

化工行业报告： 反内卷，化工从“吞金兽”到“摇钱树”

评级：推荐(维持)

李永磊(证券分析师)
S0350521080004
liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(证券分析师)
S0350521080009
dongbj@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
基础化工	9.2%	14.5%	44.5%
沪深300	5.2%	9.6%	28.2%

相关报告

《基础化工行业周报：碳酸锂、光引发剂价格上涨，反内卷有望带动化工景气反转（推荐）*基础化工*李永磊，董伯骏，杨丽蓉》——2025-08-17

《基础化工行业周报：钾肥、草甘膦、有机硅价格上涨，关注中报业绩预增投资机会（推荐）*基础化工*李永磊，董伯骏，杨丽蓉》——2025-07-14

《基础化工行业动态研究：草甘膦价格上涨，关注农药市场修复机会（推荐）*基础化工*李永磊，董伯骏，杨丽蓉》——2025-07-02

□ 反内卷有望重估中国化工行业，后续措施有望使全球化工行业产能扩张大幅放缓，中国化工行业具有充沛的经营活动现金流量净额，一旦扩张放缓，潜在的股息率将大幅提升，有望实现从“吞金兽”到“摇钱树”的转变；同时，供给端的改变将带来景气度的止跌回升，化工标的有望兼具高弹性和高股息的优势。我们认为反内卷存在以下三种政策情景：

➤ 只控扩能：有分红能力的龙头重估

1. 煤化工：华鲁恒升、宝丰能源、鲁西化工等
2. 炼化：恒力石化、荣盛石化、中国石化、卫星化学、宝丰能源等
3. 聚氨酯：万华化学、华峰化学
4. 涤纶长丝：桐昆股份、新凤鸣
5. 有机硅：兴发集团、新安股份、东岳硅材
6. 抗氧化剂：利安隆
7. 粘胶短纤：三友化工
8. 锦纶：聚合顺等

➤ 既控扩能，又去产能：过剩行业弹性最大

1. 工业硅：合盛硅业

2. 纯碱：博源化工

3. 氯碱：中泰化学

4. 钛白粉：龙佰集团

5. 轮胎：赛轮集团等

➤ 无重大措施：景气向上行业

1. 铬盐：振华股份
2. 制冷剂：巨化股份、三美股份、永和股份
3. 草甘膦：扬农化工、江山股份、兴发集团、新安股份
4. 磷肥：云天化、云图控股、新洋丰等
5. TDI：万华化学、沧州大化等
6. 烯烃：卫星化学、宝丰能源

➤ **风险提示：**原材料（石油、煤炭、天然气、天然橡胶等）价格大幅波动风险、行业大幅扩张、化工企业不可抗力风险、项目建设进度不及预期、反内卷政策不及预期、重点关注公司业绩不及预期风险。

□ 只限新增产能

□ 既限扩能，又去存量

□ 温和措施

□ 风险提示

图表：“反内卷”重要政策事件及其内容

时间	政策事件	内容
2024/7/30	中共中央政治局召开会议	防止“内卷式”恶性竞争
2024/12/11	中央经济工作会议	综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为
2025/2/25	市场监管总局召开部分企业公平竞争座谈会	整治“内卷式”竞争的具体建议
2025/3/8	《政府工作报告》	要加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争
2025/5/26	《人民日报》发表《反“内卷”该出手时就出手》	监管者应“该出手时就出手”，引导平台企业摒弃打价格战这种“内卷式”竞争
2025/6/29	《人民日报》刊发《在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》	要“破除‘内卷式’竞争”、“加大‘内卷式’竞争整治力度”
2025/7/1	中央财经委员会第六次会议	要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出
2025/7/1	《求是》杂志刊发《深刻认识和综合整治“内卷式”竞争》	要靠供需两侧同时发力、规范政府行为、强化行业自律推动“反内卷”
2025/7/3	工信部组织14家光伏行业企业及光伏行业协会召开座谈会	光伏行业企业表态“反内卷”
2025/7/11	多行业推动“反内卷”	中汽协表示要严格防止“内卷外溢”，国家邮政局召开会议强调完善邮政快递领域市场制度规则，部分焦炭企业召开市场分析会

资料来源：澎湃新闻，大众日报，国家市场监管总局官网，中国经济网，人民日报，人民网，求是网，金融界，国海证券研究所

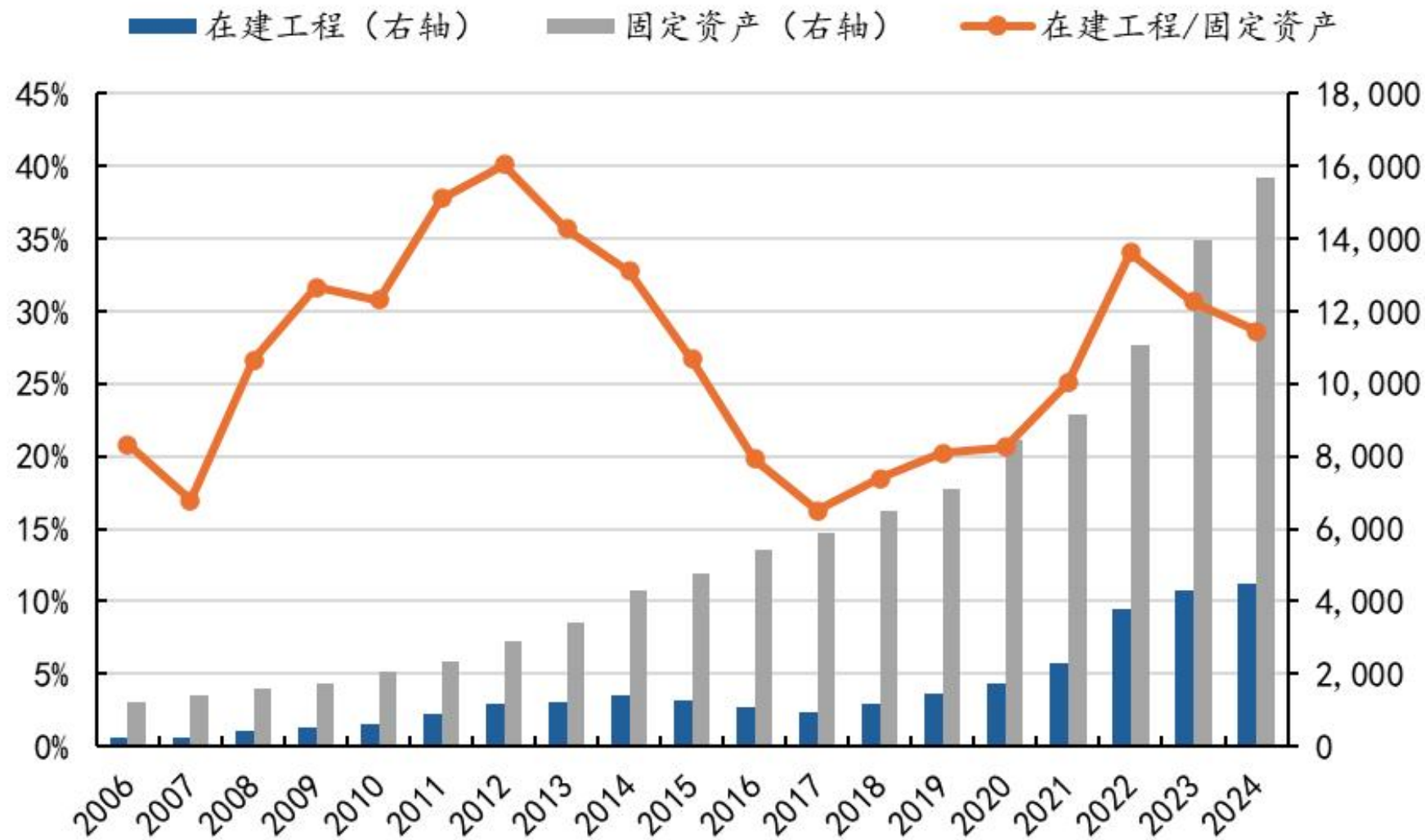
图表：化工行业“反内卷”重要政策事件及其内容

时间	政策事件	内容
2024/6/7	《炼油行业节能降碳专项行动计划》	到2025年底，全国原油一次加工能力控制在10亿吨以内，炼油行业能源资源利用效率进一步提升，能效标杆水平以上产能占比超过30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出
2025/3/22	治理钛白粉行业“内卷式”竞争	必须加强行业自律，促进提质增效，加快高端产品研发，缩小与国际钛白粉产品之间的差距，避免同质化竞争
2025/6/10	关于贯彻落实《加快工业领域清洁低碳氢应用实施方案》的通知	严禁以绿色甲醇名义违规建设不符合产业政策的煤制甲醇项目
2025/7/3	PET企业联合减产	万凯新材、逸盛石化、华润材料等多家企业规划减产，预计共减产约256万吨
2025/7/7	公开征求《化工装置老化评估方法（征求意见稿）》意见	企业应科学系统识别、评估与管理化工企业装置、设备老化风险，对实际使用超过20年的化工装置开展老化评估，并采取相应的老化管理措施
2025/7/29	山东氯碱行业自律整治内卷	协会将积极呼吁、引导、规范行业避免恶性竞争，强化市场自律，防止低效价格战和资源浪费
2025/7/30	锦纶行业响应“反内卷”政策	警惕低价竞争风险，要积极响应中央“反内卷”政策导向；在即将到来的“十五五”，行业要持续推动高端化、差异化、智能化、绿色化、健康化发展
2025/8/1	《工业和信息化部办公厅关于组织开展2025年度工业节能监察工作的通知》	开展2025年度多晶硅行业专项节能监察

资料来源：新浪财经，广州化工交易中心，经济观察网，工业与信息化部办公厅，应急管理部官网，金融界，中国产业经济信息网，中国化工报，中国纺织公众号，国海证券研究所

中国基础化工上市公司资本扩张已放缓

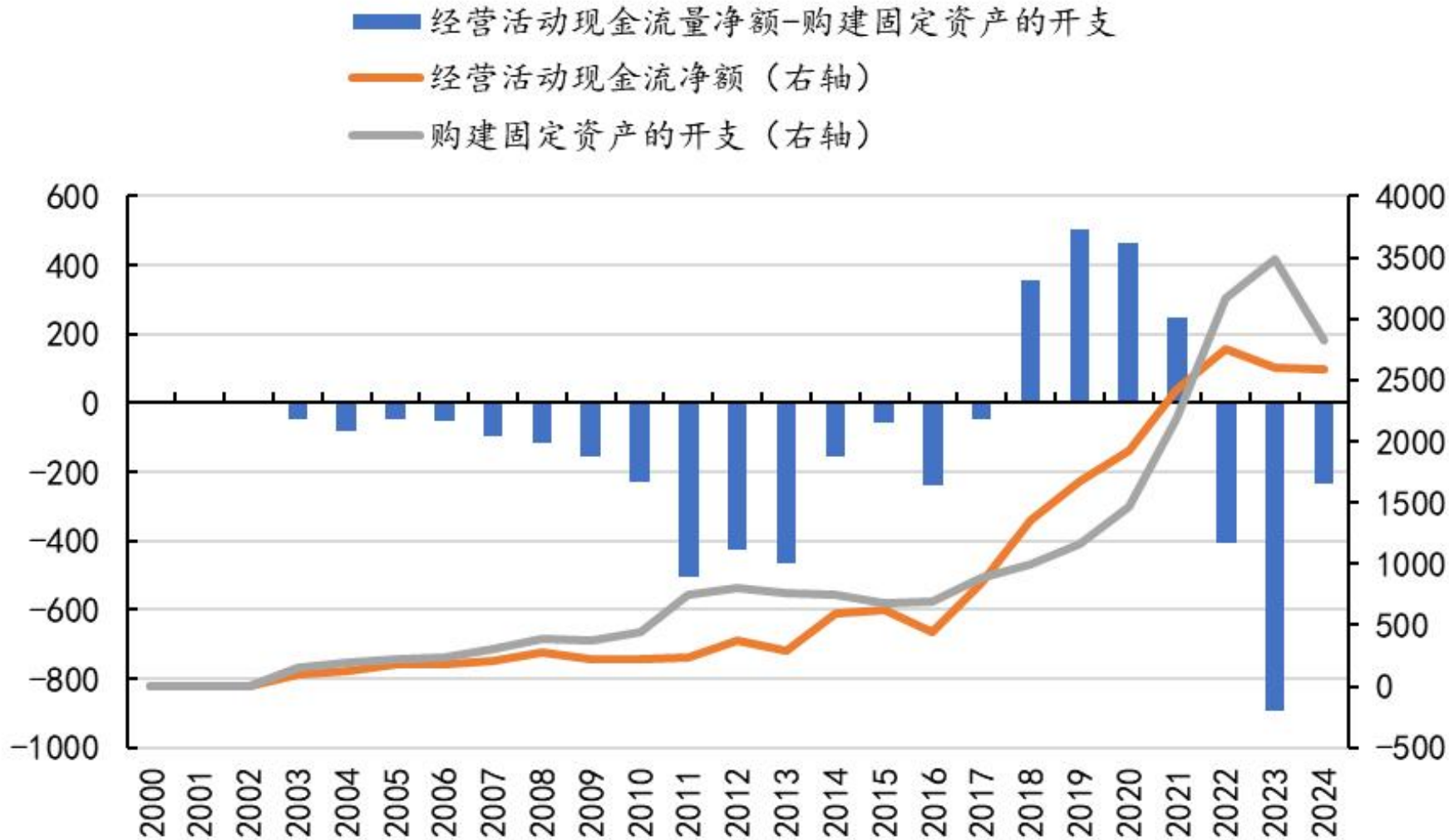
图表：中国基础化工上市公司资本扩张情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

中国基础化工上市公司的自由现金流有望转正

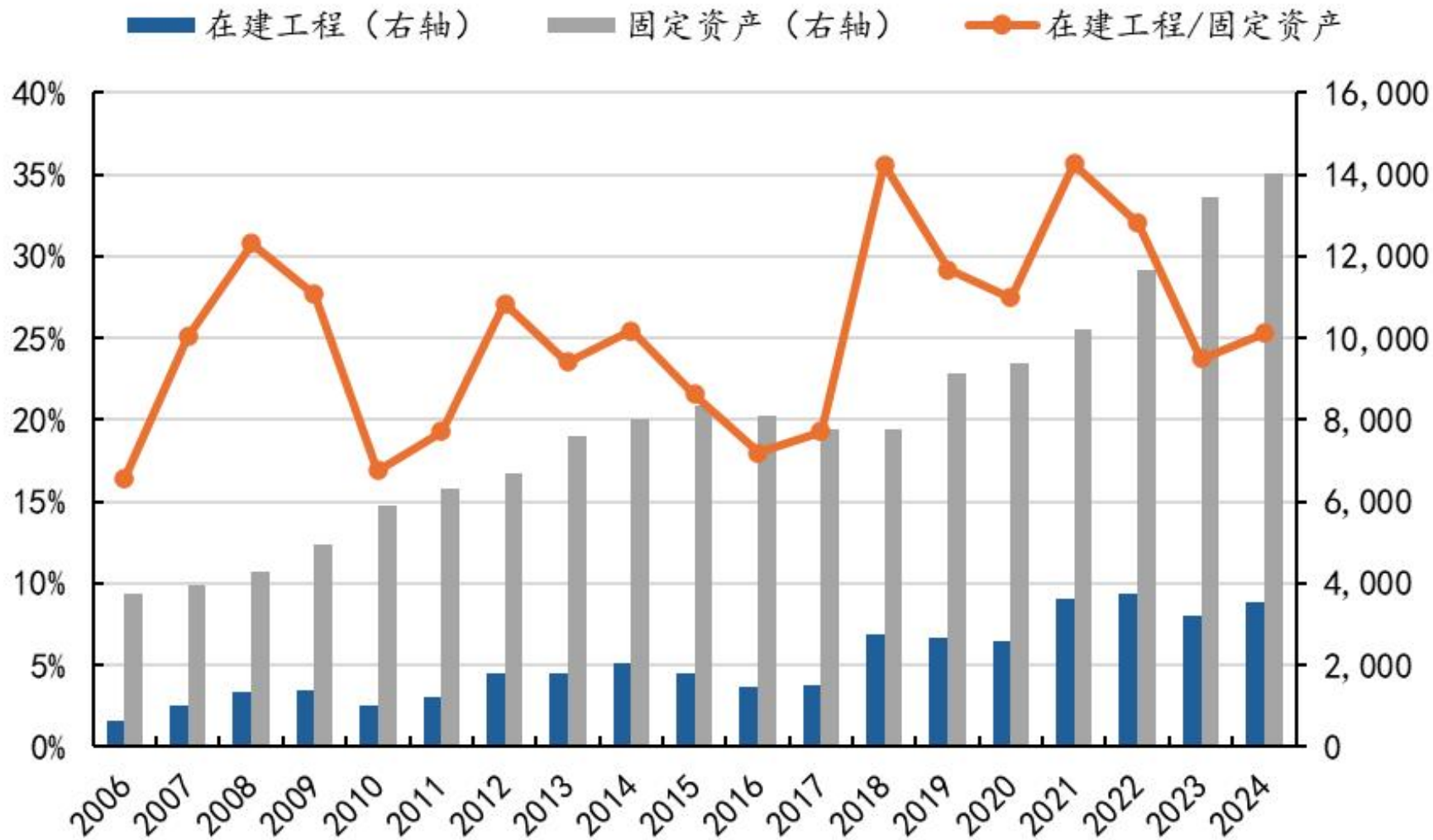
图表：中国基础化工上市公司的自由现金流有望转正（单位：亿元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

中国石油化工上市公司资本扩张已放缓

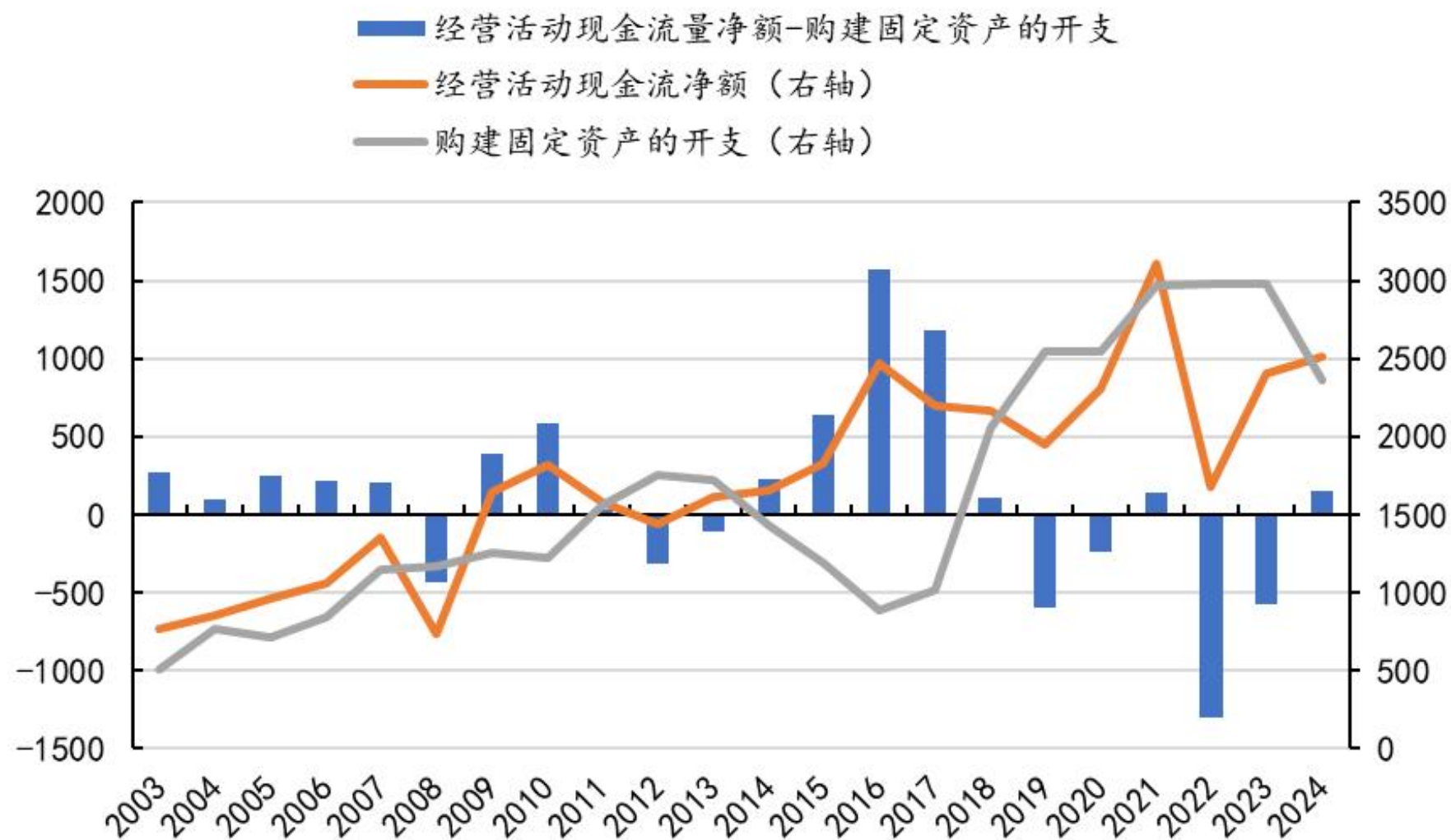
图表：中国石油化工上市公司资本扩张情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

中国石油化工上市公司的自由现金流有望转正

图表：中国石油化工上市公司的自由现金流有望转正（单位：亿元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

中国化工上市公司的分红能力有望提升

图表：中国化工上市公司的分红能力有望提升

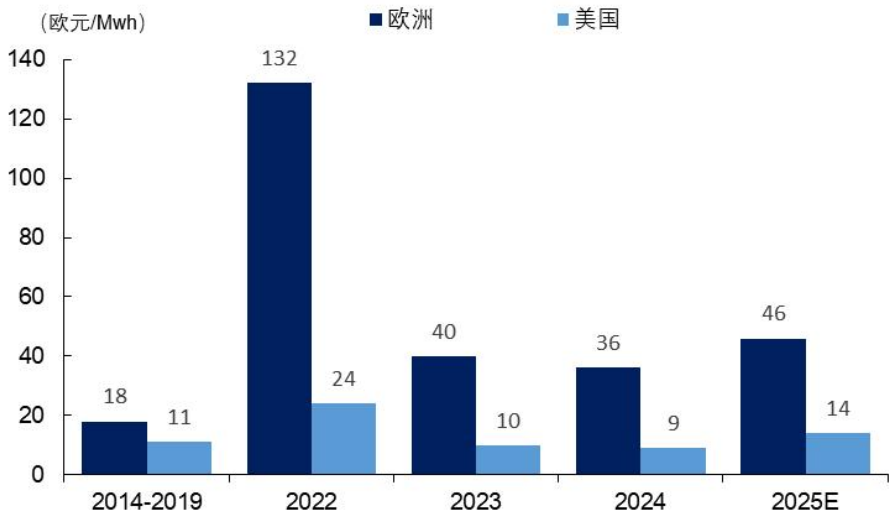
2025/8/8			经营活动现金流量净额 (亿元)				归母净利润 (亿元)				市盈率PE				理论股息率				资产负债率	
证券代码	证券简称	市值 (亿元)	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	2024	投资评级
600426.SH	华鲁恒升	506	50	55	77	83	39	45	50	53	13.0	11.3	10.1	9.5	6.9%	7.6%	10.7%	11.5%	30%	买入
600873.SH	梅花生物	315	46	44	47	53	27	31	34	40	11.5	10.0	9.2	7.9	10.3%	9.9%	10.5%	11.8%	39%	买入
600486.SH	扬农化工	262	22	21	23	27	12	14	16	20	21.8	18.7	16.3	13.1	5.8%	5.6%	6.2%	7.2%	40%	买入
000683.SZ	博源化工	215	45	34	36	42	18	15	17	23	11.9	14.5	12.6	9.4	14.7%	11.0%	11.7%	13.7%	45%	买入
000830.SZ	鲁西化工	234	39	41	44	47	20	19	22	25	11.5	12.1	10.6	9.4	11.8%	12.4%	13.2%	14.1%	48%	未评级
600989.SH	宝丰能源	1,136	89	154	180	185	63	124	145	150	17.9	9.2	7.9	7.6	5.5%	9.5%	11.1%	11.4%	52%	买入
600096.SH	云天化	452	108	90	93	95	53	55	58	60	8.5	8.3	7.9	7.5	16.6%	13.9%	14.3%	14.7%	52%	买入
600028.SH	中国石化	6,535	1,494	1,747	1,800	1,880	503	517	570	650	13.0	12.6	11.5	10.1	16.0%	18.7%	19.3%	20.1%	53%	未评级
002648.SZ	卫星化学	641	106	123	146	155	61	68	91	100	10.6	9.4	7.1	6.4	11.6%	13.5%	15.9%	16.9%	56%	买入
601233.SH	桐昆股份	297	88	83	92	99	12	22	31	38	24.7	13.3	9.5	7.8	20.7%	19.7%	21.8%	23.4%	65%	买入
600309.SH	万华化学	1,903	301	311	342	378	130	143	184	220	14.6	13.3	10.3	8.7	11.1%	11.4%	12.6%	13.9%	65%	买入
603225.SH	新凤鸣	191	68	53	57	63	11	15	19	25	17.4	12.6	10.3	7.6	24.9%	19.5%	20.7%	23.1%	67%	买入
600346.SH	恒力石化	1,074	227	232	242	255	70	87	97	110	15.3	12.3	11.0	9.8	14.8%	15.1%	15.8%	16.6%	77%	买入

资料来源：Wind，国海证券研究所（未评级公司盈利预测取自Wind一致预期）

欧洲化工品产能利用率处于历史底部

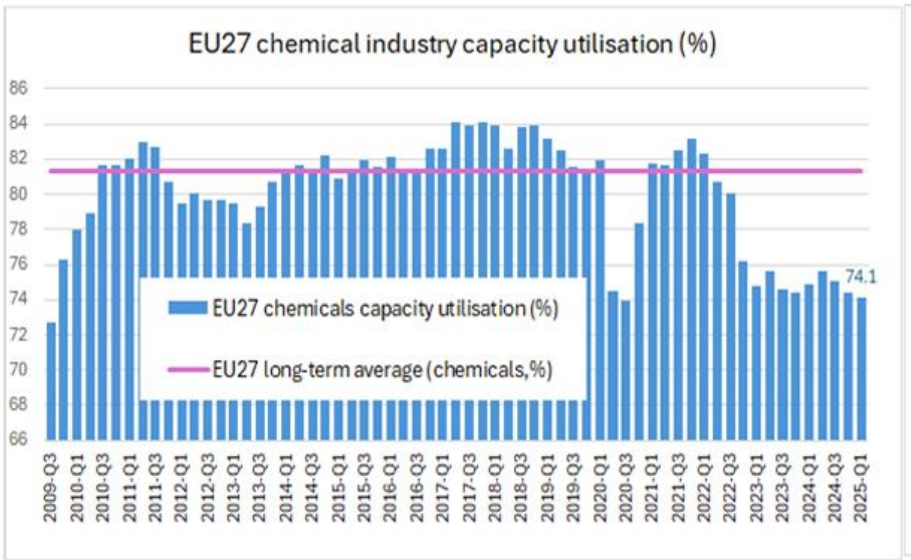
➢ 欧洲化工品产能利用率处于历史底部，过高的能源成本是欧洲化工工业发展的制约因素之一。2024年，欧洲天然气价格36欧元/MWh，较2014-2019年的平均价格18欧元/MWh高出100%。据Cefic，2024Q2欧洲化工品产能利用率为75.2%，远低于81.4%的历史平均水平。2025年一季度，欧洲化工品产能利用率进一步走低至74%。

图表：欧洲及美国天然气价格情况



资料来源：Cefic，国海证券研究所

图表：欧盟27国化工品产能利用率情况

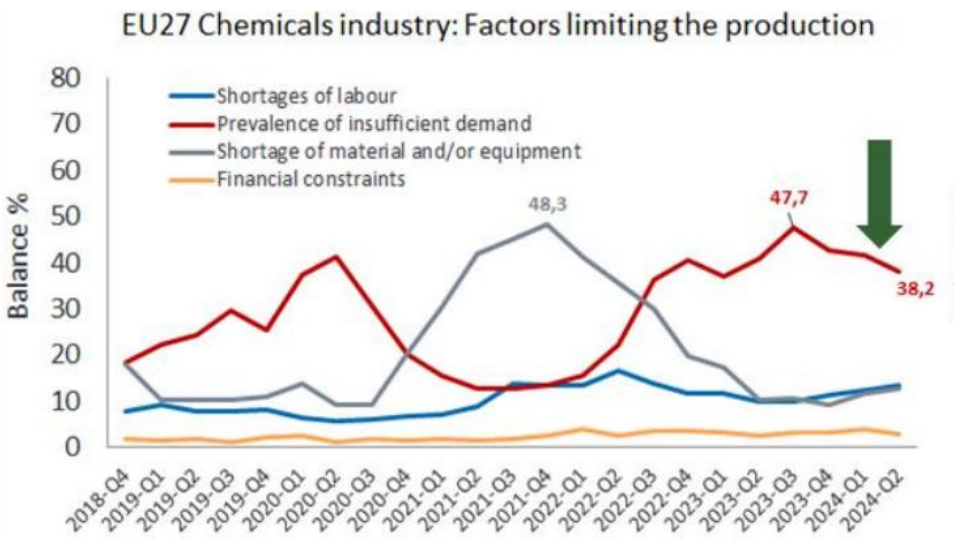


资料来源：Cefic

2024年全球化工品产量同比温和增长

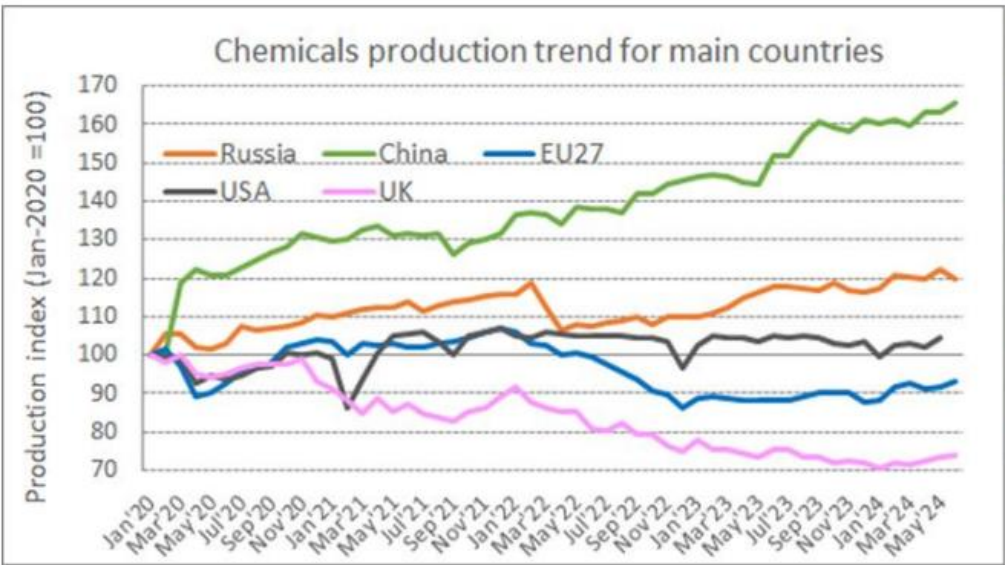
- 欧洲化工品需求不足情况有所好转。据Cefic，限制欧洲化工品生产的主要因素有需求不足、人工和原材料短缺等，选择需求不足是化学品生产的限制因素的化学品经理比例从2024Q1的41.5%下降到2024Q2的38.2%，2024Q2需求不足的影响有所弱化，但欧洲化学品整体产量仍处于低位。
- 根据Cefic和联合资信整理数据，2023年，我国化工品销售额约占全球总销售额的43%，较2012年增加约12个百分点。2024H1，全球化工品产量同比增幅超过6%，其中中国化工品产量同比增幅超过10%。

图表：影响欧洲化学品生产的限制因素



资料来源：Cefic

图表：全球主要国家或地区化工品产量情况



资料来源：Cefic

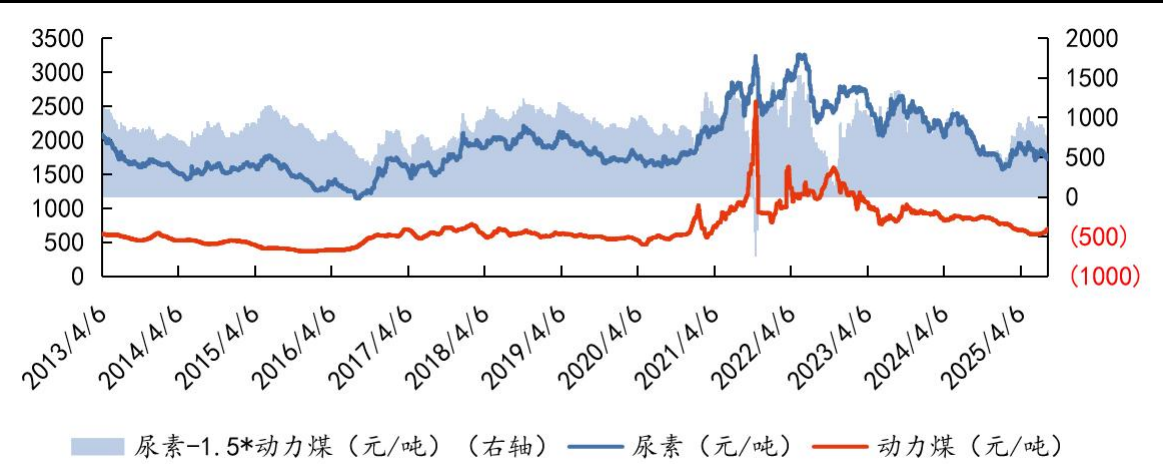
图表：主要化工产品欧洲产能占比情况（2022年）

产业链	产品	重点上市公司	欧洲产能占比
聚氨酯	MDI、TDI	万华化学、沧州大化	27%； 27%
氯碱	PVC	中泰化学、三友化工	15%
	烧碱(液碱、片碱)	中泰化学、滨化股份、万华化学	15%
纯碱	纯碱	远兴能源、山东海化	21%
己二酸	己二酸	华峰化学、华鲁恒升	19%
丙烯腈	丙烯腈	东方盛虹、荣盛石化、中国化学	15%
轮胎	半钢胎、全钢胎	玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟	24. 62% (消费占比)
营养品	维生素A、维生素E	新和成、浙江医药	53%； 36%
化肥	磷肥(一铵、二铵)	云天化、新洋丰、云图控股	16. 24%
	氮肥	华鲁恒升	22. 05%
醋酸	醋酸	华鲁恒升、江苏索普	6. 2%
聚烯烃	PE、PP	中国石化、恒力石化、荣盛石化、 万华化学、宝丰能源、卫星化学	PP: 9. 4% PE: 11%
钛白粉	钛白粉	龙佰集团	18%
PC	PC	鲁西化工、荣盛石化、万华化学	8%以上
丁辛醇	丁醇、辛醇	鲁西化工、万华化学	24. 46%
丙烯酸	丙烯酸	卫星化学、万华化学	17%
BDO	BDO	中国石化	14%
合成橡胶	顺丁橡胶、丁苯橡胶	中国石化	25%
橡胶产业链	炭黑	黑猫股份	9%
营养品	蛋氨酸	新和成、安迪苏	31%
甲酸	甲酸	鲁西化工	32%

资料来源：Wind，Bloomberg，各公司公告，卓创资讯，百川资讯，国海证券研究所

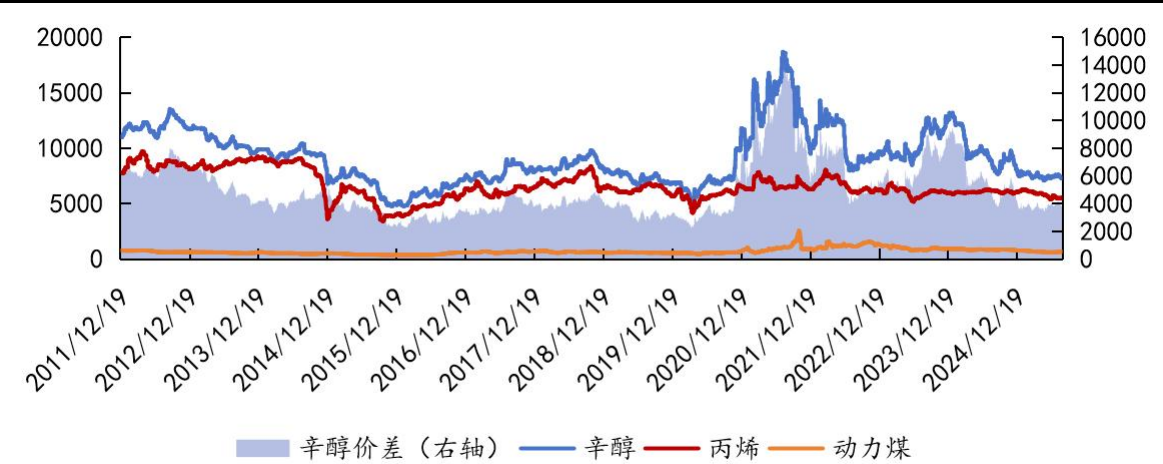
煤化工：多种煤化工产品价格价差均处于低位

图表：尿素价格价差（元/吨）



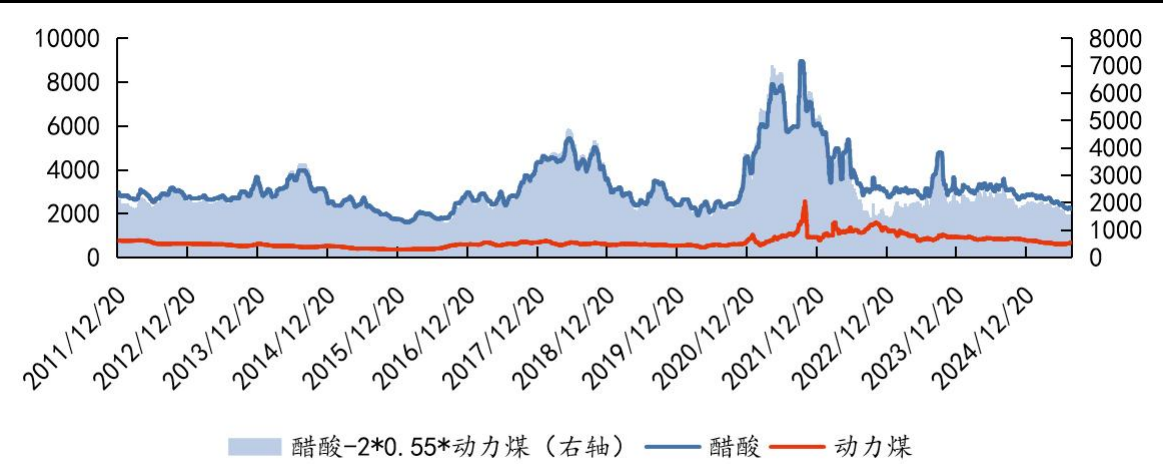
资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：辛醇价格价差（元/吨）



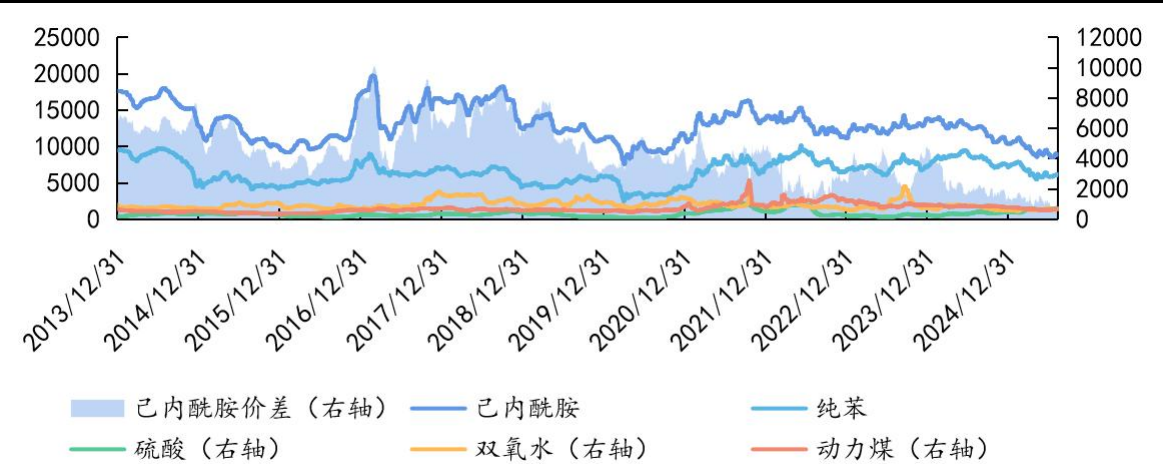
资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：醋酸价格价差（元/吨）



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：己内酰胺价格价差（元/吨）



资料来源：Wind、国海证券研究所

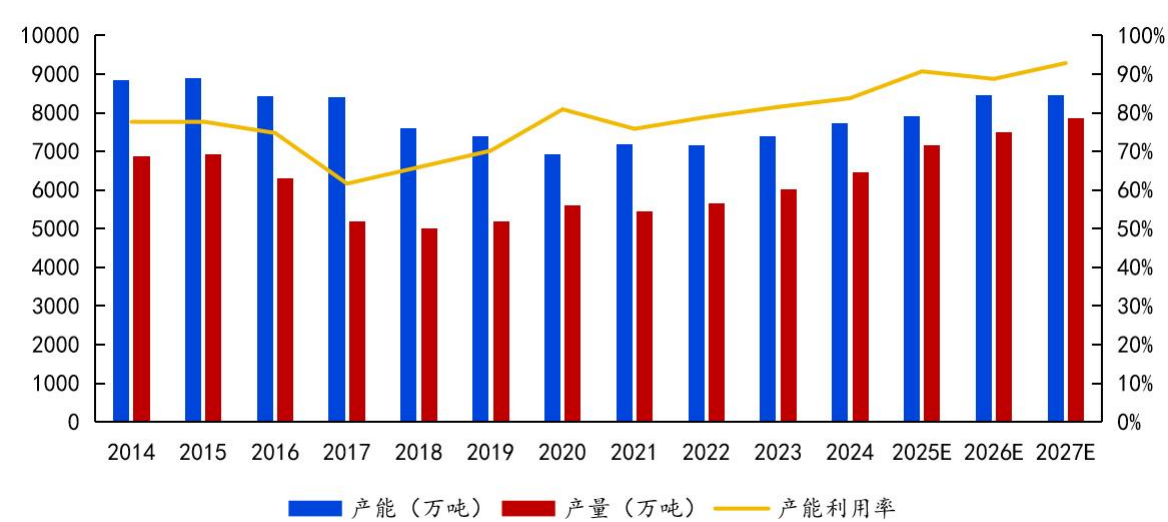
尿素：扩产周期即将结束

图表：尿素行业供需平衡表

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（万吨）	8849	8900	8429	8404	7598	7390	6913	7193	7165	7381	7721	7898	8453	8462
产量（万吨）	6870	6916	6301	5182	5009	5187	5592	5455	5652	6016	6468	7164	7502	7857
产能利用率	77.64%	77.71%	74.75%	61.66%	65.93%	70.19%	80.89%	75.84%	78.88%	81.51%	83.77%	90.71%	88.75%	92.85%
进口量（万吨）	0.59	0.76	6.58	11.47	16.39	18.15	0.16	5.37	0.48	0.37	0.43	0.43	0.43	0.43
出口量（万吨）	1361.57	1371.03	885.99	465.00	244.30	494.46	545.06	529.47	283.13	425.00	26.00	400.00	400.00	400.00
表观消费量（万吨）	5509.02	5545.73	5421.59	4728.47	4781.09	4710.69	5047.11	4930.90	5369.45	5591.27	6442.03	6764.13	7102.34	7457.45
表观消费量增速		0.67%	-2.24%	-12.78%	1.11%	-1.47%	7.14%	-2.30%	8.89%	4.13%	15.22%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：Wind、卓创资讯、百川盈孚、国海证券研究所

图表：尿素行业产能、产量及开工率情况



资料来源：Wind、卓创资讯、百川盈孚、国海证券研究所

图表：尿素行业新增产能

企业名称	项目产能（万吨）	实际/预计投产时间
靖远煤业集团刘化化工有限公司	35	2025/02
江苏晋煤恒盛化工股份有限公司	80	2025/04
甘肃能化金昌能源化工开发有限公司	30	2025/06
安徽晋煤中能化工股份有限公司	80	2025/08
江西心连心化学工业有限公司	70	2025/08
新疆新冀能源化工有限公司	80	2025/08
山东晋煤日月化工有限公司	15	2025/10
新疆奥福化工有限公司	52	2025/12
河北正元氢能科技有限公司	52	2025/12
靖远煤业集团刘化化工有限公司	35	2025/12
应城市新都化工有限责任公司	100	2025/12
鄂尔多斯市亿鼎生态农业开发有限公司	52	2026/01
江苏双多化工有限公司	60	2026/01
合计	741	

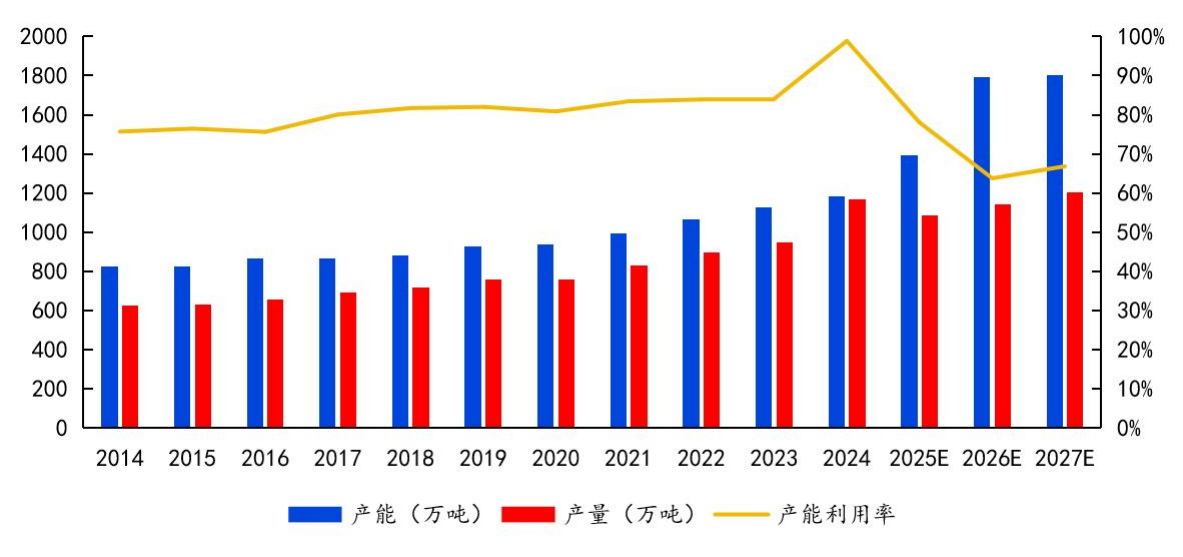
资料来源：百川盈孚、国海证券研究所

图表：醋酸行业供需平衡表

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（万吨）	825	825	865	865	880	925	935	996	1066	1126	1181	1392	1793	1801
产量（万吨）	624	631	654	692	719	758	756	831	894	946	1167	1086	1143	1204
产能利用率	75.69%	76.44%	75.62%	80.05%	81.69%	82.00%	80.84%	83.44%	83.90%	84.06%	98.84%	78.01%	63.76%	66.83%
进口量（万吨）	1.74	5.31	8.69	1.58	1.43	0.62	5.77	0.02	0.02	4.79	3.33	3.33	3.33	3.33
出口量（万吨）	18.10	39.30	23.93	45.73	70.97	63.82	39.99	89.60	109.44	83.78	112.32	112.32	112.32	112.32
表观消费量（万吨）	608.10	596.64	638.87	648.26	649.34	695.29	721.67	741.46	784.97	867.49	922.79	976.85	1034.08	1094.66
表观消费量增速		-1.89%	7.08%	1.47%	0.17%	7.08%	3.80%	2.74%	5.87%	10.51%	6.37%	5.86%	5.86%	5.86%

资料来源：Wind、卓创资讯、百川盈孚、国海证券研究所

图表：醋酸行业产能、产量及开工率情况



资料来源：Wind、卓创资讯、百川盈孚、国海证券研究所

图表：醋酸行业新增产能

企业名称	项目产能（万吨）	预计投产时间
谦信(荆门)新材料有限公司	60	2025/05
新疆中和合众新材料有限公司	60	2025/06
上海吴泾化工有限公司	80	2025/07
上海吴泾化工有限公司	70	2025/07
广东省盛元达科技有限公司	150	2025/08
浙江石油化工有限公司	100	2025/08
盛虹石化集团有限公司	100	2026/01
合计	620	

资料来源：百川盈孚、国海证券研究所

煤化工：主要企业当前盈利预测及估值

图表：煤化工行业主要企业当前盈利预测及估值

重点公司	股票	2025/8/15		归母净利润 (亿元)			PE			投资
代码	名称	股价（元/股）	市值（亿元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	评级
600426. SH	华鲁恒升	24. 46	519	39. 0	40. 7	46. 7	13	13	11	买入
000830. SZ	鲁西化工	12. 26	234	20. 3	20. 5	23. 3	12	11	10	买入

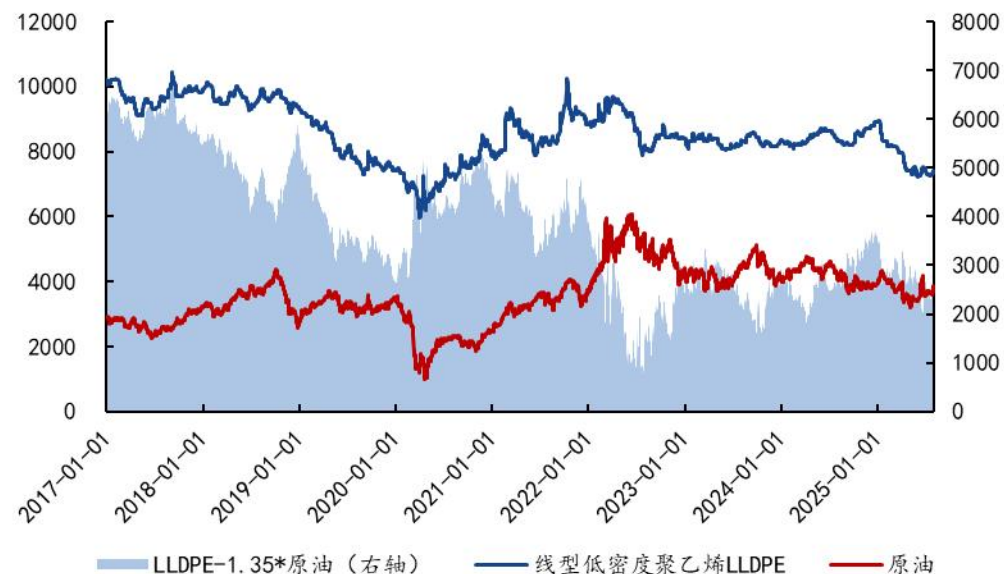
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：假设行业盈利恢复至历史中枢，对应盈利预测及估值

重点公司	股票	2025/8/15		归母净利润 (亿元)			PE			营业收入 (亿元)			归母净利率中 枢假设
		代码	名称	市值（亿元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	
600426. SH	华鲁恒升	519	39. 0	76. 6	82. 8	13	7	6	342	364	393	21. 0%	
000830. SZ	鲁西化工	234	20. 3	47. 8	53. 9	12	5	4	298	332	374	14. 4%	

资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：油制聚乙烯价格价差（元/吨）



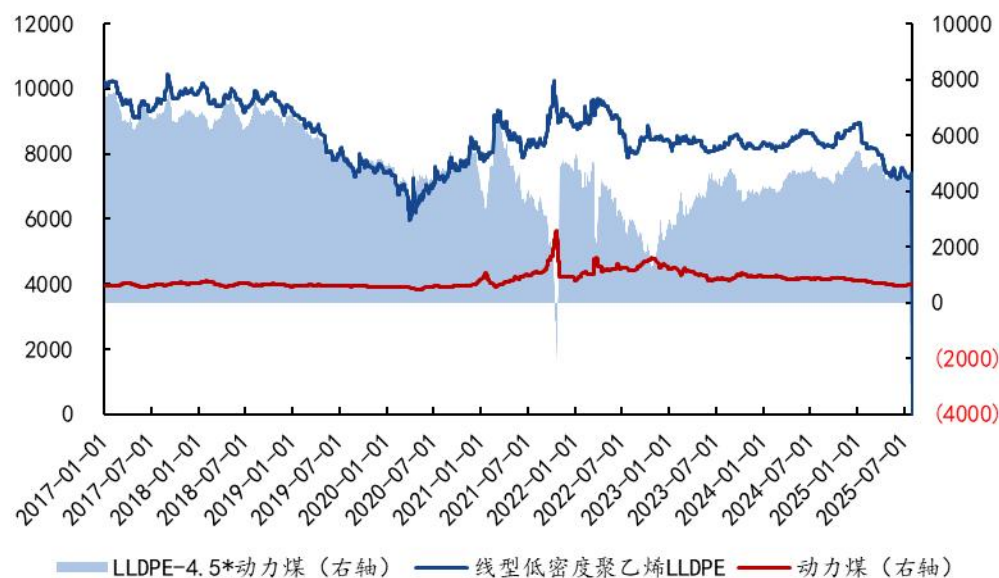
资料来源：Wind、国海证券研究所（数据截至2025/8/11）

图表：油制聚丙烯价格价差（元/吨）



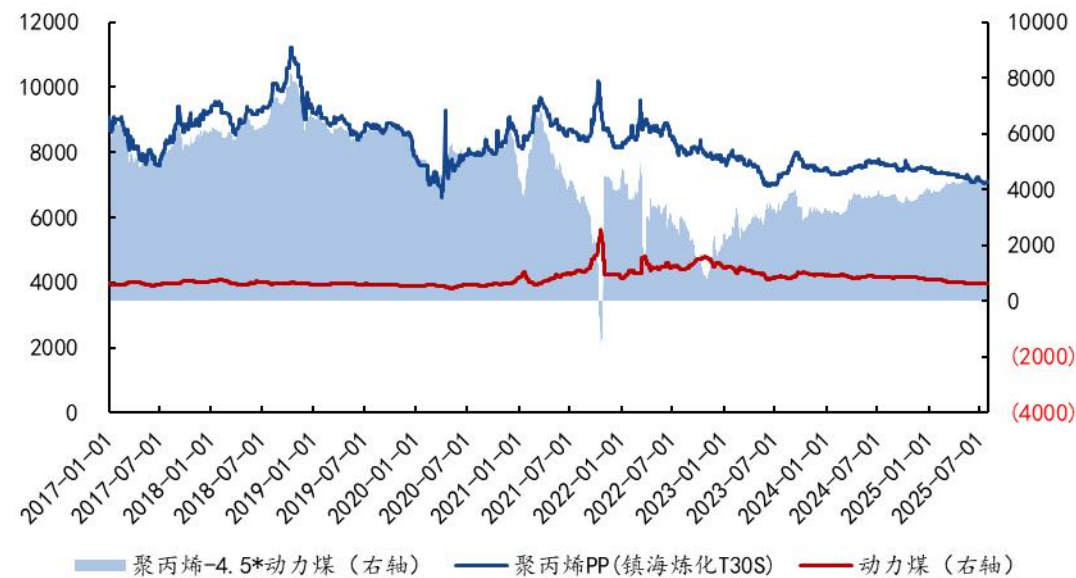
资料来源：Wind、国海证券研究所（数据截至2025/8/11）

图表：煤制聚乙烯价格价差（元/吨）



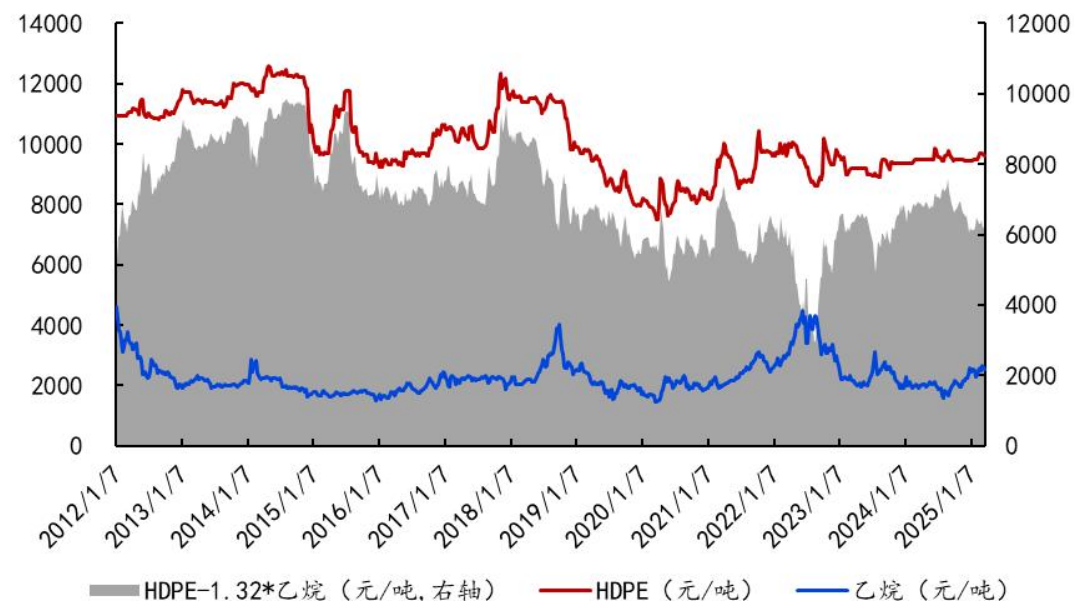
资料来源：Wind、国海证券研究所（数据截至2025/8/11）

图表：煤制聚丙烯价格价差（元/吨）



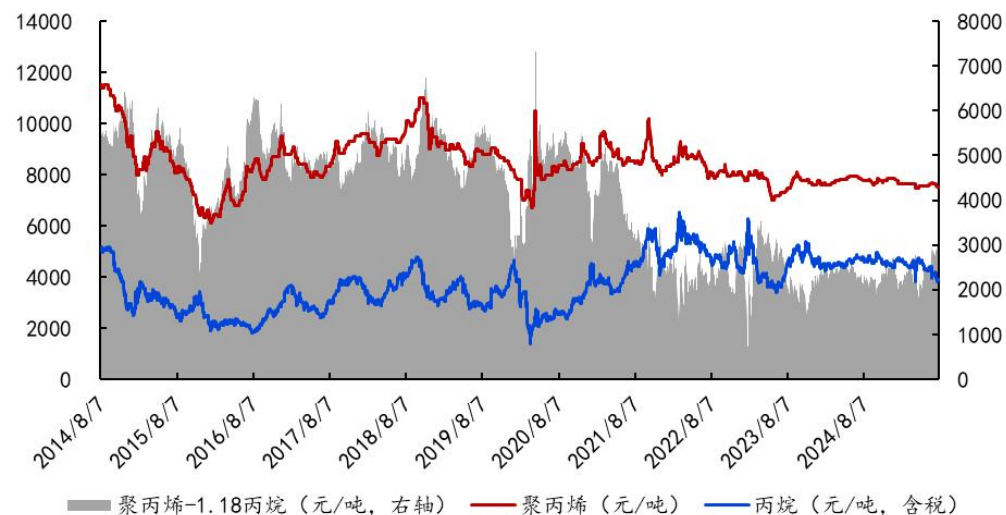
资料来源：Wind、国海证券研究所（数据截至2025/8/11）

图表：聚乙烯价格价差情况



资料来源：Wind, Bloomberg, 国海证券研究所（数据截至2025/8/9）

图表：聚丙烯价格价差情况



资料来源：Wind, 国海证券研究所（数据截至2025/8/11）

图表：聚乙烯供需平衡表

PE	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（万吨）	1698	1813	1906	2256	2661	2871	3131	3421	3555	4315	4315
产量（万吨）	1399	1587	1765	2004	2348	2541	2790	2797	2991	3194	3405
开工率	82.38%	87.57%	92.62%	88.85%	88.26%	88.50%	89.11%	81.75%	84.13%	74.03%	78.93%
进口量（万吨）	1180	1402	1666	1853	1350	1347	1344	1385	1357	1330	1304
出口量（万吨）	25	23	28	25	48	72	83	82	86	90	95
表观消费量（万吨）	2554	2967	3403	3832	3650	3815	4051	4100	4262	4434	4614
表观消费量增速		16.19%	14.70%	12.61%	-4.75%	4.51%	6.18%	1.21%	3.97%	4.02%	4.06%

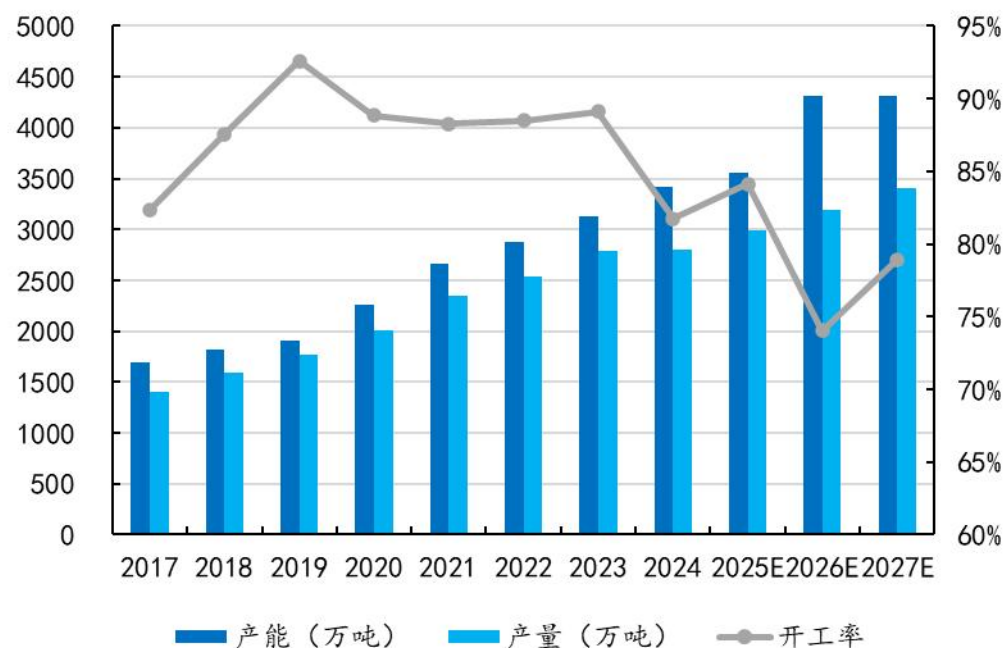
资料来源：Wind、卓创资讯、百川盈孚、国海证券研究所

图表：聚丙烯供需平衡表

PP	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（万吨）	2144	2244	2446	2816	3131	3394	3889	4382	4402	5169	5169
产量（万吨）	1979	2092	2235	2554	2860	3014	3225	3463	3660	3865	4080
开工率	92.28%	93.23%	91.37%	90.71%	91.33%	88.79%	82.93%	79.03%	83.14%	74.79%	78.94%
进口量（万吨）	318	328	349	450	292	293	270	236	224	213	202
出口量（万吨）	29	31	34	36	115	116	115	216	227	238	250
表观消费量（万吨）	2267	2389	2550	2969	3037	3191	3380	3483	3657	3840	4032
表观消费量增速		5.39%	6.72%	16.43%	2.32%	5.06%	5.92%	3.03%	5.00%	5.00%	5.00%

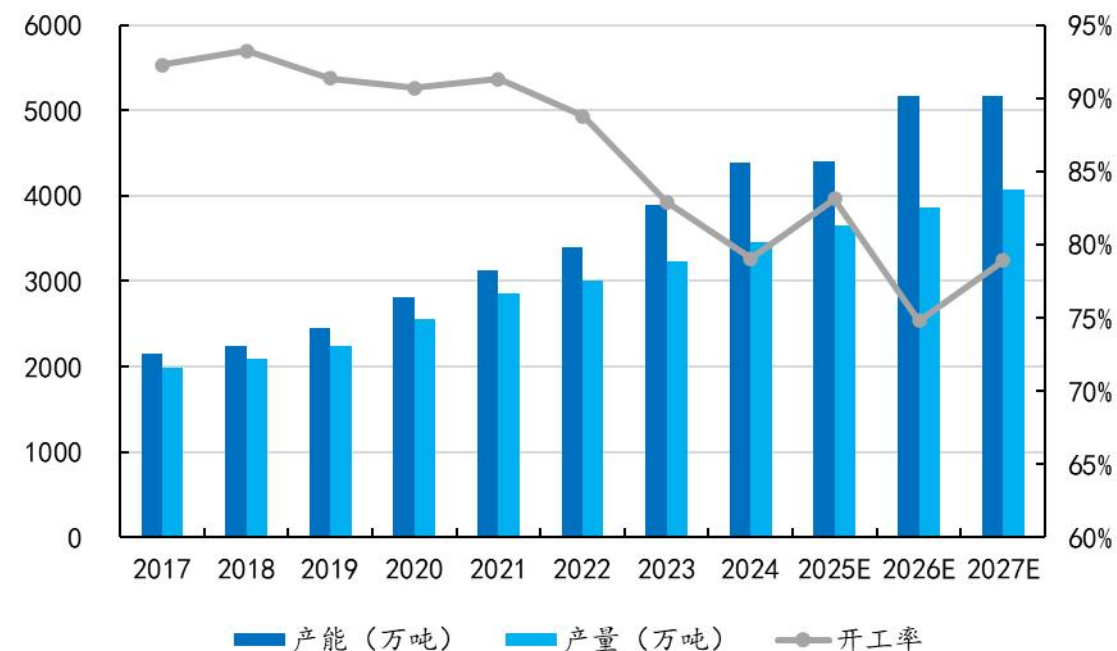
资料来源：Wind、卓创资讯、百川盈孚、国海证券研究所

图表：聚乙烯产能、产量及开工率情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：聚丙烯产能、产量及开工率情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

➤ 据我们不完全统计，截至2024年9月，国内在建/拟建聚乙烯产能为1959万吨/年，其中煤制聚乙烯产能为699万吨/年、油制聚乙烯产能为1050万吨/年、轻烃裂解制聚乙烯产能为210万吨/年；国内在建/拟建聚丙烯产能为2262万吨/年，其中煤制聚丙烯产能为708万吨/年、油制聚丙烯产能为699万吨/年、轻烃裂解制聚丙烯产能为855万吨/年。

图表：煤制烯烃新增产能（截至2024年9月）

	公司名称	项目名称	PE产能（万吨/年）	预计投产时间	PP产能（万吨/年）	预计投产时间
内蒙古	宝丰能源	260万吨/年煤制烯烃和配套40万吨/年植入绿氢耦合制烯烃	165	2024年10月	150	2024年10月
内蒙古	神华包头	神华包头煤制烯烃升级示范项目	40	2025底	35	2025底
新疆	东明塑胶	新疆东明塑胶有限公司年产80万吨煤制烯烃项目	40	2026年4月	50	2026年4月
新疆	山能化工	新疆山能化工有限公司准东五彩湾80万吨年煤制烯烃项目	45	2026年	45	2026年
陕西	中煤榆林	中煤榆林煤炭深加工基地项目	35	2026年	55	2026年
陕西	陕煤榆林	1500万吨/年煤炭分质清洁高效转化示范项目	30	2026年底	30	2026年底
山西	中煤平朔	中煤平朔煤基烯烃新材料及下游深加工一体化项目	40	2026年12月	20	2026年12月
内蒙古	中石化	中石化80万吨煤制烯烃项目	34	—	53	—
新疆	新疆中新建	煤基化工耦合绿氢清洁能源示范工程150万吨/年煤制烯烃项目	75	—	75	—
新疆	宝丰能源	煤炭清洁高效转化耦合植入绿氢制低碳化学品和新材料示范项目	195	—	195	—
		合计产能	699	—	708	—

资料来源：各省市人民政府官网、生态环境部官网、各公司公告、各公司官网、煤炭深加工现代煤化工公众号、中阀企数据、浙江塑料网、国海证券研究所
注：部分项目预计投产时间根据环境影响评价及开工相关报道等信息推测

图表：油制烯烃新增产能（截至2024年9月）

公司名称	项目名称	PE产能（万吨/年）	预计投产时间	PP产能（万吨/年）	预计投产时间
埃克森美孚	埃克森美孚惠州乙烯一期项目	164.54	2024年12月	83.7	2024年12月
中国石油吉林石化公司	炼油化工转型升级项目	40	2025年6月	-	-
山东裕龙石化	裕龙岛炼化一体化项目（一期）	150	2025年12月	190	2024年9月
中国石化塔河炼化	顺北原油蒸汽裂解百万吨级乙烯项目	105	2025年12月	50	2026年7月
中石油广西石化	中石油广西石化炼化一体化升级项目	70	2025年12月	40	2025年12月
中国石化公司茂名分公司	乙烯提质改造项目	40	2025年12月	50	2025年12月
中石化洛阳石化	百万吨乙烯项目	90	2025年12月	60	2025年12月
中国石油独山子石化	独山子石化塔里木二期乙烯项目	120	2026年6月	45	2026年6月
中石油兰州石化	兰州石化公司转型升级乙烯改造项目	45	2026年12月	40	2026年12月
中石化湖南石化	岳阳地区100万吨/年乙烯炼化一体化及炼油配套改造项目	80	2026年12月		2026年12月
中石化扬子石化	聚烯烃新材料项目	65	2027年12月	40	2027年12月
中石化镇海炼化	中国石化镇海基地150万吨/年乙烯及下游高端新材料产业集聚项目	80	2027年12月	30	2027年12月
中国石油乌鲁木齐石化分公司	炼油转型升级高效发展项目	-	-	45	-
中石化齐鲁石化	25万吨/年聚丙烯合资项目	-	-	25	-
合计产能		1049.54	-	698.7	-

资料来源：各省市人民政府官网、各省生态环境厅官网、兰州市生态环境局官网、国化新材料研究院、新疆生态环保产业协会、北京中智伟业、国海证券研究所
注：部分项目预计投产时间根据环境影响评价及开工相关报道等信息推测

图表：轻烃裂解制烯烃新增产能（截至2024年9月）

公司名称	PE产能（万吨/年）	预计投产时间	PP产能（万吨/年）	预计投产时间
卫星化学	135	2025年12月	-	-
中国石化天津石化	50	2024年7月	-	-
万华化学	25	2024年10月	-	-
利华益维远	-	-	20	2024年10月
中景石化	-	-	60	2024年10月
园锦新材料	-	-	60	2024年12月
新海石化	-	-	30	2025年5月
中景石化	-	-	60	2025年5月
国亨化学	-	-	45	2025年8月
永荣新材料	-	-	20	2025年8月
大连铭源	-	-	60	2025年9月
江苏延长中燃	-	-	30	2025年11月
东华能源	-	-	80	2025年12月
永荣新材料	-	-	60	2026年7月
永荣新材料	-	-	110	2026年8月
宁波金发	-	-	40	2026年9月
开金蓝天	-	-	90	2026年9月
开金蓝天	-	-	60	2026年10月
开金蓝天	-	-	30	2026年11月
合计产能	210	-	855	-

资料来源：卓创资讯、中国能源新闻网、连云港徐圩新区官网、万华化学公司公告、国海证券研究所
注：部分项目预计投产时间根据环境影响评价及开工相关报道等信息推测

烯烃：若行业景气度提升，弹性充足

图表：烯烃行业主要企业当前盈利预测及估值

重点公司	股票	2025-08-15		归母净利润 (亿元)			PE			投资	
		代码	名称	股价（元/股）	市值（亿元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
600989. SH	宝丰能源	15.53	1,139	63.4	123.8	145.0	18	9	8		买入
002648. SZ	卫星化学	18.95	638	60.7	68.2	91.0	11	9	7		买入

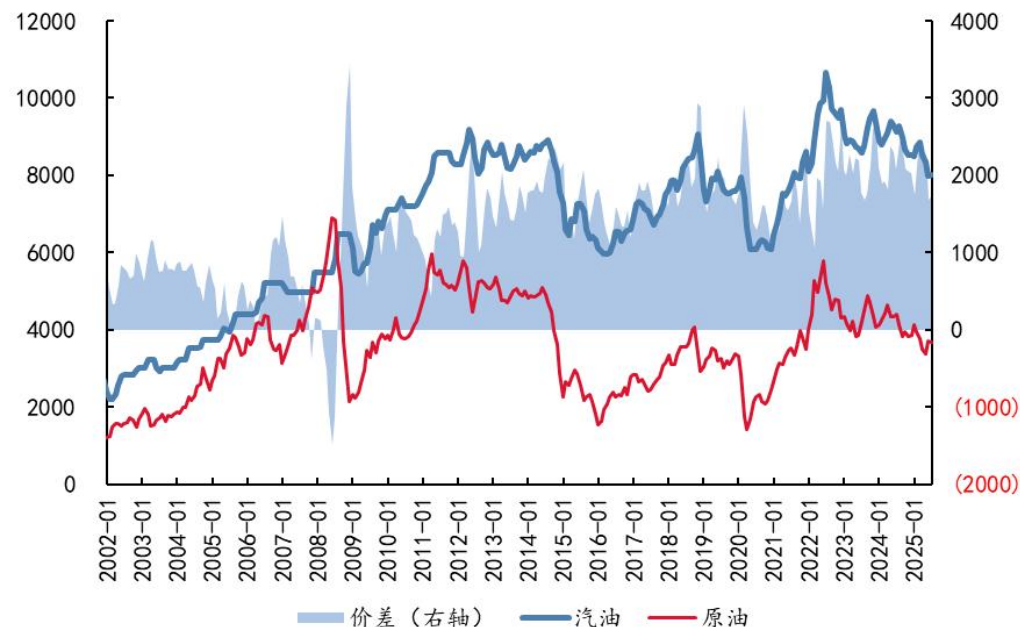
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：假设行业景气度提升，对应盈利预测及估值

重点公司	股票	2025-08-15		归母净利润 (亿元)			PE			营业收入 (亿元)			归母净利率 假设
		代码	名称	市值（亿元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	
600989. SH	宝丰能源		1,139	63.4	152.5	160.7	18	7	7	330	508	536	30.0%
002648. SZ	卫星化学		638	60.7	110.7	142.7	11	6	4	456	553	714	20.0%

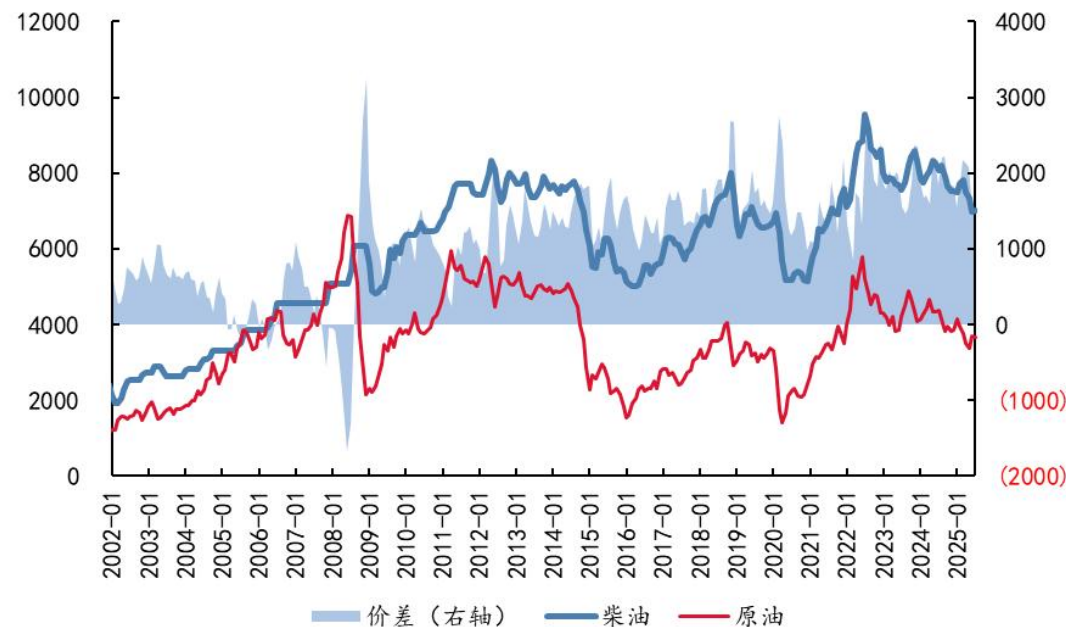
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：汽油与原油价格价差（单位：元/吨）



资料来源：Wind，国海证券研究所（截至2025年7月）

图表：柴油与原油价格价差（单位：元/吨）



资料来源：Wind，国海证券研究所（截至2025年7月）

炼化：汽柴油供需平衡表

图表：汽油行业供需平衡表

汽油	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（万吨/年）	19743	22436	23899	23591	24999	24562	24562	24562	24562	25515	25515
产能利用率	67%	62%	59%	56%	62%	59%	66%	65%	62%	58%	56%
产量（万吨）	13276	13888	14121	13172	15457	14536	16138	16011	15224	14895	14283
进口量（万吨）	2	45	33	48	36	2	0	0	15	5	6
出口量（万吨）	1051	1288	1637	1600	1454	1256	1228	974	778	993	915
表观消费量（万吨）	12226	12645	12517	11620	14039	13281	14910	15037	14461	13907	13374
表观消费量增速	2.0%	3.4%	-1.0%	-7.2%	20.8%	-5.4%	12.3%	0.9%	-3.8%	-3.8%	-3.8%

资料来源：Wind，国家统计局，海关总署，国际石油网，国海证券研究所

图表：柴油行业供需平衡表

柴油	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（万吨/年）	26447	26054	25920	25900	25406	24906	24906	24906	24906	26230	26230
产能利用率	69%	67%	64%	61%	64%	77%	87%	82%	77%	72%	70%
产量（万吨）	18318	17376	16638	15905	16337	19126	21729	20340	19152	18838	18271
进口量（万吨）	92	75	71	119	187	76	44	13	12	23	16
出口量（万吨）	1540	1719	1853	2138	1976	1721	1092	1377	800	1090	1089
表观消费量（万吨）	16870	15732	14856	13886	14548	17481	20681	18976	18364	17771	17198
表观消费量增速	1.2%	-6.7%	-5.6%	-6.5%	4.8%	20.2%	18.3%	-8.2%	-3.2%	-3.2%	-3.2%

资料来源：Wind，国家统计局，海关总署，国际石油网，百川盈孚，国海证券研究所

炼化：煤油、PX供需平衡表

图表：煤油行业供需平衡表

煤油	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（万吨/年）	6782	7052	7372	7752	7752	7752	7752	7752	7752	8048	8048
产能利用率	62%	68%	72%	52%	51%	38%	64%	72%	73%	68%	68%
产量（万吨）	4231	4770	5273	4049	3944	2949	4968	5566	5628	5435	5483
进口量（万吨）	371	406	358	255	137	87	34	36	42	37	39
出口量（万吨）	1313	1467	1761	998	856	1090	1585	1892	1990	1822	1901
表观消费量（万吨）	3289	3710	3870	3307	3225	1945	3418	3710	3680	3650	3620
表观消费量增速	8.8%	12.8%	4.3%	-14.5%	-2.5%	-39.7%	75.7%	8.5%	-0.8%	-0.8%	-0.8%

资料来源：Wind，国家统计局，海关总署，国际石油网，国海证券研究所

图表：PX行业供需平衡表

PX	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（万吨/年）	1383	1383	2053	2564	3169	3832	4402	4422	4422	4610	5222
产能利用率	68%	74%	69%	78%	68%	65%	74%	82%	82%	86%	84%
产量（万吨）	941	1020	1411	2007	2164	2481	3272	3648	3617	3969	4363
进口量（万吨）	1444	1590	1495	1386	1365	1058	910	938	900	916	918
出口量（万吨）	3	0	0	0	0	8	1	0	0	0	0
表观消费量（万吨）	2381	2610	2906	3393	3529	3531	4181	4586	4517	4884	5281
表观消费量增速	—	9.6%	11.3%	16.8%	4.0%	0.0%	18.4%	9.7%	-1.5%	8.1%	8.1%

资料来源：Wind，百川盈孚，海关总署，国海证券研究所

炼化：若行业盈利恢复中枢，主要炼厂盈利弹性充足

图表：炼化行业主要企业当前盈利预测及估值

重点公司 代码	股票 名称	2025-08-15 股价/元	市值 亿元	归母净利润/亿元			PE			投资 评级
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
600346.SH	恒力石化	15.17	1,068	70.4	87.4	97.4	16	12	11	买入
002493.SZ	荣盛石化	9.22	921	7.2	27.4	45.9	129	34	20	买入
000301.SZ	东方盛虹	8.92	590	-23.0	12.6	24.0	-	47	25	买入
600028.SH	中国石化	5.68	6,491	503.1	539.5	584.4	13	12	11	未评级
600143.SH	金发科技	16.86	445	8.2	13.7	18.2	43	33	24	买入

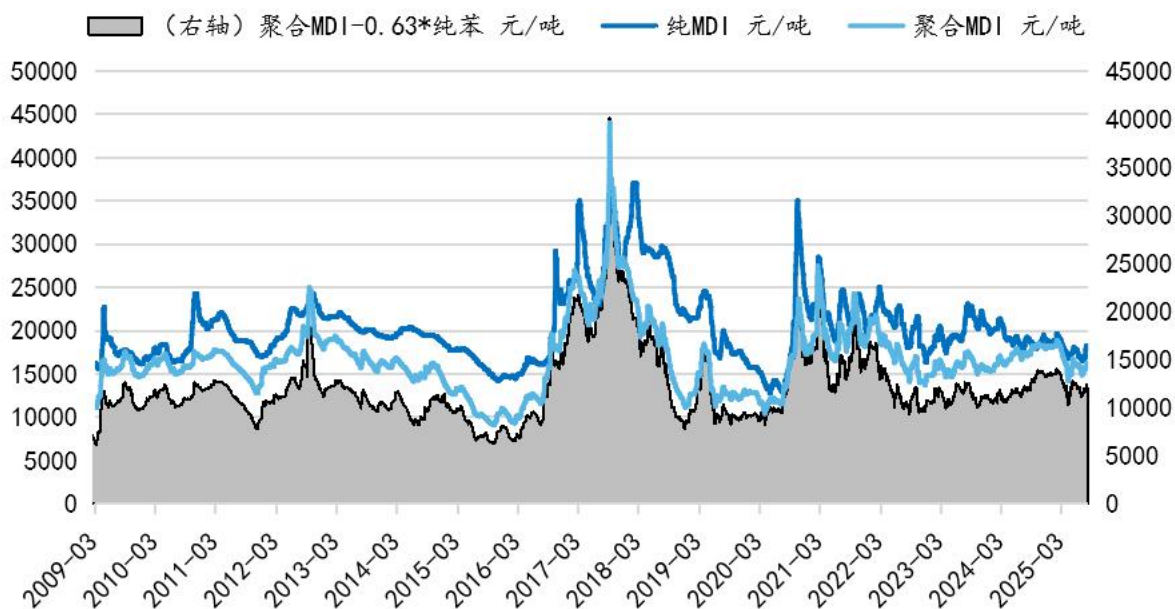
资料来源：Wind，国海证券研究所（未评级公司盈利预测来自Wind一致预期）

图表：假设行业盈利恢复至历史中枢，对应盈利预测及估值

重点公司 代码	股票 名称	2025-08-15 市值/亿元	归母净利润/亿元			PE			营业收入/亿元			归母净利率 中枢假设
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
600346.SH	恒力石化	1,068	70.4	129.2	137.3	16	8	8	2,363	2,485	2,640	5.2%
002493.SZ	荣盛石化	921	7.2	91.8	96.3	129	10	10	3,265	3,430	3,599	2.7%
000301.SZ	东方盛虹	590	-23.0	57.0	60.5	-	10	10	1,377	1,242	1,317	4.6%
600028.SH	中国石化	6,491	503.1	611.3	617.2	13	11	11	30,746	30,592	30,887	2.0%
600143.SH	金发科技	445	8.2	26.5	30.2	43	17	15	605	646	737	4.1%

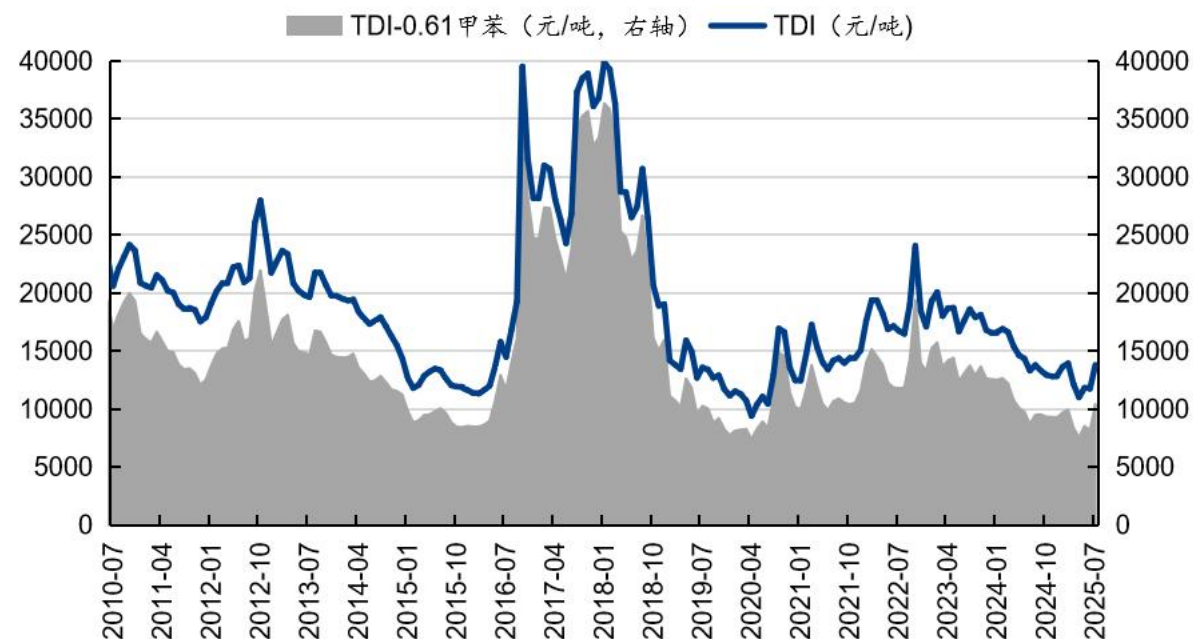
资料来源：Wind，国海证券研究所（未评级公司盈利预测来自Wind一致预期）

图表：MDI价差处于历史低位，近期有所回升



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：TDI价格价差底部回升



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：全球MDI供需平衡表

MDI	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
名义产能（万吨）	820	854	872	920	950	1016	1026	1051	1076	1111
产能利用率	86%	87%	84%	89%	85%	80%	85%	88%	92%	94%
全球消费量（万吨）	707	742	730	822	805	815	877	930	985	1045
全球消费量增速（%）		5.0%	-1.7%	12.6%	-2.0%	1.2%	7.6%	6.0%	6.0%	6.0%

资料来源：科思创官网，各公司官网，流程工业公众号，中国化工报，世界银行，天天化工网，国海证券研究所
注：若项目预计投产时间为2025年，假设当年新增产能为设计产能的50%

图表：国内MDI供需平衡表

国内MDI	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（万吨/年）	387	387	397	397	437	437	495	525	540	575
产能利用率	52%	68%	61%	74%	67%	73%	73%	76%	80%	81%
产量（万吨）	201	265	244	294	292	317	363	400	434	465
进口量（万吨）	41	40	47	37	35	40	40	35	35	30
出口量（万吨）	73	74	71	113	110	116	132	150	170	180
表观消费量（万吨）	169	231	219	217	217	241	271	285	299	315
表观消费量增速		37.1%	-5.3%	-0.9%	-0.2%	11.0%	12.6%	5.1%	5.1%	5.1%
国内下游需求拆分			2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
冰箱冷柜（万吨）			70	71	75	83	92	98	104	110
TPU（万吨）			20	22	22	25	28	30	31	33
鞋底（万吨）			18	17	17	18	18	19	20	20
浆料（万吨）			13	16	15	17	18	19	20	20
胶粘剂（万吨）			9	14	19	31	42	43	45	47
氨纶（万吨）			18	14	14	16	22	23	25	27
汽车（万吨）			9	9	12	13	13	13	14	15
板材（万吨）			12	12	7	8	9	9	10	10
其他（万吨）			50	43	36	30	30	30	31	32

资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

TDI：国内供给扩张，海外产能不可抗力频发

图表：全球TDI供需平衡表

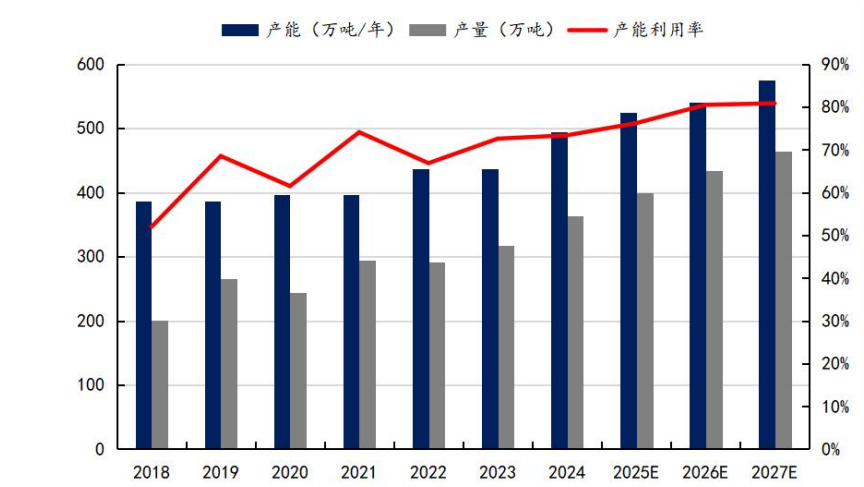
全球TDI	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
名义产能（万吨/年）	265	315	335	342	345	324	332	353	373	379
产能利用率	87%	79%	68%	71%	67%	76%	80%	78%	76%	77%
全球消费量（万吨）	230	249	229	243	231	246	265	274	284	294
全球消费量增速（%）		8.5%	-8.0%	6.0%	-5.0%	6.5%	7.7%	3.5%	3.5%	3.5%

资料来源：科思创官网，卓创资讯，世界银行，国海证券研究所
注：若项目预计投产时间为2025年，假设当年新增产能为设计产能的50%

图表：国内TDI供需平衡表

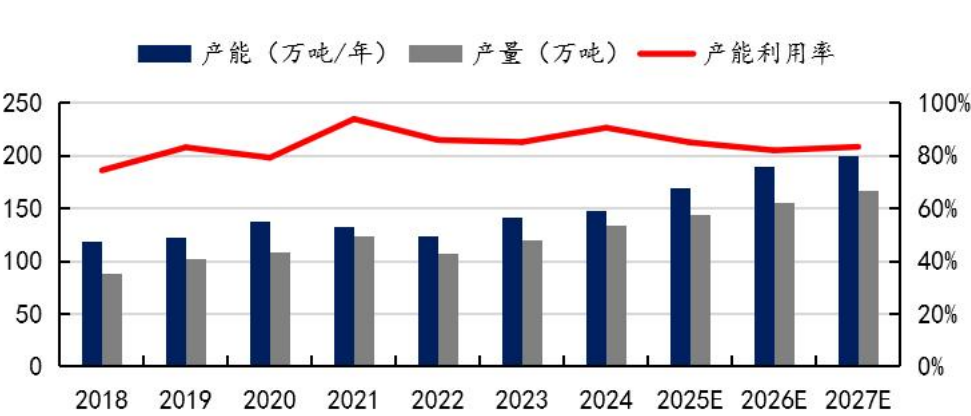
国内TDI	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（万吨/年）	119	122	137	132	124	141	148	169	189	200
产能利用率	74%	83%	79%	94%	86%	85%	91%	85%	82%	83%
产量（万吨）	89	101	109	124	107	120	134	144	155	167
进口量（万吨）	7.0	5.1	3.7	1.6	2.0	1.7	1.8	1.5	1.5	1.5
出口量（万吨）	8.6	13.9	25.6	37.0	33.4	33.3	36.7	40.0	45.0	50.0
表观消费量（万吨）	86.9	92.6	86.6	88.5	75.1	88.5	99.2	105.1	111.4	118.1
表观消费量增速		6.5%	-6.5%	2.2%	-15.1%	17.8%	12.1%	6.0%	6.0%	6.0%
国内下游需求拆分	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
海绵及其制品（万吨）	62	64	60	61	50	57	65	69	74	79
固化剂（涂料）（万吨）	16	19	17	18	15	19	21	22	23	24
胶粘剂、密封剂（万吨）	4	5	4	4	3	4	4	4	4	5
弹性体（万吨）	3	4	4	3	3	3	4	4	4	4
TPU（万吨）	0	0	0	0	3	4	4	4	4	5
其他（万吨）	1	1	2	2	2	1	1	1	1	1

图表：我国MDI产能、产量及开工率情况



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图表：我国TDI产能、产量及开工率情况



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图表：全球MDI新增产能情况

公司名称	在建产能 (万吨/年)	地区	预计投产时间	备注
万华化学	70	中国福建	2027年	万华福建150万吨/年MDI技改扩能一体化项目
	40	中国新疆	预计2026年后，2020年1月新疆发改委核准项目申请	投资46.64亿元；新疆巨力已被万华收购
巴斯夫	20	美国盖斯马	预计2025年完成	—

资料来源：各公司官网，流程工业公众号，中国化工报，国海证券研究所

图表：全球TDI新增产能情况

公司名称	在建产能 (万吨/年)	地区	预计投产时间
万华化学福建二期	36	福建	2025年
新疆巨力（万华化学）	5	新疆	暂不明确
上海科思创	6	上海	暂不明确
连石化工	5	辽宁	预计2025年

资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

聚氨酯：若行业盈利恢复中枢，弹性充足

图表：MDI/TDI行业主要企业当前盈利预测及估值

重点公司	股票	2025/8/15		归母净利润 (亿元)			PE			投资
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	评级
代码	名称	股价 (元/股)	市值 (亿元)							
600309.SH	万华化学	62.99	1,972	130.3	143.0	184.0	15	14	11	买入
600230.SH	沧州大化	12.98	54	0.3	0.2	0.3	194	234	179	未评级

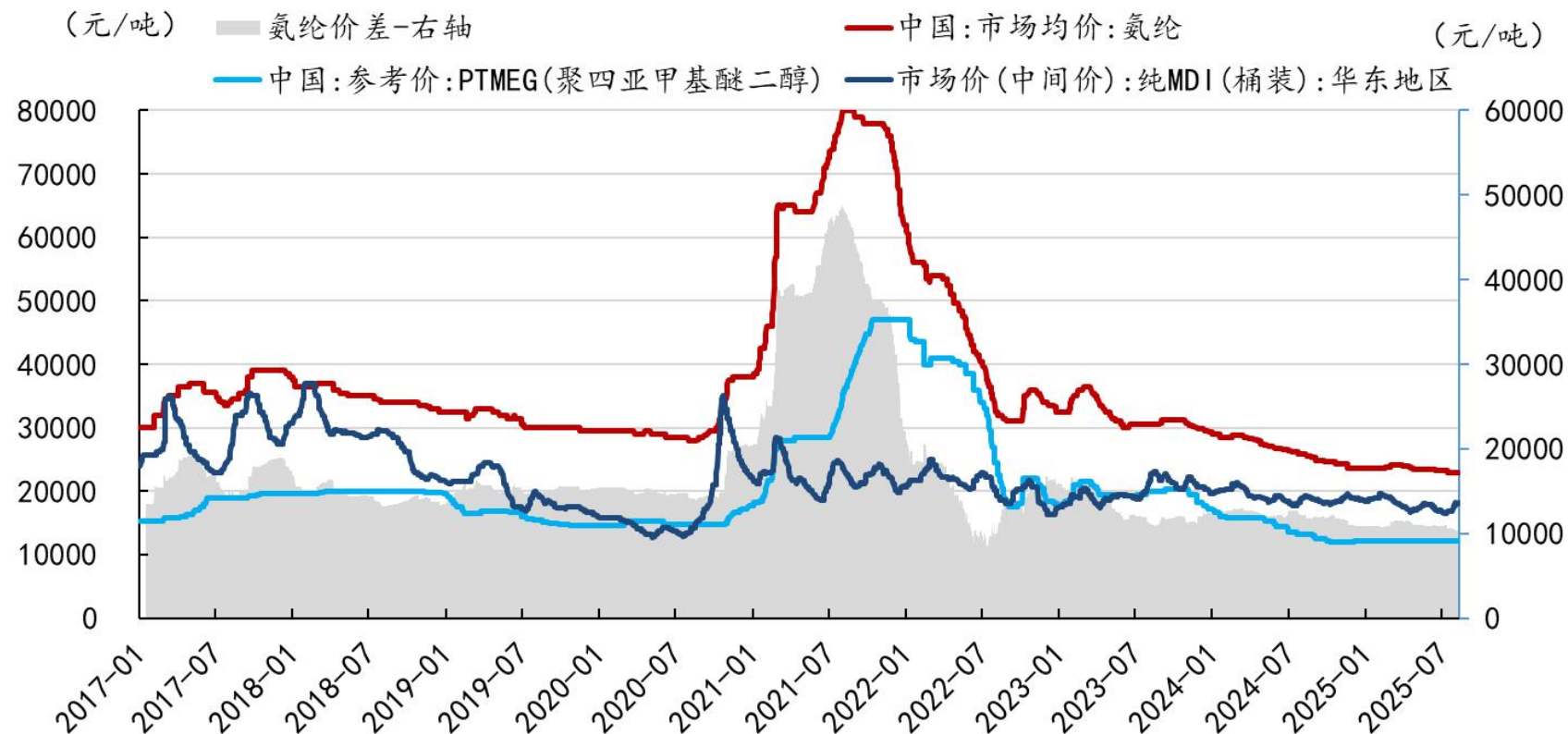
资料来源：Wind，国海证券研究所（未评级公司盈利预测来自Wind一致性预期）

图表：假设行业盈利恢复至历史中枢，对应盈利预测及估值

重点公司	股票	2025/8/15		归母净利润 (亿元)			PE			营业收入 (亿元)			归母净利率 中枢假设
		代码	名称	市值（亿元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	
600309.SH	万华化学	1,972	130.3	191.6	223.5	15	10	9	1,821	1,976	2,305	9.7%	
600230.SH	沧州大化	54	0.3	3.4	4.1	194	16	13	51	55	65	6.2%	

资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：氨纶行业历史价格价差情况（截至2025年8月13日）



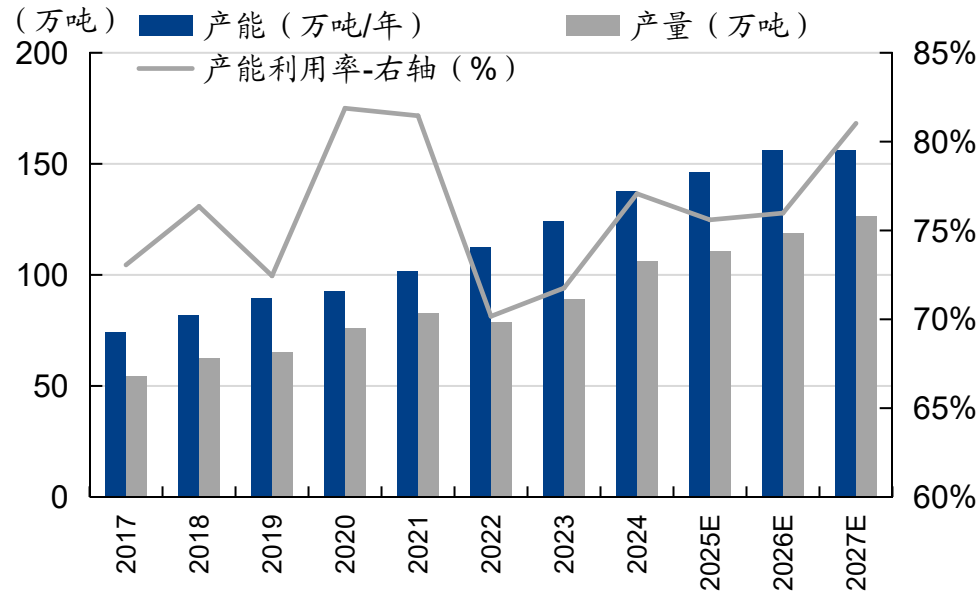
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：氨纶行业供需平衡表情况

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（万吨/年）	74.0	81.7	89.5	92.5	101.5	112.1	124.0	137.5	146.1	156.1	156.1
产能利用率（%）	73.1%	76.4%	72.4%	81.9%	81.5%	70.2%	71.8%	77.1%	75.6%	76.0%	81.0%
产量（万吨）	54.1	62.4	64.9	75.8	82.7	78.7	89.0	106.0	110.5	118.6	126.5
进口量（万吨）	2.2	2.6	2.8	2.9	3.7	2.6	4.8	4.6	3.3	4.0	4.0
出口量（万吨）	5.3	5.6	8.0	6.5	8.0	7.1	7.0	7.9	8.5	10.0	10.0
表观消费量（万吨）	51.0	59.4	62.2	72.2	78.3	74.2	86.8	102.7	105.3	112.6	120.5
表观消费量增速（%）	8.7%	16.4%	4.7%	15.4%	9.2%	-4.1%	17.1%	18.3%	2.5%	7.0%	7.0%

资料来源：Wind，百川盈孚，国海证券研究所

图表：氨纶行业产能、产量及开工率情况



资料来源：Wind，百川盈孚，国海证券研究所

图表：氨纶行业新增产能情况

生产企业	预计新增产能 (万吨/年)	预计投产时间	备注
华峰化学	15	2025-2026年	募投项目15万吨，2025年预计投产5万吨；2026年再投10万吨
晓星氨纶	3.6	2025年	已投产

资料来源：Wind，百川盈孚，化纤信息网，国海证券研究所

氨纶：若行业盈利恢复中枢，弹性充足

图表：氨纶行业主要企业当前盈利预测及估值

重点公司	股票	2025-08-15		归母净利润 (亿元)			PE			投资
		股价（元/股）	市值（亿元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
002064.SZ	华峰化学	7.77	386	22.2	20.3	28.0	17	19	14	买入
000949.SZ	新乡化纤	4.00	68	2.5	1.2	2.4	28	57	28	未评级
002254.SZ	泰和新材	11.02	94	0.9	2.1	3.2	106	44	30	未评级

资料来源：Wind，国海证券研究所（未评级公司盈利预测来自Wind一致性预期）

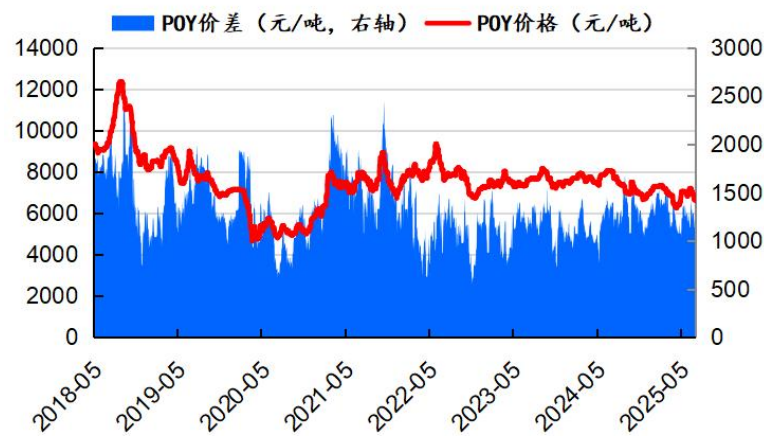
图表：假设行业盈利恢复至历史中枢，对应盈利预测及估值

重点公司	股票	2025-08-15		归母净利润 (亿元)			PE			营业收入 (亿元)		归母净利 率中枢假 设
		市值 (亿元)	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
002064.SZ	华峰化学	386	22.2	31.2	34.2	17	12	11	269	256	281	12.2%
000949.SZ	新乡化纤	68	2.5	1.8	1.9	28	39	35	74	77	85	2.3%
002254.SZ	泰和新材	94	0.9	4.4	5.4	106	22	17	39	46	57	9.6%

资料来源：Wind，国海证券研究所

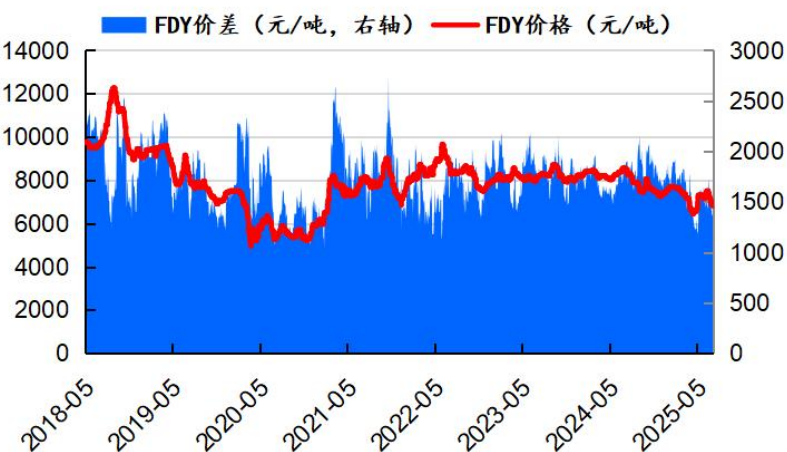
涤纶长丝：价格及价差均处于历史较低分位

图表：涤纶长丝POY价格及价差变化情况



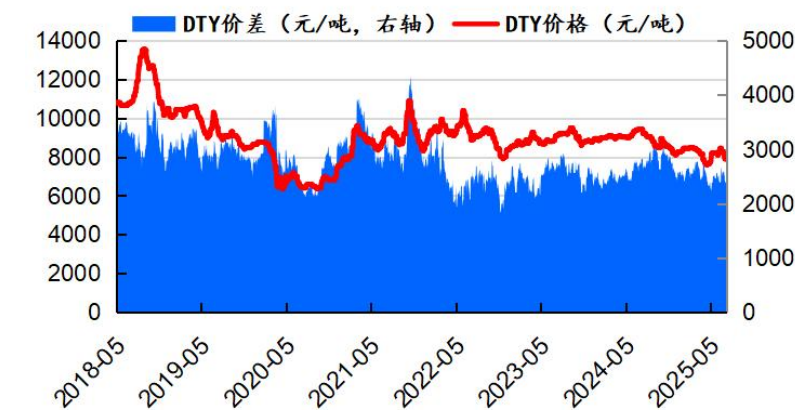
资料来源：Wind，国海证券研究所
(数据截至2025年8月10日)

图表：涤纶长丝FDY价格及价差变化情况



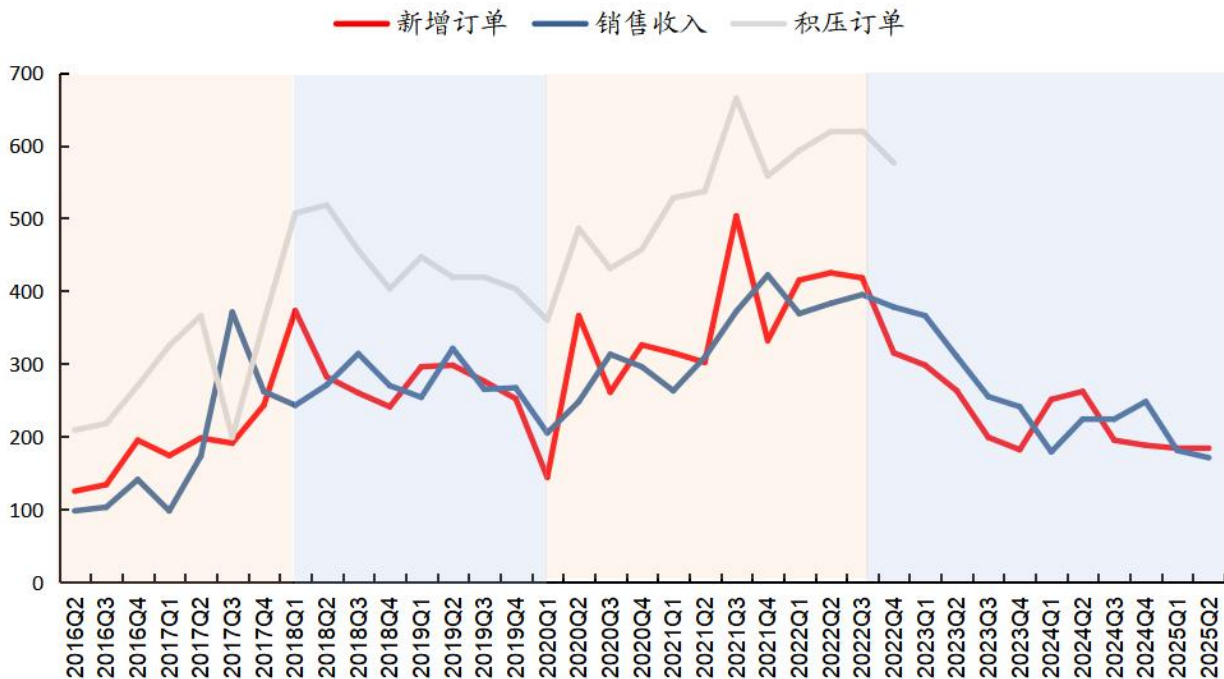
资料来源：Wind，国海证券研究所
(数据截至2025年8月10日)

图表：涤纶长丝DTY价格及价差变化情况



资料来源：Wind，国海证券研究所
(数据截至2025年8月10日)

图表：2022Q3以来巴马格卷绕头新增订单量呈现下滑趋势（单位：百万瑞士法郎）



资料来源：Oerlikon，国海证券研究所

图表：涤纶长丝供需平衡表

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（万吨/年）	3346	3487	3797	4051	4326	4499	4731	5052	5157	5338	5418	5498
产能利用率（%）	71%	75%	76%	78%	79%	84%	78%	81%	88%	88%	89%	90%
产量（万吨）	2367	2599	2904	3142	3408	3767	3690	4072	4536	4699	4805	4940
进口量（万吨）	12	14	13	11	9	12	9	4	4	3	4	4
出口量（万吨）	198	207	231	272	274	305	331	335	318	353	330	330
表观消费量（万吨）	2181	2405	2685	2881	3143	3474	3369	3741	4222	4349	4479	4614
表观消费量增速（%）		10.3%	11.6%	7.3%	9.1%	10.6%	-3.0%	11.1%	12.8%	3.0%	3.0%	3.0%

资料来源：卓创资讯、百川盈孚、CCF，国海证券研究所

图表：涤纶长丝主要新增产能（2023.6及以后）

公司	建设主体	产能（万吨）	投产及预计投产时间	当年有效新增产能（万吨）			
				2024	2025	2026	2027
桐昆股份	嘉通能源	30	2023-06	20			
	桐昆沭阳	30	2023-07	20			
		30	2023-09	30			
	嘉通能源	30	2023-11	30			
	嘉通能源	30	2023-12	30			
	桐昆恒超三期	20	2024-12	0	20		
	桐昆福建恒海	30	2025年下半年	0	15	15	
	桐昆安徽佑顺	30	2025年年底			30	
新凤鸣	新凤鸣新拓	40	2023-08	30			
	新凤鸣新拓	36	2024-08	5	31		
	新凤鸣中鸿新材料	25	2025Q1		25		
		40	2025Q5		40		
荣盛石化	盛元化纤	50	2024-12投产20万吨，2025-03投产30万吨	0	50		
总计				165	181	45	0

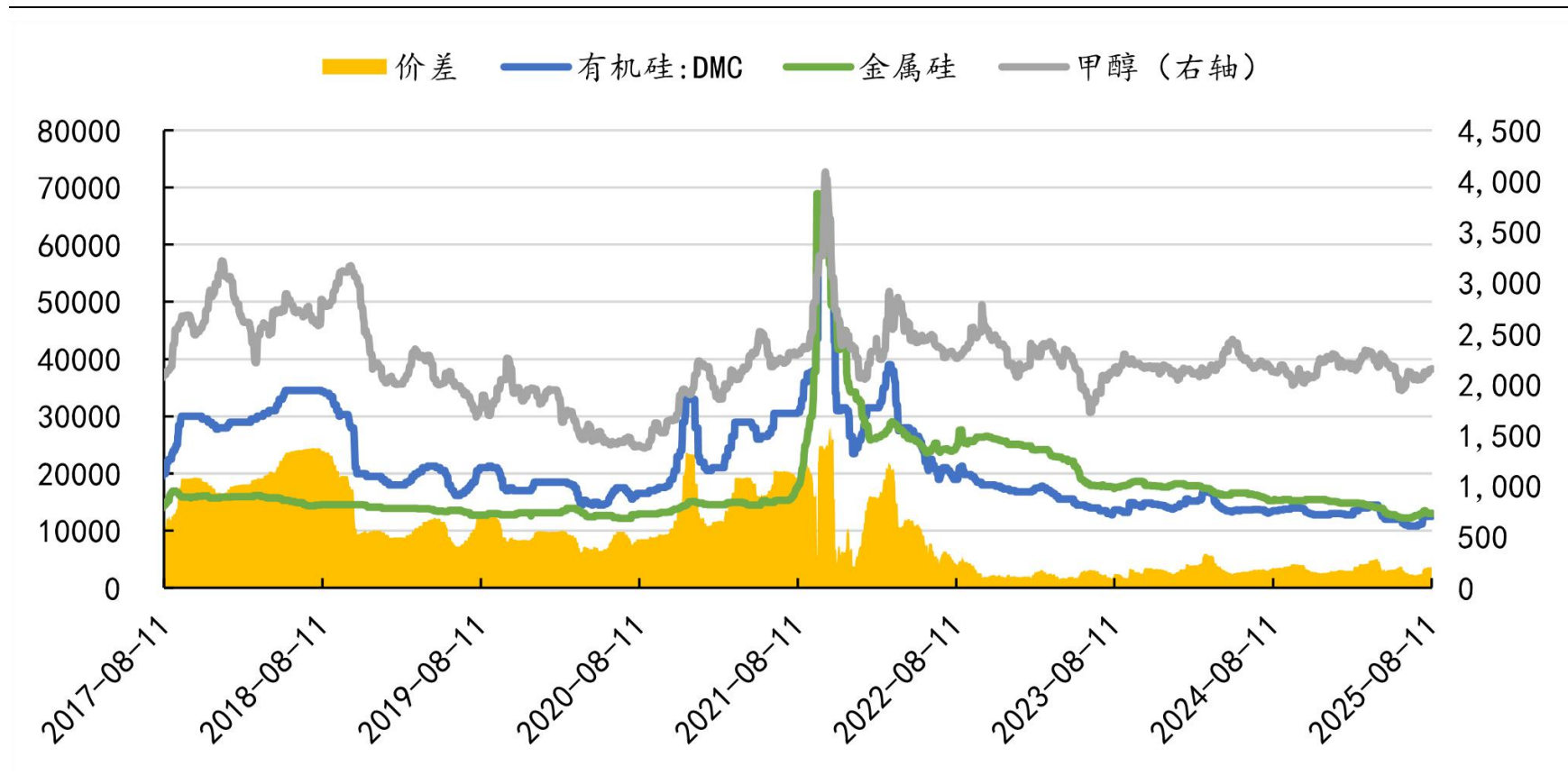
资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

图表：行业主要公司盈利预测和估值

重点公司 代码	股票 名称	2025-08-15		归母净利润（亿元）			PE			投资 评级
		股价（元/股）	市值（亿元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
603225. SH	新凤鸣	13. 62	208	11	15. 16	18. 54	15. 25	12. 35	10. 1	买入
601233. SH	桐昆股份	13. 10	315	12. 02	22. 33	31. 29	11. 85	13. 29	9. 48	买入

资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：有机硅行业历史价格价差情况（元/吨）



资料来源：Wind，国海证券研究所

◆ 2021-2024年，我国有机硅行业处于产能扩张周期，新增产能集中投放。2024年，我国有机硅DMC行业产能已达344万吨，占全球总产能70%以上。当前，有机硅产能扩张已步入尾声，随着行业利润承压，部分项目搁置或取消。另外，海外落后产能开始退出，2025年7月，陶氏宣布将于2026年中期关闭其英国硅氧烷工厂，该工厂具有硅氧烷产能14.5万吨/年。有机硅供需平衡表有望于2025年开始修复。

图表：国内有机硅DMC行业供需平衡表（万吨）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能	152	168	188	265	272	344	344	344	374
产能利用率	76%	76%	76%	64%	66%	66%	73%	82%	84%
产量	115	128	142	171	181	225	251	281	315
yoy		11.1%	11.2%	20.2%	5.8%	24.7%	11.2%	12.0%	12.0%
进口	14	15	13	10	10	11	11	11	11
出口	22	24	38	45	41	55	60	66	73
表观消费量	106	119	118	135	150	182	202	226	253
表观消费量增速		11.7%	-0.7%	14.7%	11.2%	20.9%	11.0%	12.0%	12.0%

资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

有机硅：若行业盈利恢复中枢，弹性充足

图表：有机硅行业主要企业当前盈利预测及估值

重点公司 代码	股票 名称	2025-08-15		归母净利润 (亿元)			PE			投资 评级
		股价 (元/股)	市值 (亿元)	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
603260.SH	合盛硅业	52.87	625	17.4	20.3	28.4	37	31	22	买入
600596.SH	新安股份	10.02	135	0.5	3.3	6.3	267	41	22	未评级
600141.SH	兴发集团	25.08	277	16.0	20.4	25.6	17	14	11	买入
000830.SZ	鲁西化工	12.26	234	20.3	19.3	22.1	11	12	11	未评级
603281.SH	江瀚新材	25.45	95	6.0	5.4	6.4	16	17	15	未评级

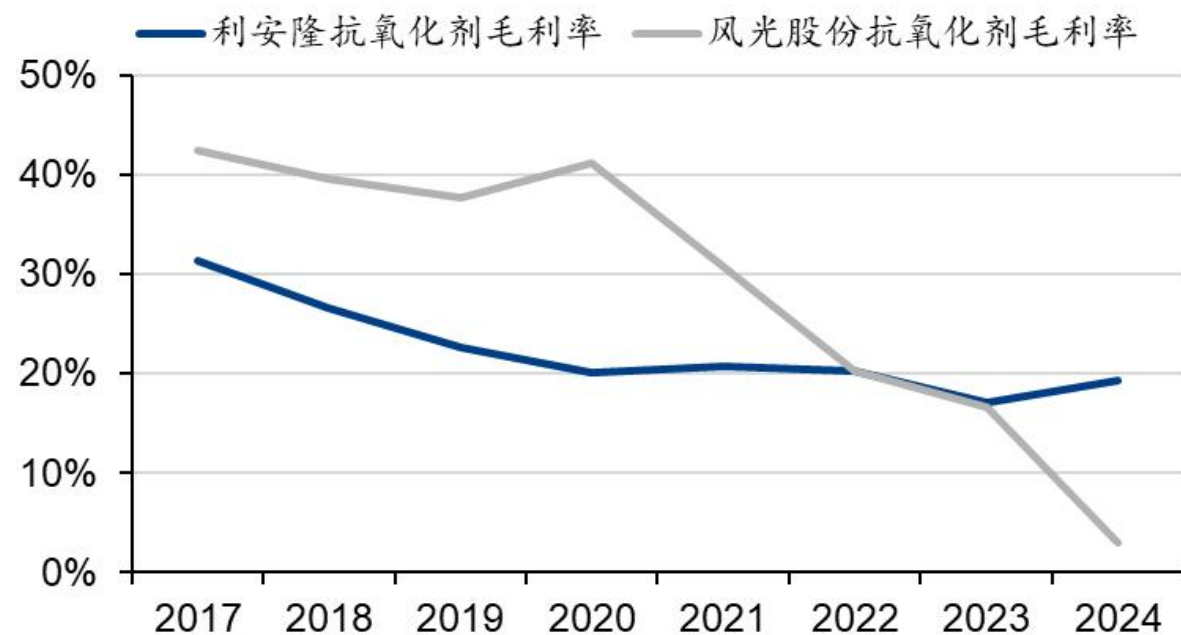
资料来源：Wind，国海证券研究所（未评级公司盈利预测来自Wind一致性预期）

图表：假设行业盈利恢复至历史中枢，对应盈利预测及估值

重点公司 代码	股票 名称	2025-08-15		归母净利润 (亿元)			PE			营业收入 (亿元)		归母净利率 中枢假设
		市值 (亿元)	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
603260.SH	合盛硅业	625	17.4	32.8	35.6	37	19	18	267	273	297	12.0%
600596.SH	新安股份	135	0.5	19.3	20.8	267	7	6	147	161	174	12.0%
600141.SH	兴发集团	277	16.0	29.8	31.9	17	9	9	284	298	319	10.0%
000830.SZ	鲁西化工	234	20.3	34.9	37.2	11	7	6	298	349	372	10.0%
603281.SH	江瀚新材	95	6.0	6.5	7.5	16	15	13	22	23	27	28.0%

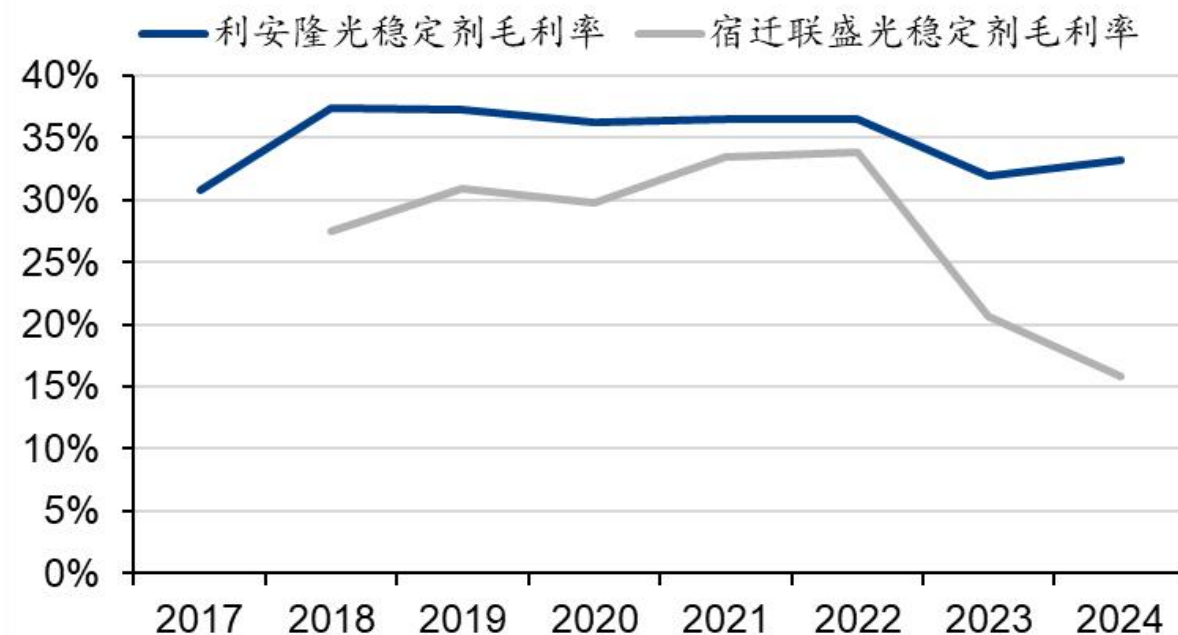
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：利安隆抗氧化剂毛利率与可比公司对比



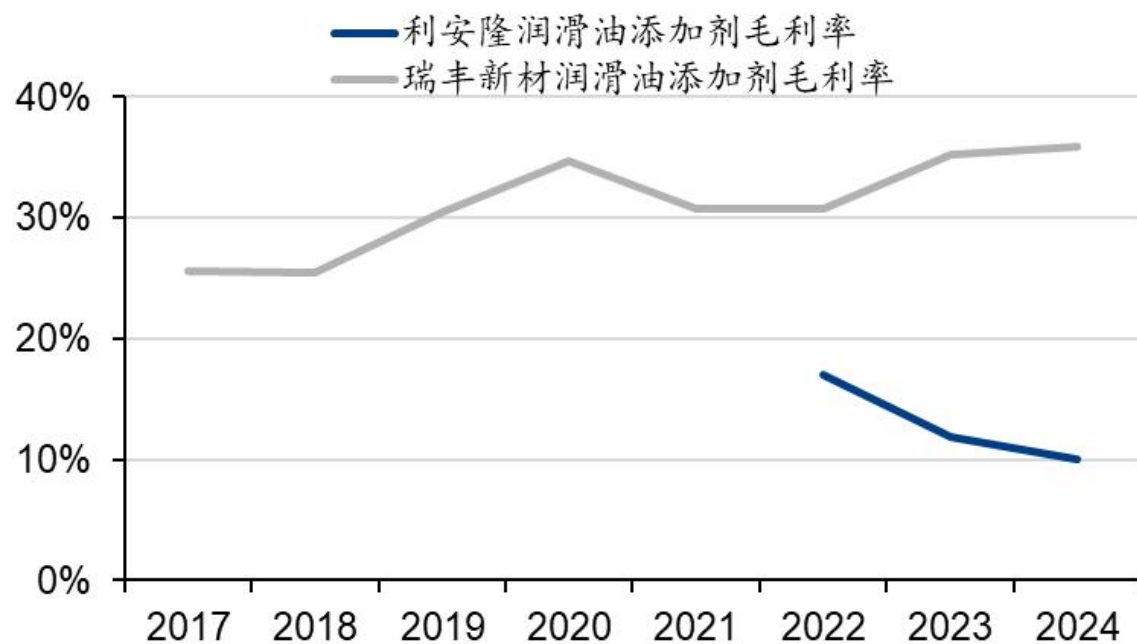
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：利安隆光稳定剂毛利率与可比公司对比



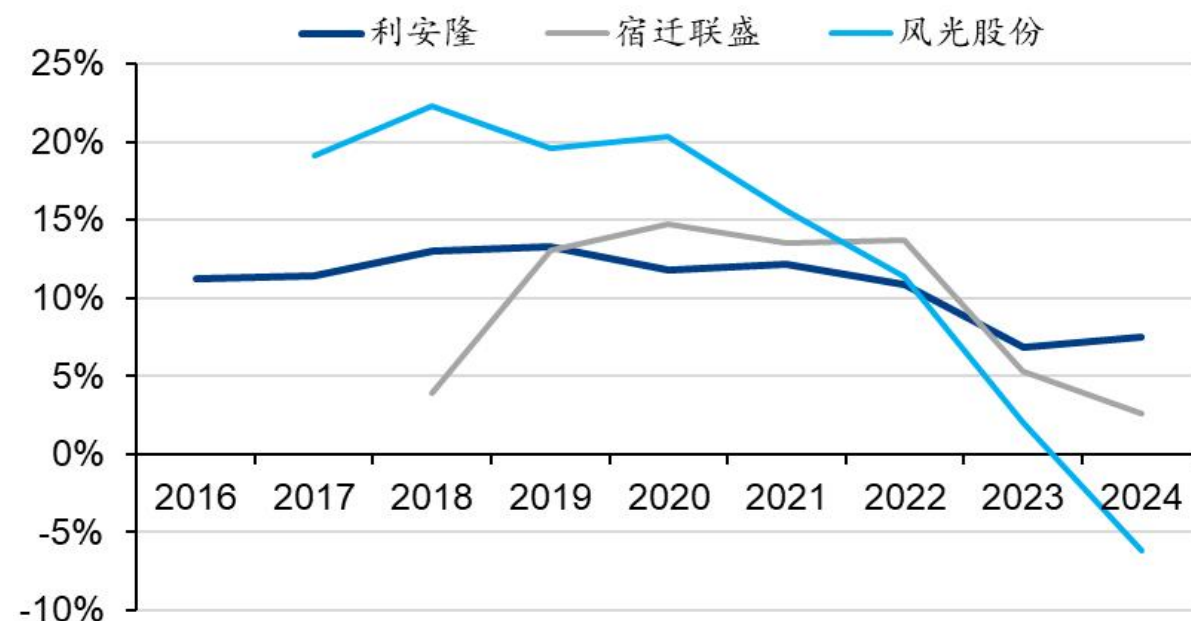
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：利安隆润滑油添加剂业务毛利率与可比公司对比



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：利安隆、宿迁联盛、风光股份净利率水平对比



资料来源：Wind，国海证券研究所

利安隆：若盈利恢复中枢，弹性充足

图表：利安隆盈利预测及估值

重点公司	股票	2025-08-15		归母净利润 (亿元)			PE			投资
		代码	名称	股价（元/股）	市值 (亿元)	2024	2025E	2026E	2024	2025E
300596.SZ	利安隆	33.82	78	4.3	5.0	6.2	18	16	13	买入

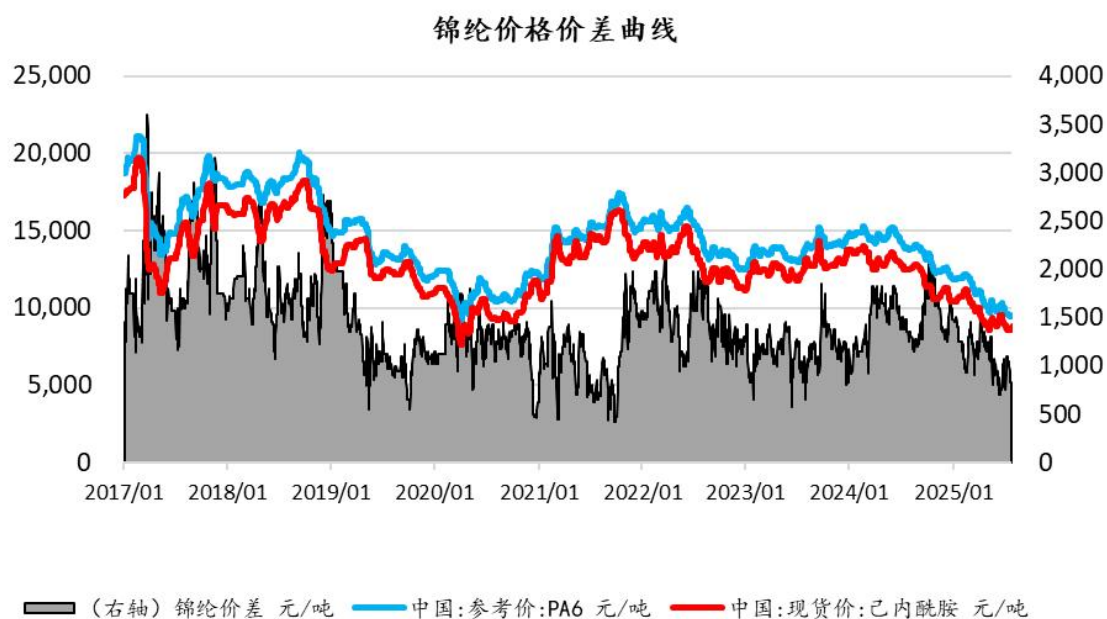
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：假设盈利恢复至历史中枢，对应盈利预测及估值

重点公司	股票	2025-08-15		归母净利润 (亿元)			PE			营业收入 (亿元)			归母净利 率中枢假 设	
		代码	名称	市值 (亿元)	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E		2026E
300596.SZ	利安隆			78	4.3	7.6	8.8	18	10	9	57	68	78	11.3%

资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：锦纶行业历史价格价差情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：锦纶价格及库存情况



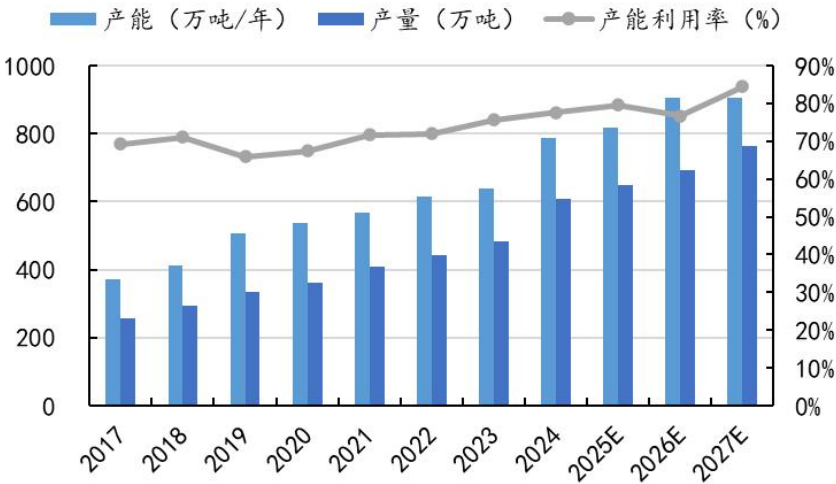
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：锦纶行业供需平衡表

锦纶6	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（万吨/年）	373.00	412.10	506.60	536.60	568.60	615.80	636.80	785.80	817.17	904.40	904.40
产能利用率（%）	69.25%	71.04%	65.94%	67.38%	71.61%	71.99%	75.63%	77.57%	79.55%	76.68%	84.46%
产量（万吨）	258.30	292.75	334.08	361.56	407.20	443.34	481.59	609.52	650.05	693.48	763.82
进口量（万吨）	36.46	37.91	34.35	29.46	25.26	19.83	22.28	17.59	13.22	17.70	16.17
出口量（万吨）	10.51	9.98	11.81	12.29	25.59	39.10	47.88	57.70	69.92	58.50	62.04
表观消费量（万吨）	284.24	320.67	356.61	378.73	406.86	424.07	456.00	569.40	593.35	652.68	717.95
表观消费量增速（%）		12.82%	11.21%	6.20%	7.43%	4.23%	7.53%	24.87%	4.21%	10.00%	10.00%

资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：锦纶行业产能、产量及开工率情况



资料来源：Wind，百川盈孚，国海证券研究所

图表：锦纶行业新增产能情况

生产企业	产能（万吨/年）	预计投产时间
江苏弘盛新材料股份有限公司	7	2025-06
杭州聚合顺新材料股份有限公司	12.4	2025-12
天岳(天门)新材料科技有限公司	30	2025-11
广西恒逸新材料有限公司	60	2025-08
常德聚合顺新材料有限公司	9.2	2025-05
河南心连心化学工业集团股份有限公司	30	2027-12
总计	148.6	

资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

锦纶：若行业盈利好转，弹性充足

图表：锦纶行业主要企业当前盈利预测及估值

重点公司	股票	2025-08-15		归母净利润 (亿元)			PE			投资
		代码	名称	股价（元/股）	市值（亿元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E
605166. SH	聚合顺	12.05	38	3.0	4.0	5.6	13	10	7	买入
601113. SH	华鼎股份	3.99	44	4.9	4.4	5.9	9	10	7	买入
603055. SH	台华新材	9.85	88	7.3	8.6	10.4	12	10	8	未评级

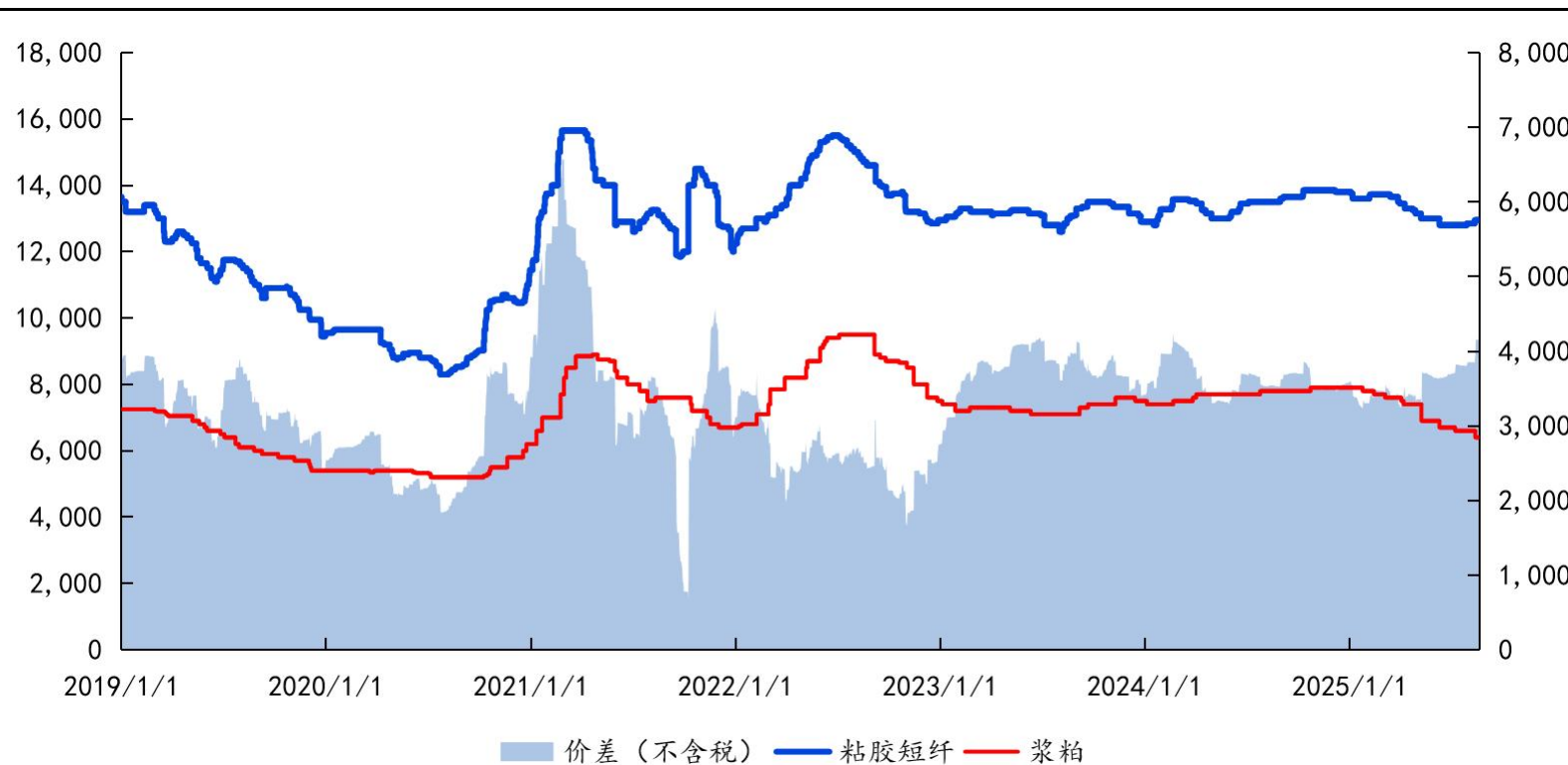
资料来源：Wind，国海证券研究所（未评级公司盈利预测来自Wind一致性预期）

图表：假设行业盈利好转，对应盈利预测及估值

重点公司	股票	2025-08-15		归母净利润 (亿元)			PE			营业收入 (亿元)			归母净利率 假设
		代码	名称	市值（亿元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	
605166. SH	聚合顺		38	3.0	6.1	7.9	13	6	5	72	76	98	8.0%
601113. SH	华鼎股份		44	4.9	5.9	6.4	9	7	7	75	49	53	12.0%
603055. SH	台华新材		88	7.3	10.0	11.4	12	9	8	71	83	95	12.0%

资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：粘胶短纤价格价差走势（元/吨）



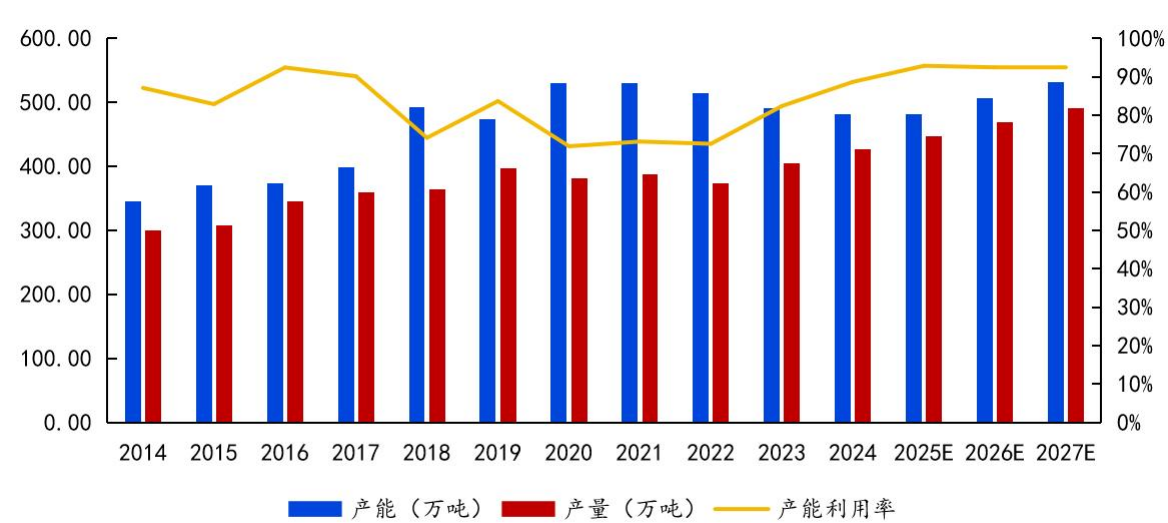
资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：粘胶短纤行业供需平衡表

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（万吨）	345.00	371.00	374.00	398.00	492.00	474.00	530.00	530.00	514.00	491.50	481.50	481.50	506.50	531.50
产量（万吨）	300.59	307.50	345.70	358.80	364.70	396.70	381.20	387.72	373.00	405.00	427.00	447.15	468.30	490.52
产能利用率	87.13%	82.88%	92.43%	90.15%	74.13%	83.69%	71.92%	73.15%	72.57%	82.40%	88.68%	92.87%	92.46%	92.29%
进口量（万吨）	17.05	21.34	19.43	20.52	19.38	22.48	14.86	18.23	18.74	23.76	3.33	3.33	3.33	3.33
出口量（万吨）	24.54	20.25	29.96	29.98	36.64	35.35	36.40	30.87	32.46	28.35	27.37	27.37	27.37	27.37
表观消费量（万吨）	293.10	308.59	335.18	349.34	347.44	383.83	359.66	375.07	359.28	400.41	402.95	423.10	444.26	466.47
表观消费量增速		5.28%	8.62%	4.23%	-0.54%	10.47%	-6.30%	4.29%	-4.21%	11.45%	0.63%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：卓创资讯、百川盈孚、国海证券研究所

图表：粘胶短纤行业产能、产量及开工率情况



资料来源：卓创资讯、百川盈孚、国海证券研究所

图表：粘胶短纤行业新增产能

企业名称	最新投产计划	项目产能（万吨）
金光纤维(江苏)有限公司	2026-06	50

资料来源：百川盈孚、国海证券研究所

粘胶短纤：若行业盈利恢复中枢，弹性充足

图表：PVC行业主要企业当前盈利预测及估值

重点公司	股票	2025-08-15		归母净利润 (亿元)			PE			投资
代码	名称	股价（元/股）	市值（亿元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	评级
600409. SH	三友化工	5.79	120	5.0	6.6	8.5	24	18	14	买入
002092. SZ	中泰化学	4.74	123	-9.8	-	-	-	-	-	未评级

资料来源：Wind，国海证券研究所（未评级公司盈利预测来自Wind一致性预期）

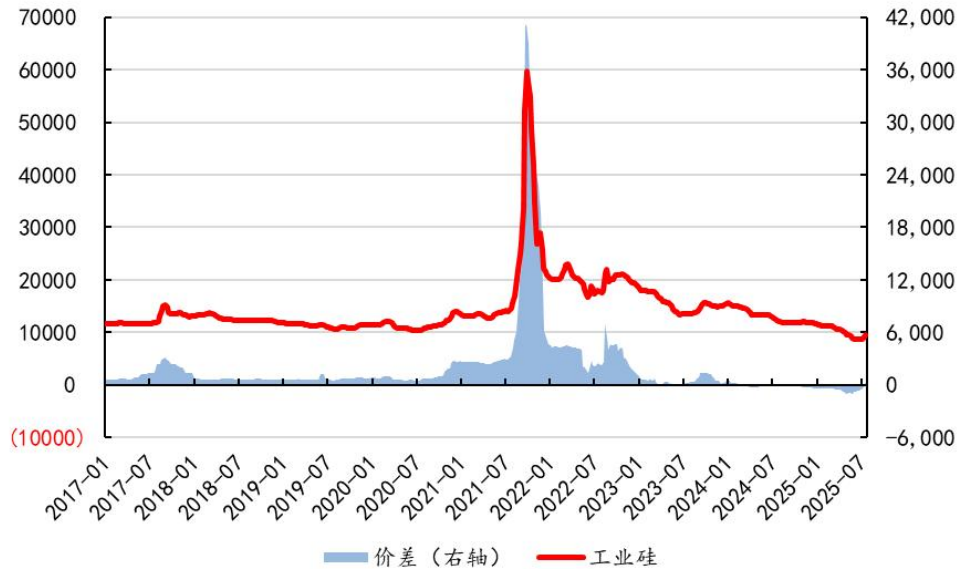
图表：假设行业盈利恢复至历史中枢，对应盈利预测及估值

重点公司	股票	2025-08-15		归母净利润 (亿元)			PE			营业收入 (亿元)			归母净利率假设
		代码	名称	市值 (亿元)	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	
600409.SH	三友化工	120	5.0	17.4	19.3	24	7	6	214	248	275	7.0%	
002092.SZ	中泰化学	123	-9.8	19.8	21.8	-13	6	6	301	331	364	6.0%	

资料来源：Wind，国海证券研究所

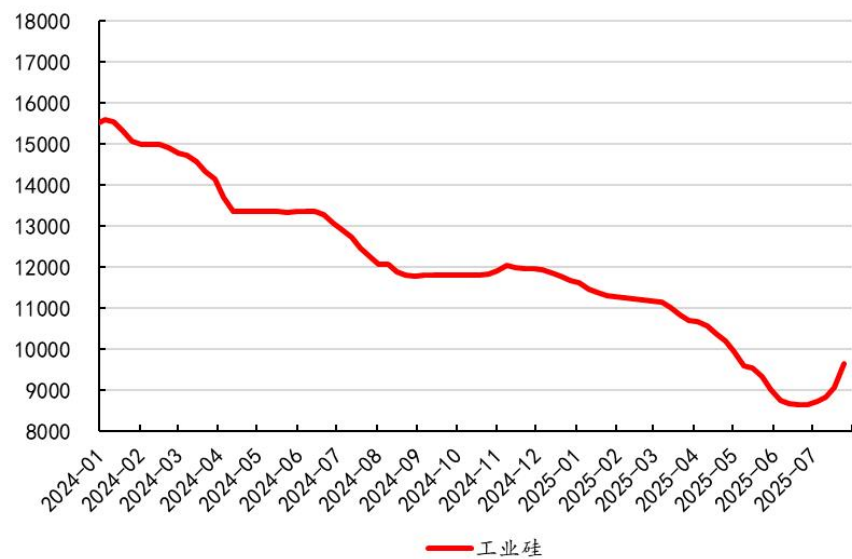
- 只限新增产能
- 既限扩能，又去存量
- 温和措施
- 风险提示

图表：工业硅价格价差位于历史底部（单位：元/吨）



资料来源：Wind，百川盈孚，国海证券研究所

图表：2025年7月工业硅价格触底回升（单位：元/吨）



资料来源：Wind，百川盈孚，国海证券研究所

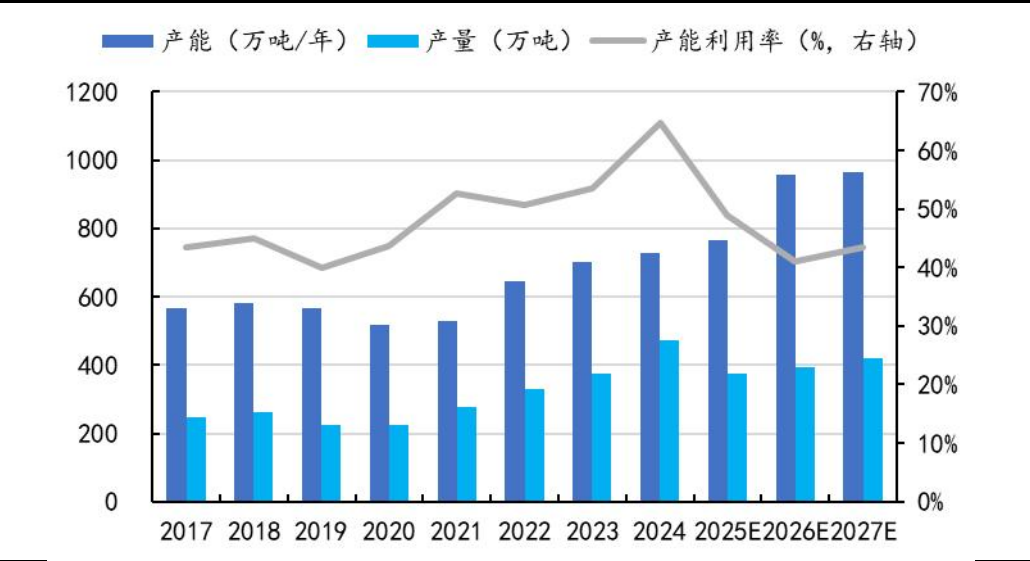
工业硅：行业供给严重过剩

图表：工业硅行业供需平衡表

工业硅	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（万吨/年）	565.9	581.7	566.0	517.6	528.1	645.8	700.5	727.7	764.3	955.9	965.9
产能利用率	43.6%	45.0%	39.9%	43.6%	52.7%	50.8%	53.6%	64.7%	48.9%	41.1%	43.4%
产量（万吨）	246.5	261.8	225.7	225.8	278.3	327.8	375.5	470.8	373.7	392.9	419.5
进口量（万吨）	0.5	0.2	0.2	0.1	0.4	3.0	0.6	3.0	1.0	1.6	1.9
出口量（万吨）	83.5	80.0	68.9	60.7	77.7	63.9	56.4	72.5	68.1	65.7	68.8
表观消费量（万吨）	163.5	182.0	157.0	165.1	201.0	266.9	319.8	401.3	306.6	328.8	352.6
表观消费量增速	-	11.4%	-13.8%	5.2%	21.7%	32.8%	19.8%	25.5%	-23.6%	7.2%	7.2%

资料来源：Wind，百川盈孚，海关总署，国海证券研究所

图表：工业硅行业产能、产量及开工率情况



资料来源：Wind，百川盈孚，海关总署，国海证券研究所

图表：工业硅行业主要新增产能情况

生产企业	预计新增产能（万吨）	预计投产时间
云南合盛	40	2025年7月
东方日升	20	2025年8月
清电硅材料	40	2025年12月
合盛（鄯善）	40	2025年12月
大全能源	30	2026年1月
特变电工	30	20万吨于2026.1，10万吨于2026.12
总计	200	

资料来源：Wind，百川盈孚，国海证券研究所

工业硅：若行业盈利恢复中枢，有较大弹性空间

图表：工业硅行业主要企业当前盈利预测及估值

重点公司 代码	股票 名称	2025-08-15 股价/元	市值 亿元	归母净利润/亿元			PE			投资 评级
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
603260.SH	合盛硅业	52.87	625	17.4	20.3	28.4	37	31	22	买入

资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：假设行业盈利恢复至历史中枢，对应盈利预测及估值

重点公司 代码	股票 名称	2025-08-15 市值/亿元	归母净利润/亿元			PE			营业收入/亿元			归母净利率 中枢假设
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
603260.SH	合盛硅业	625	17.4	42.7	46.5	37	15	13	267	273	297	15.7%

资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：纯碱行业历史价格价差情况（月度数据，截至2025年8月12日）



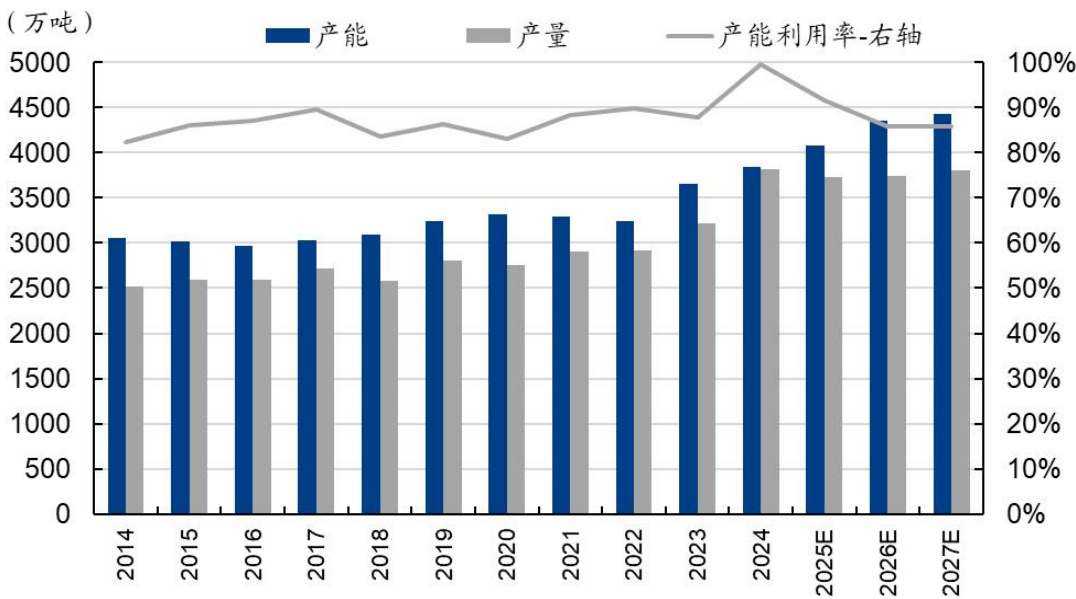
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：纯碱行业供需平衡表情况

纯碱	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（万吨）	3052	3013	2970	3035	3091	3247	3317	3293	3243	3658	3838	4038	4318	4398
产能利用率	82%	86%	87%	89%	84%	86%	83%	88%	90%	88%	99%	93%	88%	88%
产量（万吨）	2515	2592	2588	2716	2583	2804	2759	2909	2915	3214	3819	3736	3816	3876
出口（万吨）	178	220	198	152	138	144	138	76	205	149	122	198	210	220
进口（万吨）	5	0	13	14	29	19	36	24	11	68	97	3	6	10
表观消费量（万吨）	2342	2372	2404	2578	2474	2679	2657	2857	2721	3134	3794	3541	3612	3666
表观消费量增速		1.3%	1.3%	7.2%	-4.0%	8.3%	-0.8%	7.5%	-4.8%	15.2%	21.1%	-6.7%	2.0%	1.5%

资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图表：纯碱行业产能、产量及开工率情况



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图表：纯碱行业新增产能情况

生产企业	预计新增产能（万吨）	预计投产时间
江苏德邦	60	已于2025年3月投产，联碱法
中天碱业	30	已于2025年4月投产，河南天然碱
连云港碱业	110	已于2025年6月复产，搬迁项目，联碱法
2025年已投产	200	
远兴内蒙二期	280	2025年底，天然碱法
湖南湘衡	80	2027年，联碱法
总计	360	

资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

纯碱：若行业盈利恢复中枢，弹性充足

图表：纯碱行业主要企业当前盈利预测及估值

重点公司	股票	2025-08-15		归母净利润 (亿元)			PE			投资	
		代码	名称	股价 (元/股)	市值 (亿元)	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
000683.SZ	博源化工	5.92	220	18.1	14.8	17.1	12	15	13		未评级
600328.SH	中盐化工	8.01	117	5.2	2.8	5.1	23	41	23		买入
600409.SH	三友化工	5.79	120	5.0	6.6	8.5	24	18	14		未评级
000822.SZ	山东海化	5.98	54	0.4	-4.0	0.4	136	-	134		买入
603299.SH	苏盐井神	11.16	87	7.7	7.1	8.4	11	12	10		买入

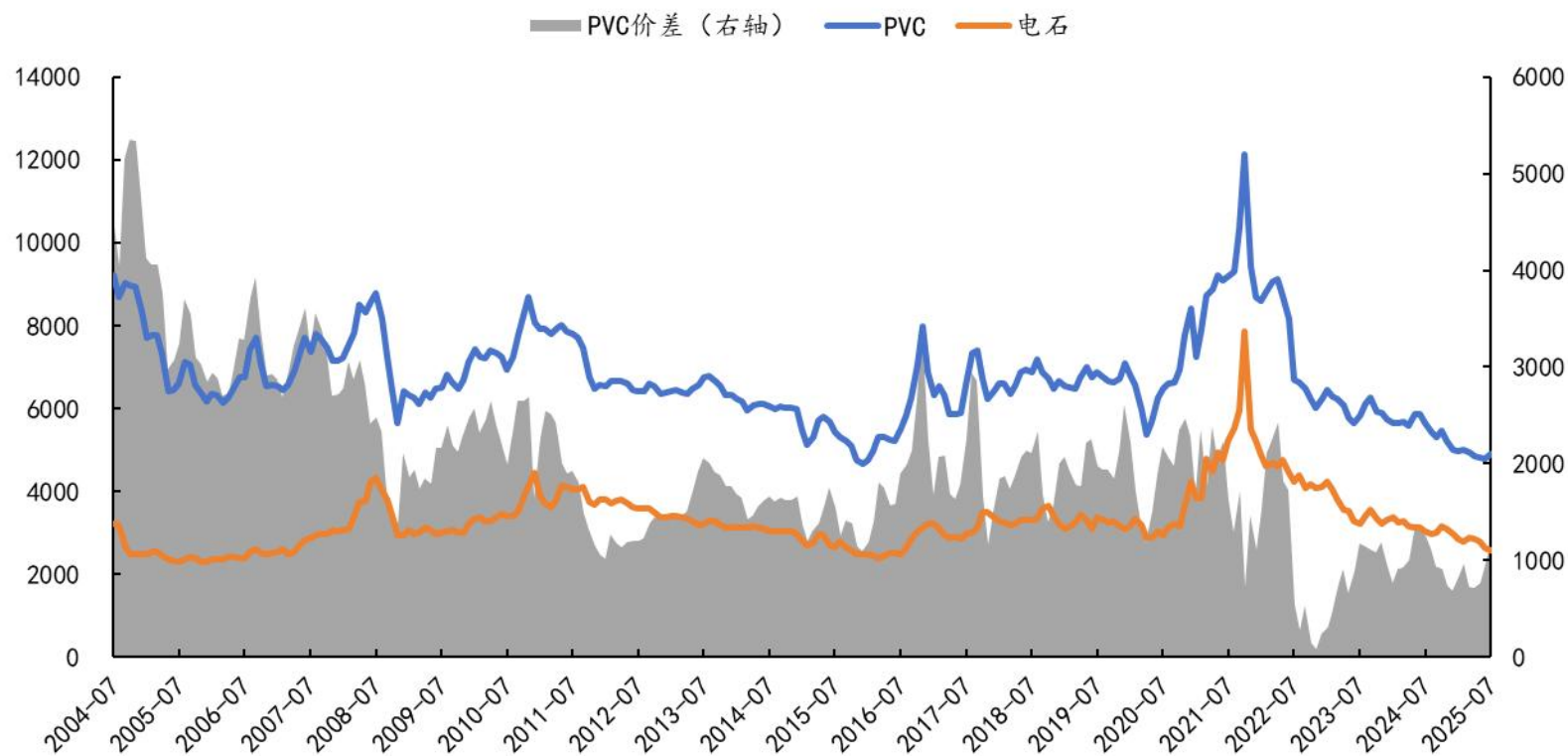
资料来源：Wind，国海证券研究所（未评级公司盈利预测来自Wind一致性预期）

图表：假设行业盈利恢复至历史中枢，对应盈利预测及估值

重点公司	股票	2025-08-15		归母净利润 (亿元)			PE			营业收入 (亿元)			归母净利率 中枢假设
		代码	名称	市值 (亿元)	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	
000683.SZ	博源化工	220	18.1	24.8	28.8	12	9	8	133	131	152	18.9%	
600328.SH	中盐化工	117	5.2	11.5	12.4	23	10	9	129	132	142	8.7%	
600409.SH	三友化工	120	5.0	8.4	9.3	24	14	13	214	248	275	3.4%	
000822.SZ	山东海化	54	0.4	6.9	7.2	136	8	7	60	63	66	10.9%	
603299.SH	苏盐井神	87	7.7	7.4	8.0	11	12	11	53	56	61	13.2%	

资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：PVC价格价差走势（元/吨）



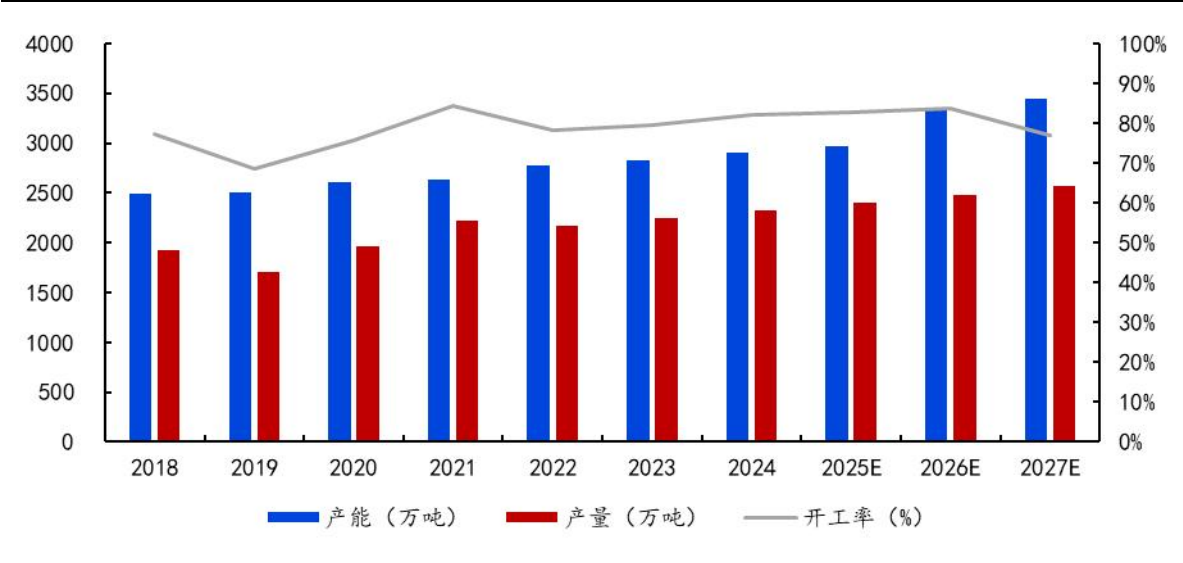
资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：PVC行业供需平衡表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（万吨）	2489.50	2501.50	2607.00	2631.00	2771.00	2831.00	2911.00	2970.17	3336.00	3451.00
产量（万吨）	1927.69	1713.10	1970.46	2223.03	2165.83	2252.90	2328.46	2405.68	2485.80	2568.92
开工率（%）	77.43%	68.48%	75.58%	84.49%	78.16%	79.58%	82.25%	82.64%	83.69%	77.01%
进口数量（万吨）	93.80	87.41	118.99	56.09	51.13	50.60	40.32	40.32	40.32	40.32
出口数量（万吨）	77.31	71.36	85.98	209.41	240.45	273.81	310.64	310.64	310.64	310.64
表观消费量（万吨）	1944.19	1729.16	2003.48	2069.71	1976.51	2029.69	2058.14	2135.36	2215.48	2298.60
增速（%）		-11.06%	15.86%	3.31%	-4.50%	2.69%	1.40%	3.75%	3.75%	3.75%

资料来源：Wind、百川盈孚、国海证券研究所

图表：PVC行业产能、产量及开工率情况



资料来源：Wind、百川盈孚、国海证券研究所

图表：PVC行业新增产能

预计投产时间	生产企业	在建产能
2025-07-01	天津渤化化工发展有限公司	40
2025-07-01	万华化学(福建)有限公司	50
2025-08-01	青岛海湾化学股份有限公司	20
2025-09-01	甘肃耀望化工有限公司	30
2025-09-01	浙江嘉化能源化工股份有限公司	30
2025-12-01	连云港石化有限公司	80
2026-06-01	新疆天业股份有限公司	50
2026-06-01	新疆金晖兆丰能源股份有限公司	100
2026-12-01	新疆天业股份有限公司	100
2027-12-01	广西华谊氯碱化工有限公司	40
2028-06-01	万融新材料(福建)有限公司	96
合计		636

资料来源：百川盈孚、国海证券研究所

PVC：若行业盈利恢复中枢，弹性充足

图表：PVC行业主要企业当前盈利预测及估值

重点公司	股票	2025/8/15		归母净利润 (亿元)			PE			投资
		股价（元/股）	市值（亿元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
002092.SZ	中泰化学	4.74	123	-9.8	-	-	-	-	-	未评级
600409.SH	三友化工	5.79	120	5.0	6.6	8.5	24	18	14	买入
600075.SH	新疆天业	4.54	78	0.7	-	-	121	-	-	未评级
601216.SH	君正集团	5.50	464	28.0	35.0	38.6	16	13	12	买入
600618.SH	氯碱化工	10.22	95	7.9	-	-	12	-	-	未评级
002386.SZ	天原股份	5.23	68	-4.6	-	-	-	-	-	未评级
000422.SZ	湖北宜化	13.65	149	6.5	9.6	11.7	23	15	13	未评级

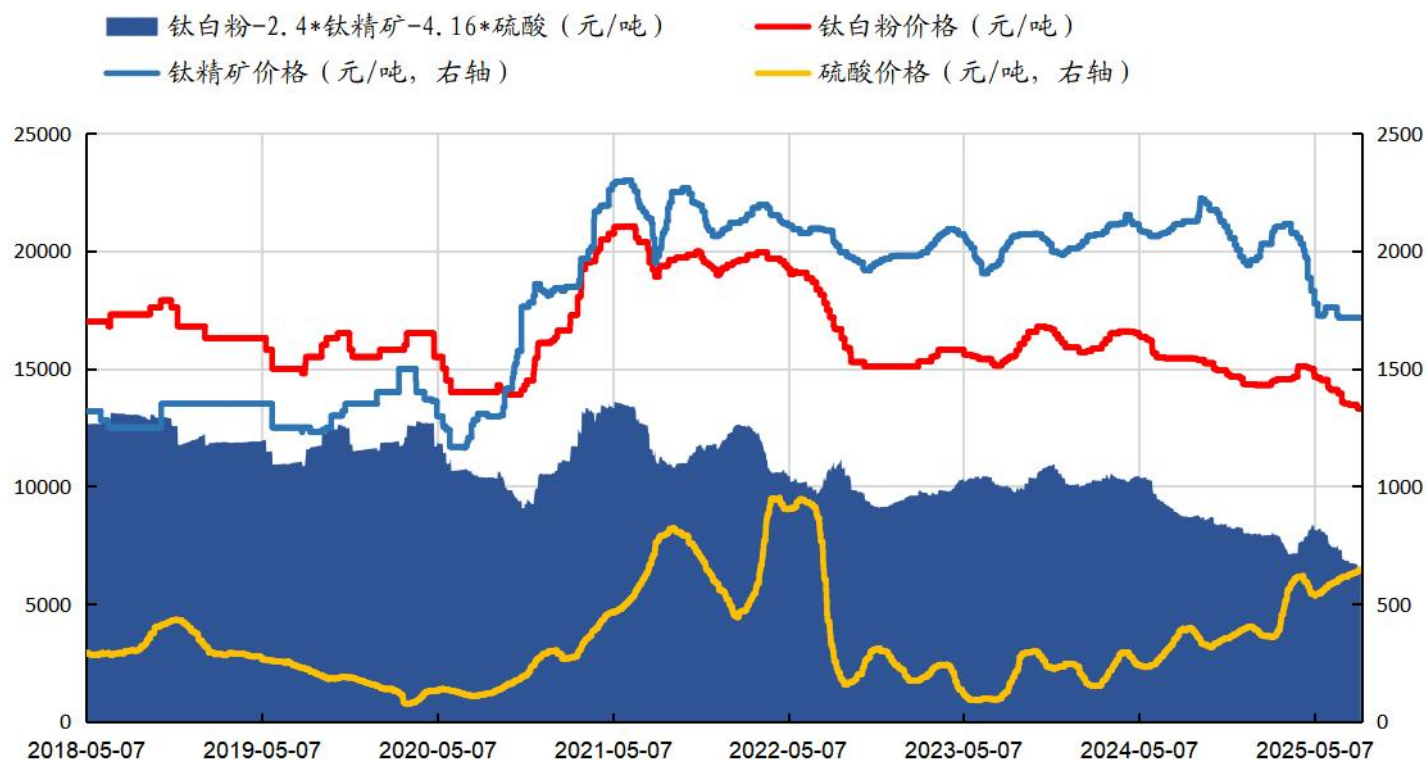
资料来源：Wind，国海证券研究所（未评级公司盈利预测来自Wind一致性预期）

图表：假设行业盈利恢复至历史中枢，对应盈利预测及估值

重点公司	股票	2025/8/15		归母净利润 (亿元)			PE			营业收入 (亿元)		归母净利率中 枢假设
		市值（亿元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
002092.SZ	中泰化学	123	-9.8	19.8	21.8	-	6	6	301	331	364	6.0%
600409.SH	三友化工	120	5.0	17.4	19.3	24	7	6	214	248	275	7.0%
600075.SH	新疆天业	78	0.7	6.9	7.6	121	11	10	112	123	135	5.6%
601216.SH	君正集团	464	28.0	60.0	63.9	16	8	7	252	294	314	20.4%
600618.SH	氯碱化工	95	7.9	11.4	12.5	12	8	8	82	90	99	12.6%
002386.SZ	天原股份	68	-4.6	5.3	5.8	-	13	12	134	147	162	3.6%
000422.SZ	湖北宜化	149	6.5	9.3	9.7	23	16	15	170	184	192	5.0%

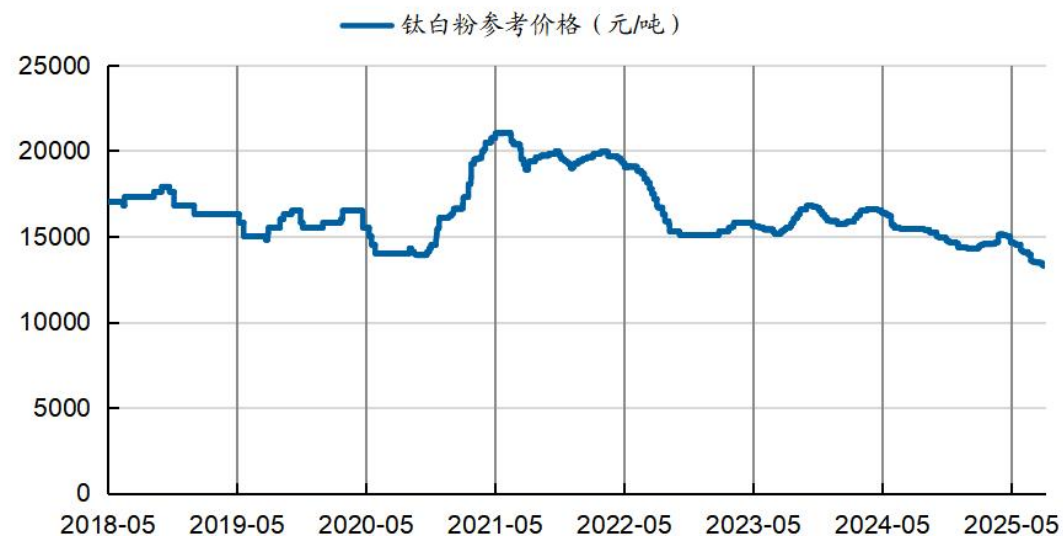
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：钛白粉价格及价差变化情况



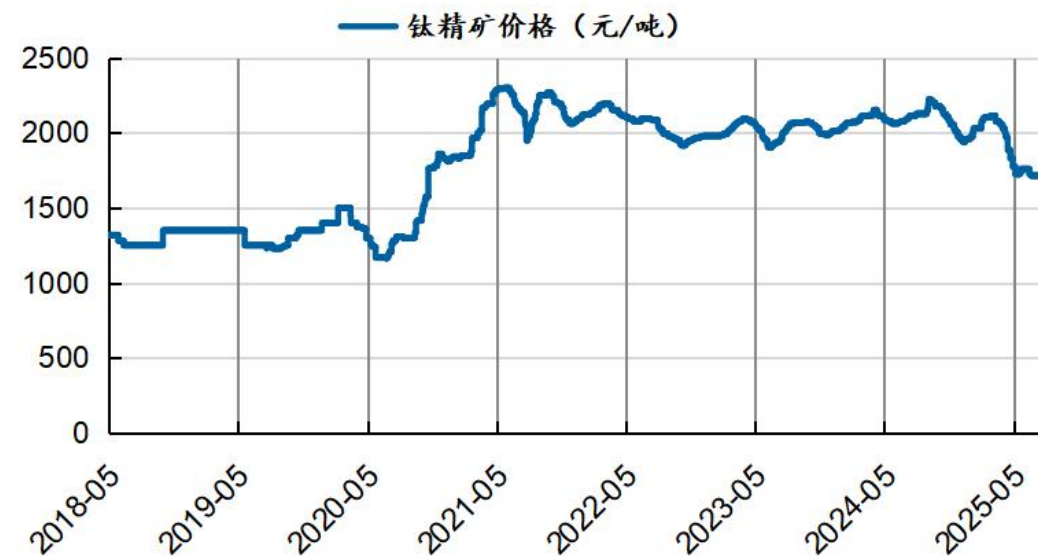
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：钛白粉价格



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：钛精矿价格



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：钛白粉供需平衡表

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
名义产能（万吨/年）	444.5	475.6	509.6	524.7	607.8	641.8	746.8	778.8
产能利用率（%）	79.2%	79.9%	70.5%	76.2%	76.9%	72.6%	65.1%	65.1%
产量（万吨）	351.9	380.1	359.3	399.7	467.3	465.9	486.2	507.2
进口量（万吨）	16.8	19.2	12.3	8.5	9.2	7.9	6.0	7.0
出口量（万吨）	121.4	131.2	140.6	164.2	190.2	183.3	190.0	200.0
表观消费量（万吨）	247.3	268.1	231.0	244.0	286.2	290.5	302.2	314.2
表观消费量增速（%）	-2.8%	8.4%	-13.9%	5.6%	17.3%	1.5%	4.0%	4.0%

资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

钛白粉新增产能较为有限

图表：钛白粉新增产能

公司	新增产能（万吨/年）	工艺	项目名称	预计投产时间	2024	2025E	2026E	2027E
惠云钛业	0	硫酸法	年产5万吨硫酸法钛白粉后处理项目	2024-03已投产	0			
惠云钛业	8	硫酸法	年产8万吨硫酸法钛白粉项目	2024-09已投产	2	6		
中核钛白	20	硫酸法	年产20万吨硫酸法钛白粉项目	2024-04已投产	15	5		
燕钢	48	氯化法	年产16万吨氯化法钛白粉项目（一期）	2025-12			16	
			年产32万吨氯化法钛白粉项目（二期）	2026-12				32
国城矿业	20	硫酸法	年产10万吨硫酸法钛白粉项目（一期）	2024-03已投产	10			
			年产10万吨硫酸法钛白粉项目（二期）	2025-12			10	
攀钢钒钛	6	氯化法	年产6万吨氯化法钛白粉项目	2024-06已投产	3	3		
金海钛业	20	硫酸法	年产20万吨硫酸法钛白粉项目	2025-12			20	
祥海钛资源	6	氯化法	6万吨氯化法钛白粉项目	2025-12			6	
宜宾天原	20	氯化法	20万吨氯化法钛白粉项目	2025-10			20	
蚌埠国钛纳米材料有限公司	8	氯化法	年产8万吨氯化法钛白粉项目（一期）	2025-07已投产		4	4	
广西西陇化工有限公司	3	硫酸法	年产3万吨硫酸法钛白粉项目	2024-08 已投产	1	2		
广西佑灿新材料有限公司	12	硫酸法	广西佑灿新增12万吨硫酸法产能	2024-09 已投产	4	8		
攀枝花兴中钛业有限公司	3	硫酸法	技改升级增加3万吨/年硫酸法产能	2024-01 已投产	3			
云南大互通钛业有限公司	2	硫酸法	新增2万吨/年硫酸法钛白粉产能	2024-07已投产	1	1		
攀枝花大互通钛业有限公司	2	硫酸法	年产2万吨硫酸法钛白粉项目	2024-07已投产	1	1		
镇钛化工	5	硫酸法	新增5万吨硫酸法钛白粉项目	2025-12			5	
贵州胜威福全化工有限公司	8	硫酸法	年产8万吨硫酸法钛白粉项目	2025-10		2	6	
内蒙古大地云天化工有限公司	10	硫酸法	年产10万吨硫酸法钛白粉项目	2025-07已投产		2	8	
山东东佳集团股份有限公司	10	硫酸法	年产30万吨硫酸法钛白粉项目（一期）	2026-01			10	
合计	211				40	34	105	32

资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

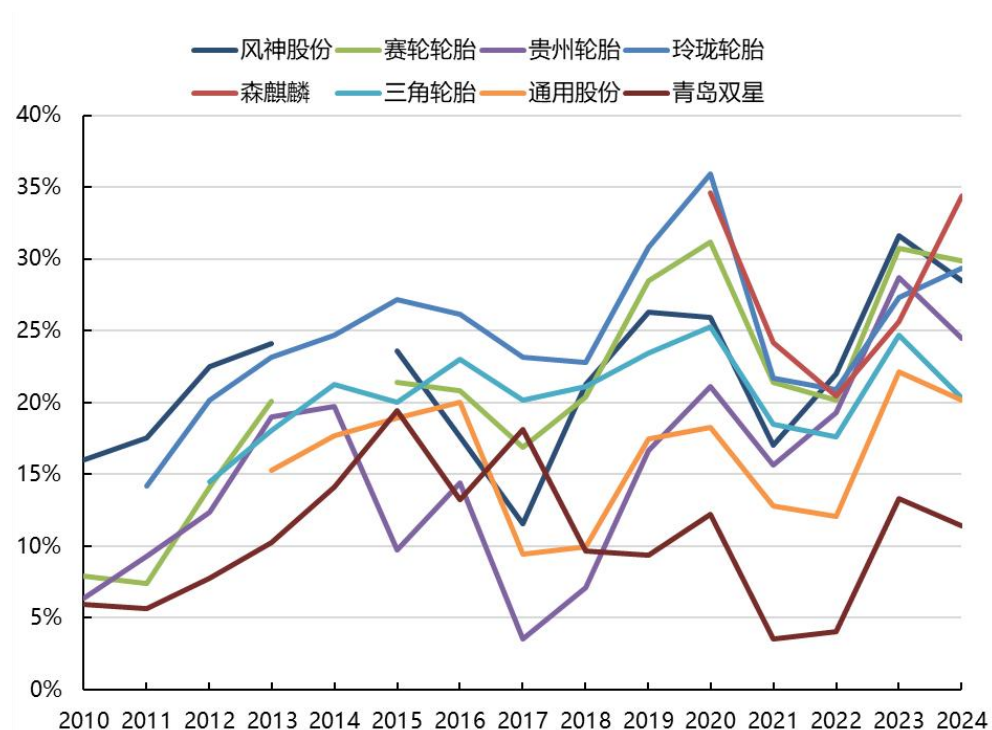
图表：行业主要公司盈利预测和估值

重点公司	股票	2025/8/15		归母净利润（亿元）				PE				投资
		股价 （元/股）	市值 （亿元）	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	评级
002601.SZ	龙佰集团	17.63	421	21.69	29.81	34.59	41.12	13.24	14.11	12.16	10.23	17.63

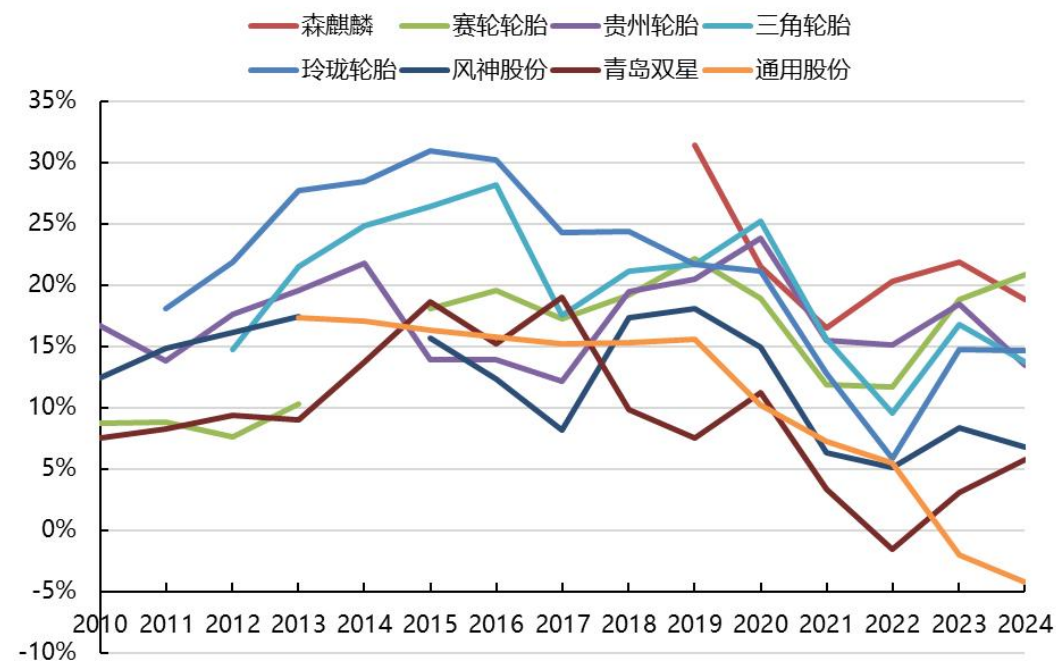
资料来源：Wind，国海证券研究所

轮胎：2024年行业内销盈利水平处于历史低位

图表：轮胎企业外销毛利率



图表：轮胎企业内销毛利率



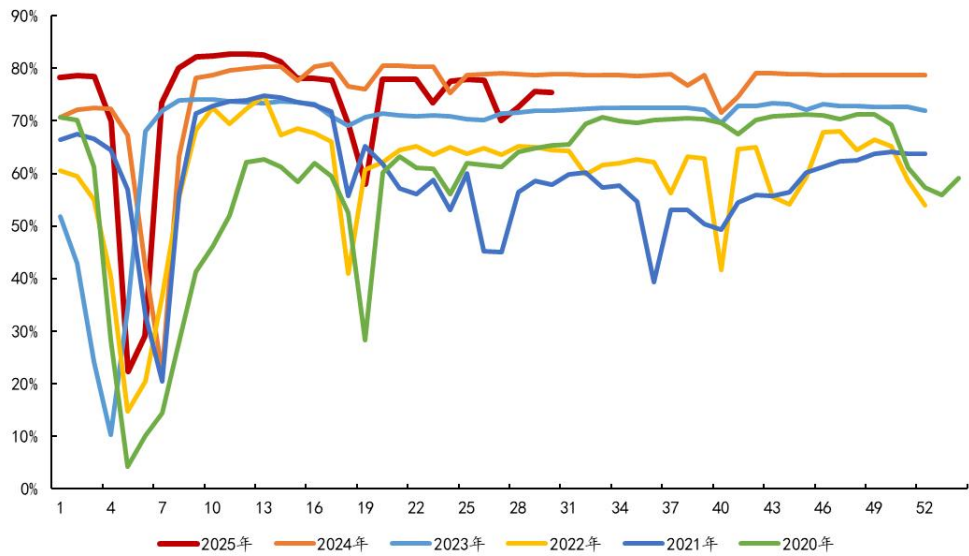
资料来源：Wind，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

2025年7月25日国内半钢胎周度开工率同比小幅下滑

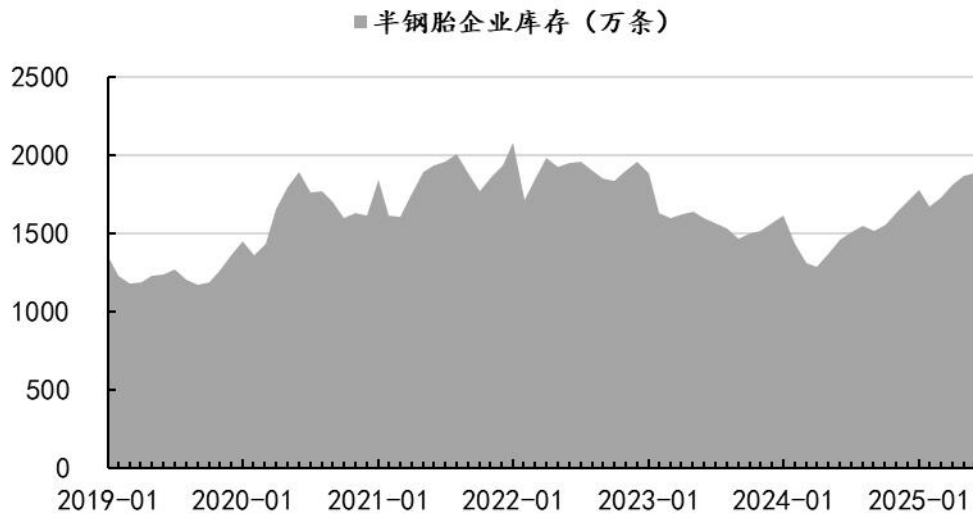
- 据卓创资讯，截至2025年7月25日，我国半钢胎周度开工率为75.5%，同比-3.32pct，环比-0.12pct。
- 据卓创资讯，截至2025年6月30日，半钢胎企业库存为1884万条，同比+29.57%，环比+0.86%。

图表：我国半钢轮胎周度开工率



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所（数据截至2025/7/25）

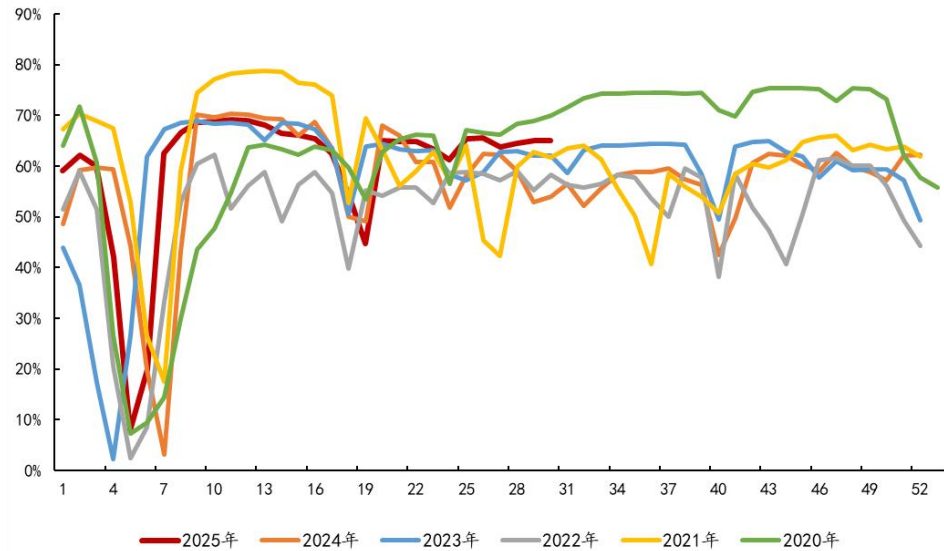
图表：我国半钢轮胎企业库存



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所（数据截至2024/6/30）

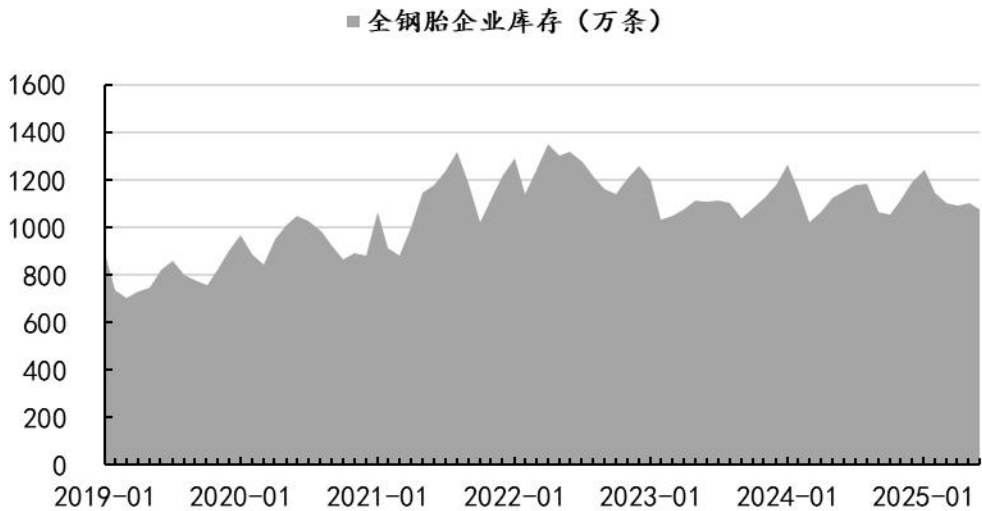
- 据卓创资讯，截至2025年7月25日，山东省全钢胎周度开工率为65%，同比+10.99pct，环比-0.08pct。
- 据卓创资讯，截至2025年6月30日，全钢胎企业库存为1076万条，同比-6.68%，环比-2.36%。

图表：山东省全钢胎周度开工率



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所（数据截至2025/7/25）

图表：我国全钢胎企业库存



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所（数据截至2025/6/30）

图表：中国轮胎企业国内在建产能统计（截至2025年7月）

公司名称	项目地点	半钢胎（万条/年）	全钢胎（万条/年）	预计投产时间
中策橡胶	浙江杭州		250	2026
汉泰威轮胎	陕西		120	2025
优科豪马	浙江杭州	1400		2025
通益橡胶	山东临沂	1300		2025
迈世嘉橡胶	山东平度	1005		2025
骏驰轮胎	福建龙岩		135	2025
有道轮胎	山东淄博		200	
福斯迈轮胎	山东寿光	1200		2026
金富橡胶	山东日照	1200		2026
腾森轮胎	山东威海	1200		2025
酷纳斯通橡胶	山西长治	1000		2026
大有轮胎	海口		120	2026
双钱轮胎	安徽	80		2025
建新轮胎	福建永安		270	
中一橡胶	山东东营	1200		
天基轮胎	河南焦作	2000	500	
佳通轮胎	合肥长丰	2000	260	
未投产项目合计		13585	1855	

资料来源：杭州市人民政府，中国橡胶工业协会，浙江省经济信息中心，中国化工报，山东省橡胶行业协会，轮胎世界网，炭黑产业网，橡塑装备网，威海市人民政府，国海证券研究所

轮胎：若国内盈利好转，弹性充足

图表：轮胎行业主要企业当前盈利预测及估值

重点公司 代码	股票 名称	2025-08-15		归母净利润（亿元）			PE			投资 评级
		股价（元/股）	市值（亿元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
601058. SH	赛轮轮胎	13.39	440	40.6	46.1	55.3	11	10	8	买入
002984. SZ	森麒麟	19.18	199	21.9	22.4	26.6	9	9	7	买入
601966. SH	玲珑轮胎	15.20	222	17.5	26.9	29.9	13	8	7	买入
601500. SH	通用股份	4.64	74	3.7	5.6	7.1	20	13	10	买入
601163. SH	三角轮胎	14.16	113	11.0	12.8	13.7	10	9	8	买入
000589. SZ	贵州轮胎	4.58	71	6.2	9.2	11.3	12	8	6	买入
600469. SH	风神股份	6.14	45	2.8	3.0	4.3	16	15	10	买入

资料来源：Wind，国海证券研究所（未评级公司盈利预测均来源于wind一致预期）

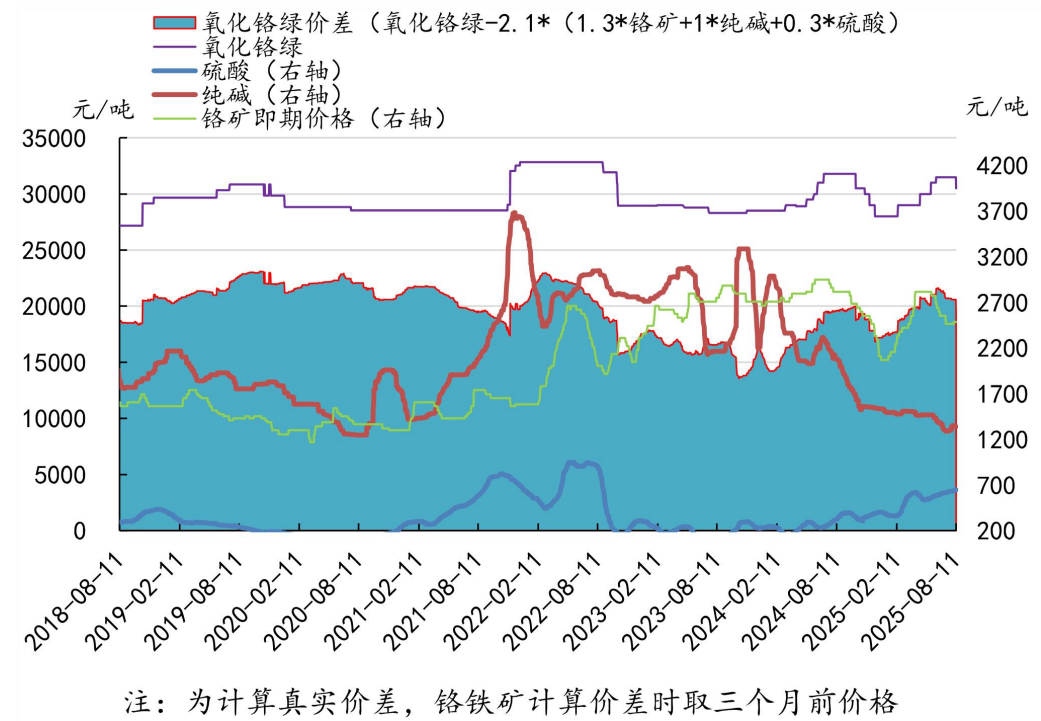
图表：假设行业盈利好转，对应盈利预测及估值

重点公司 代码	股票 名称	2025-08-15	归母净利润（亿元）			PE			营业收入（亿元）			归母净利率假 设
		市值 （亿元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
601058. SH	赛轮轮胎	440	40.6	56.7	64.1	11	8	7	318	378	427	15.0%
002984. SZ	森麒麟	199	21.9	27.1	31.3	9	7	6	85	109	125	25.0%
601966. SH	玲珑轮胎	222	17.5	27.2	28.4	13	8	8	221	272	284	10.0%
601500. SH	通用股份	74	3.7	7.3	8.6	20	10	9	70	91	107	8.0%
601163. SH	三角轮胎	113	11.0	17.0	18.1	10	7	6	102	113	121	15.0%
000589. SZ	贵州轮胎	71	6.2	13.2	14.1	12	5	5	107	132	141	10.0%
600469. SH	风神股份	45	2.8	7.1	7.7	16	6	6	67	71	77	10.0%

资料来源：Wind，国海证券研究所

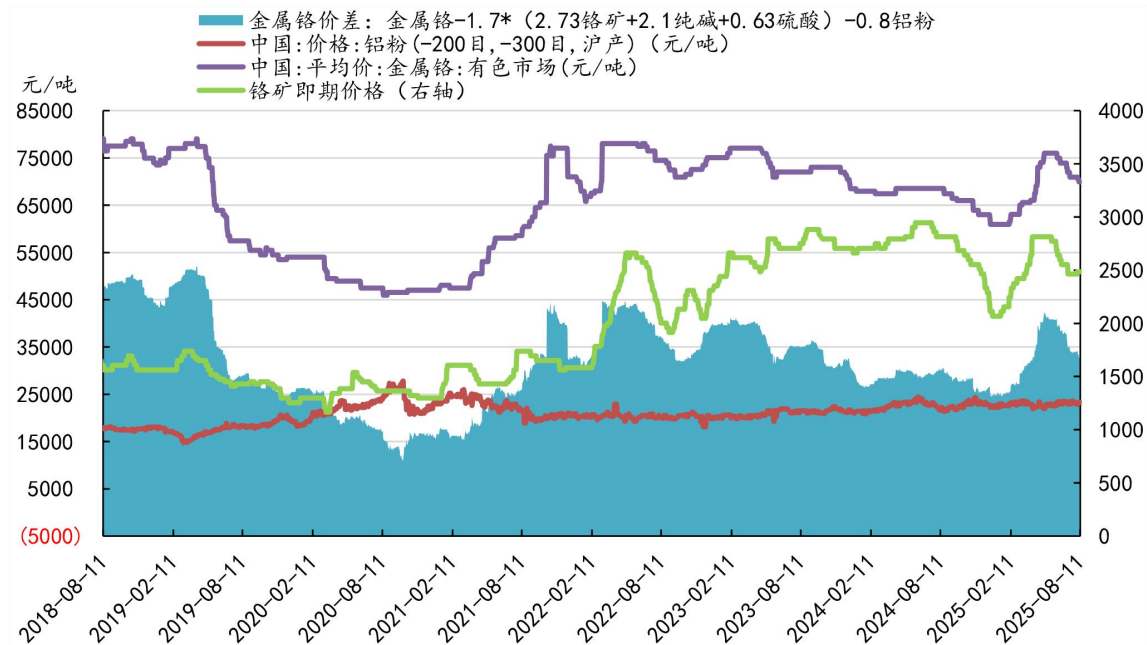
- 只限新增产能
- 既限扩能，又去存量
- 温和措施
- 盈利预测与风险提示

图表：氧化铬绿历史价格价差情况（元/吨）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：金属铬行业历史价格价差情况（元/吨）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：全球铬盐供需测算

铬盐全球供需（折重铬酸钠）：	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	CAGR(2024-2028)
产能（重铬酸钠产能,万吨）	107	108	113	118	118	2.5%
产量（重铬酸钠产量,万吨）	93.9	96.9	101.4	105.9	105.9	3.1%
开工率（%）	88%	90%	90%	90%	90%	
需求量（重铬酸钠,万吨）	92.7	100.8	109.6	119.5	130.8	9.0%
冶金-金属铬	26.7	31.9	37.6	44.1	51.8	18.1%
皮革-碱式硫酸铬	10.0	10.4	10.8	11.2	11.7	3.9%
电镀-铬酸酐	25.0	27.0	29.2	31.5	34.0	8%
耐火材料-耐火级铬绿	12.0	12.5	13.1	13.7	14.3	4.4%
颜料-颜料级铬绿	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	0%
铬黄+VK3（商品重铬酸钠）	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	0%
需求量增速（万吨）		8.8%	8.8%	9.0%	9.4%	
供给-需求缺口（万吨）	1.22	-3.86	-8.20	-13.57	-24.83	

资料来源：各公司公告，各公司官网，亚洲金属网公众号，新疆维吾尔自治区生态环境厅，白银市经济合作局，张掖市人民政府，陆良县人民政府，秣宝网公众号，第16届阿斯塔纳采矿与冶金大会官网，华经产业研究院，中国生态环境部，cognitivemarketresearch, precedenceresearch, QYR（恒州博智），双乐股份招股说明书，国海证券研究所预测

图表：全球金属铬供需测算

金属铬全球供需：	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	CAGR(2024-2028)
金属铬-产能（万吨）	9.6	10.05	11.8	12.3	12.8	7.3%
开工率（%）	79%	91%	91%	103%	116%	
金属铬-产量（万吨）	7.6	9.1	10.7	12.6	14.8	18.1%
金属铬-需求量（万吨）	7.6	9.1	10.7	12.6	14.8	18.1%
商用航空	0.98	1.2	1.4	1.6	1.9	19%
商用燃气轮机	2.3	2.9	3.5	4.2	5.0	22%
军工	1.3	1.6	1.9	2.3	2.8	20%
铜基特种合金	1.1	1.3	1.5	1.7	2.0	15%
特种焊接	1.1	1.3	1.5	1.7	2.0	15%
铬靶材	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7	15%
其他	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	5%
需求量增速（万吨）		19.5%	18.0%	17.4%	17.5%	

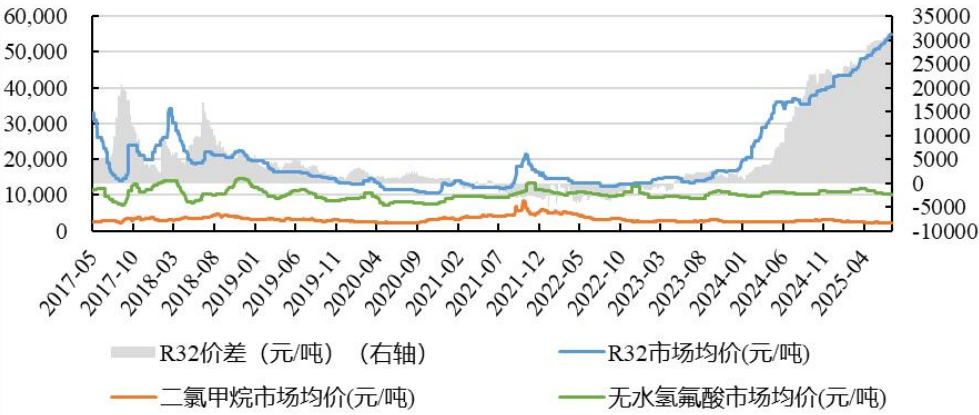
资料来源：Wind，公司公告，亚洲金属网公众号，各公司官网，冶金英才网，锦州市工商业联合会公众号，太和区发布公众号，全球铁合金网络市热点公众号，锦州市生态环境局，青海省政府官网，极客飞机网GeekPlane微信公众号，航天资产公众号，《航空发动机叶片材料及抗疲劳磨削技术现状》黄云等（2021），IATA，波音公司官网，newayaerotech公司官网，空客公司公告，Bloomberg，aviationfinance，GE Aerospace公司公告，avitrader，西门子能源官网，燃气轮机聚焦微信公众号，GE Vernova公司公告，莱茵金属公司公告，斯瑞新材招股说明书，国海证券研究所预测

图表：铬盐行业主要企业当前盈利预测及估值

重点公司 代码	股票 名称	2025/8/15		归母净利润 (亿元)			PE			投资 评级
		股价（元/股）	市值（亿元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
603067.SH	振华股份	16.95	120	4.7	7.7	10.1	25	16	12	买入

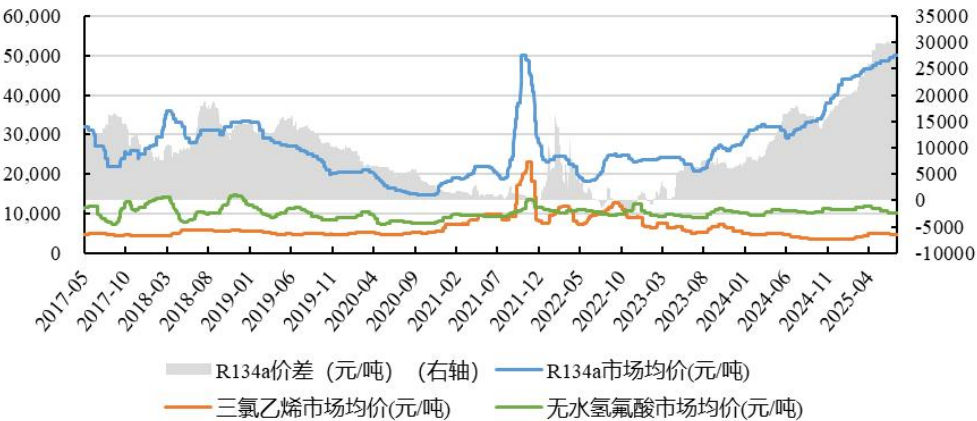
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：R32价格稳步提升



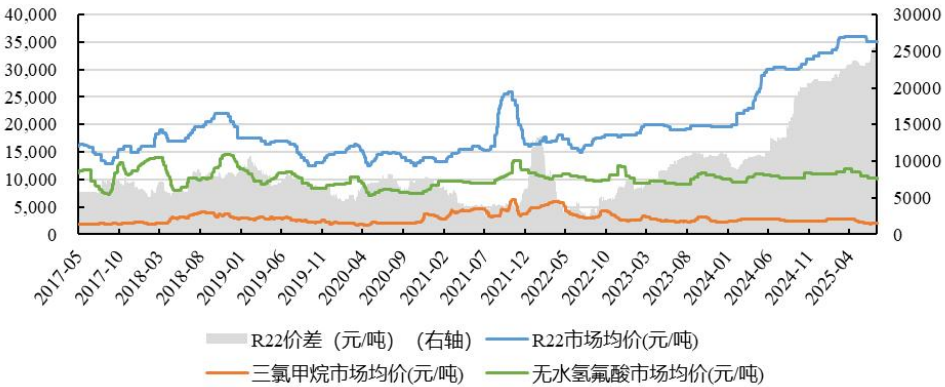
资料来源：百川盈孚，卓创资讯，国海证券研究所（数据截至2025/8/11）

图表：R134a价格稳定上涨



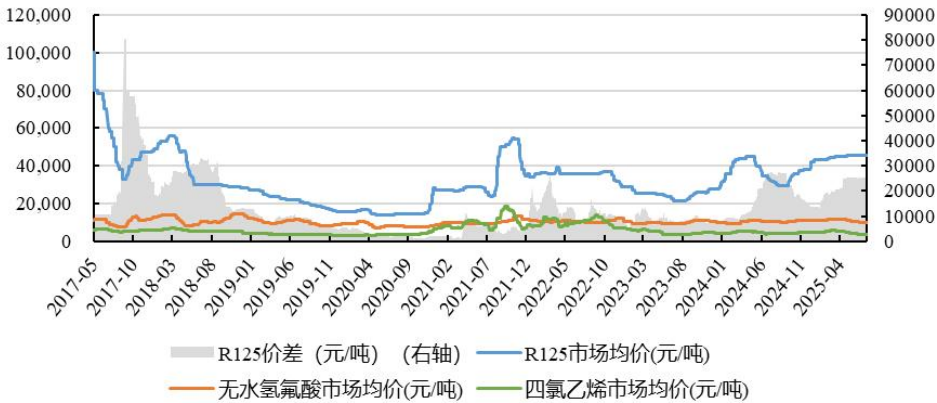
资料来源：百川盈孚，卓创资讯，国海证券研究所（数据截至2025/8/11）

图表：R22价格逐步提升



资料来源：百川盈孚，卓创资讯，国海证券研究所（数据截至2025/8/11）

图表：R125价格逐步提升



资料来源：百川盈孚，卓创资讯，国海证券研究所（数据截至2025/8/11）

我们预计制冷剂或将存在内用供需缺口

图表：制冷剂内用供需关系或将趋紧

单位：万吨			2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
R22	内用	内用需求	8.30	11.12	14.81	14.89	15.93	15.17	14.21	12.92
		内用配额	13.57	13.57	13.57	11.19	11.10	8.09	8.09	8.09
		内用配额-内用需求	5.28	2.46	-1.24	-3.70	-4.83	-7.09	-6.13	-4.83
	出口	出口需求	7.98	7.76	9.65	9.44	8.15	5.41	5.07	4.61
		可出口配额	8.91	8.91	8.91	6.99	6.95	6.82	6.82	6.82
		可用出口配额-出口需求	0.93	1.15	-0.74	-2.45	-1.20	1.41	1.75	2.21
R32	内用	内用需求	-	-	12.16	14.14	17.23	19.41	21.34	23.41
		内用配额	-	-	-	-	17.67	18.45	19.13	20.07
		内用配额-内用需求	-	-	-	-	0.44	-0.96	-2.21	-3.34
	出口	出口需求	-	-	5.97	4.97	5.70	6.49	7.34	8.22
		可出口配额	-	-	-	-	9.76	9.59	9.85	9.88
		可用出口配额-出口需求	-	-	-	-	4.06	3.09	2.51	1.67
R125	内用	内用需求	-	-	-	-	6.01	6.23	6.29	6.17
		内用配额	-	-	-	-	6.01	6.11	6.11	6.11
		内用配额-内用需求	-	-	-	-	0.00	-0.12	-0.17	-0.05
	出口	出口需求	-	-	3.46	2.25	1.75	2.17	2.15	2.09
		可出口配额	-	-	-	-	10.56	10.61	10.61	10.61
		可用出口配额-出口需求	-	-	-	-	8.81	8.44	8.47	8.52
R134a	内用	内用需求	-	-	6.94	7.58	9.13	10.91	11.56	12.23
		内用配额	-	-	-	-	8.26	8.04	8.38	8.72
		内用配额-内用需求	-	-	-	-	-0.87	-2.87	-3.19	-3.51
	出口	出口需求	-	-	14.87	13.91	12.45	14.33	14.61	14.84
		可出口配额	-	-	-	-	13.30	12.79	13.15	13.53
		可用出口配额-出口需求	-	-	-	-	0.86	-1.54	-1.45	-1.31

资料来源：Wind, iFind, 工信部, 生态环境部, 百川盈孚, 卓创资讯, 产业在线公众号, 中国家电在线网, 维科网, 《R32家用变频空调器制冷剂充注量优化》（唐亚林等），制冷百科, 海关总署, 太平洋汽车网, 易车百科, 国海证券研究所

- 2024年12月16日，生态环境部发布《关于2025年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物生产、使用和进口配额核发情况的公示》，2025年度HFCs分配生产配额79.19万吨（折合14.61亿tCO₂），内用生产配额38.96万吨（折合6.45亿tCO₂）。
- 从三代制冷剂种类来看，2025年，HFC-32、HFC-134a、HFC-125为生产配额最多的品种，三者合计占总生产配额的82.83%。

图：2025年三代制冷剂生产配额分配情况

HFCs种类	生产配额（吨）	内用生产配额（吨）	出口可用（吨）	内用生产配额/生产配额
HFC-32	280349	184479	95870	65. 80%
HFC-134a	208269	80398	127871	38. 60%
HFC-125	167282	61141	106141	36. 55%
HFC-143a	47298	11445	35853	24. 20%
HFC-152a	33734	8055	25679	23. 88%
HFC-227ea	31435	27492	3943	87. 46%
HFC-245fa	19514	14035	5479	71. 92%
HFC-23	2952	2348	604	79. 54%
HFC-236fa	756	145	611	19. 18%
HFC-236ea	191	0	191	0. 00%
HFC-41	102	42	60	41. 18%
总计	791882	389580	402302	49. 20%

资料来源：生态环境部，国海证券研究所

- 2024年12月16日，生态环境部发布《关于2025年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物生产、使用和进口配额核发情况的公示》，2025年度HFCs分配生产配额79.19万吨（折合14.61亿tCO₂），内用生产配额38.96万吨（折合6.45亿tCO₂）。
- 2025年的三代制冷剂生产配额中，巨化股份、三美股份、昊华科技、东岳集团、永和股份和东阳光生产配额较大，分别为29.98、12.15、10.09、8.61、5.82和5.27万吨，共占总数90.81%，配额集中度较强。

图：2025年三代制冷剂部分企业生产配额情况（万吨）

	巨化股份	三美股份	昊华科技	东岳集团	永和股份	东阳光
HFC-32	12.85	3.31	0.00	5.63	0.64	2.89
HFC-125	6.42	3.08	2.91	1.48	0.82	1.92
HFC-134a	7.65	4.99	5.42	0.69	1.02	0.46
HFC-143a	2.07	0.73	0.49	0.00	1.44	0.00
HFC-227ea	0.94	0.00	0.44	0.00	0.71	0.00
HFC-23	0.03	0.03	0.11	0.07	0.01	0.00
HFC-245fa	0.03	0.00	0.70	0.00	0.00	0.00
HFC-152a	0.00	0.00	0.00	0.73	1.17	0.00
HFC-236fa	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
HFC-41	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
总计	29.98	12.15	10.09	8.61	5.82	5.27

资料来源：生态环境部，国海证券研究所

制冷剂：头部企业受益于配额优势及制冷剂景气提升

图表：制冷剂行业主要企业当前盈利预测及估值

重点公司 代码	股票 名称	2025-08-15		归母净利润（亿元）			PE			投资 评级
		股价（元/股）	市值（亿元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
600160. SH	巨化股份	29.86	806	19.6	35.2	52.4	41	23	15	买入
603379. SH	三美股份	54.04	330	7.8	19.6	22.3	42	17	15	未评级
600378. SH	昊华科技	28.53	368	10.5	14.9	19.3	35	25	19	买入
605020. SH	永和股份	28.39	134	2.5	6.3	8.0	53	21	17	买入
600673. SH	东阳光	17.03	513	3.7	13.6	17.3	137	38	30	未评级
603505. SH	金石资源	16.73	141	2.6	7.1	9.4	55	20	15	买入

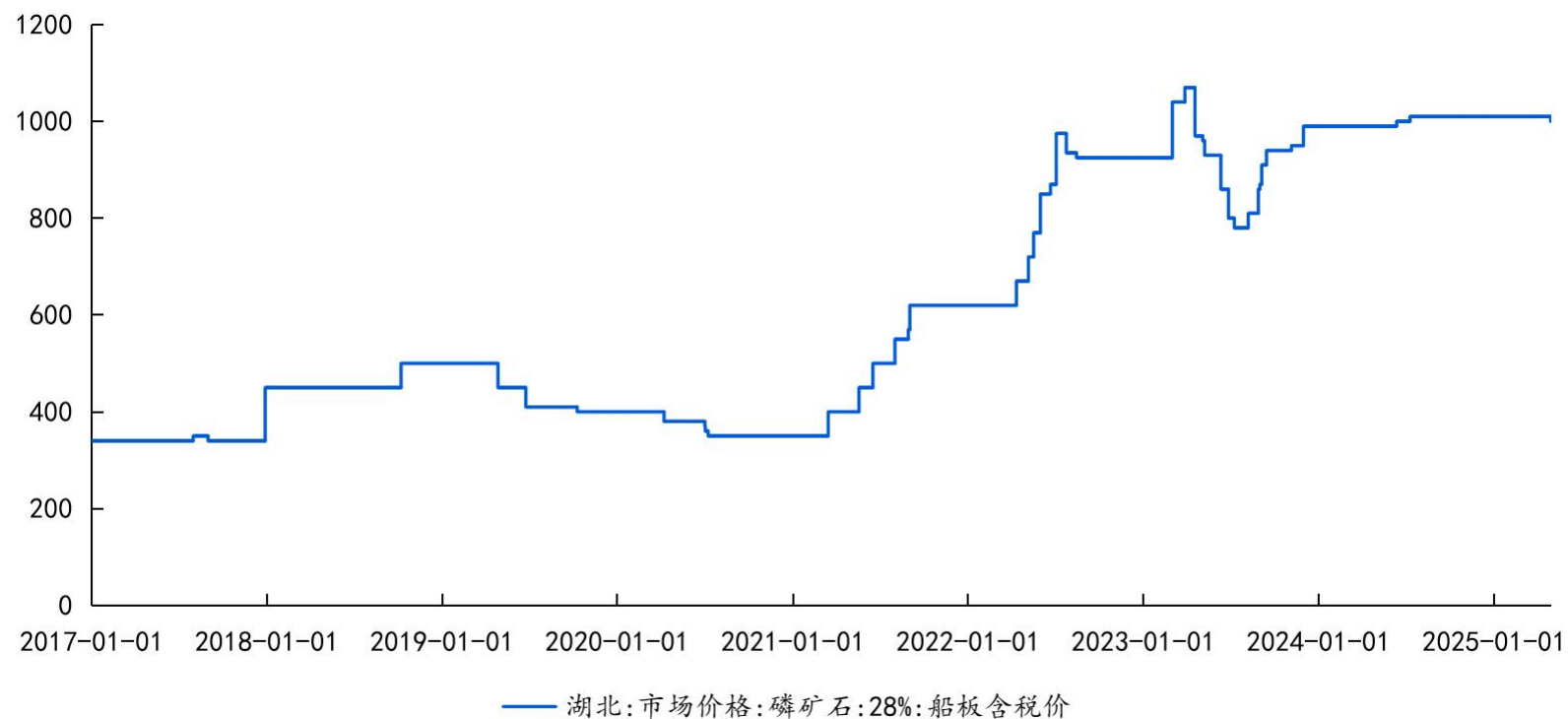
资料来源：Wind，国海证券研究所（未评级公司盈利预测均来源于wind一致预期）

图表：假设行业持续景气，对应盈利预测及估值

重点公司 代码	股票 名称	2025-08-15	归母净利润（亿元）			PE			营业收入（亿元）			归母净利率假设
		市值（亿元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
600160. SH	巨化股份	806	19.6	56.2	62.6	41	14	13	245	281	313	20.0%
603379. SH	三美股份	330	7.8	20.4	22.6	42	16	15	40	58	64	35.0%
600378. SH	昊华科技	368	10.5	24.7	28.8	35	15	13	140	165	192	15.0%
605020. SH	永和股份	134	2.5	7.7	8.5	53	17	16	46	52	57	15.0%
600673. SH	东阳光	513	3.7	20.9	23.9	137	25	21	122	139	159	15.0%
603505. SH	金石资源	141	2.6	8.3	9.7	55	17	15	28	41	48	20.0%

资料来源：Wind，国海证券研究所

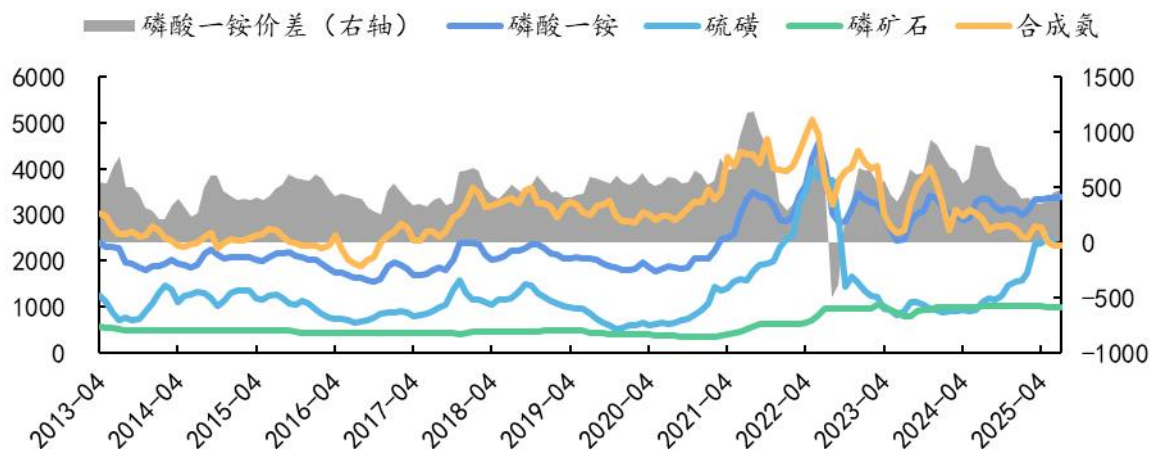
图表：磷矿石价格走势（元/吨）



资料来源：Wind、国海证券研究所

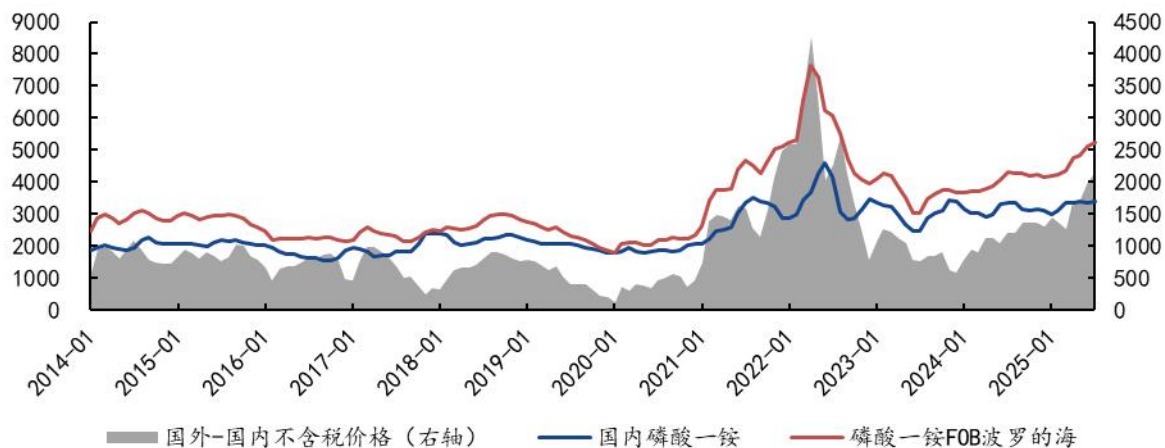
磷化工：国内盈利处于历史低位，国外价格高企

图表：磷酸一铵价格价差（元/吨）



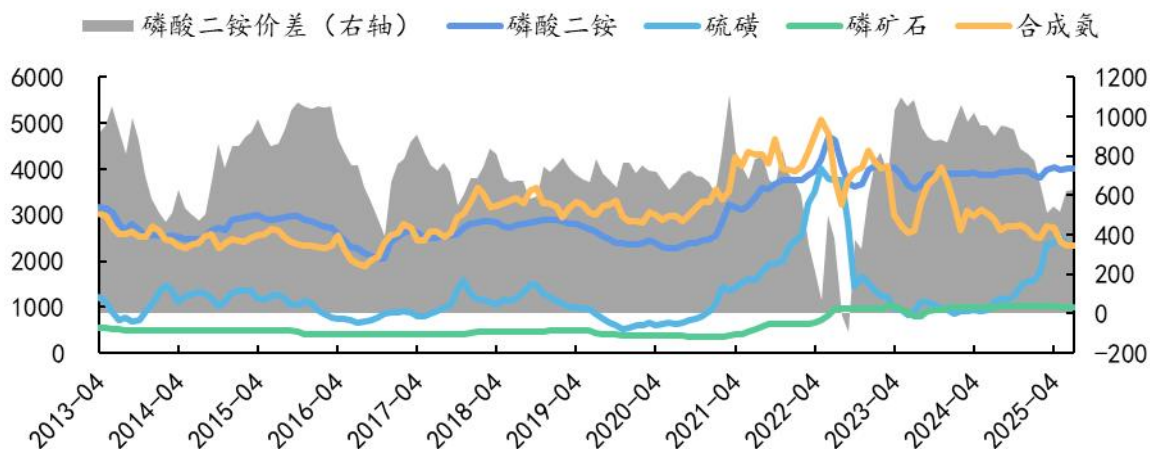
资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：国内外磷酸一铵价格价差（元/吨）



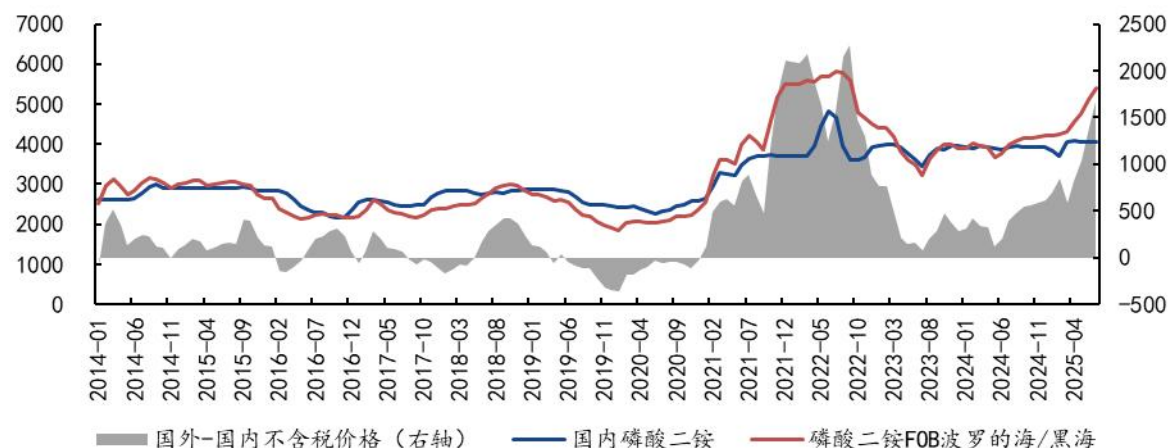
资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：磷酸二铵价格价差（元/吨）



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：国内外磷酸二铵价格价差（元/吨）



资料来源：Wind、国海证券研究所

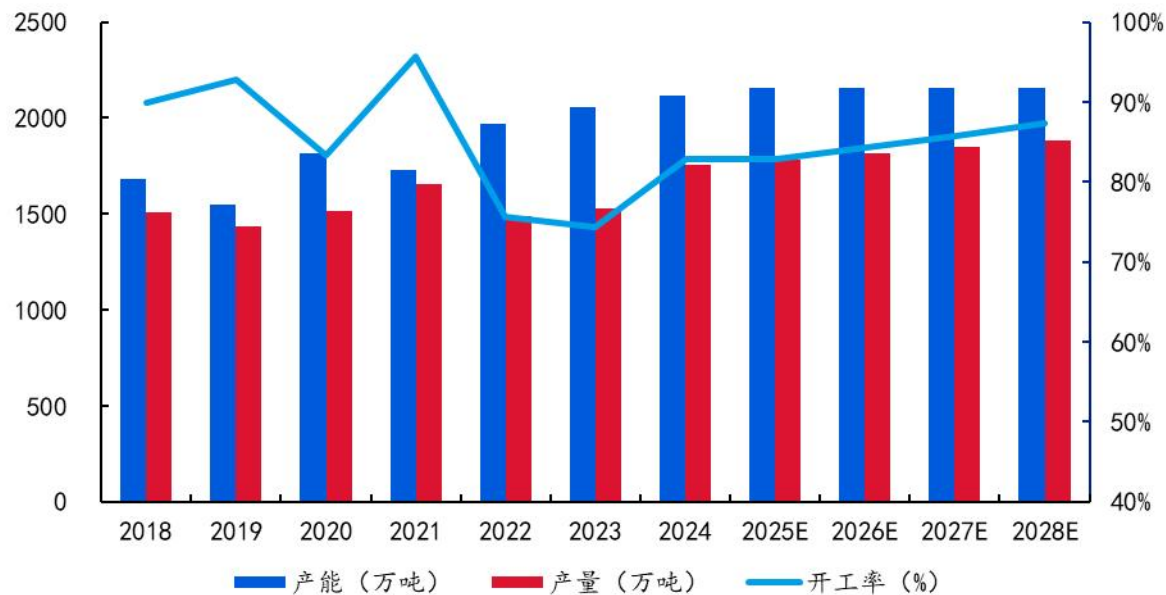
图表：磷矿石供需平衡表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
产能/万吨	11224	10705	12440	12524	12042	12191	12081	12525	13191	13813	14603
产量/万吨	9633	9332	8893	10290	10475	10531	11353	11941	12620	13358	14091
开工率	71. 49%	71. 49%	71. 49%	82. 16%	86. 99%	86. 38%	93. 97%	95. 33%	95. 67%	96. 71%	96. 50%
进口量/万吨	13. 92	11. 48	3. 98	5. 98	3. 22	140. 69	206. 61	206. 61	206. 61	206. 61	206. 61
出口量/万吨	43. 38	33. 97	42. 83	38. 13	54. 85	29. 29	8. 19	8. 19	8. 19	8. 19	8. 19
表观消费量/万吨	9603	9310	8854	10258	10423	10642	11551	12139	12819	13557	14290
表观消费量同比增速		-3. 05%	-4. 89%	15. 85%	1. 61%	2. 11%	8. 54%	5. 09%	5. 60%	5. 76%	5. 41%

资料来源：农资导报、各公司公告、各公司环评、各公司官网、宜昌市生态环境局、贵州省国资委、中国化学矿业网、湖北省自然资源厅、贵州省地质博物馆、昆明市自然资源和规划局、雅安市生态环境局、雷波县生态环境局、贵州省自然资源厅、乐山市生态环境局、《四川省会东县大黑山矿矿床开发总利润预测》（杜波）、Wind、百川盈孚、卓创资讯、中国磷复肥工业协会、中国无机盐工业协会、中国汽车动力电池产业创新联盟公众号、碳索储能网、中国能源网、中国发展网、ESCE、北极星储能网、国海证券研究所

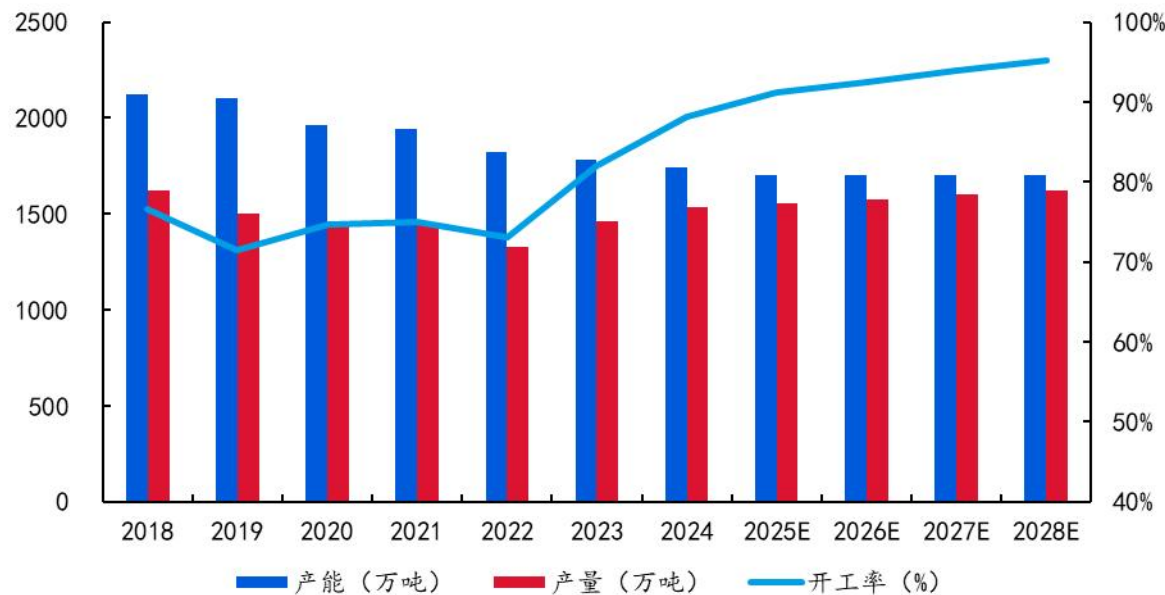
- 磷铵属于国家限制性产能，2023年12月，工业和信息化部等八部门关于印发《推进磷资源高效高值利用实施方案》的通知。《推进磷资源高效高值利用实施方案》提出，到2026年磷铵、黄磷等传统产品产能利用率显著提升，产业集中度进一步提高；标的污染物排放限额达到先进值，能效标杆水平以上的磷铵产能占比超过35%，新增磷石膏无害化处理率达到100%、综合利用率达到65%，存量磷石膏有序消纳。随着行业落后产能出清、行业集中度提升，磷铵及黄磷行业开工率上行，磷矿石、磷肥及磷化工一体化落地，看好磷化工行业高质量发展。

图表：磷酸一铵开工率及预测



资料来源：Wind、百川盈孚、中国磷复肥工业协会、中国无机盐工业协会、国海证券研究所

图表：磷酸二铵开工率及预测



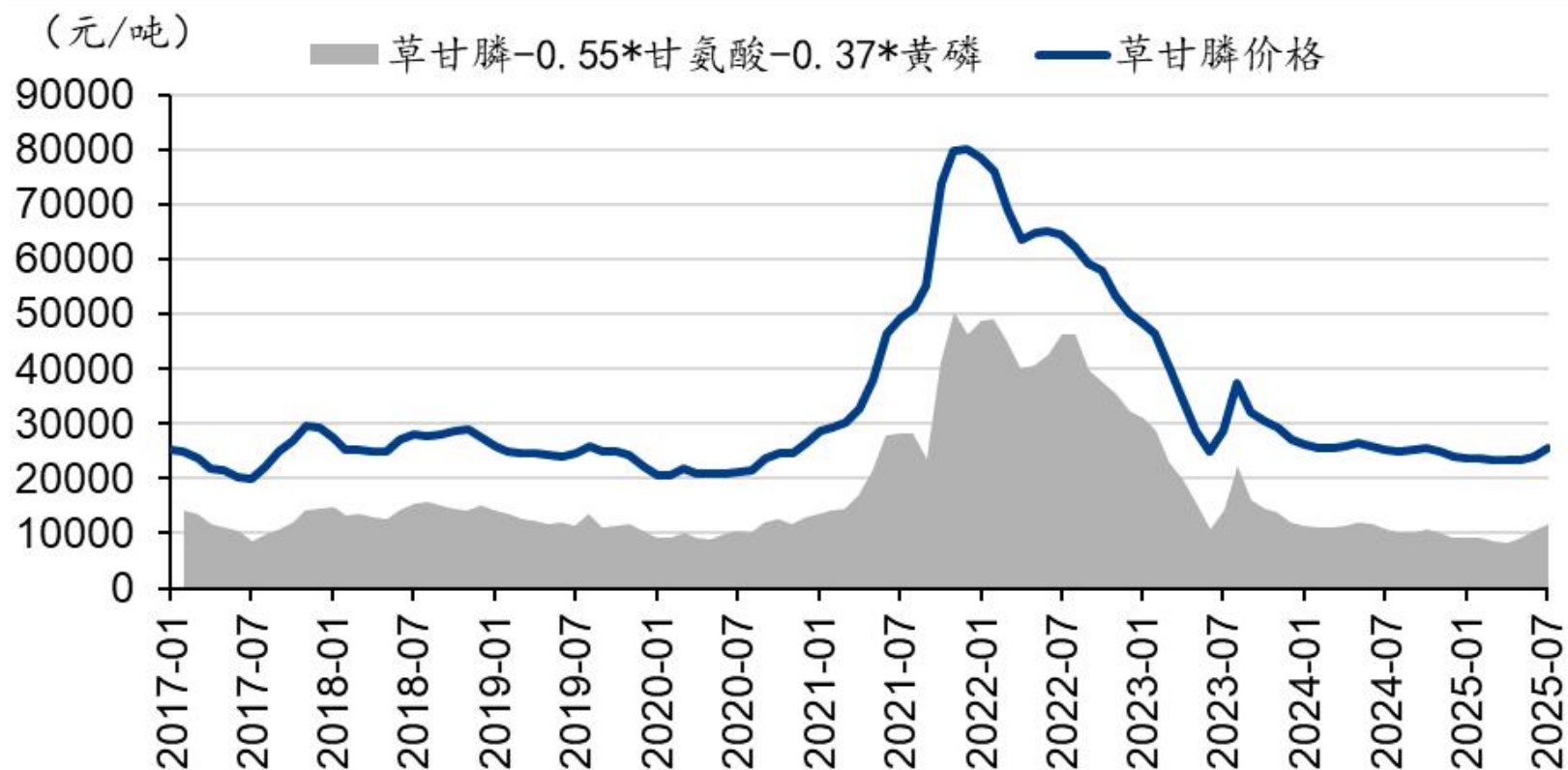
资料来源：Wind、百川盈孚、中国磷复肥工业协会、中国无机盐工业协会、国海证券研究所

图表：主要企业当前盈利预测及估值

重点公司 代码	股票 名称	2025/8/15		归母净利润 (亿元)			PE			投资 评级
		股价 (元/股)	市值 (亿元)	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
600096.SH	云天化	26.02	474	53.3	54.8	57.6	9	9	8	买入
600141.SH	兴发集团	25.08	277	16.0	20.4	25.6	17	14	11	买入
002312.SZ	川发龙蟒	11.20	212	5.3	6.6	8.2	40	32	26	未评级
002895.SZ	川恒股份	26.09	159	9.6	12.3	15.1	16	13	11	买入
002170.SZ	芭田股份	10.20	99	4.1	12.2	16.4	24	8	6	买入
000902.SZ	新洋丰	14.10	177	13.1	16.0	18.3	13	11	10	买入
002539.SZ	云图控股	10.23	124	8.0	9.7	12.7	16	13	10	买入
000422.SZ	湖北宜化	13.65	149	6.5	9.6	11.7	23	15	13	未评级
300505.SZ	川金诺	22.08	61	1.8	2.6	2.9	34	24	21	未评级

资料来源：Wind、国海证券研究所（未评级公司盈利预测来自Wind一致性预期）

图表：草甘膦行业历史价格价差情况（月度数据，截至2025年7月底）



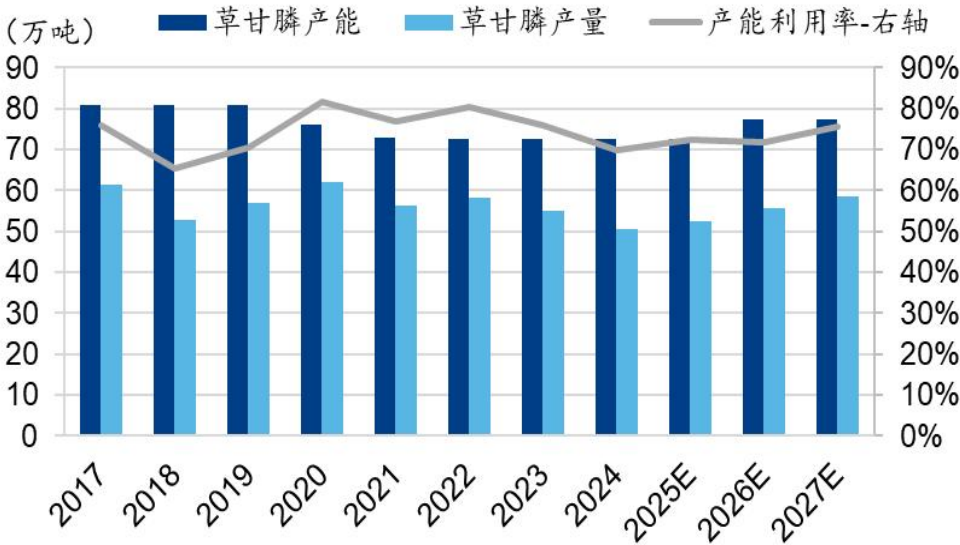
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：全球主要草甘膦产能统计（2024年）

上市公司	生产企业	现有产能（万吨）	投产情况	所在地区
拜耳	孟山都	38	已投产	美国
兴发集团	湖北泰盛	13	已投产	湖北
	内蒙腾龙	5	已投产	内蒙古
	内蒙兴发	5	已投产	内蒙古
新安股份	建德农药厂	8	已投产	浙江
江山股份	南通江山	4	已投产	江苏
	南通江山	3	已投产	江苏
和邦生物	四川和邦	5	已投产	四川
扬农化工	扬农化工	3	已投产	江苏
广信股份	东至基地	2	已投产	安徽
未上市	乐山福华	15	已投产	四川
	好收成韦恩	7	已投产	江苏
	许昌东方	3	已投产	河南
	捷马化工	2	已投产	浙江
	连云港立本	2	已投产	江苏
	其他	4	已投产	
合计		119		
上市公司	生产企业	新增产能（万吨）	预计投产时间	所在地区
江山股份	南通江山	10	2025年Q4	江苏
润丰股份	潍坊润丰	2.5	2025年底	山东
合计		12.5		

资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

图表：草甘膦行业产能、产量及开工率情况



资料来源：Wind，百川盈孚，国海证券研究所

图表：农药行业主要企业当前盈利预测及估值

重点公司 代码	股票 名称	2025-08-15		归母净利润（亿元）			PE			投资 评级
		股价（元/股）	市值（亿元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
600486.SH	扬农化工	64.94	263	12.0	14.2	17.5	22	19	15	买入
600389.SH	江山股份	22.46	97	2.2	5.4	7.9	43	18	12	未评级
600141.SH	兴发集团	25.08	277	16.0	20.4	25.6	17	14	11	买入
002258.SZ	利尔化学	12.05	96	2.2	5.2	7.2	45	19	13	买入
301035.SZ	润丰股份	67.01	188	4.5	10.2	13.6	42	18	14	买入
603599.SH	广信股份	12.30	112	7.8	8.0	9.6	14	14	12	买入
002749.SZ	国光股份	15.49	72	3.7	4.6	5.7	20	16	13	买入
002734.SZ	利民股份	21.95	97	0.8	5.0	5.7	119	19	17	买入
600596.SH	新安股份	10.02	135	0.5	3.5	7.0	263	38	19	未评级
600731.SH	湖南海利	8.23	46	2.7	3.4	4.4	17	14	10	未评级

资料来源：Wind，国海证券研究所
注：未评级公司盈利预测取自Wind一致预测

图表：假设行业盈利恢复至历史中枢，对应盈利预测及估值

重点公司 代码	股票 名称	2025-08-15 市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE			营业收入（亿元）			归母净利率 中枢假设
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
600486.SH	扬农化工	263	12.0	15.9	18.3	22	17	14	104	119	136	13.4%
600389.SH	江山股份	97	2.2	7.0	8.3	43	14	12	54	69	81	10.2%
600141.SH	兴发集团	277	16.0	30.8	32.3	17	9	9	284	301	317	10.2%
002258.SZ	利尔化学	96	2.2	9.1	10.2	45	11	9	73	74	83	12.3%
301035.SZ	润丰股份	188	4.5	10.0	11.1	42	19	17	133	149	165	6.7%
603599.SH	广信股份	112	7.8	12.8	14.7	14	9	8	46	52	60	24.5%
002749.SZ	国光股份	72	3.7	3.5	4.1	20	21	18	20	23	27	15.2%
002734.SZ	利民股份	97	0.8	2.2	2.3	119	44	42	42	50	53	4.4%
600596.SH	新安股份	135	0.5	7.3	8.0	263	19	17	147	156	172	4.7%
600731.SH	湖南海利	46	2.7	3.3	3.9	17	14	12	25	30	35	11.3%

资料来源：Wind，国海证券研究所

民爆：行业新增产能受限，重组整合趋势显著

图表：我国工业炸药供需平衡表

工业炸药	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
许可产能（万吨/年）	538	534	540	540	540	540	540	540	540	540	540	540	540
产能利用率（%）		66%	73%	79%	82%	83%	82%	81%	85%	83%	85%	87%	88%
产量（万吨）		354	394	428	441	448	442	439	458	449	458	468	477
销量（万吨）		356	395	429	441	448	442	438	458	449	458	468	477
进口量（万吨）		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
出口量（万吨）		0.68	0.53	0.67	1.03	0.68	0.27	0.45	0.53	0.23	0.41	0.39	0.34
表观消费量（万吨）		353	393	427	440	448	441	439	458	449	458	467	477
表观消费量增速（%）			11.3%	8.6%	3.0%	1.7%	-1.4%	-0.6%	4.3%	-1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
产量增速（%）			11.2%	8.6%	3.1%	1.6%	-1.5%	-0.6%	4.3%	-1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
销量增速（%）			10.9%	8.6%	2.9%	1.5%	-1.5%	-0.8%	4.6%	-2.1%	2.2%	2.0%	2.0%

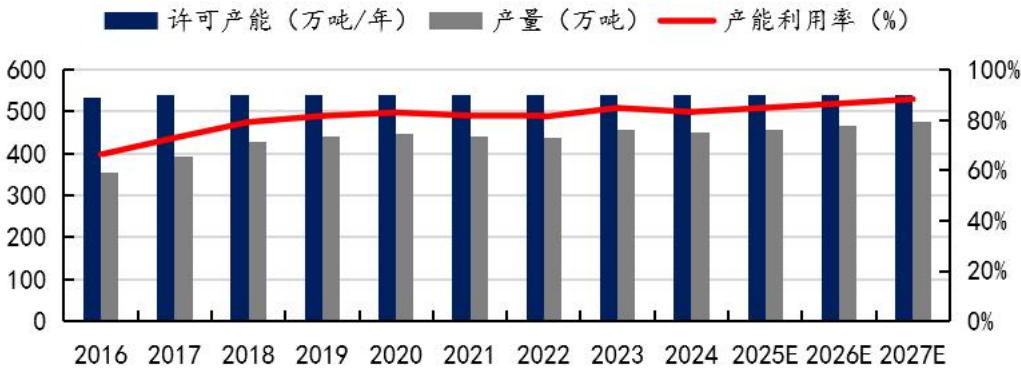
资料来源：中国民爆信息微信公众号，国泰集团公司公告，广西路建工程集团官网，南方都市报，海关总署，新疆政府网，优化爆破参数提高块煤率的实验研究 赵瑞玺（2018），新疆巩留县政府网，建筑时报公众号，高争民爆公司公告，某露天铜矿爆破开采综合降耗实验 蒋跃飞等（2018），Estimating moisture susceptibility of asphalt modified with alumina trihydrate.Shengjie Liu等.（2018），三峡工程民爆物品管理 李明富等（2001），凤凰网资讯，广东省水力和新能源发电工程学会，紫金矿业公司公告，紫金矿业公司官网，江西政府网，国海证券研究所

图表：我国民爆产能情况（行业内无新增产能）

公司	许可产能（万吨）（截至2024年报）	产能利用率（2024年）	产量（万吨）（2024年）
江南化工	76.55	83.56%	63.97
易普力	52.15	90.72%	47.31
广东宏大	58.0	77.97%	45.22
保利联合	46.85	71.34%	33.42
雅化集团	26.05	94.22%	24.54
凯龙股份	23.07	85.35%	19.69
国泰集团	17.4	92.85%	16.16
雪峰科技（宏大控股）	11.95	100.00%	11.95

资料来源：各公司公告，国海证券研究所

图表：我国工业炸药产能、产量及开工率情况



资料来源：中国民爆协会，国海证券研究所

民爆：头部企业受益于民爆景气度和市占率提升

图表：民爆行业主要企业当前盈利预测及估值

重点公司	股票	2025/8/15		归母净利润 (亿元)			PE			投资
		股价	市值（亿元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	评级
002683.SZ	广东宏大	34.74	264	9.0	11.7	13.4	29	23	20	34.74
002096.SZ	易普力	13.93	173	7.1	8.6	9.9	24	20	17	13.93
002226.SZ	江南化工	6.30	167	8.9	10.8	13.6	19	15	12	6.30

资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：假设行业持续景气，对应盈利预测及估值

重点公司	股票	2025/8/15		归母净利润 (亿元)			PE			营业收入 (亿元)		归母净利率 假设
		市值（亿元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
002683.SZ	广东宏大	264	9.0	15.1	17.4	29	18	15	137	177	204	8.5%
002096.SZ	易普力	173	7.1	10.8	12.3	24	16	14	85	98	112	11.0%
002226.SZ	江南化工	167	8.9	12.1	14.3	19	14	12	95	110	130	11.0%

资料来源：Wind，国海证券研究所

- 只限新增产能
- 既限扩能，又去存量
- 温和措施
- 风险提示

- **原材料（石油、煤炭、天然气、天然橡胶等）价格大幅波动风险：**若原料价格大幅波动，则会影响产品盈利水平，从而影响企业利润。
- **行业供给大幅扩张：**若行业大幅扩张，则有可能导致企业之间竞争加剧，从而影响企业利润。
- **化工企业不可抗力风险：**不可抗力有可能影响企业的正常生产经营，从而影响企业利润。
- **项目建设进度不及预期：**有可能导致企业业绩增长不达预期。
- **反内卷政策不及预期：**若细分行业无政策出台或政策力度弱，行业供给过剩可能难以扭转。
- **重点关注公司业绩不及预期风险：**若行业供需持续恶化或公司经营变差，重点关注公司业绩可能不及预期。

化工小组介绍

李永磊，研究所副所长，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，10年化工行业研究经验。
董伯骏，研究所所长助理，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，7年化工行业研究经验。
陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。
杨丽蓉，化工行业分析师，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科，2年化工行业研究经验。

李娟廷，化工行业分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。
仲逸涵，化工行业分析师，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。
李振方，化工行业分析师，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。
曾子华，化工行业研究助理，新加坡国立大学金融工程硕士，北京大学化学本科。
于畅，化工行业研究助理，华威大学&香港理工大学工程商业管理硕士，哈尔滨工业大学本科。
王鹏，化工行业研究助理，清华大学化学博士，3年航天新材料研发生产经验，1年半行业研究经验。

分析师承诺

李永磊, 董伯骏, 本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为 ， 仅供符合国海证券股份有限公司（简称 ）投资者适当性管理要求的客户（简称 ）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。 /或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 化工研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597