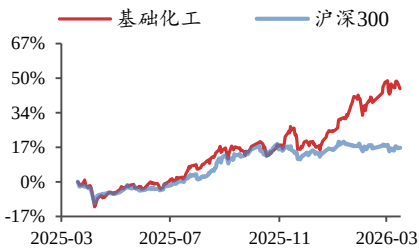


基础化工

2026 年 03 月 19 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《地缘冲突延续带动原油供应紧张，建议关注自身供需格局较好的化工品种——行业周报》-2026.3.15

《地缘冲突扰动全球能化供应链，看好中国化工稳定供应全球——行业周报》-2026.3.8

《节后化纤价格普遍上涨，看好磷化工战略价值重估——化工行业周报》-2026.3.1

氯碱行业景气度逐步触底，双碳政策、PVC 无汞化推进将加快行业景气度底部向上

——行业深度报告

金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

宋梓荣（分析师）

songziron@kysec.cn

证书编号：S0790525070002

张晓锋（分析师）

zhangxiaofeng@kysec.cn

证书编号：S0790522080003

● **氯碱：行业景气度触底，双碳、PVC 无汞化推进将加快行业景气度底部向上**
短期来看，氯碱行业景气度逐步触底。2026 年 PVC 无新增产能，但行业库存压力较大，叠加出口受限，PVC 价格在 2026 年 4 月 1 日（取消 PVC 出口退税）后仍有压力。烧碱后续虽然在供需面上较为平衡，但库存压力同样较大，叠加受 PVC 盈利下降拖累，氯碱行业亏损或进一步加深。从 2025 年 Q4 开始，氯碱行业出现包括龙头公司在内的大面积亏损，若行业盈利进一步下滑，高成本产能或将加快出清。**长期来看，双碳、PVC 无汞化推进将加快行业景气度底部向上。**
需求端，PVC、烧碱需求将逐步向好，尤其是在海外能源成本高企背景下，国内氯碱企业出口将具有较强成本优势。**供给端**，2026 年是“十五五”开局之年，也是我国实现 2030 年碳达峰的决胜期。氯碱作为高耗能行业，后续对氯碱行业供应端的限制或进一步趋严，尤其是随着碳交易建立之后，具有成本及管理优势的龙头企业有望充分受益。同时随着电石法 PVC 无汞化推进，落后、不具备改造能力的电石法 PVC 将加快退出，进而加快氯碱行业景气度底部向上。**受益标的：中泰化学、新疆天业、氯碱化工、嘉化能源、君正集团、北元集团¹等。**

● **PVC：需求偏刚性、行业无新增产能、无汞化推进等或加快供需格局改善**
需求方面，国内地产需求偏刚性，地产政策支持下需求有望稳步提升，且国外新兴发展中国家对 PVC 需求持续增加。供给方面，在《关于汞的水俣公约》以及全球 PVC 竞争加剧的情况下，新增产能较为困难。国内外供给均存在减少预期：（1）国内电石法 PVC 无汞化推进将淘汰落后电石法 PVC 产能；（2）国内 PVC 出口增值税退税取消进一步抬高落后 PVC 产能成本，加快其退出进度；（3）国外欧美能源成本持续高企下 PVC 装置将持续退出。预计 2026-2028 年 PVC 行业开工率从 80%逐步提高至 82%的情况下，从 2027 年开始 PVC 需求量将大于行业产量，行业景气度大幅改善。后续如果落后 PVC 产能持续退出，PVC 供需格局改善进程将进一步加快。综上，我们认为 PVC 远期供需格局有望持续改善，在目前 PVC 价格位于历史最低价格的情况下，未来 PVC 价格上涨弹性充足。

● **烧碱：需求有望增加而供给增速放缓，供需格局有望修复**
需求端，2026 年国内外氧化铝需求持续增加，增幅情况与 2025 年接近，对烧碱需求拉动情况或与 2025 年接近。非铝需求方面，随着国内经济持续恢复，非铝需求或较 2025 年有所增长。**供给端**，由于 2026 年开始，PVC 行业基本无新增产能，烧碱缺乏较大的耗氯下游，从而限制烧碱新增产能，叠加未来对于氯碱这类高耗能行业新增产能限制趋严，预计烧碱产能增速或在 3%左右。从供需格局来看，2026 年开始烧碱需求有望增加而供给增速放缓，供需格局有望修复。

● **风险提示：**需求恢复不及预期、政策落地进度不及预期、原材料价格大幅波动；其他风险详见倒数第二页标注¹。

目 录

1、 氯碱产业链：氯碱工业主要产品为烧碱和聚氯乙烯（PVC）	4
1.1、 特点 1：氯碱为高耗能产品，十五五碳达峰下落后装置或逐步退出	4
1.2、 特点 2：2025 年 Q4 氯碱盈利能力进一步下滑，2026 年或出现落后产能淘汰	7
2、 PVC：地产需求偏刚性，行业无新增产能且出口退税取消、无汞化推进等因素或加快落后产能退出	9
2.1、 需求：PVC 国内需求较为稳定，出口表现亮眼	9
2.2、 供给：未来 PVC 行业无新增产能，无汞化推进下行业供给压力有望缓解	15
2.3、 供需：远期 PVC 供需格局向好，价格上涨弹性充足	18
3、 烧碱：需求有望增加而供给增速放缓，供需格局有望修复	19
3.1、 需求：国内外氧化铝增量较大，叠加国内非铝需求增加，烧碱需求有望稳步增长	19
3.2、 供给：烧碱规划产能较多，但 PVC 无新增产能或带动烧碱增量减少	21
3.3、 供需：烧碱供需格局或有所修复，库存高企下价格上涨幅度有限	22
4、 观点：氯碱行业景气度逐步触底，双碳政策、PVC 无汞化推进将加快行业景气度底部向上	23
5、 风险提示	25

图表目录

图 1： 氯碱工业：以烧碱和聚氯乙烯为主要产品，终端涉及基建、地产、化工等国民经济重要组成部分	4
图 2： 烧碱、PVC 之间开工率相关性较强	7
图 3： 2025 年 Q4，烧碱、PVC 价格同时下跌	7
图 4： 2025 年以来烧碱价格、价差呈下滑趋势	8
图 5： 2021 年以来，PVC 价格、价差整体呈下滑趋势	8
图 6： 氯碱总利润：2025 年 Q4 开始行业大面积亏损，预计后续进入产能淘汰阶段	8
图 7： PVC 下游主要用于地产领域	9
图 8： 2025 年，PVC 表观消费量同比下降 2.81%	9
图 9： 2025 年国内房屋竣工面积、商品房销售面积分别同比下降 18%、下降 8.70%	10
图 10： 2019 年以来，PVC 出口快速增加	12
图 11： 我国 PVC 主要向印度、越南等出口	12
图 12： 2022-2025 财年，印度 PVC 需求从 297 万吨提高至 471 万吨	13
图 13： 2023 年，印度 PVC 进口量大幅提高，主要由中国、东北亚和北美等供应	13
图 14： 自 2026 年 4 月 1 日起将取消 PVC 13% 的增值税出口退税	15
图 15： PVC 产能投放接近尾声，短期或无新增产能	16
图 16： 2021 年以来，乙烯法 PVC 产能占比逐步提高	16
图 17： 电石法生产 PVC 的过程中，乙炔与氯化氢的反应需以氯化汞作为催化剂	17
图 18： 生产电石法 PVC 过程中，氯化汞催化剂中 21.9% 的汞会流失	17
图 19： 金基催化剂的催化生产电石法 PVC 效果较氯化汞催化剂更好	18
图 20： 2025 年以来，PVC 价格价差整体呈下滑趋势	18
图 21： 截至 2026 年 2 月底，PVC 库存位于历史高位	18
图 22： 2025 年，烧碱下游主要用于生产氧化铝	19
图 23： 2025 年，烧碱表观消费量同比下降	19
图 24： 2025 年中国 GDP 同比增长 5%	20
图 25： 2025 年 12 月美国非耐用品库存销售比较低	20
图 26： 2025 年烧碱产能增加 2.5%，预计未来新增产能有限	21
图 27： 2025 年以来烧碱价格呈下滑趋势	23

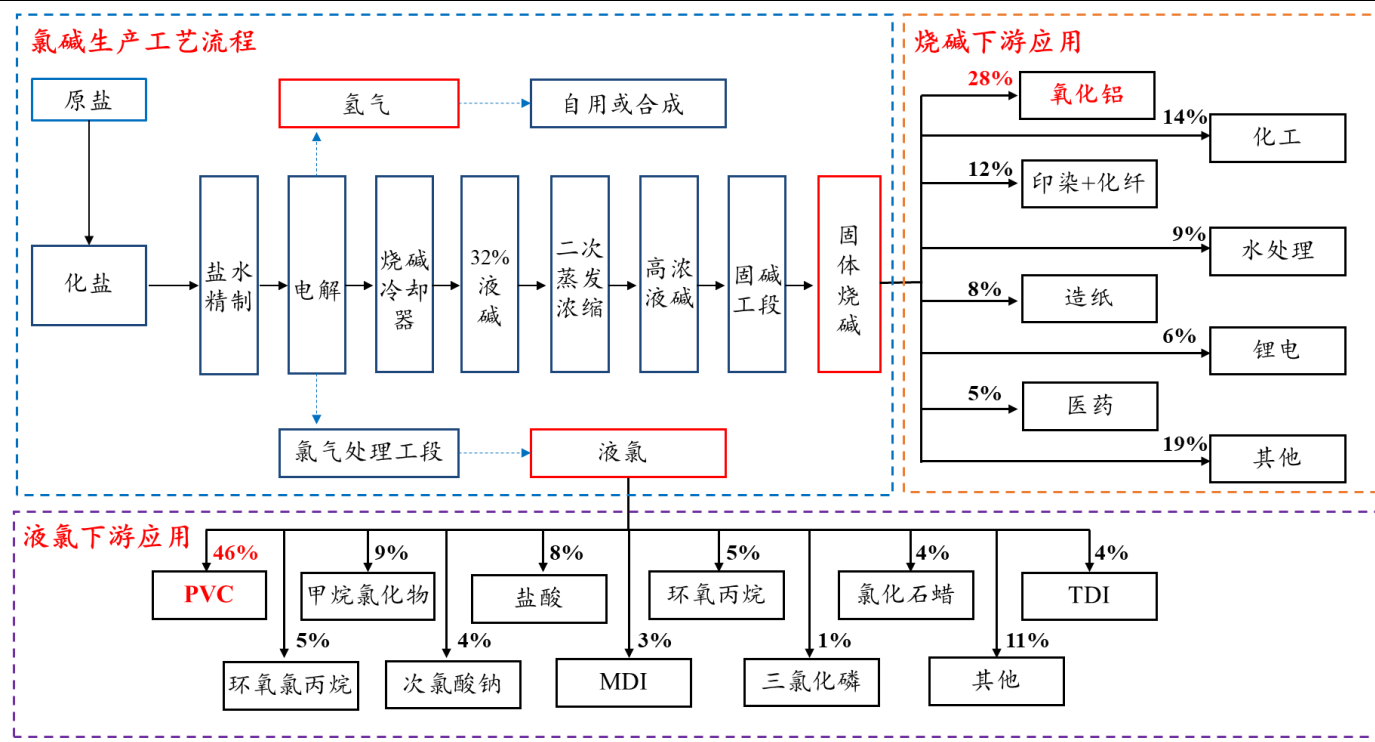
图 28：截至 2026 年 2 月底，烧碱库存位于较高水平..... 23

表 1：能效“领跑者”企业能耗低于行业平均水平较多，未来随着碳交易市场完善，相关企业有望充分受益	5
表 2：氯碱为高耗能产品，行业总耗电量高且单位价值耗电量较大.....	7
表 3：2021 年以来氯碱相关企业盈利持续下滑，其中 2025 年 Q4 行业盈利能力进一步下降	8
表 4：2025 年以来，我国陆续出台相关房地产支持政策，以“控增量、去库存、优供给”为核心主线	10
表 5：以上海为例，上海持续优化调整房地产政策措施，推动地产需求稳步修复	11
表 6：截至 2025 年 3 月，印度 PVC 产能约 164 万吨/年，未来规划新增 250 万吨/年产能，但投产较为困难	14
表 7：2025 年，海外 PVC 产能退出超 120 万吨，退出地区主要集中在欧美地区	14
表 8：2025 年 PVC 新增产能较多，行业供给压力较大，新增产能以乙烯法工艺为主	16
表 9：预计 2025-2026 年，国内分别新增氧化铝产能 1,140、1,510 万吨.....	20
表 10：烧碱规划产能较多，但预计实际投产产能较少	21
表 11：PVC 弹性表：新疆天业、中泰化学弹性居前	23
表 12：烧碱弹性表：世龙实业、中泰化学、新疆天业弹性居前	24
表 13：受益标的：中泰化学、新疆天业、氯碱化工、嘉化能源、君正集团、北元集团等。	25

1、氯碱产业链：氯碱工业主要产品为烧碱和聚氯乙烯(PVC)

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

图1: 氯碱工业: 以烧碱和聚氯乙烯为主要产品, 终端涉及基建、地产、化工等国民经济重要组成部分



资料来源: 百川盈孚、开源证券研究所 (注: 上述数据为 2025 年数据)

1.1、特点 1: 氯碱为高耗能产品, 十五五碳达峰下落后装置或逐步退出

十五五期间为推进碳达峰关键阶段, 相关措施陆续推进能耗控制。2026 年是“十五五”开局之年, 也是我国实现 2030 年碳达峰的决胜期。2025 年 12 月 10-11 日, 中央经济工作会议在北京召开, 会上“坚持‘双碳’引领, 推动全面绿色转型”, 被单独列为 2026 年的重点任务之一, 并与能源强国建设、新型能源体系、全国统一大市场建设等多项重大部署形成系统呼应。2026 年 1 月 20 日, 国新办发布会强调 2026 年起全国全面实施碳排放总量和强度双控制度, 所有工业企业、园区均将纳入碳排放管控体系, 减排成效直接与项目审批、政策补贴、产能规模挂钩——不同于

以往的试点探索，此次全面实施将建立“全国统一、分级管控、刚性约束”的机制，各地需明确年度减排目标，企业需制定专项减排方案，未完成减排任务的将面临限产、停产、取消补贴等严厉处罚，真正让“减碳”从“软倡议”变成“硬责任”。

此前陆续有措施推进化工行业能耗控制，相关措施包括：（1）年耗煤量超过 50 万吨标煤的项目集中在发改委审批；（2）健全碳交易市场，2025 年扩围电解铝、水泥等行业，剩余石化、化工、造纸、航空计划 2027 年基本完成纳入，届时碳市场将基本覆盖工业领域主要排放行业，管控全国约 75% 的二氧化碳排放；（3）取消高耗能产品优惠电价；（4）加快 20 年以上化工老旧装置的改造与淘汰等。未来随着碳达峰政策持续推进，叠加国内高质量转型，落后装置逐步退出，化工供需格局持续向好，景气拐点逐渐明朗。

能效“领跑者”企业能耗低于行业平均水平较多，相关企业有望充分受益。化工为仅次于电力、钢铁、建材的第四大排放源，同时行业内仍然具有一定的落后产能。未来随着化工行业被纳入碳交易市场，化工行业内的供给格局将发生一定变化，能耗水平较高的企业可将多余的碳排放配额在碳交易市场中出售进而增厚效益，而能耗水平较低的企业需在碳交易市场中购买不足的碳配额进而增加成本，加快落后产能的退出。我们统计了液碱、聚氯乙烯、纯碱等 6 个化工子行业能效“领跑者”企业的情况，其能耗水平较行业标杆水平平均低 19%、较基准水平平均低 31%。即能效“领跑者”企业能耗低于行业平均水平较多，市场竞争力较强，未来随着碳交易市场完善，低能耗企业有望充分受益。

表1：能效“领跑者”企业能耗低于行业平均水平较多，未来随着碳交易市场完善，相关企业有望充分受益

指标及能效“领跑者”企业	数值（千克标准煤/吨）	较标杆水平变化	较基准水平变化
离子膜法液碱（质量分数）≥30%			
标杆水平	315		
基准水平	350		
青岛海湾化学股份有限公司	284.71	-9.6%	-18.7%
滨化集团股份有限公司	285.24	-9.4%	-18.5%
万华化学（宁波）氯碱有限公司	285.72	-9.3%	-18.4%
聚氯乙烯			
乙烯法-标杆水平	620		
乙烯法-基准水平	635		
电石法-标杆水平	193		
电石法-基准水平	270		
青岛海湾化学股份有限公司	266.17	-57.1%	-58.1%
德州实华化工有限公司	140.15	-27.4%	-48.1%
唐山三友氯碱有限责任公司	143.31	-25.7%	-46.9%
纯碱			
标杆水平	360		
基准水平	390		
河南中源化学股份有限公司	332.41	-7.7%	-14.8%
烟煤制甲醇			
标杆水平	1400		
基准水平	1800		
恒力石化（大连）炼化有限公司	1246	-11.0%	-30.8%

指标及能效“领跑者”企业	数值（千克标准煤/吨）	较标杆水平变化	较基准水平变化
江西心连心化学工业有限公司	1250.8	-10.7%	-30.5%
广西华谊能源化工有限公司	1252.7	-10.5%	-30.4%
安徽昊源化工集团有限公司	1272.1	-9.1%	-29.3%
山东华鲁恒升化工股份有限公司	1273.5	-9.0%	-29.3%
烟煤制合成氨			
标杆水平	1350		
基准水平	1550		
江西心连心化学工业有限公司	1114.6	-17.4%	-28.1%
江苏华昌化工股份有限公司	1116.9	-17.3%	-27.9%
安徽昊源化工集团有限公司	1130.4	-16.3%	-27.1%
河南心连心化学工业集团股份有限公司	1141	-15.5%	-26.4%
湖北新宜化工有限公司	1146	-15.1%	-26.1%
二氧化碳压缩机汽轮机驱动的尿素生产企业			
标杆水平	150		
基准水平	170		
安徽昊源化工集团有限公司	95.3	-36.5%	-43.9%
江西心连心化学工业有限公司	99.4	-33.7%	-41.5%
山东华鲁恒升化工股份有限公司	110.4	-26.4%	-35.1%
变化平均值			
较标杆水平变化平均值		-19%	
较基准水平变化平均值			-31%

数据来源：《工业重点领域能效标杆水平和基准水平(2023 年版)》、《2025 年度重点行业能效“领跑者”企业名单》、氮肥与甲醇公众号、开源证券研究所

氯碱行业为高耗能行业，行业总耗电量高且单位价值耗电量大，落后装置或逐步退出。据《工业重点领域能效标杆水平和基准水平(2023 年版)》等数据及我们统计，氯碱产业链上相关产品耗能水平位于前列，虽然生产单吨烧碱、电石所需电量低于黄磷、工业硅，但烧碱、电石行业产量较大，且单位价值耗电量大。电石、烧碱行业总耗电量（2025 年分别为 933、1,046 亿 kWh），以及电价上涨/价格的敏感度均位于行业前列。未来若双碳政策趋严，氯碱行业作为高耗能行业，其产能或将面临较大程度的政策限制，落后装置或逐步退出。

表2：氯碱为高耗能产品，行业总耗电量高且单位价值耗电量大

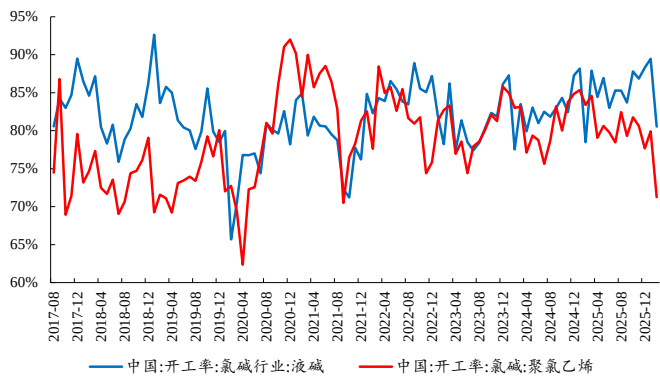
产品	补充	耗电强度 (kWh/吨)	2025年产量 (万吨)	行业总耗电量 (亿kWh)	2025/12/31 单价 (元/吨)	电价上涨0.1元/度增加成本 (元/吨)	电价上涨/价格
黄磷		14,000	100	140	22,435	1,400	0.06
工业硅	主要还原剂为煤	12,800	406	519	12,470	1,280	0.10
电石		3,400	2,744	933	2,604	340	0.13
烧碱		2,400	4,360	1,046	3,109	240	0.08
合成氨	原料为粉煤（包括无烟粉煤、烟煤）	1,246	6,438	802	2,230	125	0.06
乙二醇		1,235	2,048	253	3,680	124	0.03
聚氯乙烯	电石法（通用型）	800	1,738	139	4,258	80	0.02
煤制烯烃		785	782	61	13,300	78.5	0.01
聚氯乙烯	乙烯法（通用型）	550	656	36	4,679	55	0.01
煤制甲醇	烟煤为原料	304	7,573	230	2,200	30.4	0.01
磷酸一铵	料浆法（粒状）	196	1,024	20	3,850	19.6	0.01
尿素	汽轮机驱动	125	7,249	91	1,710	12.5	0.01
钛白粉	硫酸法锐钛型	76	467	4	13,340	7.6	0.00
纯碱	氨碱法生产重质纯碱	60	3,724	22	1,282	6	0.00
磷酸二铵	料浆法（粒状）	53	1,328	7	4,410	5.3	0.00

数据来源：《工业重点领域能效标杆水平和基准水平(2023 年版)》、《“炔烯之争”——不同原料路线的聚氯乙烯成本分析》（邓科等）、《陕西榆林能源集团有限公司煤制 120 万吨/年乙二醇一期 40 万吨/年乙二醇环评》、百川盈孚等、开源证券研究所

1.2、特点 2：2025 年 Q4 氯碱盈利能力进一步下滑，2026 年或出现落后产能淘汰

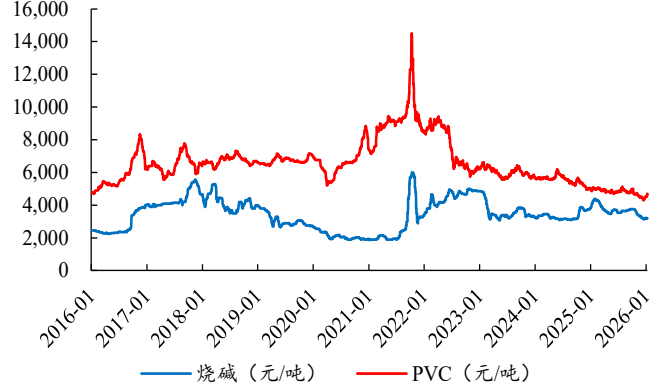
液氯与烧碱价格呈现负相关，2025 年 Q4 开始氯碱行业亏损幅度进一步扩大。氯碱价格整体呈现“跷跷板”的局面，2024 年 10 月以来，氧化铝终端新能源汽车、光伏等行业产量增速较快，加上纺织、化纤等行业景气度提升，带动烧碱需求增加。而烧碱产量增加带动 PVC 产量增加，但 PVC 下游地产需求较弱，使得 PVC 价格下行。2025 年 Q4，行业供需格局进一步恶化。烧碱新增产能释放，开工率大幅提升，实际下游需求减弱，烧碱库存提升，价格下跌，氯碱行业盈利水平进一步下探。叠加 PVC 新增产能释放，较为罕见出现氯碱价格同时下跌的情况，部分烧碱-PVC 一体化装置开工率下降。

图2：烧碱、PVC 之间开工率相关性较强



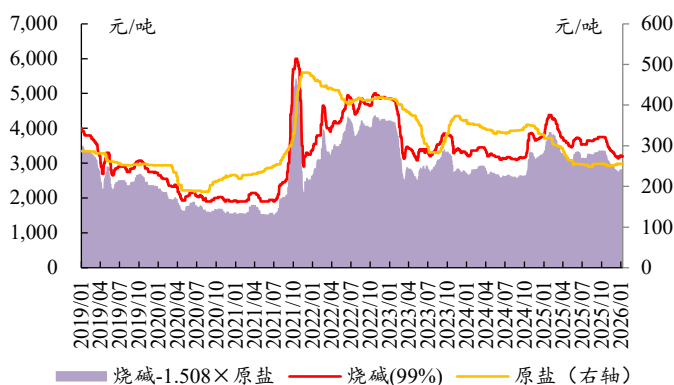
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图3：2025 年 Q4，烧碱、PVC 价格同时下跌



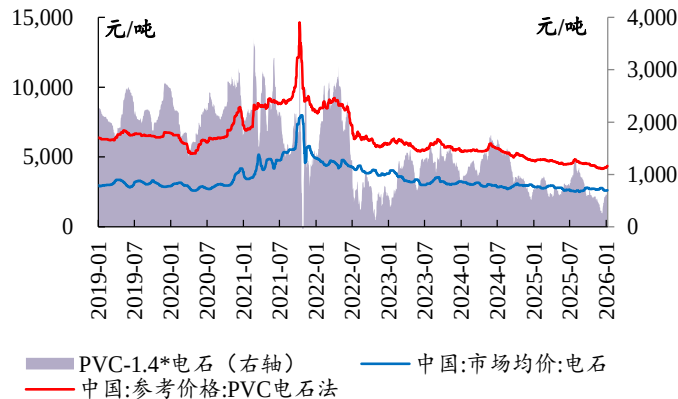
数据来源：、开源证券研究所

图4：2025 年以来烧碱价格、价差呈下滑趋势



数据来源：、开源证券研究所

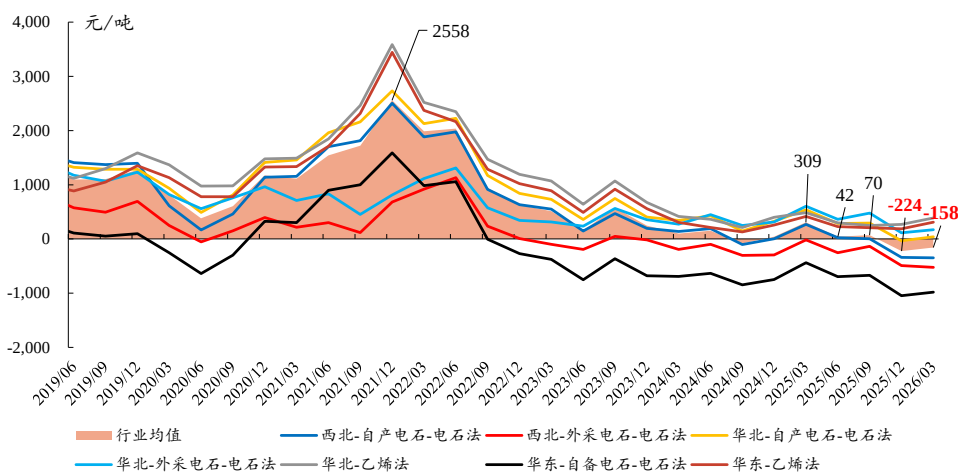
图5：2021 年以来，PVC 价格、价差整体呈下滑趋势



数据来源：、开源证券研究所

2025 年 Q4 氯碱盈利能力进一步下滑，2026 年或出现落后产能淘汰。根据我们测算，2025 年 4 季度氯碱行业双吨利润为-224 元，较 3 季度双吨 70 元的利润而言，盈利状况从盈利转为亏损，即烧碱已经无法弥补 PVC 亏损。根据我们统计，公告了 2025 年业绩预告的氯碱相关企业中，绝大多数企业 2025 年 4 季度利润环比 2025 年 3 季度大幅下滑，比如北元集团、中泰化学、新疆天业预计 2025 年 Q4 分别实现净利润-1.04、-1.01、-0.57 亿元，较 2025 年 Q3 分别-1.79、-1.16、-0.73 亿元。从 2023 年开始，行业内规模较小、生产成本较高的企业早已进入亏损状态。进入 2026 年，随着烧碱盈利难以弥补 PVC 的亏损，氯碱行业龙头企业开始出现较大亏损，前期进入亏损的小企业亏损幅度进一步扩大，氯碱行业正式进入落后产能淘汰阶段，具有规模优势，且成本及能耗水平控制较好的龙头企业有望受益。**受益标的：中泰化学、新疆天业、君正集团、氯碱化工、嘉化能源、北元集团、华塑股份。**

图6：氯碱总利润：2025 年 Q4 开始行业大面积亏损，预计后续进入产能淘汰阶段



数据来源：、开源证券研究所

表3：2021 年以来氯碱相关企业盈利持续下滑，其中 2025 年 Q4 行业盈利能力进一步下降

	指标	单位	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 Q1	2025 年 Q2	2025 年 Q3	2025 年 Q4E
北元集团	归母净利润	亿元	18.50	14.47	3.73	2.31	0.88	0.50	0.75	-1.04
	净利润环比	%	-6%	-8%	-35%	-38%		-43%	50%	由盈转亏

	指标	单位	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 Q1	2025 年 Q2	2025 年 Q3	2025 年 Q4E
中泰化学	归母净利润	亿元	27.03	7.76	-28.65	-9.77	-0.90	-1.04	0.15	-1.01
	净利润环比	%	1770%	-72%	-469%	-66%		16%	-114%	由盈转亏
新疆天业	归母净利润	亿元	16.38	8.53	-7.75	0.68	-0.17	0.09	0.16	-0.57
	净利润环比	%	192%	-23%	-45%	-109%		-151%	79%	由盈转亏
镇洋发展	归母净利润	亿元	4.96	3.79	2.49	1.91	0.33	0.18	0.00	0.23
	净利润环比	%	283%	-24%	-34%	-23%		-47%	-100%	-
英力特	归母净利润	亿元	0.04	-3.89	-6.68	-5.03	-0.82	-0.73	-0.92	-3.03
	净利润环比	%	-94%	-9154%	-72%	-25%		-11%	25%	亏损扩大
天原股份	归母净利润	亿元	6.41	5.51	0.40	-4.60	0.11	0.05	0.15	-1.15
	净利润环比	%	453%	-15%	-93%	-1249%		-54%	186%	由盈转亏
新金路	归母净利润	亿元	3.00	0.13	-1.77	-0.63	-0.37	-0.30	-0.11	-1.26
	净利润环比	%	453%	-15%	-93%	-65%		-17%	-62%	亏损扩大
华塑股份	归母净利润	亿元	7.85	4.22	0.30	-4.29	-0.55	-0.73	0.09	-0.43
	净利润环比	%	28%	-46%	-93%	-1529%		32%	扭亏为盈	由盈转亏

数据来源：、开源证券研究所（注:2025 年 Q4 利润为相关公司业绩预告利润区间平均值）

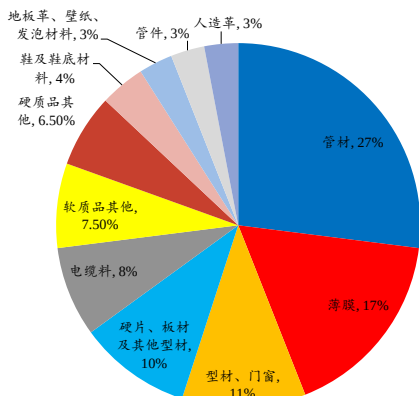
2、PVC：地产需求偏刚性，行业无新增产能且出口退税取消、无汞化推进等因素或加快落后产能退出

2.1、需求：PVC 国内需求较为稳定，出口表现亮眼

PVC 下游主要用于房地产领域，需求领域偏向于装修端。PVC 下游主要用于房地产领域的各个方面，据百川盈孚数据，2025 年 PVC 下游 27%用于生产管材，其主要用于开工阶段及施工阶段的排水、排气管道铺设；11%用于竣工端，包括用于型材、门窗；59%用于装修阶段，包括用于薄膜、电缆料、软质品等。

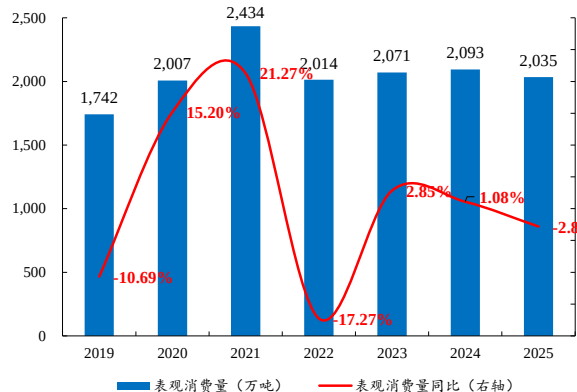
2025 年以来，PVC 需求恢复情况仍然较弱。2025 年以来房地产景气度持续下行，PVC 需求在 2024 年同期较低的基数下，需求恢复仍然较弱。据 数据，2025 年，国内房屋竣工面积、商品房销售面积分别为 6.03、8.81 亿平方米，分别同比下降 18%、下降 8.70%。据百川盈孚数据，2025 年 PVC 表观消费量为 2,035 万吨，同比下降 2.81%。

图7：PVC 下游主要用于地产领域



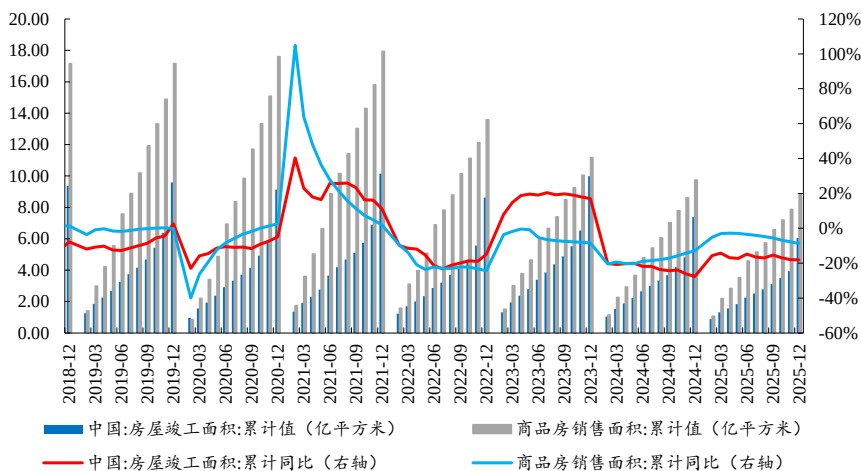
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图8：2025 年，PVC 表观消费量同比下降 2.81%



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图9：2025 年国内房屋竣工面积、商品房销售面积分别同比下降 18%、下降 8.70%



数据来源： 、开源证券研究所

我国地产政策支持力度持续加强，有望支撑 PVC 需求稳步修复。2025 年以来，我国陆续出台相关房地产支持政策，以“控增量、去库存、优供给”为核心主线，政策力度显著加强，重点在于盘活存量与拓宽金融支持。同时，我国目前地产政策强调因城施策，包括一线城市限购大幅松绑、首付比例与利率下限持续下调、释放改善型需求等。以上海为例，2025 年 8 月 26 日起优化调整本市房地产政策措施，包括符合条件居民家庭在外环外购房不限套数；个人首套最高贷款额度从 160 万元提高至 184 万元，多子女家庭首套上浮比例可叠加计算，从 192 万元提高至 216 万元等。2026 年 2 月 26 日起进一步优化调整本市房地产政策措施，包括进一步调减住房限购政策；首套住房的公积金贷款最高额度从 160 万元提高至 240 万元，叠加多子女家庭和购买绿色建筑最高贷款额度上浮政策（最高上浮 35%），上海市公积金家庭贷款最高额度可达到 324 万元等。2026 年 2 月 2 日上午，中国建设银行与上海市相关部门及企业正式签约，支持上海首批收购二手住房转化为保障性租赁住房的项目，浦东新区、静安区、徐汇区成为率先试点的三个区域。相较于此前行业协会的自发倡议，以及 2025 年区域国企的定向收购，此次堪称上海“国家队”正式下场收购二手房。我们认为，当前地产政策端各项举措持续发布，一线城市已经开始呈现出企稳迹象，后续国内地产行业或将企稳复苏，进而支撑 PVC 需求稳步修复。

表4：2025 年以来，我国陆续出台相关房地产支持政策，以“控增量、去库存、优供给”为核心主线

时间	发布部门	政策名称 / 文号	主要内容
2025/1/10	财政部	2025 年财政政策支持房地产相关解读	1. 优化住房交易契税优惠，明确与取消普宅 / 非普宅标准衔接的增值税、土增税政策；2. 土增税预征率下限降低 0.5 个百分点；3. 专项债可统筹用于土地储备及收购存量商品房用作保障性住房中国政府网
2025/3/5	国务院	2025 年政府工作报告（房地产部分）	1. 首提“好房子”建设；2. 赋予地方更大自主权收购存量商品房用作保障房；3. 因城施策调减限制性措施，释放刚性与改善性需求中国政府网
2025/5/7	中国人民银行	关于调整个人住房公积金贷款利率的通知（银发〔2025〕118 号）	1.5 年以下（含 5 年）首套公积金贷款利率降至 2.1%；2.5 年以上首套公积金贷款利率降至 2.6%
2025/9/12	国家发展改革委	关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常	放宽已上市 REITs 扩募资产范围，支持新购入同类项目或关联领域项目，助力商业地产存量盘活

时间	发布部门	政策名称 / 文号	主要内容
		态化申报推荐工作的通知	
2025/12/1	自然资源部、住房城乡建设部	关于进一步支持城市更新行动若干措施的通知（自然资发〔2025〕226 号）	1. 存量土地房产用于国家支持产业可享不超 5 年过渡期政策；2. 老旧住房自主更新项目可按户首次登记，灵活办理产权归集与不动产登记中国政府网
2025/12/10	中国人民银行、国家金融监督管理总局	关于调整个人住房贷款利率政策的通知（银发〔2025〕302 号）	1. 首套房商业性贷款利率下限降至 LPR-50BP (3.1%)；2. 二套房下限 3.9%；3. 全国统一执行“认房不认贷”
2025/12/23	住房和城乡建设部	抓好“两个统筹”推动房地产高质量发展（部长访谈）	1. 全面完成“保交楼”任务；2. 加快构建房地产发展新模式，推进“好房子”建设；3. 优化保障房供给，完善公积金使用，建立“人房地钱”要素联动机制中国政府网

资料来源：中国政府网、中国人民银行、开源证券研究所

表5：以上海为例，上海持续优化调整房地产政策措施，推动地产需求稳步修复

政策维度	2025 年 8 月政策 (2025.8.26 施行)	2026 年 2 月政策 (2026.2.26 施行)	核心变化
住房限购-非沪籍外环内社保/个税年限	需连续缴纳 3 年及以上方可购买外环内 1 套住房	缩短至连续缴纳 1 年及以上即可购买外环内 1 套住房	大幅降低非沪籍外环内购房门槛，社保/个税年限减少 2 年
住房限购-非沪籍外环内购房套数	满 3 年社保/个税仅能限购 1 套外环内住房	满 3 年社保/个税可在原有基础上增购 1 套，合计限购 2 套	放开非沪籍外环内改善性购房套数限制
住房限购-居住证购房	无相关政策，购房需提供社保/个税证明	持《上海市居住证》满 5 年及以上，全市限购 1 套，无需社保/个税证明	新增居住证购房渠道，与社保/个税政策并行
住房限购-其他	1. 沪籍/非沪籍满 1 年社保，外环外不限套数 2. 成年单身人士按居民家庭执行限购	延续外环外不限套数、单身按家庭限购政策，仅优化外环内规则	外环外政策保持不变，核心优化外环内限购规则
公积金贷款-首套基础额度	首套最高 184 万元（绿色建筑上浮 15%后），原基础额度 160 万	首套基础额度直接提高至 240 万元，无上浮前提下较此前基础额增 80 万	首套基础额度大幅提升，绿色建筑上浮可叠加
公积金贷款-最高可贷额度	多子女家庭首套最高 216 万元（叠加上浮后）	叠加多子女+绿色建筑最高上浮 35%，家庭可贷达 324 万元	上浮比例提升，最高可贷额度较此前增超 100 万
公积金贷款-套数认定	无明确松绑规则，未提及结清贷款后再贷政策	已使用公积金贷款、结清后无房/仅 1 套房，可再次申请公积金贷款	松绑公积金贷款套数认定，支持改善性再贷
公积金贷款-多子女家庭支持	仅首套住房可享受额度上浮政策	上浮政策拓展至二套住房，二套可叠加 20%上浮	多子女家庭支持从首套延伸至二套，覆盖改善需求
公积金贷款-其他	支持提取公积金付首付、“又提又贷”（提取不影响贷款额度）	未提及调整，延续此前提取及“又提又贷”规则	公积金提取政策保持不变，仅优化贷款规则
商业房贷利率	不再区分首套/二套，银行自主合理定价	无相关调整政策，延续此前定价机制	商业房贷利率规则保持不变
房产税政策	针对非沪籍：首套暂免征收，二套及以上按人均 60 m ² 免税额扣除	针对沪籍：子女成年后购家庭唯一住房暂免征收（含与父母共房后新购/置换）	房产税优惠从非沪籍拓展至沪籍改善群体，支持子女成年后独立购房
政策覆盖群体	重点支持全群体外环外购房、非沪籍首套购房	重点支持非沪籍外环内购房/增购、沪籍改善/子女独立购房、多	从外环外普惠转向外环内精准松绑，覆盖更多改善型需求群体

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

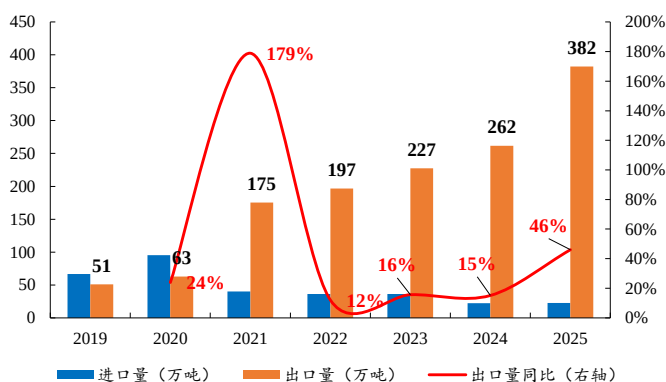
11 / 27

政策维度	2025 年 8 月政策 (2025.8.26 施行)	2026 年 2 月政策 (2026.2.26 施行)	核心变化
	子女家庭		

资料来源：财联社公众号、央视财经公众号、开源证券研究所

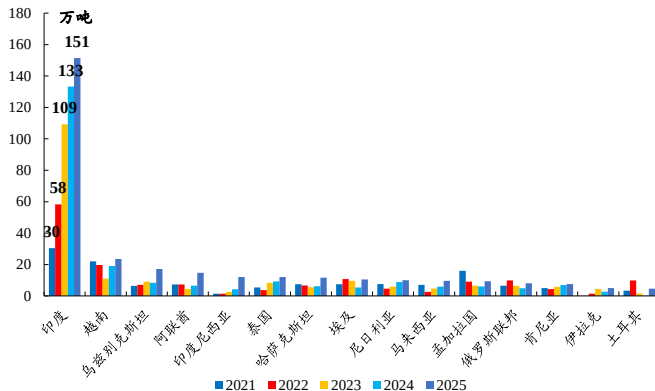
东南亚国家对 PVC 需求稳步增加,拉动我国 PVC 出口需求增加。2019 年以来,我国 PVC 出口快速增加,这主要是由于我国 PVC 新增产能较多需求增加出口缓解国内供给压力、东南亚需求快速增加、海外低成本 PVC 产能退出等。据百川盈孚、隆众资讯数据,2025 年我国 PVC 出口 382 万吨,同比增长 46%,较 2019 年的 51 万吨出口量大幅增加。我国向印度出口量大幅增加,2025 年我国向印度出口 151 万吨 PVC,占总出口量的 39.6%,同比增长 13.62%。除印度外,我国向越南、乌兹别克斯坦、阿联酋、印尼、泰国等国出口 PVC 的量呈现逐年稳步增长的趋势。

图10: 2019 年以来, PVC 出口快速增加



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图11: 我国 PVC 主要向印度、越南等出口

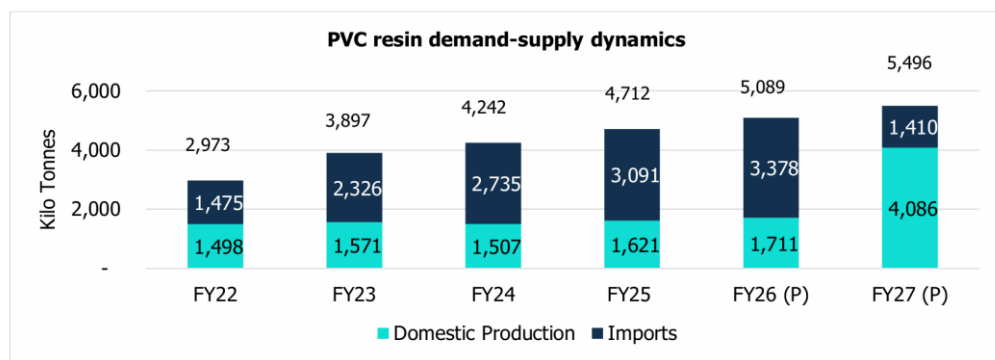


数据来源：隆众资讯、开源证券研究所

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

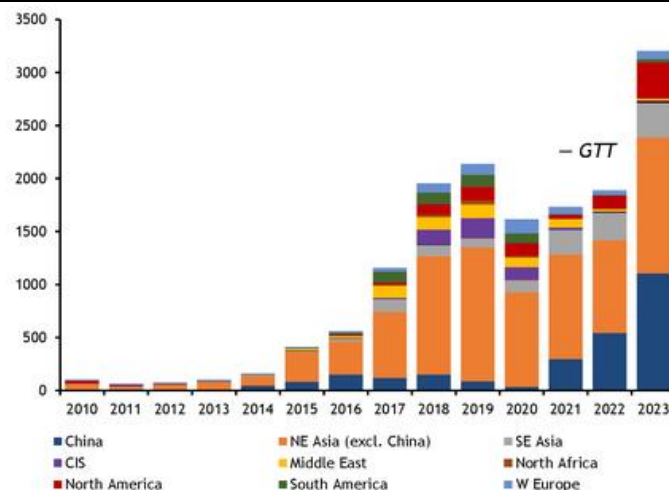
据 CareEdge Ratings 数据,2020-2025 财年期间,PVC 树脂需求实现了 6.2%的复合年增长率,其中 2025 财年,PVC 树脂需求增长至 470 万吨,同比增长约 11%。预计印度 PVC 需求势头将持续,这得益于终端用户部门的强劲需求,以及印度目前 PVC 人均消费水平较低。根据 ChemOrbis、Argus 统计数据,2023 年印度 PVC 进口量 320 万吨,其中中国向印度销售总量超过 100 万吨,市场份额为 35%。随后,2023 年印度进口 PVC 的国家分别为日本 (占 16%)、台湾 (占 14.5%)、韩国 (占 10%) 和美国 (占 9%)。

图12：2022-2025 财年，印度 PVC 需求从 297 万吨提高至 471 万吨



资料来源：CareEdge Ratings

图13：2023 年，印度 PVC 进口量大幅提高，主要由中国、东北亚和北美等供应



资料来源：Argus

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

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

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

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

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

表6：截至 2025 年 3 月，印度 PVC 产能约 164 万吨/年，未来规划新增 250 万吨/年产能，但投产较为困难

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

数据来源：Angel One、Invest Punjab、中国化工报公众号、开源证券研究所

表7：2025 年，海外 PVC 产能退出超 120 万吨，退出地区主要集中在欧美地区

地区	外资企业	中文名	位置	产能（万吨）	备注
已退出产能					
美国	Obria	奥布里亚	新泽西州佩德里克镇	乳剂 PVC（6）	2024 年底关闭
	Westlake	西湖	密西西比州阿伯丁	PVC 悬挂（45.4）	由于装置老化、运营不整合及出口市场疲软，于 2025 年 12 月底关闭
	Westlake	西湖	路易斯安那州查尔斯湖	苛性钠（41.5）、氯（37.6）、苯乙烯（26）、VCM（41.5）	由于装置老化、运营不整合及出口市场疲软，于 2025 年 12 月底关闭
欧洲	Arkema	阿克玛	法国贾里	苛性钠（8.3），氯（7.4）	自 2025 年中期起，补给暂停后被迫停止运营
	Spolana	斯波拉纳	捷克共和国内拉托维采	PVC（13.5）	预计 2025 年上半年结束
	Fortischem	强化	诺瓦基，斯洛伐克	PVC（9）	预计将在 2025 年初关闭至少部分 PVC 产能
	INEOS Inovyn	英力士伊诺文	德国莱因贝格	苛性钠（20.1）、氯（18）、ECH（5.2）	将于 2025 年 10 月关闭氯碱、烯丙烯酸和 ECH 产能
	Vencorex	文科雷克斯	法国蓬德克拉	苛性钠（13.3），氯（11.9）	计划于 2025 年上半年停产
	Vynova	维诺娃	荷兰比克	PVC（22.5）	自 2025 年 11 月起停止生产
日本	Kawasaki	东光	川崎	PVC（25）	2025 年 12 月关停川崎工厂 PVC 厂（其中

地区	外资企业	中文名	位置	产能 (万吨)	备注
名古屋装置在 2011 年关闭)					
退出总产能			PVC	121.4	
			烧碱	83.2	
预计退出产能					
美国	Dow	陶氏	德国施科保	苛性钠 (28)、氯 (25)、 EDC (53)、二氯甲烷 (2.5)、VCM (33)	计划于 2027 年第四季度关闭

数据来源: infogram、氯碱化工信息网、开源证券研究所

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

图14: 自 2026 年 4 月 1 日起将取消 PVC 13%的增值税出口退税

财政部 税务总局公告2026年第2号

字体: 【大】 【中】 【小】 分享到: 

 收藏  订阅

成文日期: 2026-01-08

现就调整光伏等产品出口退税政策有关事项公告如下:

一、自2026年4月1日起,取消光伏等产品增值税出口退税。具体产品清单见附件1。

二、自2026年4月1日起至2026年12月31日,将电池产品的增值税出口退税率由9%下调至6%;2027年1月1日起,取消电池产品增值税出口退税。具体产品清单见附件2。

三、对上述产品中征收消费税的产品,出口消费税政策不作调整,继续适用消费税退(免)税政策。

四、本公告所列产品适用的出口退税率以出口货物报关单注明的出口日期界定。

特此公告。

附件: 1. [光伏等产品清单.pdf](#)

2. [电池产品清单.pdf](#)

92	39041090	其他初级形状的纯聚氯乙烯,除聚氯乙烯糊树脂(纯指未掺其他物质)
93	39042100	初级形状未塑化的聚氯乙烯
94	39042200	初级形状已塑化的聚氯乙烯

财政部 税务总局

资料来源: 国家税务总局官网、开源证券研究所

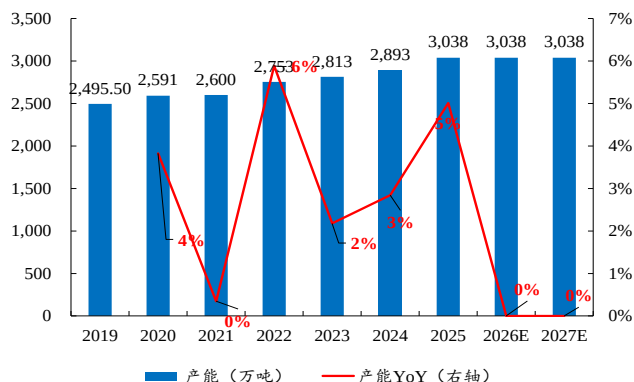
综上,国内外 PVC 需求持续增加,叠加海外产能退出, PVC 景气度有望持续向好。国内方面,我国政策持续托底地产行业,地产景气度底部向上,有望拉动 PVC 需求增长。国外方面,东南亚、中亚等发展中国家对于 PVC 需求将持续增加,且进口依赖度仍将较大。虽然 PVC 出口退税将在 2026 年 4 月 1 日取消,但海外一方面新增产能投产难度较大,另一方面欧盟高成本且老旧装置将陆续关停,中国 PVC 竞争力将进步凸显,出口退税对国内 PVC 企业带来的成本增加有望向下游传导。

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

2025 年 PVC 新增产能较大,但预计 2026-2027 年 PVC 没有新增产能。据百川盈孚数据,截至 2025 年年底, PVC 行业总产能为 3,038 万吨/年,同比增长 5%,行业供给压力较大,其中新增产能以乙烯法 PVC 为主。由于 PVC 盈利能力较弱,叠

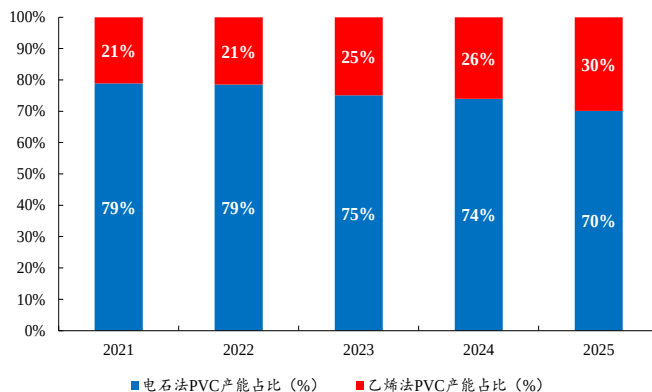
加政策端对 PVC 新增产能的限制趋严，行业 2026-2027 年或没有新增产能。

图15: PVC 产能投放接近尾声，短期或无新增产能



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图16: 2021 年以来，乙烯法 PVC 产能占比逐步提高



数据来源：隆众资讯、开源证券研究所

表8: 2025 年 PVC 新增产能较多，行业供给压力较大，新增产能以乙烯法工艺为主

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

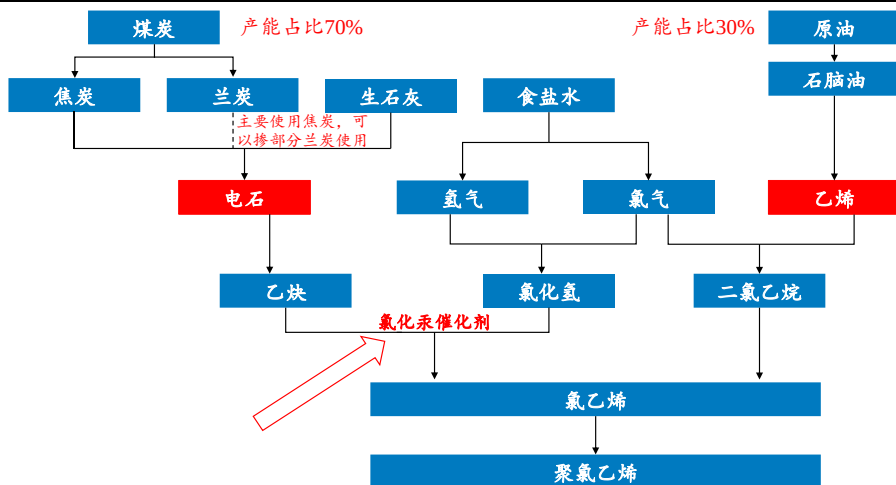
数据来源：、百川盈孚、盐化信息网公众号、开源证券研究所

PVC 新增产能难度较大，无汞化推进下行业供给压力有望缓解。据产业结构调整指导目录(2024 年本), **PVC 生产方面**, 禁止投资新建 20 万吨/年以下电石法 PVC、30 万吨/年以下乙烯法 PVC 产能；**电石方面**, 禁止投资建设电石产能（以大型先进工艺设备进行等量替换的除外）、淘汰单台炉容量小于 1.25 万千伏安的电石炉、淘汰开放式电石炉、淘汰内燃式电石炉、淘汰使用高汞催化剂（氯化汞含量 6.5%以上）的电石法 PVC 生产装置，因此 PVC 新增产能的难度较大。

在电石法生产 PVC 的过程中，乙炔与氯化氢的反应需以氯化汞作为催化剂。然而在催化反应过程中，氯化汞易发生汞流失，不仅造成催化剂活性下降，还可能对环境 and 人体健康带来潜在危害。目前全球电石法 PVC 绝大多数产能位于中国，据《Mercury Transformation and Distribution Across a Polyvinyl Chloride(PVC) Production Line in China》数据，生产电石法 PVC 过程中，氯化汞催化剂中 21.9% 的汞会流失，主要积累在转流器和下游管道内表面的沉积物中。《关于汞的水俣公约》的目标是保护人类健康和环境免受人为排放和释放汞和汞化合物的影响，自 2001 年 2 月环境署理事会第 21 届会议以来，汞问题一直列入环境署理事会议程。《关于汞的水俣公约》在我国生效，禁止新建的乙醛、VCM、聚氨酯的生产装置使用汞、汞化合物作为催化剂或使用含汞催化剂，**到 2032 年 8 月 16 日，将全面禁止原生汞矿开采，届时将无法再利用氯化汞作为催化剂生产 PVC。**若上述政策持续落地，或将推

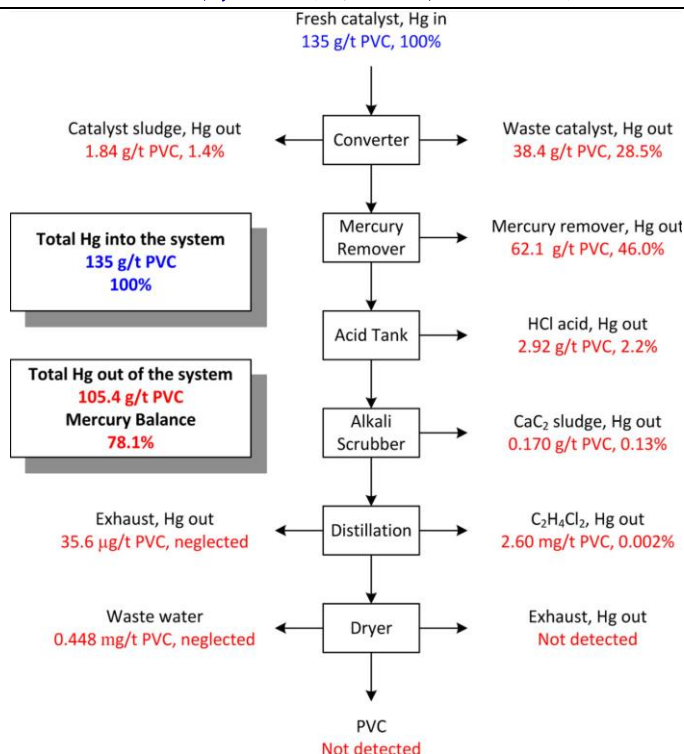
动落后电石法产能淘汰。随着高成本产能亏损幅度扩大，叠加 PVC 行业无汞化推进，PVC 产能存在退出可能，行业供给压力有望缓解。

图17：电石法生产 PVC 的过程中，乙炔与氯化氢的反应需以氯化汞作为催化剂



资料来源：隆众资讯、开源证券研究所

图18：生产电石法 PVC 过程中，氯化汞催化剂中 21.9%的汞会流失



资料来源：《Mercury Transformation and Distribution Across a Polyvinyl Chloride(PVC) Production Line in China》（Wen Rent 等）

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

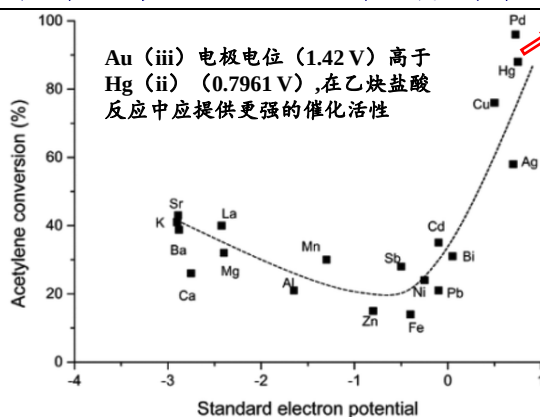
（1）采用金基催化剂。金基催化剂的催化效果较氯化汞催化剂更好，但价格更高。使用金基催化剂一方面需要改造生产产线，另一方面需要使用价格更高的黄金作为催化剂，我们预计产线改造+催化剂费用将增加 PVC 单吨成本 100-200 元左右。

同时金基催化剂第一次加注的量较大，加上成本较高，规模较小的 PVC 生产企业或无力承担。

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

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

图19：金基催化剂的催化生产电石法 PVC 效果较氯化汞催化剂更好

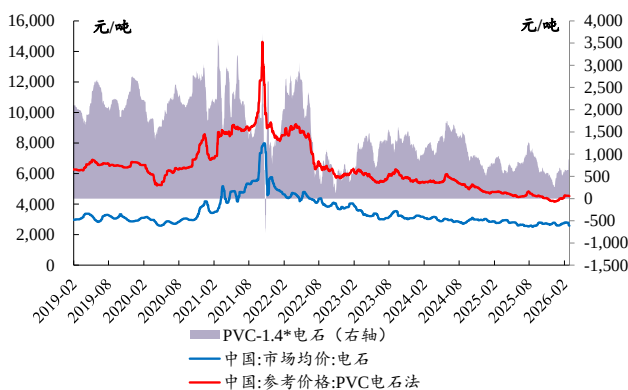


资料来源：《Heterogeneous non-mercury catalysts for acetylene hydrochlorination: progress, challenges, and opportunities》(Jiawei Zhong 等)、开源证券研究所

2.3、供需：远期 PVC 供需格局向好，价格上涨弹性充足

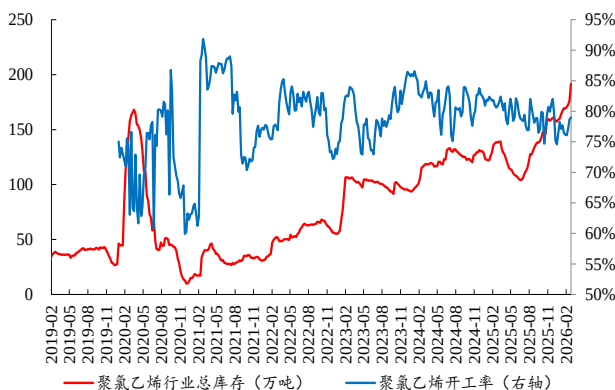
2025 年以来，PVC 价格价差整体呈下滑趋势，行业库存呈增长趋势。据数据，2025 年 PVC 价格、价差均值分别为 2,726、741 元/吨，同比下降 9%、下降 36%，其中 2025 年 12 月，PVC 价格达到历史低点的 4,158 元/吨。2025 年，虽然 PVC 下游需求偏刚性，出口量增加，但由于行业新增产能较多，释放产能总量达到 220 万吨，较大程度上压制 PVC 价格。同时据百川盈孚数据，2025 年以来，PVC 行业库存整体呈增加趋势，截至 2026 年 2 月底，PVC 行业库存为 191.68 万吨，位于历史最大值，行业供给压力仍存。

图20：2025 年以来，PVC 价格价差整体呈下滑趋势



数据来源：、开源证券研究所

图21：截至 2026 年 2 月底，PVC 库存位于历史高位



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

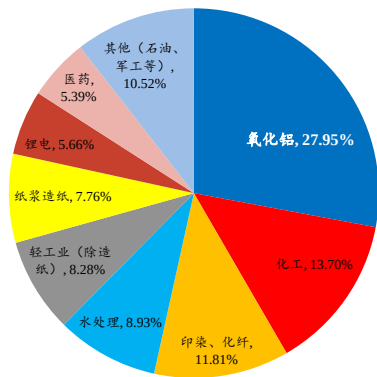
远期 PVC 供需格局向好，价格上涨弹性充足。进入 2026 年以来，PVC 企业亏损扩大下挺价，叠加抢出口催化，PVC 价格有所反弹。展望后续，需求方面，国内地产需求偏刚性，地产政策支持下需求有望稳步提升，且国外新兴发展中国家对 PVC 需求持续增加。供给方面，在《关于汞的水俣公约》以及全球 PVC 竞争加剧的情况下，新增产能较为困难。国内外供给均存在减少预期：（1）国内电石法 PVC 无汞化推进将淘汰落后电石法 PVC 产能；（2）国内 PVC 出口增值税退税取消进一步抬高落后 PVC 产能成本，加快其退出进度；（3）国外欧美能源成本持续高企下 PVC 装置将持续退出。综上，我们认为 PVC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

3、烧碱：需求有望增加而供给增速放缓，供需格局有望修复

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

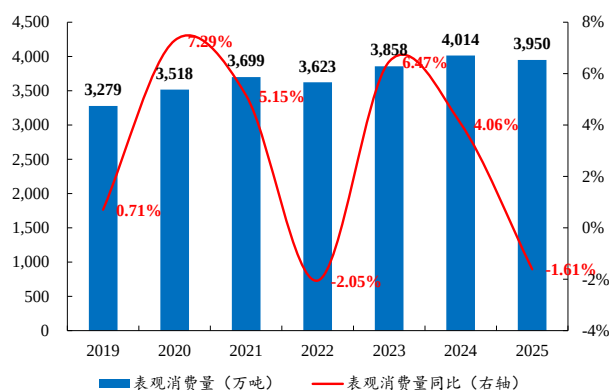
受非铝需求拖累，2025 年烧碱需求同比下滑。据百川盈孚数据，2025 年，烧碱下游 27.95% 用于氧化铝、13.7% 用于化工领域、11.81% 用于印染及化纤领域、8.93% 用于水处理、37.61% 用于其他。据百川盈孚数据及我们测算，2025 年烧碱表观消费量 3,950 万吨，同比下降 1.61%，其中国内氧化铝对烧碱需求 1,353 万吨，同比增长 6.37%，主要是国内 2025 年氧化铝增量较大；国内非氧化铝需求 2,597 万吨，同比下降 5.31%，化工、印染、化纤等领域在 2025 年需求表现较弱，拖累烧碱需求增加；出口 411 万吨，同比增长 33.43%，这主要是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

图22：2025 年，烧碱下游主要用于生产氧化铝



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图23：2025 年，烧碱表观消费量同比下降



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

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

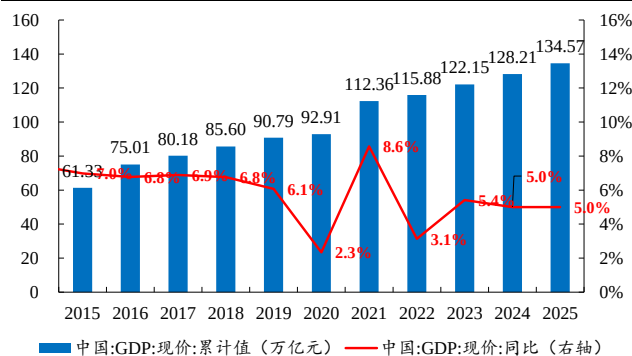
表9：预计 2025-2026 年，国内分别新增氧化铝产能 1,140、1,510 万吨

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

数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

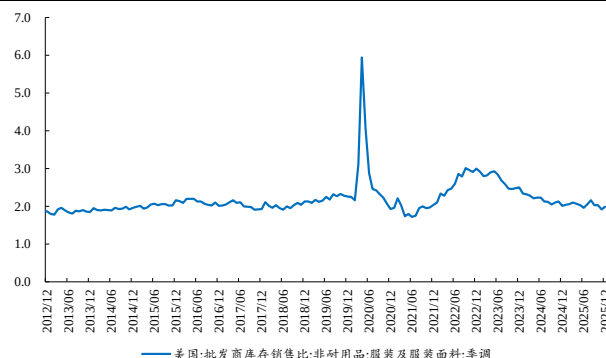
非铝需求方面，印染及化纤、锂电等领域需求有望稳步增长，带动烧碱需求增长。据数据，2025 年中国 GDP 以不变价计算为 134.57 万亿元，同比增长 5%，较 2024 年增速持平。2026 年政府工作报告表明，2026 年发展主要预期目标是经济增长 4.5%-5%。未来随着稳内需政策持续推进，国内经济稳步增长将带动烧碱需求增长。印染及化纤方面，根据 CCF 援引央视财经的消息，美国海关与边境保护局 2 月 22 日发布执行指南，对于从美国东部时间 2 月 24 日起进入消费市场或从仓库提取用于消费的货物，将不再征收对等关税和芬太尼关税。即目前征收的服装相关商品关税较 2 月 24 日前下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

图24：2025 年中国 GDP 同比增长 5%



数据来源：、开源证券研究所

图25：2025 年 12 月美国非耐用品库存销售比较低

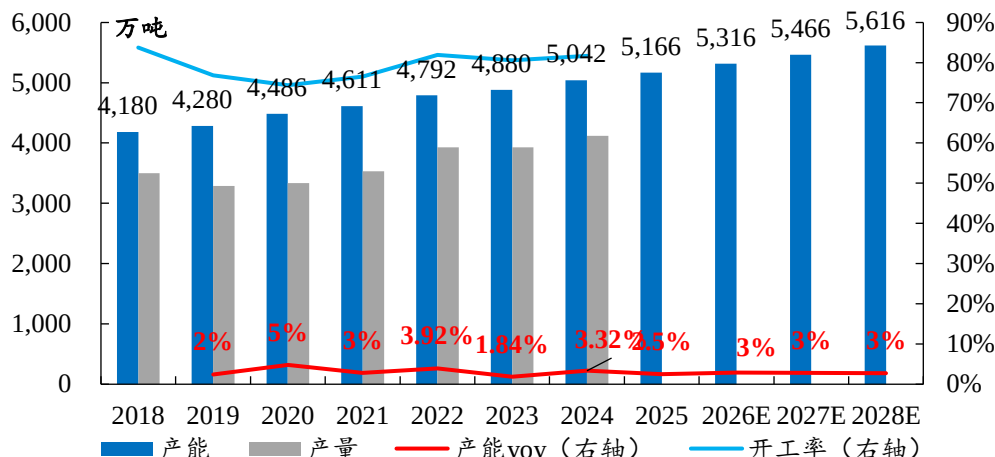


数据来源：、开源证券研究所

3.2、供给：烧碱规划产能较多，但 PVC 无新增产能或带动烧碱增量减少

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

图26：2025 年烧碱产能增加 2.5%，预计未来新增产能有限



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

表10：烧碱规划产能较多，但预计实际投产产能较少

企业	省份	新增产能 (万吨)	预计投产时间	实际投产时间
福建省东南电化	福建省	30	2024-12	2024-10
柳州东风容泰化工	广西壮族自治区	4	2024-12	2024-09
青岛海湾化学	山东省	30	2025-06	2025-06
安徽金轩科技	安徽省	2	2025-06	2025-06
湖北宜化集团	湖北省	5	2025-06	2025-06
天津渤化化工发展	天津市	30	2025-07	2025-07
甘肃耀望化工	甘肃省	30	2025-08	2025-08
唐山三友精细化工	河北省	10	2025-12	2025-12
贵州瓮福江山化工	贵州省	15	2025-12	2025-12
2025 年新增产能小计		122		
湖北山水化工	湖北省	3	2026-02	
河南金海新材料	河南省	30	2026-03	
建滔(北海)实业	广西壮族自治区	34	2026-03	
重庆市嘉利合新材料科技	重庆市	30	2026-03	
广安诚信化工	四川省	15	2026-03	
湖北葛化华祥化学	湖北省	20	2026-04	
湖北可赛化工	湖北省	10	2026-04	
贵州金泊化学	贵州省	10	2026-06	

企业	省份	新增产能 (万吨)	预计投产时间	实际投产时间
浙江嘉化集团	浙江省	11.5	2026-06	
河北冀衡化学	河北省	20	2026-12	
宁波环洋新材料	浙江省	24	2026-12	
万华化学(宁波)氯碱	浙江省	15	2026-12	
赣州飞南资源循环科技	江西省	20.72	2026-12	
广西田东锦盛化工	广西壮族自治区	25	2026-12	
宜宾海丰和锐	四川省	20	2026-12	
宁夏日盛高新产业	宁夏回族自治区	40	2026-12	
济源市金祥材料	河南省	16	2026-12	
黄骅市金华化工	河北省	4	2026-12	
河南永银化工实业	河南省	10	2026-12	
河北临港化工	河北省	20	2026-12	
河南红东方化工	河南省	5	2026-12	
河北吉诚新材料	河北省	15	2026-12	
九江九宏新材料	江西省	15	2026-12	
滨兰新材料(甘肃)	甘肃省	60	2026-12	
甘肃富鹏废盐综合开发	甘肃省	10	2026-12	
甘肃巨化新材料	甘肃省	90	2026-12	
江西九二盐业	江西省	6	2026-12	
2026 年新增产能小计		579.22		

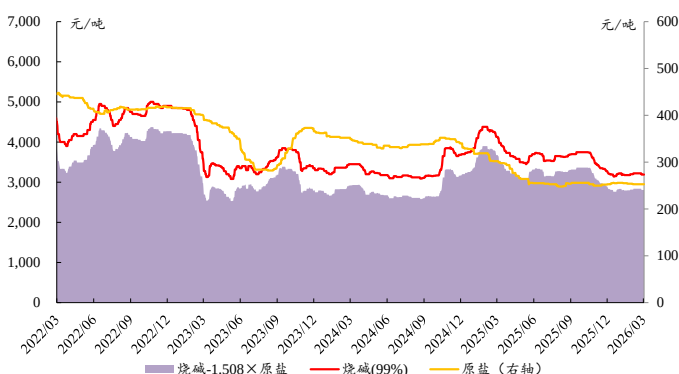
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

3.3、供需：烧碱供需格局或有所修复，库存高企下价格上涨幅度有限

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

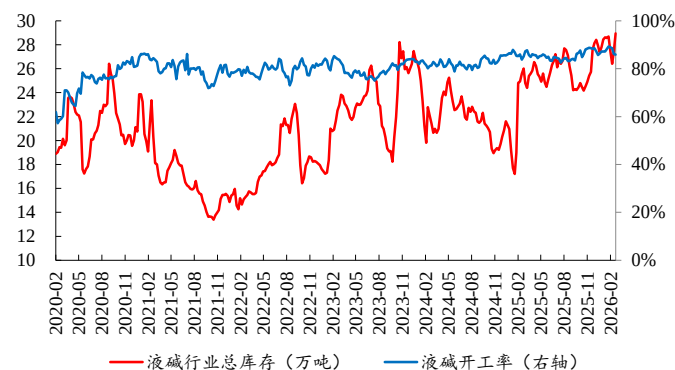
展望后续，预计 2026 年烧碱供需格局或有所修复，库存高企下价格上涨幅度有限，长期持续看好烧碱供需格局改善。需求端，2026 年国内外氧化铝需求持续增加，增幅情况与 2025 年接近，对烧碱需求拉动情况或与 2025 年接近。非铝需求方面，随着国内经济持续恢复，非铝需求或较 2025 年有所增长。**供给端**，由于 2026 年开始，PVC 行业基本无新增产能，烧碱缺乏较大的耗氯下游，从而限制烧碱新增产能，叠加未来对于氯碱这类高耗能行业新增产能限制趋严，预计烧碱产能增速或在 3%左右。综上，从供需格局来看，2026 年烧碱需求有望增加而供给增速放缓，供需格局有望修复。但受 2025 年下半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

图27：2025 年以来烧碱价格呈下滑趋势



数据来源：、开源证券研究所

图28：截至 2026 年 2 月底，烧碱库存位于较高水平



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

4、观点：氯碱行业景气度逐步触底，双碳政策、PVC 无汞化推进将加快行业景气度底部向上

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

长期来看，双碳、PVC 无汞化推进将加快行业景气度底部向上。需求端，PVC、烧碱需求将逐步向好，尤其是在海外能源成本高企背景下，国内氯碱企业出口将具有较强成本优势。供给端，2026 年是“十五五”开局之年，也我国实现 2030 年碳达峰的决胜期。氯碱作为高耗能行业，后续对氯碱行业供应端的限制或进一步趋严，尤其是随着碳交易建立之后，具有成本及管理优势的龙头企业有望充分受益。同时随着电石法 PVC 无汞化推进，落后、不具备改造能力的电石法 PVC 将加快退出，进而加快氯碱行业景气度底部向上。

受益标的：中泰化学、新疆天业、氯碱化工、嘉化能源、君正集团、北元集团等。

表11：PVC 弹性表：新疆天业、中泰化学弹性居前

序号	股票代码	公司名称	产能 (万吨)	2026/3/17 市值 (亿元)	产能/市值 (吨/万元)	价格扩大 1000 元/吨增厚利润 (亿元，25%所得税)
1	002092.SZ	中泰化学	260	205	1.27	17.26
2	600075.SH	新疆天业	140	120	1.16	9.29
3	601568.SH	北元集团	134	176	0.76	8.89
4	000635.SZ	英力特	27	36	0.76	1.79
5	600935.SH	华塑股份	64	114	0.56	4.25
6	603213.SH	镇洋发展	30	60	0.50	1.99
7	600273.SH	嘉化能源	60	134	0.45	3.98
8	000422.SZ	湖北宜化	84	193	0.43	5.58
9	600618.SH	氯碱化工	48	160	0.30	3.19

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

23 / 27

序号	股票代码	公司名称	产能 (万吨)	2026/3/17 市值 (亿元)	产能/市值 (吨/万元)	价格扩大 1000 元/吨增厚利润 (亿元, 25%所得税)
10	600328.SH	中盐化工	40	152	0.26	2.65
11	600409.SH	三友化工	40	159	0.25	2.65
12	600295.SH	鄂尔多斯	80	431	0.19	5.31
13	601216.SH	君正集团	70	517	0.14	4.65
14	600309.SH	万华化学	80	2,509	0.03	5.31

 数据来源：百川盈孚、
、开源证券研究所

表12：烧碱弹性表：世龙实业、中泰化学、新疆天业弹性居前

序号	股票代码	公司名称	产能 (万吨)	2026/3/17 市值 (亿元)	产能/市值 (吨/万元)	价格扩大 1000 元/吨增厚 利润(亿元, 25%所得税)	耗氯下游
1	002748.SZ	世龙实业	30	29	1.04	1.99	次氯酸钠、AC 发泡剂、氯化亚砷
2	002092.SZ	中泰化学	186	205	0.91	12.35	PVC
3	600075.SH	新疆天业	97	120	0.81	6.44	PVC
4	600618.SH	氯碱化工	102	160	0.64	6.77	广西基地氯碱配套 30 万吨烧碱、 40 万吨 PVC，上海基地 72 万吨 烧碱配套 8 万吨 PVC
5	601568.SH	北元集团	110	176	0.62	7.30	PVC
6	000698.SZ	沈阳化工	20	33	0.60	1.33	三氯乙烯、氯丙烯、四氯乙烯、 环氧氯丙烷
7	002386.SZ	天原股份	48	81	0.59	3.19	PVC
8	000635.SZ	英力特	21	36	0.59	1.39	PVC
9	603213.SH	镇洋发展	35	60	0.58	2.32	PVC
10	601678.SH	滨化股份	61	108	0.56	4.05	PVC
11	300214.SZ	日科化学	20	37	0.55	1.33	含氯橡胶
12	600935.SH	华塑股份	48	114	0.42	3.19	PVC
13	000822.SZ	山东海化	25	60	0.41	1.66	PVC
14	000422.SZ	湖北宜化	78	193	0.40	5.18	PVC
15	600409.SH	三友化工	53	159	0.33	3.52	PVC
16	600929.SH	雪天盐业	30	102	0.29	1.99	液氯、次氯酸钠
17	000818.SZ	航锦科技	43	149	0.29	2.85	PVC
18	600328.SH	中盐化工	36	152	0.24	2.39	PVC
19	603599.SH	广信股份	30	133	0.23	1.99	氯化苯、液氯，只有 5 万吨 PVC
20	600273.SH	嘉化能源	30	134	0.22	1.99	TDI
21	600230.SH	沧州大化	16	81	0.20	1.06	对（邻）硝基氯化苯
22	600295.SH	鄂尔多斯	60	370	0.16	3.98	PVC
23	000510.SZ	新金路	14	108	0.13	0.93	液氯
24	000830.SZ	鲁西化工	40	328	0.12	2.65	PVC
25	002440.SZ	闰土股份	16	139	0.12	1.06	氯化苳、二氯甲烷、三氯甲烷
26	601216.SH	君正集团	55	517	0.11	3.65	液氯
27	600160.SH	巨化股份	56	1,022	0.05	3.72	二氯甲烷、三氯甲烷

 数据来源：百川盈孚、
、开源证券研究所

表13：受益标的：中泰化学、新疆天业、氯碱化工、嘉化能源、君正集团、北元集团等

股票代码	证券简称	2026年3月16日	2026年3月16日	EPS（摊薄/元）				PE（倍）				评级
		总市值（亿元）	收盘价（元/股）	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
002092.SZ	中泰化学	212	8.18	-0.38	-	-	-	-11.4	-	-	-	未评级
600075.SH	新疆天业	125	7.30	0.04	-	-	-	108.5	-	-	-	未评级
600273.SH	嘉化能源	138	10.15	0.72	-	-	-	11.0	-	-	-	未评级
600618.SH	氯碱化工	128	14.42	0.68	-	-	-	14.5	-	-	-	未评级
601216.SH	君正集团	531	6.29	0.33	0.40	0.43	0.44	15.8	15.8	14.7	14.5	未评级
601568.SH	北元集团	179	4.51	0.06	-	-	-	72.3	-	-	-	未评级

数据来源： 、开源证券研究所（上述盈利预测数据来源于 一致预期）

5、风险提示

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

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

原材料价格大幅波动：目前氯碱行业整体盈利能力处于较低水平，若原料价格大幅上涨，氯碱行业相关产品不能将原料成本向下游传导，氯碱行业景气度或将承压。

其他风险详见倒数第二页标注。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据北元集团 2025 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司持有北元集团 35.31%的股份。尽管开源证券与北元集团均属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对北元集团的生产、经营、管理等行为施加任何影响。另外，开源证券与北元集团不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

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

开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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

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

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

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

西安

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