

## 行业研究

## 冬储需求逐步推进，国内磷肥、钾肥及尿素价格触底反弹

——基础化工行业周报（2022/11/28-2022/12/04）

## 要点

**粮食消费韧性较强，国内粮食价格及消费量稳步提升。**根据国家统计局数据，2022 年 1-10 月，我国限额以上企业粮油食品类商品零售总额约为 1.51 万亿元，同比增长 9.0%。在各类商品中，自 2017 年以来只有粮油食品和饮料两个类目的限额以上企业商品零售总额保持着月度同比增长，由此可见粮油食品作为刚需商品的消费韧性。同时，限额以上企业粮油食品类商品零售总额在限额以上企业商品零售总额中的占比也由 2010 年的 8.5% 提升至 2022 年前 10 月的 11.7%。粮食价格方面，进入 2022 年以后，粮食 CPI 同比增速进一步上行，2022 年 10 月我国粮食 CPI 同比增速达到 3.6%，为 2014 年以来的最高水平。粮食消费量方面，2008 至 2021 年期间，我国粮食表观消费量及人均表观消费量的 CAGR 分别为 3.0% 和 2.5%。我们认为国内粮食消费的持续坚挺，以及对应价格和消费量的持续提升将对国内化肥、农药行业带来积极影响。

**冬储需求逐步推进，国内磷肥、钾肥及尿素价格触底反弹。**虽然 2022 年复合肥整体开工率处于历史低位，但是近期受益于冬储的有序推进，以及上游原料价格上涨对生产商、经销商备货的积极影响，国内复合肥行业产量及开工情况有所回升。磷肥方面，自 10 月末开始，在磷矿石高位价格的支撑下以及硫酸、合成氨等原料价格持续上涨的推动下，国内磷酸一铵和磷酸二铵价格开始持续反弹。根据 iFinD 数据，截至 12 月 2 日，国内磷酸一铵及磷酸二铵价格相较于 10 月末分别上涨 17.5% 和 4.5%，产品价差相较于 10 月末分别提升 583 元/吨和 190 元/吨。钾肥方面，受益于东北地区冬储采购的增加，叠加复合肥以及磷肥、氮肥等其他单质肥价格上涨的带动，氯化钾价格开始止跌回升。根据百川盈孚数据，截至 12 月 2 日，国内氯化钾价格近 10 日内上涨约 2.4%。尿素方面，22H2 国内尿素历经两轮上涨，其中 10 月末至今为第二轮上涨。本轮上涨主要是源自于东北地区下游复合肥厂商开工率的逐步回升，根据 iFinD 数据，10 月末至今国内尿素价格上涨约 11.3%。

**板块周涨跌幅情况：**过去 5 个交易日，沪深两市各板块大部分呈涨势，本周上证指数涨幅为 1.76%，深证成指涨幅为 2.89%，沪深 300 指数涨幅为 2.52%，创业板指涨幅为 3.20%。中信基础化工板块涨幅为 2.5%，涨跌幅位居所有板块第 16 位。过去 5 个交易日，化工行业各子板块大部分呈涨势，涨跌幅前五位的子板块为：轮胎（+7.0%），钛白粉（+6.6%），涤纶（+4.9%），其他塑料制品（+4.4%），其他化学原料（+4.0%）。

**投资建议：**（1）上游油气板块建议关注中国石油、中国石化、中海油和新奥股份及其他油服标的。（2）低估值化工龙头白马：建议关注①三大化工白马：万华化学、华鲁恒升、扬农化工；②民营大炼化及化纤板块：恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣；③轻烃裂解板块：卫星化学、东华能源；④煤制烯烃：宝丰能源。（3）新材料板块：建议关注①半导体材料：晶瑞电材、彤程新材、华特气体、雅克科技、昊华科技、南大光电、江化微、久日新材、鼎龙股份；②风电材料：碳纤维、聚醚胺、基体树脂、夹层材料、结构胶等相关企业；③锂电材料：电解液、锂电隔膜、磷化工、氟化工等相关企业；④光伏材料：上游硅料、EVA、纯碱等相关企业；⑤OLED 产业链：万润股份、瑞联新材、奥来德、濮阳惠成。（4）传统周期板块：建议关注农药、煤化工和尿素、染料、维生素、氯碱等领域相关标的。

**风险分析：**油价快速下跌和维持高位的风险；下游需求不及预期风险。

基础化工  
增持（维持）

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebscn.com

联系人：蔡嘉豪

021-52523800

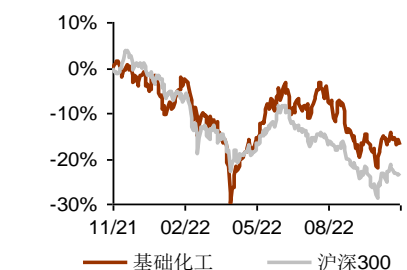
caijiahao@ebscn.com

联系人：胡星月

010-58452014

huxingyue@ebscn.com

## 行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

# 目录

<b>1、本周行情回顾</b> .....	<b>3</b>
1.1、化工板块股票市场行情表现 .....	3
1.2、重点产品价格跟踪.....	5
1.3、本周重点关注行业动态——冬储进展及农化板块 .....	6
1.4、子行业动态跟踪 .....	15
<b>2、重点化工产品价格及价差走势</b> .....	<b>16</b>
2.1、化肥和农药 .....	16
2.2、氯碱.....	18
2.3、聚氨酯 .....	19
2.4、C1-C4 部分品种 .....	21
2.5、橡胶.....	22
2.6、化纤和工程塑料 .....	23
2.7、氟硅.....	25
2.8、氨基酸&维生素 .....	26
2.9、锂电材料 .....	27
2.10、 其它 .....	28
<b>3、风险分析</b> .....	<b>29</b>

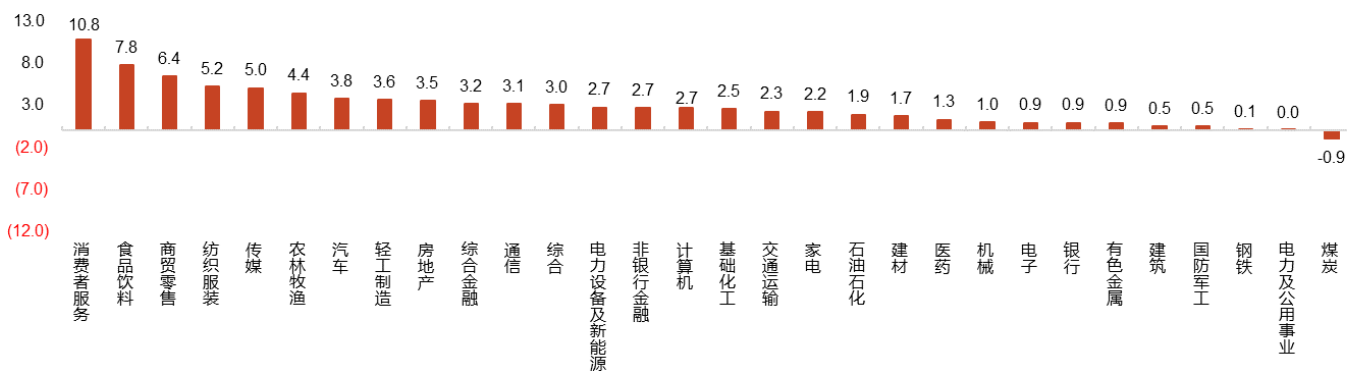
# 1、本周行情回顾

## 1.1、化工板块股票市场行情表现

### 板块表现

过去 5 个交易日，沪深两市各板块大部分呈涨势，本周上证指数涨幅为 1.76%，深证成指涨幅为 2.89%，沪深 300 指数涨幅为 2.52%，创业板指涨幅为 3.20%。中信基础化工板块涨幅为 2.5%，涨跌幅位居所有板块第 16 位。

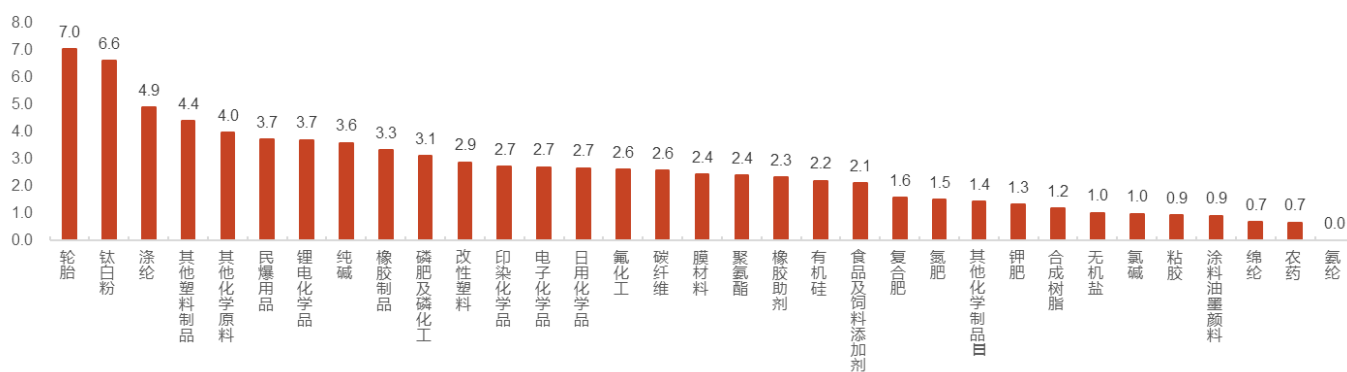
图 1：A 股行业本周涨跌幅（中信行业分类）（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

过去 5 个交易日，化工行业各子板块大部分呈涨势，涨跌幅前五位的子板块为：轮胎（+7.0%），钛白粉（+6.6%），涤纶（+4.9%），其他塑料制品（+4.4%），其他化学原料（+4.0%）。涨跌幅后五位的子板块为：氨纶（+0.0%），农药（+0.7%），绵纶（+0.7%），涂料油墨颜料（+0.9%），粘胶（+0.9%）。

图 2：化工各子行业本周涨跌幅（中信行业分类）（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

### 个股涨跌幅

过去 5 个交易日，基础化工板块涨幅居前的个股有：艾艾精工 (+29.78%)，康达新材 (+21.24%)，国立科技 (+15.82%)，北化股份 (+14.91%)，鼎际得 (+14.67%)。

表 1：本周基础化工板块涨幅前十个股

代码	股票名称	最新收盘价 (元)	周涨跌幅 (%)	月涨跌幅 (%)
603580.SH	艾艾精工	16.08	29.78%	42.93%
002669.SZ	康达新材	14.33	21.24%	13.82%
300716.SZ	国立科技	18.60	15.82%	51.71%
002246.SZ	北化股份	12.41	14.91%	24.60%
603255.SH	鼎际得	30.96	14.67%	10.85%
301131.SZ	聚赛龙	45.71	14.53%	24.35%
300174.SZ	元力股份	26.28	14.26%	35.81%
605589.SH	圣泉集团	24.12	13.29%	39.66%
002683.SZ	广东宏大	29.76	12.68%	6.78%
002427.SZ	*ST 尤夫	7.56	10.85%	10.36%

资料来源：iFind，光大证券研究所整理

过去 5 个交易日，基础化工板块跌幅居前的个股有：元琛科技 (-8.55%)，新金路 (-6.90%)，壶化股份 (-6.77%)，赛特新材 (-6.60%)，河化股份 (-6.39%)。

表 2：本周基础化工板块跌幅前十个股

代码	股票名称	最新收盘价 (元)	周涨跌幅 (%)	月涨跌幅 (%)
688659.SH	元琛科技	23.41	-8.55%	10.01%
000510.SZ	新金路	5.8	-6.90%	-2.19%
003002.SZ	壶化股份	20.93	-6.77%	1.90%
688398.SH	赛特新材	36.66	-6.60%	14.92%
000953.SZ	河化股份	6.59	-6.39%	2.49%
002319.SZ	乐通股份	12.23	-5.78%	7.00%
600182.SH	S*ST 佳通	13.58	-4.90%	4.30%
300910.SZ	瑞丰新材	132	-4.85%	-10.38%
600989.SH	宝丰能源	13.32	-4.79%	5.71%
600929.SH	雪天盐业	8.84	-4.23%	14.81%

资料来源：iFind，光大证券研究所整理

## 1.2、重点产品价格跟踪

近一周涨幅靠前的品种：硝酸铵（+8.35%），黄磷(净磷):云南地区（+6.67%），顺酐:江苏地区（+5.30%），合成氨:河北地区（+4.69%），磷酸一铵(55%颗粒):湖北地区（+4.62%），烧碱(32%离子膜碱):江苏地区（+4.35%），WTI 原油（+4.21%），电石:西北（+3.72%），苯乙烯:华东（+3.40%），柴油(50ppm):新加坡:FOB（+2.07%）。

表 3：本周化工产品价格涨幅前十

产品	单位	最新价	周涨跌幅	近 30 日均价	30 日涨跌幅	年涨跌幅	2021 均价	2020 均价	2019 均价
硝酸铵	元/吨	4,280.00	8.35%	3,967.33	0.95%	8.08%	3,463.67	2,608.49	/
黄磷(净磷):云南地区	元/吨	32,000.00	6.67%	29,566.67	-6.14%	-11.11%	26,845.75	15,762.84	16,424.93
顺酐:江苏地区	元/吨	6,950.00	5.30%	6,730.00	-1.03%	-33.81%	11,537.26	6,989.34	6,694.38
合成氨:河北地区	元/吨	4,376.00	4.69%	4,055.47	12.81%	12.44%	3,823.99	2,638.35	2,929.77
磷酸一铵(55%颗粒):湖北地区	元/吨	3,400.00	4.62%	3,163.33	3.72%	19.30%	2,949.49	1,933.35	2,153.99
烧碱(32%离子膜碱):江苏地区	元/吨	1,200.00	4.35%	1,146.67	-0.29%	4.35%	845.56	580.33	803.30
WTI 原油	美元/桶	81.22	4.21%	83.72	-5.26%	5.49%	67.79	39.99	57.06
电石:西北	元/吨	3,790.00	3.72%	3,659.70	-2.64%	-18.46%	4,821.60	2,844.03	2,991.24
苯乙烯:华东	元/吨	8,200.00	3.40%	8,156.17	0.69%	-4.37%	8,862.31	6,082.34	8,264.10
柴油(50ppm):新加坡:FOB	美元/桶	119.82	2.07%	126.53	-3.19%	32.50%	77.25	49.29	77.77

资料来源：iFind，光大证券研究所整理

近一周跌幅靠前的品种：己二酸:华东地区（-10.92%），纯 MDI:华东地区（60%粉):青海盐湖（-10.26%），化纤价格指数:PTMEG（-9.76%），苏氨酸（-8.31%），EDC 二氯乙烷:东南亚（-8.00%），电解液:磷酸铁锂（-7.38%），甲苯:华东地区（-7.27%），双酚 A:华东地区（-7.08%），二甲苯:华东地区（-6.44%），环己酮:华东（-6.32%）。

表 4：本周化工产品价格跌幅前十

产品	单位	最新价	周涨跌幅	近 30 日均价	30 日涨跌幅	年涨跌幅	2021 均价	2020 均价	2019 均价
己二酸:华东地区	元/吨	10,333.33	-10.92%	11,431.11	-1.46%	-22.01%	11,323.95	7,724.59	8,730.41
纯 MDI:华东地区	元/吨	19,760.00	-10.26%	21,884.00	-1.69%	-11.23%	23,505.68	19,432.56	22,858.72
化纤价格指数:PTMEG	元/吨	18,500.00	-9.76%	20,776.67	-5.56%	-61.05%	40,297.81	14,944.26	15,849.04
苏氨酸	元/吨	9,383.33	-8.31%	10,148.33	-0.83%	-26.50%	12,699.27	8,344.19	7,379.86
EDC 二氯乙烷:东南亚	美元/吨	230.00	-8.00%	256.00	-1.54%	-75.00%	752.52	313.37	348.77
电解液:磷酸铁锂	元/吨	59,000.00	-7.38%	63,191.67	-0.80%	-46.51%	80,240.00	33,846.99	35,542.47
甲苯:华东地区	元/吨	6,650.83	-7.27%	7,266.28	-1.71%	20.92%	5,608.36	3,769.81	5,443.87
双酚 A:华东地区	元/吨	10,500.00	-7.08%	11,690.00	-6.85%	-38.42%	22,312.47	11,473.91	10,576.85
二甲苯:华东地区	元/吨	7,267.50	-6.44%	7,833.06	-3.31%	24.87%	5,634.90	3,936.10	5,777.81
环己酮:华东	元/吨	8,900.00	-6.32%	9,600.00	-3.03%	-21.24%	10,477.19	6,625.41	9,025.21

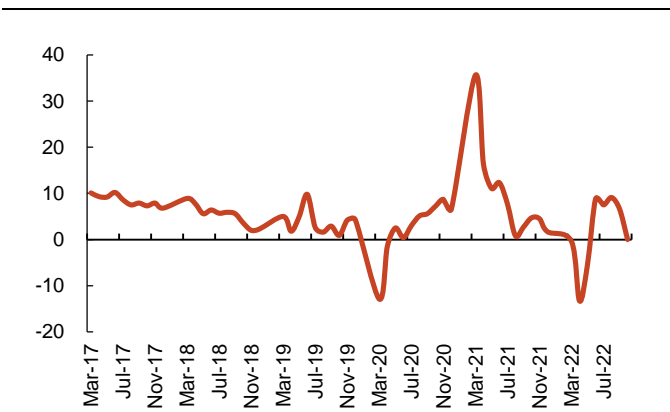
资料来源：iFind，光大证券研究所整理

### 1.3、 本周重点关注行业动态——冬储进展及农化板块

#### 粮食为刚需商品，消费韧性较强

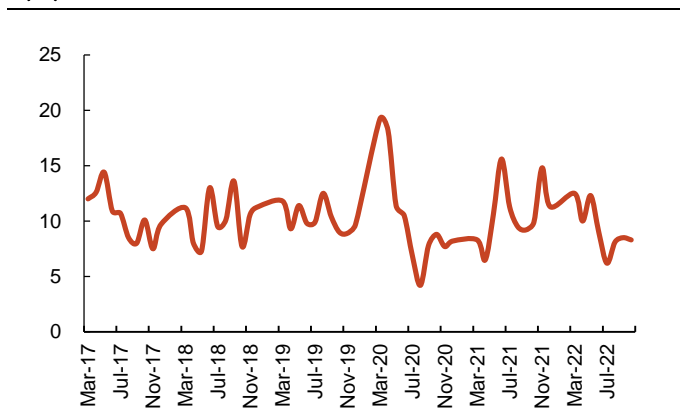
17 年以来限额以上企业仅粮油食品及饮料类商品零售总额当月同比持续增长。根据国家统计局数据，2022 年 1-10 月，我国限额以上企业商品零售总额约为 12.93 万亿元，同比增长 3.1%；其中 2022 年 10 月单月限额以上企业商品零售总额约为 1.33 万亿元，同比基本持平。目前根据国家统计局数据情况，限额以上企业零售总额共分成粮油食品、饮料、烟酒等约 20 个类目进行披露。在所有类目中，自 17 年以来仅粮油食品和饮料两个类目始终保持着月度同比增长，由此可见粮油食品作为刚需商品的消费韧性。2022 年 1-10 月，我国限额以上企业粮油食品类商品零售总额约为 1.51 万亿元，同比增长 9.0%；其中 2022 年 10 月单月限额以上企业粮油食品类商品零售总额约为 1587 亿元，同比增长 8.3%。

图 3：限额以上企业商品零售总额当月同比增速 (%)



资料来源：国家统计局，光大证券研究所  
注：时间跨度为 2017.03 至 2022.10，其中每年度 1-2 月数据不公布

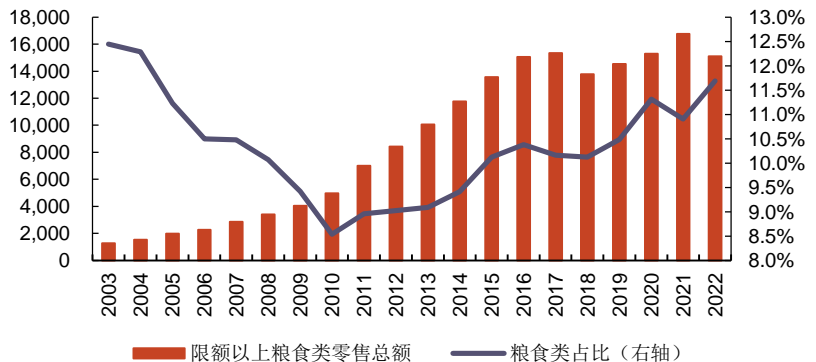
图 4：限额以上企业粮油食品类商品零售总额当月同比增速 (%)



资料来源：国家统计局，光大证券研究所  
注：时间跨度为 2017.03 至 2022.10，其中每年度 1-2 月数据不公布

**粮油食品类商品零售总额占比逐步提高。**2003-2017 年期间，我国限额以上企业粮油食品类商品零售总额由 1272 亿元提升至 1.53 万亿元，对应 CAGR 约为 19.5%。虽然 2018 年限额以上企业粮油食品类商品零售总额有所回落，但 2018-2022 年（截至 10 月）期间整体仍然呈现持续增长态势。此外，自 2010 年开始，限额以上企业粮油食品类商品零售总额在限额以上企业商品零售总额中的占比也在持续提升，2010 年该数据仅为 8.5%，2022 年 1-10 月该数据已提升至 11.7%。

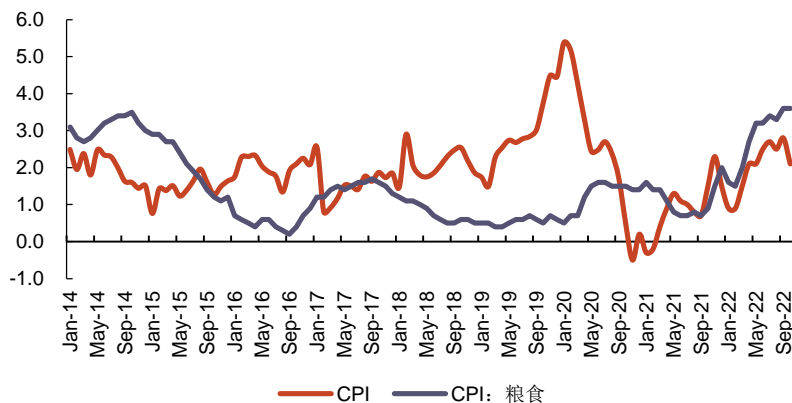
图 5：限额以上企业粮油食品类商品零售总额（亿元）及其占比



资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理  
注：2022 年数据为 1-10 月合计数，占比指限额以上企业粮油食品类零售总额在限额以上企业商品零售总额中的占比

**2022 年以来粮食价格显著走高。**自 2021 年年末开始，受大宗商品价格整体上涨以及国际地缘政治冲突等影响，全球粮食价格开始明显走高。对于我国而言，粮食 CPI 指数同比增速显著上升。2021 年 12 月，自 2016 年以来我国粮食 CPI 指数月度同比增速首次达到 2.0%。进入 2022 年以后，粮食 CPI 同比增速进一步上行，2022 年 10 月我国粮食 CPI 同比增速达到 3.6%，为 2014 年以来的最高水平。

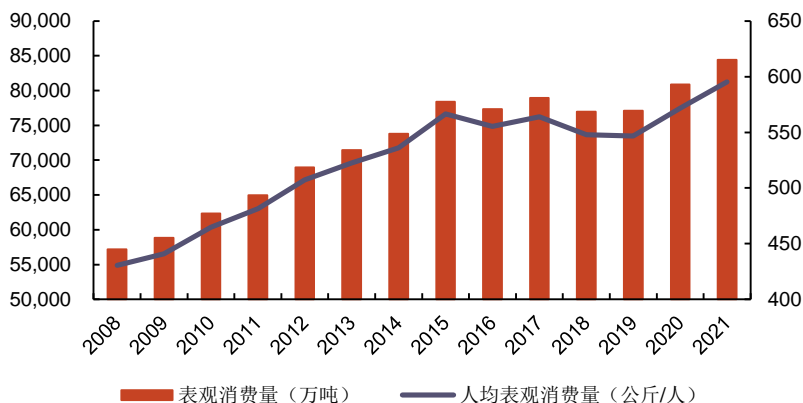
图 6：2014 年至今国内 CPI 及粮食 CPI 月度同比增速 (%)



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，数据截至 2022.10

**我国粮食表观消费量及人均表观消费量持续提高。**根据 iFinD 数据，2008 至 2021 年期间，我国粮食表观消费量由 5.7 亿吨提升至 8.4 亿吨，对应 CAGR 约为 3.0%；我国人均粮食表观消费量由 431 公斤/人提升至 595 公斤/人，对应 CAGR 约为 2.5%。我们认为国内粮食消费的持续坚挺，以及对应价格和消费量的持续提升将对国内化肥、农药行业带来积极影响。

图 7：2008-2021 年我国粮食表观消费量及人均表观消费量



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理

### 2022 年冬储有所延后，后续下游复合肥需求有望持续回升

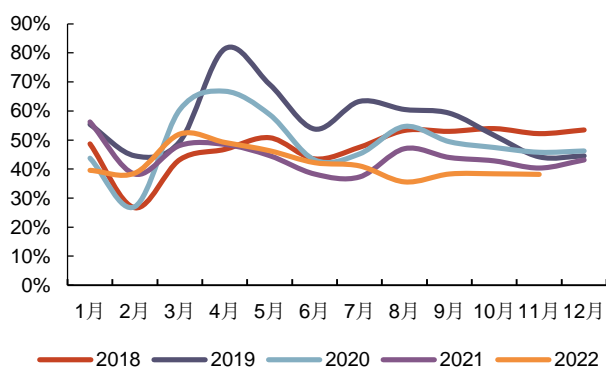
**2022 年国内复合肥开工率处于历史低位。**2022 年以来，由于国内新冠疫情影响对终端消费需求的压制，以及单质肥等大宗商品价格大幅波动对下游复合肥生产商、经销商的生产和采购意愿的影响，国内复合肥整体开工率处于 2018 年以来的历史较低水平。其中自 2022 年 8 月开始，国内复合肥月度开工率始终处于近 5 年以来的最低水平。根据百川盈孚数据，2022 年 11 月，国内



复合肥开工率约为 38.2%，而 2018-2021 年同期国内复合肥开工率均在 40% 以上。

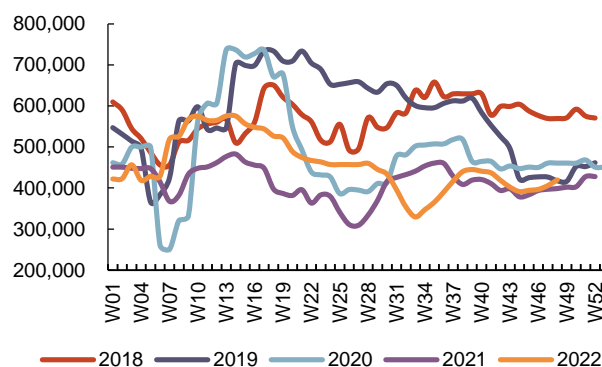
**冬储开始有序推进，近期国内复合肥产量及开工率开始小幅回升。**虽然 2022 年复合肥整体开工率处于历史低位，但是近期国内复合肥行业产量及开工情况有所回升。根据百川盈孚数据，自 10 月末开始，国内复合肥周度产量开始小幅回升，由 10 月末的 39 万吨/周提升至 11 月末的 42 万吨/周。开工率方面，本周（11.25-12.01）国内复合肥开工率环比提升约 3.45pct。国内复合肥产量及开工率的回升，我们认为主要来自于两方面的促动因素，其一，上游磷肥、氮肥等单质肥开始逐步上涨推动了复合肥厂家的备货积极性；其二，东北等部分地区冬储需求提升。虽然较往年来说今年冬储有所延后，但随着冬储的有序推进以及后续春耕旺季的来临，国内复合肥整体开工情况将会积极回升。

图 8：2018 年至 2022 年 11 月国内复合肥月度开工率



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理

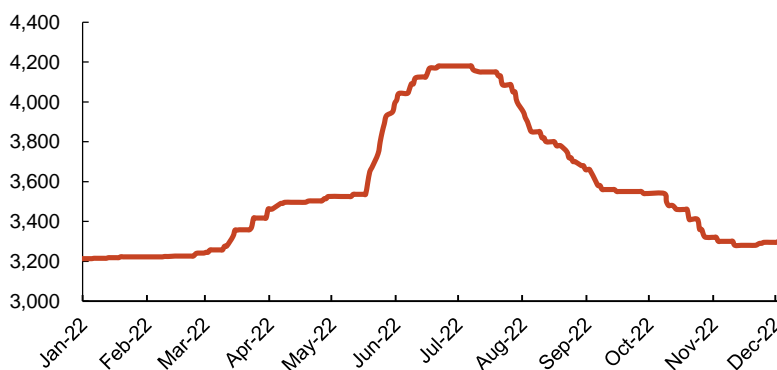
图 9：2018 年至今国内复合肥周度产量（吨）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，注：数据截至 2022.12.02

**国内复合肥价格触底后开始逐步回升。**在上游单质肥等原料上涨的支撑下，叠加东北等部分地区冬储需求的推进，国内复合肥价格开始逐步回升。根据百川盈孚数据，国内复合肥价格在 11 月中旬达到近半年来的底部位置后开始小幅触底回升，截至 12 月 2 日，国内复合肥均价约为 3300 元/吨，近 15 天内涨幅约为 0.6%。

图 10：2022 年国内复合肥价格走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，注：数据截至 2022.12.02

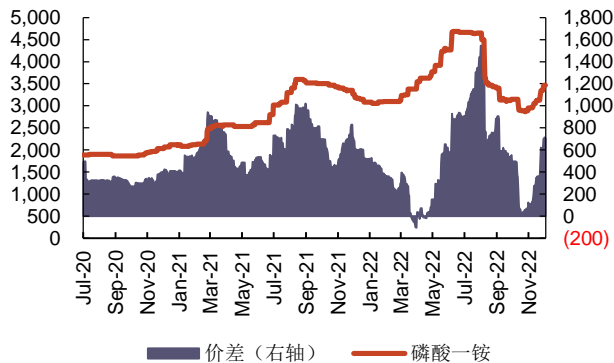
### 上游原料支撑下，磷肥价格快速反弹，磷肥出口价格仍处高位

**原材料成本支撑下，国内磷酸一铵/二铵价格持续反弹。**自 10 月末开始，在磷矿石高位价格的支撑下以及硫酸、合成氨等原料价格持续上涨的推动下，



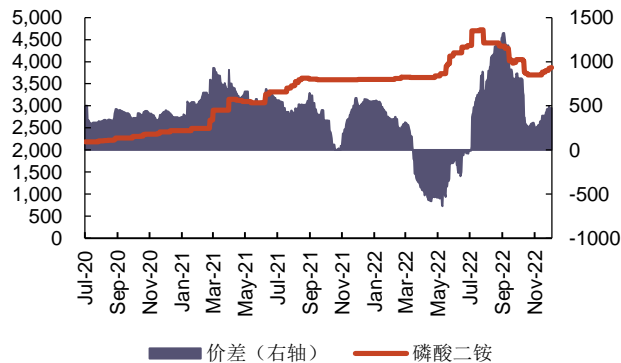
国内磷酸一铵和磷酸二铵价格开始持续反弹，同时产品价差也开始持续回升。根据 iFinD 数据，截至 12 月 2 日，国内磷酸一铵及磷酸二铵价格相较于 10 月末分别上涨 17.5%和 4.5%，产品价差相较于 10 月末分别提升 583 元/吨和 190 元/吨。

图 11: 国内磷酸一铵价格及价差走势 (元/吨)



资料来源: iFinD, 光大证券研究所整理, 注: 数据截至 2022.12.02

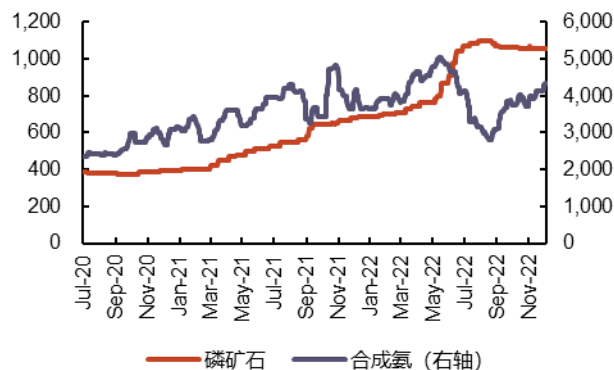
图 12: 国内磷酸二铵价格及价差走势 (元/吨)



资料来源: iFinD, 光大证券研究所整理, 注: 数据截至 2022.12.02

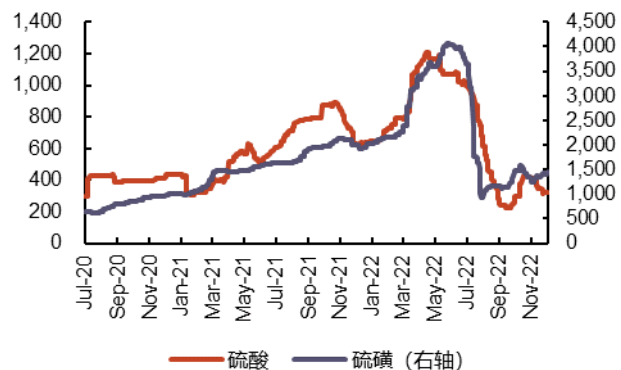
磷肥原料方面，磷矿石价格持续保持坚挺，自 2022 年 6 月下旬起始终维持在 1000 元/吨以上的高位价格。合成氨价格自 2022 年 8 月触底后开始持续反弹，截至 12 月 2 日，国内合成氨价格相较于 8 月初上涨约 37.5%。硫酸及硫磺方面，在经历了 2022Q3 的断崖式下跌后，国内硫酸及硫磺价格开始逐步回升。截至 12 月 2 日，国内硫酸及硫磺相较于前期低点分别上涨约 41%（对比 9 月 15 日价格）和 56%（对比 8 月 1 日价格）。

图 13: 国内磷矿石及合成氨价格走势 (元/吨)



资料来源: iFinD, 光大证券研究所整理, 注: 数据截至 2022.12.02

图 14: 国内硫酸及硫磺价格走势 (元/吨)

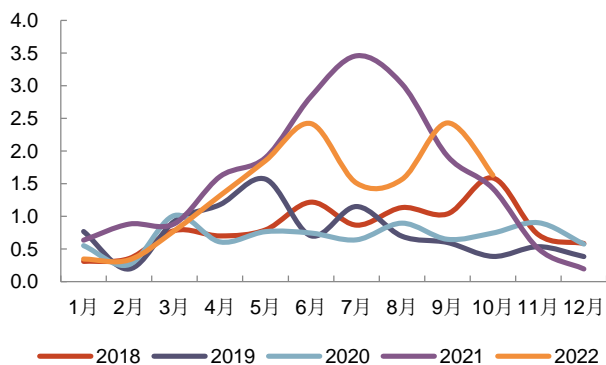


资料来源: iFinD, 光大证券研究所整理, 注: 数据截至 2022.12.02

磷铵出口价格大涨对冲出口量下降负面影响，磷铵出口总额仍较高。虽然由于“保供稳价”等相关政策限制，2022 年我国磷铵出口量下降幅度较大，但由于国际磷铵价格的上涨，2021 年开始我国磷铵出口价格也在持续攀升。根据 iFinD 数据，2022 年 1-10 月我国磷酸一铵和磷酸二铵的出口均价分别为 879 美元/吨和 849 美元/吨，相较于 2021 年同期分别上涨 74.2%和 59.4%，相较于 2020 年同期分别上涨 172%和 173%。由于磷铵出口价格的大幅上涨，在出口量明显缩减的不利影响下，我国磷铵出口金额仍处于相对高位。根据 iFinD 数据，2022 年 1-10 月我国磷酸一铵和磷酸二铵出口金额分别为 14.18 亿美元和 26.53 亿美元，相较于 2021 年同期分别下滑 23.7%和 18.2%，相较于 2020 年同期分别提升 106.3%和 79.1%，同时也显著高于 2018 及 2019 年的同期数据。

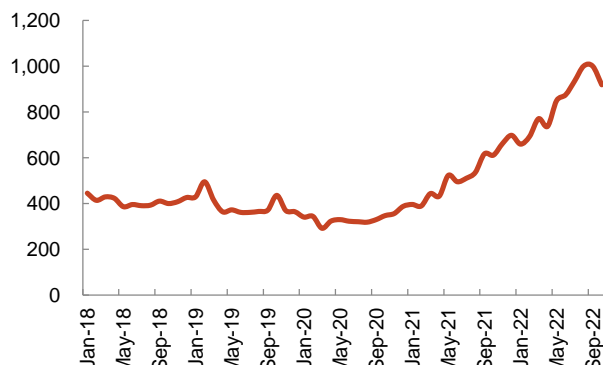
**出口配额制度下龙头获益明显，后续磷铵出口价格仍将处于高位。**自 2022 年下半年开始我国磷铵产品出口以配额制度执行，考虑到各个企业的供应能力及其在化肥“保供稳价”中的贡献，我们认为龙头企业将获得更大比例的配额。在当前磷铵出口价格较高的情形下，获得高配额的龙头企业仍将由此获得相对较强的业绩支撑。后续来看，冬储及春耕旺季即将来临，短期内磷铵出口限制仍难以放开，甚至在旺季时期存在进一步紧缩的可能，因此全球磷铵供应仍难以恢复，我国磷铵出口价格有望维持在较高水平。

图 15: 2018 年至今我国磷酸一铵月度出口金额 (亿美元)



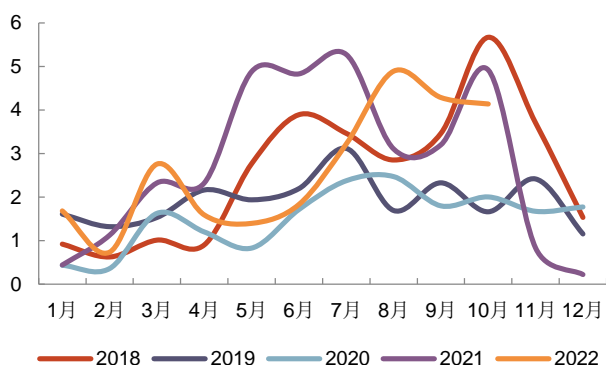
资料来源: iFinD, 光大证券研究所整理, 注: 数据截至 2022.10

图 16: 2018 年至今我国磷酸一铵月度出口均价 (美元/吨)



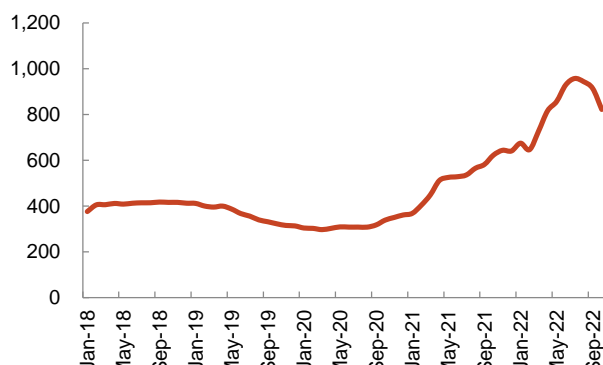
资料来源: iFinD, 光大证券研究所整理, 注: 数据截至 2022.10

图 17: 2018 年至今我国磷酸二铵月度出口金额 (亿美元)



资料来源: iFinD, 光大证券研究所整理, 注: 数据截至 2022.10

图 18: 2018 年至今我国磷酸二铵月度出口均价 (美元/吨)



资料来源: iFinD, 光大证券研究所整理, 注: 数据截至 2022.10

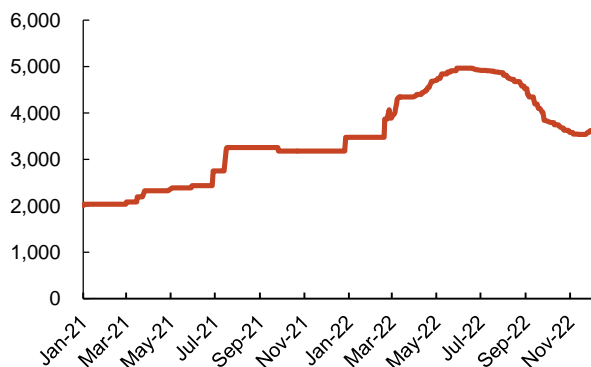
**冬储有序推进，国内钾肥价格开始回升**

**冬储需求提振，国内钾肥价格开始逐步回升。**受益于东北地区冬储采购的增加，叠加复合肥以及磷肥、氮肥等其他单质肥价格上涨的带动，国内氯化钾价格开始止跌回升。根据百川盈孚数据，截至 12 月 2 日，国内氯化钾价格近 10 日内上涨约 2.4%。同时，边贸口岸新货源暂未恢复签订，外加中欧班列近期到货量减少，也为国内氯化钾价格上涨提供了一定支撑。

**国际氯化钾价格仍处相对高位，后续存一定下行压力。**国际价格方面，自 2022 年 6 月末全球大宗商品价格回落起，国际氯化钾价格开始同步回落。截至 12 月 2 日，根据 iFinD 数据，国际氯化钾价格相较于 6 月末下滑约 33.6%。但从历史角度来看，当前氯化钾价格仍处于历史的相对高位。后续来看，由于高库存影响，国际市场氯化钾价格仍存在一定的下行压力。同时，根据中国钾网

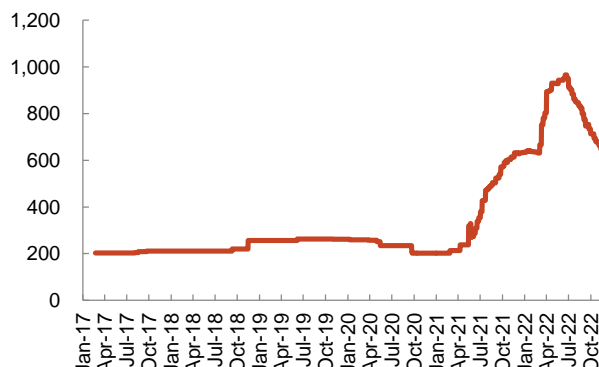
消息，印度政府已将 2022-23 年钾肥补贴由 15186 卢比/吨下降至 14190 卢比/吨，下降幅度约为 7%。印度政府对于钾肥补贴的下降，反映出了印度政府拟在 2023 年谈判一个较低的氯化钾大合同价格。而印度政府的氯化钾大合同价格也将对我国氯化钾大合同价格造成明显的影响，后续中印两国氯化钾大合同价格均存在较低的预期。

图 19：国内氯化钾价格走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，注：数据截至 2022.12.02

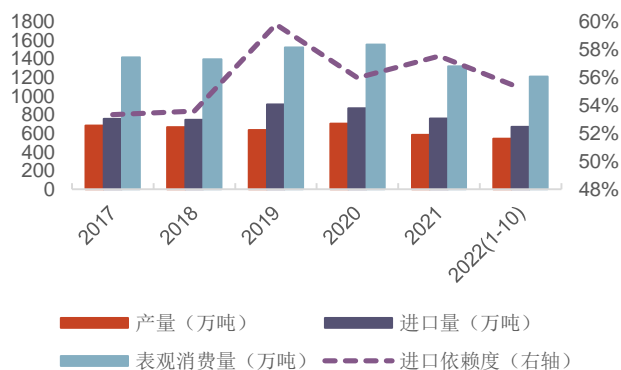
图 20：国际氯化钾价格走势（美元/吨）



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，注：数据截至 2022.12.02

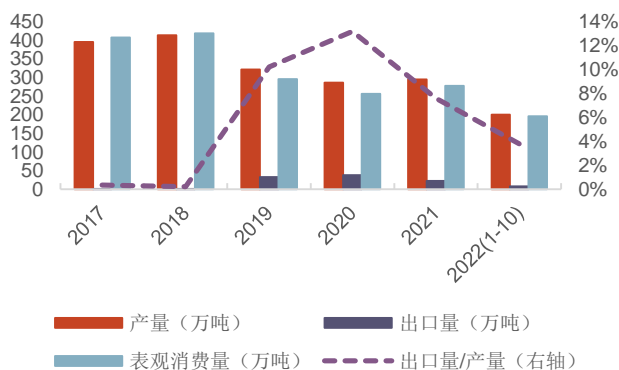
**我国氯化钾进口依赖度较高。**由于我国钾矿资源储量相对较低且可持续供应能力不足，还尤其缺少可溶性钾资源，因此我国需大量进口钾肥以保障国内供应。其中，我国氯化钾进口依赖度较高，而硫酸钾则可基本实现全面自供并有一定余量进行出口。根据百川盈孚数据，2022 年 1 至 10 月我国氯化钾表观消费量达 1208 万吨，同比提升 5.7%，进口量达 667 万吨，同比提升 1.2%，进口依赖度高达 55.2%，相较于 2021 年全年下滑约 2.3pct。

图 21：2017-2022 年前 10 月国内氯化钾表观消费量及进口依赖度



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理

图 22：2017-2022 年前 10 月国内硫酸钾产量、出口量及表观消费量



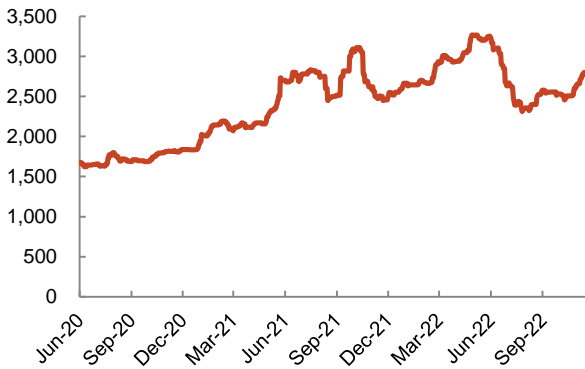
资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理

**海外钾肥项目推进顺利，有望推升我国钾肥自给率。**亚钾国际旗下老挝中农国际于 2020 年 4 月正式启动了 75 万吨钾盐扩建项目，该项目已于 2021 年 9 月正式投入使用，亚钾国际老挝基地钾肥产能升至 100 万吨/年。此外，亚钾国际还进一步规划在 3-5 年内形成 300 万吨/年氯化钾产能。东方铁塔旗下老挝开元目前拥有 50 万吨/年的氯化钾产能，公司正在积极开展老挝甘蒙省钾镁盐矿年产 150 万吨氯化钾项目一期（50 万吨）工程项目，一期项目全面达产后公司氯化钾产能将由 50 万吨/年提升至 100 万吨/年。中长期来看，亚钾国际和东方铁塔将形成至少 500 万吨以上的氯化钾产能，将有效减少我国对于国外钾肥的依赖度。

**原料成本支撑叠加秋肥及冬储需求，22H2 尿素价格历经两轮上涨**

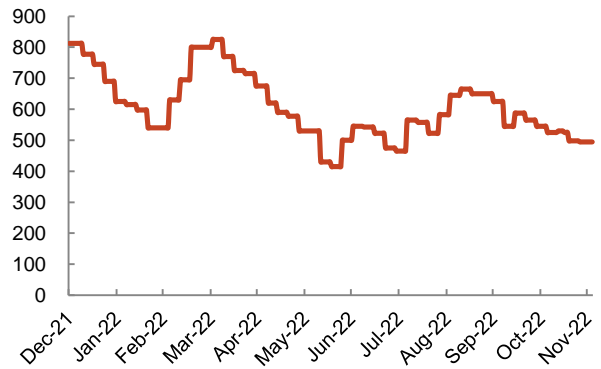
2022 年下半年，国内尿素历经了两轮上涨行情，分别为 8 月中旬至 9 月中旬和 10 月末至今。尿素的第一轮上涨主要来自于三方面的促动，其一，下游复合肥厂商开启秋季备肥，刚性需求带动了尿素价格的上涨；其二，煤炭价格上涨带动了尿素价格的提升；其三，国际尿素价格在天然气价格影响下开始快速上涨，同时印度高价招标采购超百万吨量级尿素也对国内尿素市场带来了积极影响。根据 iFinD 数据，8 月 15 日至 9 月 15 日期间，国内尿素价格上涨约 9.3%。尿素的第二轮上涨则主要是源自于东北地区下游复合肥厂商开工率的逐步回升，根据 iFinD 数据，10 月末至今国内尿素价格上涨约 11.3%。

图 23：国内尿素价格走势（元/吨）



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，注：数据截至 2022.12.02

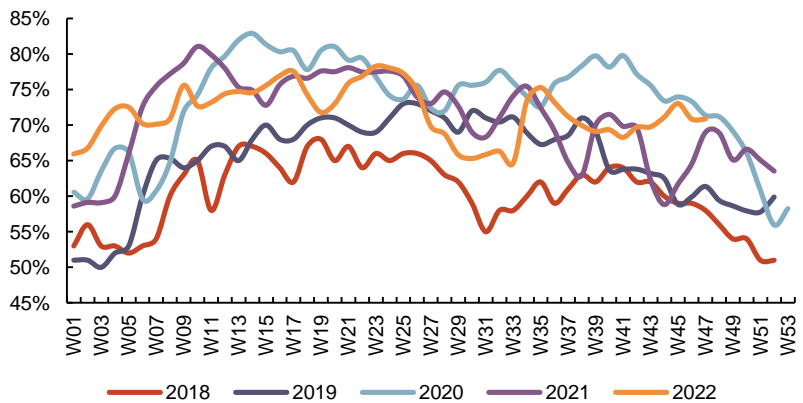
图 24：国际尿素价格走势（美元/吨）



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，注：数据截至 2022.12.02

**供给缩量及成本支撑，后续尿素价格有望维持相对高位。**根据百川盈孚数据，截至 12 月 2 日，国内尿素开工率约为 70.9%，处于历史的相对高位。后续来看，西南地区以及新疆、内蒙等地部分气头尿素企业存在限气停产减量或装置停车检修等情况，造成尿素供应端的缩量。在冬储持续推进的情形下，短期内对国内尿素供需造成压力。此外，伴随着寒潮到来，近期全国大幅降温，煤炭价格有望企稳止跌，从而从成本端给予尿素价格一定支撑。

图 25：国内尿素行业开工率情况



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，注：数据截至 2022.12.02

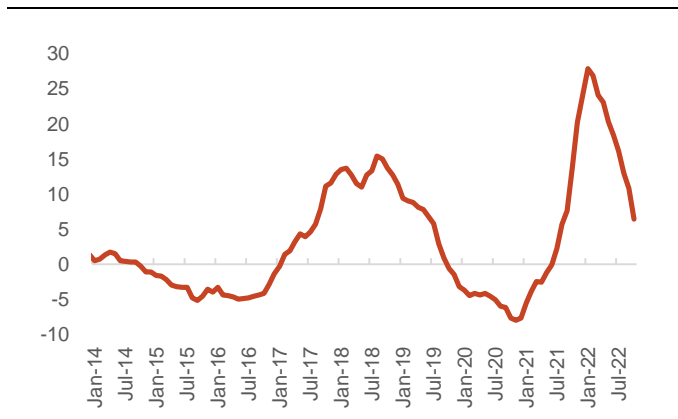
**农药价格维持相对高位，市场份额逐步向头部企业集中**

上游原料价格上涨，国内农药 PPI 快速上行。俄乌冲突等因素造成全球上游化学原料供应明显收缩，致使原油、天然气等关键上游原料价格大幅上涨，

进一步加剧了自 2021 年开始因流动性宽松所导致的全球性通胀。对于农药行业而言，由于化工品原料价格的快速上涨，农药生产成本也同步提升，使得国内农药领域 PPI 增速同样出现了大幅提升。2021 年 11 月至 2022 年 7 月，国内农药领域 PPI 月度同比增速均超过 16%，为自 2007 年以来的最高值。虽然 2022 年 10 月国内农药行业 PPI 同比增速回落至 6.4%，但在高基数下农药原料成本仍处于高位水平。

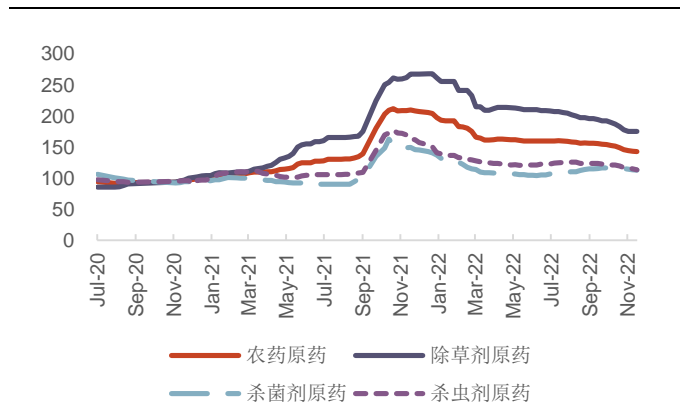
当前农药价格仍处历史相对高位，产业链完善企业优势更足。从实际价格指数来看，在经历了 2021 年 9 月至 2022 年 5 月期间的价格波动后，当前各类农药原药价格指数仍显著高于 2021 年 9 月前的价格水平。因此，在上游原料价格大幅提升的背景下，农药产品价格也得到了较为强力的成本支撑，从而使得农药产品价格能够维持在较高水平。此外，对于拥有上游中间体布局的原药企业和原药产能布局的制剂企业而言，其产业链的完备性将使得公司实现更高的盈利能力，从而增强企业整体的竞争力。

图 26：2014 年至今国内农药行业 PPI 月度同比增速 (%)



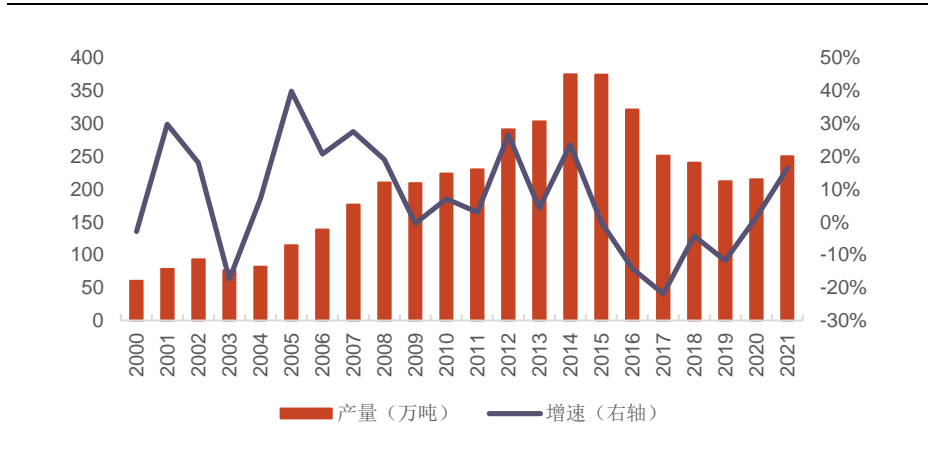
资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，注：数据截至 2022.10

图 27：国内农药原药价格指数



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，注：数据截至 2022.11.25

图 28：2000-2021 年我国化学农药原药产量及同比增速



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理

高毒农药遭淘汰叠加行业监管加强，我国化学农药总产量逐年下降，市场供应量减少。据国家统计局数据，我国化学农药产量在 2014-2015 年期间达到 374 万吨的高峰后，总体呈下降趋势，到 2020 年已跌至 214.8 万吨，相较 2015 年跌幅超过 40%。2021 年我国化学农药产量有所增长，达 249.8 万吨，同比增长 16.3%，这主要是由于国际粮价上涨刺激了全球农业种植和相关农药的需求，叠加国内“能耗双控”、限电限产的影响，原药价格上升至高位，大

大激发了我国农药生产企业的积极性。但是，2021 年我国化学农药总产量相比 2012-2016 年的高峰时期仍较低。

**预计农药行业的市场竞争将会更加激烈，市场份额逐步向龙头集中。**农药市场减量增效、农药产品逐渐向低毒性高品质方向发展会加剧农药市场的竞争。而龙头企业往往能够凭借其强大的技术实力、创新能力、优异的成本控制力、一体化优势等快速抢占市场份额、整合行业资源，逐步提高行业话语权，具备更为广阔的增长空间。因此未来我国农药行业优势企业还将加速兼并整合，农药产品的产能将向头部企业集中，中小企业落后产能则将逐渐淡出市场。



## 1.4、子行业动态跟踪

**化纤板块：**本周涤纶长丝市场成交重心下挫。原油市场止跌反弹，双原料市场随之走势偏暖，成本端支撑开始转暖，部分长丝企业上调报价，市场成交重心窄幅上行。然而下游用户补货后热情回落，涤纶长丝企业多报价维稳，长丝市场价格不变。

**聚氨酯板块：**本周国内聚合 MDI 市场继续下探。目前价格未触及心里预期值，下游入市补仓情绪难以释放，而现阶段全国疫情仍在蔓延，叠加传统淡季影响，终端需求呈小幅缩减预期，下游企业订单消化缓慢，需求端对市场持续拖拽下，贸易商仍保持出货节奏，市场商谈重心仍小幅下探。

**钛白粉板块：**本周，下游补货谨慎情绪不减，钛白粉需求透支显现。钛白粉价格波动逻辑主要围绕基本面和成本面定价逻辑运行，前期成本面频频发力，对钛白粉市场形成向上驱动力。但是市场受需求不佳以及尚存部分低持货成本货源影响，钛白粉整体采购价格重心并未上调。

**化肥板块：**本周以来，原料方面继续偏强运行，磷肥上涨尤为明显，部分地区冬储进程加快；另一方面，目前多数企业停收、停报，调整酝酿新一轮的价格。与此同时，经销商对部分高价货源暂时难以接受，多进行前期低价订单提货。目前下游采购按需跟进，部分地区呈现出有价无市的局面。

**维生素板块：**本周国内维生素市场整体延续弱势，供应及成本端利好支撑有限。从需求端来看，近期终端需求未有明显放量，下游用户采购谨慎，多持观望态度，工厂及贸易商多以出货为主。现大多维生素市场利润在底部区间波动。

**氨基酸板块：**本周赖氨酸市场价格小幅下降。市场需求相对偏弱，下游需求弱势难改，终端建库意愿不高，市场购销氛围清淡，受疫情影响，发货及运输时间仍有所延迟。原料方面，国内玉米现货价格基本稳定，局部继续上涨。养殖端，近期多数地区气温下降，一定程度提振消费，但目前全国多数地区疫情影响严重，叠加猪肉价格仍处于高位，因此需求起色有限。

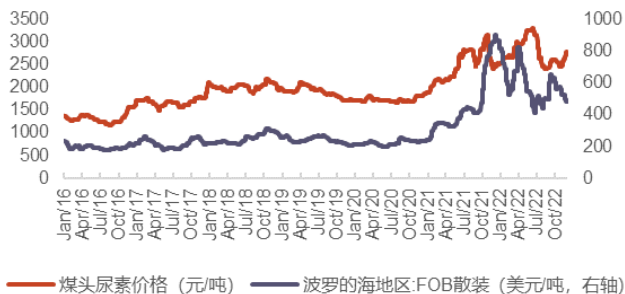
**制冷剂板块：**本周，制冷剂市场弱势向下；成本端，萤石粉、氢氟酸由于供应紧张、卖方市场强势，价格高位坚挺；除此以外，其他基础原材料受下游需求疲软影响，价格均有不同幅度下调。供应端，制冷剂工厂对于 HFCs 产品竞价争量的现象减弱，行业整体开工负荷下降，供应减少；需求端，下游空调行业进入淡季，厂家刚需采购为主，出口订单有所缩量，整体需求仍然偏弱。

**有机硅板块：**本周有机硅市场表面风平浪静，实际暗中让利操作频现。从上游原料延伸到下游需求，市场难以寻求有效的利好带动。下游企业大多备货倾向刚需。个别单体厂装置重启，行业平均开工没有明显提升，企业为避免库存高压，谨慎控制生产节奏。

## 2、重点化工产品价格及价差走势

### 2.1、化肥和农药

图 29：国际国内尿素价格走势



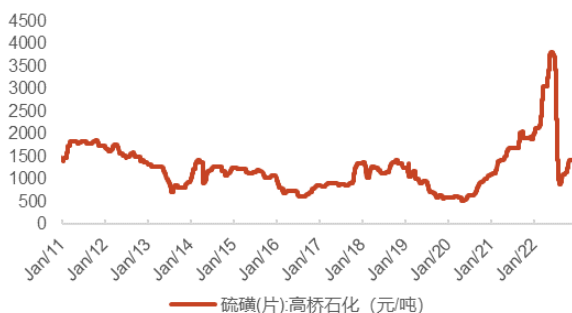
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 30：煤头尿素价格及价差变动（元/吨）



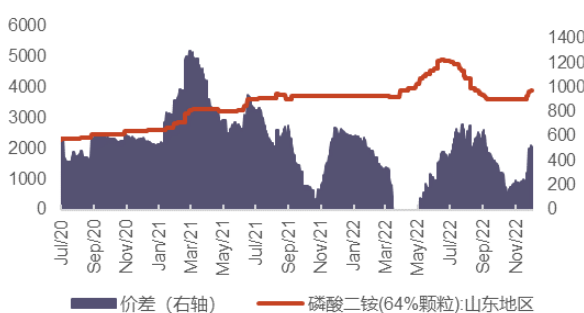
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 31：国内硫磺价格走势（元/吨）



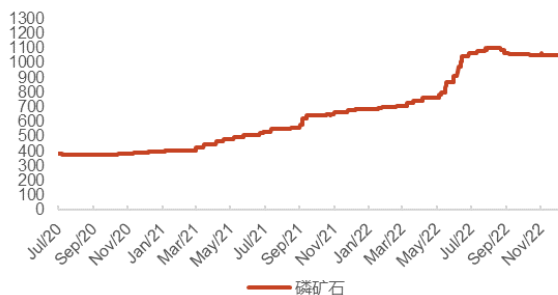
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 32：磷酸二铵价格及价差变动（元/吨）



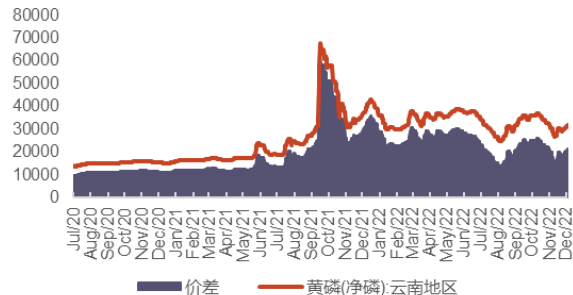
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 33：国内磷矿石价格走势（元/吨）



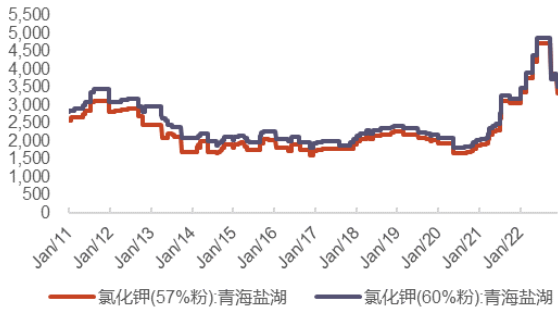
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 34：黄磷价格及价差变动（元/吨）



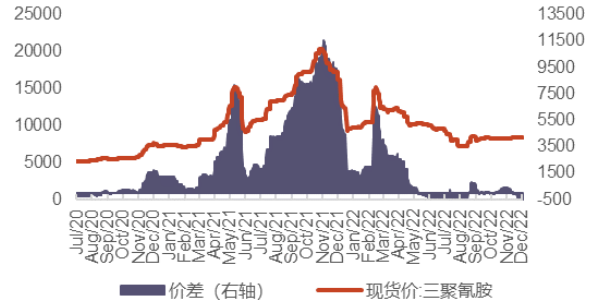
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 35: 国内氯化钾价格走势 (元/吨)



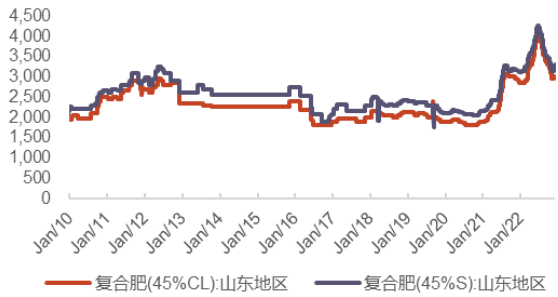
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 36: 三聚氰胺价格及价差变动 (元/吨)



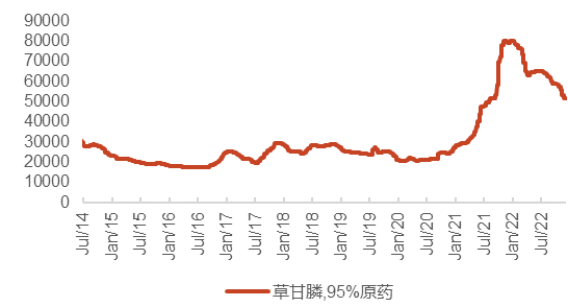
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 37: 国内复合肥价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

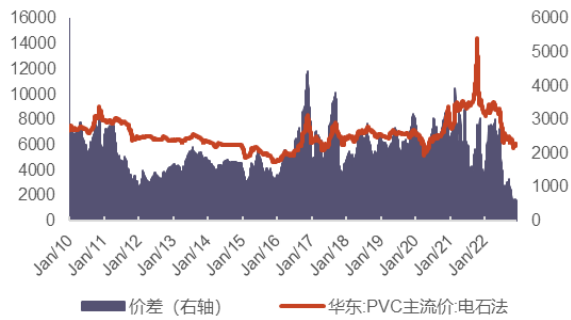
图 38: 国内草甘膦价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

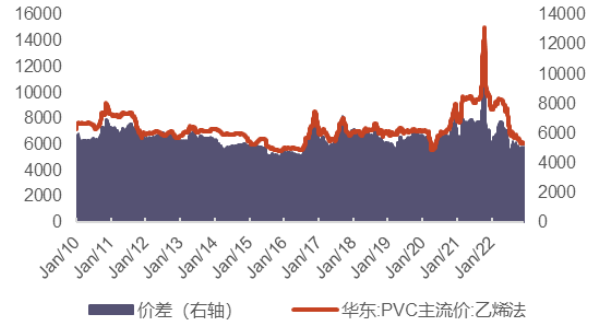
## 2.2、氯碱

图 39：华东电石法 PVC 价格及价差变动（元/吨）



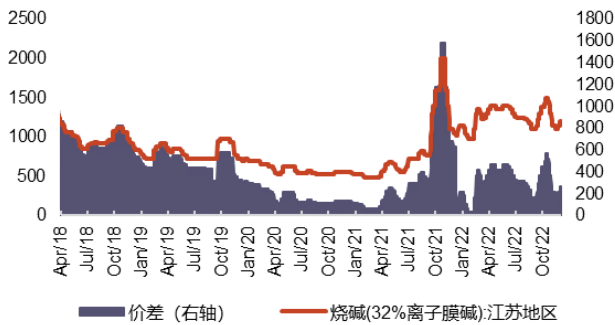
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 40：华东乙烯法 PVC 价格及价差变动（元/吨）



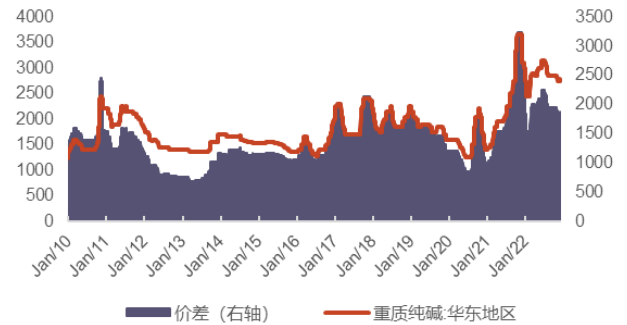
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 41：烧碱价格及价差变动（元/吨）



资料来源：IFind，光大证券研究所整理

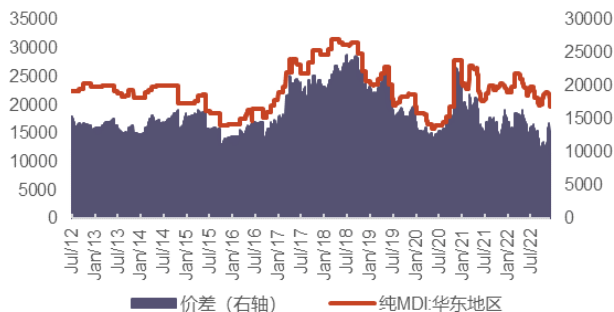
图 42：纯碱价格及氯醇法价差变动（元/吨）



资料来源：IFind，光大证券研究所整理

### 2.3、聚氨酯

图 43：纯 MDI 价格及价差变动（元/吨）



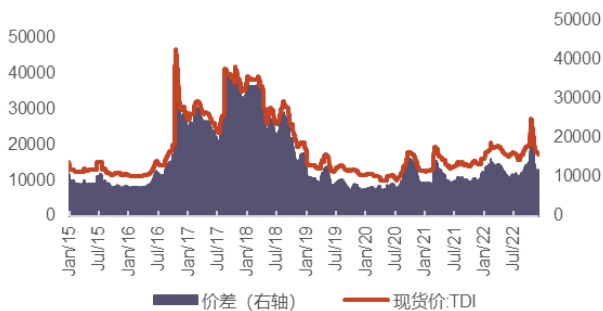
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 44：聚 MDI 价格及价差变动（元/吨）



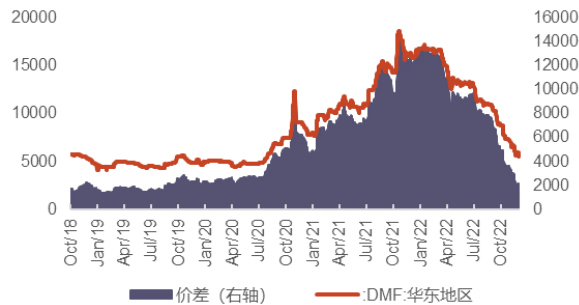
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 45：TDI 价格及价差变动（元/吨）



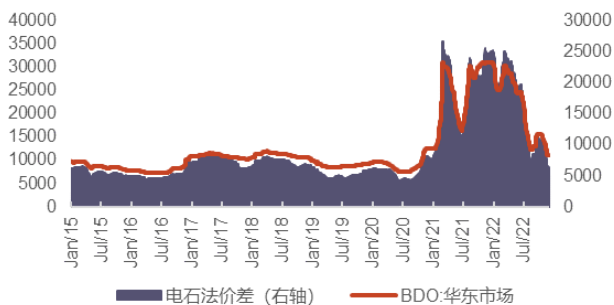
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 46：DMF 价格及价差变动（元/吨）



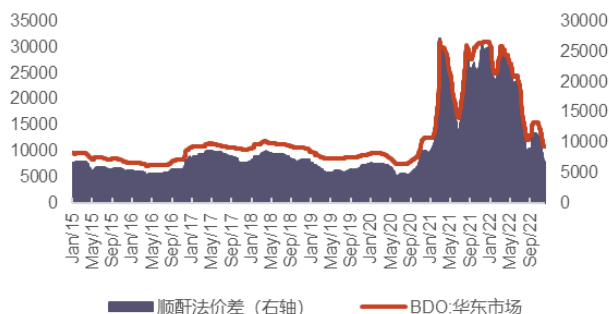
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 47：BDO 价格及电石法价差变动（元/吨）



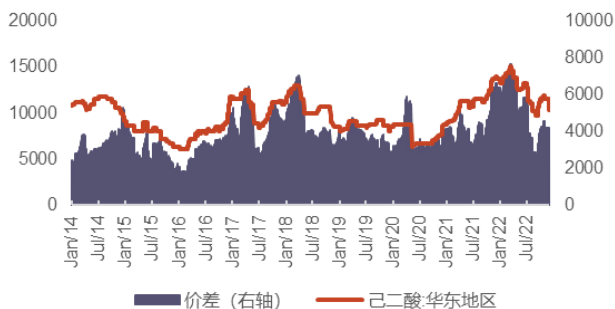
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 48：BDO 价格及顺酐法价差变动（元/吨）



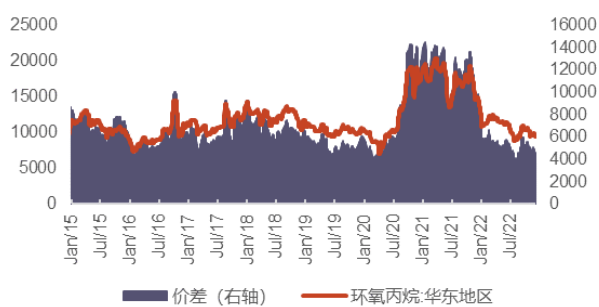
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 49：己二酸价格及价差变动（元/吨）



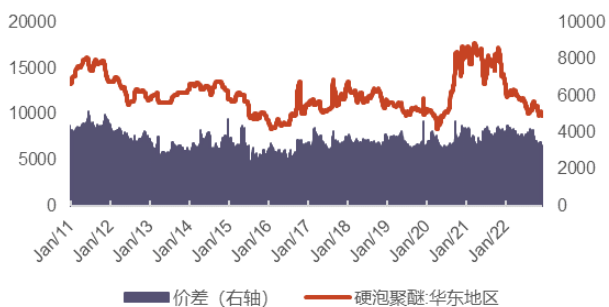
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 50：环氧丙烷价格及氯醇法价差变动（元/吨）



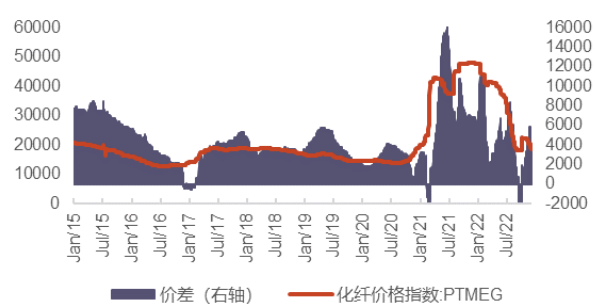
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 51：硬泡聚醚价格及价差变动（元/吨）



资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 52：PTMEG 价格及价差变动（元/吨）



资料来源：IFind，光大证券研究所整理



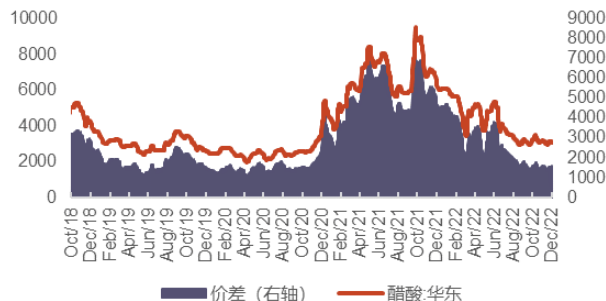
## 2.4、 C1-C4 部分品种

图 53: 甲醇价格走势 (元/吨)



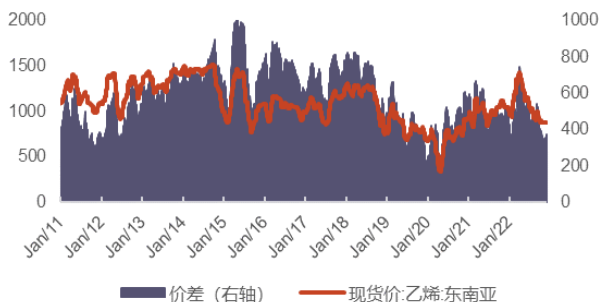
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 54: 醋酸价格及价差变动 (元/吨)



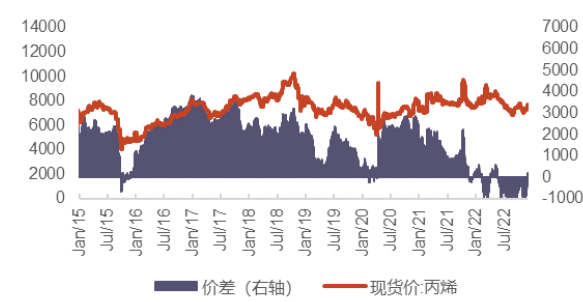
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 55: 乙烯价格及价差变动 (美元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 56: 丙烯价格及价差变动 (元/吨)



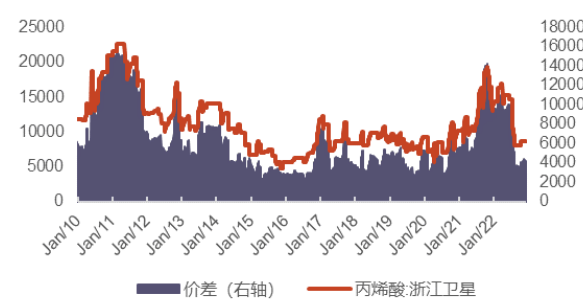
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 57: 丁二烯价格走势 (美元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 58: 丙烯酸价格及价差变动 (元/吨)



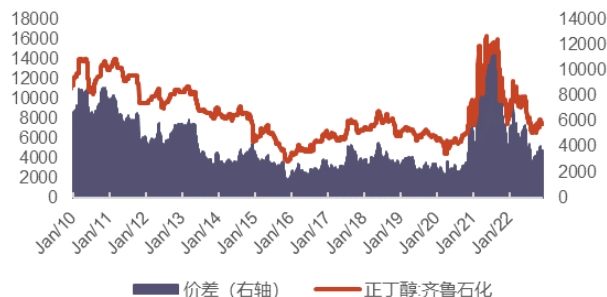
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 59：丙烯腈价格走势（元/吨）



资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 60：正丁醇价格及价差变动（元/吨）



资料来源：IFind，光大证券研究所整理

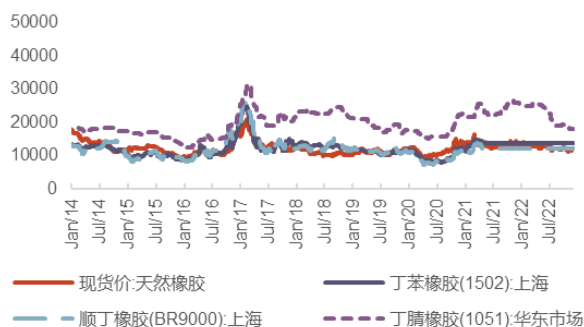
图 61：顺酐价格走势（元/吨）



资料来源：iFind，光大证券研究所整理

## 2.5、橡胶

图 62：主要橡胶品种价格走势（元/吨）



资料来源：IFind，光大证券研究所整理

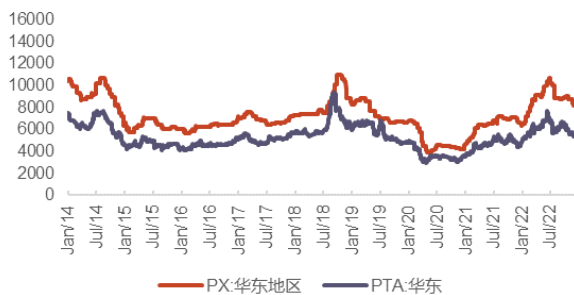
图 63：炭黑价格走势（元/吨）



资料来源：IFind，光大证券研究所整理

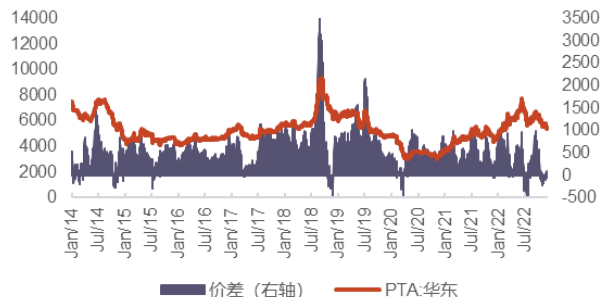
## 2.6、 化纤和工程塑料

图 64: PX、PTA 价格走势 (元/吨)



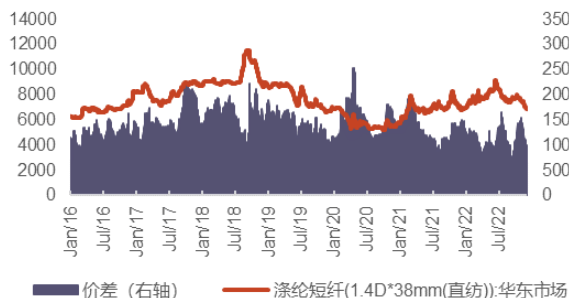
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 65: PTA 价格及价差变动 (元/吨)



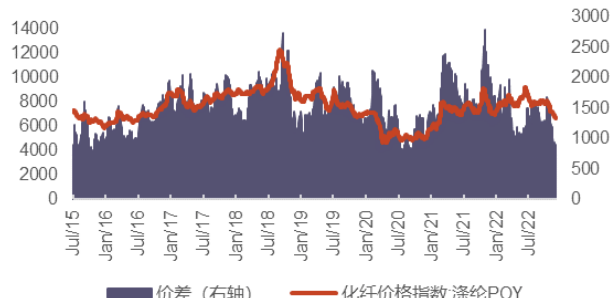
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 66: 涤纶短纤价格及价差 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 67: 涤纶长丝 POY 价格及价差变动 (元/吨)



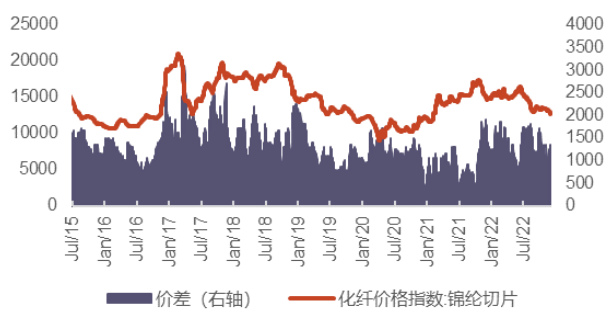
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 68: 己内酰胺价格走势 (元/吨)



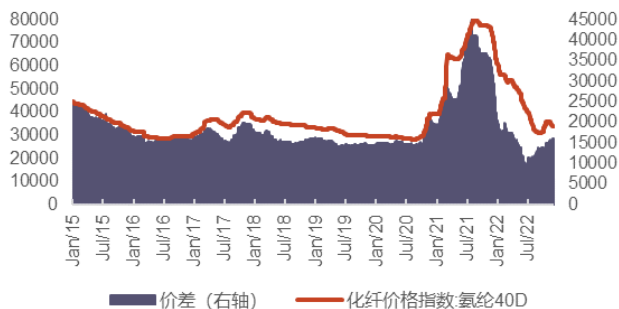
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 69: 锦纶切片价格及价差变动 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 70: 氨纶价格及价差变动 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 71: 棉花价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 72: 粘胶短纤价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 73: 苯酚价格走势 (元/吨)



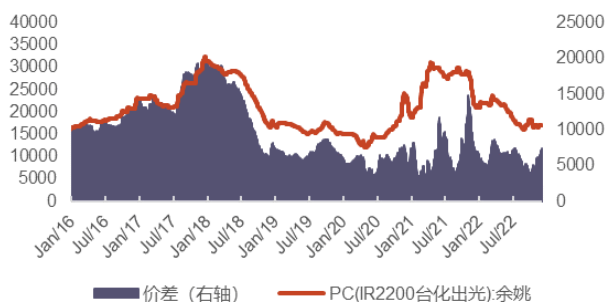
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 74: 双酚 A 价格走势 (元/吨)



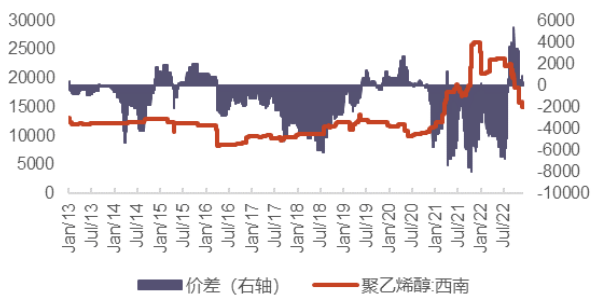
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 75: PC 价格及价差变动 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 76: PVA 价格及价差变动 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

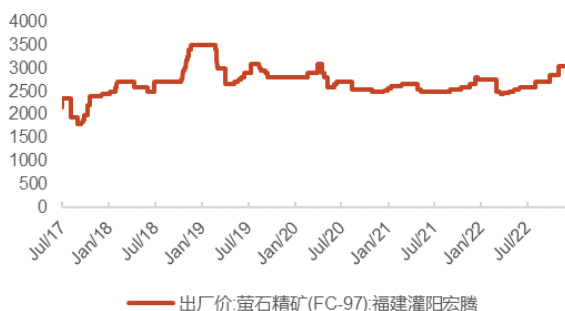
图 77: PA66 价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

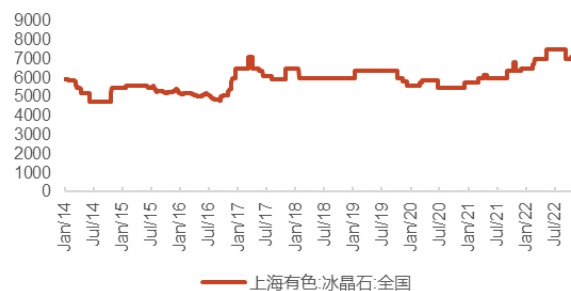
## 2.7、氟硅

图 78: 萤石价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 79: 冰晶石价格走势 (元/吨)



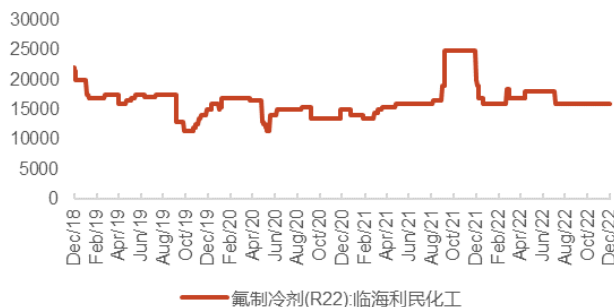
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 80: 氢氟酸价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 81: R22 价格走势 (元/吨)



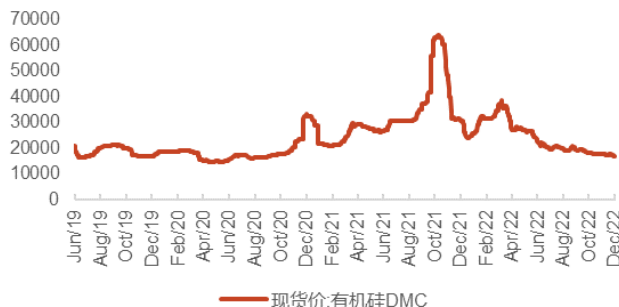
资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 82: R134a 价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 83: DMC 价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

## 2.8、氨基酸&维生素

图 84: 赖氨酸价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 85: 固体蛋氨酸价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

图 86: 苏氨酸价格走势 (元/吨)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理

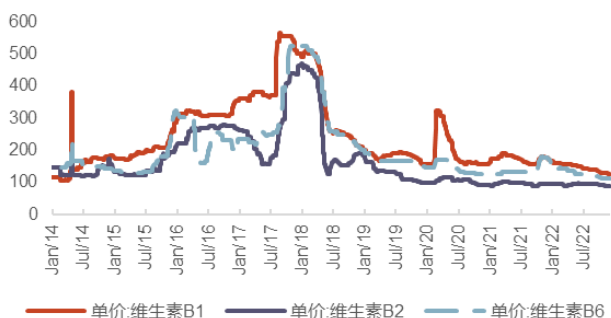
图 87: 维生素 A 价格走势 (元/千克)



资料来源: IFind, 光大证券研究所整理



图 88：维生素 B1、B2、B6 价格走势（元/千克）



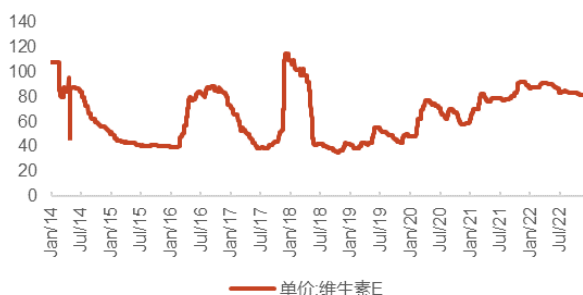
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 89：维生素 D3 价格走势（元/千克）



资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 90：维生素 E 价格走势（元/千克）



资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 91：维生素 K3、泛酸钙价格走势（元/千克）



资料来源：IFind，光大证券研究所整理

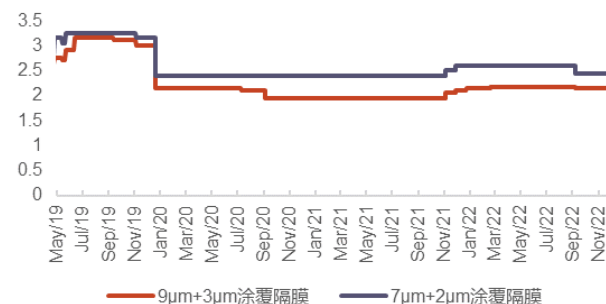
## 2.9、锂电材料

图 92：电池级碳酸锂价格走势（元/吨）



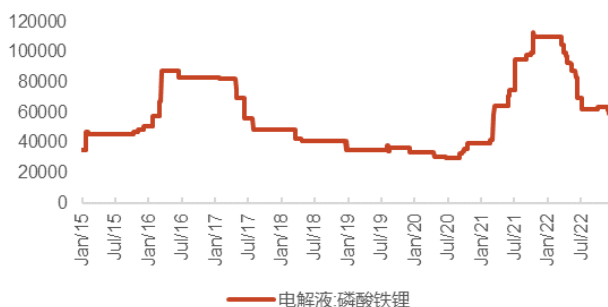
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 93：锂电隔膜价格走势（元/平方米）



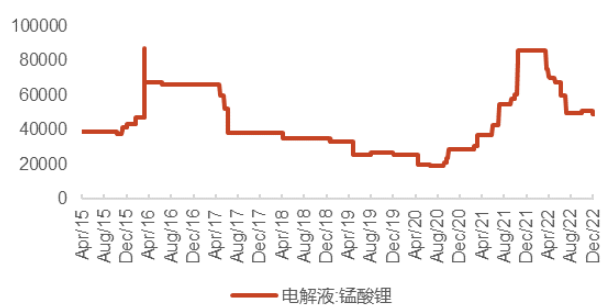
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 94：磷酸铁锂电池电解液价格走势（元/千克）



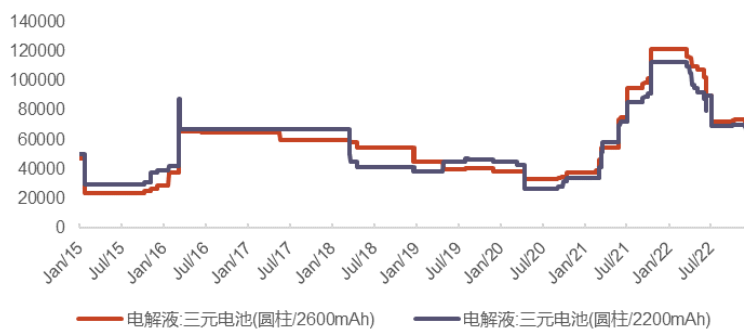
资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 95：锰酸锂电池电解液价格走势（元/千克）



资料来源：IFind，光大证券研究所整理

图 96：三元电池电解液价格走势（元/吨）



资料来源：iFind，光大证券研究所整理

## 2.10、其它

图 97：钛白粉价格走势（元/吨）



资料来源：iFind，光大证券研究所整理

### 3、风险分析

#### 1) 油价快速下跌和维持高位风险

化工产品价格跟油价同步波动，油价快速下跌会给企业带来巨大的库存损失；油价维持高位，化工品价差收窄，盈利变差，偏下游的化工品需求受到一定的压力。

#### 2) 下游需求不及预期风险

化工品的下游需求主要和宏观经济景气度相关。如果需求端的增速不及预期，行业存在下行风险。

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE