

化工行业 2023 年 3 月投资策略

看好氟化工、磷化工、芳纶、轮胎的投资方向

超配

核心观点

化工行业 3 月投资观点:2 月国际油价先涨后跌,布伦特原油均价为 83.58 美元/桶,较上月均价下跌 0.33 美元,我们认为近期国际主要产油国 3 月份可能减产,同时国内需求复苏也将大幅拉动原油需求,同时地缘政治不稳定性也将有效支撑原油价格。近期,我们重点看好**磷化工、氟化工、芳纶、UHMWPE、轮胎、光伏胶膜材料**等投资方向。中长期**磷矿石**资源属性愈发凸显,短期由于供需关系紧张导致产品价格有望继续上涨,同时关注云南地区**黄磷**企业开工率对于产品价格的影响,重点推荐【兴发集团】、【云天化】和【云图控股】。供给侧结构性改革不断深化、配额管理将在立法层面落地、行业竞争格局趋向集中,下游需求恢复平稳增长,我们看好三代**含氟制冷剂**迎来景气复苏,同时含氟聚合物、氟化液国产化进程提速,重点推荐【巨化股份】、【三美股份】、【永和股份】和【东岳集团】。间位芳纶方面个体防护装备配备标准的逐步推进;对位芳纶光通信及橡胶领域需求保持旺盛;此外锂电隔膜芳纶涂覆市场需求前景广阔,重点推荐【泰和新材】。海外地缘冲突背景下,防弹装备需求大幅增长拉动了高端 **UHMWPE** (超过分子量聚乙烯纤维) 需求,国内企业中高端产品渗透率继续提升,未来行业有望保持较高景气度,重点推荐【同益中】。硅料投产后周期拉动光伏胶膜材料 **EVA** 及 **POE** 需求提升价格上行,有望成为光伏上游瓶颈辅材,重点推荐【东方盛虹】、【联泓新科】、【万华化学】、【卫星化学】和【荣盛石化】。国际海运运费持续下行,同时国内汽车产销量持续走高,海外轮胎需求回暖,未来中国轮胎的比较竞争力优势将持续扩大全球市场份额,重点推荐【赛轮轮胎】和【森麒麟】。

本月投资组合:

- 【巨化股份】前三季度业绩高增长 557%,看好行业景气度改善;
- 【永和股份】布局氯化物整合上下游资源,加快产品结构升级;
- 【泰和新材】氨纶底部回暖芳纶稳增长,聚焦高性能纤维主业
- 【兴发集团】草甘膦、有机硅景气度有所回落,看好新材料业务放量;
- 【广汇能源】能源业务持续强劲,海外天然气套利可期;
- 【东方盛虹】光伏 EVA 龙头标的,大炼化打开成长空间。

风险提示:原油价格大幅波动;海外疫情恢复不及预期;需求不及预期等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
600160	巨化股份	买入	17.24	46,543.62	0.82	1.12	21.0	15.4
605020	永和股份	买入	44.77	12,112.06	1.16	2.03	38.6	22.1
002254	泰和新材	买入	20.39	13,954.80	0.59	1.24	34.6	16.4
600141	兴发集团	买入	31.30	34,796.98	5.45	5.91	5.7	5.3
600256	广汇能源	买入	10.72	70,384.90	1.85	2.44	5.8	4.4
000301	东方盛虹	买入	13.62	84,624.40	0.22	0.79	61.9	17.2

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

基础化工

超配 · 维持评级

证券分析师:杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师:张玮航

0755-81981810

zhangweihang@guosen.com.cn

S0980522010001

证券分析师:薛聪

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

证券分析师:刘子栋

021-60933133

liuzidong@guosen.com.cn

S0980521020002

市场走势



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《基础化工周报-磷矿石-黄磷预期上涨, EVA、制冷剂景气度继续回暖》——2023-02-24
- 《吸附分离材料行业分析框架》——2023-02-05
- 《化工行业 2023 年 2 月投资策略-看好异氰酸酯、光伏胶膜材料、芳纶和轮胎的投资方向》——2023-02-01
- 《轮胎行业研究框架及投资观点》——2023-01-28
- 《光伏胶膜材料行业点评-硅料降价超预期,组件排产向上,看好光伏胶膜材料环节》——2023-01-08

内容目录

1、本月核心观点：看好氟化工、芳纶、磷化工、轮胎的景气度	5
2、本月投资组合	5
3、重点行业研究	6
3.1 制冷剂行业深度跟踪：看好三代制冷剂有望迎来景气反转的拐点	6
3.2 芳纶行业深度跟踪：国产替代前景广阔，芳纶开启多领域布局	10
3.3 磷化工行业深度跟踪：磷矿石资源属性中长期凸显，价格已进一步上涨	11
3.4 轮胎行业深度跟踪：市场逐步回暖，龙头企业市占率有望逐步提升	14
4、重点数据跟踪	20
4.1 重点化工品价格涨跌幅	20
风险提示	20
附表一：重点公司盈利预测及估值	20
免责声明	21

图表目录

图 1: 发展中国家及发达国家二代制冷剂淘汰时间表	7
图 2: 发展中国家及发达国家三代制冷剂淘汰时间表	7
图 3: 氢氟酸及萤石价格价差走势	8
图 4: R22 价格与价差跟踪	9
图 5: R32 价格与价差跟踪	9
图 6: R134a 价格与价差跟踪	9
图 7: R125 价格与价差跟踪	9
图 8: R143a 价格与价差跟踪	9
图 9: R142b 价格与价差跟踪	9
图 10: 国内对位芳纶下游需求结构	11
图 11: 海外对位芳纶下游需求结构	11
图 12: 我国磷矿石储量排名全球第二	12
图 13: 我国为最大磷矿石产国, 占全球磷矿石总供应量的 40%	12
图 14: 我国磷矿石产量变化趋势	13
图 15: 我国磷矿石价格变化趋势	13
图 16: 天然橡胶主产国总种植面积 (千公顷)	14
图 17: 天然橡胶主产国开割面积 (千公顷)	14
图 18: 天然橡胶消费结构	15
图 19: 天然橡胶价格 (元/吨)	15
图 20: 顺丁橡胶 (元/吨) 与油价 (美元/桶)	15
图 21: 丁苯橡胶 (元/吨) 与油价 (美元/桶)	15
图 22: 顺丁橡胶产能产量增速 (万吨)	15
图 23: 丁苯橡胶产能产量增速 (万吨)	15
图 24: 顺丁橡胶消费量与增速 (万吨)	16
图 25: 丁苯橡胶消费量与增速 (万吨)	16
图 26: 炭黑产能产量及增速 (万吨)	16
图 27: 炭黑消费量及增速 (万吨)	16
图 28: 炭黑出口量 (万吨)	17
图 29: 炭黑与高温煤焦油价差 (元/吨)	17
图 30: 促进剂产量与消费量 (万吨)	17
图 31: 防老剂产量与消费量 (万吨)	17
图 32: 橡胶助剂价格 (元/吨)	18
图 33: 轮胎品牌等级划分	18
图 34: 轮胎产量 (亿条)	18
图 35: 全球和中国汽车保有量 (亿辆)	19
图 36: 中国新能源汽车产销量 (万辆)	19

表1：全球主要对位芳纶产能（吨）	10
表2：重点化工品价格涨跌幅前十	20

1、本月核心观点：看好氟化工、芳纶、磷化工、轮胎的景气度

2月国际油价先涨后跌，本月WTI原油均价为76.87美元/桶，较上月均价下跌1.41美元；布伦特原油均价为83.58美元/桶，较上月均价下跌0.33美元。OPEC最新发布的月度报告提高了对石油需求增长的预期，叠加OPEC维持先前的减产政策，但投资者对美联储可能继续加息的担忧升温，导致国际油价下跌，周后期美联储官员支持加息，市场担心美国继续加息或抑制经济与原油需求，同时存在原油和成品油供应充足的迹象，因此国际油价整体下跌。EIA在最新发布的月度能源展望报告中预计，2023年全球石油日供给同比增加115万桶至10111万桶，其中一季度全球石油日供应预期10070万桶，环比减少69万桶，2023年全球石油日需求预期为10048万桶，同比增加110万桶，其中一季度全球石油日需求预期9969万桶，环比减少3万桶。此外，IEA本周预测2023年全球石油需求将增加200万桶/日，其中中国将增加90万桶/日。我们认为近期国际主要产油国3月份可能减产，同时国内需求复苏也将大幅拉动原油需求，同时地缘政治不稳定性也将有效支撑原油价格。

近期，我们重点看好磷化工、氟化工、芳纶、UHMWPE、轮胎、光伏胶膜材料等投资方向。中长期磷矿石资源属性愈发凸显，短期由于供需关系紧张导致产品价格有望继续上涨，同时关注云南地区黄磷企业的开工率对于产品价格的影响，重点推荐【兴发集团】、【云天化】和【云图控股】。供给侧结构性改革不断深化、配额管理将在立法层面落地、行业竞争格局趋向集中，而下游需求恢复平稳增长，我们看好三代含氟制冷剂有望迎来景气复苏，同时含氟聚合物、氟化液国产化进程提速，重点推荐【巨化股份】、【三美股份】、【永和股份】和【东岳集团】。间位芳纶方面个体防护装备配备标准的逐步推进；对位芳纶光通信及橡胶领域需求保持旺盛；此外锂电隔膜芳纶涂覆市场需求前景广阔，重点推荐【泰和新材】。海外地缘冲突背景下，防弹装备需求大幅增长拉动了高端UHMWPE（超过分子量聚乙烯纤维）需求，产品价格今年以来持续上行，同时国内企业中高端产品渗透率继续提升，未来行业有望保持较高景气度，重点推荐【同益中】。硅料投产后周期拉动光伏胶膜材料EVA及POE需求提升价格上行，有望成为光伏上游瓶颈辅材，重点推荐【东方盛虹】、【联泓新科】、【万华化学】、【卫星化学】和【荣盛石化】。国际海运费持续下行，同时国内汽车产销量持续走高，海外轮胎需求回暖，同时未来中国轮胎的比较竞争力优势将持续扩大全球市场份额，重点推荐【赛轮轮胎】和【森麒麟】。

2、本月投资组合

我们本月建议的组合有所调整，永和股份、泰和新材、东方盛虹持续推荐；调整巨化股份、兴发集团、广汇能源进入组合。

【巨化股份】前三季度业绩高增长557%，看好行业景气度改善；

【永和股份】布局氯化物整合上下游资源，加快产品结构升级；

【泰和新材】氨纶底部回暖芳纶稳增长，聚焦高性能纤维主业

【兴发集团】草甘膦、有机硅景气度有所回落，看好新材料业务放量；

【广汇能源】能源业务持续强劲，海外天然气套利可期；

【东方盛虹】光伏EVA龙头标的，大炼化打开成长空间。

3、重点行业研究

3.1 制冷剂行业深度跟踪：看好三代制冷剂有望迎来景气反转的拐点

氟化工品类丰富，市场需求前景广阔

氟化工是我国具有特色资源的优势产业，近年来我国氟化工基础及通用产品产量占全球的 55%以上，年产值超过 600 亿元，产业年增速在 15%以上。随着我国人们生活水平持续改善和战略性新兴产业迅猛发展，氟化工产品以其独特的性能，在各应用领域和市场空间持续拓展应用。其中，三代氟制冷剂方面，配额管理将在立法层面落地，随着供给侧结构性改革不断深化、行业竞争格局趋向集中，而下游需求恢复平稳增长，三代制冷剂有望迎来景气反转的拐点；氟化冷却液方面，浸没液冷技术的发展驱动数据中心产业进行“液冷时代”革命，氟化冷却液性能优异，目前仍处于初步培育期，市场蓝海前景广阔。此外，伴随未来几年在高性能、高附加值氟产品等应用领域的不断深入，我国氟化工产业快速发展的势头有望延续。

《蒙特利尔议定书》促使全球氟制冷剂升级换代

20 世纪 30 年代初，将氟氯烷烃（CFCs）氟代烷用作制冷剂，标志着有机氟化工应用的开始；1945 年后，冷战中各种各样的防务计划为持续发展氟化学和利用含氟化合物提供了经久不衰的原动力，全球范围内以 CFCs 为主的制冷剂行业迅猛发展；直至 1974 年，Molina 等学者提出的氯氟会对臭氧层造成破坏的论述，以及随后 1985 年英国南极调查局发现南极上空臭氧层空洞的现象等，引发了国际广泛关注：研究表明，氟代烷烃具备极强的化学稳定性，其本身难以在较低的大气层中被分解或降解，会停留在大气层长达数十年以上，直接造成臭氧层破坏、大气污染等问题，严重影响生态环境。

1987 年，全球有机氟工业做出了重大的重新定位，28 个国家代表共同决议并制定了国际公约《蒙特利尔议定书》，该协议书规定各代氟代烃类物质的生产及销售均被逐步限制、削减、停产，促使全球氟制冷剂逐步升级换代。《蒙特利尔议定书》于 1987 年签署，议定书于 1989 年生效。

2016 年 10 月 15 日，在卢旺达首都基加利，参加第 28 届《蒙特利尔协定》缔约方大会的近 200 个国家就导致全球变暖的强效温室气体氢氟碳化物（HFCs）削减达成一致并签署《基加利修正案》协议。《蒙特利尔议定书》基加利修正案要求大部分发达国家从 2019 年开始削减 HFCs，发展中国家将在 2024 年冻结 HFCs 的消费水平，一小部分国家将于 2028 年冻结 HFCs 消费。

2021 年 6 月 17 日，中国常驻联合国代表团向联合国秘书长交存了中国政府接受《〈蒙特利尔议定书〉基加利修正案》的接受书。该修正案已于 2021 年 9 月 15 日对中国生效（暂不适用于中国香港特别行政区）。中国政府高度重视保护臭氧层履约工作，扎实开展履约治理行动，取得积极成效。

当前我国制冷剂市场正处于三代对二代制冷剂产品的更替期

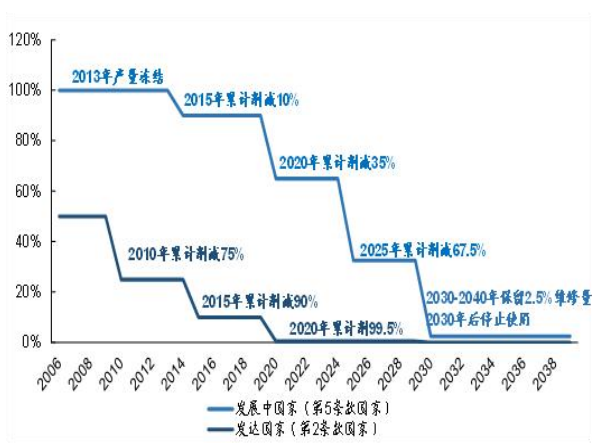
二代制冷剂配额大幅削减中，三代制冷剂迎来布局窗口期，前期我国制冷剂厂商正处于抢占三代制冷剂市场份额的状态，目前配额窗口期即将进入尾声阶段。

（1）**第二代制冷剂**：2015 年以来，随着二代制冷剂生产配额大幅削减，我国 R22 制冷剂生产配额逐步向龙头企业集中。2018、2019、2020 年，我国 R22 生产配额

分别为 27.43、26.70、22.48 万吨，2020 年的生产配额较 2019 年削减了 4.22 万吨（同比-15.8%）。按削减计划进度，到 2025 年，我国 R22 生产配额将削减至 10 万吨左右，到 2030 年将基本削减至 0。

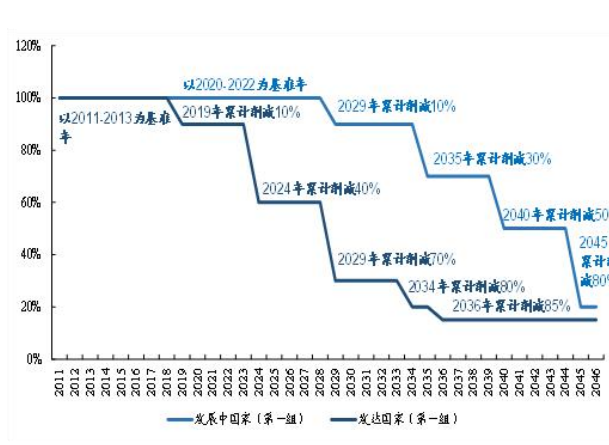
（2）三代制冷剂：布局窗口期则为 2020-2022 年。2024 年，我国将对氢氟碳化物（HFCs）的生产和消费进行冻结，我国三代制冷剂配额有望实现“达峰”；并将于 2029 年开始缩减；计划到 2045 年削减 80%以上。英国、德国和澳大利亚等已经生效的发达国家，已从 2019 年开始削减并在未来两年加速削减 HFCs，以完成 2024 年削减 40%的目标。

图1：发展中国家及发达国家二代制冷剂淘汰时间表



资料来源：蒙特利尔议定书，国信证券经济研究所整理

图2：发展中国家及发达国家三代制冷剂淘汰时间表

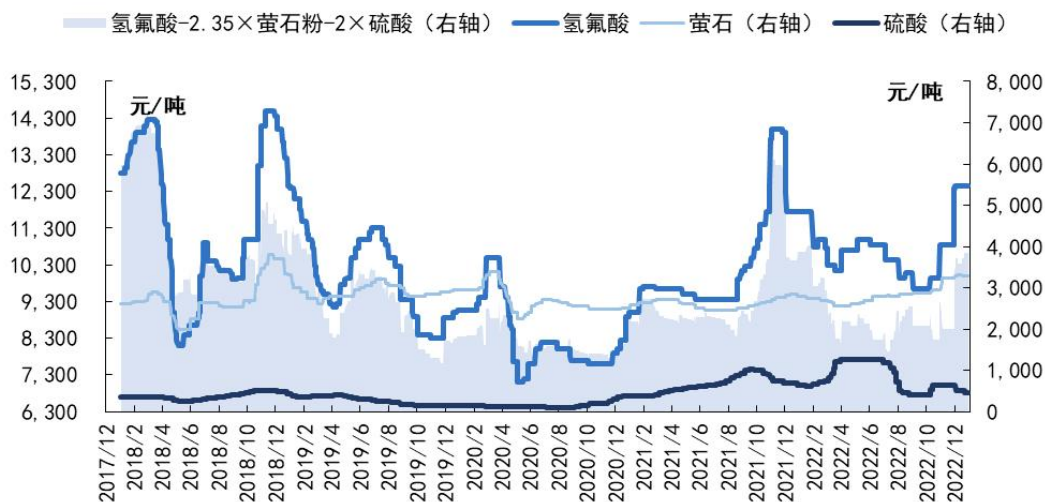


资料来源：蒙特利尔议定书，国信证券经济研究所整理

萤石：制冷剂上游资源端萤石方面，近期国内萤石厂家季节性停产情况有所增多，总体来看国内萤石产量下滑。其中华北地区受影响较大，当地供应紧张局面持续；华中一带开工同样较为疲软；南方地区本周开工表现稳定。需求方面，近期国内多地取消出行管控举措，萤石出货运输无阻，下游厂家开工略有复苏，但当前酸级萤石粉实际需求提升依旧有限，采购方面以节前备货居多。截至12月28日，当前华北市场97%湿粉主流含税出厂报价参考3150-3500元/吨，华中市场参考3050-3300元/吨，华东市场参考3050-3500元/吨，较上月环比上涨10.3%。短期来看是传统萤石需求旺季、制冷剂备货旺季，我们看好短期萤石价格将维持高位，后续需持续关注进出口形势、能耗双控政策及下游装置动态等。

长期来看，新能源、半导体、新材料行业发展将对萤石长期需求形成支撑。除传统下游领域制冷剂需求将稳步增长外，根据我们的测算（中性），2022-2024年，全球六氟磷酸锂对萤石精粉需求将分别达到16.61/20.31/29.51万吨，国内PVDF对萤石精粉需求将分别达到15.98/19.18/20.72万吨。我们看好新能源、半导体、新材料行业快速发展，将长期对萤石需求形成支撑。我国氟化工产业快速发展的势头有望延续，萤石需求前景仍然广阔。我们继续看好萤石资源巨头【金石资源】。

图3：氢氟酸及萤石价格价差走势



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

复盘制冷剂价格走势：2020年以来，受NCP疫情、全球经济衰退、行业周期下行探底叠加影响，氟制冷剂企业生产经营遭受冲击。在此背景下，二代氟制冷剂（R22、R142b）、发泡剂（R141b）等供给端由于受到配额管理的约束，价格仍然保持相对坚挺；第三代氟制冷剂产品受到由《蒙特利尔议定书》基加利修正案引发的配额争夺预期影响，正处于行业竞争激烈阶段，其价格及价差则均已进入底部区间，企业经营业绩已探底。自2021年8月中旬起，随原材料氢氟酸、甲烷氯化物、乙烷氯化物等价格持续上涨，并且在能耗双控及限电导致制冷剂开工率不足，而需求端制冷剂进入传统备货旺季的背景下，制冷剂产品价格均出现明显反弹，涨价态势持续至2021年11月初。随后，自2021年11月起，在原料端供给逐步释放的背景下，除R142b外的制冷剂价格均开始普遍回调。

2022年12月含氟制冷剂价格小幅回落，据百川盈孚数据，截至12月28日，（1）二代制冷剂方面，原料氢氟酸价格约12350元/吨，较月初上涨约14.4%，而三氯甲烷跌势未止，目前价格2800元/吨，环比下跌24.3%，本月国内制冷剂R22均价在17800元/吨，相较于11月份均价18000元/吨下跌1.1%；目前仍处消费淡季，货物消耗能力一般，年内ODS级市场供应余量有限，多厂家均限量接单，出口接单基本结束，多交付前期部分尾单为主，整体供应略显紧张，整体来看，二代制冷剂/发泡剂整体盈利水平较为良好。（2）三代制冷剂方面，12月制冷剂R134a均价为22724元/吨，相较于11月份23783元/吨下跌幅度为4.5%；12月制冷剂R125均价为30070元/吨，相较于11月份34933元/吨下跌幅度约为13.9%；12月制冷剂R32均价为13000元/吨，相较于11月份13000元/吨持平；12月制冷剂R410a均价为23200元/吨，相较于11月份24400元/吨下跌幅度约为4.9%。

目前，《〈蒙特利尔议定书〉基加利修正案》已正式对中国生效。根据协议，到2045年，中国将比2020-22年基准减少80%的氢氟碳化合物使用。这意味着中国将对HFCs（氢氟碳化合物）相关化学品进行管控，包括2024年冻结HFCs生产和消费。随着供给侧结构性改革不断深化、配额管理将在立法层面落地、行业竞争格局趋向集中，而下游需求恢复平稳增长，我们看好三代制冷剂有望迎来景气复苏，

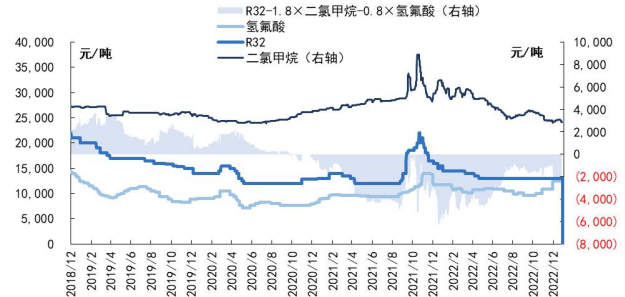
三代制冷剂龙头厂商有望迎来经营业绩的大幅修复及复苏。我们建议关注氟化工龙头企业：【巨化股份】、【三美股份】、【东岳集团】、【永和股份】。

图4: R22 价格与价差跟踪



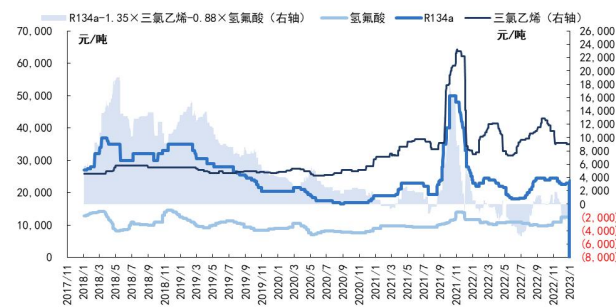
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图5: R32 价格与价差跟踪



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图6: R134a 价格与价差跟踪



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图7: R125 价格与价差跟踪



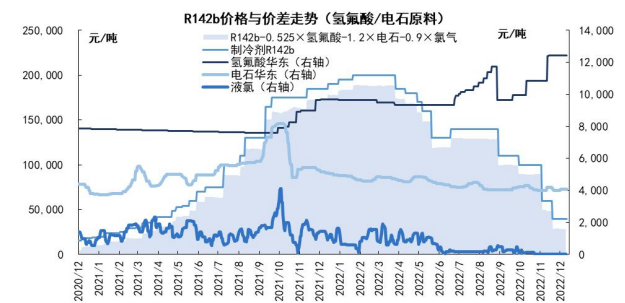
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图8: R143a 价格与价差跟踪



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图9: R142b 价格与价差跟踪



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

3.2 芳纶行业深度跟踪：国产替代前景广阔，芳纶开启多领域布局

芳纶分为间位芳纶与对位芳纶两种

芳纶分子主链上含有芳香环，是一种全芳香聚酰胺，由芳香二元胺和芳香二元酸合成得到。根据酰胺键与芳香环链接的位置不同，可以分为间位芳纶（又称芳纶 1313）和对位芳纶（又称芳纶 1414）。间位芳纶具有优异的热稳定性、阻燃性、电绝缘性、化学稳定性和耐辐射性。热稳定性是其最重要的特性，可在 200℃ 高温下长期使用不老化，具有极佳的尺寸稳定性。对位芳纶具有高比强度、高比模量、耐高温和阻燃等优异性能，与碳纤维、高强高模聚乙烯并称为世界三大高性能纤维。

对位芳纶技术壁垒高，国产化替代空间大

全球行业呈现双寡头格局。美国杜邦、日本帝人分别于 1972 年、1987 年实现对位芳纶产业化，目前两家的全球市场份额超过 75%。我国泰和新材与 2011 年成功实现 1000 吨对位芳纶工程化，并于 2020 年实现 3000 吨对位芳纶成功开车，是我国对位芳纶行业龙头企业。从工艺上来看，从原材料到芳纶纤维的制备包括缩聚、纺丝两个步骤，工艺可分为一步法和两步法。

对位芳纶是国家重点发展的新材料，具有极强战略价值。对位芳纶与碳纤维、高强高模聚乙烯并称为世界三大高性能纤维，具有高比强度、高比模量、耐高温和阻燃等优异性能，此外还具有导热率低、温变系数小、尺寸稳定性高等优势。自 21 世纪初以来，我国把对位芳纶及纤维列入我国重点发展的新材料之一，中华人民共和国国务院、国家发展改革委、工业和信息化部多次将对位芳纶列入重点关键新材料发展名单。对位芳纶是目前产量最大、应用最广的高性能纤维，是国家安全不可或缺的战略物资，在国防军工、航空航天、交通运输、信息和新能源等领域具有不可替代的作用。

我国芳纶需求快速增长，但自给率极低，进口替代空间大。对位芳纶全球消费量约 8.5 万吨，市场规模约 200 亿元，2020 年我国对位芳纶需求量约 1.3 万吨，同比增长 13.0%，近 5 年复合增速 12.2%。2020 年我国对位芳纶产量仍不足 3000 吨，进口量超过 10000 吨，自给率只有约 23%。我们预计“十四五”期间国内对位芳纶需求仍将保持双位数增长，2025 年国内对位芳纶需求量有望达到 2.1 万吨，进口替代空间广阔。

表 1：全球主要对位芳纶产能（吨）

公司名称	2020 年底产能	市场份额
美国杜邦	32000	38.3%
日本帝人	32000	38.3%
韩国可隆	7000	8.4%
泰和新材	6000	5.4%
韩国晓星	2000	2.4%
瑞盛新材	2000	2.4%
韩国泰光	1000	1.2%
蓝星新材	1000	1.2%
仪征化纤	1000	1.2%
中芳特纤	1000	1.2%
合计	85000	

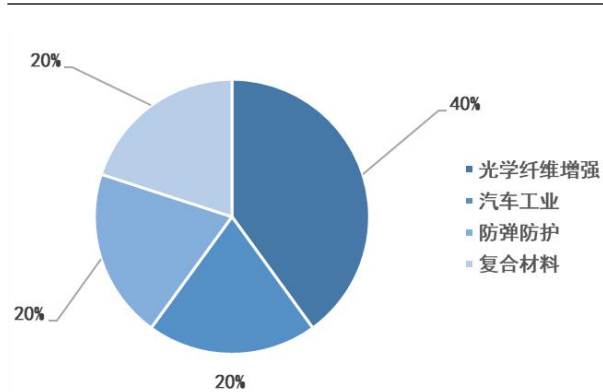
资料来源：公司公告、卓创资讯，国信证券经济研究所整理

对位芳纶下游需求丰富，我国高端品种需求有提升空间

从消费结构来看，对位芳纶下游主要用于防弹防护（左上用于高温防护服，左中用于防弹头盔）、光纤增强（中上用于光缆，右上用于耳机数据线）、汽车橡胶工业（中图用于橡胶轮胎、右中用于汽车胶管、中下用于离合器垫片、右下用于刹车片）、复合材料（左下用于同步传输带）等。

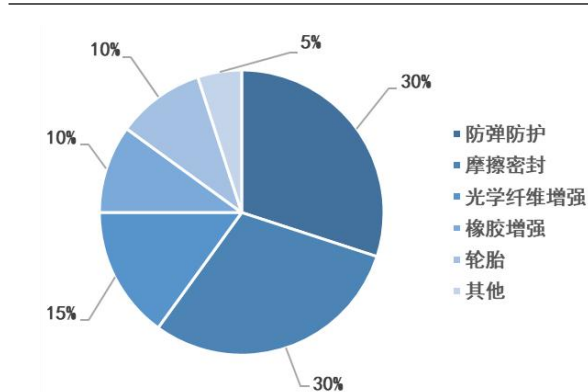
我国对位芳纶 40%用于光纤增强，年消费量约 5000 吨，汽车工业、防弹防护、复合材料各占 20%左右。海外主要用于防弹防护、橡胶增强密封等高端领域，我国的高端品种需求仍有提升空间。我们认为军用防弹头盔、手套等材料国产化趋势下，以及电子产品、新能源需求增长的带动下，我国对位芳纶需求量有望迅速增长。长期来看，我们看好间位芳纶方面个体防护装备配备标准的逐步推进；对位芳纶光通信及橡胶领域需求保持旺盛；此外锂电隔膜芳纶涂覆市场需求前景广阔，建议关注【泰和新材】。

图 10：国内对位芳纶下游需求结构



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图 11：海外对位芳纶下游需求结构



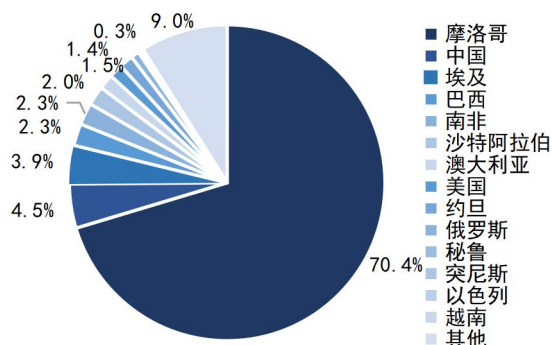
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

3.3 磷化工行业深度跟踪：磷矿石资源属性中长期凸显，价格已进一步上涨

磷矿石资源稀缺性凸显，看好长期维度磷矿石供应将持续紧张

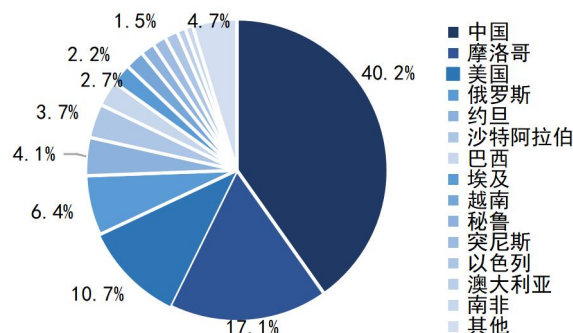
世界磷矿石分布不均衡，我国为第二大磷矿储量国。据 USGS 数据，当前全球磷矿石储量共 710 亿吨，其中摩洛哥和西撒哈拉储量最大，达到 500 亿吨，占比超过 70%；中国储量为 32 亿吨，占比为 4.51%，较摩洛哥和西撒哈拉规模差距较大。摩洛哥和西撒哈拉拥有世界最大磷矿储量，但 2020 年产量仅为 3,740 万吨，约为我国的 40%。整体来说，我国占据全球磷矿石资源储量的 4.5%，却贡献着全球磷矿石产量的 40.2%。同时，我国磷矿石过度开采较为严重，储采比低于世界平均值。据 USGS 数据，2021 年全球每年开采磷矿约 2.2 亿吨，我国是世界最大磷矿石生产国，贡献了全球磷矿产量的 40%。2020 年中国磷矿石产量 8800 万吨，储采比仅为 36，远低于世界平均值 324，开采过度问题突出。

图12：我国磷矿石储量排名全球第二



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

图13：我国为最大磷矿石产国，占全球磷矿石总供应量的40%



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

我国持续攻坚长江流域“三磷”专项整治，安全、环保政策趋严对磷矿石减产的影响不可忽视。矿产资源安全事关国家发展，磷矿资源逐渐受到重视，从2005年起，国内逐渐开始出台政策以提高磷矿开采行业准入门槛、控制磷矿开采量、限制磷矿石出口。为加强资源保障和储备，中国提出了“战略性矿产”概念及名单。入选的矿产资源都对本国制造业至关重要、具有经济价值，“战略性矿产”中都包含了磷矿石。随着安全、环保意识逐渐提高、一系列环保政策也陆续出台，相比原先的资源保护政策，安全及环保政策对磷矿石生产的影响更大。

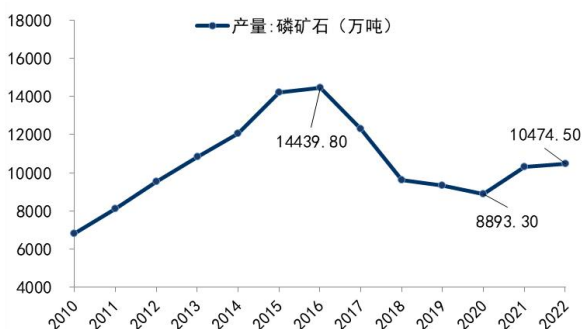
磷矿、磷化工企业、磷石膏库，简称为“三磷”。我国磷矿石产区主要位于长江沿线，长江流域集中了全国60%以上的“三磷”企业，以贵州、云南、四川、湖北等地区为主，磷矿与磷化工的污染源高负荷排放，造成部分河段水质严重超标，是导致长江流域局部区域污染的重要原因之一。“三磷”问题是长江流域生态环境保护和高质量发展的“绊马索”。2016年，长江生态保护被提高到了国家战略高度，总磷污染是长江上游的首要污染因子，因此为保护长江生态，需要整治沿线磷矿开采以及下游磷化工企业。鄂川黔滇四省均位于长江沿线，2018年，全国302家磷矿山中有278家位于长江经济带各省，长江生态保护对全国磷矿石开采的影响显著。湖北省在“长江大保护”行动中表现积极，2017年，湖北省经信委和宜昌市政府分别提出了《省经信委贯彻落实长江大保护专项行动实施方案》和《长江大保护宜昌实施方案》，对长江沿线的磷化工企业进行了限制。2016年，宜昌市共有规模化磷矿采选企业51家，至2018年底，宜昌已关闭规模以上磷矿开采企业29家。2019年5月，生态环境部印发《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》，组织长江经济带湖北、四川、贵州、云南、湖南、重庆、江苏等7省（市）开展为期两年的“三磷”（即磷矿、磷化工企业、磷石膏库）专项排查整治工作，调查发现229个磷矿中有25.33%存在生态环境问题需要整改，整改完成通过验收后方可复产，部分企业被永久性关闭。据国家统计局数据，2016-2020年中国磷矿石产量延续下降趋势（从峰值1.443亿吨持续下降至8893万吨），未来供给增量有限且有望持续收紧。据统计局数据，2021、2022年我国磷矿石产量分别达到1.029、1.047亿吨。

复盘磷矿石涨价趋势：自2021年起，环保高压下矿企减产对市场的影响再次显现，叠加全球流动性宽松资源品上涨、海外粮价高企拉动海外磷肥价格上涨、新能源领域催生磷矿石新增需求等，我国磷矿石总体供不应求、库存紧张，我国磷矿石价格持续上涨。2021年1月磷矿开启本轮涨价周期后，30%品位磷矿石市场均价

已经由 330 元/吨上涨至 1000-1050 元/吨，自 2022 年 8 月迄今的近半年来，磷矿价格均处于高位平稳运行。

受磷矿开采行业准入门槛提高、各地资源保护政策、春耕即将展开、国内高品位富矿比例下滑、新能源领域拉动磷矿需求等影响，近期磷矿石供应再度表现紧张。2023 年 2 月中旬，四川马边磷矿石已率先上调 40-50 元/吨。2023 年 2 月 20 日，贵州磷矿石交易价格跟涨。截至 2 月 24 日，磷矿石报价又再次调涨 20。开阳地区 28%车板价报价上涨 20 元至 1020 元/吨，30%车板报价后续有跟涨可能。福泉地区 28%车板报价上涨 20 元至 1020 元/吨。进口埃及磷矿 28%品位报价上涨 5 美金至 120 美元/吨 CFR 以上。后续春耕即将启动、磷酸铁投产进程加速，我们看好磷矿中短期内将持续紧张，价格有望进一步上涨。考虑到磷矿石的强资源属性以及地域集中性，我们看好长期维度磷矿石供应将持续紧张。目前国内磷复肥市场处于春耕备肥旺季，企业开工提升，对原料需求有一定提振，短期内磷矿石价格有望进一步上涨。

图 14：我国磷矿石产量变化趋势



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 15：我国磷矿石价格变化趋势



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

此外，**黄磷方面**，近年来，黄磷由于其高能耗、高污染的特点，行业受到了更严格的监管，产能过剩问题得到缓解。近期，部分云南电解铝企业接到第三轮限电通知。云南工业用电主要集中在电解铝、黄磷、工业硅、钢铁、水泥等行业。截至 2023 年 2 月 23 日，云、贵、川地区部分企业净磷出厂承兑报价 30000 元/吨，少量成交价格在 28600-29000 元/吨，近期黄磷价格已出现小幅上涨。我们看好未来供给侧改革、三磷整治、双碳目标以及环保督察等政策，将对黄磷生产企业持续产生影响，供需关系或将延续紧平衡状态，对黄磷价格继续形成支撑，进一步推动市场景气上行。

整体来说，我国磷化工产业的发展目前仍处于转型期。**从上游来看**，未来磷矿石在行业准入门槛提高、环保高压的背景下，其供给端有望持续趋紧，资源品稀缺属性凸显；中间产物黄磷由于其高能耗、高污染的特点，行业受到了更严格的监管，产能过剩问题得到缓解；**从下游来看**，近年来世界各国更加重视粮食安全问题，农业种植面积增加，磷化工下游化肥需求增长。2022 年粮食安全问题愈发严重，据 IFA 预测，2022 年全球肥料需求增速有望达到 2.9%，然而全球化肥贸易运输受阻，磷肥供需错配矛盾进一步加剧。此外，新能源汽车需求与渗透率快速增长、磷酸铁锂电池需求与渗透率快速增长，需求激增推动“湿法磷酸-磷酸铁”产

业景气度。近 1-2 年来，磷化工行业景气度已发生了较大变化；此外，行业集中度在贵州瓮福、开磷两家磷化工巨头整合后已显著提升。2021 年年初迄今，磷化工行业全产业链持续共振。过去几年磷化工上游产品受到较强的政策性能约束，未来在新兴领域磷酸盐、磷酸铁、精细磷化工产品的需求拉动下，我们整体看好磷化工产业链景气度将有望维持较长一段时间。全球及我国农化产品需求支撑我国磷化工需求的“基本盘”，磷酸铁等精细磷化工产品将助力于推进磷化工行业转型升级并提高其产业价值水平。我们建议关注相关磷化工上市公司【云天化】、【兴发集团】、【川金诺】、【云图控股】、【川发龙蟒】等。

3.4 轮胎行业深度跟踪：市场逐步回暖，龙头企业市占率有望逐步提升

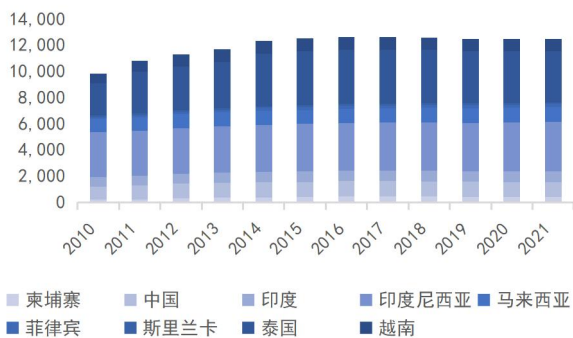
上游原材料：价格中枢有望下降

1) 天然橡胶

天然橡胶的产能周期相比化工品来说要更长一些，因为天然橡胶的种植时间需要 7 年左右，并且一棵橡胶树通常具有 40 年的寿命，因此天然橡胶的供给刚性非常强，当前的天然橡胶产能是由 7 年前甚至更久之前的种植情况决定。

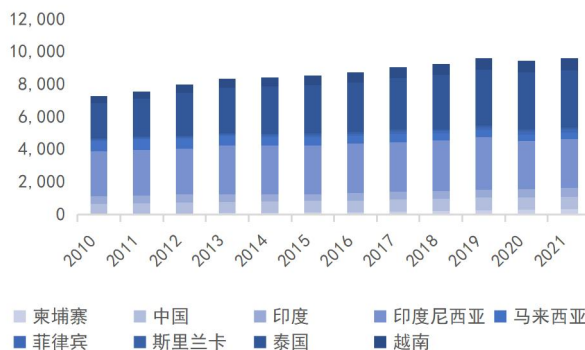
2011 年以后，随着天然橡胶价格的走弱，全球天然橡胶的新增种植面积逐步减少，导致总种植面积一直维持在相对稳定的水平，而代表天然橡胶实际产能的开割面积仍在不断增长。展望 2023 年，只要天然橡胶价格不出现长期低于成本的情况，主产国开割面积仍将小幅增长，全球天然橡胶供应将继续偏宽松。

图 16：天然橡胶主产国总种植面积（千公顷）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 17：天然橡胶主产国开割面积（千公顷）

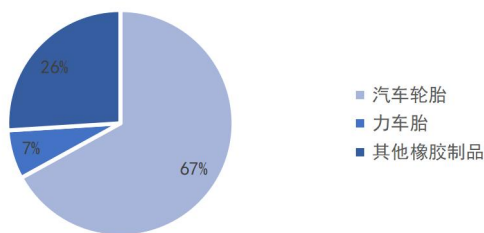


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

天然橡胶下游行业较多，从行业下游消费结构来看，对天然橡胶消费量较大的产品依旧是轮胎行业，消费占比高达到 67%。除此之外，乳胶制品、胶鞋、力车胎、胶管胶带等也是天然橡胶重要的消费领域，轮胎行业的运行状况对天然橡胶行业形成直接的影响。

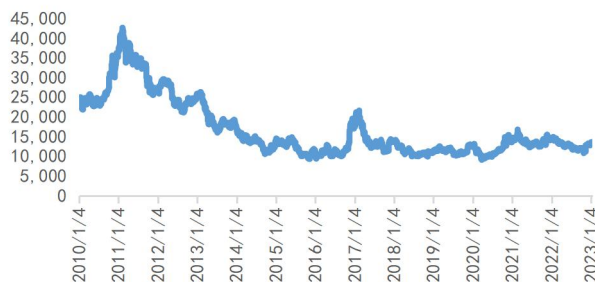
2023 年全球及中国天胶供应整体宽松，海外轮胎消费处在复苏的过程中，国内需求预期好转，整体供需仍处在偏宽松的状态，天然橡胶价格预计仍将低位震荡。

图18: 天然橡胶消费结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 天然橡胶价格（元/吨）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2) 合成橡胶

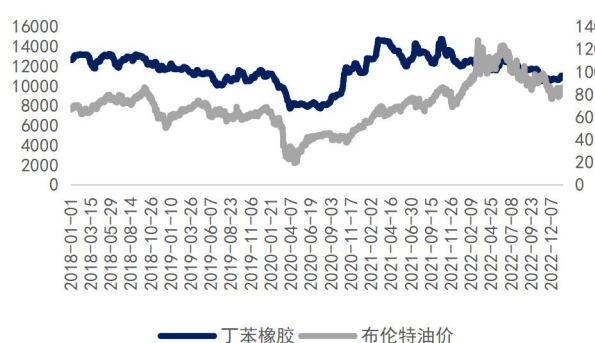
轮胎用合成橡胶以顺丁橡胶和丁苯橡胶为主。合成橡胶与天然橡胶具有较强的互补性，大多数轮胎生产商基本上是将两种橡胶混合使用。合成橡胶上游原材料主要是丁二烯，而丁二烯主要是炼厂乙烯裂解装置的副产物，因此合成橡胶价格与油价的关联性较大。

图20: 顺丁橡胶（元/吨）与油价（美元/桶）



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图21: 丁苯橡胶（元/吨）与油价（美元/桶）



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

从供需上看，合成橡胶仍处在产能过剩阶段，不具备大幅涨价的基础。随着油价趋于稳定，合成橡胶价格预计维持在合理区间，23 年价格中枢有望下降。

图22: 顺丁橡胶产能产量增速（万吨）

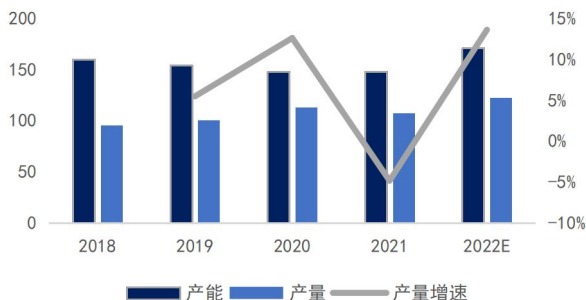
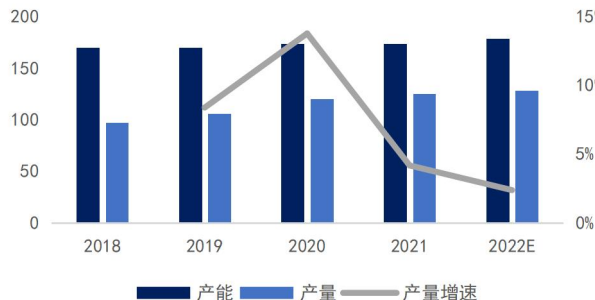
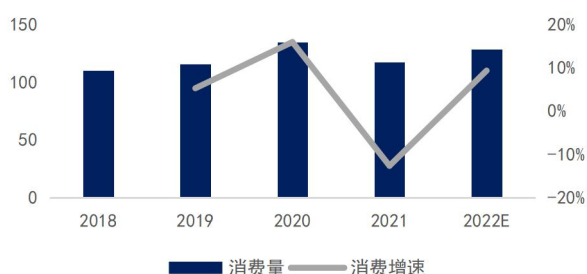


图23: 丁苯橡胶产能产量增速（万吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

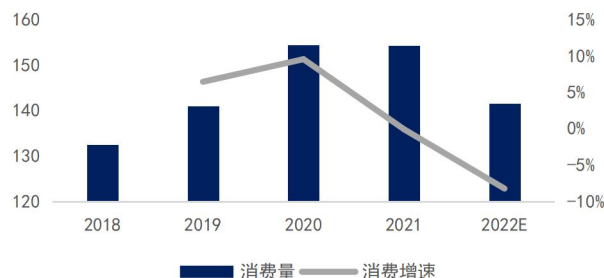
图24：顺丁橡胶消费量与增速（万吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图25：丁苯橡胶消费量与增速（万吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

3) 炭黑

炭黑在很大程度上能够提高橡胶的物理性能，是轮胎中不可或缺的补强剂，轮胎中添加 30%的补强炭黑即可将轮胎的行驶里程提高至 4-6 公里。炭黑可以增加橡胶制品耐磨性，延长轮胎使用寿命，节约成本。

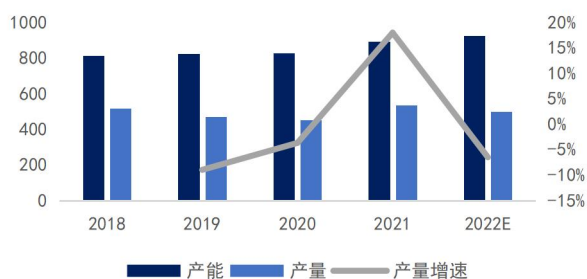
供给：炭黑行业属于高污染、高耗能的产业，行业内新增供给不多，开工率也维持在较低水平，落后产能逐步退出，未来供给有望持续趋紧。

需求：随着全球疫情的修复，炭黑需求在 2021 年大幅提升，但是 2022 年因为国内防疫政策的影响，需求大幅下滑，预计 2023 年开始逐步回升。

出口：欧洲炭黑总产能约有 54%来自于俄罗斯、乌克兰和白俄罗斯，因此俄乌冲突导致中国的炭黑出口增长明显。并且在高油价下，海外成本优势下降，预计 2023 年炭黑出口仍然维持较高水平。

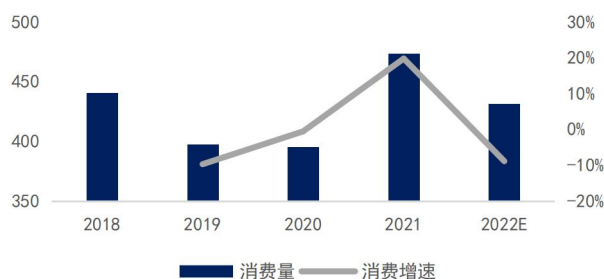
预计 2023 年炭黑价格维持高位，盈利水平有所提升。

图26：炭黑产能产量及增速（万吨）



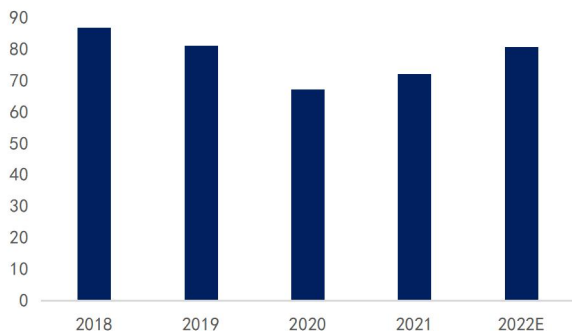
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图27：炭黑消费量及增速（万吨）



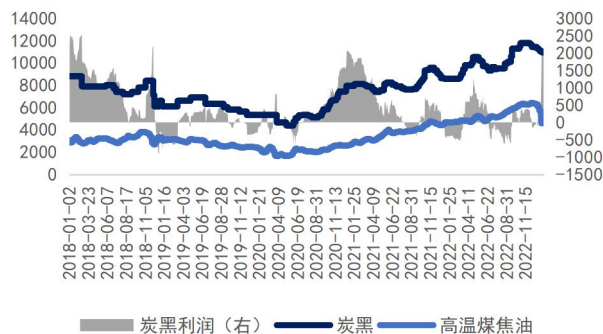
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图28: 炭黑出口量（万吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图29: 炭黑与高温煤焦油价差（元/吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

4) 橡胶助剂

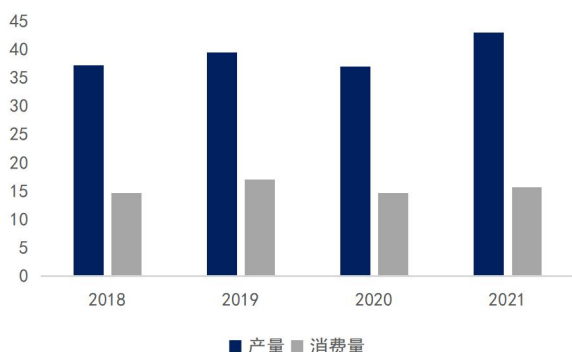
橡胶助剂是在天然橡胶和合成橡胶加工成橡胶制品过程中添加的，用于赋予橡胶制品使用性能、保证橡胶制品使用寿命、改善橡胶胶料加工性能的一系列精细化工产品的总称。橡胶助剂通过与橡胶生胶进行科学配比，可以赋予橡胶制品高强度、高弹性、耐老化、耐磨耗、耐高温、耐低温、消音等性能。常用的橡胶助剂主要有促进剂、防老剂、硫化剂、加工助剂、特种功能性助剂、预分散胶母粒等。

供给方面，全球橡胶助剂产能主要集中在我国，橡胶助剂供应相对比较稳定，产业集中度在不断提升，产能增长集中在龙头企业，小产能增长有限且落后产能面临淘汰风险。

需求方面，橡胶助剂需求随轮胎产量增长带动下稳定增长，新能源汽车的快速也给白炭黑等相关助剂产品带来新的发展机遇。

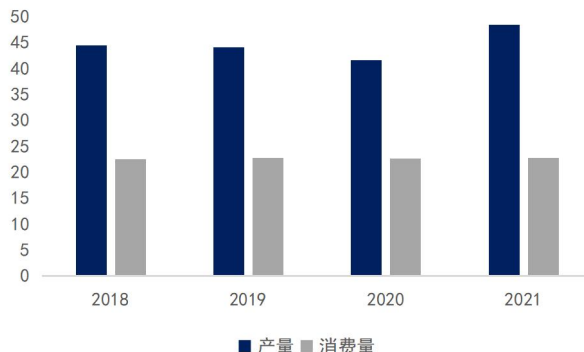
整体来看，橡胶助剂产能处在相对过剩的状态，21-22 年的高价主要来自于成本推动，23 年价格有望随原材料成本的下降而逐步回到合理水平，随着国内疫情的修复，未来有望继续保持较高的景气度。

图30: 促进剂产量与消费量（万吨）



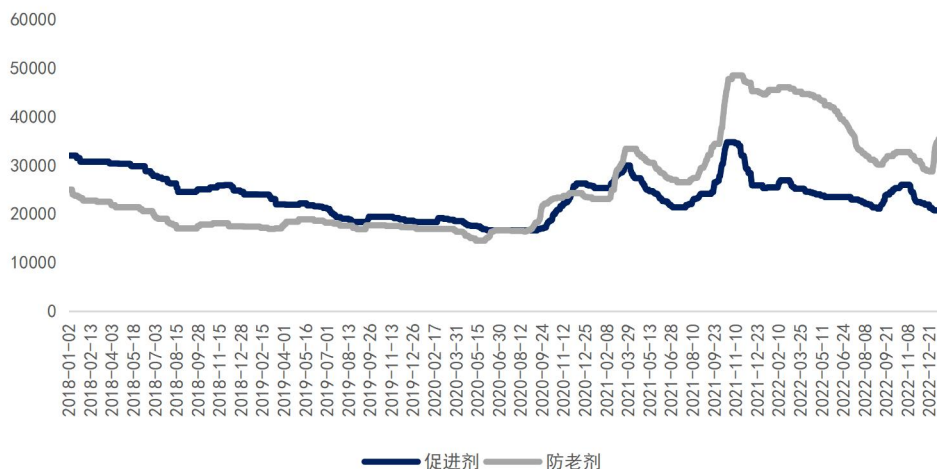
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图31: 防老剂产量与消费量（万吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图 32: 橡胶助剂价格 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

轮胎行业发展: 中国头部企业竞争力不断增强, 汽车保有量和新能源车销量带动轮胎规模持续扩张

根据当前的世界轮胎排名来看, 我国轮胎企业虽然大多数仍处在第三、第四梯队, 但是头部轮胎企业的实力在逐步提升, 部分企业的收入体量稳居世界前列。由于中国轮胎企业的加速扩张, 国际巨头的市场份额正在逐步受到挤压, 2021 年 CR3 的市占率为 35.7%, 同比减少 2.6 个百分点。CR10 的市占率为 60.6%, 同比减少 4.5 个百分点。

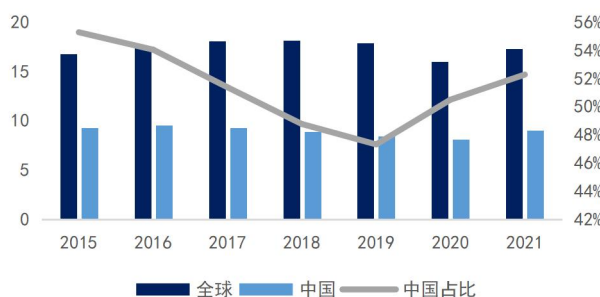
中国已经成为世界轮胎制造中心, 并且结构也在不断变化, 落后产能逐步淘汰, 而头部企业稳步扩张, 竞争力逐步增强。国内中资轮胎企业 CR3 (中策橡胶、玲珑轮胎、赛轮轮胎) 全球市占率自上世纪 90 年代以来稳步攀升, 整体份额仍有较大提升空间。中等梯队企业市占率自 2015 年达到巅峰后有所回落, 原因是部分企业缺乏核心竞争力, 重组情况较多。可以看出轮胎行业两极分化比较严重, 强者更强。

图 33: 轮胎品牌等级划分



资料来源: 轮胎世界网, 国信证券经济研究所整理

图 34: 轮胎产量 (亿条)



资料来源: 米其林, Wind, 国信证券经济研究所整理

随着汽车保有量的逐步提升, 预计轮胎市场规模将继续增长。根据 Research and

Markets 的数据, 2022-2027 年中国轮胎行业复合增速为 7.3%, 初步测算, 到 2027 年, 中国轮胎市场规模将达到 391 亿美元。

新能源汽车蓬勃发展, 将引领中国轮胎行业不断成长。近年来, 中国新能源汽车产销情况逐年增加, 2022 年 1-10 月新能源汽车产销分别达到 548.5 万辆和 528 万辆, 同比均增长 1.1 倍。

图 35: 全球和中国汽车保有量 (亿辆)



资料来源: 国际汽车制造协会, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 36: 中国新能源汽车产销量 (万辆)



资料来源: 中国汽车工业协会, 国信证券经济研究所整理

短期来看, 2023 年轮胎行业逐步回暖。2022 年轮胎市场表现不佳, 主要受宏观经济的影响, 国内外轮胎需求有所抑制。在替换市场上, 国内由于疫情封控, 道路运输受阻, 居民外出活动减少, 无论是半钢胎还是全钢胎整体表现都不太理想; 在配套市场上, 国内基建表现不佳, 对于重卡需求减弱, 因此全钢胎配套需求减少, 而在新能源车放量带动下, 国内半钢胎配套需求仍有增长。进入 2023 年, 我们认为轮胎市场的压制因素已经有所改善, 疫情修复下国内经济预期恢复增长, 全钢胎市场预期回暖; 半钢胎海外订单自 22Q4 开始逐步恢复, 国内随着居民外出活动增加, 替换市场预期回暖。

长期来看, 国内龙头公司市占率有望逐步提升。由于汽车保有量和新能源车销量的增长, 轮胎市场规模仍在逐步扩大, 给国产轮胎的发展奠定了基础。根据当前的世界轮胎排名来看, 我国轮胎企业虽然大多数仍处在第三、第四梯队, 但是头部轮胎企业的实力在逐步提升, 部分企业的收入体量稳居世界前列。我们判断国内龙头企业由于具有资金优势、规模优势, 渠道布局相对完善, 产品质量与国际轮胎公司差距更小, 未来随着国内汽车产业的升级与轮胎品牌形象的提升, 龙头公司市占率有望逐步提升。

轮胎投资标的上, 我们推荐弹性较大的轮胎龙头企业: 1) **赛轮轮胎**, 产能位居国内前三, 主打半钢胎替换市场, 海外工厂受美国“双反”影响最小, 液体黄金带动产品力提升; 2) **森麒麟**, 产能增速高, 海外渠道布局完善, 大尺寸轮胎和航空胎产品使公司产品更具竞争力。

轮胎上游原材料方面, 我们看好橡胶助剂在未来维持较高景气度, 龙头企业具有成本优势及定价权, 产能增长领先行业, 推荐**阳谷华泰**; 看好轮胎炭黑供需维持紧平衡, 行业盈利维持较高水平, 龙头企业弹性较大, 推荐**黑猫股份**。此外, 绿色轮胎是未来行业发展的重要方向, 白炭黑添加比例有望提升, 我们看好白炭黑需求的增长, 建议关注**确成股份**。

4、重点数据跟踪

4.1 重点化工品价格涨跌幅

本月化工产品价格涨幅前五的为丁二烯（16.00%）、硫铁矿（10.22%）、己二酸（9.96%）、TDI（8.93%）、涤纶 POY（7.41%）；本月化工产品价格跌幅前五的为 R142b（-33.33%）、氯化苧（-28.86%）、硫酸（-25.34%）、PVDF 电池级（-19.35%）、碳酸二甲酯（-17.66%）。

表2：重点化工品价格涨跌幅前十

	排名	产品	当前价格	上月价格	价格月度涨幅
涨幅	1	盐酸	272	221	23.08%
	2	苯胺	12385	10915	13.47%
	3	碳酸二甲酯	5030	4620	8.87%
	4	丙二醇	9300	8566	8.57%
	5	一氯甲烷	3050	2850	7.02%
	6	硫酸	202	189	6.88%
	7	维生素 B6	115	110	4.55%
	8	乙烯	940	900	4.44%
	9	丙酮	5778	5558	3.96%
	10	环氧丙烷	9867	9500	3.86%
跌幅	1	泛酸钙	125	150	-16.67%
	2	固体烧碱	3692	4103	-10.02%
	3	维生素 K3	145	160	-9.38%
	4	吡虫啉	120000	130000	-7.69%
	5	聚醚胺	19500	21000	-7.14%
	6	2%生物素	42	45	-6.67%
	7	维生素 VA	90	96	-6.25%
	8	维生素 D3	52	55	-5.45%
	9	异丁醛	7200	7600	-5.26%
	10	DMF	5500	5800	-5.17%

数据来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

风险提示

原油价格大幅波动；海外疫情恢复不及预期；需求不及预期等。

附表一：重点公司盈利预测及估值

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2023
600160	巨化股份	买入	17.24	0.41	0.82	1.12	42.0	21.0	15.4	3.2
605020	永和股份	买入	44.77	1.03	1.16	2.03	43.5	38.6	22.1	5.5
002254	泰和新材	买入	20.39	1.41	0.59	1.24	14.5	34.6	16.4	3.6
600141	兴发集团	买入	31.30	3.82	5.45	5.91	8.2	5.7	5.3	1.8
600256	广汇能源	买入	10.72	0.76	1.85	2.44	14.1	5.8	4.4	2.7
000301	东方盛虹	买入	13.62	0.51	0.22	0.79	26.7	61.9	17.2	2.7

数据来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032