基金利率期货

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/12/9	0.0%	11.4%	88.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	4.9%	44.3%	50.9%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	2.6%	25.8%	47.8%	23.8%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	2.1%	21.8%	44.0%	27.9%	4.1%	0.0%
2027/6/9	0.0%	1.7%	17.9%	39.6%	31.1%	8.8%	0.8%
2027/7/28	0.0%	1.7%	17.6%	39.1%	31.3%	9.3%	1.0%
2027/9/15	0.0%	1.6%	17.3%	38.7%	31.5%	9.7%	1.2%
2027/11/17	0.3%	4.5%	21.2%	37.4%	27.5%	8.2%	0.9%

图：主流机构对于原油需求的预测（百万桶/天）



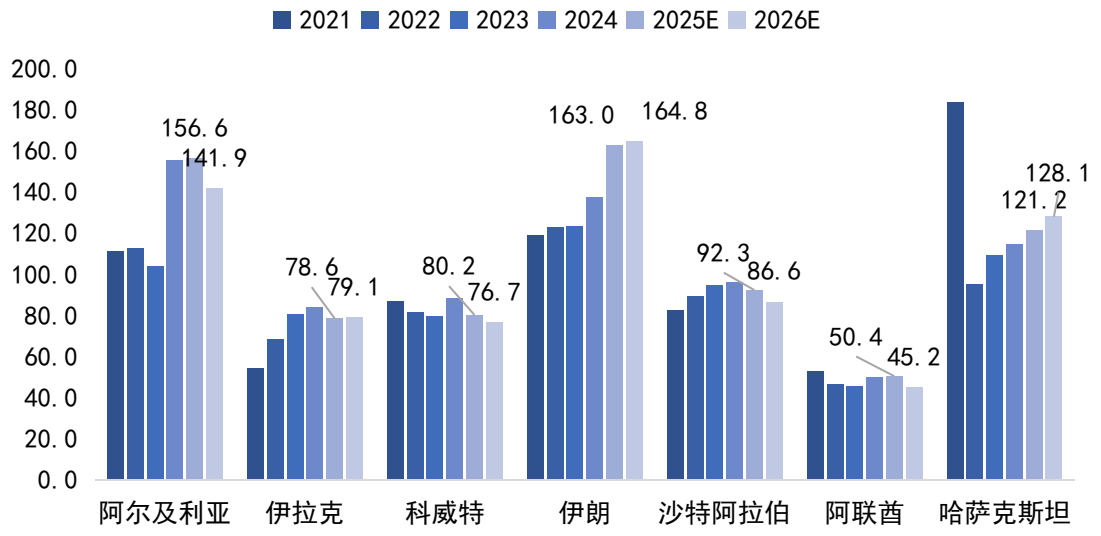
资料来源：CME Group，IEA，EIA，OPEC，国信证券经济研究所整理

原油基本面宽裕，供给不确定性+低库存+页岩油成本提供价格支撑

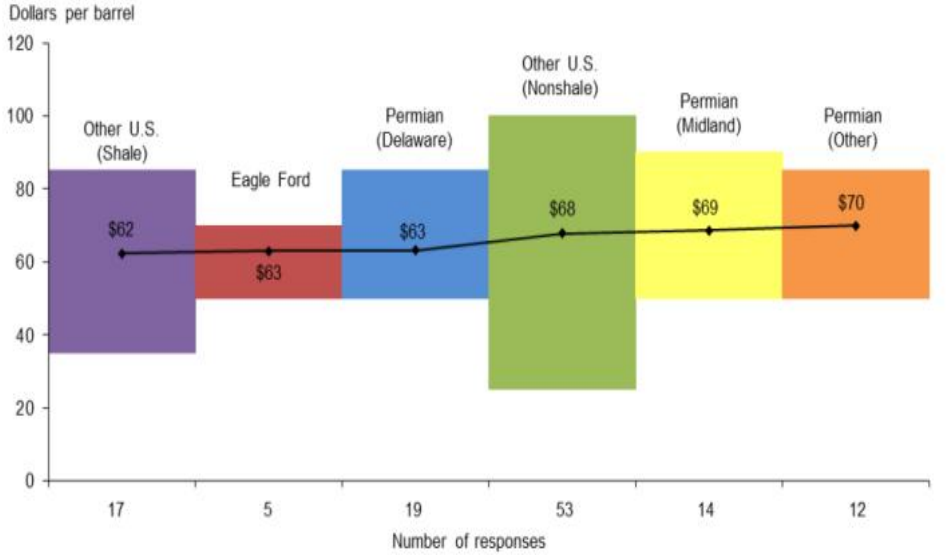
国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **国际主流能源机构预计2027年全球石油供应过剩：**根据IEA预测，2027年全球石油供需分别为108.10、104.30百万桶/天，平均供应过剩380万桶/天；根据EIA预测2027年全球石油供需分别为108.39百万桶/天、104.36百万桶/天，平均供应过剩403万桶/天。
- **霍尔木兹海峡仍处“封锁”状态，叠加全球原油低库存，2027年供给仍然存在高度不确定性。**
- **OPEC+主要成员国财政平衡油价较高，对油价具备托底意愿。**根据国际货币基金组织IMF数据，2025、2026年中东地区主要**OPEC+成员国的财政平衡油价大多高于70美元/桶**。
- 根据达拉斯联储2026年的调查问卷结果，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，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，企业实现盈利性钻探的平均成本为66美元/桶，同比增加1美元/桶。**

图：OPEC+主要成员国财政平衡油价（美元/桶）



图：美国新打井-完井的完全成本



资料来源：IMF，达拉斯联储，国信证券经济研究所整理

2027年国际油价中枢适度回落，价格区间预计为80-90美元/桶

国信证券 GUOSEN SECURITIES

情景	关键假设	供需影响	布伦特价格判断
基准：僵持与封锁延续	**冲突无实质解决，封锁施压为主、不升级；伊朗出口受限，海湾他国恢复，航运有成本**	**需求修复、供应复产，上半年偏紧，下半年累库偏慢**	**80-90美元/桶**
缓和：恢复加快	达成临时安排，通航与保险风险下降，伊朗约束部分松动	供应快于需求，累库加快，溢价与运费回落	75–80美元/桶
封锁加强	强化拦截与制裁，伊朗出口再受压，保险与绕行受限	区域供应损失加大，非中东增产部分抵消	90–110/桶
严重升级/航道中断	海峡持续受扰或关键设施遭破坏，绕行能力不足	实质供给缺口，库存快降，现货争抢	110-120美元/桶
需求走弱/供应顺利	全球低迷、亚洲需求偏弱，海湾快恢复，OPEC+增产	需求弱、供应强，快速累库	65–75/桶

资料来源：IEA，EIA，OPEC，国信证券经济研究所整理

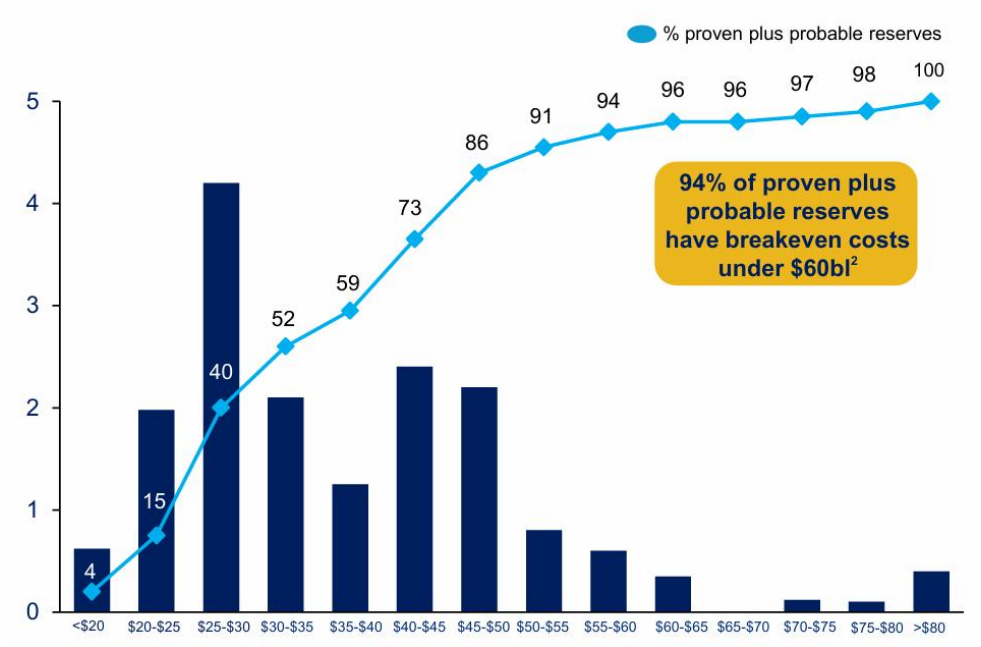
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3 油服：海洋油气经济性较高，资本支出持续增长

海洋油气经济性较高，资本支出持续增长

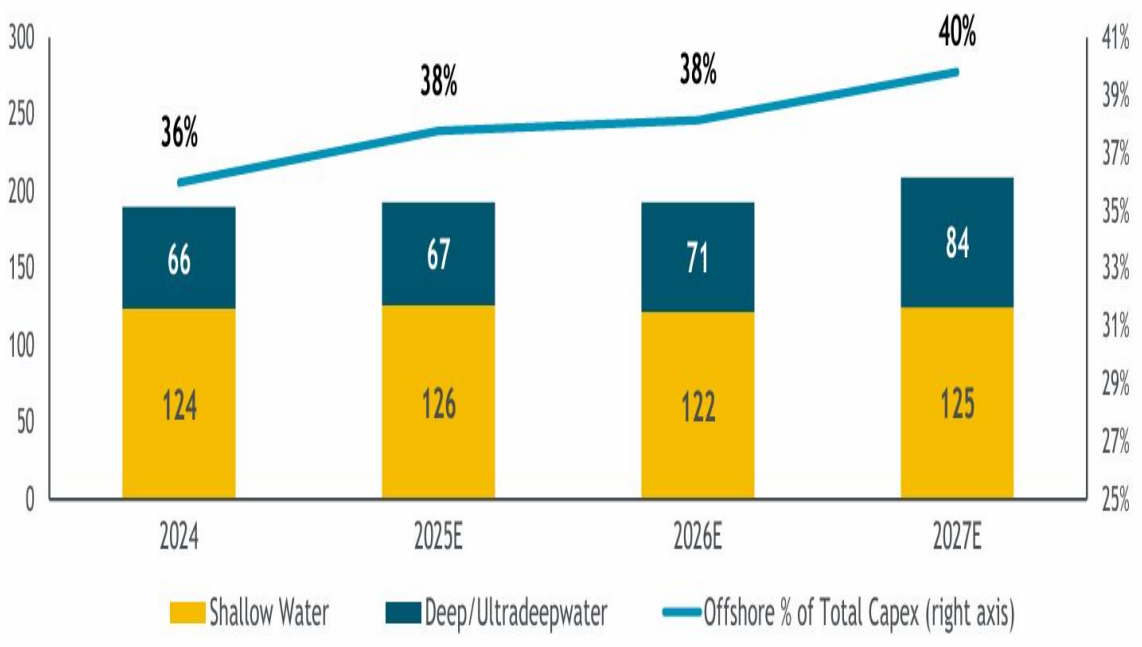
- 据Rystad energy数据，2024年全球石油总供给量为102百万桶/天，预计至2030年全球石油总供给为109百万桶/天，现有产量会衰减24百万桶/天。新增的31百万桶/天产能中有3百万桶/天来自深海油田开发，5百万桶/天来自大陆架（近海）油田开发。根据未开发海洋油田平衡油价统计数据，若未来国际油价维持在60美元/桶，约85%的未开发海上油田开发后具备盈利能力。
- 上油气资本开支保持增长，深水项目投资增速更快。根据Rystad 数据，2025年海上油气资本支出为193亿美元，2026年与2025年持平，2027年增加至209亿美元。深水项目资本支出则从2025年的67亿美元增加至2027年的84亿美元。

图：海洋石油开发平衡油价



资料来源：Rystad Energy，Transocean官网，国信证券经济研究所整理

图：海洋油气上游资本支出及在整体资本支出中占比

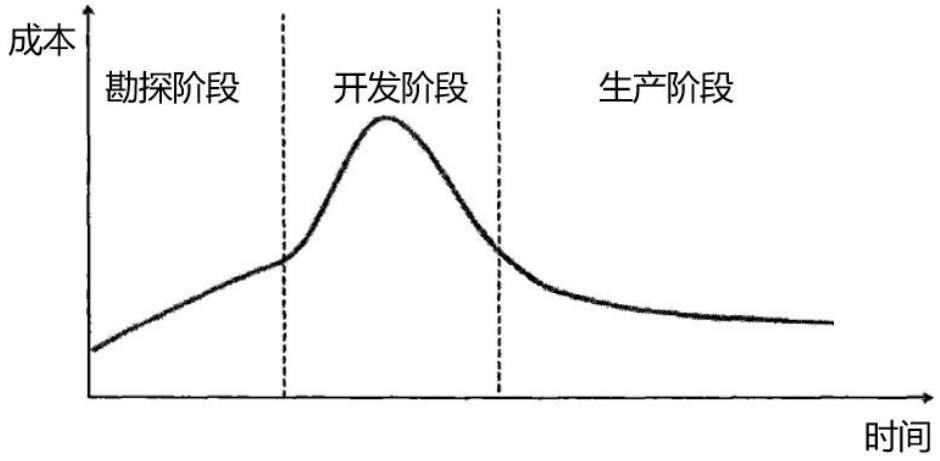


资料来源：Rystad Energy，Transocean官网，国信证券经济研究所整理

油田开发在开发阶段资本支出最大

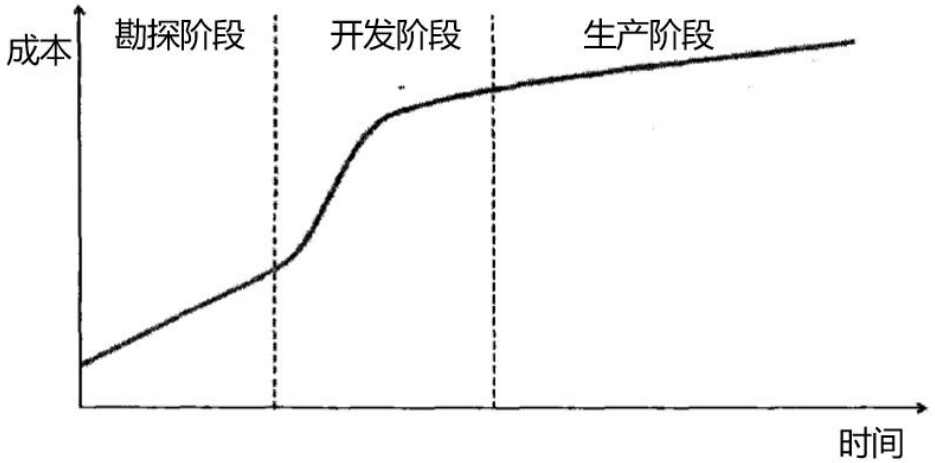
- **海洋能源开发的流程主要包括了勘探、开发与生产三大主要环节。**
- **勘探环节**是海上石油开发的最初阶段，油气勘探的主要任务和目的是对目标区域进行地震等作业，寻找工业性的油气藏。该环节涉及的主要业务内容包括地震、工程地质调查、物探、岩心实验、油藏工程、钻井、测井、录井、取心、测试、钻井液、固井等。该阶段成本占总成本的10%-20%。
- **开发环节**主要是计算油藏储量，制定开发方案，其中包括资源、工程与经济评价，然后建设海上油气田开发的各个设施。该环节涉及的主要业务内容包括勘察、钻井、钻完井液、定向井、固井、测井、录井、完井、防砂、海洋工程建造及各种工作船服务等。开发环节占总成本占比约40%-60%。
- **生产阶段**是油气开发生产过程中持续时间最长的环节，主要是将地层采出来的油气经过一系列处理后得到合格的商品油气进行储存或销售。该环节涉及的主要业务内容包括海洋工程及陆上设施的检测与维修、钻井、钻完井液、定向井、固井、测井、完井、修井、压裂、酸化、人工举升、增产增注、三次采油、油气水处理与集输、为生产平台提供的各项工作船服务、FPSO 生产技术服务、码头管理、技术支持等。生产阶段成本占总成本比例为20%-50%。

图：海洋油气开发各阶段成本



资料来源：王作修. 我国陆海油气资源开发成本效益比较研究[D]. 大连海事大学, 2015.，国信证券经济研究所整理

图：海洋油气开发累计成本

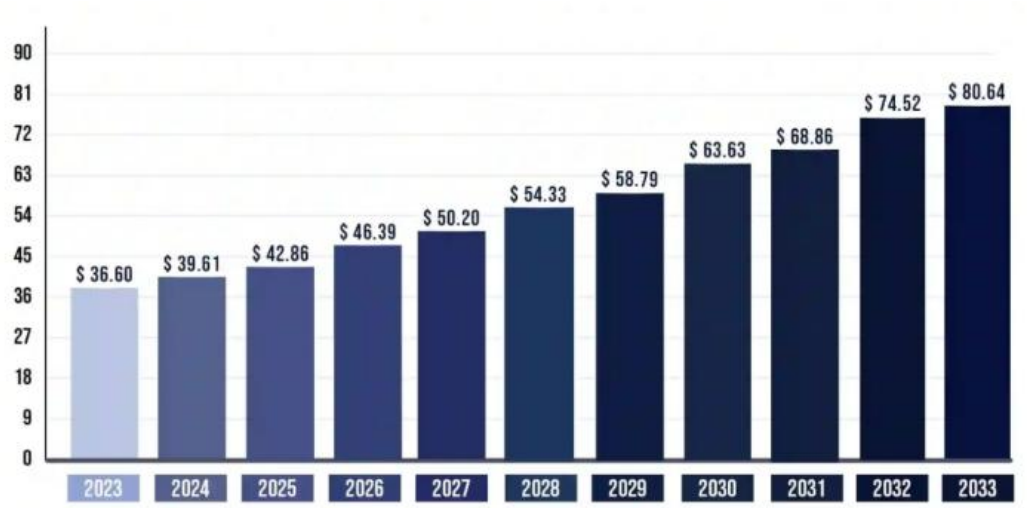


资料来源：王作修. 我国陆海油气资源开发成本效益比较研究[D]. 大连海事大学, 2015.，国信证券经济研究所整理

钻井业务在成长中带有周期属性

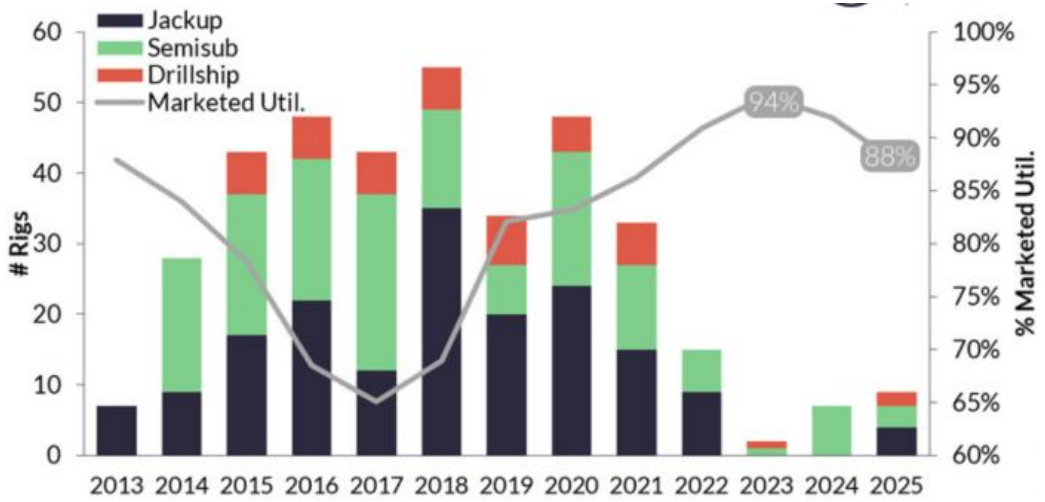
- 据 Precedence Research数据， 2024 年至 2033 年海上钻井市场空间有望从2023年的366.0亿美元增至2033年的约806.4亿美元，2024年至2033年的复合年增长率为8.22%。数据显示，2023 年亚太地区以 43% 的最大市场份额引领市场，而拉丁美洲被认为是预测期内增长最快的市场。
- 钻井平台数量及使用率受国际油价影响明显。2014-2018年国际原油价格低迷不振，海上钻机市场也进入萧条时期，年均有43个钻井平台（自升式、半潜式和钻井船）永久退出现役，同期市场需求也出现了明显下降。2019年原油价格短暂回升，钻井平台退役数量较2014-2018年平均水平下降了21%，由与需求和日费的提升，钻井平台退役数量下降明显。2020年由于新冠肺炎的流行，原油价格大幅下跌，海上钻井平台需求快速下跌，钻井平台退役数量较2019年增加35%。2020-2021年退役钻井平台平均服役年限下降到最低水平。2025年共退役22左钻井平台（钻井船8、半潜6），2026前十个月共退役5艘钻井平台。

图：全球海上钻井市场空间



资料来源：Precedence Research，国信证券经济研究所整理

图：全球海上钻井平台年退役量及平均使用率（截止2025年3月）



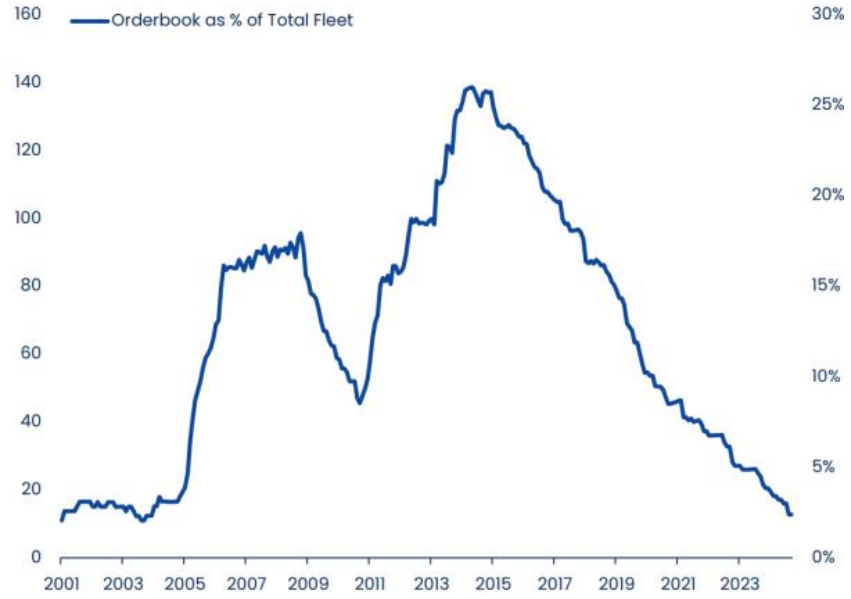
资料来源：Precedence Research，国信证券经济研究所整理

新建钻井平台较少，现有平台服役年限偏长

国信证券 GUOSEN SECURITIES

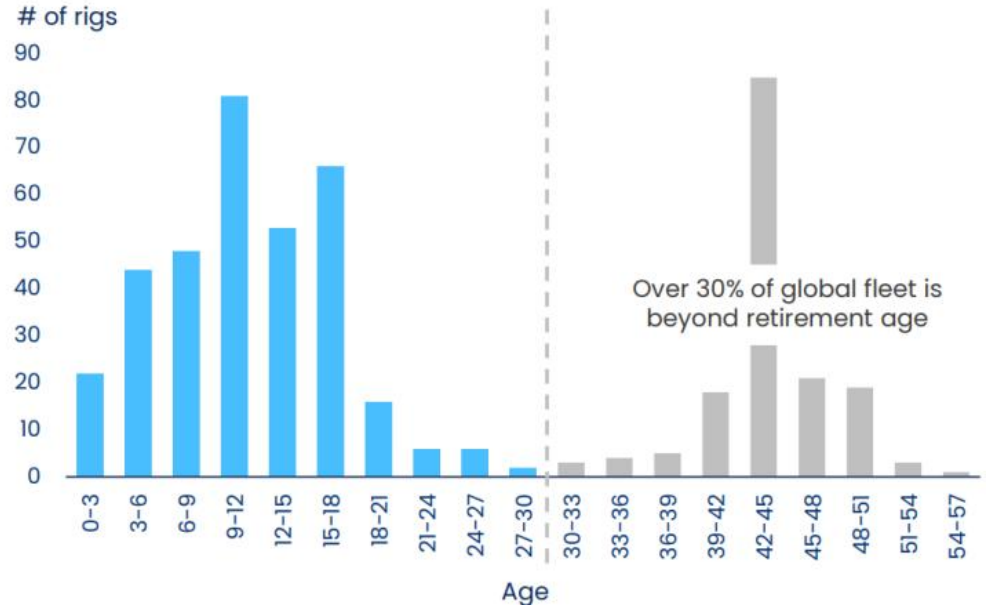
- 根据Borr Drilling数据，未来十年几乎没有新建自升式海上钻井平台订单，只有约10个海上钻井平台在建，几乎是近25年来的低点。目前由于造船厂的FPSO、FSRU、LNGC的订单较为饱和，可以建造海上钻井平台的船台较为有限，新订单的交付时间普遍在3年以上。目前新建平台要达到可以开钻的状态订单价格预计约3亿美元，超过之前周期的价格。基于比较严苛的融资环境，海上钻井平台运营商需要有7-10年的大合同才有意愿建造新的平台。
- 目前现有的海上钻井平台年龄分布较为异常，约有30%的平台超过了30年的平均退役年限，这些超期服役的钻井平台有较大的退役风险，给海上钻井平台供需造成冲击。

图：全球海上钻井平台新订单量



资料来源：Borr drilling，国信证券经济研究所整理

图：自升式钻井平台服役年限

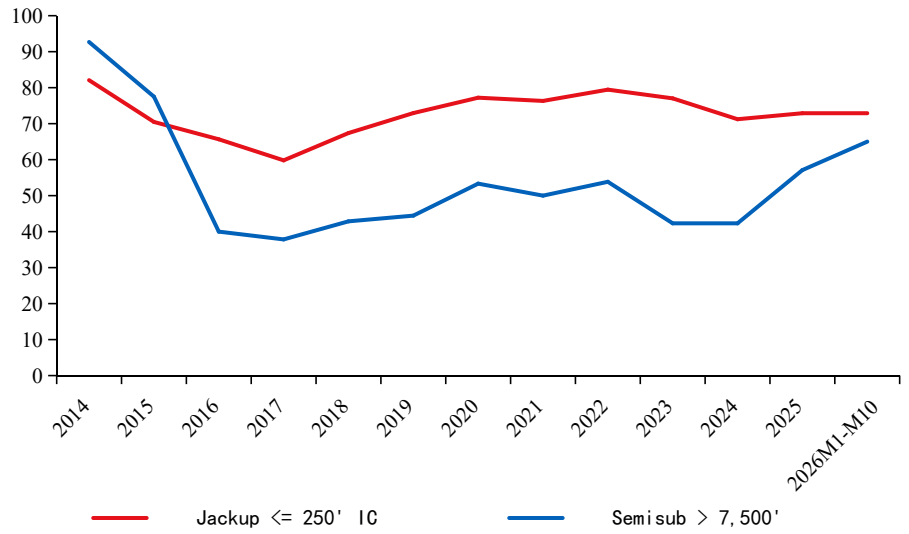


资料来源：Borr drilling，国信证券经济研究所整理

自升式平台供需稳定，半潜式平台需求快速攀升

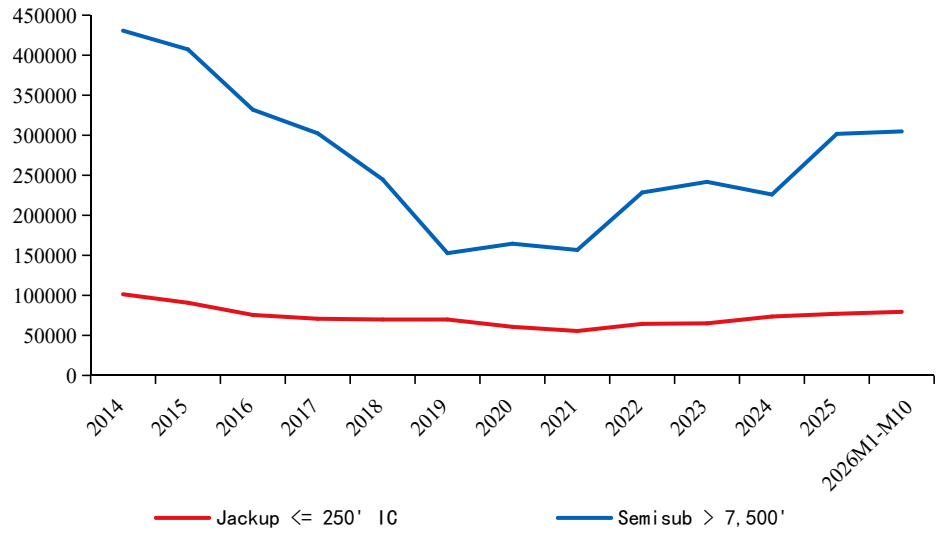
- **钻井平台使用率：**自升式钻井平台一直维持在较高水平，2026年前10个月自升式钻井平台利用率为72.9%，与去年使用率水平基本持平。半潜式钻井平台，尤其是高规格的深水半潜式钻井平台几乎没有新增供给，冷停的装备也很难恢复，随着深海油气项目的开发，半潜式钻井平台使用率持续提升。2026年前十个月，水深大于7500英尺的半潜式钻井平台使用率提升到了65%。
- **钻井平台费率：**由于自升式钻井平台供给较为分散，设备较为同质化，船队更希望能获取稳定订单。即使使用率较高，平台费率也并没有提升。半潜式钻井平台由于需求更为定制化，供需持续偏紧，费率持续攀升。在新增供给投放前，半潜式钻井平台有望维持高景气。

图：钻井平台利用率情况



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：钻井平台费率情况



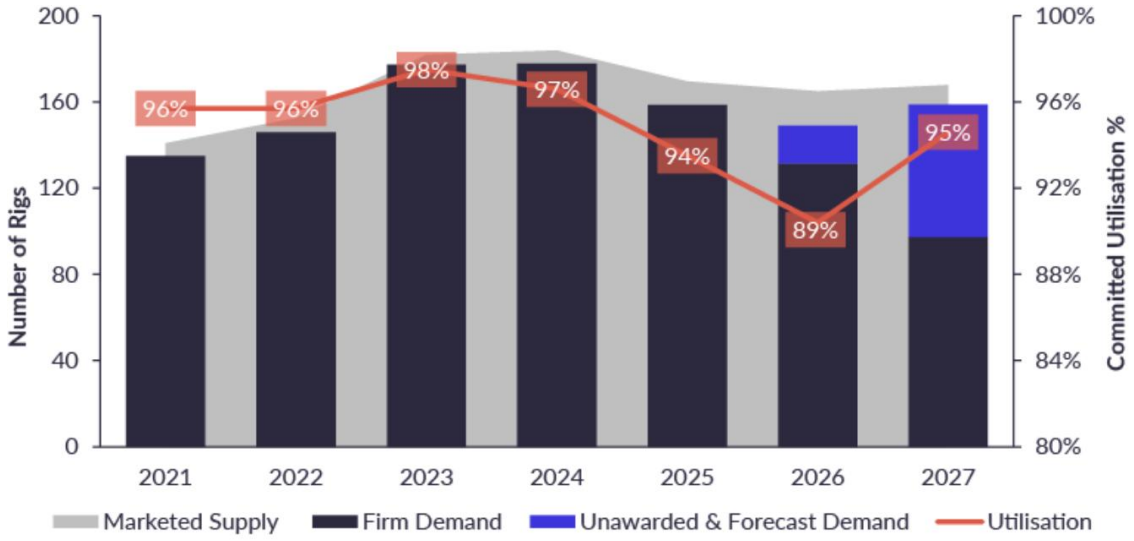
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

中东及南美地区对钻机仍有较为明确需求增量

国信证券 GUOSEN SECURITIES

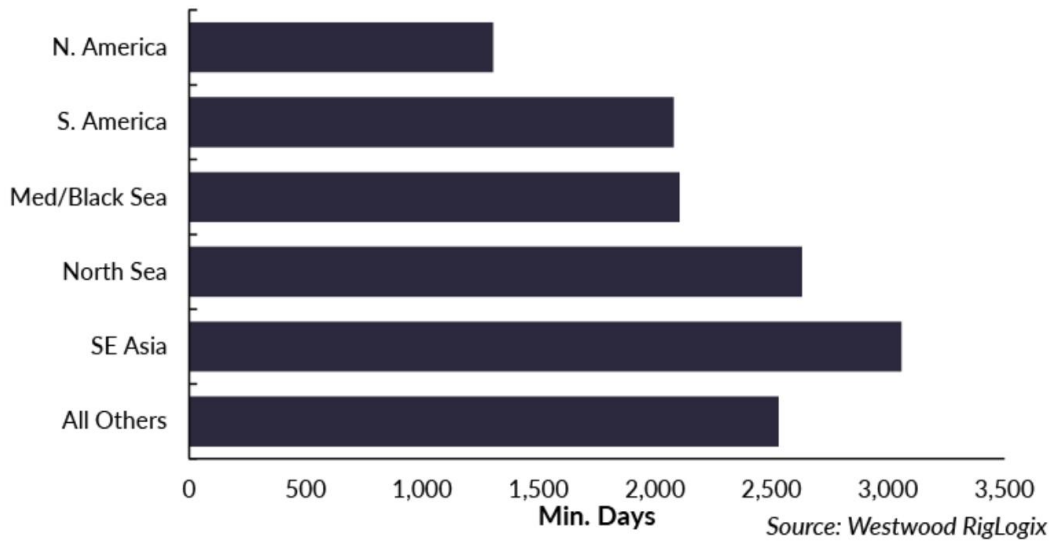
- 2026年1月，Westwood的RigLogix预测，全球自升起市场将从2026年中后期开始期待已久的复苏，这种乐观情绪得益于全球最活跃的自升盆地——阿拉伯湾的需求增强。2025年底至2026年初，该地区运营商发布了大量自升式招标——潜在需求约为56钻年，预计2026年和2027年将启动。尽管中东近期的进展正被地缘政治现实重塑，但自升式复苏的结构性基础依然坚固。
- 2026年初Westwood数据显示，正在追踪30个项目中超过13,700天未授予合同。RigLogix记录了自直接谈判、预招标或2027年目标起始日期的开放要求超过12,600天。鉴于明年需求稳定与开放需求量，市场可能会看到部分项目推迟到2028年，这更多是钻井平台紧张的因素，而非有意拖延。

图：中东地区自升式钻井平台供需展望



资料来源：westwood，公司公告，彭博，国信证券经济研究所整理

图：按区域划分的浮式钻井平台开发需求



资料来源：westwood，公司公告，彭博，国信证券经济研究所整理

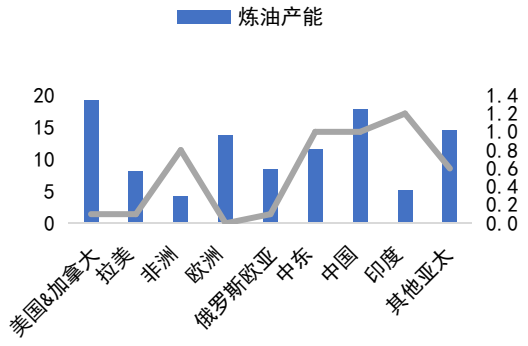
4 炼油炼化：全球成品油供应紧张，中国炼化竞争力凸显

全球炼能呈区域分化，地缘扰动显著影响成品油贸易

国信证券 GUOSEN SECURITIES

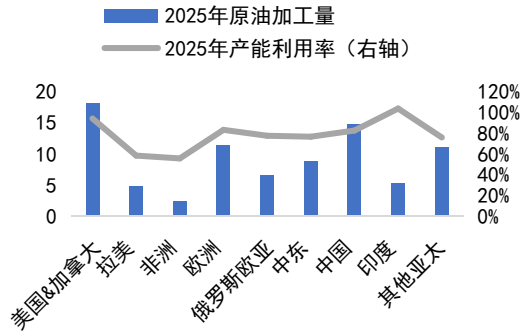
- 全球炼油产能高度集中于亚太、北美、欧洲及中东地区。据OPEC统计，2025年全球名义炼油产能为103.3百万桶/日。分区域来看，美加合计炼能19.2百万桶/日，占比18.6%；中国17.9百万桶/日，占比17.3%；亚太14.6百万桶/日，占比14.1%；欧洲13.8百万桶/日，占比13.4%；中东11.6百万桶/日，占比11.2%；俄罗斯及欧亚地区8.5百万桶/日，占比8.2%。当前全球炼油产能呈现“名义产能高、有效产能低、格局分化、扰动频发”四大特征。
- 全球炼油产能利用率约80.8%，但区域分化显著。美国94.3%接近满产，承担供给调节；中东76.7%为低位，是炼能缺口主因；中国利用率82.7%，调节弹性充足。俄罗斯与中东地区炼厂产能利用率处于相对低位。俄炼厂受双重因素制约：无人机袭击造成装置受损，叠加设备备件获取困难，检修周期拉长。中东利用率偏低源于新产能爬坡、集中检修及设施袭击扰动。
- 北美、中东、俄罗斯是全球成品油三大净出口区域，分别贡献全球23%/16%/7%出口量。我国虽为成品油净进口国，但我国为汽柴煤油净出口国，仅其他油品为净进口国。俄罗斯炼油产能的全球名义占比虽有限，但成品油出口在全球贸易格局中占据重要地位，这也使得俄罗斯有效炼油产能收缩会对全球成品油贸易供给形成较大冲击。

图：全球炼能分布情况（百万桶/日）



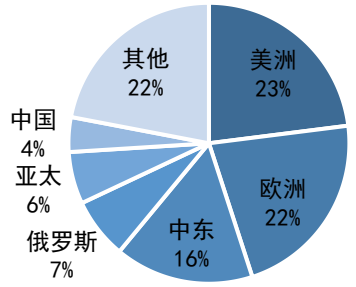
资料来源：OPEC、国信证券经济研究所整理

图：全球各区域原油加工量（百万桶/日）



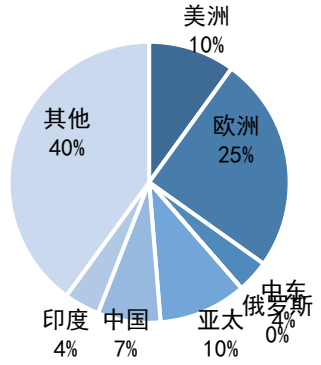
资料来源：OPEC、国信证券经济研究所整理

图：全球成品油出口占比



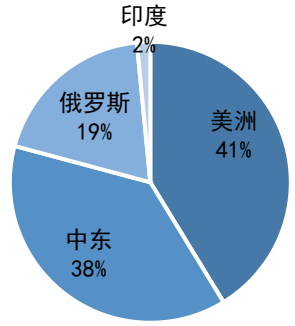
资料来源：OPEC、国信证券经济研究所整理

图：全球成品油进口占比



资料来源：OPEC、国信证券经济研究所整理

图：全球成品油净出口占比



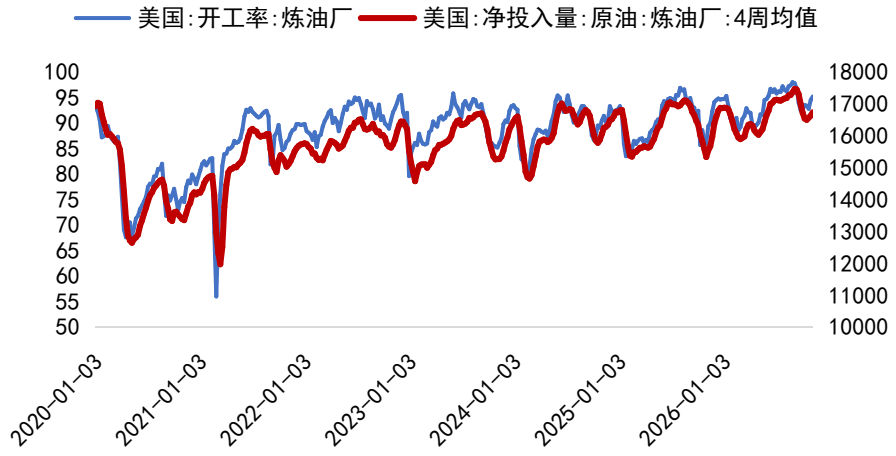
资料来源：OPEC、国信证券经济研究所整理

美国炼厂高负荷运行，备用能力与检修缓冲收窄

国信证券 GUOSEN SECURITIES

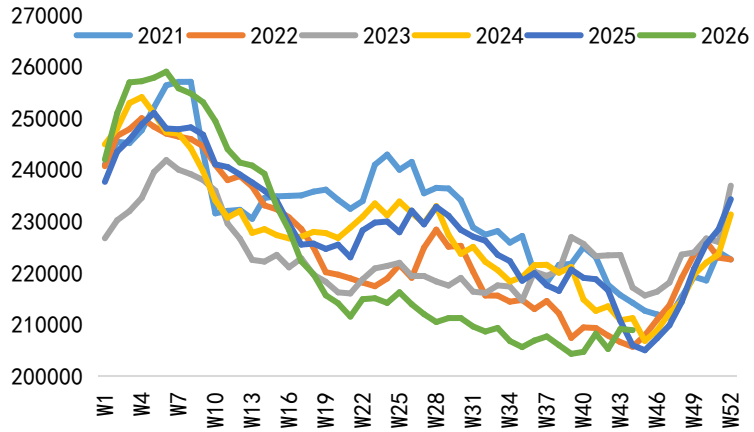
- 美国深加工装置与成熟出口体系，使其成为本轮燃料供应缺口的重要调节者。催化裂化、加氢裂化及焦化能力，支持炼厂加工中重质原油并生产较高比例的轻质产品。EIA统计，2026年三季度美国炼厂平均利用率为95%，加工量创2019年以来同期新高；5—9月平均利用率超过95%，为1998年以来这五个月的最高水平。但高利用率并不等于充足增产余量。美国由于监管审批严格、成本高昂等原因，1977年后无新增绿地炼厂，其炼油产能较2019年还有小幅回落，相同产能基数下持续高负荷运行，只能部分弥补海外供应损失。
- 库存端来看，根据wind数据，美国汽柴油库存分别为2.09/0.99亿桶，其中汽油旺季已过，汽油库存已回到近5年区间偏低水平；柴油需求旺季下，柴油库存持续下行，美国虽与俄罗斯达成柴油出口意向，但俄柴油实际到港情况仍需进一步核实。

图：美国炼厂开工负荷率（%）及原油投入量（千桶/日，右轴）



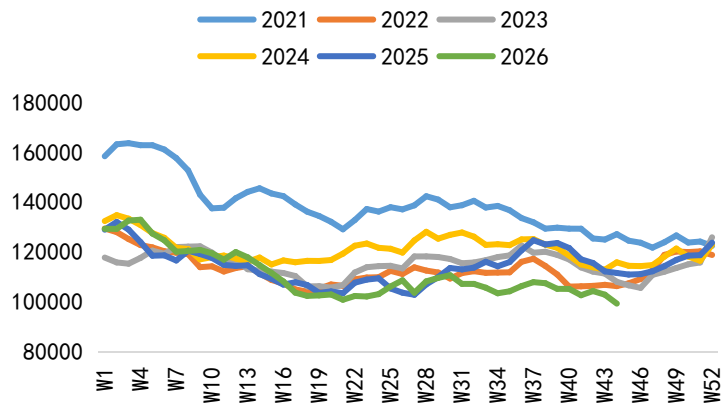
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图：美国汽油库存（千桶）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图：美国燃料油库存（千桶）



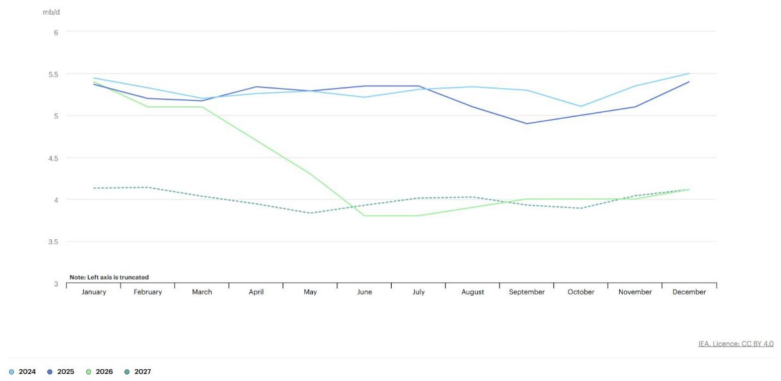
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

俄罗斯炼能短期内难以恢复，中东遭受外运受阻与设施受损双重约束

国信证券 GUOSEN SECURITIES

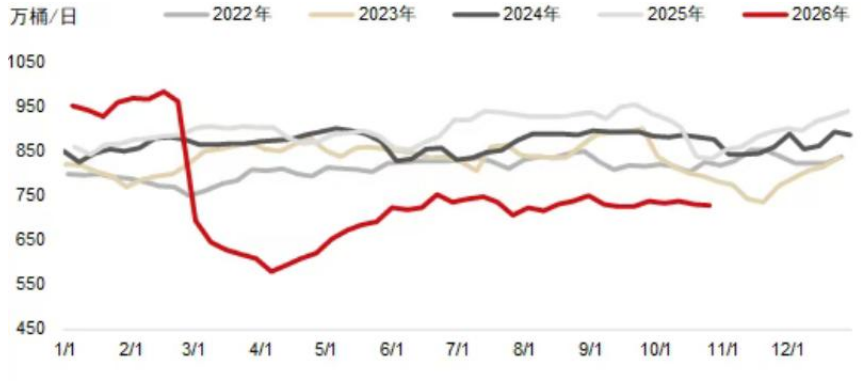
- 2024年起乌克兰开始打击俄罗斯炼厂，2026年袭击频次、强度进一步抬升。早期无人机袭击仅造成局部装置短时停工，现已升级为大范围持续性扰动，俄罗斯多数主力炼厂受损。根据Kpler、IEA数据，2021-2025年俄罗斯原油加工中枢约550万桶/日；受袭击冲击，2026年5月加工量回落至440万桶/日，6月降至420万桶/日，7 月一度下探至300万桶/日，仅为国内炼能的50%，创近年低位；8月修复至380万桶/日。IEA预计2026年剩余月份及2027年俄罗斯成品油产出中枢约400万桶/日。Kpler判断，伴随美俄柴油供应协议落地，乌克兰对俄炼厂袭击力度有所缓和；后续重点跟踪袭击变化，以及阿联酋俄美乌三方会谈进展。
- 中东供应受损既来自设施战损，也来自外运受限。根据Kpler与中信期货研究所数据，中东当前原油加工量维持700-750万桶/日区间震荡，仍低于近5年来区间。据Kpler、IIR Energy数据，中东战前原油加工量约980万桶/日，当前运行约730万桶/日，其中160万桶/日降幅由霍尔木兹海峡受阻影响，40万桶/日由于中度设施损毁情景减产，60万桶/日由于重度损毁情景减产。

图：2024-2027年俄罗斯原油加工量（百万桶/日）



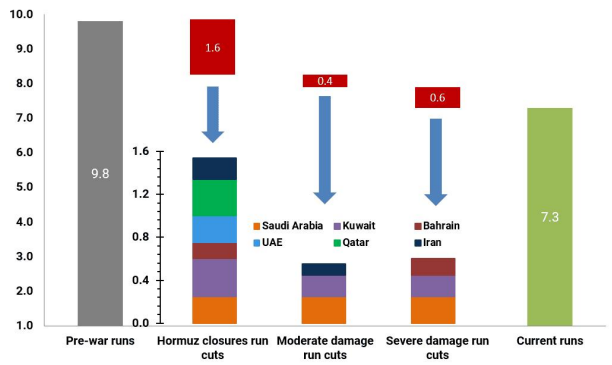
资料来源：kpler、IEA、中信期货研究所、国信证券经济研究所整理

图：2022-2026中东炼厂原油加工量（万桶/日）



资料来源：kpler、IEA、中信期货研究所、国信证券经济研究所整理

图：中东炼厂炼能下降因素及国家



资料来源：kpler、IEA、中信期货研究所、国信证券经济研究所整理

我国炼能向大型头部炼厂集中，中小炼厂逐步整合淘汰，全球“压舱石”地位显现

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- 隆众资讯统计，2025年中国原油一次加工能力约9.7亿吨/年；截至2026年8月，千万吨级以上炼厂38家，炼能占比57.49%。《石油天然气发展“十五五”规划》明确“减量置换、优化存量、严控新增”，推进“油转化”“油转特”“油转材”。总量控制并不意味着停止投资，而是将资本投入转向大型基地、装置更新与高附加值产品。
- 中国头部炼化基地的竞争力，不仅来自常减压规模，更来自炼油、芳烃、烯烃及下游材料之间的衔接。物料互供、公用工程共享和能源梯级利用，有助于降低中间环节成本；油品与化工原料流向调整，则增强应对道路燃料需求下降的能力。2018年以来国内大型

表：不同规模炼厂转型方向

炼厂分类	炼能	转型方向
小型炼厂	小于500万吨	基本不具备独立建设有规模效益乙烯、芳烃装置的资源条件，应以淘汰整合、集聚发展为主要方向，在严格淘汰落后能力的同时，推动一批小炼厂通过联合、重组、并购等多种方式进行整合优化、能力置换。
中型炼厂	500-1000万吨	初步具备通过流程调整组织出百万吨级乙烯或芳烃装置原料的条件，对于市场条件具备的企业，可通过优化和改造炼厂加工流程，优先考虑利用各种低价值副产轻烃、抽余油和市场压力较大的柴油等发展烯烃，油-烯一体化发展，带动提质增效和转型升级。也可考虑“特色炼油+特色化工”的精细一体化模式。
大型炼厂	大于1000万吨	资源量相对充足、具有较好的一体化优化条件，重点是提高开工率，发挥资源规模化利用优势，同时优化资源利用，减油增化、油-烯-芳一体化发展，优先考虑做大乙烯规模，并通过区域内或系统内调拨补充原料建设有规模竞争力的PX装置。结合所处区域条件优化下游产业链，高端化、差异化发展。

表：2025年我国千万吨级以上炼厂炼能

集团公司	企业	原油加工能力（万吨）
荣盛石化	浙江石化	4000
中国石化	镇海炼化	3800
	金陵石化	1950
	茂名石化	1800
	天津石化	1600
	上海石化	1600
	扬子石化	1400
	福建联合	1400
	广州石化	1320
	上海高桥	1300
	燕山石化	1300
	齐鲁石化	1000
	青岛炼化	1200
	海南炼化	1120
	九江石化	1000
	长岭炼化	1000
	中科炼化	1000
	洛阳石化	1000
中国石油	广东石化	2000
	云南石化	1300
	抚顺石化	1150
	兰州石化	1050
	华北石化	1000
	大连西太	1000
	辽阳石化	1000
	吉林石化	1000
	四川石化	1000
	独山子石化	1000
	广西石化	1000
	大庆石化	1000
中国海油	惠州石化	2200
	宁波大榭	1200
恒力石化	恒力石化	2000
裕龙石化	裕龙石化	2000
东方盛虹	盛虹炼化	1600
中国中化	泉州石化	1500
鑫海	鑫海化工	1400
盘锦北方沥青燃料有限公司	盘锦北方沥青	1270

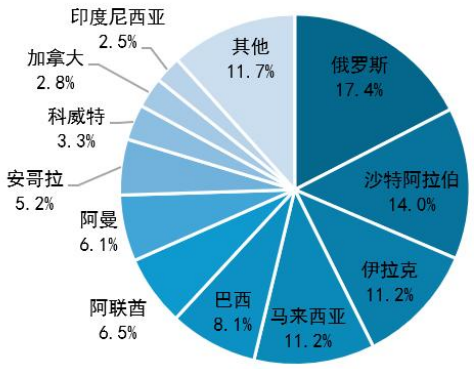
资料来源：《石化和化工行业“十四五”规划指南》、石油和化学工业规划院、中国化工信息中心、卓创资讯、隆众资讯、国信证券经济研究所整理

我国原油进口多元体系有效对冲海峡封锁冲击，炼厂开工负荷率回升

国信证券 GUOSEN SECURITIES

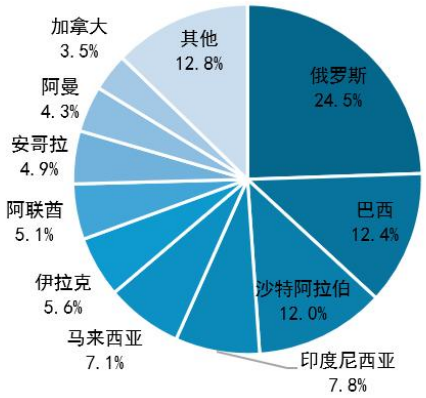
- 原油多元化采购是炼能稳定运行的关键因素。截至2026年10月我国原油累计进口4.00亿吨，同比下降15.10%，受霍尔木兹海峡封锁影响，节奏明显偏慢。按1-10月年化推算约4.80亿吨，较2025年的5.78亿吨将下滑16.91%。从我国原油进口国别来看，2025年全年进口的5.78亿吨来源覆盖49个国家，多元化体系已基本成型。其中俄罗斯1.01亿吨，占比17.4%连续居首；沙特8074万吨，占比14.0%；阿联酋3751万吨，占比6.5%；中东六国进口量合计2.44亿吨，整体占比约42.2%，区域集中度持续下行。2026年1-9月进口的3.58亿吨来源覆盖39个国家，其中俄罗斯8759万吨，占比24.5%连续居首；巴西4429万吨，占比12.4%超越沙特；沙特4312万吨，占比12.0%；中东六国进口量合计1.09亿吨，整体占比下滑至28.1%；巴西、印尼占比迅速提升。“俄油管道/长协+中东长协+东盟转口+拉美现货”构建出我国多元化采购体系，美伊冲突爆发后霍尔木兹海峡封锁带来的原油进口冲击以及供应中断风险被有效对冲。
- 伴随原油采购多元化体系逐步形成、部分炼厂检修完毕以及我国炼油综合生产毛利回正，我国主营炼厂及山东地炼开工负荷率自7月起企稳回升。根据卓创资讯，截至11月第二周，主营炼厂开工负荷率提升至75.3%，山东地炼开工负荷率为51.8%。

图：2025年我国原油进口来源占比

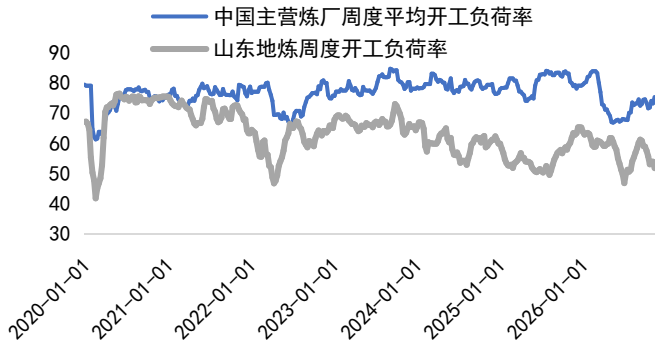


资料来源：卓创资讯，海关总署，国信证券经济研究所整理

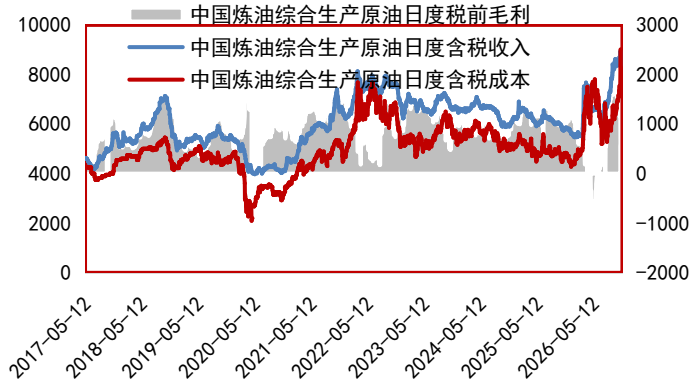
图：2026年1-9月我国原油进口来源占比



图：我国炼厂开工负荷率



图：我国炼油收入、成本、毛利（右轴）



资料来源：卓创资讯，海关总署，国信证券经济研究所整理

海外成品油价格价差维持高位，我国成品油出口充分受益

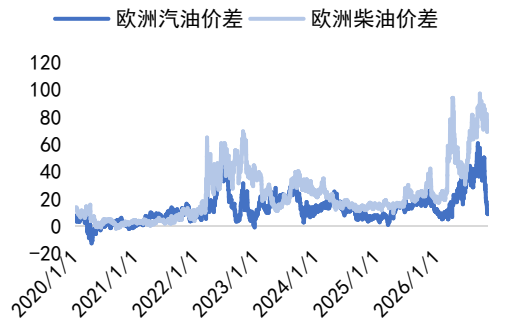
- 中东战争以来，受俄罗斯、中东炼厂损毁影响，海外成品油价差迅速走扩，其中柴油以其工业、农业以及取暖用途更为刚性，价差攀升更为极端，欧洲/美国/东南亚柴油2026年价差峰值分别为97/114/184美元/桶，近两月欧洲柴油价差分别为87/79美元/桶，美国柴油价差分别为104/99美元/桶。
- 以东南亚市场为例，2026年1-9月新加坡柴油价差分别为18/20/92/101/53/42/58/68/76/64美元/桶，考虑到生产加工费用后，按10月柴油价差均值测算，单吨柴油毛利润水平或超2000元。考虑到海外部分炼厂损毁影响或将延续，海外成品油价差或将维持高位，国内具备成品油出口配额企业有望由此充分受益。
- 我国成品油出口采取配额制度，2019年前为了化解炼化产能过剩压力，出口指标不断提高。“十四五”以来炼油行业调整力度不断加深，扭转了大量进口原油、出口成品油的情况，我国出口配额保持在年均约4000万吨出口体量，仍能在一定程度上缓解我国成品油产量过剩压力。根据金联创，2026年我国下发约4223万吨成品油出口配额，中石化获得1761万吨，中石油获得1374万吨，浙江石化为民营炼厂唯一获得成品油出口配额的企业，2026年获得346万吨出口配额。

表：我国成品油出口配额统计

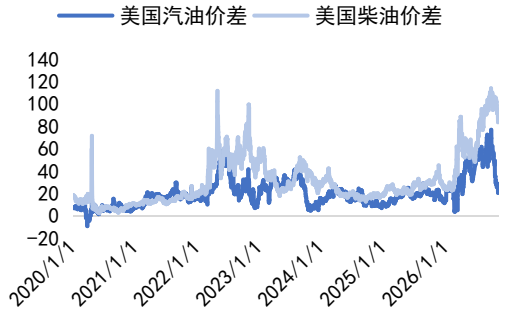
	2024	2025	2026
中国石化	1626	1579	1761
中国石油	1261	1285	1374
中国海油	357	343	298
中国中化	426	392.5	349
浙江石化	365	347	346
中航油	14	13	10
中国兵器	51	60	75
总计	**4100**	**4020**	**4223**

资料来源：卓创资讯，wind，金联创，国信证券经济研究所整理

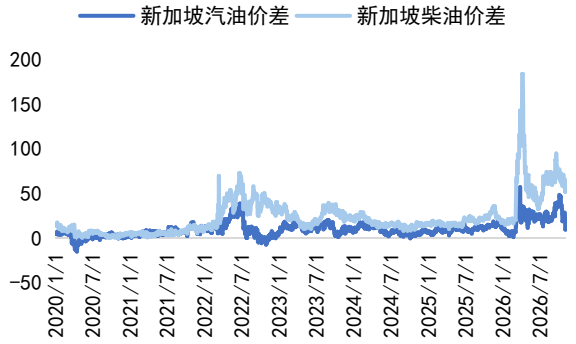
图：欧洲汽柴油价差（美元/桶）



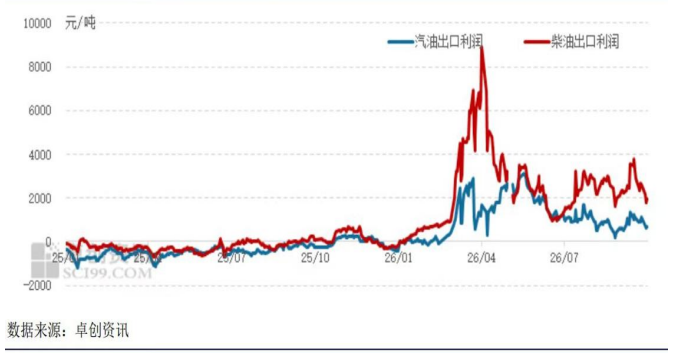
图：美国汽柴油价差（美元/桶）



图：新加坡汽柴油价差（美元/桶）



图：我国汽柴油出口利润（元/吨）



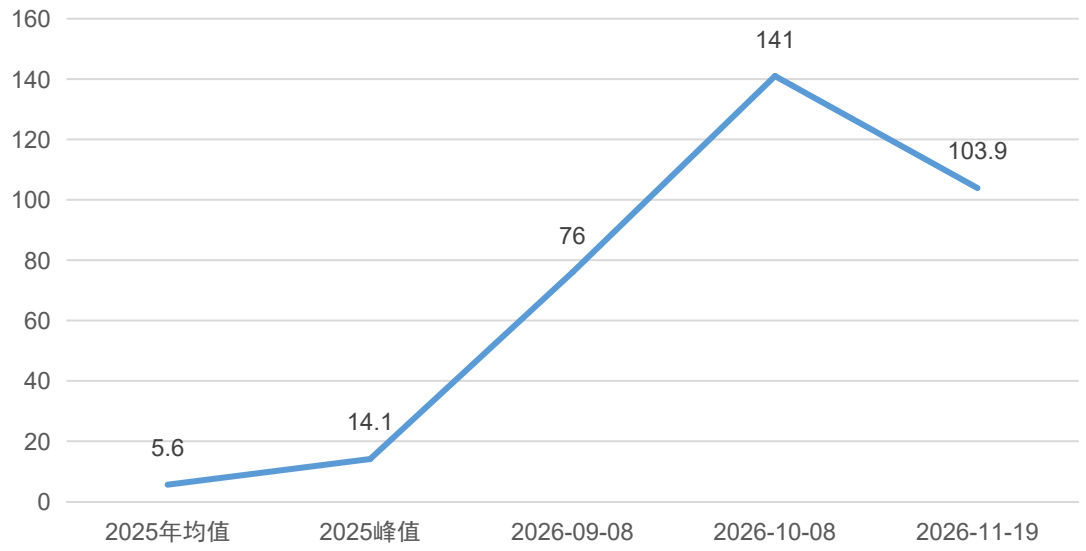
数据来源：卓创资讯

资料来源：卓创资讯，wind，金联创，国信证券经济研究所整理

海运费大幅影响炼化企业盈利，目前已出现适度回落

国信证券 GUOSEN SECURITIES

图：TD3C（中东—宁波）VLCC TCE，万美元/天

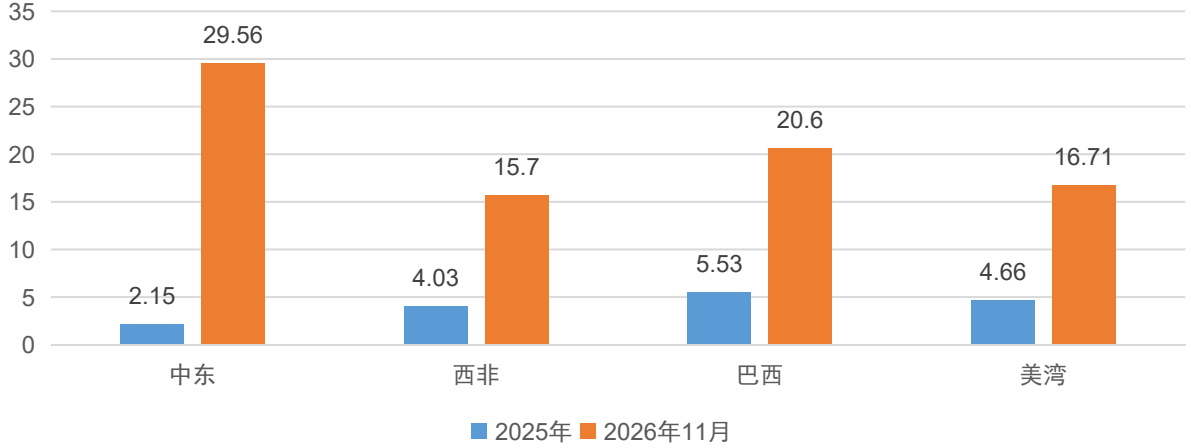


资料来源：上海航运交易所，Lloyd's List，海关总署，国信证券经济研究所整理

10月底周均运费130.4万美元/天，折合约32美元/桶，相当于布伦特油价的三分之一

11月地缘溢价退潮，运价出现明显回落，但仍高于2025年峰值7倍，2027年海运费的适度回落将缓解国内炼油炼化的成本压力

图：不同区域航线海运费价格对比，美元/桶



资料来源：上海航运交易所，Lloyd's List，海关总署，国信证券经济研究所整理

表：2025年1–11月中国原油进口来源（万吨，占比，同比）

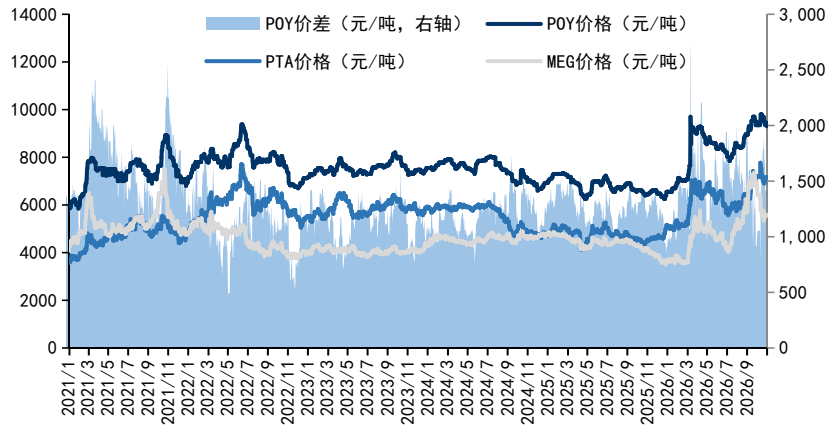
来源地区	进口量	占比	同比
中东6国	22,030	42.2%	-2.0%
西非6国	4,385	8.4%	+13.4%
巴西	4,168	8.0%	+21.6%
加拿大	1,399	2.7%	+74.2%
美国	229	0.4%	-73.8%

资料来源：上海航运交易所，Lloyd's List，海关总署，国信证券经济研究所整理

涤纶长丝：成本下行有望打开盈利修复窗口

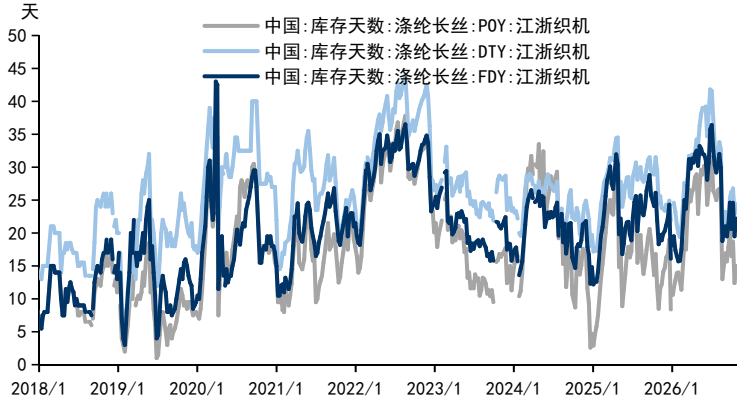
国信证券 GUOSEN SECURITIES

图：涤纶长丝POY(150D/48F)价格、价差（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：江浙织机涤纶长丝库存天数（天）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

01 **原油：中枢温和下移，成本压力缓释**

国际原油中枢价格重心回落，成本端率先受益；但OPEC+供给纪律与地缘扰动约束下行斜率，基准判断是“温和回落”而非失速。

02 **原料：PX/PTA/MEG扩张，利润向中下游让渡**

PX、PTA与MEG新增供给逐步兑现，中上游加工费维持低位，聚酯原料成本下降，为涤纶长丝环节留出价差空间。

03 **涤纶长丝：供给收敛与需求修复形成共振**

涤纶长丝新增产能增速回落，龙头检修与负荷调节更理性；纺织服装需求温和修复，开工与库存同步改善。

国际油价中枢下行，涤纶长丝的盈利友好情景

上游价格让利 → 中游加工费承压 → 下游长丝价差扩张、单吨盈利修复

基准情景下，盈利修复或呈“前低后稳、逐季改善”

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

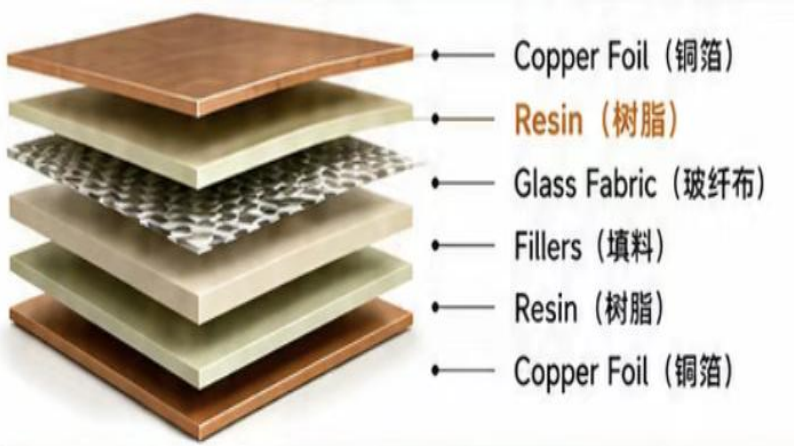
5 覆铜板(CCL)用新材料：AI硬件需求快速增长，国产化替代空间巨大

覆铜板是PCB核心中间产品，PCB多层化趋势明显

国信证券 GUOSEN SECURITIES

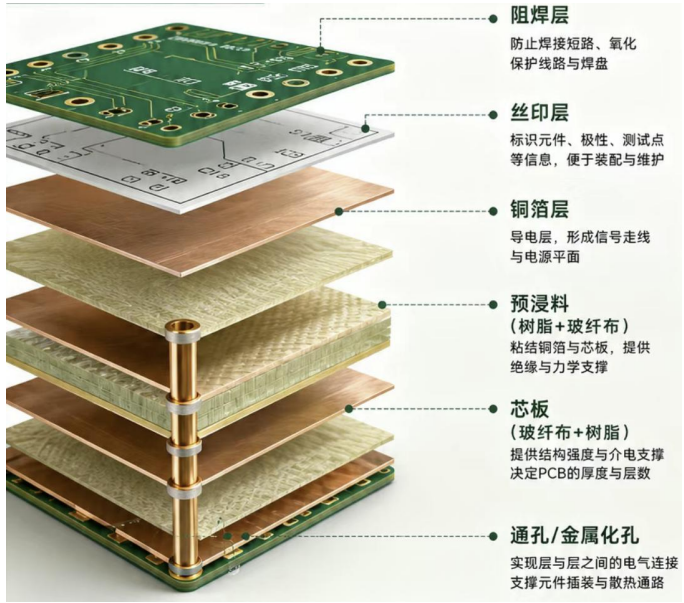
- 覆铜板(CCL)全称为覆铜箔层压板，是将增强材料浸以树脂，一面或两面覆以铜箔，经热压而成的一种板状材料，担负着印制电路板导电、绝缘、支撑三大功能，是制作印制电路板的核心材料。覆铜板作为PCB的核心中间产品，由玻纤布、树脂、填料和铜箔几部分构成。
- PCB 主要由覆铜箔板(Copper Clad Laminates，CCL)、半固化片(PP片)、铜箔(Copper Foil)、阻焊层(又称阻焊膜)(Solder Mask)组成。同时，为了保护表面裸露在外的铜箔，保证焊接效果，还需要对 PCB 进行表面处理，有时还要配以字符进行标识。
- PCB层数升级带来更高的信号密度与更低损耗，结构复杂程度大幅提升，CCL-PCB价值量显著提升。

图：覆铜板产品结构



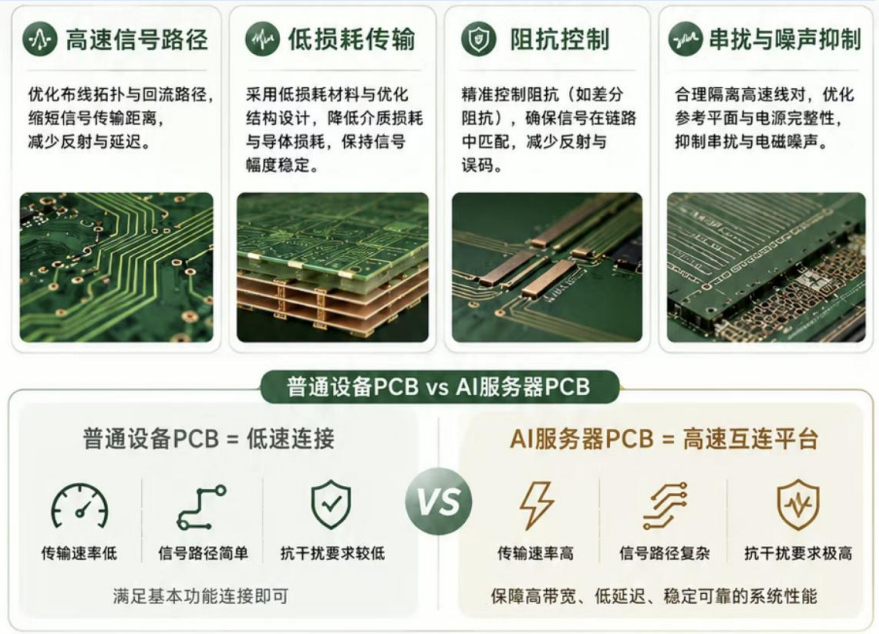
资料来源：投研视界 Infovest，国信证券经济研究所整理

图：PCB 结构示意图



资料来源：投研视界 Infovest，国信证券经济研究所整理

图：普通设备与AI服务器的PCB比较



资料来源：投研视界 Infovest，国信证券经济研究所整理

下游应用快速迭代，CCL材料体系需同步升级

国信证券 GUOSEN SECURITIES

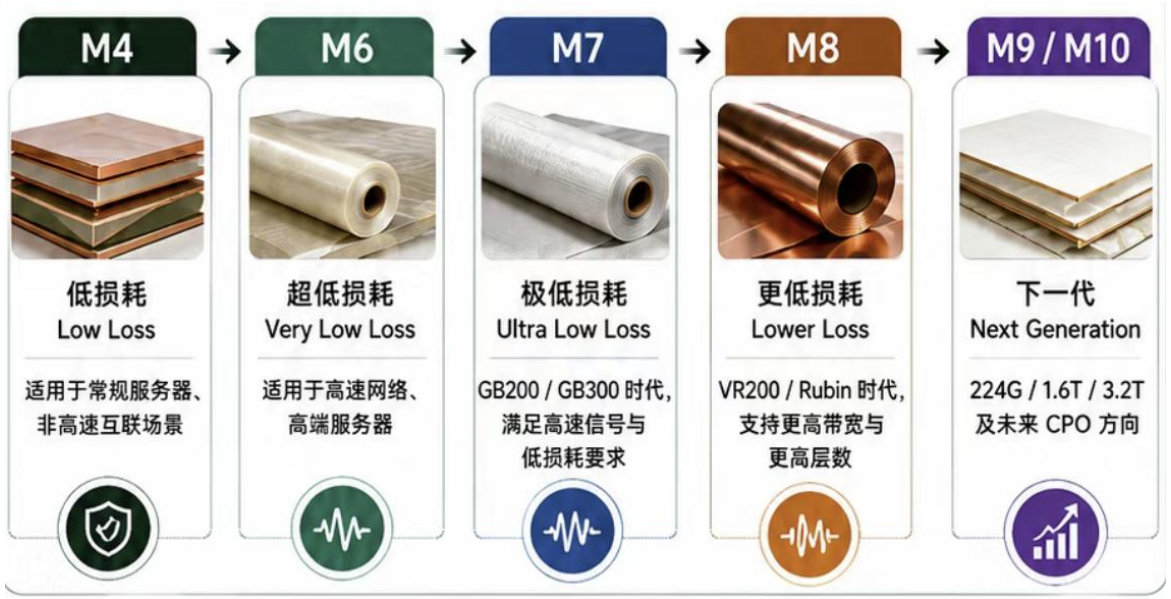
- AI服务器与普通服务器核心处理器方面结构差别较大，普通服务器中CPU为核心，AI服务器多采用CPU+GPU架构。AI服务器中GPU板组为相对于普通服务器的增量，从Vera Rubin服务器看，GPU板组主要包含主板(计算板)、中央背板、CX HDI子卡、CPX子卡和Switch交换板，这五部分都会应用到高端CCL。
- AI服务器对数据传输速度要求极高，需要实现信号的高速传递和低损耗，这就提升了对PCB的要求，目前英伟达Vera Rubin高端AI服务器中PCB已经使用M8和M9级别CCL，CCL材料体系大幅升级，需要电子树脂、电子布、铜箔等材料实现更低的介电常数（Dk）、更低的介电损耗（Df）。

图：PCB-CCL关键性能指标

指标	含义	定义 / 说明	对性能的影响
Dk	介电常数	材料储存电能的能力	决定阻抗与信号传播速度
Df	耗散因子	材料在高频下的能量损耗	决定信号传输损耗
Tg	玻璃化转变温度	由玻璃态转为高弹态的温度	决定耐热能力与温度稳定性
Td	分解温度	材料发生热分解的温度	决定长期高温下热分解稳定性
CTE	热膨胀系数)	温度变化时材料尺寸变化率	影响翘曲 Warpage 与孔可靠性

资料来源：投研视界 Infovest，国信证券经济研究所整理

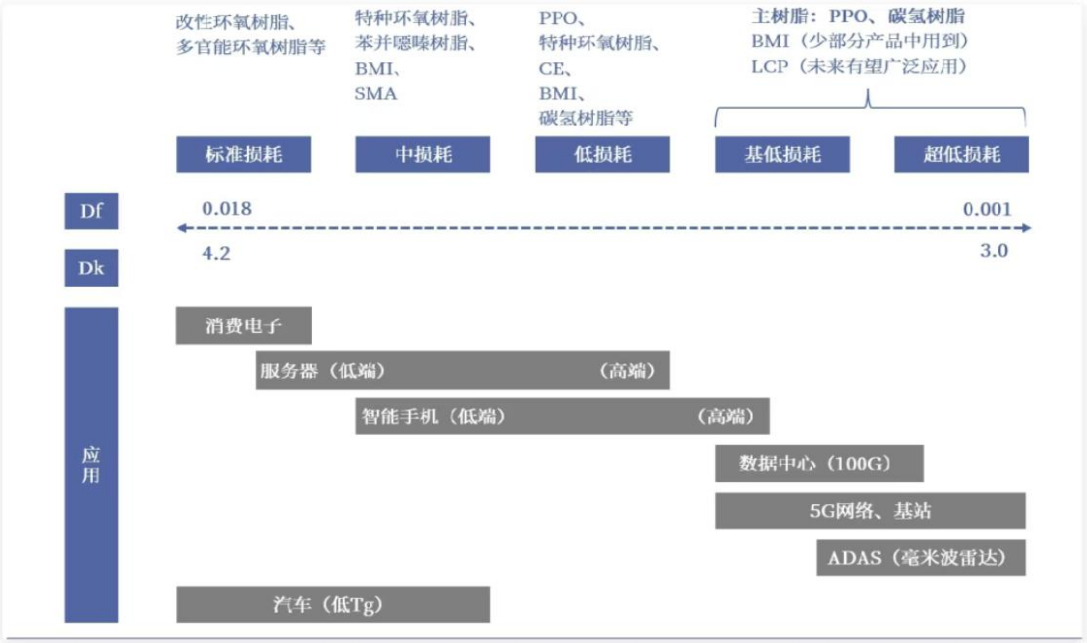
图：CCL材料等级升级路线



树脂对电性能影响重大，碳氢树脂有望快速放量

- **电子树脂是覆铜板制作材料中唯一具有可设计性的有机物。**覆铜板的理化性能、介电性能及环境性能主要由胶液配方决定，覆铜板胶液配方的主要组成包括主体树脂、固化剂、添加剂、填料、有机溶剂等；其中，主体树脂和固化剂用量最大。
- 碳氢树脂是分子结构中仅含有 C、H 两种元素的聚烯烃均聚物或共聚物，聚合单体通常为丁二烯、苯乙烯、二乙烯基苯、异戊二烯等化合物及其衍生物。从结构来看，由于聚合物分子链中 C-H 的极性较小及具有较低的交联密度，树脂呈现优异的低介电（Dk～2.0-2.8）、低损耗性能（Df<0.005）和极低的吸水性，有望随M8、M9级覆铜板推广而快速放量。

图：不同电子树脂种类的应用



资料来源：中国玻璃纤维工业协会，投研视界 Infovest，国信证券经济研究所整理

图：电子树脂体系升级图



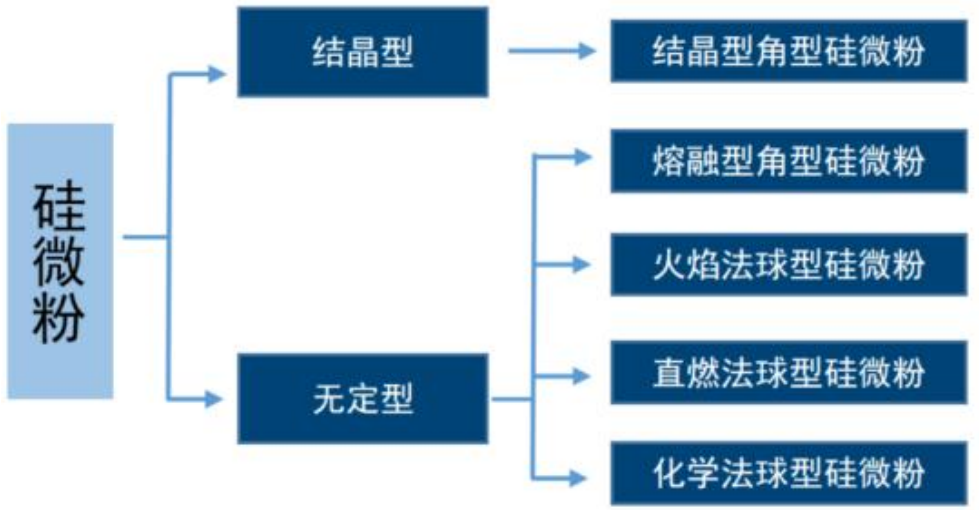
资料来源：中国玻璃纤维工业协会，投研视界 Infovest，国信证券经济研究所整理

硅微粉作为填料提高覆铜板机械强度与散热性

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- 填料可以显著改善PCB的散热性、力学性能和尺寸稳定性。硅微粉具有高耐热、高绝缘、低线性膨胀系数、导热性好、介电常数和介电损耗低等优良特性，是目前覆铜板行业应用的主流填料。
- 硅微粉主要成分为二氧化硅，按晶型，硅微粉包含结晶型和无定型两类；按照形态，硅微粉可分为角形硅微粉以及球形硅微粉。球形硅微粉的制备技术主要分为物理法和化学法两大类。物理法包括火焰熔融法、等离子体法等，化学法包括溶胶-凝胶法等。

图：硅微粉分类



表：联瑞新材代表产品硅微粉技术指标

项目	结晶硅微粉	熔融硅微粉	球型硅微粉
颗粒形貌	不规则角形	不规则角形	球形
密度	2.65×10^3 kg/m3	2.20×10^3 kg/m3	2.20×10^3 kg/m3
莫氏硬度	7	6.5	6.5
介电常数	4.65（1MHz）	3.88（1MHz）	3.88（1MHz）
介质损耗	0.0018（1MHz）	0.0002（1MHz）	0.0002（1MHz）
线性膨胀系数	14×10^{-6} 1/K	0.5×10^{-6} 1/K	0.5×10^{-6} 1/K
热传导率	12.6 W/（m·K）	1.1 W/（m·K）	1.1 W/（m·K）

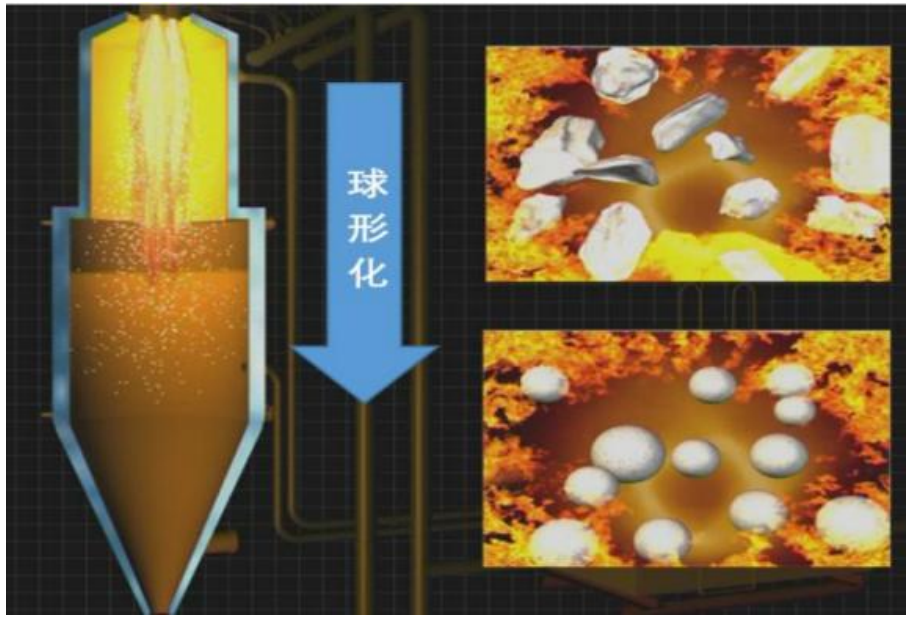
资料来源：沈王强，任念祖，叶俊良，等. 球形硅微粉的制备与表面改性技术研究进展[J]. 中国粉体技术，2025，31（4）：53-65，联瑞新材公告，国信证券经济研究所整理

为满足高阶覆铜板需求，球形硅微粉不断迭代

国信证券 GUOSEN SECURITIES

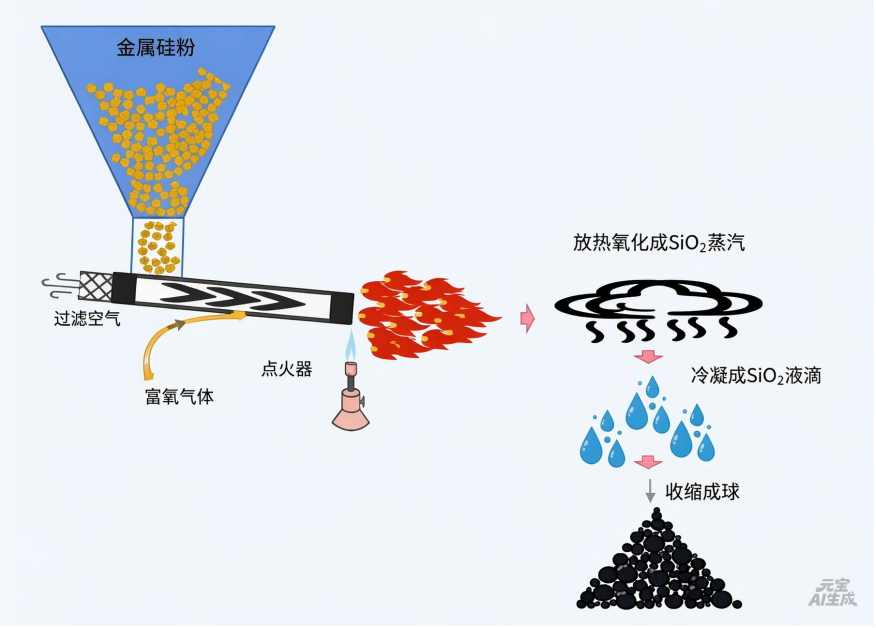
- 球形硅微粉作为填料时，堆积更紧密，从而提高流动性和堆积密度，还能更均匀地分散在基体材料中，且可以更好地与基体材料的界面结合。此外，球形硅微粉具有导热系数大、线性热膨胀系数小、介电性能优异等特征最近硅微粉发展的重点。
- 目前球形硅微粉主要有三种技术路径，即火焰法球形硅微粉，直燃/VMC 法球形硅微粉和化学法球形硅微粉，性能和单价依次上升。
- 火焰法球形硅微粉是以精选的角形硅微粉作为原料，通过火焰法加工成球形的二氧化硅粉体材料。直燃球化为在氧气中点燃金属硅粉末，通过反应形成的二氧化硅气体冷却凝结为球形状态的二氧化硅颗粒。化学合成法用通过硅烷水解反应生成球型硅微粉。

图：火焰球型硅微粉工艺图示



资料来源：联瑞新材招股说明书，雅艺新材招股说明书，国信证券经济研究所整理

图：直燃法球型硅微粉工艺



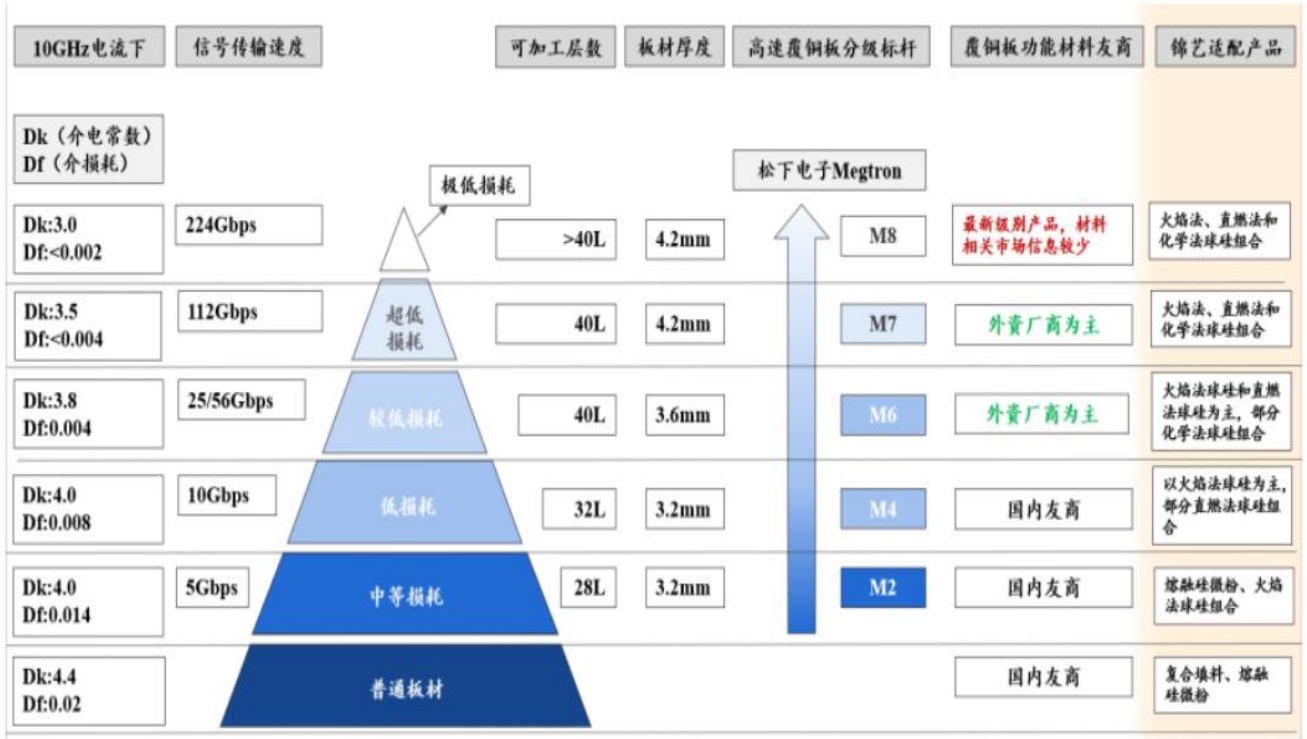
资料来源：联瑞新材招股说明书，雅艺新材招股说明书，国信证券经济研究所整理

硅微粉价值量快速提升，国产替代空间巨大

国信证券 GUOSEN SECURITIES

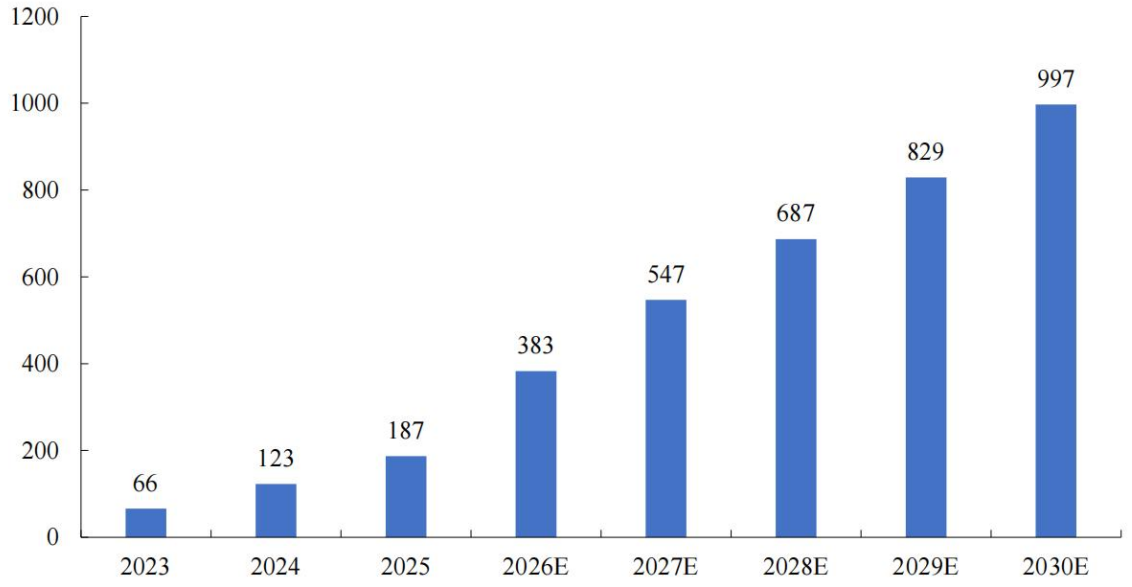
- **球形硅微粉粒径减小：**通常来看，M6级覆铜板采用球硅，M7级覆铜板采用普通球硅+亚微米级球硅，M8级覆铜板采用亚微米及球硅，M9级覆铜板采用纳米级球硅。硅微粉粒径的减小，同样要求制备工艺的进步，硅微粉单位价值量提升明显。
- **填充量增加：**硅微粉主要作用是提升CCL散热水平，随着芯片功率的提升，CCL中硅微粉添加比例也有一定提升。
- **国产化率有较大提升空间：**此前球形硅微粉的生产主要由日本企业垄断，但近期国内头部企业技术快速突破，产能稳步建设，有望大幅提高高端硅微粉材料的产量。

图：硅微粉技术迭代路径



资料来源：锦艺新材招股说明书，Prismark，国信证券经济研究所整理

图：全球高等级高速覆铜板用球形硅微粉市场规模



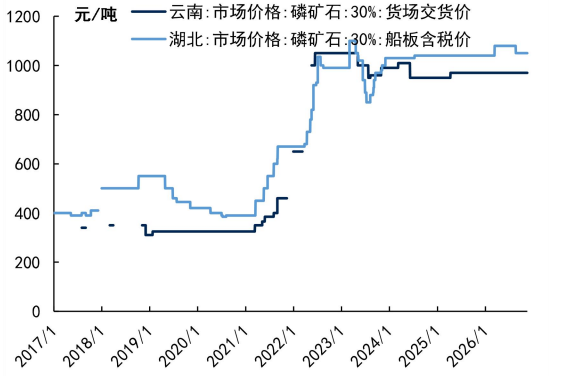
资料来源：锦艺新材招股说明书，Prismark，国信证券经济研究所整理

6 磷复肥：磷矿石紧平衡格局延续，磷复肥盈利水平有望修复

磷矿石：价格高位坚挺，供给增速回落

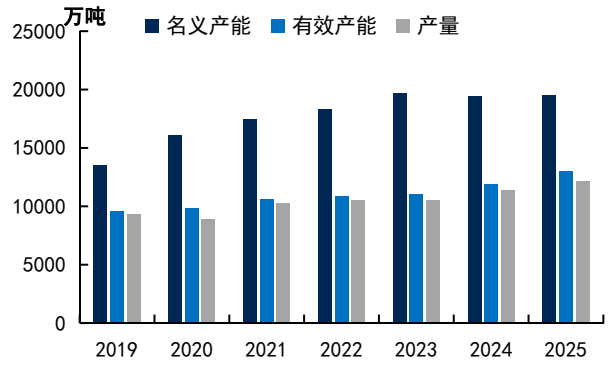
- **磷矿石2026年价格延续高位坚挺。**截至11月15日，云南30%货场交货价970元/吨、湖北30%船板含税价1050元/吨，较2020年初约325元的低点上涨逾两倍。2022年冲高至1050元附近后，2023-2026年始终在950-1050元高位窄幅震荡，价格中枢系统性抬升，反映资源端供给约束的常态化。
- **支撑高价的根本逻辑是供给收缩，且增速回落是资源禀赋与政策约束双重挤压的结果。**从产能结构看，磷矿石名义产能约1.9亿吨，有效产能仅约1.3亿吨，产量约1.2亿吨，名义产能中有超过三成长期无法有效释放，受品位、环保安全条件与采矿权证状态约束，并不构成真实供给，产能利用率长期偏低。更关键的是，新增产能的投放节奏与达产进度普遍低于预期，规划产能不等于实际产量是磷矿供给的常态。产量上，2020-2025年磷矿石产量由8893万吨增至12147万吨，连续五年正增长，但2026年累计同比由年初的+14.8%逐月回落至9月的-1.0%，8月当月产量同比大幅下降27.6%，全年增速由正转负基本确立。供给增速回落可能由于：1）资源品位持续下降，国内磷矿平均品位仅16%-17%、九成以上为中低品位矿，品位高于30%的富矿储量不足一成，湖北30%品位原矿已基本枯竭、主流回落至24%附近，开采向深部竖井延伸、单位成本刚性上行；2）安全环保与安监趋严，长江经济带“三磷”整治常态化、湖北矿山由284家压减至145家，2026年5月湖北龙蟒白竹磷矿冒顶事故（1死1轻伤）后全国矿山检查铺开，5-7月湖北、四川、云南矿山集中停产减产，阶段性产出收缩显著；3）总量管控法定化，2019年起磷矿实施开采总量控制，2026年6月《矿产资源法实施条例》将其列入战略性矿产目录，实行探产供储销全链条统筹管理，矿业权审批权限上收，供给无法快速放量。

图：磷矿石价格走势



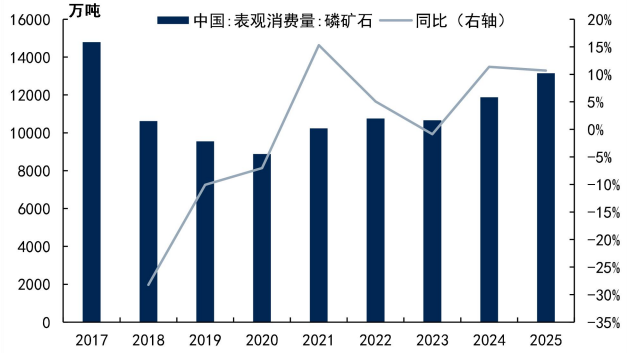
资料来源：Wind、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：磷矿石名义/有效产能与产量



资料来源：Wind、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：磷矿石表观消费量



资料来源：Wind、百川盈孚、国家统计局，国信证券经济研究所整理

磷矿石：磷化工产业链核心

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **磷化工产业以磷矿石为核心基础原料**，主要通过湿法或热法工艺加工制成磷酸，再与其他化学原料进一步反应生成磷肥、磷酸盐等各类化工产品，最终广泛应用于农业、医药、食品、纺织等多个行业。磷矿石主要以磷酸盐形态存在，作为磷产业链的核心矿产原料，是磷化工行业的立业根基。2016年，我国出台《全国矿产资源规划（2016-2020年）》，首次将磷矿石与石油、天然气等24种矿产资源一同纳入战略性矿产目录。鉴于磷化工企业对资源的强依赖性，且磷矿石具备不可替代、不可再生的特性，核心原料磷矿石的供给情况对整个磷化工产业链的发展起着决定性作用。

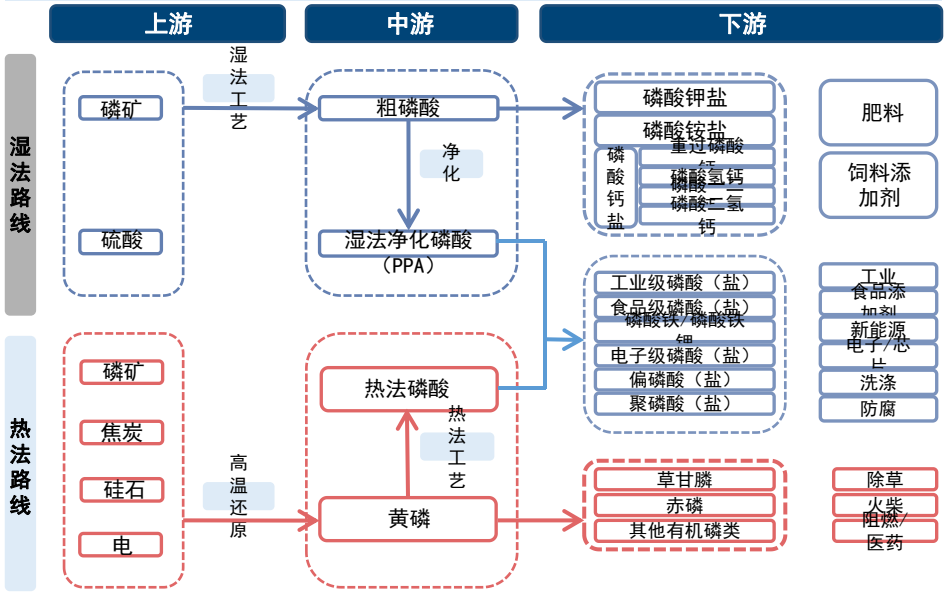
- **中国以全球不足5%的储量支撑近半产量，资源保障压力突出，稀缺属性持续强化。**据美国地质调查局（USGS）2026年《矿产资源摘要》数据，2025年全球磷矿经济可采储量约730亿吨，其中摩洛哥以500亿吨占比68.5%，但受本土化工产业链薄弱制约，产量仅占全球14.4%；中国储量仅34亿吨、占全球4.7%，却以1.1亿吨商品矿产量贡献了全球44%的供给，储采比约31年，资源开发强度远超全球平均。资源禀赋上，中国磷矿整体平均品位仅17%，90%以上为中低品位矿，品位高于30%的富矿占比不足10%，可采储量平均品位亦不足23%，显著低于全球30%的平均水平。

表：全球主要磷矿产出地区储量、产量及储采比

	全球	摩洛哥	中国	埃及	俄罗斯	沙特	约旦	美国	其他国家
储量（亿吨）									
2025年	730	500	34	28	24	10	8.2	10	115.8
2025年储量占比（%）	**100**	**68.5**	**4.7**	**3.8**	**3.3**	**1.4**	**1.1**	**1.4**	**15.9**
产量（亿吨）									
2022年	2.28	0.3	0.93	0.05	0.14	0.09	0.11	0.2	0.46
2023年	2.33	0.32	1.05	0.05	0.13	0.1	0.12	0.2	0.36
2024年	2.39	0.35	1.05	0.05	0.14	0.1	0.12	0.19	0.39
2025年	2.5	0.36	1.1	0.06	0.14	0.1	0.12	0.2	0.42
2025年产量占比（%）	**100**	**14.4**	**44**	**2.4**	**5.6**	**4**	**4.8**	**8**	**16.8**
储采比									
2025年	292	1388.9	30.9	466.7	171.4	100	68.3	50	275.7

资料来源：百川盈孚，美国地质调查局，国信证券经济研究所整理

图：磷化工产业链



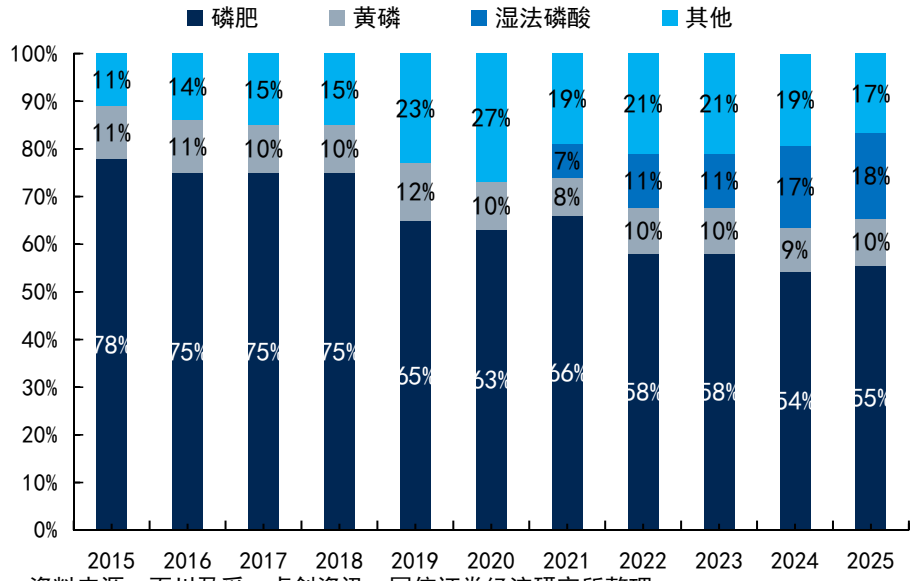
资料来源：百川盈孚、卓创资讯，国信证券经济研究所整理

磷矿石：供给刚性约束，需求结构升级

国信证券 GUOSEN SECURITIES

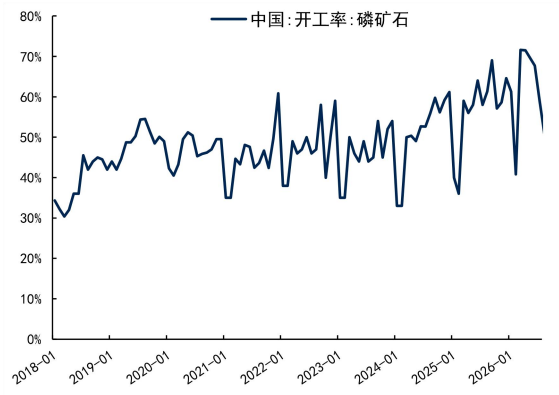
- **磷矿供给紧平衡逻辑持续夯实。**开工率层面，2026年国内磷矿石开工率先扬后抑，上半年攀升至72%高位，5月主产区安全事故后全国矿山安全整治铺开，开工率快速回落；全年运行区间约30%-72%，政策约束下供给弹性持续受限。2026年一季度产量高于2020-2025年同期，3-4月触及年内高点，6月起逐步回落，8-9月已低于2024、2025年同期水平，全年产量增速由正转负。进口方面，国内磷矿进口量2018-2022年常年维持个位数万吨，几乎可忽略；2023年起进口量增至百万吨级，2024年达207万吨峰值，2025年小幅回落至172万吨，进口依存度仍不足2%，体量有限，难以扭转国内供给紧平衡格局。
- **需求端结构持续优化，从单一磷肥驱动转向多元支撑。**传统磷肥仍是第一大下游，但占比呈趋势性下行，从2015年的78%降至2025年的55%；黄磷需求占比长期稳定在10%左右湿法磷酸及新能源相关需求快速扩容，占比分别提升至18%、17%，磷酸铁锂等新能源材料成为核心边际增量。供给收缩刚性与需求结构升级，是磷矿石价格坚挺的核心支撑。

图：国内磷矿石下游消费结构



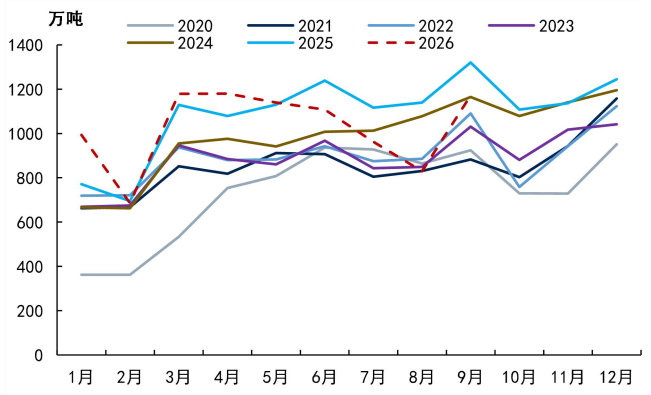
资料来源：百川盈孚、卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图：磷矿石开工率



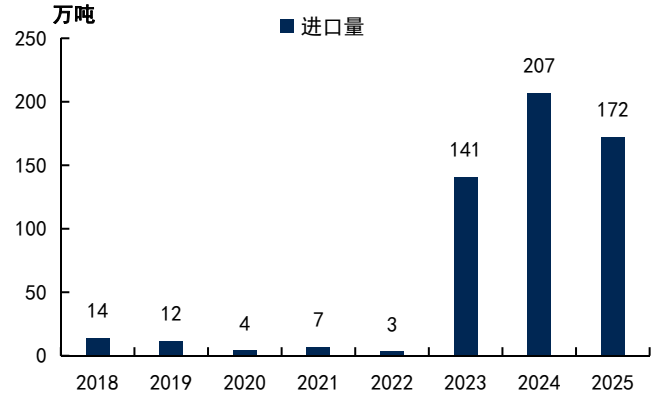
资料来源：Wind、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：磷矿石月度产量



资料来源：Wind、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：磷矿石进口量



资料来源：Wind、国家统计局，国信证券经济研究所整理

磷肥：成本压力缓解，盈利边际修复

- **2026年磷肥行业经历了深度亏损后逐步修复的过程。**截至11月13日，磷酸一铵市场参考价3689元/吨、磷酸二铵4300元/吨，价格虽较2025年同期小幅波动，但盈利端压力承压。一铵价差在2026年7月一度跌至-1939元/吨、二铵价差跌至-2524元/吨，行业陷入深度亏损；此后随着原料硫磺、合成氨价格回落与肥价企稳，11月13日价差收窄至-678元/吨、-581元/吨，亏损幅度明显收敛。成本方面，磷肥的主要原料磷矿石、硫磺、合成氨中，硫磺价格在2026年呈现剧烈冲高回落走势。年初国内硫磺参考价格约3687元/吨，受中东地缘冲突引发的海外供应扰动推动，6月一度冲高至10685元/吨的年内峰值，大幅挤压磷肥环节利润；随后伴随供应边际缓解逐步回落，截至11月16日已回落至4879元/吨，磷肥盈利大幅修复，但仍处于较低分位。
- **磷肥供需两端均承压。**供给端，国内磷酸一铵、磷酸二铵产能长期过剩，开工率维持在四成上下。2026年一铵开工率多数月份仅40%左右、9月为39.7%，企业以销定产、主动控产成为常态；需求端，国内农业需求进入平台期，出口则受政策制约。
- **库存高位累积。**库存方面，磷酸一铵工厂库存2026年维持高位，市场库存同步累积，反映下游拿货意愿不足、产销衔接不畅，高库存反过来压制企业提价与开工的意愿。
- 展望2027年，磷肥的修复节奏取决于三点：一是出口政策的边际变化，若法检口径放松或海外价格走强，出口弹性可能释放；二是上游硫磺成本能否延续回落，为磷肥让渡利润空间；三是国内磷肥产能的进一步出清，落后产能退出有望改善供需格局。我们判断磷肥盈利大概率已在2026年三季度见底，2027年中枢有望温和修复，但受制于产能过剩与需求平淡，修复的幅度相对有限。

图：磷酸一铵价差及原料价格



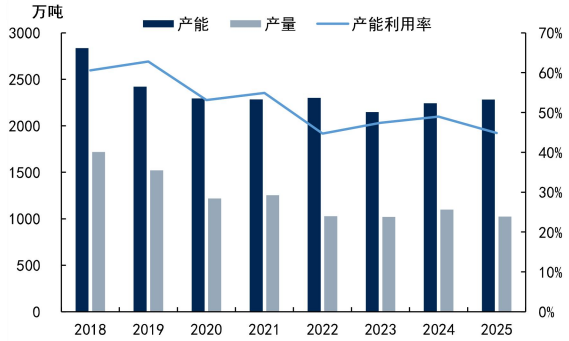
资料来源：Wind、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：磷酸一铵市场/工厂库存



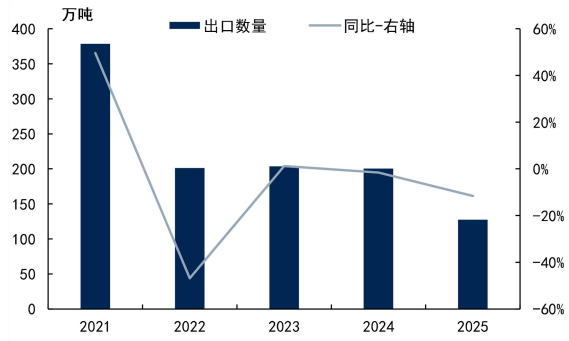
资料来源：Wind、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：磷酸一铵产能、产量及利用率



资料来源：Wind、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：磷酸一铵出口量及同比



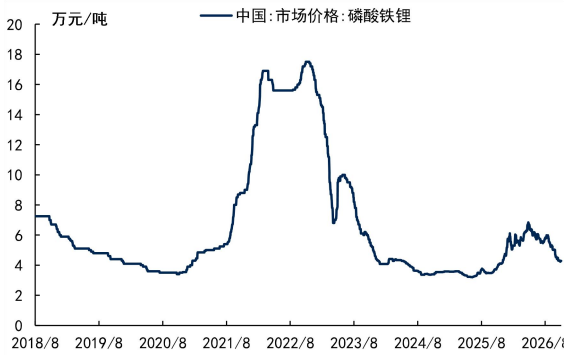
资料来源：Wind、国家统计局，国信证券经济研究所整理

磷酸铁锂：景气回升开工高位，利润改善空间仍存

国信证券 GUOSEN SECURITIES

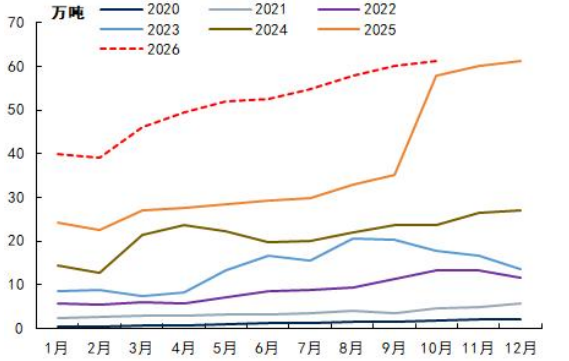
- **新能源材料是磷化工产业链中成长性最强的环节，2026年呈现量增价稳、景气回升的特征。**2024-2025年磷酸铁锂价格低位盘整，2026年阶段性反弹至6万元/吨以上，截至11月17日回落至4.2万元/吨；磷酸铁价格2026年反弹至1.6万元/吨以上。2021年至今价格的大起大落，本质上是前期产能大幅投放后的供需再平衡过程。
- **行业产量与开工率持续走高。**磷酸铁锂月产量由2025年初约26万吨回升至2026年10月的61万吨，磷酸铁由约22万吨回升至48万吨；开工率方面，磷酸铁锂由约53%回升至87%，磷酸铁由约58%回升至89%，均创近三年新高，下游需求实质回暖。需求强劲主要来自新能源汽车与储能的双重驱动，磷酸铁锂在动力电池中的装车占比持续提升，储能需求高增，共同支撑了正极材料环节的高开工。
- **需求的结构性变化是量增的根本支撑。**动力领域，磷酸铁锂凭借成本与安全优势，在动力电池装车中的占比持续领先三元体系，成为主流技术路线；储能领域，2026年新型储能装机延续高增长，储能电池对磷酸铁锂的采购放量，构成了第二增长曲线。供给端则经历了一轮剧烈的产能扩张与出清，2022-2023年行业盈利高峰吸引大量资本涌入，磷酸铁、磷酸铁锂产能快速扩张，随后价格与盈利深度回调，一批缺乏成本与技术优势的企业退出，行业集中度向头部企业提升。需求放量与产能出清共同作用，形成当前量增价稳的格局。
- **利润改善仍有空间。**据百川盈孚，当前磷酸铁锂行业单吨毛利约600元、磷酸铁约3060元，扣除折旧与费用后多数企业仍处微利甚至盈亏平衡。展望2027年，随着产能扩张趋缓、落后产能出清，供给格局有望边际改善；但下游电池环节价格竞争向上游传导，材料端盈利的实质修复仍需等待。

图：磷酸铁锂价格走势



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：磷酸铁锂月度产量



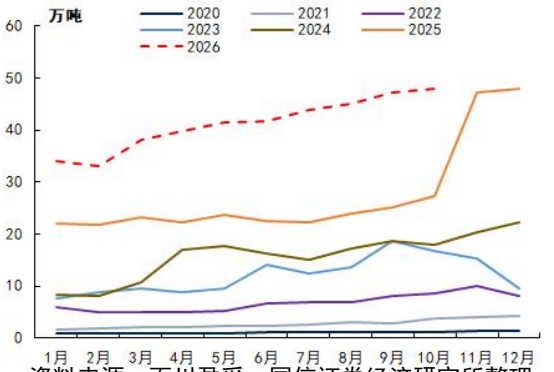
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：磷酸铁价格走势



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：磷酸铁月度产量



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

复合肥：2027年利润修复强于收入增长

国信证券 GUOSEN SECURITIES

1 原料：2027年氮肥、磷肥、钾肥价格适度同步下行

世界银行预测2027年国际尿素、磷酸二铵、氯化钾价格分别下降15.9%、18.1%、9.4%

国内尿素新增产能继续释放，2027年供需差扩至186万吨

2 需求：从高价抑制转向可负担性修复

协会重点企业销量由2026年4130万吨增至2027年4300万吨，超强厄尔尼诺或延续至2027年2月，全球粮价中枢上移，农户种植收益修复

3 盈利：原料跌、肥价稳的剪刀差盈利修复

原料占复合肥成本85-90%，2027年原料成本降6.8%，出厂价仅降3.1%

单吨毛利由2026年235元修复至2027年310元，同比+32%

4 复合化率：不足50%的长期空间

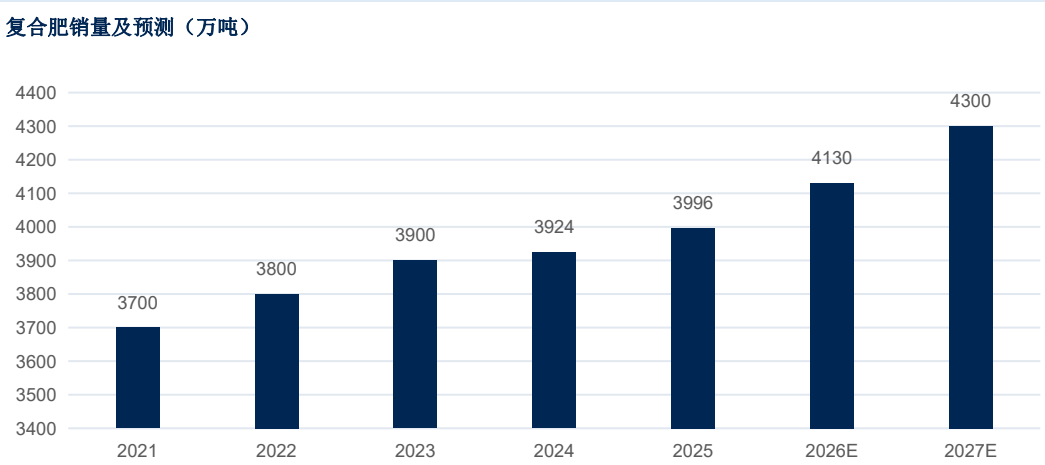
国内复合化率约45-50%，发达国家70-80%，每年提升约1个百分点每提升1个百分点对应约200万吨复合肥需求增量

图：2026—2028年行业关键指标

核心指标	2025A	2026E	2027E	2028E
协会销量（万吨）	3996	4130	4300	4450
销量增速	1.8%	3.4%	4.1%	3.5%
单吨毛利（元）	315	235	310	340
产能利用率	25.5%	27.0%	28.0%	29.0%

资料来源：世界银行、中国磷复肥工业协会、卓创资讯、农业农村部、中国磷复肥工业协会，国信证券经济研究所整理

图：复合肥销量及预测（万吨）



资料来源：世界银行、中国磷复肥工业协会、卓创资讯、农业农村部、中国磷复肥工业协会，国信证券经济研究所整理

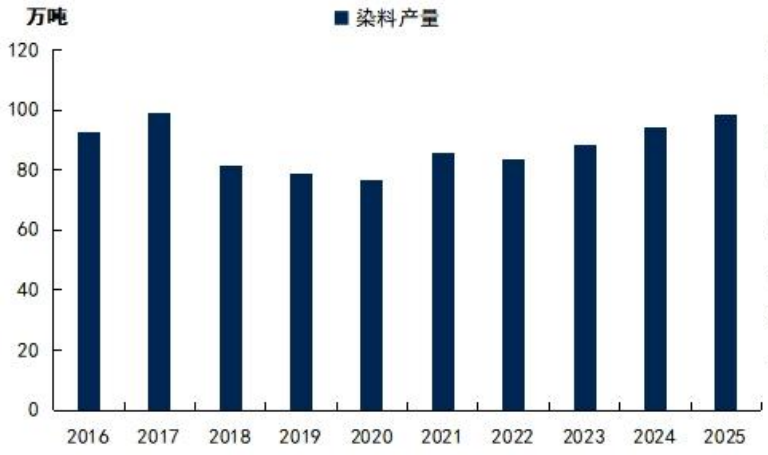
7 染料：安全环保政策趋严，染料价格中枢有望长期上移

分散染料与活性染料是核心品种，中国染料产量占全球70%以上

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **分散染料与活性染料是我国主要的两大染料类别。**我国可生产的染料品种超过1200个，每年生产的品种有700多个，品种超过100个的有分散染料、活性染料和酸性染料。据中国染料工业协会数据，2025年我国染料产量为98.3万吨，其中分散染料产量46万吨，占比约47%，2021-2025年产量年均复合增速为4.1%；活性染料产量30.8万吨，占比约 31%，2021-2025年产量年均复合增速为4.2%。
- **近十年我国染料产量先下降后平稳增长，"十四五"时期增产不增收不增利。**2021年以来我国染料产量开始回升，据中国染料工业协会，2025年我国染料总产量为98.3万吨，2021-2025年的年均复合增速为3.5%。2021-2025年，我国染料行业工业总产值由699.3亿元下降至571.2亿元，年均复合增速为-4.9%，销售收入由641.5亿元下降至499.3亿元，年均复合增速为-6.1%，利润（税）总额由95.4亿元下降至50.1亿元，年均复合增速为-14.9%，反映了阶段性供需失衡、产品结构偏中低端等矛盾。
- **中国染料产量已经占据全球总产量的70%以上。**随着发达国家环保政策的趋严，全球染料行业自欧美发达国家向亚洲发展中国家迁移，中国、印度等发展中国家染料工业迅速崛起，成为全球染料业生产基地，目前中国染料产量已经占据全球总产量的70%以上。

图：2016-2025年中国染料产量



资料来源：百川盈孚、中国染料工业协会，国信证券经济研究所整理

图：2016-2025年中国染料行业工业产值



资料来源：百川盈孚、中国染料工业协会，国信证券经济研究所整理

表：染料分类与简介

染料类型	简介	下游应用
分散染料	水中溶解度很低，在染液中呈现分散状态，经分散染料印染加工的化纤纺织品色泽艳丽，耐洗牢度优良。	涤纶、锦纶、醋纤
活性染料	含有活性基团与纤维发生共价键结合，具有颜色鲜艳，均染性好，染色方法简便，染色牢度高，色谱齐全和成本较低等特点。	棉麻、粘纤
硫化染料	以硫化碱溶解的染料，碱性强，色谱较齐，价格低廉，色牢度好，但色光不够鲜艳。	棉、麻
还原染料	色牢度好，但不易均匀染色，	棉、涤棉混纺等
酸性染料	含有磺酸基等水溶性基团，可直接染上蛋白质纤维，但湿处理牢度相对较差。	羊毛、蚕丝、尼龙纤维
直接染料	直接溶于水，无需化学反应，水洗牢度及日晒牢度不够理想，但是价格低廉、色谱齐全。	棉、麻、人造丝、人造棉
阳离子染料	具有强度高、耐光度好等特点	腈纶纤维专用染料

资料来源：吉华集团招股说明书，国信证券经济研究所整理

供给端：安全环保政策趋严，染料行业供给收紧，集中度上行

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **安全环保政策趋严，染料行业供给收紧。**近些年来，安全和环保生产政策是塑造染料行业格局最核心的外部力量，持续加码的政策极大地抬高了行业壁垒，加速了落后产能的出清。根据《产业结构调整指导目录（2024 年本）》，淘汰类涉及在还原条件下会裂解产生24种有害芳香胺的偶氮染料、九种致癌性染料；限制类涉及非新型功能性、环境友好型的染料、颜料、印染助剂及中间体生产装置，我国染料行业将逐步淘汰高毒、高污染的染料企业。
- **染料行业集中度持续上行，头部企业具有规模优势。**近些年我国染料行业没有新增大型传统染料产能，存量小企业持续退出，行业已进入存量竞争阶段。据百川盈孚及中国染料工业协会数据，2020年以来我国分散染料总产能始终维持在58万吨/年，2025年产量46万吨，产能利用率提升至79.31%，浙江龙盛、闰土股份、吉华集团为产能前三大企业，CR3达60.34%，CR5达77.59%；活性染料总产能始终维持在45.45万吨/年，2025年产量30.8万吨，产能利用率提升至67.77%，华丽染料、闰土股份、浙江龙盛为产能前三大企业，CR3达50.61%，CR5达75.91%。

图：中国分散染料产能、产量



资料来源：卓创资讯、百川盈孚、中国染料工业协会，国信证券经济研究所整理

图：中国活性染料产能、产量

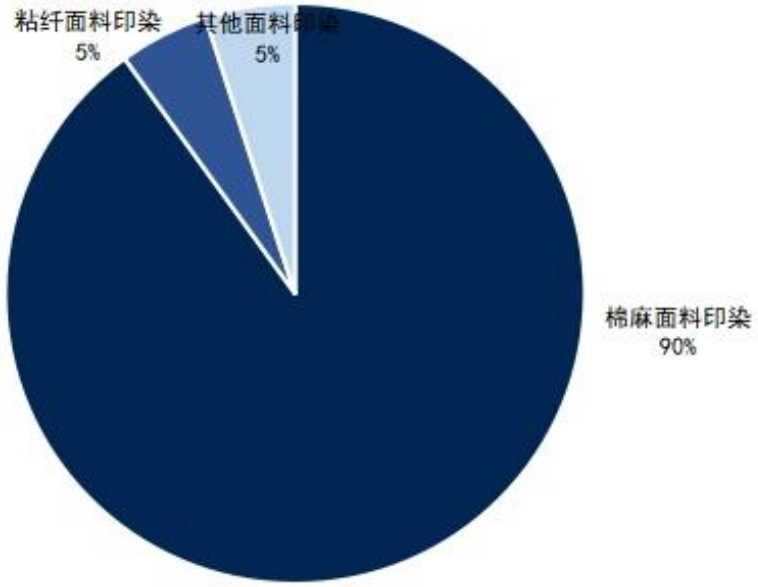


资料来源：卓创资讯、百川盈孚、中国染料工业协会，国信证券经济研究所整理

活性染料：下游以棉麻面料为主，需求具备韧性，涨价可有效传导

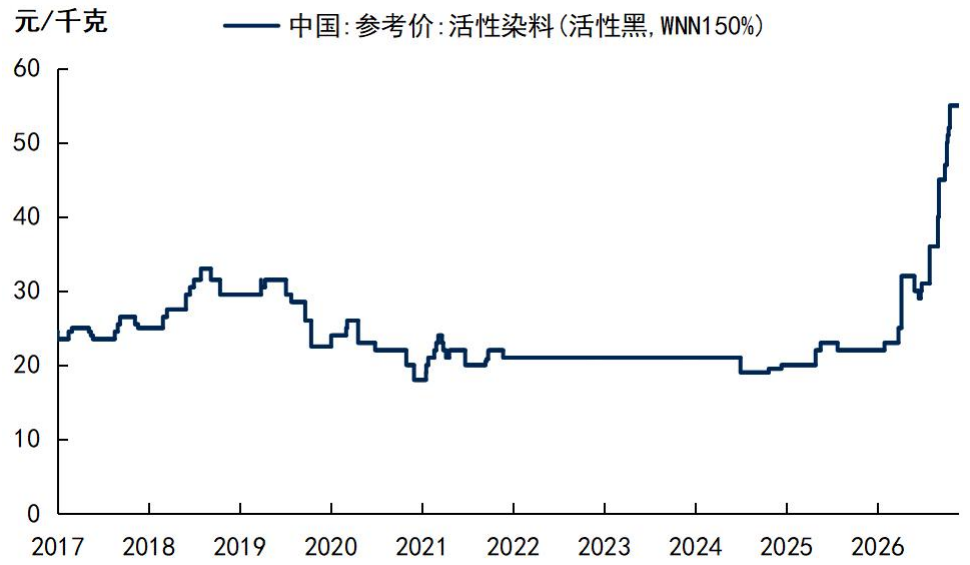
- **分散染料与活性染料是我国主要的两大染料类别，活性染料下游以棉麻面料为主。**据百川盈孚数据，2025年，活性染料下游主要用于棉麻面料印染、粘纤面料印染和其他面料，需求占比分别为90%、5%、5%。棉麻等天然纤维主要使用活性染料染色，据美国农业部数据，近十年中国棉花产量的年均复合增速为5.80%，而同期我国活性染料的年均复合增速仅为2.35%，亦远低于我国棉花产量增速。
- **染料在下游成本占比极低，涨价可有效传导。**染料浓度（染料质量占织物质量的百分比）大致范围在0.1%-10%之间，中色染色染料浓度一般不超过2%，以一件成人M码160克/米精梳棉中色常规T恤（面料0.7米）为例，所需染料一般不超过2.24 克，按WNN150%活性黑染料55元/千克的市场价计算，染料成本仅约0.12元，在成衣成本中占比极低，因此下游纺织服装行业对染料涨价的敏感度较低，价格可以有效传导。

图：中国活性染料下游需求结构



资料来源：卓创资讯、百川盈孚、中国染料工业协会，国信证券经济研究所整理

图：活性染料市场价格



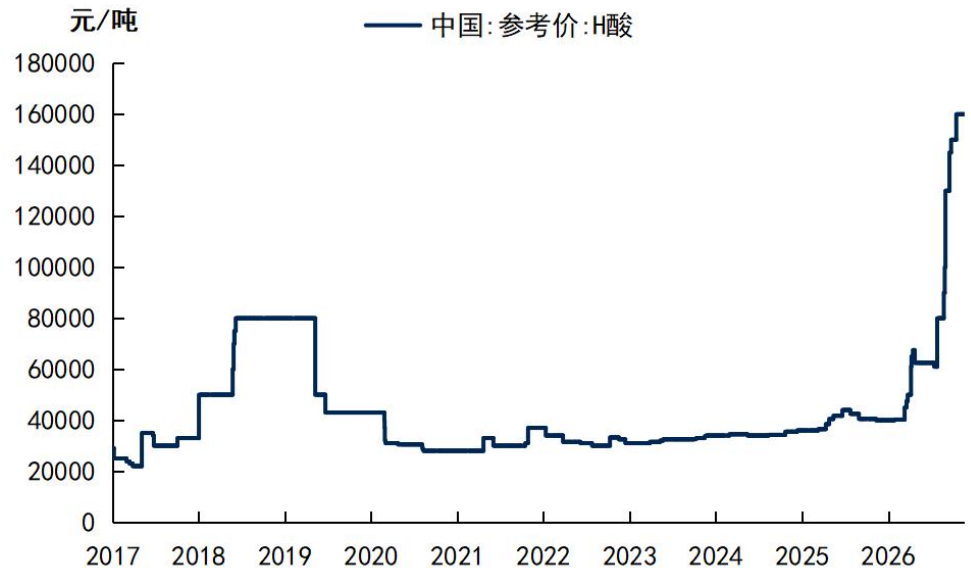
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

中间体H酸：有效产能不足6万吨/年，供给缺口超10%，年内价格陡升

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **H酸学名为1-氨基-8-萘酚-3,6-二磺酸，是活性染料关键中间体。**H酸被列入《淘汰落后危险化学品安全生产工艺技术设备目录（第二批）》，生产过程涉及磺化、硝化、加氢等高危工艺，废水难处理，属于淘汰落后范围，2018年以来中小产能陆续出清。据闰土股份公告，目前国内H酸的有效产能不足6万吨/年，市场有效供应存在10%以上的缺口，闰土股份的H酸产能为2万吨/年，目前H酸装置处于停产状态。
- **安全事故叠加检修，H酸及活性染料价格持续上涨。**2026年3月19日，内蒙古阿拉善盟利元科技公司3,5-二硝基苯甲酸生产装置发生爆炸事故，该公司具有H酸产能4500吨/年，年内H酸供应有所收紧。据百川盈孚，截至2026年11月20日，国内H酸市场价已上涨至16万元/吨，较年初的4万元/吨上涨12万元/吨，涨幅达300%。回顾H酸价格历史，2018年因江苏吉华、湖北楚源等主要供应商受环保事件影响停产，最高成交价曾到达过10万元/吨以上，当前价格已刷新历史最高价，反映出供求矛盾突出。随着H酸价格大幅上涨，活性染料（活性黑，WNN150%）的市场价格也从2026年年初的22元/千克上涨至11月20日的的55元/千克，涨幅150%，价格传导相对顺畅。

图：H酸参考价



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

表：H酸产能装置梳理

公司	名义产能	有效产能	备注
闰土股份	-	-	2023年5月之后停产
吉华集团	2万吨/年	-	前期H酸低价时关停，目前未复产
乌海亚东	-	1.5万吨/年	受安全整改及事故影响部分产能
锦鸡股份	0.8万吨/年	0.8万吨/年	2025年产线试生产，具体投产时间还未披露
浙江龙盛	2万吨/年	2万吨/年	
科元科技	0.45万吨/年	-	2026年3月事故停产
大柴旦乐青	1万吨/年	1万吨/年	目前装置都正常生产
大柴旦和信	0.5万吨/年	0.5万吨/年	目前装置都正常生产
山东裕源	1万吨/年	-	装置长期停产

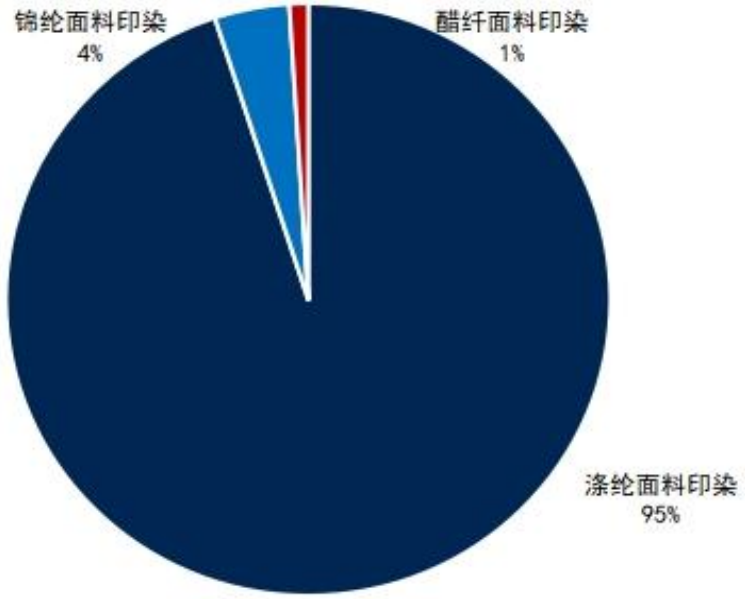
资料来源：卓创资讯、百川盈孚、生意社、中国染料工业协会、各公司公告，国信证券经济研究所整理

分散染料：下游以化纤面料为主，价格冲高回落后仍显著抬升

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **分散染料下游以化纤面料为主。**据百川盈孚数据，2025年，分散染料下游主要用于涤纶面料印染、锦纶面料印染和醋纤面料，需求占比分别为95%、4%、1%。化学纤维主要使用分散染料染色，据国家统计局数据，2025年我国化学纤维产量达8701.10万吨，同比增长9.99%，近十年年均复合增速达6.48%，而同期我国分散染料产量年均复合增速仅0.60%。
- **2026年3月油价上涨曾推动分散染料涨价，价格冲高回落后仍显著抬升。**受美以军事打击伊朗事件影响，中东地缘风险骤升，引发国际油价跳涨，带动基础化工原料及染料中间体价格走强，分散染料与原油联动紧密，涨势通常更猛。分散黑ECT300%的市场价格由年初的17元/千克最高在3月中旬上涨至34元/千克，6月回落至23元/千克，11月17日市场价为33元/千克，整体来看，较2025年均价16.59元/千克显著抬升。2025年中国分散染料出口数量9.17万吨，出口数量前三的国家分别为印度尼西亚、巴基斯坦、越南。

图：分散染料下游应用



资料来源：卓创资讯、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：分散染料市场价格



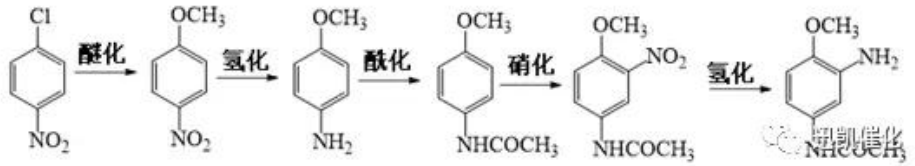
资料来源：卓创资讯、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

还原物：产能高度集中、三家可稳定生产，年内涨幅接近380%

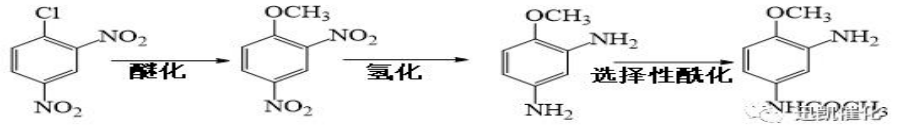
国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **还原物是分散染料重要中间体之一。**还原物学名3-氨基-4-甲氧基乙酰苯胺，是分散染料重要中间体之一。目前国内还原物产能合计约4.8万吨/年，仅宁夏中盛（2万吨/年）、浙江龙盛（2万吨/年）和闰土股份（0.8万吨/年）三家企业可稳定生产，产能高度集中。
- **还原物市场供应持续紧张，价格持续上涨。**自2025年底以来，受环保安全督查常态化、高危工艺生产门槛提升（2026年3月应急管理部间歇式硝化工艺淘汰时限已过，硝化工艺安全管控持续升级，合规产能的稀缺性被进一步放大）以及寡头垄断格局的影响，还原物市场供应持续紧张。据生意社报道，2025年末还原物市场均价2.5万元/吨，截至7月下旬报价升至12万元/吨，9月至18万元/吨，10月21日浙江鸿盛化工（浙江龙盛子公司）发布调价函，还原物价格上调至20万元/吨，涨价原因是“纯苯、硝酸等基础原材料大幅上涨及行业性硝化检查等因素影响”。
- **中间体-染料一体化企业将具备长期竞争优势，如【浙江龙盛】、【闰土股份】。**中间体在染料生产成本中占比较高，H酸、还原物、对位酯等关键中间体属于高危管控化工品，新增产能审批极严、供给长期偏紧，具备中间体-染料一体化的企业在成本控制、供应链稳定性、产品品质、环保安全、技术研发、定价壁垒、抗周期盈利性等多方面具备长期竞争优势。

图：还原物生产工艺



工艺1：铁粉还原法



工艺2：加氢还原工艺

资料来源：迅凯催化，国信证券经济研究所整理

表：还原物国内供应格局

企业	省份	产能（万吨/年）	备注
宁夏中盛	宁夏	2	可稳定生产，头部之一
浙江龙盛	浙江	2	全球最大还原物供应商，自用+外销
闰土股份	浙江	0.8	部分原料需外购
合计	—	4.8	产能高度集中

资料来源：卓创资讯、百川盈孚、生意社、中国染料工业协会、各公司公告、迅凯催化，国信证券经济研究所整理

8 投资建议与风险提示

石化化工行业投资建议

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **原油行业投资建议：**在美伊、俄乌等地缘事件不断反复背景下，2027年我们预计国际油价中枢在80-90美元/桶左右，上游油气开采板块维持高景气，重点推荐**【中国石油】**、**【中国海油】**和**【中国石化】**。
- **油服行业投资建议：**若未来国际油价维持在60美元/桶，约85%的未开发海上油田开发后具备盈利能力，同时较高的原油价格驱动海上油田资本支出有望持续增长，同时深水钻井平台费率有望上行，重点推荐**【中海油服】**。
- **炼油成品油行业投资建议：**全球成品油供应紧张，海外成品油价格价差维持高位，我国成品油出口充分受益，同时海运费价格下行将缓解国内炼化企业成本压力，重点推荐**【中国石化】**、**【中国石油】**、**【荣盛石化】**和**【恒逸石化】**。
- **覆铜板(CCL)用新材料投资建议：**AI基础设施领域资本开支持续增长，覆铜板(CCL)用电子树脂、硅微粉等新材料需求快速增长，重点推荐电子树脂领域头部企业**【圣泉集团】**。
- **磷复肥行业投资建议：**磷矿石供需紧平衡有望继续保持较长时间，看好磷矿石的长期景气度，硫磺降价也缓解磷复肥盈利压力，重点推荐磷矿扩产计划明晰的**【云天化】**、**【云图控股】**、**【兴发集团】**和复合肥盈利修复的**【史丹利】**。
- **染料行业投资建议：**国内安全、环保政策趋严，染料中间体供应趋紧，价格中枢有望长期上移，中间体-染料一体化企业将具备长期竞争优势，重点推荐行业头部企业**【浙江龙盛】**。
- **全球化工行业比较优势突出的国内龙头：**建议关注在全球化工细分行业中具备突出竞争力的优质企业，如**【万华化学】**、**【宝丰能源】**、**【新和成】**、**【华鲁恒升】**、**【巨化股份】**、**【亚钾国际】**等

风险提示

- 原材料及产品价格波动；
- 下游需求不及预期；
- 产能扩张导致的市场风险；
- 安全生产和环境保护风险；
- 地缘政治及国际贸易风险等；

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

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

分析师承诺

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。

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券
GUOSEN SECURITIES

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楼

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