

这轮化工周期的赢家，由成本决定，不由风口决定 · 全文合订

目录 · CONTENTS

- 01 化工的“底”是个错觉：价格跌了，产能还在往下砸
- 02 反内卷治不了化工的过剩：这轮没有2016的关停令
- 03 化工出海的真相：把过剩卖出去，再撞上关税墙
- 04 宝丰凭什么逆势翻一番：煤化工的护城河是煤与油的价差
- 05 化工的赢家不由风口决定：营收越大不等于越赚钱

化工的“底”是个错觉：价格跌了，产能还在往下砸

2025营收利润双降、扩产三年首次转负，投产洪峰还压在头顶

2026年二季度，走进不少化工园区，你会看到一种拧巴的安静。

储罐一排排立着，烟囱却没几根在冒烟。

停产、停工、降负、检修——这四个词，「已成行业主流操作」。

装置不是不能开，是开一吨亏一吨，索性检修。厂区里的人比装置还闲。

于是市场上有个越来越响的声音：跌了这么久，产品价格趴在地上，底，是不是快到了？

我的判断很直接：**没到。价格是跌了，可产能还在往下砸——底还在往下移。**

增收都做不到，谈什么增利

先把2025年的账本摊开。

石化行业全年营收**15.67万亿元**，同比降**3.0%**。

利润总额**7020.9亿元**，同比降**9.6%**。

利润这一降，一年少赚了约**740亿元**——这是把上一年的盘子摆在旁边一减就出来的窟窿。

营收和利润，双降。

翻译成大白话：这个行业连"多卖点货把营收撑住"都没做到，更别提赚钱。

再看一个更刺眼的数字：化学原料及化学制品制造业的产能利用率，跌到**73%**。

七成三是什么概念？意味着近三成的产能在空转、在晒太阳。

机器停着，折旧照提，工资照发，财务费用照走。开工率越低，单位成本越高，亏得越狠——这是一台正在空转的抽水机，抽的是企业的现金流。

这不是"周期底部的宁静"，这是失血。

价格跌了，就等于底到了吗？

这是全篇最要命的一个逻辑差，我掰开讲。

很多人把"降价"当"见底"。价格跌无可跌，供给自然出清，反转在即——听着顺，其实错了半截。

降价是结果，不是终点。决定底在哪的，不是当下的价格，而是后面还有多少产能要往市场里砸。

那就看扩产这台引擎，还在不在转。

看化学原料和化学制品制造业的固定资产投资（累计同比）：

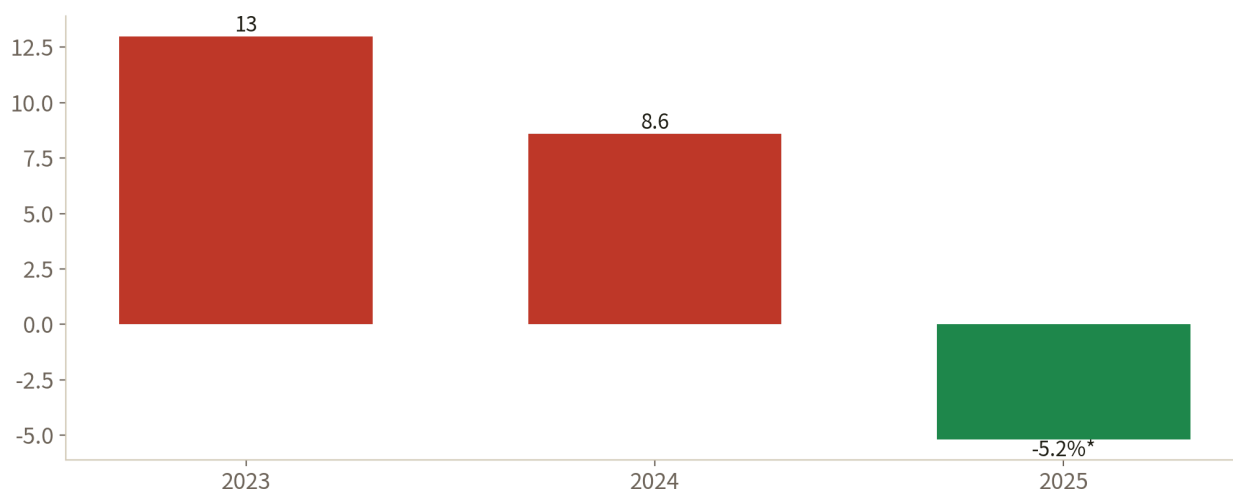
2023年，**+13.0%**。

2024年，**+8.6%**。

2025年——**转负**，1-8月同比**-5.2%**，累计增速在2025年6月首次由正转负，这是**自2021年1月以来的第一次**。

扩产的引擎熄火：石化固投增速三年首次转负

石油和化工行业固定资产投资增速（%） • 来源 国家统计局/CPCIF



数据来源：国家统计局

Opm.AI 出品

固定资产投资增速三年首次转负：2023年+13.0%→2024年+8.6%→2025年-5.2%，扩产引擎2025年6月才第一次熄火

这张图让你看见一件被忽略的事：扩产的脚步，是2025年年中才刚从油门上松开的。

注意，转负≠不投了。转负只是"增速"从两位数高增，降到不再新增——**这台引擎，才刚熄火。**

而过去三年那些两位数增速砸下去的钱，正在变成一座座即将投产的装置。它们不看今天的价格，它们只认自己的投产时间表。

纯碱**4700万吨**、聚烯烃**近1000万吨**的新增产能，还没被市场消化。

这就是"量增价跌"的下行中段：投资增速刚拐头，可前几年种下的产能，正排着队等着开门放货。

谁还在往下砸产能？

有人会说，都亏成这样了，谁还敢扩？

名单比你想象的长。

宝丰能源，宁东四期烯烃新材料及储能项目，总投资约**310亿元**，2025年4月开工，计划**2026年底建成投产**。

荣盛石化，浙石化一连串规划——140万吨乙烯及下游、高端新材料、高性能树脂，三项合计约**1178亿元**。

再看一个总量口径：2025年上半年，基础化工板块A股上市公司的在建工程合计约**3504亿元**。

在建工程3504亿，是悬在利润表头顶的下一批砖头。

它今天不产生收入，明天却要变成折旧、变成新增供给、变成压在价格上的又一只手。

投产洪峰没过去。这个时候谈"底"，就像站在半山腰说自己到谷底了——脚下还在往下掉石头。

这个位置，是地板还是中间？

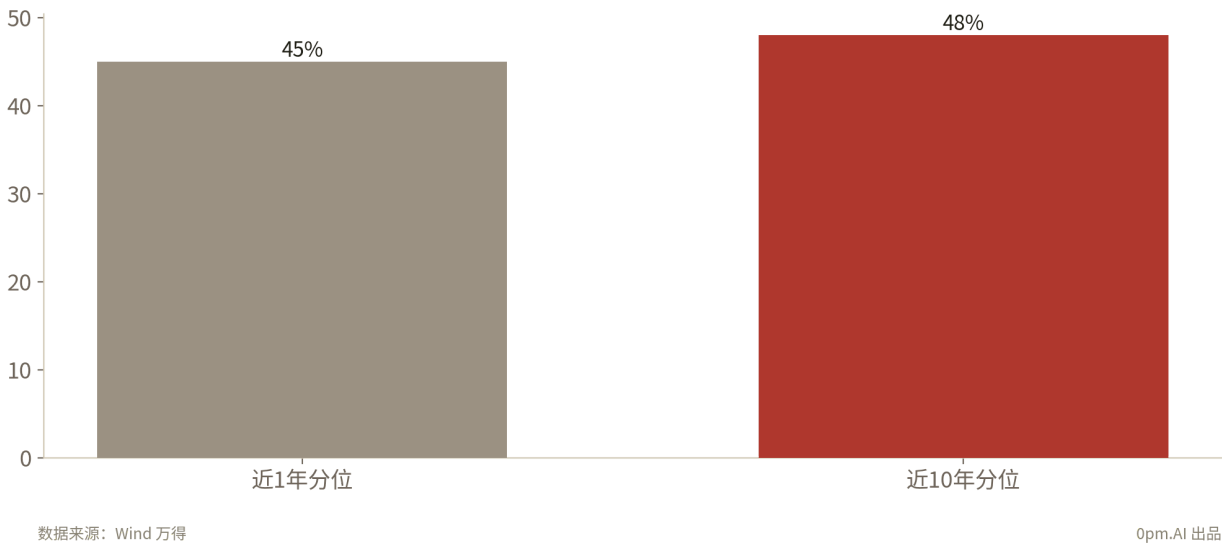
好，就算基本面还没出清，估值总够便宜了吧？跌了这么久，怎么也该到大底了。

也没有。

化工板块的市净率（PB）**2.22倍**，处在近十年的**48%分位**。

估值不在历史大底：化工板块 PB 只回到近十年中位

申万基础化工 PB 及其在各窗口的历史分位（%） · 截面 2026-07-10 · 来源 Wind



化工板块PB 2.22倍，处近十年48%分位——是十年里的中位，不是地板，市场提前押注反转的证据不足

这张图把话说白了：**2.22倍PB，是过去十年的中间位置，不是地板。**（口径说清：近十年窗口，不是历史大底。）

48%分位意味着什么？意味着市场既没有便宜到"人人嫌弃、错杀遍地"，也远没到极端悲观。

一个还在中位的估值，配上一个还没出清的基本面——**市场提前押注反转的证据，并不足。**

便宜不是"跌得多"，便宜是"跌到没人愿意再看它一眼"。现在显然不是。

丨 缺了那只手，靠什么V型反转？

这时候，老股民会搬出2016年。

上一轮化工景气底，是怎么反转的？靠供给侧改革，靠行政的手，硬把落后产能摁下去、去掉。供给一收，价格弹起，PPI在**2016年9月转正**，行业V型反转。

那一轮的抓手，是"去产能"三个字。

这一轮呢？

你去数：这一轮扩产的主力，恰恰是宝丰、荣盛、恒力这些手握大装置的龙头。装置又大又新，投产了就得满负荷摊成本，谁会主动砍自己的产能？（注意，"大装置"不等于"低成本"——这两件事的分野，正是后面几篇要拆的账。）

上一轮靠行政的手把产能摁下去，这一轮，那只手还没伸出来。

没有强制去产能的抓手，出清就只能靠亏损硬熬——熬到有人撑不住退出。这个过程，比行政去产能慢得多，也痛得多。

而且，出清正在制造分化，不是齐步走的复苏。

同样是2025年报，恒力石化归母净利**70.75亿元**，同比微增**0.44%**，稳住了。

鲁西化工归母净利从2024年的20.29亿，掉到2025年的**9.07亿元**，同比**-55.31%**，直接砍去一半还多。

四大民营石化龙头里，东方盛虹的股价跌了八成余。

48家石化上市公司整体在筑底企稳，可巨头之间的分化，肉眼可见。

这是**结构性分化的筑底**，不是全面反转的起点。强的更强，弱的掉队——这恰恰是出清还在半路上的样子，不是出清结束的样子。

别把降价，当成见底

把这几件事串起来看：

营收利润双降，是失血；产能利用率73%，是空转；扩产增速刚转负、在建工程还压着3504亿，是洪峰未过；PB近十年48%分位，是中位不是地板；缺了行政去产能那只手，是这轮出清没有捷径。

价格跌到地上，不等于底到了。**产能还在往下砸，底就还在往下移。**

这是下行中段，不是拐点起点。这一轮的"底"，得靠时间和亏损一点点熬出来，不会因为一次降价就凭空冒出来。

所以我说，眼下市场里那些"底部反转"的乐观，多半是把"半山腰的一次歇脚"，看成了"谷底的第一声起立"。

那么问题留给你：当扩产的钱还在变成新装置、当去产能那只手迟迟不出现，你凭什么相信，**这次的"降价"就是"见底"？**

底会来。但它来的方式，可能不是你以为的那种。

——这一轮的出清，究竟卡在哪一环？供给侧那只手，还有没有可能再伸出来？下一篇接着拆。

风险提示：本文所涉数据均来自公开资料，仅为行业分析，不构成任何投资建议。历史规律不代表未来，市场有风险，投资需谨慎。

反内卷治不了化工的过剩:这轮没有2016的关停令

政策三级跳却无化工单独文件,靠能效标杆慢刀子、民企主导难去产能

2016年那轮供给侧改革,一纸关停令压下去,钢铁煤炭的落后产能是真减了,价格是真涨了,周期股是真的走出了V型。

2025年,「反内卷」成了年度热词。一落到化工行业,市场立刻脑补出同一个剧本:去产能、供需重塑、涨价、股价重估。

我先把话撂这儿:这轮,没有那纸关停令。

市场想要的是2016,政策递过来的不是那张纸

你得先看清一件事——**反内卷不等于去产能,去产能不等于涨价。市场却把这三件事,默认成了同一件事。**

这不怪散户想多了。「内卷」这个词太扎心:同质化产品互相压价,谁也不赚钱,谁也不敢停。大家太想要一个2016式的痛快解法——一声令下,过剩产能应声出清,活下来的那批喘口气。

可政策的走向,和这个期待是错位的。它走的是另一条路。

三级跳跳了一年,却没落成一份化工的单独文件

先把政策脉络摆清楚,这是这篇文章的证据地基。

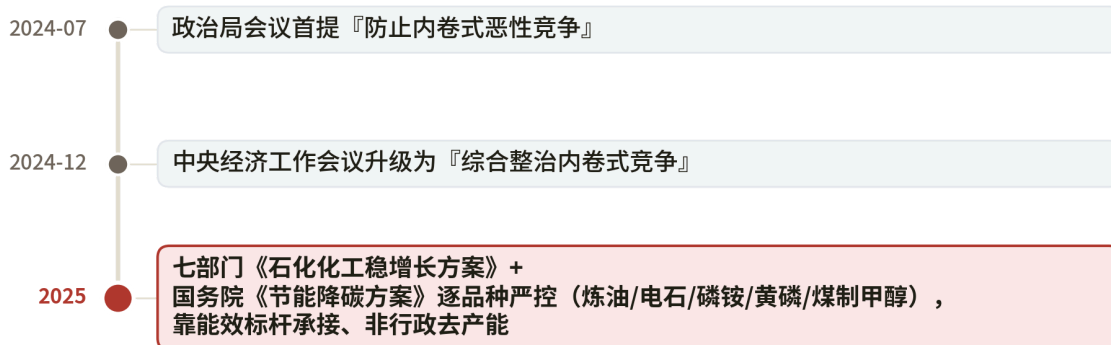
第一跳,2024年7月30日,中共中央政治局会议,提出「防止内卷式恶性竞争」——这一步,落点是行业自律。

第二跳,2024年12月,中央经济工作会议,升级为「综合整治内卷式竞争」——从企业延伸到规范政府行为,层级抬高了。

第三跳,进到2025年,落地成部门方案:七部门《石化化工行业稳增长工作方案》,叠加国务院口径下的节能降碳方案,对高耗能品种逐一严控能效。行业协会(CPCIF)这边同步搞自律标准。

反内卷政策三级跳：定调到落地，却没有一份化工单独文件

化工/石化领域『反内卷』政策脉络（2024-2025）· 来源 官方发布



政策从"行业自律"到"部门方案"跳了三级,始终没落成一份针对化工的去产能名单——抓手压在能效、环保、公平竞争审查上,不在"关停谁"这三个字上

这张图想让你看见的,不是政策有多密,而是它缺了什么。

三级跳,层层加码,工具箱越铺越宽:公平竞争审查、破除地方保护、能效和环保门槛、产能减量置换、行业自律标准。可你翻遍这套工具箱,找不到一份针对化工、写着"关停哪些装置、去掉多少吨产能"的单独文件。

承接反内卷的,是稳增长加节能降碳加能效标杆。这是一把慢刀子,不是一道关停令。差别在哪?差在有没有一张点名到装置的清单,和一个死线。

上一轮是国企关厂,这一轮是民企硬扛

为什么化工这轮很难复刻2016?不只是缺一份文件,更卡在行业的骨架不一样。

券商把这两轮拆得很清楚。券商观点:供给侧改革1.0,侧重「用行政手段加速落后产能退出、化解产能过剩」;当下的反内卷2.0,针对的是「企业间恶性竞争」,指向竞争秩序和效率,不止于去产能。这不是文字游戏,是抓手根本不同。

2016那轮,主战场是钢铁、煤炭。特点是什么?国企主导,行政关停,执行力一竿子插到底。上头定了减量指标,层层压任务,厂子该关就关。

化工这轮呢?你去看头部就明白了。四大民营石化龙头撑着半边天,而这四家自己都在剧烈分化——东方盛虹的股价一度重挫八成余(证券时报/21经济网口径,定性)。恒力石化2025年归母净利70.75亿元,同比只微增0.44%,拟10派2.9元,勉强守住;鲁西化工2025年归母净利9.07亿元,同比重挫55.31%,利润砍去一多半,拟10派2元(界面新闻、证券时报,据两家2025年年度报告)。48家石化上市公司,年报整体在筑底企稳,巨头分化写在脸上。

看懂这组数字了吗?2016要减的是别人的产能,这一轮要减的,是自己家的。

民企为主,你让谁去下关停令?下给谁?一家净利掉55%的公司,它是主动退出,还是咬牙硬扛等对手先倒?更别说,化工的环保、安全门槛这些年本就一路收紧,该淘汰的高污染小装置,前几轮环保风暴里已经拔掉不少。行政去产能腾挪的空间和趁手的工具,都比2016小了一大圈。

能效标杆是把慢刀子,方向对,但要磨几年

那反内卷就一点用没有?也不是。它的抓手是真的,只是慢。

真正的杠杆藏在节能降碳里:给甲醇、烯烃、乙二醇这些高耗能品种,划一条能效基准线。达不到的,就往限产、改造、退出的方向被倒逼。

天风证券的判断挺到位:反内卷背景下,化工可能迎来「成本要素」——用地、能效、安全、环保、产业化、装备——的重新定价。西部证券干脆把研报叫《化工行业反内卷专题:破解反内卷,中游再定价》,华创证券那篇叫《谁卷?谁赢?——反内卷行业比较》。

方向,我认。能耗高、成本重的落后产能,会被这条线一点点挤出去。

但你要接受它的节奏:**关停令是外科手术,今天签字明天停产;能效标杆是慢性调理,得靠几年时间慢慢起效**。中间还夹着一个尴尬事实——产能这头压,那头还在扩。

2025年上半年,基础化工板块A股上市公司的在建工程,合计还有约3504亿元(证券时报/研报口径)。宝丰能源宁东四期烯烃新材料及储能项目,2025年4月刚集中开工,总投资约310亿元,计划2026年底建成投产。荣盛石化那边,浙石化的 α -烯烃中试、稀土顺丁橡胶、聚醚、聚酯切片相继投产。

一边喊反内卷,一边三千多亿的新产能还在往里浇。你说,慢刀子要磨多久,才削得动这体量?

先倒下的,不是文件圈定的,是亏到扛不住的

所以回到那个市场最想要的问题:反内卷,能不能给化工来一次2016式的V型反转?

我的判断很直接:别指望。它更像一场慢性的、市场化的去产能。没有那声发令枪,出清就得靠另一条路走完——

先扛不住的,不会是文件圈定的名字,而是成本最高、亏得最狠、现金流先断的那一批。鲁西化工净利砍去一多半的那种压力,才是这轮真正的"关停信号"。它不写在文件里,写在报表里。

这不是坏事,只是慢事。市场化出清更公平,却也更磨人——它不给你一个痛快的时间点,只给你一条漫长的、谁先失血谁先退场的坡道。谁的成本压得最低,谁就能在这条坡道上多站一会儿,等对手先松手。

至于哪批产能成本最高、谁最可能先出清,那是另一篇要拆的账——留到后面讲。

这一篇,我只想帮你把一个念头掰过来:如果你是冲着"反内卷=去产能=涨价"这条捷径进场的,请先确认一件事——**你等的那纸关停令,这一轮到底存不存在?**

风险提示:本文所涉数据与观点均来自公开资料,仅作行业分析,不构成任何投资建议。投资有风险,入市需谨慎;过往业绩不代表未来收益。

数据与来源:证券时报、界面新闻、21世纪经济报道,恒力石化/鲁西化工/宝丰能源公司年报及公告,天风证券、西部证券、华创证券具名研报。政策脉络据中共中央政治局会议、中央经济工作会议及七部门稳增长工作方案一手表述归纳。

化工出海的真相:把过剩卖出去,再撞上关税墙

出口量增20.8%、金额只增5%的外溢,遇上305-507%的反倾销高墙

先看两组一起摆出来的数字。

2024年,中国有机化学品出口676.9亿美元,出口量同比增长**20.8%**,出口金额同比只增长**5.0%**。

多卖了两成,只多收了半成。

同一年的另一头:美国的巴斯夫和陶氏把一份申请递到美国国际贸易委员会,主张中国MDI的倾销幅度高达**305%到507%**;印度那边,对中国大陆聚氯乙烯糊树脂的反倾销税,已经落地生效,**248到707美元每吨**,一征就是五年。

一边是货轮满载往外开,一边是关税墙一堵堵砌起来。中国化工的出海,就卡在这道剪刀差里。

出海有两条腿:一条是货轮,一条是钢筋

先把画面看清楚。

化工出海从来不是一件事,是两件事同时发生。

一条腿,是货轮。有机化学品、塑料制品,一箱箱装船运出去。2024年前10个月,光塑料制品出口就有**6155.8亿元人民币**,同比增7.4%(海关口径,人民币计价,累计前10月)。

另一条腿,是钢筋水泥。龙头企业不满足于把货运出去,干脆把厂建到别人家门口——建到原料边上,建到市场跟前。

这两条腿,方向一致:把国内消化不掉的产能,往外送。

问题是,两条腿踩的都是同一片沼泽。走得动,但走不远。

多卖了两成,只多收了半成

先说货轮这条腿。

676.9亿美元这个数,单看很唬人。但把它拆开,味道就变了。

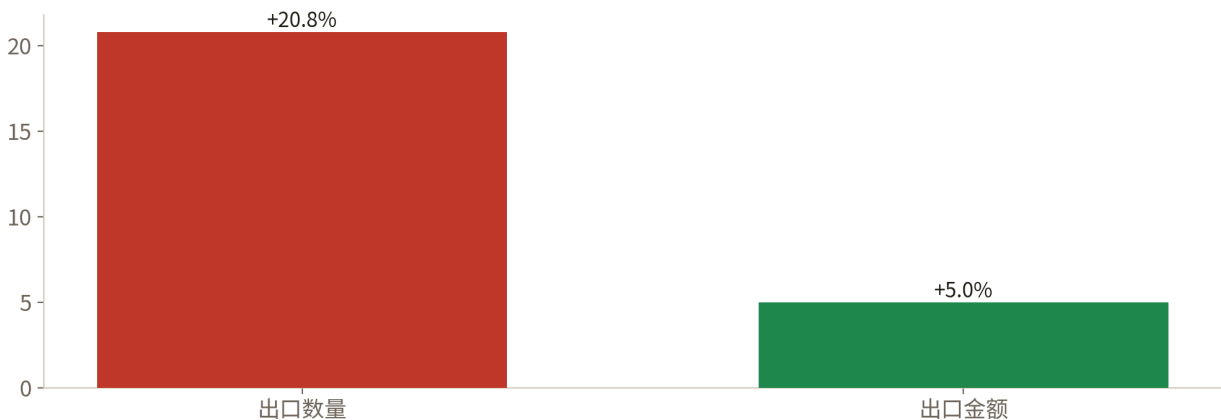
出口量涨20.8%,出口额只涨5.0%。中间**15.8个百分点**的缺口去哪了?去在了单价里——每吨货的价格,在往下掉。

这不是"高附加值出海"该有的样子。高附加值出海,是量平价涨,是靠品牌和技术多收钱。中国有机化学品现在是反过来的:靠低价多塞货。

说白了,这是把国内的价格战,原封不动搬到了海外。国内卷不动了,就往外卷。业内叫它"内卷外溢"。

出海是把过剩卖出去：出口量涨两成，金额只涨一个零头

2024 年有机化学品出口同比 (%) · 来源 海关总署



数据来源：海关总署

Opm.AI 出品

出口量增20.8%、金额只增5.0%,15.8个百分点的剪刀差,就是把过剩产能低价甩出去的直接证据(中国石油和化学工业联合会《2024年石油和化学行业经济运行报告》,美元计价)

这里藏着第一个逻辑差:出口"增长"这个词,骗人。

名义上,量在涨,像是需求旺;实际上,价在跌,是过剩在找出口。你以为看到的是竞争力,底下是产能过剩的泄压。

那能不能靠出海把过剩泄干净?这就要看第二条腿了。

去沙特建厂,是承认远处的货卖不划算

再说钢筋这条腿。

2024年1月2日,荣盛石化跟沙特阿美签了MOU:拟收购阿美旗下朱拜勒炼化(SASREF)50%股权,同时阿美拟收购荣盛子公司中金石化不超过50%股权;到11月19日,又签了《开发框架协议》,推进SASREF朱拜勒的扩建。

同年4月,恒力集团也跟沙特阿美签了MOU:阿美拟收购恒力集团所持恒力石化**10%加一股**的股份,金额超过110亿元。

龙头们为什么要绕这么远,跑到中东去?

因为原料在那儿,市场也在那儿。在原油旁边建化工厂,省的是运费,躲的是关税。

反过来想,这恰恰是一种承认——承认从中国本土往外运,越来越不划算。运费、关税、就近产能,三样东西正一点点吃掉出口的利润空间。

这不是新剧本。早在2019年,万华化学就叫停过美国路易斯安那州康文特的MDI基地:**40万吨每年、总投资12.5亿美元**,原计划2021年投产,最后没建成。

七年前那次撤退是伏笔,现在的关税墙是正片。

关税墙:305%不是终裁,但靶子是真的

现在说这道墙。

2025年2月12日,巴斯夫和陶氏向美国国际贸易委员会提交申请;3月4日,美国商务部启动对华MDI反倾销反补贴调查。申请人主张的倾销幅度是**305%到507%**。

要说清楚:这个数字是申请方的主张,不是终裁结论,最终征多少还没定。但即便还没终裁,靶子已经画好了。而且中国MDI出口美国此前就已经背着**41.5%**的关税(2019年起加25%,2025年2月起再加10%)。305%只是把门缝再焊死一道。

印度那边则是实打实落地了。原产于中国大陆等地的聚氯乙烯糊树脂,反倾销税**248到707美元每吨**:2023年9月30日启动调查,2024年6月13日生效,2025年3月21日终裁,有效期五年。这一锤已经砸下来了。

美国立案,印度终裁,一个在东、一个在西。中国化工品,正在变成全球反倾销最密集的靶子。

这是第二个逻辑差:出口越猛,靶子越大。你量增20.8%地往外冲,对方就越有理由说你在倾销。低价甩货这件事,在海关那关是竞争力,到了贸易救济那关就成了证据。泄压阀本身,在制造新的堵点。

那东南亚呢?那么大的市场,总装得下吧?

泄压阀后面,水泵还在3504亿地抽

装不下。

东南亚不是只当买家。本土的炼化、化工产能这几年自己在起来,越是靠近市场,越是自己建。运费一算、就近产能一挤,出海这个泄压口,口径其实在缩小,不是无限大。

但真正的问题,不在海外那头,在国内这头。

出海能泄多少压?我们看国内还在加多少压。

宝丰能源宁东四期烯烃新材料及储能项目,总投资约**310亿元**,2025年4月开工,计划2026年底建成投产;荣盛石化浙石化的扩产规划,几个项目合计投资约**1178亿元**;更大的口径是,2025年上半年,基础化工板块A股上市公司的在建工程合计约**3504亿元**。

看明白了吗?

出海是泄压阀,可泄压阀后面那台水泵,还在3504亿地往池子里抽水。一边开阀放水,一边全速灌水,水位怎么可能降下来?

这就是第三个逻辑差,也是最要命的一个:出海能泄压、能延时,但它治不了产能过剩的本。它是止痛药,不是手术。药劲儿过去,水位依旧。

分化已经写在报表上了。2024到2025年,炼化行业加速头部化,48家石化上市公司整体在筑底,巨头之间分化显著。同样是龙头,恒力石化2025年归母净利70.75亿元,同比只微增0.44%,基本原地踏步;鲁西化工2025年归母净利9.07亿元,同比**-55.31%**,砍去一半还多。四大民营石化龙头里,东方盛虹的股价已经跌去八成有余。

出海的红利,不是雨露均沾。它先流向那些有原料绑定、有海外基地、扛得住关税的头部;剩下的,继续在过剩里泡着。

出海是出路,还是外溢?

回到最开始那道剪刀差。

出口量增20.8%、金额只增5.0%,这半成的增长,是出路吗?

它是一个真实的泄压口,这点不否认——它确实把一部分卖不掉的货送走了,确实给国内的价格战松了口气。但它是"内卷外溢",不是"价值出海"。它把过剩从国内的账本,搬到了海外的关税卷宗里。

天花板肉眼可见:一头顶着305%到507%的反倾销高墙,一头顶着就近产能和运费,身后还有3504亿在建工程在推着往前。

所以我把话放这儿:出海能给中国化工争取时间,争取不到答案。真正的答案,在国内那台还没停的水泵上。

留一个问题给你:如果连去沙特、去东南亚建厂都要靠贴着原料和市场才划算,那么单纯靠货轮把过剩运出去这条路,还能走多少年?

至于国内那台还在3504亿地抽水的水泵——反内卷喊了这么久,产能到底减没减、减在了谁头上,是这个系列另一本要算的账。

风险提示:本文所涉数据与信息均来自公开来源,已尽力标注口径与出处,不构成任何投资建议。历史数据不代表未来表现,市场有风险,投资需谨慎。

来源:中国石油和化学工业联合会《2024年石油和化学行业经济运行报告》、海关总署、中国贸易救济信息网(商务部)、证券时报、界面新闻、新浪财经及相关上市公司公告。

宝丰凭什么逆势翻一番:煤化工的护城河是煤与油的价差

布伦特站上60美元煤制烯烃就占优,但乙二醇亏1438元、能耗双控是头顶闸

先把2025年的化工年报摆成一张对账单。

鲁西化工,归母净利从上一年度的**20.29亿**掉到**9.07亿**,同比**-55.31%**。

恒力石化,归母**70.75亿**,同比**+0.44%**——一整年,原地踏步。

东方盛虹,四大民营石化龙头之一,股价跌去八成余。

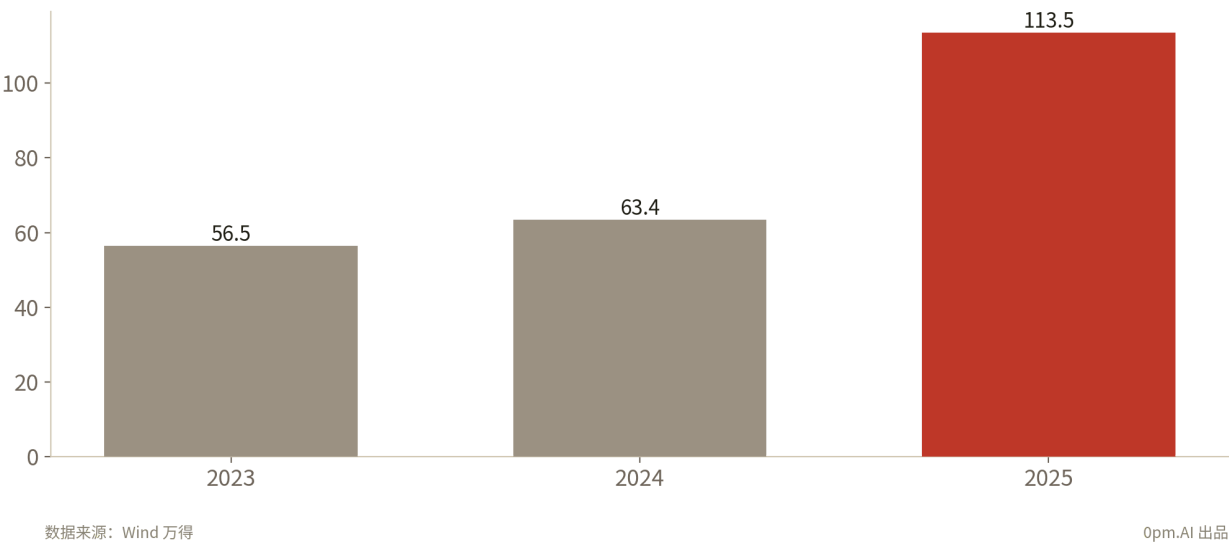
同一年,同一条赛道边上,宝丰能源把归母净利做到约**113.5亿**,同比翻了一倍。

翻一番是什么概念?**113.5亿摊到365天,等于这家公司每天进账约3100万元**,一天就顶得上鲁西化工大半个月的活儿。

凭什么？

全行业利润下滑那年，宝丰把净利做到翻倍

宝丰能源归母净利润（亿元） · 来源 Wind/公司年报



全行业筑底的2025年,宝丰把归母净利做到约113.5亿、同比翻一番——护城河不是口号,是利润表上那根独苗

护城河不是"煤便宜",是煤和油之间那道价差

很多人第一反应:宝丰赚钱,是因为它烧的是便宜煤。

对一半。

煤化工真正的护城河,不是煤的绝对价格,而是**煤价和油价之间那道剪刀差**。因为聚烯烃这类产品,全球定价的锚是石油——油价越高,油头路线的成本越贵,煤头就越占便宜。

这道差有个临界点。布伦特原油站上**60—65美元/桶**这个区间,煤制烯烃相对油制烯烃就开始显著占优。油越贵,煤头的相对成本优势越厚。

(口径说清楚:这个临界油价是聚合测算口径,单吨盈亏只用来看方向,不当成精确到个位的报价。)

宝丰把这道差压到了极致。

它在宁东基地做的是煤电一体化:自己的煤,原料煤到厂价约**700元/吨**;做出来的聚烯烃,出厂含税均价约**7380元/吨**。

一进一出,近期煤制烯烃单吨毛利约**2600元/吨**。

每卖出一吨聚烯烃,毛利里装进去约2600元——这不是靠行情赏饭,是成本结构撑出来的。

2024年二季度,宝丰销售毛利率**38.23%**、净利率**21.73%**;公司口径称,运营成本比同规模同行低约**30%**。低三成成本,在一个拼到小数点后的行业里,就是生与死的距离。

这才是护城河的样子:油价往上,它的相对优势变厚;同行往下,它还在闷声赚钱。

但别急着抄作业:同一条赛道,冰火两重天

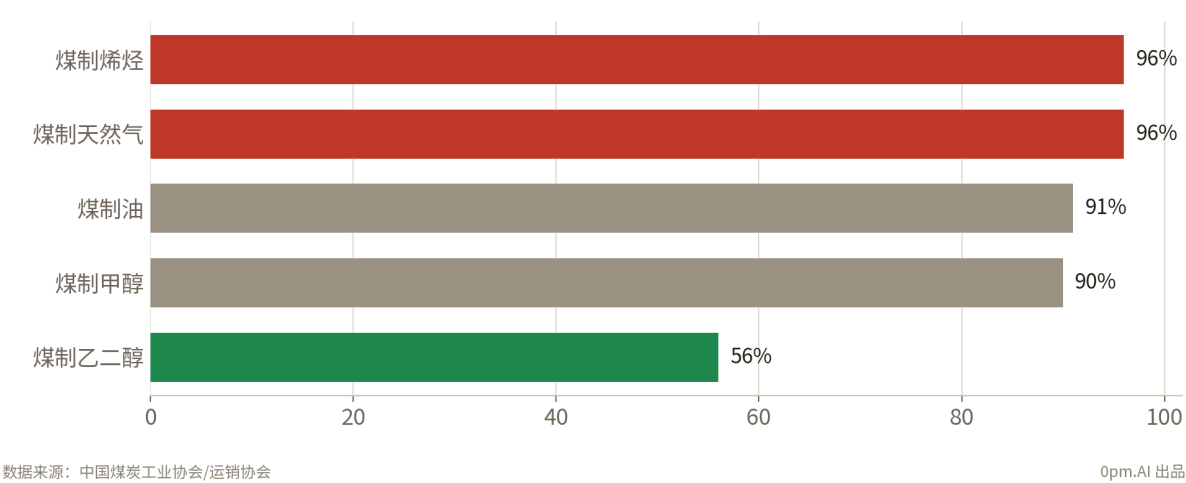
问题来了——是不是所有煤化工,这两年都在闷声发财?

不是。差得远。

现代煤化工不是一条路线,是一整族。煤制烯烃、煤制甲醇、煤制天然气、煤制乙二醇、煤制油、煤制芳烃……名字都带"煤",命却各不相同。

一条赛道两种命运：煤制烯烃满负荷，煤制乙二醇只开一半

现代煤化工主要路线开工率（%·2024）· 来源 中国煤炭工业协会/运销协会



六条现代煤化工路线,开工率从满负荷到56%不等——赚钱的满产、亏钱的减产,开工率就是盈亏的体温计

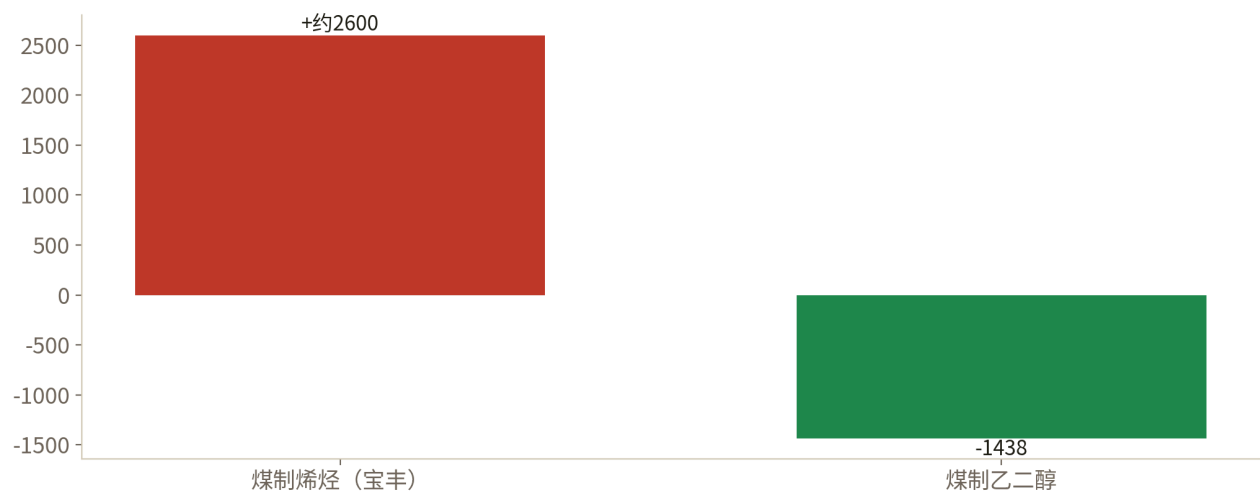
煤制烯烃、煤制甲醇、煤制天然气,这几条基本满负荷跑,满产就是在赚钱。

煤制乙二醇呢?开工率只剩约**56%**,每吨还亏约**1438元**。

同一个"煤化工"标签底下,一头是满负荷印钞,一头是开一半、开一半还亏钱。

同是煤化工：烯烃单吨赚两千六，乙二醇每吨亏一千四

现代煤化工代表路线单吨盈亏（元/吨·2024） · 来源 宝丰能源年报 / 中国煤炭工业协会



数据来源：宝丰能源、中国煤炭工业协会/运销协会

Opm.AI 出品

同一条煤化工赛道:煤制烯烃单吨赚钱,煤制乙二醇每吨亏1438元——路线选错,再低的煤价也救不回来

煤价一样便宜,为什么乙二醇就亏、烯烃就赚?

差别不在煤,在路线本身的经济性,在你有没有绑住低价煤,在一体化程度,在你什么时候投的产。

宝丰赢在哪?赢在它是煤电化一体化,赢在宁东、内蒙这些坑口区位的低煤价,把成本压在了整条曲线的最左端。同样烧煤,有人在成本曲线左边数钱,有人在右边止损减产。

所以"煤化工景气"这句话,本身就是个模糊账。真正该问的是:你买的是哪条路线、哪个位置的产能。

头顶那道闸:护城河真实,但不是无限游戏

到这儿,看多的逻辑已经很硬。但诚实地说,这条护城河头上,悬着一道闸。

这道闸叫能耗双控。

发改委的能效标杆政策定了硬目标:到2025年,煤制甲醇、煤制烯烃、煤制乙二醇达到能效标杆水平以上的产能比例,分别要到**30%、50%、30%**;基准水平以下的产能基本清零;100万吨/年以下

的煤制甲醇装置,直接列为限制类。(此条源出发改委相关文件,经行业图谱转述。)

再往上,还有《"十四五"现代煤化工产业发展指南》画的天花板——煤制烯烃规模目标约**2000万吨/年**,文件里白纸黑字写着「合理控制产业规模、避免无序扩张」。

这两句话合起来的意思是:新增产能不是你想上就能上,得先拿到能耗指标、过了能效标杆这道门槛。

护城河真实,但它有边界。

对宝丰这种成本最左端、能效达标的玩家,能耗双控其实是帮它挡住了后来者——这是护城河加宽。宝丰的宁东四期烯烃新材料项目,总投资约**310亿**,2025年4月已开工,计划2026年底建成投产;内蒙项目投产后,它煤制烯烃总产能将升至约**520万吨/年**,约为当前的**2.4倍**,跃居国内煤制烯烃产能第一。

但对那些能效不达标、路线又选错的产能来说,这道闸是往下压的——想扩,扩不动;想活,亏着活。

收束:能穿越周期的,是成本曲线最左端那批产能

把这篇的账合上:

护城河是真的,不是宝丰的故事会。它由煤和油的价差撑起来,由一体化和低价煤压出来,在油价站上60美元的区间里最厚。

但护城河不平均分配。同一条赛道,烯烃满产赚钱、乙二醇开一半还亏1438元;头顶的能耗双控,给成本左端的玩家加宽护城河,给右端的玩家关上闸门。

所以真正的问题从来不是"要不要看好煤化工",而是——

当油价、煤价、能耗指标三样东西一起变的时候,一家公司凭什么还能站在成本曲线的最左端?

这道成本曲线,谁在左端、谁在右端、临界点在哪,是下一篇要拆的账本。护城河讲的是"为什么现在赚钱",成本曲线讲的是"凭什么一直赚钱"——那才是穿越周期的底牌。

风险提示:本文所涉数据与口径均来自公开材料,单吨盈亏与临界油价为方向性测算、非精确报价,不构成任何投资建议;历史业绩不代表未来,市场有风险,投资需谨慎。

来源:宝丰能源业绩会及年报(财联社)、界面新闻(鲁西化工年报)、证券时报(恒力石化年报及石化行业筑底)、中国石油和化学工业联合会《"十四五"现代煤化工产业发展指南》、发改委能效标杆相关文件(经行业图谱转述)。

化工的赢家不由风口决定:营收越大不等于越赚钱

宝丰营收是荣盛1/6、利润却13倍,利润正向低成本产能集中

先摆两张账本。

一张写着**3086亿**营收,一年忙到头,净利只剩**8.48亿**——荣盛石化2025年的成绩单,同比还涨了17.09%。

另一张写着**480亿**营收,只有前者的六分之一,净利却是**113.5亿**——宝丰能源。

营收差6倍,利润倒挂13倍。

同一条化工赛道,同一个年份,谁在替股东干活,谁在替银行打工,这两张账本一摊开,答案就凉在桌面上了。

这是这个系列的最后一篇。前四篇分别拆了反内卷、拆了出海、拆了周期底。到这一篇,我想把话说到底:**化工这轮周期的赢家,不由哪个风口决定,由你在成本曲线上站哪个位置决定。**

营收是规模的荣耀,利润才是活下去的门票

先算笔小账。

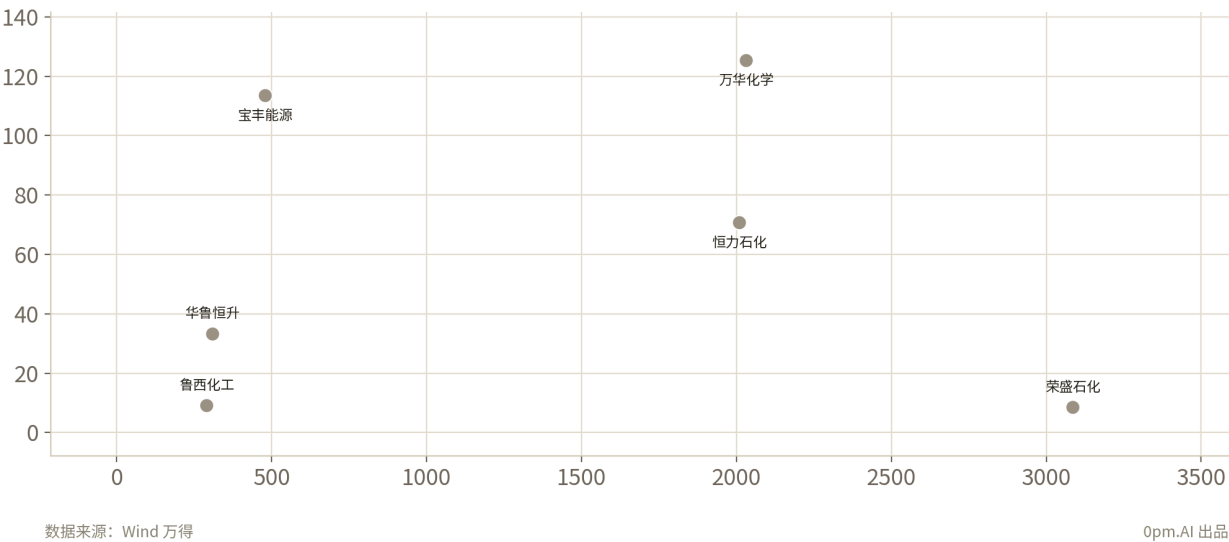
荣盛石化3086亿的盘子,按归母净利/营收算,归母净利率**0.27%**(采集员据2025年报计算口径)。什么概念?卖出100块钱的产品,净落到自己兜里的不到3毛。

宝丰能源呢?同样卖100块,净落下**23.6元**。

一个是薄如刀片,一个是厚如城墙。

营收越大不等于越赚钱：决定利润的是成本曲线的位置

六大龙头 2025 营业收入 vs 归母净利润（亿元） • 来源 Wind 年报口径



营收越大不等于越赚钱:荣盛3086亿营收趴在利润轴的地板上,宝丰480亿营收却顶在天花板

这张散点图最扎眼的地方,是它把"营收"和"利润"这两个常被混为一谈的东西,硬生生掰开了。横轴往右跑得越远的公司,纵轴不一定往上走——荣盛趴在利润轴的地板上,宝丰顶在天花板上,中间横着一道谁也跨不过去的成本线。

你以为大厂就是赚钱机器?账本告诉你,营收是规模的荣耀,利润才是活下去的门票。

六家龙头,横在成本曲线的两端

把口径拉齐,看2025年归母净利率这一列,分化更露骨:

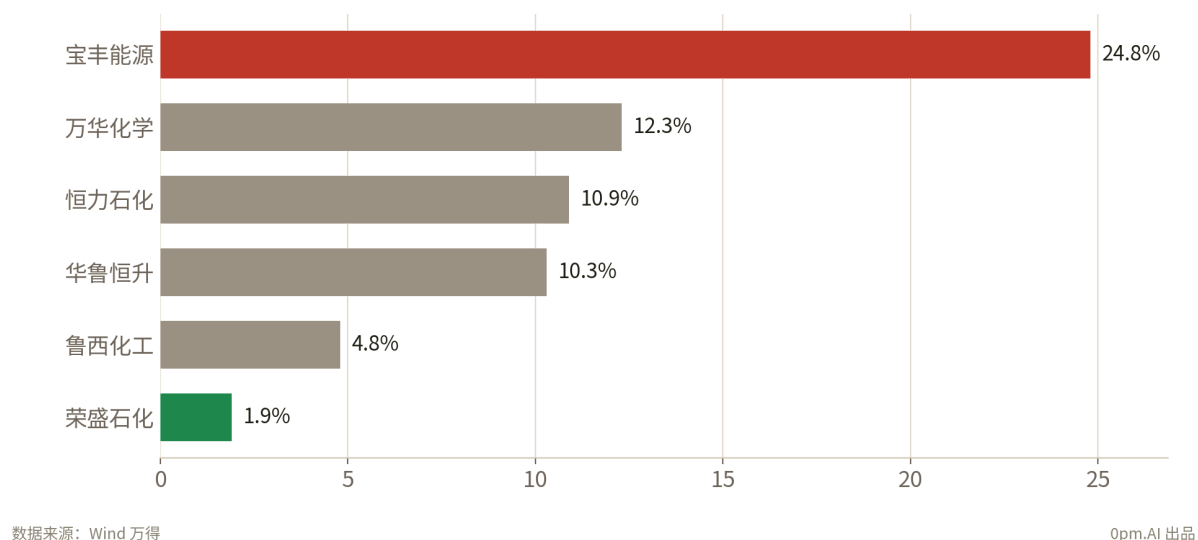
宝丰**23.6%** > 华鲁恒升**10.7%** > 万华化学**6.2%** > 恒力石化**3.5%** > 鲁西化工**3.1%** > 荣盛石化**0.27%** > 旭阳**0.15%** > 东方盛虹**0.1%**。

从23.6%到0.1%,同在一个板块,盈利能力差了两百多倍。

再看回报端。六大龙头2025年的ROE,从宝丰的**24.8%**,一路滑到荣盛的**1.9%**——同样掏一块钱本金进去,一个替你生出近两毛五,一个还不到两分。

同是化工龙头，ROE 从 24.8% 到 1.9%

六大化工龙头 2025 年净资产收益率 ROE (%) · 来源 Wind 年报口径



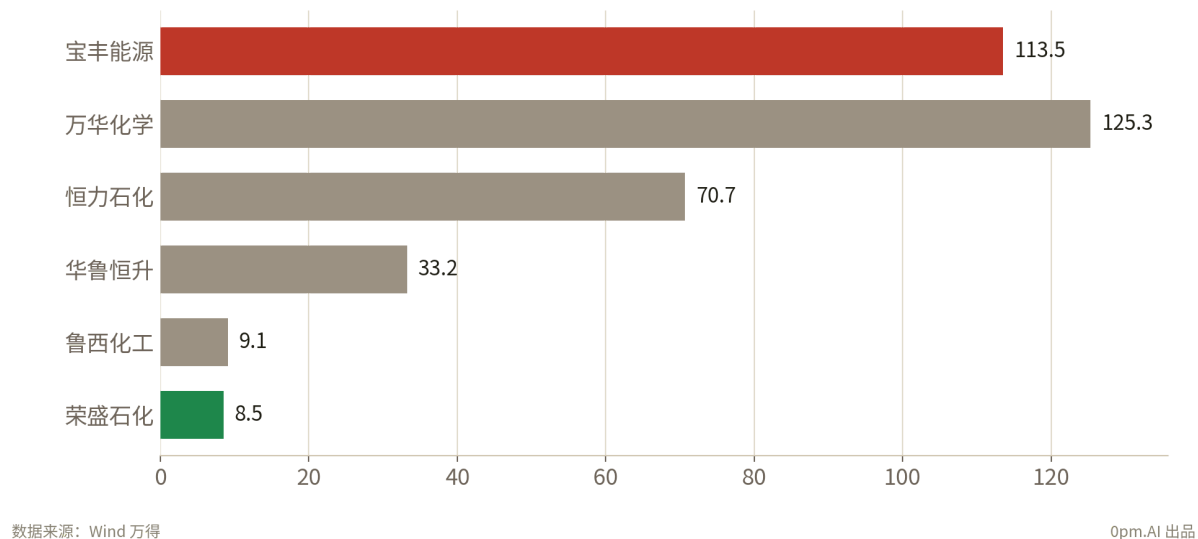
六大龙头2025 ROE从24.8%到1.9%,同在化工赛道,回报差13倍——分野不在赛道在成本

这张ROE对照图想让你看见的,不是谁强谁弱这么简单。它想让你看见:**决定命运的分野,压根不在你选了哪条赛道,而在你的成本卡在曲线的哪一段。**

绝对额也一样悬殊。宝丰一家113.5亿的净利,顶得过荣盛、恒力、鲁西三家加起来 ($8.48+70.75+9.07=88.3$ 亿)还富余。

宝丰营收只有荣盛六分之一，净利却是它的十三倍

六大化工龙头 2025 年归母净利润 (亿元) · 来源 Wind 年报口径



连龙头里的龙头也难。万华化学,MDI全球一哥,归母净利从2023年的**168.2亿**,滑到2024年的**130.33亿**,再到2025年的**125.27亿**(同比-3.88%,扣非121.44亿、-9.10%)。

三年,168亿一路走到125亿。增收不增利,连万华都躲不过。

这是龙头也难的缩影:当整条成本曲线往下压,你站得再高,脚下的地也在往下沉。

三张药方,治的都是标

回头看前四篇开的药。

第一张,**反内卷**。行业确实在加速头部化,证券时报的说法是"炼化反内卷行业加速头部化",48家石化上市公司2025年报整体筑底企稳、巨头分化显著,四大民营石化龙头里东方盛虹股价已跌去八成余。可反内卷是把慢刀子——它砍的是新增产能的冲动,砍不掉你今天就趴在高成本这一端的事实。

第二张,**出海**。2024年中国对共建"一带一路"国家进出口增长6.4%、占进出口总值50.3%,东盟以6.99万亿元、同比+9.0%坐上第一大贸易伙伴,化工品是主力品类之一。路是好路,但天花板也实打实:美国那头,巴斯夫和陶氏2025年2月12日向ITC递了申请,主张中国MDI「倾销幅度305%到507%」,3月4日商务部启动调查;而中国出口美国的MDI,此前已经压着**41.5%**的关税(2019年起25%、2025年2月起再加10%)。印度那头,对中国PVC糊树脂的反倾销税**248—707美元/吨**,2024年6月13日生效,一压就是5年。出海能摊薄,但摊不平贸易壁垒这道墙。

第三张,**周期**。底是结构性的底,不是V形反转的底。基础化工板块A股上市公司2025年上半年的在建工程合计还有约**3504亿元**——这么多装置还在往下浇混凝土,供给侧的出清,注定是慢动作。

三张药方,反内卷是慢刀子,出海有天花板,周期是结构性筑底。

治标,都治标。

真正决定谁能活着走出这轮周期的,是那个更冷、也更硬的变量:**成本曲线的位置**。

穿越周期的,是三类人

谁能穿过去?我把牌面上的赢家归成三类。

第一类,**成本领先**。典型是宝丰能源——同样走煤制烯烃,它靠坑口低价煤和煤电一体化,把自己的成本压在曲线左端(这条优势的前提,是油价别塌回石脑油更划算的区间;不是所有煤制烯烃都自动躺在左端)。它的底气不只在存量——宁东四期烯烃新材料及储能项目2025年4月集中开工,总投资约**310亿元**,计划2026年底建成投产,内蒙二期、新疆烯烃还在前期推进。成本领先的公司,越是周期底部,越敢扩,因为它的每一吨都还有肉。

第二类,**一体化规模**。万华、恒力这类,靠的是大装置摊薄。就算三年净利从168亿掉到125亿,万华的一体化链条仍能把单位成本压到多数同行够不着的水平;恒力2025年70.75亿的净利(同比+0.44%),是靠炼化一体化的体量硬扛出来的稳。规模不保证高回报,但规模是你不被第一波出清扫掉的护甲。

第三类,**结构升级**。往新材料、高端品要溢价。荣盛虽然利润率薄,但2024年浙石化的1000吨/年 α -烯烃中试、10万吨稀土顺丁橡胶、38万吨聚醚、150万吨聚酯切片相继投产,是在往产业链上游的高附加值段挪。低毛利的大宗盘子摊在那儿,能不能翻身,就看这些新料能不能从0.27%的净利率里长出第二条曲线。

还有一条暗线值得记一笔:沙特阿美2024年1月2日与荣盛签MOU(拟收SASREF 50%股权、中金石化不超50%),11月19日再签开发框架协议;2024年4月又与恒力集团签MOU,拟以超110亿元收购恒力石化10%加一股股份。上游资源方往下游一体化里塞钱,本身就是对"低成本一体化"这条路的下注。

利润向左集中,这是分化不是普涨

请把这句话记牢:**接下来化工的复苏,大概率不是普涨,是分化。**

低成本产能吃肉,高成本重资产被碾。利润像水,往成本曲线的左侧汇——谁的每一吨更便宜,谁就先把回暖的现金流收进兜里。

而去产能真正出清的,恰恰是右侧那批高成本、高负债、大装置还在爬坡的公司。

所以别把"周期底部"直接翻译成"闭眼买龙头"。同样叫龙头,鲁西化工2025年归母净利9.07亿、同比-55.31%,华鲁恒升33.15亿、同比-15.04%,两家的日子和宝丰的日子,根本不在一条曲线上。

营收榜会骗你,利润榜才说真话,而成本曲线,是利润榜背后的那张底牌。

尾声:底可能很长,但位置决定谁能等到天亮

我不给买卖建议,这一篇是格局判断,不是荐股。

诚实说清风险:化工周期的底,可能被拉得比谁想的都长——3504亿在建工程压着,反内卷是慢动作,出海撞着关税墙,盈利见底的信号还没真正亮起来。这时候谈反弹,言之尚早;能谈的,是谁有资格熬到反弹。

反弹看的是盈利见底信号,穿越看的是成本曲线位置。前者定时间,后者定生死。

留三个问题给你,不是问仓位,是问框架:

当一家公司营收是同行6倍、利润却只有人家1/13,你该把它记成大公司,还是记成高成本公司?

当"龙头"两个字里同时装着24.8%和1.9%的ROE,这个标签还能不能当买入理由用?

当去产能真的开始出清,被扫走的会是小公司,还是高成本的公司——哪怕它很大?

想清楚这三问,你就摸到了这轮化工周期真正的分水岭。

风险提示: 本文仅为行业格局分析,不构成任何投资建议。文中财务数据据各公司年报及主流财媒报道整理,ROE、净利率为按公开数据测算口径,与公司官方披露可能存在差异;历史业绩不代表未来,市场有风险,投资需谨慎。

来源家族:各公司2025年年度报告及摘要、证券时报、界面新闻、证券之星、凤凰网财经、东吴证券点评、新浪财经公告、海关总署、中国贸易救济信息网(商务部)、21世纪经济报道。

◆ Opm.AI 出品

反内卷、出海、周期反转三张药方逐一
体检，煤化工的成本护城河谁能穿越

- 真图驱动
- 一手权威源
- 多源交叉核验

数据与口径

数据来源

Wind（龙头财务/板块估值分位/日K）·
CPCIF 中国石油和化学工业联合会 · 国家
统计局 · 中国煤炭工业协会/运销协会 ·
海关总署 · 公司年报与公告 · 工信部/发
改委/国务院政策原文 · 具名券商研报（观
点）· 财新/华尔街见闻等具名报道 · 雪球/
知乎社区原话（仅作参考·待核）

🔄 更新：2026-07-12

访问官网



扫码直达 Opm.ai

官网入口
Opm.AI

风险提示：本内容基于公开信息整理，仅供研究参考，不构成任何投资建议、不预测涨跌、不承诺收益；力求准确但不保证完整无误，据此操作风险自担。市场有风险，决策需谨慎。