



Research and
Development Center

PPI 企稳复苏背景下 石化产品价格趋势及投资机会

2025 年 11 月 14 日

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

证券研究报告

行业研究

行业专题报告

石油石化行业

投资评级 看好

上次评级 看好

刘红光 石化行业联席首席分析师
执业编号: S1500525060002
邮箱: liuhongguang@cindasc.com

刘奕麟 石化行业分析师
执业编号: S1500524040001
邮箱: liuyilin@cindasc.com

胡晓艺 石化行业分析师
执业编号: S1500524070003
邮箱: huxiaoyi@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座
邮编: 100031

PPI 企稳复苏背景下石化产品价格趋势及投资机会

2025 年 11 月 14 日

本期内容提要:

- **石化产品价格回升助力 PPI 企稳。**石化产品在 PPI 的构成中具有权重占比高、波动性强等特点,石化产品价格变化与 PPI 走势具备强关联性,而近年来政策端持续发力,以“供给端优化”与“需求端扩张”为主要抓手,有望推动石化产品价格回暖,进而助力 PPI 企稳回升。
- **石化下游产能格局优化周期开启有望助推新一轮价格周期。**从供给侧增量看,2025 年是炼化行业的关键年份,根据发改委政策,2025 年国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内,根据我们统计,2024 年国内炼油产能 9.23 亿吨,预计 2025-2030 年期间或将有 5800 万吨新增炼油产能,炼化扩能接近尾声,总量逼近政策“红线”。从供给侧减量看,政策端仍在持续发力,2025 年 5 月国家发改委再次强调,要加快淘汰炼油等行业低效落后产能,此外近期中央密集释放“反内卷”信号,叠加税改进一步压缩地炼生存空间,或推动落后炼能加速退出。我们通过对比未来炼化产能供给增量与未来可能的减量,未来炼能边际增量或将逐步趋缓,行业逐步进入存量竞争时代,整体竞争格局有望迎来改善。石化产能格局优化则有助于在供给端为石化产品价格进一步回升提供重要支撑。
- **石化下游需求缓步复苏且存结构性亮点。**从总量上看,由于国内成品油需求达峰,石油消费结构转变或进一步深化,化工用油需求仍处于长期增长通道中,国内石化产品需求缓慢复苏或成为主基调。从结构上看,石化化工品需求复苏动能存在结构性差异,大宗化学品中聚烯烃需求偏弱复苏,而芳烃产品受益于下游装置扩能,其需求仍将保持较高增速;高端石化新材料发展迅速,既顺应国家精细化工创新发展要求,也与国家新兴产业发展需要相匹配,其中高端聚烯烃材料、工程塑料、锂电隔膜等石化高端新材料产品仍将保持较高需求增速。
- **石化下游板块股价优先于 PPI 指数回暖。**虽然当前 PPI 尚未回正,但石化下游股价已出现企稳回升态势,当前是良好的投资布局时机。一是今年以来国家推动包括石化化工在内的重点行业进行“反内卷”整治,工信部等七部门发布的《石化化工行业稳增长工作方案(2025-2026 年)》也表明要淘汰落后产能和优化供给结构。尽管 PPI 数据仍在负值区间,但政策端已经发力,石化股的股价已经止跌企稳,开始放量上涨。二是我国石化产品需求预计保持缓慢复苏,高端化工材料需求保持高速增长,需求端持续改善叠加炼化成本端优化也将带来石化板块盈利持续改善,部分标的如荣盛石化、恒力石化 Q3 利润已出现环比大幅改善,为石化板块股价表现提供支撑。
- **投资建议:**我们重点推荐国营化工龙头企业**中国石化(600028.SH)**、**中国石油(601857.SH)**;具备规模优势、化工产业链条长、高附加值产品布局丰富的民营大炼化企业:**恒力石化(600346.SH)**、**荣盛石化(002493.SZ)**;逐步增强产业链协同优势的涤纶长丝龙头**桐昆股份**

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

(601233.SH)、新凤鸣 (603225.SH)；建议关注：东方盛虹 (000301.SZ)。

- **风险因素：**1、炼化下游需求修复不及预期风险；2、落后产能出清偏缓风险；3、资本开支超预期增长风险；4、原油价格大幅波动风险；5、化工品产能超预期投放风险；6、估值参数选取差异风险。

目录

一、石化产品价格回升助力 PPI 企稳	6
二、石化下游产能格局优化周期开启有望助推新一轮价格周期	9
2.1 增量：扩能周期逐步收尾，炼化供给增量有限	9
2.2 减量：政策端持续发力，落后产能出清重塑竞争格局	10
三、石化下游需求缓步复苏且存结构性亮点	13
3.1 石化需求缓慢复苏逐步成为主基调	13
3.2 石化化工品需求复苏动能存在结构性差异	14
四、投资机会及策略	21
4.1 石化板块股价与 PPI 走势历史复盘	21
4.2 投资建议	22
风险因素	23

表目录

表 1：近年来石化产业主要政策方向及对 PPI 推动作用	8
表 2：2025-2028 年新增炼油产能（万吨）	9
表 3：近年来炼油行业产能淘汰相关政策	10
表 4：近年来国内炼厂淘汰/停产情况	11
表 5：石化下游主要高端新材料类型	18
表 6：推荐标的盈利预测表	22

图目录

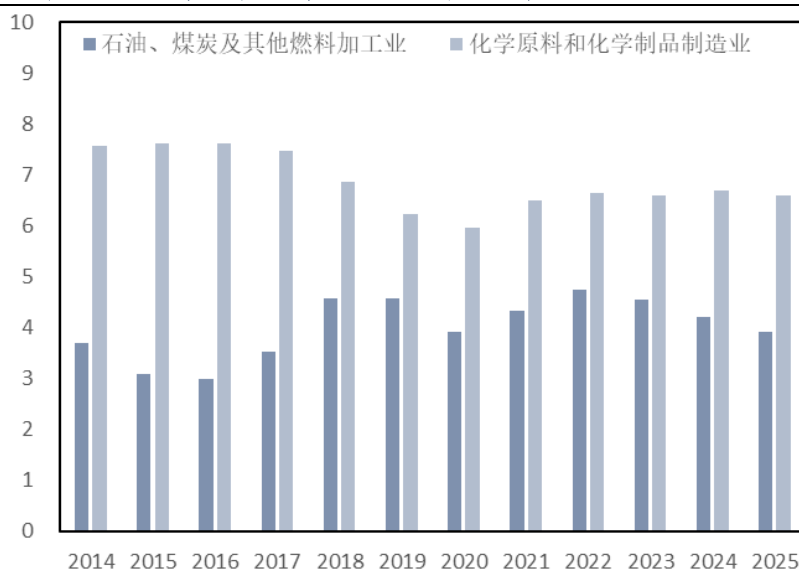
图 1：石油、煤炭及其他燃料加工业与化学原料和化学制品制造业在 PPI 中权重占比（%）	6
图 2：2014-2025.9 化学原料和化学制品制造业和 PPI 当月同比（%）	6
图 3：2014-2025.9 石油、煤炭和其他燃料加工业和 PPI 当月同比（%）	6
图 4：2015.01-2025.09 价格同比标准差较大的行业（%）	7
图 5：工业行业分项权重以及对 PPI 走势的影响程度及占比	7
图 6：2010-2025 年化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比（%）	9
图 7：2022-2028 年主要石化化工品产能增速及预测（%）	10
图 8：2025-2028 年聚烯烃增量产能工艺路线分布（万吨）	10
图 9：2017-2025 年国内稀释放青进口数量（万吨）	11
图 10：2017-2025 年山东地炼开工率（%）	11
图 11：2025E-2030E 年不同情景下国内淘汰炼油产能（万吨）	12
图 12：2025E-2030E 年国内炼油产能变化（万吨）	12
图 13：2010-2024 年国内原油消费量及同比变化（百万吨，%）	13
图 14：2015-2026 年国内化工用油占比（%）	13
图 15：2015-2026 年化工用油消费及同比增长（万桶/天，%）	13
图 16：2015-2024 年化工用油消费增速及社零消费增速（%）	13
图 17：2022-2025 年 8 月社会消费品零售总额累计同比（%）	14
图 18：2024 年聚乙烯下游消费结构（%）	14
图 19：2024 年聚丙烯下游消费结构（%）	14
图 20：2010-2024 年中国地产投资完成额与聚烯烃消费量分布（万亿，万吨）	15
图 21：2010-2024 年社零消费与聚烯烃消费量分布（万亿，万吨）	15
图 22：2010-2030E 不同情景假设下社零消费（万亿）	15
图 23：2010-2030E 不同情景假设下聚烯烃消费量（万吨）	15
图 24：2017-2025 年 9 月聚乙烯表观消费量及同比（万吨，%）	16
图 25：2017-2025 年 9 月聚丙烯表观消费量及同比（万吨，%）	16

图 26: 2017-2025 年 9 月聚烯烃开工率 (%)	16
图 27: 2020-2024 年纯苯下游装置扩能及开工情况 (万吨, %)	16
图 28: 2020-2024 年 PX 下游装置扩能及开工情况 (万吨, %)	16
图 29: 2020-2027 年纯苯下游产品扩能情况 (万吨)	17
图 30: 2020-2026E 年纯苯表观消费量及增速 (万吨, %)	17
图 31: 2020-2027 年 PX 下游产品扩能情况 (万吨)	17
图 32: 2020-2027 年 PX 表观消费量及增速 (万吨, %)	17
图 33: 2017-2025 年 9 月对二甲苯和纯苯开工率 (%)	17
图 34: 2020-2024 年国内茂金属聚乙烯产销和进口情况 (万吨, %)	18
图 35: 2020-2024 年国内 POE 产销和进口情况 (万吨, %)	18
图 36: 2016-2023 年国内工程塑料产销量及销量增速 (万吨, %)	19
图 37: 2016-2027 年国内工程塑料消费量及预测 (万吨, %)	19
图 38: 2019-2027 年国内锂电隔膜需求及预测 (亿平, %)	19
图 39: 2019-2024 年单位新能源汽车搭载锂电 (Kwh)	19
图 40: 2019-2027 年中国新能源汽车产量及预测 (万辆, %)	19
图 41: 2024-2025 年 10 月可降解塑料 PBAT 与聚烯烃价格对比 (元/吨)	20
图 42: 中国 PPI 与信达大炼化指数当月同比数据走势 (%)	21

一、石化产品价格回升助力 PPI 企稳

石化行业在 PPI 中权重占比较高。根据报告《PPI 详细拆解：“三黑一色”主导 PPI 走势》，国家统计局编制 PPI 的核心依据是工业行业销售产值，但该数据仅更新至 2016 年，参考现有研究，我们选择各行业营业收入（2017-2024 年均值）来近似替代权重。结合 2015 年 1 月以来的分工业行业 PPI 当月同比，可计算出 PPI 拟合值。PPI 拟合值与实际值的拟合优度达到 0.997，拟合程度较好，验证了该权重计算方法的有效性。从结果上看，2017-2024 年石油、煤炭及其他燃料加工业和化学原料及化学制品制造业权重均值分别达到 4.3% 和 6.6%，全行业平均为 2.5%，石化行业在 PPI 中权重占比较高。

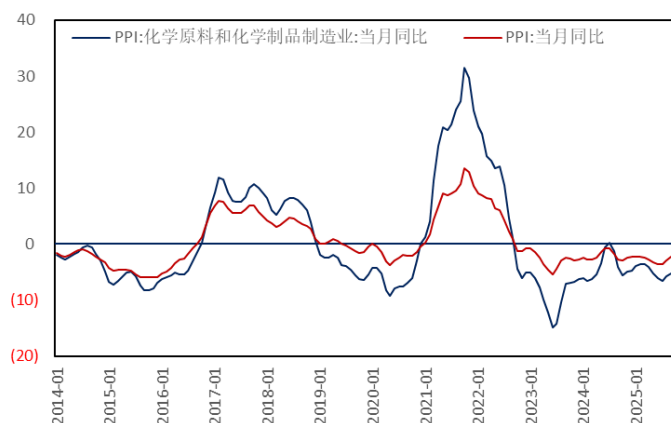
图 1：石油、煤炭及其他燃料加工业与化学原料和化学制品制造业在 PPI 中权重占比（%）



资料来源：ifind，信达证券研发中心

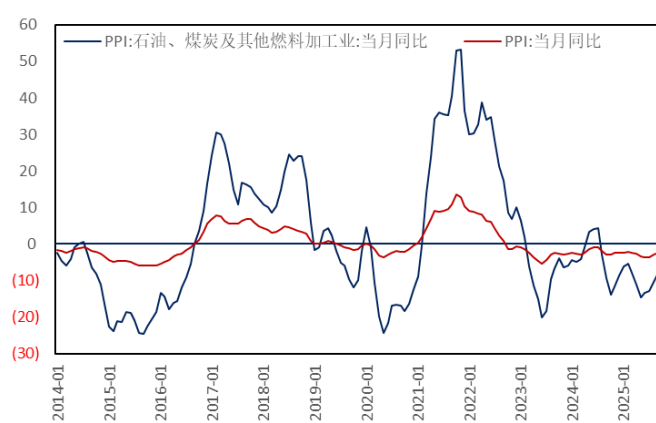
石化化工品和 PPI 走势关联性较高。根据我们测算，各行业，石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业与 PPI 走势最为相关，三大行业与 PPI 走势相关性系数分别为 0.93、0.90、0.86。主要原因在于，一方面石油制品广泛存在于各工业行业，特别是石化下游如聚烯烃、芳烃等大宗产品与工业生产联系紧密，另一方面原油与其他大宗商品的价格走势均主要受到全球经济周期、生产周期的影响。

图 2：2014-2025.9 化学原料和化学制品制造业和 PPI 当月同比（%）



资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 3：2014-2025.9 石油、煤炭和其他燃料加工业和 PPI 当月同比（%）

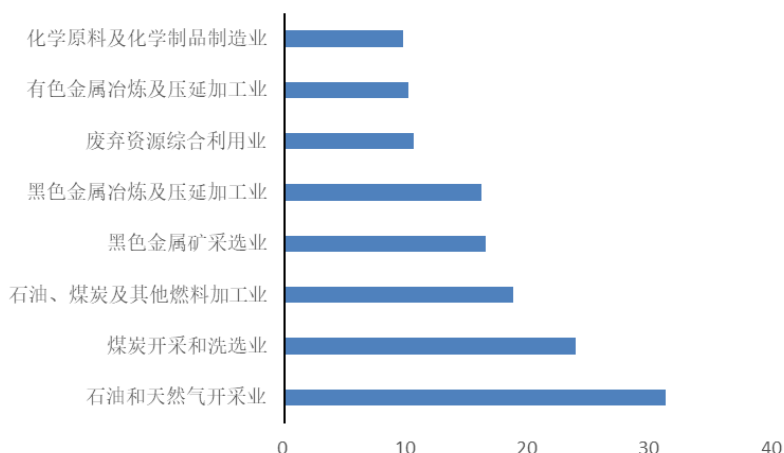


资料来源：ifind，信达证券研发中心

石化产品价格波动率高，叠加其权重较高，对 PPI 走势具有重要影响。权重高低并非决定行业对 PPI 走势影响程度的唯一因素，PPI 增速的波动性差异也同样关键，通过计算各行业 2015 年以来价格同比的标准差，并乘以对应权重，可量化各行业对 PPI 的实际影响程度。从行业价格波动率看，各行业价格波动最大的为石油和天

然气开采业，其标准差较大主要系国际油价波动影响，但我国对原油等国际大宗商品的定价权相对较弱。石油、煤炭及其他燃料加工业和化学原料及化学制品制造业的价格变化标准差分别为 18.77 和 9.67，将标准差乘权重，二者在全行业中对 PPI 波动性影响合计占比达到 25%，石化产品价格变化是 PPI 的重要影响因素。

图 4：2015.01-2025.09 价格同比标准差较大的行业（%）



资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 5：工业行业分项权重以及对 PPI 走势的影响程度及占比

行业	权重	标准差	对PPI的波动性影响	波动性影响占比
黑色金属冶炼及压延加工业	6.49	16.12	1.05	18.07%
石油、煤炭及其他燃料加工业	4.30	18.77	0.81	13.95%
化学原料及化学制品制造业	6.61	9.67	0.64	11.05%
煤炭开采和洗选业	2.41	23.88	0.58	9.96%
有色金属冶炼及压延加工业	5.41	10.14	0.55	9.48%
非金属矿物制品业	4.77	6.02	0.29	4.96%
石油和天然气开采业	0.79	31.19	0.25	4.26%
电气机械及器材制造业	6.94	2.99	0.21	3.58%
电力、热力的生产和供应业	6.39	3.14	0.20	3.47%
农副食品加工业	4.41	3.43	0.15	2.62%
计算机、通信和其他电子设备制造业	10.84	1.24	0.13	2.32%
金属制品业	3.39	3.82	0.13	2.24%
纺织业	2.21	3.46	0.08	1.32%
化学纤维制造业	0.79	9.54	0.08	1.30%
汽车制造业	7.43	0.95	0.07	1.22%
燃气生产和供应业	0.97	6.78	0.07	1.14%
废弃资源综合利用业	0.62	10.60	0.07	1.14%
造纸及纸制品业	1.19	5.31	0.06	1.09%
黑色金属矿采选业	0.38	16.45	0.06	1.08%
橡胶和塑料制品业	2.32	2.58	0.06	1.03%
通用设备制造业	3.67	1.18	0.04	0.75%
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	1.15	2.50	0.03	0.50%
医药制造业	2.18	1.28	0.03	0.48%
食品制造业	1.73	1.53	0.03	0.46%
专用设备制造业	2.88	0.86	0.02	0.43%
有色金属矿采选业	0.30	7.72	0.02	0.40%
酒、饮料和精制茶制造业	1.33	0.94	0.01	0.22%
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.80	1.46	0.01	0.20%
非金属矿采选业	0.32	3.48	0.01	0.19%
纺织服装、服饰业	1.30	0.78	0.01	0.18%
皮革、毛皮、羽毛及其制品和鞋业	0.92	1.00	0.01	0.16%
烟草制品业	0.98	0.79	0.01	0.13%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	1.08	0.66	0.01	0.12%
仪器仪表制造业	0.75	0.92	0.01	0.12%
印刷业和记录媒介的复制	0.58	1.17	0.01	0.12%
家具制造业	0.62	0.74	0.00	0.08%
开采专业及辅助性活动	0.18	2.16	0.00	0.07%
金属制品、机械和设备修理业	0.13	1.94	0.00	0.04%
水的生产和供应业	0.30	0.73	0.00	0.04%
其他制造业	0.16	1.19	0.00	0.03%

资料来源：ifind，信达证券研发中心

政策端协同发力，有望推动石化产品价格回暖，进而助力 PPI 企稳回升。近年来政策端持续发力，其中关键着力点为推动 PPI 企稳上行，从政策体系看，短期通过供给侧“反内卷”治理快速优化市场秩序，中期靠需求侧刺激拓展市场空间，长期则包括石化行业在内的重点产业通过创新驱动实现高质量发展。对石化产业而言，政策端核心抓手在于推动“供给端优化”与“需求端扩张”协同发力，供给侧方面，通过严控新增炼油产能，科学调控乙烯、对二甲苯等大宗产品产能投放节奏、推动落后炼油产能出清等手段实现石化行业“反内卷”治理；需求侧方面，通过组织石化化工产品供需对接活动，挖掘建筑、汽车、船舶等传统领域消费潜力，培育新能源、低空经济、人形机器人等新兴领域应用场景，拓展石化产品市场需求，激发市场潜能。

表 1：近年来石化产业主要政策方向及对 PPI 推动作用

政策名称	政策相关方向	涉及石化行业内容	对 PPI 的推动作用
《石化化工行业稳增长工作方案(2025 - 2026 年)》	供给侧“反内卷”治理	严控新增炼油产能，科学调控乙烯、对二甲苯新增产能投放节奏	从源头改善工业品供需关系，助力 PPI 筑底回升
	需求侧扩张与潜力挖掘	组织石化化工产品供需对接活动，挖掘建筑、汽车、船舶等传统领域消费潜力，培育新能源、低空经济、人形机器人等新兴领域应用场景。	通过提振终端需求，向上传导至工业品价格，支撑 PPI 回暖
	货币政策协同与预期引导	利用超长期特别国债等现有政策渠道支持产业科技创新和设备更新改造，鼓励金融机构落实好有扶有控的信贷政策	降低企业财务成本，为需求复苏和价格回升创造有利金融环境
《精细化工产业创新发展实施方案（2024-2027 年）》	石化产品深加工与高端化引导	鼓励行业向高附加值的精细化工领域延伸，优化供给结构	推动石化产品附加值提升，助力行业高质量发展，支撑 PPI 上行
《加快经济社会发展全面绿色转型的意见》	石化产业循环经济新需求创造	推动全行业绿色低碳转型，拓展新能源、循环经济等新需求	以绿色低碳、循环经济为抓手，创造新需求，间接提振 PPI
《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》	优化提升传统产业	推动重点产业提质升级，巩固提升矿业、冶金、化工、轻工、纺织、机械、船舶、建筑等产业在全球产业分工中的地位和竞争力。	淘汰落后产能、治理低价竞争优化供给结构，改善供需关系，进一步推动 PPI 企稳回升

资料来源：中国政府网，中国石化新闻网，新华网，信达证券研发中心

综上，我们认为，石化产品在 PPI 的构成中具有权重占比高、波动性强等特点，石化产品价格变化与 PPI 走势具备强关联性，而近年来政策端持续发力，以“供给端优化”与“需求端扩张”为主要抓手，有望推动石化产品价格回暖，进而助力 PPI 企稳回升。

二、石化下游产能格局优化周期开启有望助推新一轮价格周期

2.1 增量：扩能周期逐步收尾，炼化供给增量有限

炼化扩能接近尾声，总量逼近政策“红线”。根据国家发改委等四部门发布的《关于促进炼油行业绿色创新高质量发展的指导意见》，到 2025 年，国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，千万吨级炼油产能占比 55% 左右，产能结构和生产力布局逐步优化。根据我们统计，预计 2025-2030 年期间或将有 5800 万吨新增炼油产能，考虑到 2024 年国内炼油产能 9.23 亿吨，我们预计未来三年炼油产能总量将接近政策“红线”，2025 年后炼化扩能也将接近尾声。

表 2：2025-2028 年新增炼油产能（万吨）

生产企业	省份	集团归属	常减压产能	预计投产时间
裕龙石化一期（第二套）	山东	裕龙石化	1000	2025
镇海炼化	浙江	中国石化	1100	2025
宁波大榭	浙江	中海油	600	2025
华锦石化	辽宁	华锦化学	1500	2026
古雷石化	福建	中国石化	1600	2030 年底
合计			5800	

资料来源：卓创资讯能源观察，流程工业，信达证券研发中心

化工品资本开支放缓，行业转型升级加速。从投资角度看，2021 年中国一批大型炼化一体化项目集中投产，2022 年以来新增产能投放速度有所放缓，受益于近年来炼化行业扩能放缓，叠加“双碳”政策以及化工行业高质量发展推动，化工品资本开支明显放缓，行业由“规模红利”向“价值红利”阶段升级。2025 年 5 月化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比增长仅 0.4%，供给增量释放明显放缓。

图 6：2010-2025 年化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比（%）



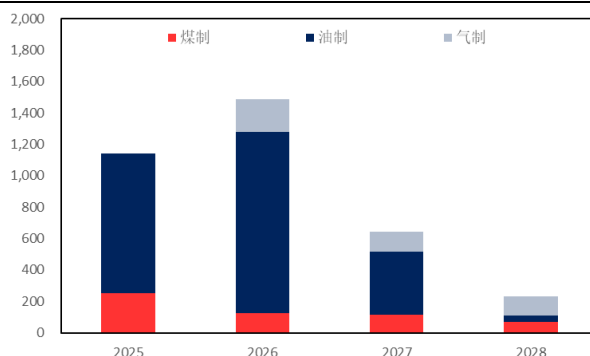
资料来源：，信达证券研发中心

石化化工品中，烯烃扩能短期延续，芳烃扩能或迎来“真空期”。我们统计了部分主流石化化工产品的未来增量产能情况，根据百川盈孚数据，未来 1-2 年仍是聚烯烃产能释放期，产能主要来自油制路线，供给端增速仍保持较高水平；而部分芳烃产品或在 2025-2026 年出现投产“真空期”，如 2025 年 PX 暂无新增产能释放，2026 年纯苯增量产能增速明显收窄。总体上看，我们预计石化化工产品扩能或在 2027 年前后完成收尾，而在 2025-2026 年部分化工产品供给侧将出现结构性机遇。

图 7：2022-2028 年主要石化化工品产能增速及预测（%）

	产能增速						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
聚乙烯	23%	11%	11%	20%	19%	5%	1%
聚丙烯	15%	12%	11%	10%	13%	7%	2%
PX	21%	15%	0%	0%	15%	0%	4%
纯苯	10%	14%	5%	14%	1%	8%	1%
苯乙烯	15%	22%	4%	14%	15%	0%	0%
丙烯腈	31%	15%	0%	33%	0%	0%	0%
乙二醇	26%	7%	1%	6%	10%	0%	0%
ABS	16%	37%	1%	12%	0%	0%	0%
聚碳酸酯	27%	18%	10%	5%	27%	11%	4%
MMA	37%	14%	8%	11%	19%	0%	0%

资料来源：百川盈孚，金联创，信达证券研发中心

图 8：2025-2028 年聚烯烃增量产能工艺路线分布（万吨）


资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

2.2 减量：政策端持续发力，落后产能出清重塑竞争格局

政策端强势推进落后炼能退出。从“十三五”至“十四五”阶段，国家政策端对炼化落后产能退出约束持续收紧，“十三五”阶段的落后产能出清主要来自原料资源获取推动，多出于政策鼓励和企业自愿；“十四五”阶段产能出清主要基于“双碳”目标等环保政策约束，多出于约束性与强制性，不仅在行业供给总量做了 10 亿吨炼化产能“天花板”限制，同时推动不符合国家产业政策的 200 万吨/年及以下常减压装置有序淘汰退出。2025 年 5 月国家发改委再次强调，要加快淘汰炼油等行业低效落后产能，优化产业布局，遏制落后产能无序扩张；“反内卷”政策加码，2025 年 7 月中央财经委员会第六次会议召开，会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，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，国内落后炼油产能存在高能耗、产品单一、高端产品不足等多特征，中央密集释放“反内卷”信号，或推动落后炼能加速退出，拥有深加工、一体化、高端化的先进民营炼化一体化有望优先受益。

表 3：近年来炼油行业产能淘汰相关政策

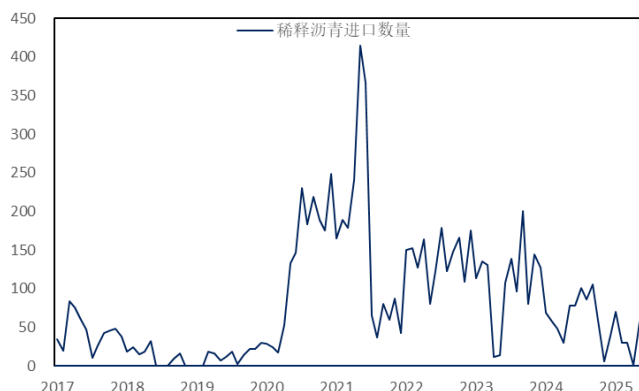
日期	政策	内容	部门
2015 年 2 月	《关于进口原油使用管理有关问题的通知》	坚持企业自愿，发挥市场在资源配置中的决定性作用，引导企业自主淘汰落后、兼并重组或建设天然气调峰储气设施。在本通知发布之日前建成投产、尚未使用进口原油的原油加工企业，经确认符合条件并履行相应义务的前提下，可使用进口原油。	国家发改委
2023 年 10 月	《关于促进炼油行业绿色创新高质量发展的指导意见》	到 2025 年，国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，千万吨级炼油产能占比 55% 左右，产能结构和生产力布局逐步优化	国家发改委等四部门
2024 年 5 月	《炼油行业节能降碳专项行动计划》	全面淘汰 200 万吨/年及以下常减压装置。大气污染防治重点区域要进一步提高炼油行业能耗、环保、质量、安全、技术等要求，逐步淘汰限制类工艺和装备。	国家发改委等五部门
2025 年 7 月	中央财经委员会第六次会议	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。	中央财经委员会

资料来源：国家发改委官网，中国政府网，生态环境部，信达证券研发中心

税改背景下，地炼成本压力攀升倒逼落后产能出清。受美国对委内瑞拉制裁影响，中石油在 2019 年 8 月宣布暂停自委内瑞拉进口原油，导致沥青型炼厂的委内瑞拉马瑞原油供应量骤降。在此背景下，稀释沥青的进口迎来上升期，2020 年 4 月后进口量显著抬升。2021 年 5 月财政部、海关总署、税务总局发布公告，自 2021 年 6 月 12 日起，对部分成品油视同石脑油或燃料油征收进口环节消费税，公告主要涉及 3 个品种，分别是混合芳烃、轻循环油和稀释沥青，稀释沥青的进口量大部分被生产沥青的独立炼厂所消耗。根据百川盈孚数据，山东省计划自 2024 年 10 月起对于以燃料油、稀释沥青和石脑油作为原料进行加工生产的企业，按应税产品占比计算准予扣除的数量，前期的税收政策实行下，该部分原料的进项消费税可以实现 100% 抵扣，而此次税改以后，根据钢联能化预测，抵扣比例或将下降 50%-60%，对于地方炼厂来说，成本方面或上升 450-600 元/吨，利润空间受到明显挤压。根据数据，自 2021 年稀释沥青征收消费税后，国内进口稀释沥青数量高位回落，而 2024 年 10 月的税改要求进一步抬升了以稀释沥青为主要原料的炼厂成本，加剧稀释沥青进口量下滑，2025 年 1-5 月，国

内进口稀释沥青合计 186 万吨，较去年同期下滑 34%。此外，受原料成本抬升影响，山东地炼开工负荷自 2021 年开始持续下滑，2025 年 6 月山东地炼开工负荷仅 45% 左右。我们认为，燃料油和稀释沥青的税改问题对地方炼厂影响较大，进一步推升的经营成本也将持续压缩落后产能的生存空间，尽管这一进程可能在政策执行过程中有所反复，但料将持续倒逼其产能出清加速。

图 9：2017-2025 年国内稀释沥青进口数量（万吨）



资料来源：，信达证券研发中心

图 10：2017-2025 年山东地炼开工率（%）



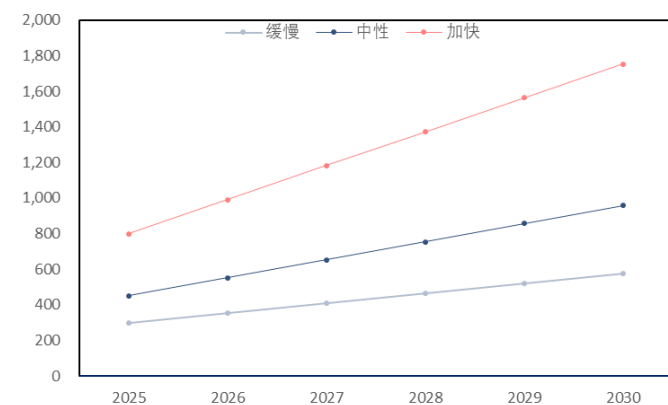
资料来源：，信达证券研发中心

潜在炼能淘汰规模庞大，行业有望逐步进入存量竞争时代。回顾历史炼能淘汰情况，在前述政策指引下，近年来国内炼能淘汰项目主要集中于 100-300 万吨产能，根据百川盈孚数据，当前全国 300 万吨及以下炼油产能合计约 7662 万吨，我们认为该类中小型炼厂均有面临淘汰可能。我们分偏缓、中性、加快三种炼能淘汰情景进行假设并展望至 2030 年，根据我们统计，200 万吨以下、250 万吨以下、300 万吨以下炼油产能分别为 2620、4222、7662 万吨，在偏缓淘汰情景下，假设 2030 年前 200 万吨以下产能淘汰完毕；在中性淘汰情境下，假设 2030 年前 250 万吨以下产能淘汰完毕；在加快淘汰情景下，假设 2030 年前 300 万吨以下产能淘汰完毕。考虑到近年来产能约束、淘汰出清政策趋严，假设炼能淘汰数量每年线性增长。我们结合计划投产的新增炼能，预计未来国内炼能边际增量将逐步趋缓，行业或将步入存量竞争时代。

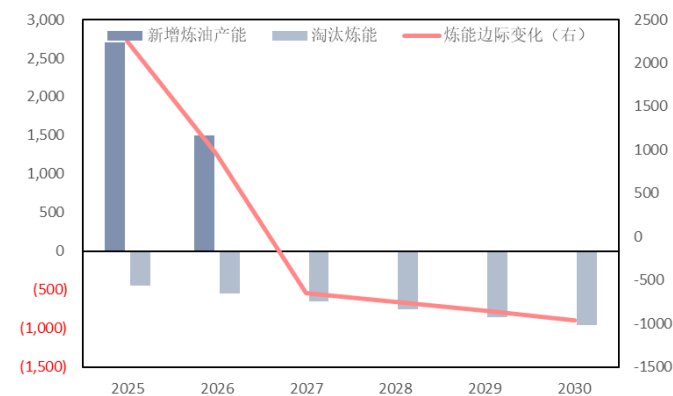
表 4：近年来国内炼厂淘汰/停产情况

拆除时间	炼厂名称	原油一次加工能力（万吨）	状态
2020 年	金石沥青	300	拆除/关闭
	滨阳炼化	440	拆除/关闭
	中海精细	230	拆除/关闭
	玉皇盛世	230	拆除/关闭
2021 年	恒源石化	350	拆除/关闭
	富宇石化	220	拆除/关闭
	联盟石化	210	拆除/关闭
2022 年	成达新能源	300	拆除/关闭
	海科化工	220	拆除/关闭
	科力达石化	220	拆除/关闭
2024 年	大连石化	450	拆除/关闭
	河北浅海化工	120	拆除/关闭
	华星石化	600	停产，开工日期未定
	正和石化	500	停产，开工日期未定
	昌邑石化	500	停产，开工日期未定

资料来源：隆众资讯，百川盈孚，财经杂志，国际石油经济，孔劲媛等《中国成品油市场 2024 年回顾与 2025 年展望》，信达证券研发中心

图 11: 2025E-2030E 年不同情景下国内淘汰炼油产能 (万吨)


资料来源: 百川盈孚, 卓创资讯能源观察, 流程工业, 信达证券研发中心

图 12: 2025E-2030E 年国内炼油产能变化 (万吨)


资料来源: 百川盈孚, 卓创资讯能源观察, 流程工业, 信达证券研发中心

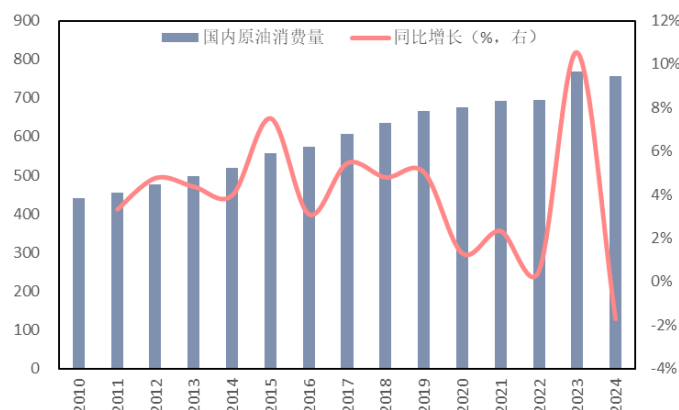
综上, 未来炼能增量整体有限, 而在政策驱动下, 行业落后产能出清有望提速, 我们通过对未来炼化产能供给增量与未来可能的减量, 未来炼能边际增量或将逐步趋缓, 行业逐步进入存量竞争时代, 整体竞争格局有望迎来改善。石化产能格局优化则有助于在供给端为石化产品价格进一步回升提供重要支撑。

三、石化下游需求缓步复苏且存结构性亮点

3.1 石化需求缓慢复苏逐步成为主基调

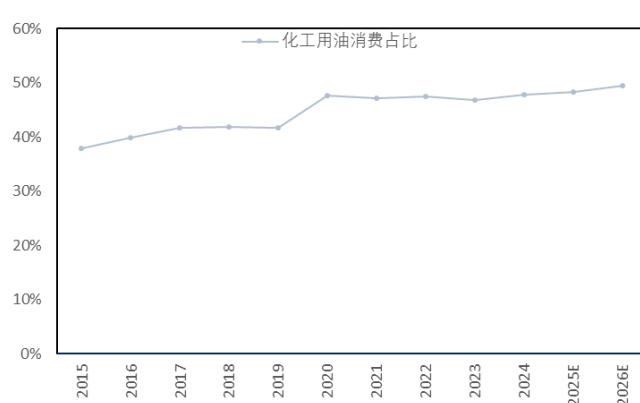
国内石油消费结构转变或进一步深化。受成品油达峰影响，2024 年国内石油消费为近年来首次负增长，与之对应的化工用油消费仍保持增长，根据 IEA 数据，2024 年中国化工用油消费量为 796 万桶/天，同比增长 3%。受国内成品油消费达峰和化工用油消费增长影响，国内石油消费结构转变进一步深化，2024 年国内化工用油消费占石油消费约 48%，我们预计到 2026 年国内化工用油消费占比有望提升至 50%，国内石油消费结构转变或将进一步深化，化工用油或成为国内石油消费增长的核心动力。

图 13: 2010-2024 年国内原油消费量及同比变化（百万吨，%）



资料来源：，信达证券研发中心

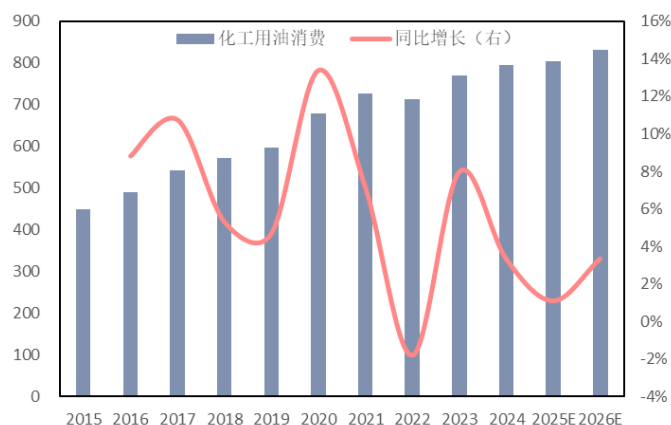
图 14: 2015-2026 年国内化工用油占比（%）



资料来源：IEA，信达证券研发中心

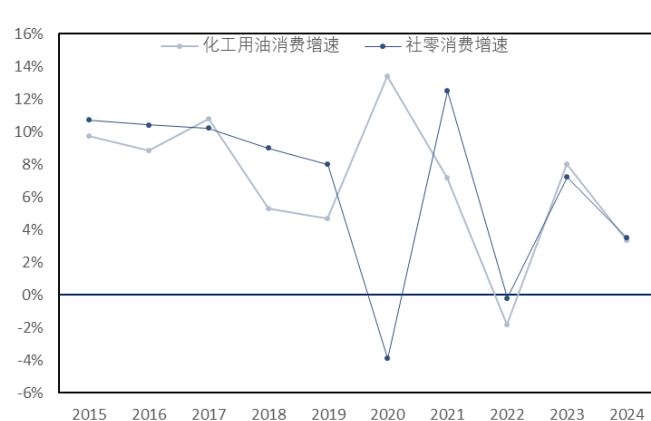
化工用油需求仍处于长期增长通道中，缓慢复苏或成为需求增长主基调。从化工用油实际消费量角度看，因我国人均化工品消费量总体仍较低，当前正处于持续提升阶段，除 2022 年因疫情抑制国内经济活动，导致需求阶段性下跌外，近年来整体保持稳健增长。根据 IEA 预测，2025-2026 年国内化工用油需求年均增速约 1%-4%，整体保持缓慢复苏态势。此外，剔除 2020 年疫情因素影响，近年来社会零售品消费增速与化工用油消费增速变化存在一致性，在促消费相关政策支持下，当前社零消费保持稳步复苏态势，也有望进一步支撑化工用油需求，石化化工品需求或仍处于长期增长通道。

图 15: 2015-2026 年化工用油消费及同比增长（万桶/天，%）



资料来源：IEA，信达证券研发中心

图 16: 2015-2024 年化工用油消费增速及社零消费增速（%）



资料来源：EI，IEA，，信达证券研发中心

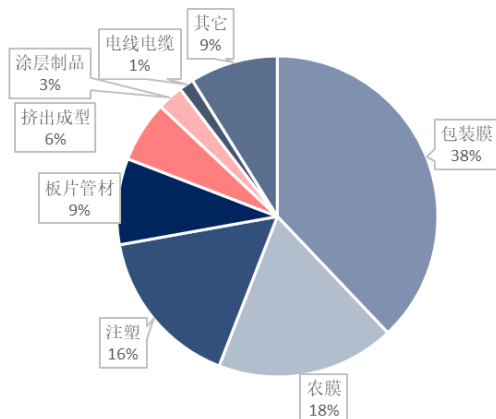
图 17：2022-2025 年 8 月社会消费品零售总额累计同比（%）


资料来源：，信达证券研发中心

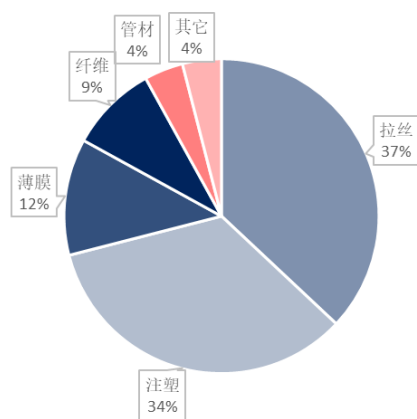
3.2 石化化工品需求复苏动能存在结构性差异

3.2.1 大宗化学品：聚烯烃需求偏弱复苏，芳烃下游装置扩能拉动需求

聚乙烯和聚丙烯作为两大通用塑料，因分子结构和性能差异，下游应用领域略有区别。聚乙烯材料主要用于膜类产品，包装膜和农用薄膜占比超过 50%，多为一次性消费品，常用于日常生活和农业领域，其次为注塑、板片管材等，主要应用于日常生活和地产行业；聚丙烯下游主要用于拉丝、注塑等领域，终端应用领域主要涉及水泥、化肥及粮食等产品包装、汽车、家电以及地产行业等，总体来看，我们认为聚烯烃下游应用主要来自地产基建及居民日常消费。

图 18：2024 年聚乙烯下游消费结构（%）


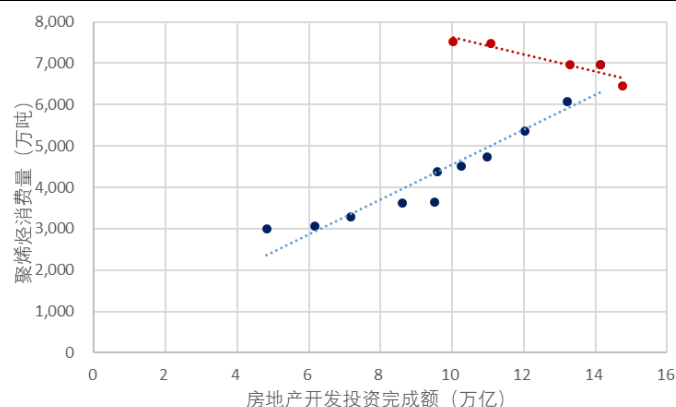
资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

图 19：2024 年聚丙烯下游消费结构（%）


资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

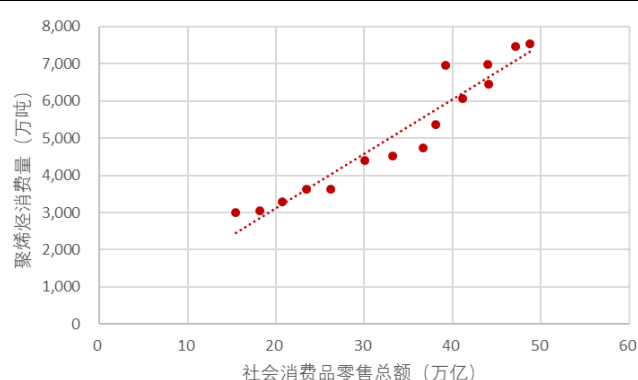
扩大内需背景下，聚烯烃表观消费仍保持增长。2024 年底，中央经济工作会议将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”列为 2025 年 9 项重点任务之首，消费在内需扩大的重要性更加突出。近年来由于国内地产复苏疲软，对聚烯烃需求拉动有限，居民消费成为聚烯烃需求增长关键力量。我们比较了历史地产投资和社零消费对聚烯烃需求的拉动影响，从二者的数据分布可以看出，近年来地产投资有所下行，其对聚烯烃消费拉动偏弱，而社零消费仍保持增长，并与聚烯烃消费量变化保持较高的正相关性。在扩大内需背景下，聚烯烃消费量有望保持增长。

图 20：2010-2024 年中国地产投资完成额与聚烯烃消费量分布（万亿，万吨）



资料来源：，信达证券研发中心

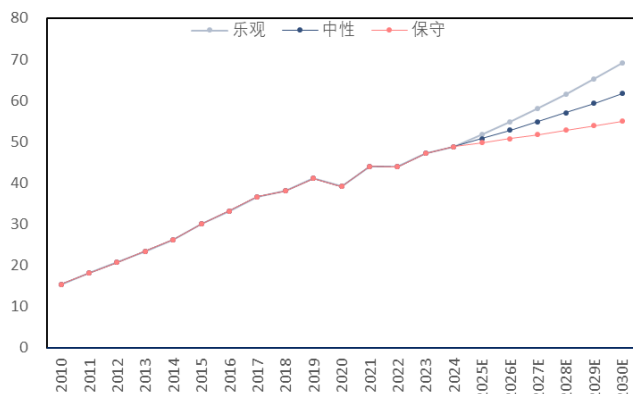
图 21：2010-2024 年社零消费与聚烯烃消费量分布（万亿，万吨）



资料来源：，信达证券研发中心

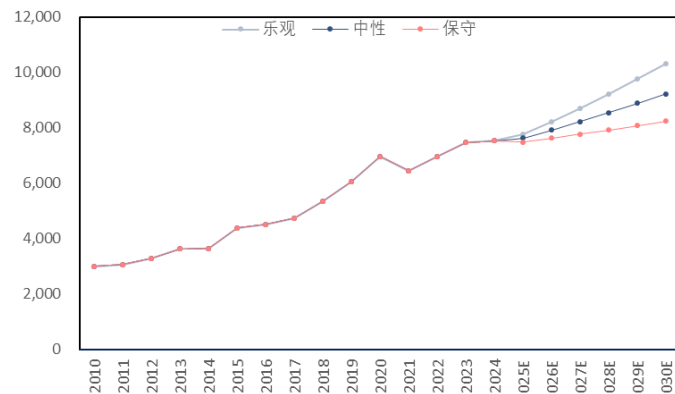
我们通过预测未来社零消费增速和规模来对聚烯烃消费增速进行预测。我们分别做了乐观、中性和保守三种情景假设，并剔除了 2020 年疫情背景下的特殊影响。我们发现从“十一五”至“十四五”期间，社零消费增速中枢在不同阶段均有所下行，但降幅逐步收窄，“十四五”以来社零消费增速中枢约 6%，较“十三五”下降 2pct，我们以“十五五”阶段社零增速较“十四五”下降 2pct 作为中性假设，即 4%；乐观假设下，假设社零增速与“十四五”一致，即 6%；保守假设下，社零消费增速大幅下降，降幅与“十一五”至“十二五”增速中枢降幅 4pct 一致，即社零消费增速仅 2%。根据我们测算结果，在中性假设下，我们预计 2025-2030 年聚烯烃表观消费增速在 1-4% 左右。

图 22：2010-2030E 不同情景假设下社零消费（万亿）



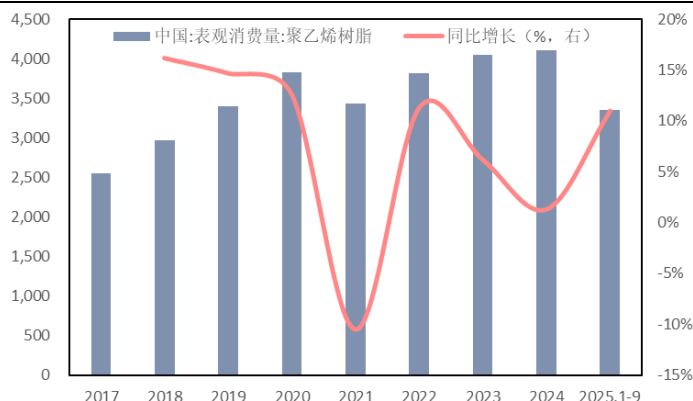
资料来源：，信达证券研发中心

图 23：2010-2030E 不同情景假设下聚烯烃消费量（万吨）

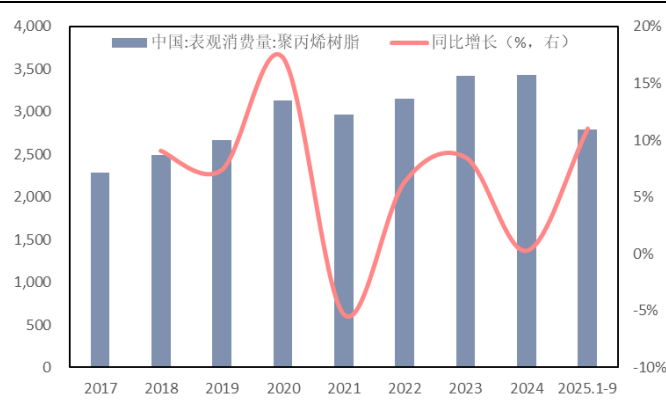


资料来源：，信达证券研发中心

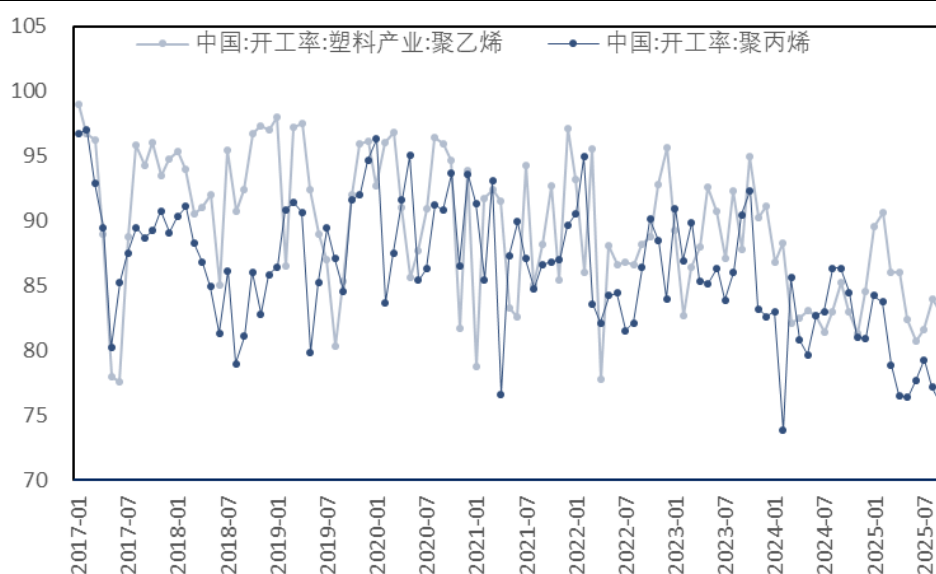
受制于供给释放，聚烯烃开工负荷提升偏缓。近年来受民营大炼化投产、轻烃裂解项目上马，聚烯烃保持较高的产能增速，2018-2024 年产能平均增速为 12%，2020 年后产能增速高于表观需求增速。截至 2025 年 9 月，国内聚烯烃产能为 8866 万吨，同比增长 17%，表观消费量 6710 万吨，同比增长 11%，表观消费量的高增速主要系新装置带来的产量释放。根据我们在《2025 年石化行业年度策略报告——炼化周期筑底，景气复苏可期》的结论，大宗化学品景气度与开工率同频，而在供给侧增量释放、实际需求增长有限背景下，近年来聚烯烃产品开工负荷提升相对偏缓。

图 24：2017-2025 年 9 月聚乙烯表观消费量及同比（万吨，%）


资料来源：，百川盈孚，信达证券研发中心

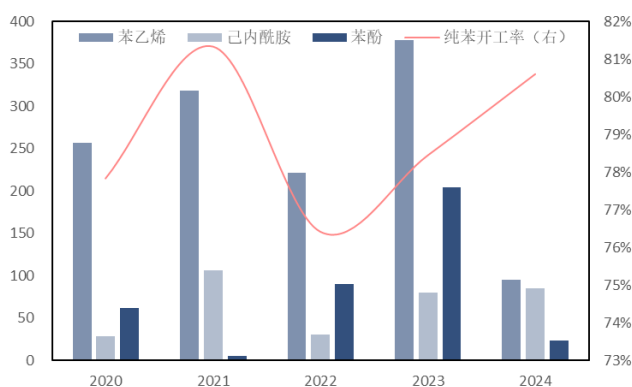
图 25：2017-2025 年 9 月聚丙烯表观消费量及同比（万吨，%）


资料来源：，百川盈孚，信达证券研发中心

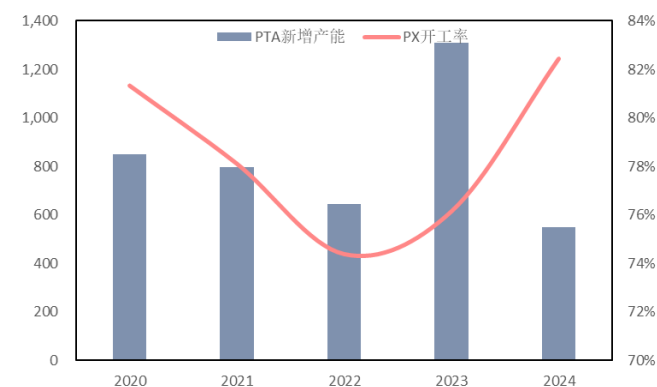
图 26：2017-2025 年 9 月聚烯烃开工率（%）


资料来源：，百川盈孚，信达证券研发中心

芳烃下游扩能带动芳烃产品开工负荷提升。纯苯和 PX 作为下游化工品生产的中间产品，其直接需求主要来自下游化工装置。我们统计了纯苯主要下游产品苯乙烯、己内酰胺、苯酚等历史产能增量和 PX 下游 PTA 产品的历史产能增量，并与纯苯和 PX 开工负荷进行比较，从过去历史芳烃下游增量产能和芳烃开工率来看，下游扩能将刺激芳烃需求进而提升芳烃开工负荷。

图 27：2020-2024 年纯苯下游装置扩能及开工情况（万吨，%）


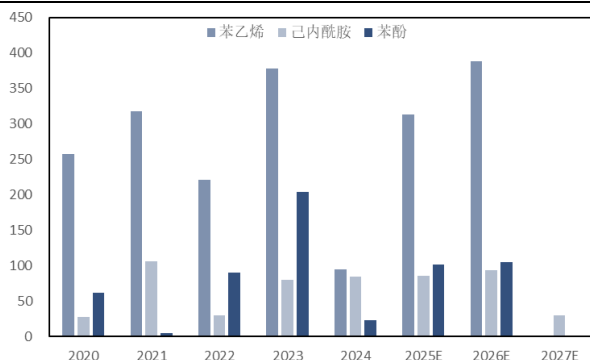
资料来源：，信达证券研发中心

图 28：2020-2024 年 PX 下游装置扩能及开工情况（万吨，%）


资料来源：，信达证券研发中心

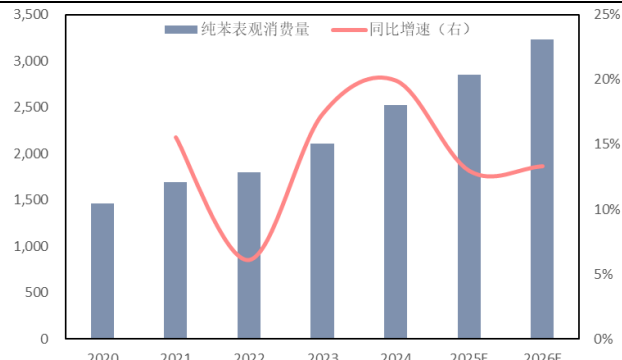
下游装置扩能仍在继续，芳烃需求端有望持续修复。根据百川盈孚数据，我们统计了 2025-2026 年纯苯和 PX 下游新增产能情况，2025-2026 年仍是芳烃下游产品装置投产的密集期，我们以原料单耗测算下游产品产能增量对纯苯和 PX 产品的需求边际增量，根据我们测算，伴随下游装置产能扩张，仅考虑苯乙烯、己内酰胺和苯酚产品的情况下，我们预计 2025-2026 年纯苯的边际需求增量均为 13% 左右；考虑下游 PTA 装置扩能和单耗的情况下，我们预计 2025-2026 年 PTA 扩能对 PX 产品边际需求增量分别为 12%、8%。2025 年以来芳烃开工负荷仍保持较高水平，未来受益于下游装置产能扩张，芳烃板块需求或仍将保持较高增速。

图 29: 2020-2027E 年纯苯下游产品扩能情况 (万吨)



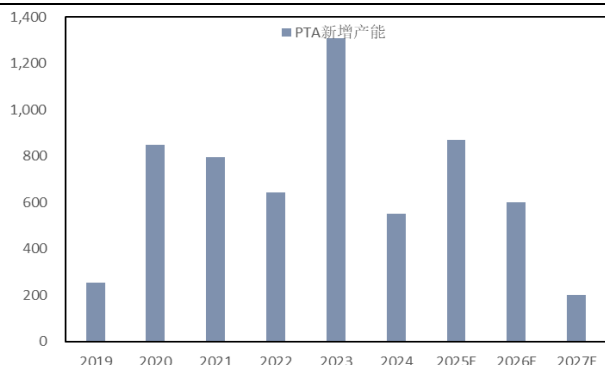
资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

图 30: 2020-2026E 年纯苯表观消费量及增速 (万吨, %)



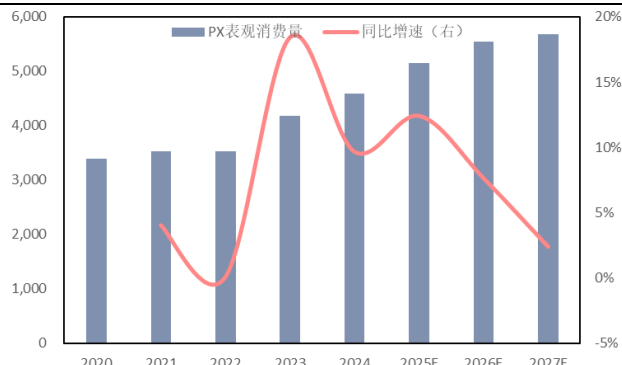
资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

图 31: 2020-2027E 年 PX 下游产品扩能情况 (万吨)



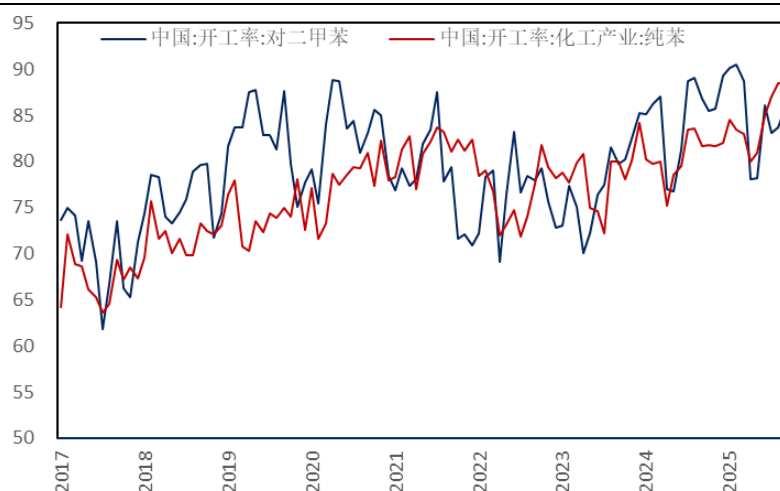
资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

图 32: 2020-2027E 年 PX 表观消费量及增速 (万吨, %)



资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

图 33: 2017-2025 年 9 月对二甲苯和纯苯开工率 (%)



资料来源: , 百川盈孚, 信达证券研发中心

3.2.2 高端新材料：新兴产业带来需求拉动，国产替代空间广阔

石化下游高端新材料是指具有高技术含量、高应用性能、高市场价值等特性，应用于高技术领域和战略性新兴产业的石化化工材料。与传统大宗石化产品相比，其技术壁垒高、附加值高、成长性好，石化高端新材料是石化产业面向精细化、高端化发展的关键标志。根据中国石化经济技术研究院数据，2024 年我国高性能材料自给率仅 54% 左右，其中，关键单体及中间体自给率最低，高端聚烯烃市场份额最大，部分领域仍需加快发展。石化高端新材料主要可划分为高端聚烯烃、工程塑料及特种工程塑料、高性能膜材料和生物基及可降解塑料四大类。

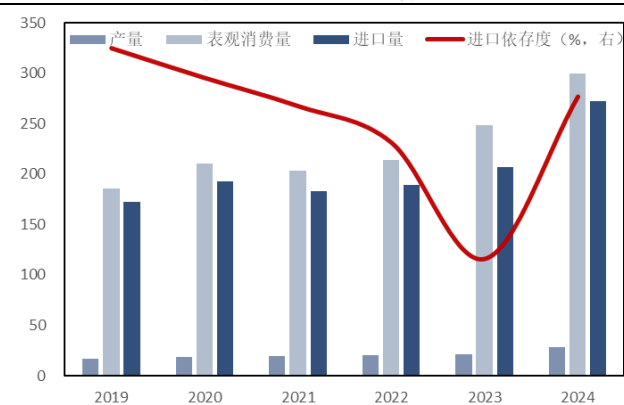
表 5：石化下游主要高端新材料类型

材料类别	核心特征	核心产品	主要应用领域
高端聚烯烃	性能远超通用聚烯烃（如 PE、PP），具有高韧性、高透明度、耐高温等特性。	茂金属聚乙烯（mPE）、茂金属聚丙烯（mPP）、聚烯烃弹性体（POE）、乙烯-醋酸乙烯共聚物（EVA）	光伏、新能源汽车、高端包装、医疗器械
工程塑料及特种工程塑料	耐高温、高强度、耐腐蚀，可替代金属材料。	聚碳酸酯（PC）、聚苯硫醚（PPS）、聚酰亚胺（PI）、聚醚醚酮（PEEK）	汽车轻量化（零部件）、电子电器（外壳、连接器）、航空航天
高性能膜材料	具备选择性分离、绝缘、封装等特殊功能。	锂电池隔膜、水处理反渗透膜、光伏封装膜（如 EVA、POE 胶膜）、功能性 BOPA 薄膜	水处理（反渗透膜、纳滤膜）、新能源（锂电池隔膜、光伏封装膜）
可降解材料	绿色环保、可降解	PBAT/PBS	包装、纺织、一次性用品

资料来源：福建省工信厅，观知海内信息网，中国石化新闻网，信达证券研发中心

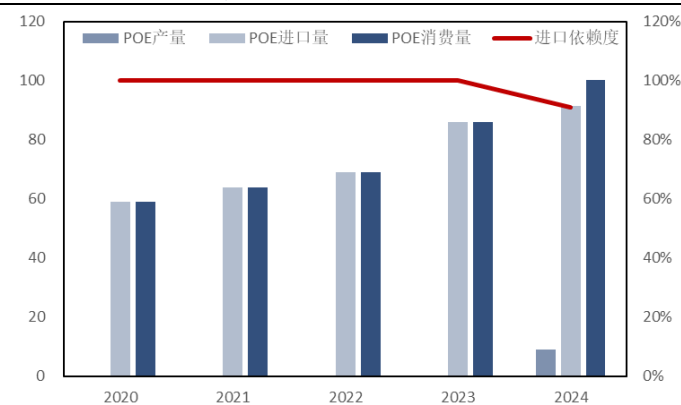
高端聚烯烃：进口替代正当时。茂金属聚烯烃、聚烯烃弹性体等高端聚烯烃产品上产速度偏缓，进口依赖度仍保持较高水平。茂金属聚乙烯方面，在国内消费扩张和高端包装等需求刺激下，2024 年茂金属聚乙烯表观消费量约达 300 万吨，同比增长 21%，但进口量高达 272 万吨，进口依赖度高达 91%。聚烯烃弹性体方面，过去 POE 产品长期依赖进口，直到 2023 年 12 月国内首套工业化装置才投产，根据海关总署数据，2024 年国内 POE 进口量仍高达 91 万吨，进口依赖度超过 90%，而近年来受益于光伏、新能源汽车等下游需求扩张，2021-2024 年 POE 消费量平均增速高达 14%，高端聚烯烃方面或存在新兴产业带来的需求扩张与国内产能自给不足的供需错配局面。

图 34：2020-2024 年国内茂金属聚乙烯产销和进口情况(万吨, %)



资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

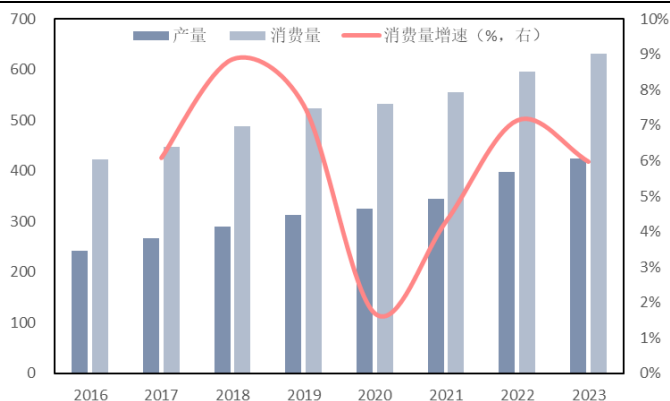
图 35：2020-2024 年国内 POE 产销和进口情况(万吨, %)



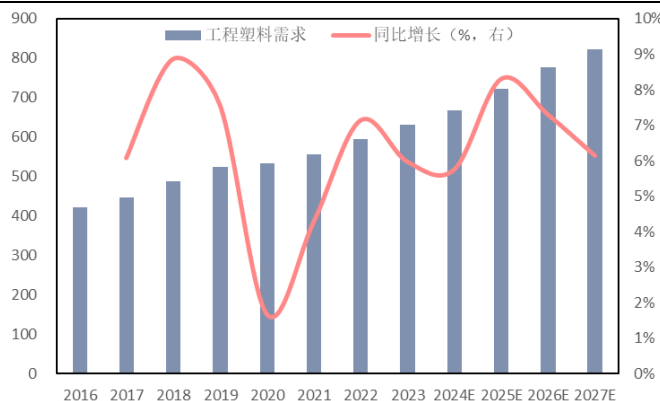
资料来源：卓创资讯，海关总署，信达证券研发中心

工程塑料、锂电隔膜：新能源汽车产业带来强劲需求拉动。工程塑料的轻量化、高强度等性能使其在汽车、电子、建筑、机械及航空航天等领域具有广泛应用，近年来，受益于国内新能源汽车快速发展，叠加新能源汽车较传统燃油车塑料用量更高，推动工程塑料需求量提升。我们对未来国内工程塑料需求进行预测：1) 单车塑料用量：根据生物塑料研究院数据，传统燃油车塑料消耗均值 145 公斤，新能源车则超过 180 公斤，扣除 PP、PE 等大宗塑料产品占比，工程塑料占比约 73%；2) 汽车产量：2025 年 1-9 月国内汽车总产量同比增长 11%，假设 2025 年汽车总产量增速 10%，2026-2027 年产量增速年均下降 2pct，2025 年 1-9 月国内新能源汽车总产量同比增长 30%，假设 2025 年新能源汽车总产量增速 30%，2026-2027 年产量增速年均下降 5pct；3) 其它领域工程塑料消费量：以 2020-2023 年平均增速 4% 为基准，2025-2027 年保持不变。根据我们测算，我们预计 2025-2027 年国内工程塑料消费量年均增速在 6-8%，新能源汽车有望对工程塑料需求带来强劲拉动。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 18

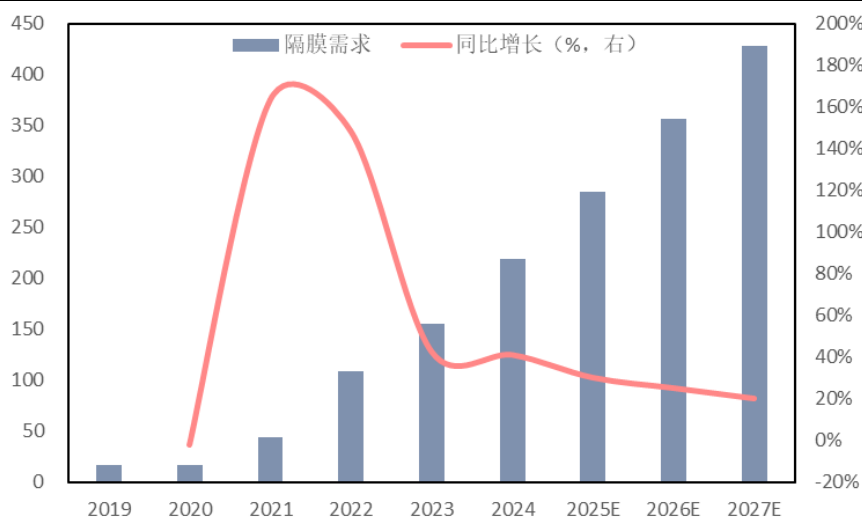
图 36: 2016-2023 年国内工程塑料产销量及销量增速 (万吨, %)


资料来源: 智研咨询, 信达证券研发中心

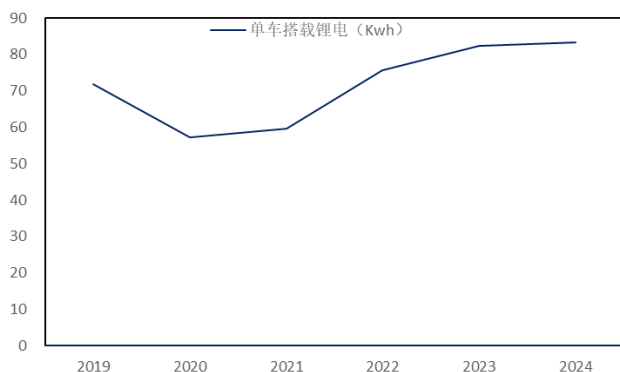
图 37: 2016-2027E 年国内工程塑料消费量及预测 (万吨, %)


资料来源: 智研咨询, 生物塑料研究院, 信达证券研发中心

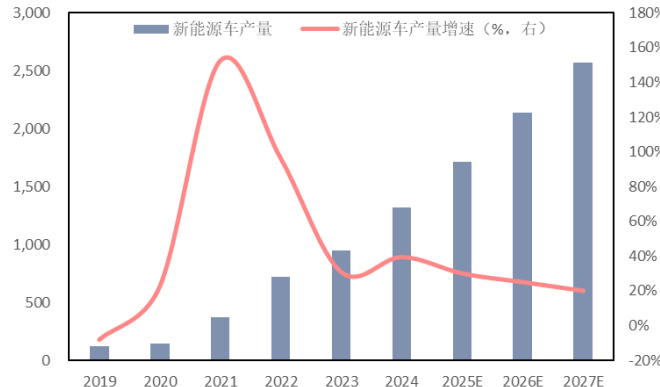
锂电隔膜需求空间测算: 1) 单车搭载锂电: 我们根据 2019-2024 年国内锂电池产量数据和新能源汽车产量数据测算, 近年来单车搭载锂电池呈现稳步提升趋势, 我们假设 2025-2027 年单车搭载锂电与 2024 年保持一致; 2) 新能源汽车产量: 与前文预测保持一致; 3) 单位动力电池隔膜消费量: 根据北极星储能网、行业龙头沧州明珠数据, 1GWh 的动力电池约消耗 2000 万平方米隔膜。2024 年国内锂电隔膜消费量约 219 亿平, 同比增长 41%, 根据我们测算, 预计 2025-2027 年国内锂电隔膜消费量增速略有放缓, 但仍将保持 20-30% 的高增速。

图 38: 2019-2027E 年国内锂电隔膜需求及预测 (亿平, %)


资料来源: 北极星储能网, 电池中国网, 沧州明珠, 信达证券研发中心

图 39: 2019-2024 年单位新能源汽车搭载锂电 (Kwh)


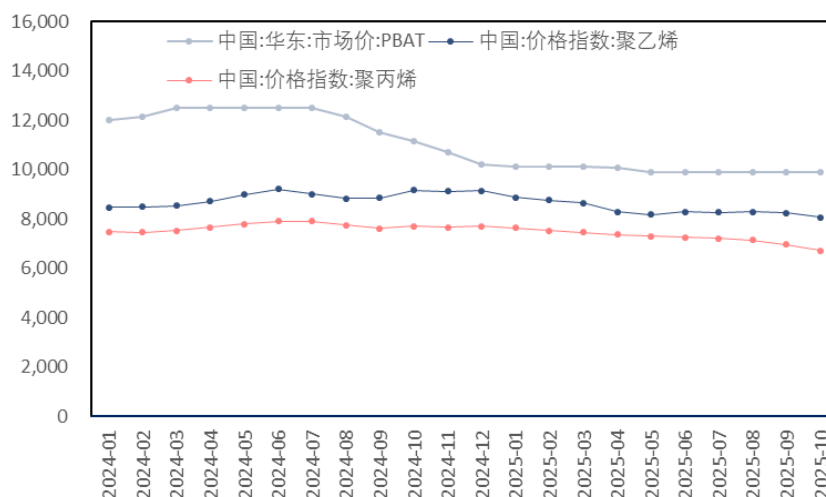
资料来源: 信达证券研发中心

图 40: 2019-2027E 年中国新能源汽车产量及预测 (万辆, %)


资料来源: 信达证券研发中心

可降解塑料：“限塑令”推动市场空间打开，但价格是当前市场扩张的主要制约。政策方面，早期的“限塑令”更侧重于限制超薄袋和有偿使用，2020 年的新规更强调对不可降解塑料制品的禁止和限制，覆盖的产品种类和领域更广，进一步拓宽了可降解塑料的市场容量。价格方面，以石油基可降解塑料 PBAT 为例，当前 PBAT 单吨价格较传统的聚乙烯、聚丙烯产品高约 20-50%，对其市场渗透带来一定制约。我们认为，未来可降解塑料需求改善主要来自两大方面，一是规模化装置投产后带来的成本压降，进而降低产品价格，提高产品市场竞争力；二是政策端方面进一步强化约束和监管。

图 41：2024-2025 年 10 月可降解塑料 PBAT 与聚烯烃价格对比（元/吨）



资料来源：，信达证券研发中心

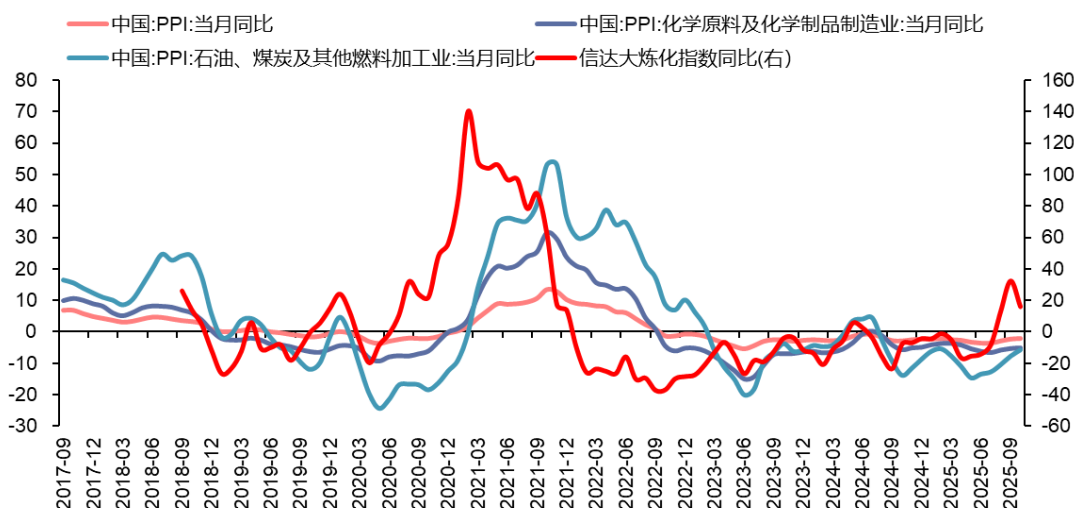
综上所述，我们认为，从总量上看，由于国内成品油需求达峰，石油消费结构转变或进一步深化，化工用油需求仍处于长期增长通道中，国内石化产品需求缓慢复苏或成为主基调。从结构上看，石化化工品需求复苏动能存在结构性差异，大宗化学品中聚烯烃需求偏弱复苏，而芳烃产品受益于下游装置扩能，其需求仍将保持较高增速；高端石化新材料发展迅速，既顺应国家精细化工创新发展要求，也与国家新兴产业发展需要相匹配，其中高端聚烯烃材料、工程塑料、锂电隔膜等石化高端新材料产品仍将保持较高需求增速。

四、投资机会及策略

4.1 石化板块股价与 PPI 走势历史复盘

石化下游板块股价优先于 PPI 指数回暖。我们以恒力石化、恒逸石化、荣盛石化、桐昆股份、新凤鸣和东方盛虹 6 家民营炼化公司作为成份股，将其股价算数平均后编制成信达大炼化指数。通过复盘 PPI 与大炼化指数同比涨跌幅历史走势，我们发现，石化板块标的股价走势与我国 PPI 走势高度相关，且存在石化板块股价优先于 PPI 回暖的情况。以 2020-2022 年为例，2020 下半年 OPEC+ 采取联合减产推动油价企稳回升，在油价回升的初期和中期，炼化-化纤产业链的企业享受到了很大的成本红利：企业消耗的是之前在低价时期储备的原油库存，生产出的产品（如化工品、涤纶长丝等）价格随着需求复苏而上涨，这导致产品价差（即加工利润）急剧扩大，企业盈利预期大幅改善。叠加 2020 年疫情冲击后，全球经济复苏预期带来了石油化工周期品的需求复苏预期。石化板块相关标的股价在 2020-2021 年从底部快速反弹。而观察 PPI 同比数据表现则滞后股价一年，在 2021-2022 年得以改善，主要考虑 PPI 是一个滞后指标，只有当原材料、大宗商品的价格上涨已经真实发生并传导至工业品端，才会在 PPI 数据上体现出来。

图 42：中国 PPI 与信达大炼化指数当月同比数据走势（%）



资料来源：，信达证券研发中心

我们认为，虽然当前 PPI 尚未回正，但石化下游股价已出现企稳回升态势，当前是良好的投资布局时机。

一是今年以来国家推动包括石化化工在内的重点行业进行“反内卷”整治，工信部等七部门发布的《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》也表明要淘汰落后产能和优化供给结构。尽管 PPI 数据仍在负值区间，但政策端已经发力，石化股的股价已经止跌企稳，开始放量上涨。

二是我国石化产品需求预计保持缓慢复苏，高端化工材料需求保持高速增长，需求端持续改善叠加炼化成本端优化也将带来石化板块盈利持续改善，部分标的如荣盛石化、恒力石化 Q3 利润已出现环比大幅改善，为石化板块股价表现提供支撑。

4.2 投资建议

投资建议方面，我们重点推荐国营化工龙头企业中国石化（600028.SH）、中国石油（601857.SH）；具备规模优势、化工产业链条长、高附加值产品布局丰富的民营大炼化企业：恒力石化（600346.SH）、荣盛石化（002493.SZ）；逐步增强产业链协同优势的涤纶长丝龙头桐昆股份（601233.SH）、新凤鸣（603225.SH）；建议关注：东方盛虹（000301.SZ）。

表 6：相关标的盈利预测表

代码	名称	收盘价（元）	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600028.SH	中国石化	5.68	6492.35	503.13	404.10	443.79	539.79	13.29	17.03	15.51	12.75
601857.SH	中国石油	9.92	17786.68	1646.76	1675.30	1761.91	1823.96	10.11	10.84	10.30	9.95
002493.SZ	荣盛石化	11.04	1102.83	7.24	12.21	20.99	32.64	113.13	90.32	52.54	33.79
600346.SH	恒力石化	19.89	1400.08	70.44	70.67	88.59	99.24	15.34	19.81	15.80	14.11
601233.SH	桐昆股份	15.99	384.52	12.02	20.87	27.88	34.16	23.14	18.42	13.79	11.26
603225.SH	新凤鸣	18.21	277.62	11.00	11.69	13.69	15.82	22.61	23.75	20.28	17.55
000301.SZ	东方盛虹	10.17	672.36	-22.97	6.09	11.60	16.94	-	110.40	57.96	39.69

资料来源：，信达证券研发中心。除东方盛虹采用一致预期外，其他标的均为信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 11 月 13 日收盘价

风险因素

- 1、**炼化下游需求修复不及预期风险：**终端消费走弱或地产基建复苏疲软，导致炼化产品需求走弱，价差收窄进而打压盈利。
- 2、**落后产能出清偏缓风险：**落后产能出清偏缓或导致炼化产能格局优化不及预期，导致产品盈利走弱或同质化竞争加剧。
- 3、**资本开支超预期增长风险：**炼厂资本开支超预期增长或压缩企业自由现金流，进而影响其估值水平。
- 4、**原油价格大幅波动风险：**炼厂为油价波动的接受者，若油价大幅波动将直接影响炼厂成本。
- 5、**化工品产能超预期投放风险：**未来化工品产能投放时间存在不确定性，若化工品产能过早或集中投放或大幅压缩盈利。
- 6、**估值参数选取差异风险：**估值及盈利测算模型中涉及较多参数假设，不同参数选取的主观差异可能会导致估值结果出现较大变化，进而产生预期变化风险。

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望 2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。