

# 化工行业 2024 年 2 月投资策略

## 看好油气、氟化工、轮胎、民爆的投资方向

超配

### 核心观点

#### 化工行业 2 月投资观点：

考虑到全球宏观的相对韧性及美联储的加息周期有望结束，叠加国内对于房地产等行业的支持政策相继出台，我们认为国内外对于化工产品的需求有望恢复增长，化工行业整体景气度有望触底反弹。但由于化工中游行业的供给端资本性开支规模较大，且下游行业对于传统化工品的需求增速有所放缓，化工中游细分行业供需矛盾依然较为突出，利润水平或仍将处于历史较低分位。因此，我们更看好低估值高股息+景气度向上的上游核心资源品子行业以及下游需求有望持续增长的新兴化学品的投资方向。

2 月，我们重点推荐油气、氟化工、轮胎、民爆等领域的投资方向。近期油价受中东局势扰动、沙特持续自愿额外减产、库存依旧维持低位、美联储加息渐入尾声等因素影响，而随着全球经济的不断修复，需求仍然维持小幅增长，整体供需仍然维持紧平衡。1 月 29 日布伦特原油期货收盘价为 82.67 美元/桶，考虑到 OPEC+ 的财政平衡成本，我们预计 2024 年国际油价仍将维持中高区间，上游油气开采板块维持高景气。近期国内终端民用天然气价格开始密集调整，天然气价格上下游联动开启，重点推荐【中国海油】、【中国石油】、【广汇能源】。三代制冷剂 HFCs 即将进入配额制元年，行业供给长期收缩且行业集中度愈发提高，未来四代制冷剂进入商业化进程将打开国内新的市场，含氟精细化学品及高分子材料也将进入需求快速增长期，看好氟化工行业景气度上行，重点推荐【巨化股份】。全球轮胎行业是一个万亿级赛道，国产轮胎正蓄势突破，中长期国内龙头公司全球市占率有望逐步提升，重点推荐【森麒麟】。民爆行业集中度提升，供需格局正持续改善，行业景气度持续提升，关注股东背景雄厚、国内民爆行业产能规模前三、爆破服务项目经验丰富的央企民爆龙头【易普力】。需求拉动功能健康甜味剂、膳食纤维产能大幅提升，同时阿洛酮糖推广进程有望加速，重点推荐国内健康功能糖、膳食纤维龙头【百龙创园】。

#### 本月投资组合：

- 【中国海油】经营管理优异的海上油气巨头；
- 【中国石油】国内最大油气生产和销售商，油价上涨助推业绩提升；
- 【森麒麟】主打大尺寸轮胎出口，智能制造引领前进方向；
- 【巨化股份】氟化工龙头企业，看好制冷剂景气度和氟化液市场前景；
- 【百龙创园】健康功能糖加速渗透，规模扩张助力成长；
- 【广汇能源】能源业务持续强劲，海外天然气套利可期；

**风险提示：**原材料价格波动；产品价格波动；下游需求不及预期等。

#### 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	
					2023E	2024E	2023E	2024E
600938.SH	中国海油	买入	22.84	1,086,424.89	2.84	3.25	8.0	7.0
601857.SH	中国石油	买入	8.40	1,537,376.21	0.93	1.12	9.0	7.5

### 行业研究 · 行业月报

#### 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

联系人：张歆钰

zhangxinyu4@guosen.com.cn

证券分析师：薛聪

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

证券分析师：余双雨

021-60375485

yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

联系人：王新航

0755-81981222

wangxinhang@guosen.com.cn

#### 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

- 《化工行业 2024 年 1 月投资策略-看好油气、煤化工、氟化工、天然食品添加剂的投资方向》——2023-12-30
- 《聚醚醚酮 (PEEK) 行业专题-性能优异的特种工程塑料，高景气度应用场景不断扩充》——2023-12-29
- 《国信化工周观点-国际油价持续反弹，LNG、制冷剂价格上涨》——2023-12-22
- 《12 月暨 2024 年度化工行业投资策略：布局上游核心资源品，推荐下游新兴化学品》——2023-11-30
- 《国信化工周观点-国际油价大幅下行，HFCs 配额方案正式出台》——2023-11-10

002984.SZ	森麒麟	买入	29.80	22,015.56	2.12	2.80	14.1	10.6
600160.SH	巨化股份	买入	15.89	42,898.97	0.37	0.69	42.9	23.0
605016.SH	百龙创园	买入	26.65	6,623.27	0.80	1.44	33.3	18.5
600256.SH	广汇能源	买入	7.14	46,879.49	0.92	1.50	7.8	4.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

1、本月核心观点：看好油气、氟化工、轮胎、民爆的投资方向 .....	7
2、本月投资组合 .....	7
3、重点行业研究 .....	8
3.1 原油行业深度跟踪：油价有望维持中高区间，油气开采企业有望量价齐升 .....	8
3.2 制冷剂行业深度跟踪：看好三代制冷剂即将开启景气上行周期 .....	16
3.3 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 .....	22
3.4 民爆行业深度跟踪：政策强约束下行业集中度不断提升，需求端矿山开采平稳增长 .....	28
4、重点数据跟踪 .....	36
4.1 重点化工品价格涨跌幅 .....	36
风险提示 .....	37
附表：重点公司盈利预测及估值 .....	37

## 图表目录

图 1: 布伦特油价走势 (美元/桶)	8
图 2: OPEC 主要成员国财政平衡油价 (美元/桶)	9
图 3: 美国石油钻机数量 (部)	10
图 4: 美国未完钻油井数量 (口)	10
图 5: 美国原油月度产量及预测 (千桶/天)	11
图 6: 美国原油年度产量及预测 (百万桶/天)	11
图 7: 美国原油库存 (千桶)	11
图 8: 上游油气投资总额与年度变化	12
图 9: 主流机构对于原油需求的预测 (百万桶/天)	13
图 10: 中国原油产量 (万吨) 及同比 (% , 右轴)	13
图 11: 中国原油进口量 (万吨) 及同比 (% , 右轴)	13
图 12: 中国主营炼厂平均开工负荷率 (%)	13
图 13: 山东地炼平均开工负荷率 (%)	13
图 14: 美国炼油厂原油加工量 (千桶/天)	14
图 15: 美国炼油厂开工率 (%)	14
图 16: 美国车用汽油需求 (万桶/天)	14
图 17: 美国柴油日需求量 (千桶/天)	14
图 18: 发展中国家及发达国家二代制冷剂淘汰时间表	17
图 19: 发展中国家及发展国家三代制冷剂淘汰时间表	17
图 20: 我国人均空间制冷能耗仍有较大增长空间	18
图 21: 我国家用空调产量	18
图 22: R22 价格与价差跟踪	19
图 23: R32 价格与价差跟踪	19
图 24: R134a 价格与价差跟踪	19
图 25: R125 价格与价差跟踪	19
图 26: R143a 价格与价差跟踪	20
图 27: R142b 价格与价差跟踪	20
图 28: PTFE 价格与价差跟踪	21
图 29: PVDF 价格与价差跟踪	21
图 30: HFP 价格与价差跟踪	21
图 31: FEP 价格与价差跟踪	21
图 32: 天然橡胶主产国总种植面积 (千公顷)	22
图 33: 天然橡胶主产国开割面积 (千公顷)	22
图 34: 天然橡胶消费结构	22
图 35: 天然橡胶价格 (元/吨)	22
图 36: 顺丁橡胶 (元/吨) 与油价 (美元/桶)	23
图 37: 丁苯橡胶 (元/吨) 与油价 (美元/桶)	23

图 38: 顺丁橡胶产能产量增速 (万吨)	23
图 39: 丁苯橡胶产能产量增速 (万吨)	23
图 40: 顺丁橡胶消费量与增速 (万吨)	23
图 41: 丁苯橡胶消费量与增速 (万吨)	23
图 42: 炭黑产能产量及增速 (万吨)	24
图 43: 炭黑消费量及增速 (万吨)	24
图 44: 炭黑出口量 (万吨)	24
图 45: 炭黑与高温煤焦油价差 (元/吨)	24
图 46: 促进剂产量与消费量 (万吨)	25
图 47: 防老剂产量与消费量 (万吨)	25
图 48: 橡胶助剂价格 (元/吨)	25
图 49: 海运费 (美元/标准箱)	26
图 50: 轮胎月度出口量 (千吨)	26
图 51: 轮胎月度出口量 (万条)	26
图 52: 轮胎品牌等级划分	27
图 53: 轮胎产量 (亿条)	27
图 54: 全球和中国汽车保有量 (亿辆)	27
图 55: 中国新能源汽车产销量 (万辆)	27
图 56: 民爆行业产业链	28
图 57: 2020 年中国民爆行业产品结构	29
图 58: 2021 年中国民爆行业下游需求占比	29
图 59: 2017-2023 年中国民爆行业生产总值	29
图 60: 2017-2023 年中国民爆生产企业利润总额	29
图 61: 2020-2022 年民爆行业 CR10 集中度	30
图 62: 2022 年民爆行业产值占比	30
图 63: 2019-2023 采矿业固定资产投资总额与工业炸药销量	31
图 64: 2017-2021 年我国工业炸药销售流向占比变化	31
图 65: 典型金属近年来价格走势	32
图 66: 典型非金属矿物近年价格走势	32
图 67: 2019-2023 年我国煤炭开采固定资产投资额变化	32
图 68: 2017-2023 年我国原煤产量	32
图 69: 我国露天煤矿年产量及占煤炭总产量比例	33
图 70: 我国不同发展阶段下典型露天煤矿分布情况	33
图 71: 广汇物流“疆煤外运”示意图	33
图 72: 2019-2023 年我国非金属矿开采固定资产投资额变化	33
图 73: 2019-2023 年我国有色金属开采固定资产投资额变化	34
图 74: 2019-2023 年我国黑色金属开采固定资产投资额变化	34
图 75: 2019-2023 年我国基础设施建设月度固定资产投资额	34
图 76: 2019-2023 年我国基础设施建设固定资产投资额	34

表1: OPEC+减产情况(百万桶/天) .....	9
表2: “十四五”民爆行业发展主要预期指标 .....	31
表3: 重点化工品价格涨跌幅前十 .....	36

## 1、本月核心观点：看好油气、氟化工、轮胎、民爆的投资方向

考虑到全球宏观的相对韧性及美联储的加息周期有望结束，叠加国内对于房地产等行业的支持政策相继出台，我们认为国内外对于化工产品的需求有望恢复增长，化工行业整体景气度有望触底反弹。但由于化工中游行业的供给端资本性开支规模较大，且下游行业对于传统化工品的需求增速有所放缓，化工中游细分行业供需矛盾依然较为突出，利润水平或仍将处于历史较低分位。因此，我们更看好低估值高股息+景气度向上的上游核心资源品子行业以及下游需求有望持续增长的新兴化学品的投资方向。

2月，我们重点推荐油气、氟化工、轮胎、民爆等领域的投资方向。近期油价受中东局势扰动、沙特持续自愿额外减产、库存依旧维持低位、美联储加息渐入尾声等因素影响，而随着全球经济的不断修复，需求仍然维持小幅增长，整体供需仍然维持紧平衡。1月29日布伦特原油期货收盘价为82.67美元/桶，考虑到OPEC+的财政平衡成本，我们预计2024年国际油价仍将维持中高区间，上游油气开采板块维持高景气。近期国内终端民用天然气价格开始密集调整，天然气价格上下游联动开启，重点推荐【中国海油】、【中国石油】、【广汇能源】。三代制冷剂HFCs即将进入配额制元年，行业供给长期收缩且行业集中度愈发提高，未来四代制冷剂进入商业化进程将打开国内新的市场，含氟精细化学品及高分子材料也将进入需求快速增长期，看好氟化工行业景气度上行，重点推荐【巨化股份】。全球轮胎行业是一个万亿级赛道，国产轮胎正蓄势突破，中长期国内龙头公司全球市占率有望逐步提升，重点推荐【森麒麟】。民爆行业集中度提升，供需格局正持续改善，行业景气度持续提升，关注股东背景雄厚、国内民爆行业产能规模前三、爆破服务项目经验丰富的央企民爆龙头【易普力】。需求拉动功能健康甜味剂、膳食纤维产能大幅提升，同时阿洛酮糖推广进程有望加速，重点推荐国内健康功能糖、膳食纤维龙头【百龙创园】。

## 2、本月投资组合

我们本月建议的组合包括中国海油、中国石油、森麒麟、巨化股份、百龙创园、广汇能源。

- 【中国海油】经营管理优异的海上油气巨头；
- 【中国石油】国内最大油气生产和销售商，油价上涨助推业绩提升；
- 【森麒麟】主打大尺寸轮胎出口，智能制造引领前进方向；
- 【巨化股份】氟化工龙头企业，看好制冷剂景气度和氟化液市场前景；
- 【百龙创园】健康功能糖加速渗透，规模扩张助力成长；
- 【广汇能源】能源业务持续强劲，海外天然气套利可期；

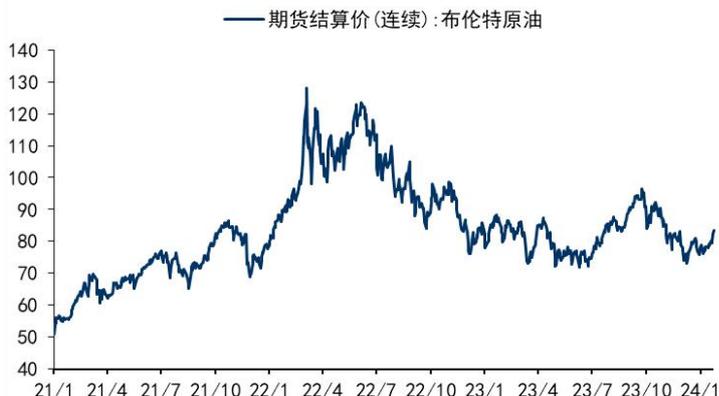
### 3、重点行业研究

#### 3.1 原油行业深度跟踪：油价有望维持中高区间，油气开采企业有望量价齐升

**原油市场回顾及展望：受地缘政治局势扰动及供应紧缩，国际原油价格波动上行**

截至 1 月 26 日收盘，WTI 原油价格为 78.01 美元/桶，较上月末上涨 6.05%；布伦特原油价格为 83.55 美元/桶，较上月末上涨 5.67%。1 月上旬，由于 EIA 汽油库存大幅增加，同时沙特下调原油官方售价，引发市场对于原油需求疲软的担忧，但市场更加关注中东地缘政治局势，以及利比亚油田关闭导致的供应中断，因此国际油价小幅上涨。1 月中下旬，中东地区紧张局势加剧，极寒天气导致美国石油产量减少，美国原油库存大幅下降，原油供应收紧；与此同时，美国经济数据表现强劲，中国降准刺激经济提振原油需求，市场情绪较为乐观，因此国际原油价格大幅上行，布伦特油价重回 80 美元上方。

图1：布伦特油价走势（美元/桶）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

我们认为原油整体供需偏紧，未来布伦特油价有望维持在 80-90 美元/桶的较高区间。国际能源署 IEA 在 2024 年 1 月月报中进一步上调 2024 年全球石油需求增长预测，报告中预计 2024 年全球石油需求将增加 124 万桶/日，比之前的预测增加 18 万桶/日，总需求平均为 1.03 亿桶/日；而 OPEC 在 2024 年 1 月月报中的预测与上月持平，2024 年全球石油需求将增长 225 万桶/日，总需求平均为 1.04 亿桶。

供给端 OPEC+ 继续加大减产力度，沙特阿拉伯和俄罗斯将减产延长至 2024 年一季度；俄罗斯原油将继续受制裁影响，实际产量变化趋势存在不确定性；美国战略石油储备进入补充阶段，且页岩油资本开支不足，增产有限，供给端整体偏紧。需求端随着全球经济的不断修复，中国原油加工量提升明显，美国商业原油库存大幅下降。石油需求温和复苏，因此整体供需相对偏紧，油价有望继续维持较高区间。

**供给端：2024 年 OPEC+ 继续减产，供应或将维持低位**

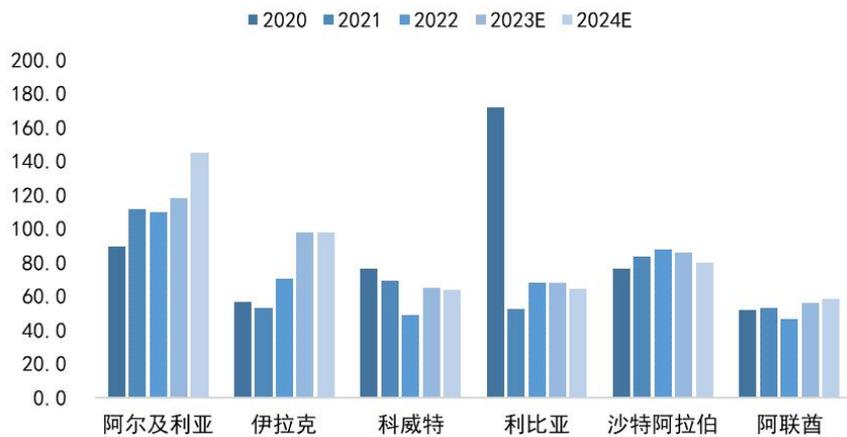
**OPEC+ 继续加大减产力度，沙特阿拉伯和俄罗斯将减产延长至 2024 年一季度。**由于中东各国及俄罗斯的财政盈亏平衡油价大部分处于 65 美元/桶以上，出于对高

油价的诉求，2022年12月4日的OPEC+会议决定维持200万桶/天的减产政策不变（OPEC减产127万桶/天，其他国家减产73万桶/天），并将该产量政策一直延续至2024年底。

从2023年开始，OPEC调价频率也将放缓，不再召开高频的月度会议调整产量政策，而是每6个月举行一次部长级会议（ONOMM），每两个月举行一次欧佩克+联合部长级监督委员会（JMMC）会议，从而更加保证减产政策的稳定性。

2023年5月起，沙特自愿减产50万桶/日原油，7月起再次自愿额外减产100万桶/日原油。两次减产后，沙特原油日均产量已减至900万桶，为数年来的最低水平。2023年9月5日，沙特再次宣布将7月起减产100万桶/日的措施延长3个月至2023年年底，同时俄罗斯也将延长30万桶/日的石油出口削减直至年底。2023年12月，OPEC+成员国们各自宣布在2024年一季度期间自愿减产，总规模合计219.3万桶/日，其中沙特和俄罗斯分别延长减产100万桶和50万桶。其余国家的具体每日减产规模为伊拉克22万桶、阿联酋16.3万桶、科威特13.5万桶、哈萨克斯坦8.2万桶、阿尔及利亚5.1万桶和阿曼4.2万桶。沙特和俄罗斯两大原油供应国延长减产将有利提振油市，供应端处于低位运行。

图2: OPEC 主要成员国财政平衡油价（美元/桶）



资料来源：IMF，国信证券经济研究所整理

根据 IEA 最新发布的月度报告统计，今年截至目前，2023年12月OPEC+产量为4185万桶/天，已经减产了539万桶/天，减产总体履行率较高，兑现了之前的减产承诺。2023年12月OPEC+合计原油产量相比2023年11月增加约2万桶/天，依旧维持较好的减产力度。出于对高油价的诉求，OPEC+减产约束力仍在，对于油价可以起到良好的托底作用。

表1: OPEC+减产情况（百万桶/天）

国家	11月产量	12月产量	12月较配额	12月配额	生产能力	实际减产
阿尔及利亚	0.96	0.95	-0.01	0.96	1.00	0.05
刚果	0.25	0.26	-0.05	0.31	0.27	0.01
赤道几内亚	0.05	0.05	-0.07	0.12	0.06	0.01

加蓬	0.23	0.22	0.05	0.17	0.23	0.01
伊拉克	4.29	4.33	0.11	4.22	4.78	0.45
科威特	2.6	2.55	0	2.55	2.83	0.28
尼日利亚	1.25	1.35	-0.39	1.74	1.38	0.03
沙特阿拉伯	8.92	8.95	-0.03	8.98	12.17	3.22
阿联酋	3.24	3.23	0.35	2.88	4.23	1
<b>OPEC9 国产量</b>	<b>21.79</b>	<b>21.89</b>	<b>-0.03</b>	<b>21.92</b>	<b>26.96</b>	<b>5.07</b>
伊朗	3.21	3.15			3.8	
利比亚	1.17	1.18			1.23	0.05
委内瑞拉	0.8	0.8			0.82	0.02
<b>OPEC12 国产量</b>	<b>26.97</b>	<b>27.02</b>			<b>32.81</b>	<b>5.14</b>
阿塞拜疆	0.49	0.48	-0.2	0.68	0.54	0.06
哈萨克斯坦	1.57	1.6	0.05	1.55	1.67	0.07
墨西哥	1.64	1.65			1.68	0.03
阿曼	0.8	0.8	0	0.8	0.85	0.05
俄罗斯	9.5	9.48	0.03	9.45	9.98	0.5
其他	0.85	0.82	-0.24	1.06	0.87	0.05
<b>Non-OPEC 合计</b>	<b>14.86</b>	<b>14.83</b>	<b>-0.36</b>	<b>13.54</b>	<b>15.58</b>	<b>0.25</b>
<b>OPEC+18 国产量</b>	<b>35.01</b>	<b>35.07</b>	<b>-0.39</b>	<b>35.46</b>	<b>40.87</b>	<b>5.3</b>
<b>OPEC+合计</b>	<b>41.83</b>	<b>41.85</b>			<b>48.4</b>	<b>5.39</b>

资料来源：OPEC，国信证券经济研究所整理

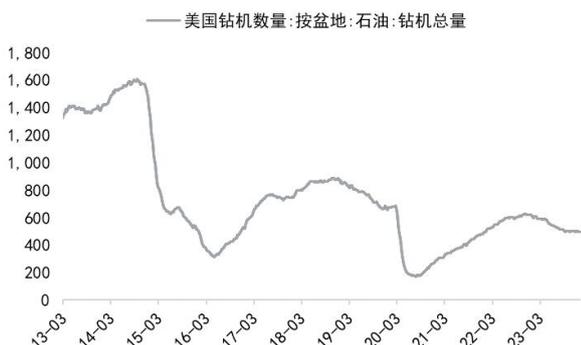
**受制裁影响及高油价诉求，俄罗斯供给预期下降。** 欧盟第六轮对俄罗斯的制裁结果为 2022 年 12 月 5 日开启对俄罗斯海运原油的禁运，2023 年 2 月 5 日实施对于俄罗斯海运石油产品的禁运，通过对海上运输保险的控制，对俄罗斯原油设定了 60 美金的上限。后续俄罗斯的原油供应仍有较强不确定性，俄罗斯正在积极通过贸易转移的方式将原油卖到亚洲地区，预计随着全球原油贸易格局的重塑，制裁的影响也将逐步减弱。

根据 IEA 数据，2023 年 12 月份俄罗斯石油出口量增加 50 万桶/天，达到 9 个月以来最高点的 780 万桶/天。原油发货量环比增加 24 万桶/天达到 500 万桶/天，而产品流量则增加 26 万桶/天。但与此同时，由于俄罗斯石油价格折扣增加和基准油价下跌，估计出口收入跌至 6 个月低点的 144 亿美元。

**美国页岩油增速缓慢，战略石油储备进入补充周期。** 在页岩油方面，美国目前资本开支意愿仍然较低，仍不具备大幅增产的条件。截至 2024 年 1 月 26 日当周，美国活跃钻机数量为 499 部，较上周增加 2 部，较上月减少 1 部。截至 2023 年 12 月，美国开钻未完钻区域油井数为 4374 口，较上月减少 64 口。截至 2024 年 1 月 19 日当周，美国原油产量为 1230 万桶/天，较上周减少 100 万桶/天，较上月也减少 100 万桶/天。根据 EIA 的数据，2023 年美国原油产量增长 104 万桶/天至 12.92 百万桶/天，并预计 2024-2025 年美国原油产量分别为 13.21、13.44 百万桶/天，供给增速有所放缓。

图3: 美国石油钻机数量 (部)

图4: 美国未完钻油井数量 (口)

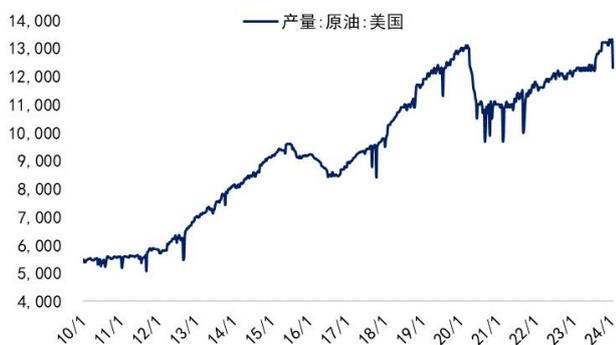


资料来源：贝克休斯，国信证券经济研究所整理



资料来源：贝克休斯，国信证券经济研究所整理

图5: 美国原油月度产量及预测 (千桶/天)



资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

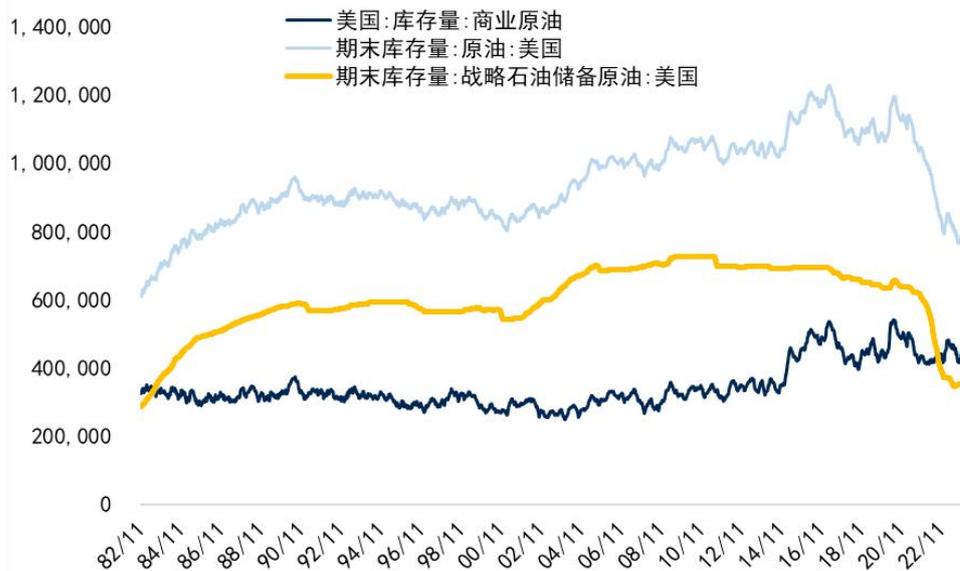
图6: 美国原油年度产量及预测 (百万桶/天)



资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

**美国战略储备原油库存处于历史低位，政府规划持续补充库存。**自 2021 年下半年开始，为应对石油紧缺以及石油价格快速高涨，美国曾两次宣布释放战略石油，2021-2022 年美国释放战略石油储备共计 2.35 亿桶，截止至 2023 年底石油战略储备为 3.54 亿桶以下，几乎降至近年来最低水平。而在 2022 年大规模释放战略石油储备的同时，美国政府也在考虑战略石油储备的补充问题。2023 年，美国能源部正式开始了战略石油储备的采购补充工作。美国政府最新计划在 2024 年 1 月底之前以不超过 79 美元/桶的价格购买 600 万桶原油，以补充战略石油储备。截至 2024 年 1 月 19 日当周，美国战略石油储备为 3.57 亿桶，环比增加 200.8 万桶，较上月增加 317.7 万桶。

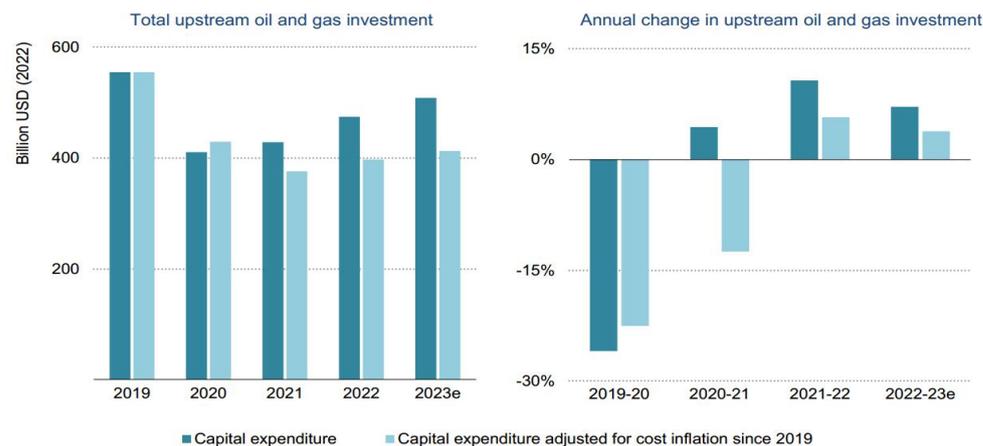
图7: 美国原油库存 (千桶)



资料来源：IEA，国信证券经济研究所整理

**上游油气投资增长缓慢，主要以页岩行业投资为主。**油田项目投资效果逐渐减弱，2022 年上游油气投资增长了 11%，预计到 2023 年增长 7%，达到 5000 亿美元。但根据 IEA 的测算，全球油气项目成本也有所提升，达到增加的油田项目投资额 50% 及以上。2019-2021 年油气项目开发呈现下跌趋势，直到 2021 年以后才触底小幅反弹。油气项目投资主要以页岩气为主。因此我们认为即使未来油气资本开支不断增长，但由于油田投资成本的提升，实际带来的投资效果将逐步减弱。

图8：上游油气投资总额与年度变化



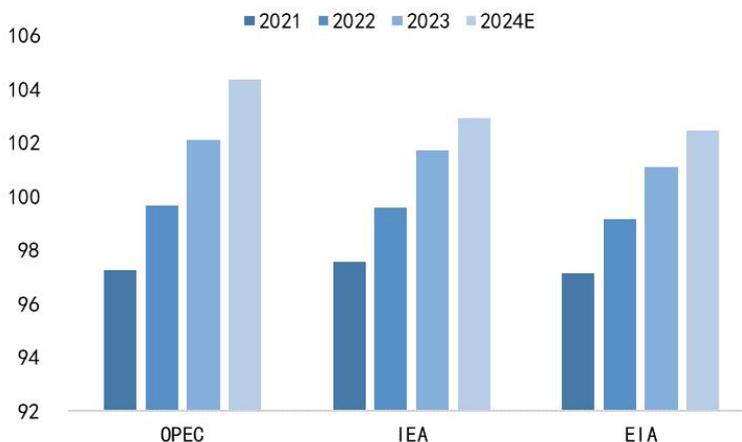
资料来源：IEA，国信证券经济研究所整理

**需求端：总体原油需求温和复苏**

**国际主要能源机构预测 2024 年原油需求小幅增长。**OPEC、EIA、IEA 分别在最新的月报中预测 2023 年原油需求为 102.11、101.08、101.70 百万桶/天，并预测 2024 年原油需求分别为 104.36、102.47、102.94 百万桶/天，分别较 2023 年增

加 225、124、139 万桶/天，IEA 较之前的预测增加 18 万桶/日，OPEC、EIA 预测的需求与上个月相同，说明总体需求正温和复苏。

图9: 主流机构对于原油需求的预测（百万桶/天）



资料来源：IEA, EIA, OPEC, 国信证券经济研究所整理

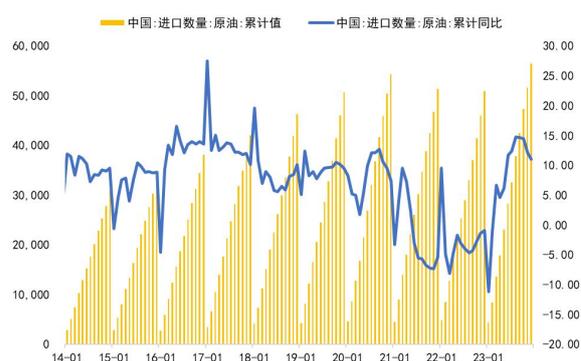
**国内炼厂开工率稳步提升，原油加工量创历史新高。**根据国家统计局及海关总署数据，2023 年我国原油总产量 2.09 亿吨，同比增长 2.0%，原油进口量 5.64 亿吨，同比增长 11.0%，原油加工量 7.35 亿吨，同比增长 9.3%。截至 2024 年 1 月 25 日，主营炼厂开工率为 78.24%，与上周持平，较上月上涨 0.2pcts。截至 2024 年 1 月 25 日，山东地炼开工率为 62.61%，较上周下降 0.23pcts，较上月上升 4.61pcts。

图10: 中国原油产量（万吨）及同比（%，右轴）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

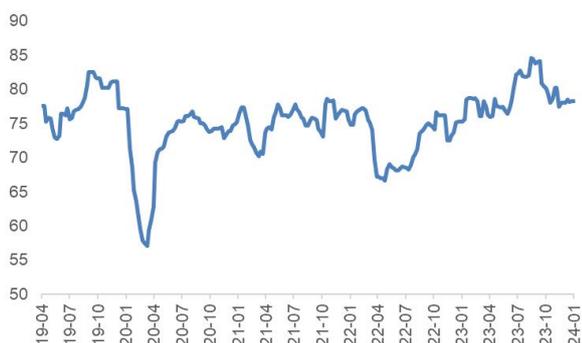
图11: 中国原油进口量（万吨）及同比（%，右轴）



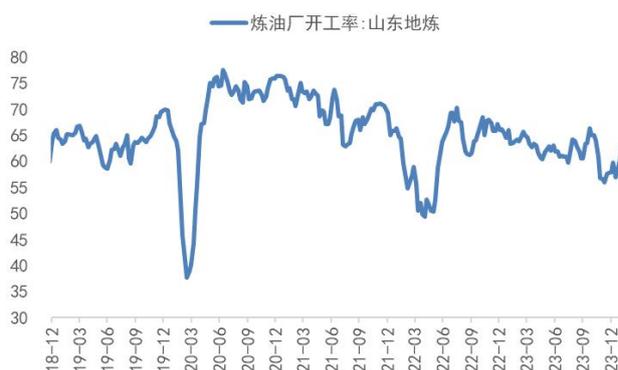
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12: 中国主营炼厂平均开工负荷率（%）

图13: 山东地炼平均开工负荷率（%）



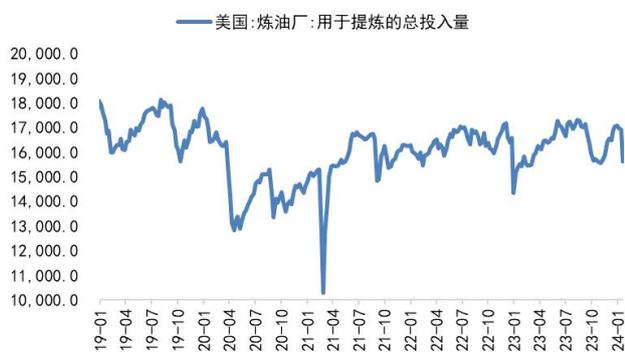
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

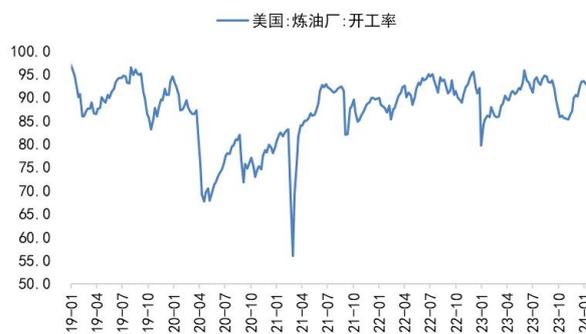
**美国寒潮影响炼油厂开工率，美国原油需求具备高强度韧性。**根据 EIA 数据显示，截至 2024 年 1 月 19 日当周，美国炼厂原油加工量为 1527.6 万桶/天，较上周减少 137.7 万桶/天，美国炼厂开工率为 85.50%，较上周下降 7.1pcts。美国炼油厂开工率自 2023 年 11 月初以来持续上行，但近期美国遭遇冬季风暴，寒潮对美国原油产量影响超预期且恢复缓慢。截至 2024 年 1 月 19 日当周，美国车用汽油需求为 859.8 万桶/日，较上周减少 76.8 万桶/天。2023 年美国车用汽油平均需求为 971 万桶/天，较 2022 年提高约 15 万桶/天，体现美国原油终端需求具备的高强度韧性，消费韧性也将进一步成为供应紧张促进油价上涨的助推力。

图14: 美国炼油厂原油加工量（千桶/天）



资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

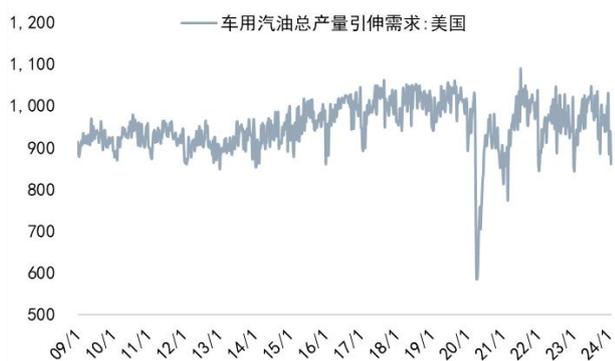
图15: 美国炼油厂开工率（%）



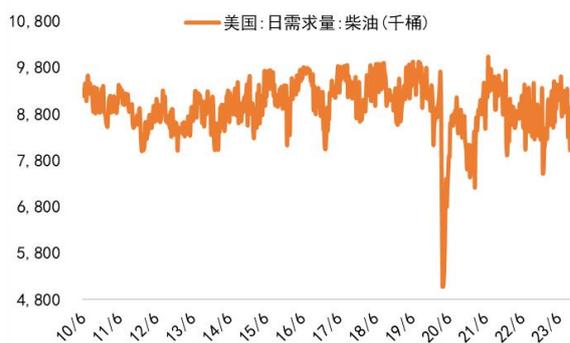
资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

图16: 美国车用汽油需求（万桶/天）

图17: 美国柴油日需求量（千桶/天）



资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理



资料来源：美国可再生燃料协会，国信证券经济研究所整理

我们认为原油整体供需偏紧，未来布伦特油价有望维持在 80-90 美元/桶的较高区间。国际能源署 IEA 在 2024 年 1 月月报中进一步上调 2024 年全球石油需求增长预测，报告中预计 2024 年全球石油需求将增加 124 万桶/日，比之前的预测增加 18 万桶/日，总需求平均为 1.03 亿桶/日；而 OPEC 在 2024 年 1 月月报中的预测与上月持平，2024 年全球石油需求将增长 225 万桶/日，总需求平均为 1.04 亿桶。

供给端 OPEC+继续加大减产力度，沙特阿拉伯和俄罗斯将减产延长至 2024 年一季度；俄罗斯原油将继续受制裁影响，实际产量变化趋势存在不确定性；美国战略石油储备进入补充阶段，且页岩油资本开支不足，增产有限，供给端整体偏紧。需求端随着全球经济的不断修复，中国原油加工量提升明显，美国商业原油库存大幅下降。石油需求温和复苏，因此整体供需相对偏紧，油价有望继续维持较高区间。

### 3.2 制冷剂行业深度跟踪：看好三代制冷剂即将开启景气上行周期

#### 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。

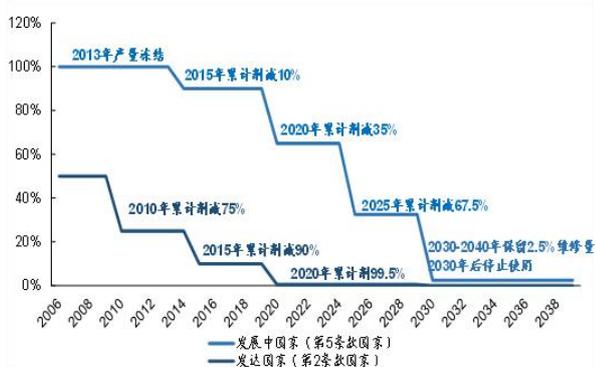
（1）**第二代制冷剂**：2015 年以来，随着二代制冷剂生产配额大幅削减，我国 R22

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。

2023 年 11 月 4 日，生态环境部发布了“关于印发《2024 年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》的通知”，为实际履行《〈关于消耗臭氧层物质的蒙特利尔议定书〉基加利修正案》，实现 2024 年氢氟碳化物（HFCs）生产和使用量冻结在基线值的履约目标，有关单位被要求于 2023 年 11 月 24 日前组织做好 2024 年度 HFCs 生产配额、内用生产配额和进口配额申请填报等相关工作。按照《基加利修正案》有关规定，我国 HFCs 生产和使用的基线值，以吨二氧化碳当量（tCO<sub>2</sub>）为单位，分别为基线年（2020—2022 年）我国 HFCs 的平均生产量和平均使用量，再分别加上含氢氯氟烃（HCFCs）生产和使用基线值的 65%。确定我国 HFCs 生产基线值为 18.53 亿 tCO<sub>2</sub>、HFCs 使用基线值为 9.05 亿 tCO<sub>2</sub>（含进口基线值 0.05 亿 tCO<sub>2</sub>）；进口配额总量为 0.1 亿 tCO<sub>2</sub>。2024 年 1 月 11 日，生态环境部发布《关于 2024 年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物生产、使用和进口配额核发情况的公示》，对每家企业、每项产品的生产、使用配额等进行了详细公示。

图18：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19：发展中国家及发达国家三代制冷剂淘汰时间表



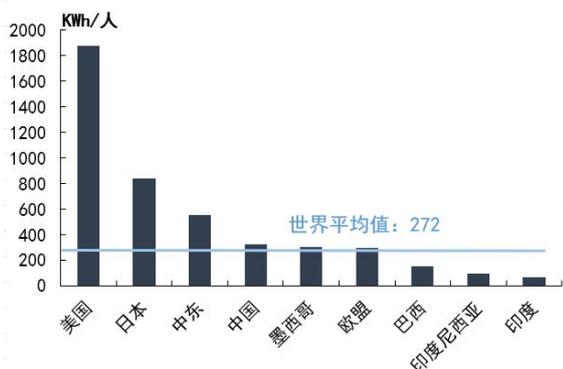
资料来源：蒙特利尔议定书，国信证券经济研究所整理

**从长周期看，我国空间制冷需求仍有较大的增长空间。**制冷剂市场方面，新兴经济体中工业发展、冰箱及空调的普及与汽车制冷需求的激增持续推动制冷剂市场的发展，据 Markets and Markets Research 预测，未来全球制冷剂需求增量将主要来自于亚太及中东地区，亚太地区将持续作为全球最大的制冷剂消费市场；北美及欧洲的制冷剂市场则相对成熟，预计未来几年内将稳定增长。据中国产业调研网数据，目前全球 65%-70%的制冷剂产能在中国，全球制冷剂需求量的 40%来自中国，我国为全球最大的制冷剂生产国和消费国。家用空调方面，据 IEA（国际能源署）数据，2019 年我国房间空调产量占全球的 70%，近 19 年间我国空调销售量增长了五倍，我国在全球空调市场上处于领先地位。近年来我国空调产销量迅

猛增长，许多城市中家庭制冷设备的选择发生了变化，而目前国内约 40% 的家庭仍然没有空调。据 IEA 预计，随着收入水平持续增长，到 2030 年，中国家庭空调的拥有率将达 85%，安装住宅制冷设备（包括风扇和除湿机）的总数将超过 11 亿。据印度环境、森林与气候变化部发布的《印度冷却行动计划草案》显示，目前中国人均空间制冷能耗大大低于美国，并且不足日韩的一半，仍有提升空间。从长周期看，我国空间制冷需求仍有较大增长空间。

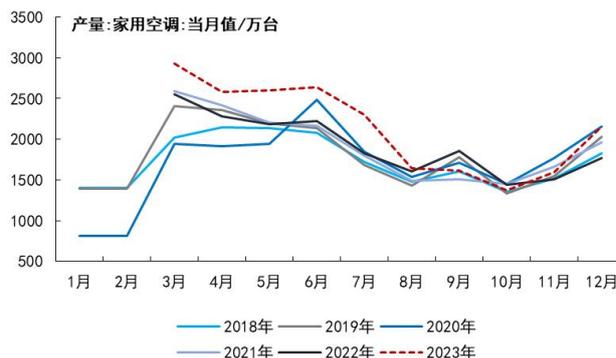
**2023 年我国空调内销市场迎来久违“大年”，家用空调产业进入新周期。**随着我国空调市场进入存量阶段，结构升级成为行业的主基调，而结构升级背后的涵义是行业由过去的规模驱动向品质驱动转变，企业利润与创新形成相互促进的闭环。2023 年，疫情放开后需求集中恢复、高温天气预期、健康舒适及家庭场景价值的再挖掘等，2023 上半年国内空调市场表现靓丽。据国家统计局数据显示，2022 年全年中国空调累计产量达到 22247.3 万台，累计增长 1.8%。国家统计局数据显示，2023 年 10 月全国空调产量 1373.0 万台，同比下降 0.5%；1-10 月累计产量 20738.5 万台，同比增长 12.4%。据产业在线数据，作为全球最大的家用空调生产基地和销售市场，2023 年冷年，中国家用空调同期取得了销售量 1.68 亿台，销售额 3629 亿元，量、额分别增长 9.2% 和 11%。

图20: 我国人均空间制冷能耗仍有较大增长空间



资料来源：印度环境、森林与气候变化部，国信证券经济研究所整理

图21: 我国家用空调产量



资料来源：国家统计局，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。

**2023 年初**，随着配额窗口期的结束，三代制冷剂品种价格均出现明显回暖；后续受到需求低迷的影响，2023Q2 起，制冷剂价格出现小幅回落。在经历二季度制冷剂价格及相关公司业绩的持续回落之后，7 月起制冷剂价格进入上行通道。据百川盈孚数据显示，12 月份国内制冷剂 R134a 价格小幅上调，月内市场均价为 27325 元/吨，相较于 11 月份 26409 元/吨上涨幅度为 3.47%；2024 年 1 月份制冷剂 R134a

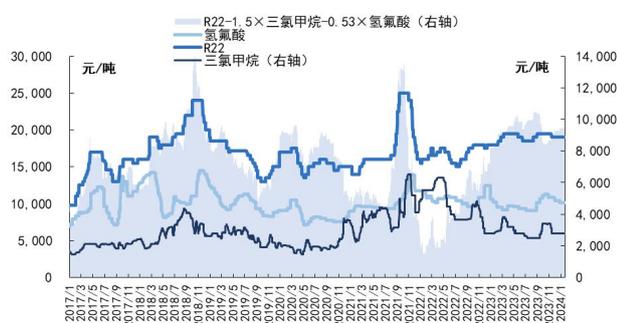
价格坚挺，稳中上涨运行。R134a 场内供应仍存缩减预期，供需格局未有改善，下游刚需采购为主，整体处于产销弱势。12 月份国内制冷剂 R32 市场均价为 16750 元/吨，较 11 月份均价持平。当前氢氟酸价格延续下行，终端仍保持刚需采购为主，2024 年 1 月制冷剂 R32 窄幅波动，多企稳为主。此外，R125、R410a 需求面跟进缓慢，短期继续稳中偏弱。

**二代制冷剂方面**，近几年我国二代制冷剂的被替代速度不及削减速度，原料价格高企、厂商配额量有限，整体盈利水平保持较高。临近新年，预期 2025 年 HCFCs 配额有望重新下发，外贸市场需求回落。据百川盈孚数据，2024 年 1 月份国内制冷剂 R22 市场均价为 19500 元/吨，保持平稳运行，相较于 12 月份均价持平；出口级 R22 市场回落至 15000 元/吨附近。

**三代制冷剂方面**，2024 年 1 月以来，三代制冷剂经历了约 2 次重要提价。近期，R143 在出口许可证下发之后，出口需求量有所提升，配额消化进度超预期表现；现阶段生产企业开工负荷较低，以消化库存为主。截至 1 月 23 日，R143a 报价 46000-48000 元/吨，R134a 市场报盘 28000-29000 元/吨，刚需为主；R125 因配额缺口预期企业出厂 31000-33000 元/吨。此外，**上游资源端萤石方面**，自 2023 年 10 月底以来，国内萤石价格逐步下行，截至 1 月 22 日，萤石市场弱稳运行，当前国内 97% 萤石湿粉市场出厂均价在 3275 元/吨。当前原矿库存低位情况下萤石粉长线货紧情况难改，萤石价格支撑始终存在。

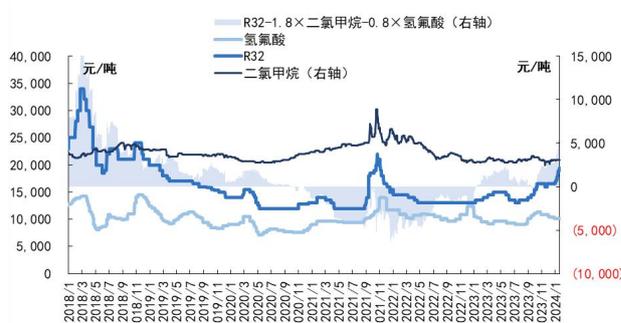
整体来说，2020-2022 年，受 NCP 疫情、全球经济衰退、行业周期下行探底叠加影响，氟制冷剂企业生产经营遭受冲击。在此背景下，二代氟制冷剂（R22、R142b）、发泡剂（R141b）等供给端由于受到配额管理的约束，价格仍然保持相对坚挺；第三代氟制冷剂产品受到由《蒙特利尔议定书》基加利修正案引发的配额争夺预期影响，在 2020-2022 年期间处于行业竞争激烈阶段，其价格及价差持续处于底部区间。随着供给侧结构性改革不断深化、配额管理将在立法层面落地、行业竞争格局趋向集中，而下游需求恢复平稳增长，我们看好三代制冷剂有望迎来景气复苏，三代制冷剂龙头厂商有望迎来经营业绩的大幅修复及复苏。另外，第四代制冷剂 R1234yf、R1234ze 等的应用正处于起步阶段，目前巨化股份等公司已实现代加工或已储备相应技术，未来第四代制冷剂将因其卓越性能与环保性成为第三代 HFC 制冷剂的绿色替代方案。

图22: 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23: R32 价格与价差跟踪



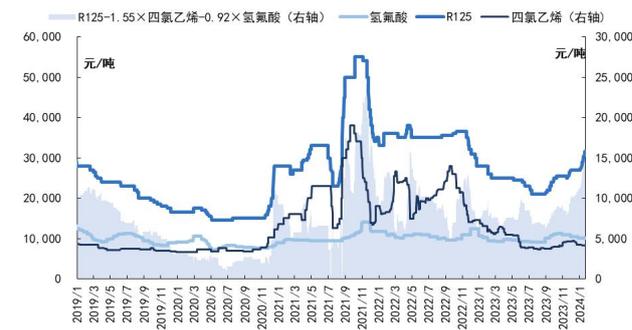
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图24: R134a 价格与价差跟踪

图25: 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



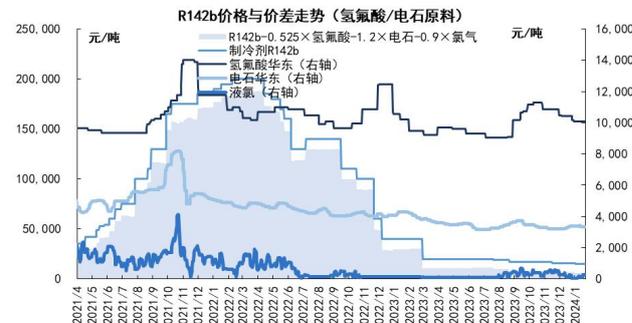
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图26: 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27: R142b 价格与价差跟踪



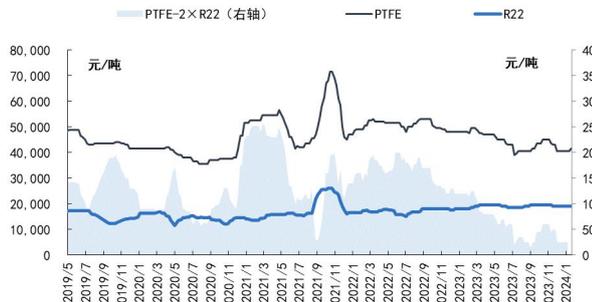
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

含氟聚合物是重要的新材料高端制造、国产替代的发展方向，在工业建筑、石油化学、汽车工业、航天工业等有广泛的应用。（1）PTFE 方面，长期来看供给端政策加速行业转型，高端产品替代成果初现；然而短期内新增产能不断释放，市场需求表现平淡。截至 2024 年 1 月 23 日，PTFE 悬浮中粒主流报价 4.2-4.8 万元/吨，悬浮细粉主流报价区间 4.6-4.8 万元/吨，分散树脂主流报价区间集中在 4.5-4.8 万元/吨，乳液主流意向报价区间集中在 3.0-3.2 万元/吨，实单成交低位。（2）PVDF 方面，随着厂商大量扩产、下游需求受到宏观经济等影响等，自 2022 年 3 月起，PVDF 产业链价格与利润冲高后出现了回落，涂料级 PVDF 价格率先出现明显回调、锂电级价格逐步回调。截至 2024 年 1 月 23 日，当前 PVDF 涂料市场主流报价为 6.5-7.5 万元/吨，粒料市场主流报价为 7.5-9.0 万元/吨，锂电级主流报价为 7.5-8.0 万元/吨，光伏级报价为 7.5 万元/吨附近，部分市场实际成交低位。（3）FEP 方面，高端线缆料目前报价 8.5 万元/吨，价格处于近五年来的 65%-70%分位数，低端料报价 4.8 万元/吨。长期来看，“东数西算”助推光纤升级换代，重要场合网线的规格及要求有望提升，FEP 成可作为电线电缆绝缘、保护的理想材料，未来需求前景广阔。

整体来说，2022-2025 年，我们预测三大氟树脂材料（PTFE、PVDF、FEP）合计对萤石的消耗将达到 48.2、64.1、74.1、85.7 万吨（占萤石产量的 8.6%、10.7%、12.3%、13.8%），CAGR 为 21.15%。其中，2022-2025 年期间，我们预测我国 PTFE、

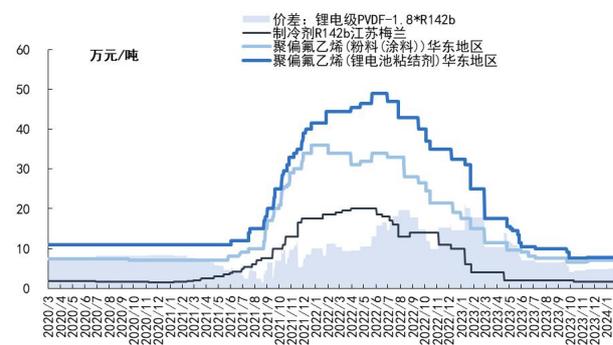
PVDF、FEP 的产能增速 CAGR 分别为 10.26%、38.88%、18.22%。

图28: PTFE 价格与价差跟踪



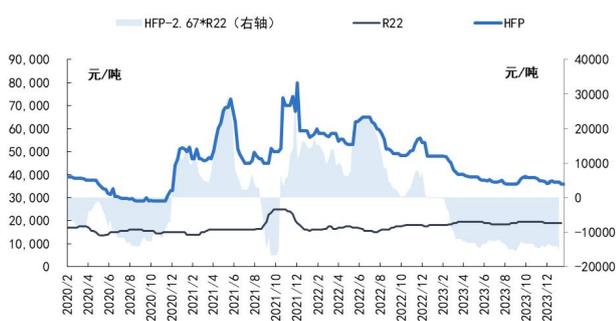
资料来源:百川盈孚,国信证券经济研究所整理

图29: PVDF 价格与价差跟踪



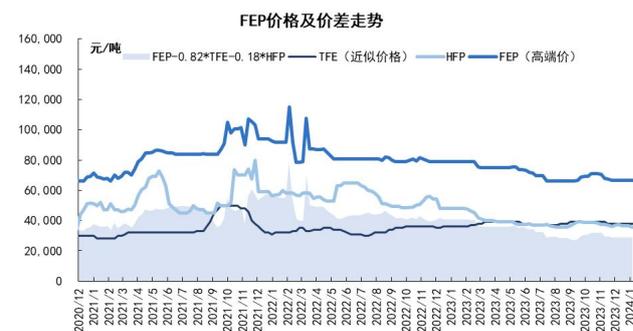
资料来源:百川盈孚,国信证券经济研究所整理

图30: HFP 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31: FEP 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

此外,冷却液方面,长期来看,氟化液液体冷却等“绿色计算”技术的需求增速与渗透率有望逐步提升;作为半导体蚀刻工艺中晶圆表面控温的关键供应链原料,电子氟化液中长期国产替代空间广阔;灭火剂方面,电化学储能安全新规即将实施,未来全氟己酮的新增需求将主要来自于储能电站、电池消防、电力供电电行业、数据中心等领域。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。

### 3.3 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

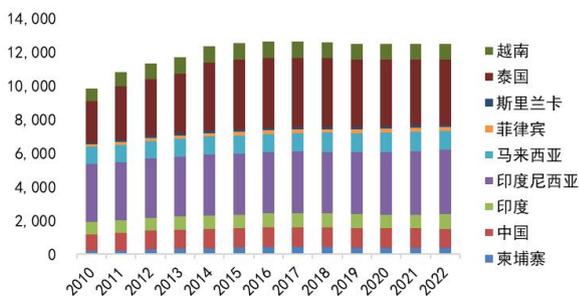
#### 上游原材料：价格中枢有望下降

##### 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。

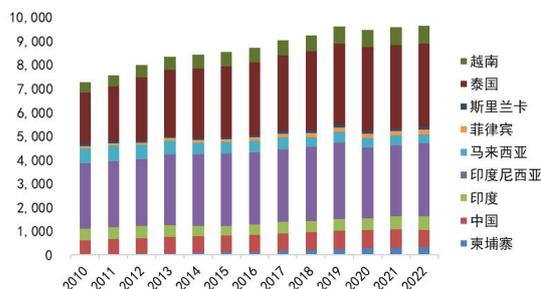
2011年以后，随着天然橡胶价格的走弱，全球天然橡胶的新增种植面积逐步减少，导致总种植面积一直维持在相对稳定的水平，而代表天然橡胶实际产能的开割面积仍在不断增长。展望2024年，只要天然橡胶价格不出现长期低于成本的情况，主产国开割面积仍将小幅增长，全球天然橡胶供应将继续偏宽松。

图32: 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33: 天然橡胶主产国开割面积（千公顷）

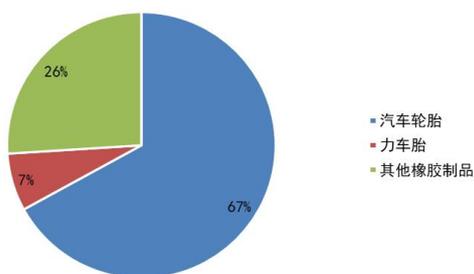


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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。

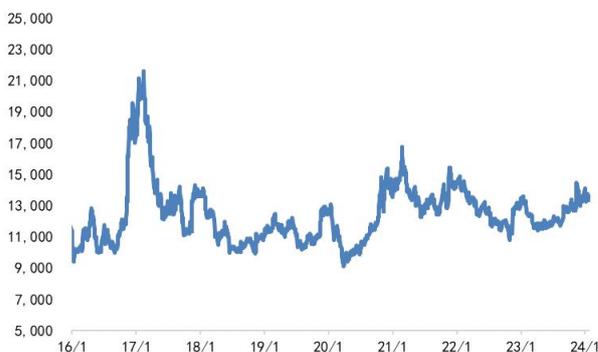
2024年全球及中国天胶供应整体宽松，海外轮胎消费处在复苏的过程中，国内需求预期好转，整体供需仍处在偏宽松的状态，天然橡胶价格预计仍将低位震荡。

图34: 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35: 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

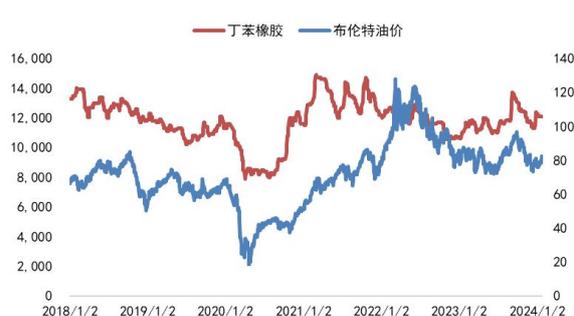
轮胎用合成橡胶以顺丁橡胶和丁苯橡胶为主。合成橡胶与天然橡胶具有较强的互补性，大多数轮胎生产商基本上是将两种橡胶混合使用。合成橡胶上游原材料主要是丁二烯，而丁二烯主要是炼厂乙烯裂解装置的副产物，因此合成橡胶价格与油价的关联性较大。

图36: 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

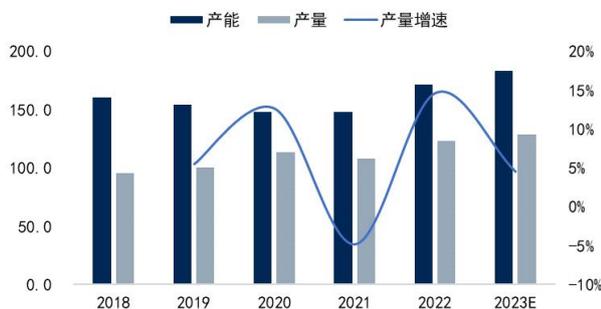
图37: 丁苯橡胶（元/吨）与油价（美元/桶）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

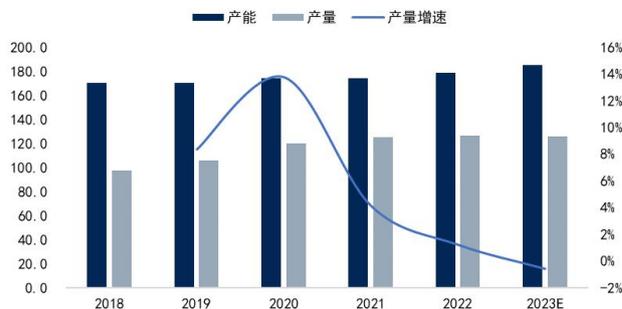
从供需上看，合成橡胶仍处在产能过剩阶段，不具备大幅涨价的基础。随着油价趋于稳定，合成橡胶价格预计维持在合理区间，2024 年价格中枢有望下降。

图38: 顺丁橡胶产能产量增速（万吨）



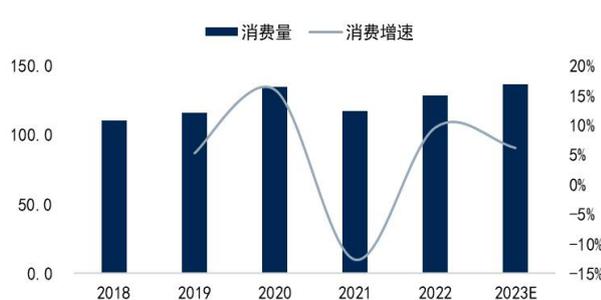
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图39: 丁苯橡胶产能产量增速（万吨）



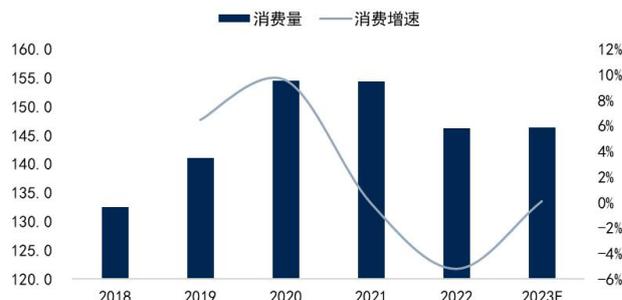
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图40: 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

图41: 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

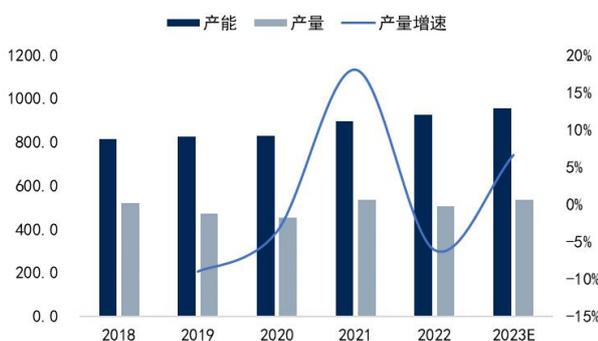
炭黑在很大程度上能够提高橡胶的物理性能，是轮胎中不可或缺的补强剂，轮胎中添加 30% 的补强炭黑即可将轮胎的行驶里程提高至 4-6 公里。炭黑可以增加橡胶制品耐磨性，延长轮胎使用寿命，节约成本。

**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，2023 年随着疫情结束，需求开始逐步回升。预计 2024 年需求稳中向好。

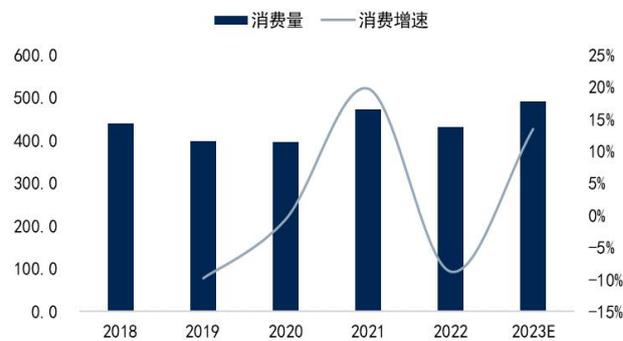
**出口：**欧洲炭黑总产能约有 54% 来自于俄罗斯、乌克兰和白俄罗斯，因此俄乌冲突导致 2022 年中国的炭黑出口增长明显。2023 年油价价格下降，炭黑出口有所回落，预计 2024 年炭黑出口仍然维持较高水平，炭黑价格、盈利水平保持稳定。

图42: 炭黑产能产量及增速 (万吨)



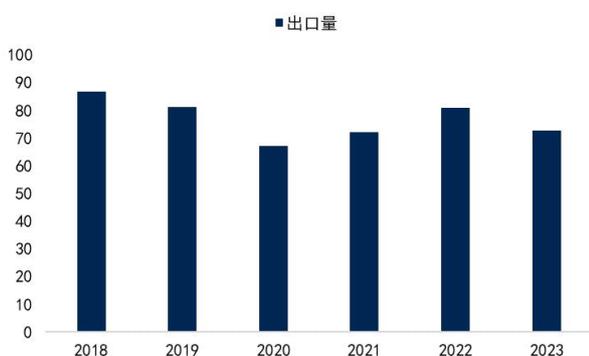
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图43: 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44: 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45: 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，2021-2022年的高价主要来自于成本推动，2023年受成本下降价格有所回落，2024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46: 促进剂产量与消费量（万吨）



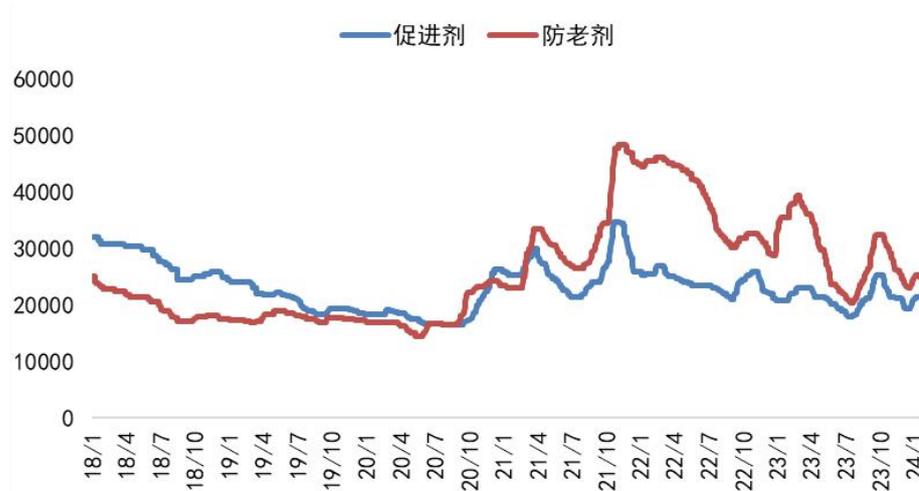
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图47: 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48: 橡胶助剂价格（元/吨）

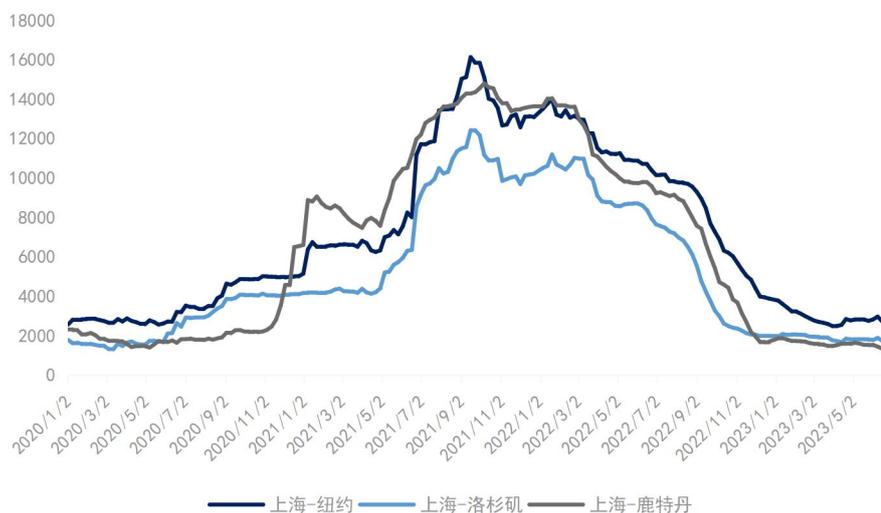


资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

### 轮胎出口：海运费低位运行，出口较为乐观

2023 年以来，海运费整体呈现低位运行的局面，海运价格已经降至疫情前的水平，相比 2021 年的高点下跌 85%左右。对于轮胎公司来说，海运费低位对于出口存在一定利好，下游经销商采购成本下降，有助于提升轮胎公司海外竞争力。

图49: 海运费（美元/标准箱）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

2023 年我国轮胎出口情况较为理想，全年全钢胎出口 462 万吨，同比增长 14.3%，半钢胎出口 286.5 万吨，同比增长 20.4%；全年国内新的充气橡胶轮胎出口 6.2 亿条，同比增长 11.6%。根据卓创资讯，轮胎出口较好的原因主要包括：一是欧洲能源价格高位，轮胎生产成本增加，欧洲国家更倾向于从中国进口价格更为低廉的轮胎；二是欧洲局势动荡，对中国轮胎需求增多；三是中国半钢轮胎企业积极开发国外市场，特别是对中东非市场的开发，使得中国轮胎出口进一步增长。

图50: 轮胎月度出口量（千吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图51: 轮胎月度出口量（万条）



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。

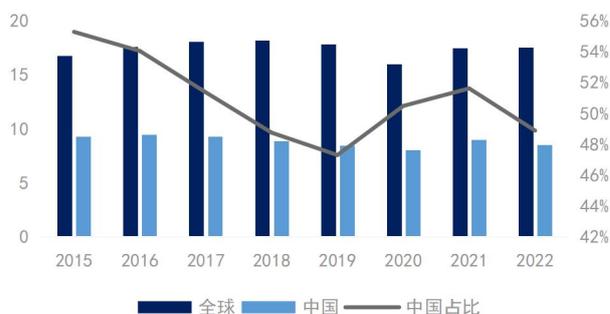
中国已经成为世界轮胎制造中心，并且结构也在不断变化，落后产能逐步淘汰，而头部企业稳步扩张，竞争力逐步增强。国内中资轮胎企业CR3（中策橡胶、玲珑轮胎、赛轮轮胎）全球市占率自上世纪90年代以来稳步攀升，整体份额仍有较大提升空间。中等梯队企业市占率自2015年达到巅峰后有所回落，原因是部分企业缺乏核心竞争力，重组情况较多。可以看出轮胎行业两极分化比较严重，强者更强。

图52：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53：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，2023 年新能源汽车产销分别达到 958.7 万辆和 949.5 万辆，同比分别增长 35.8%、37.9%，市场占有率达到 31.6%，高于上年同期 5.9%。

图54：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55：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

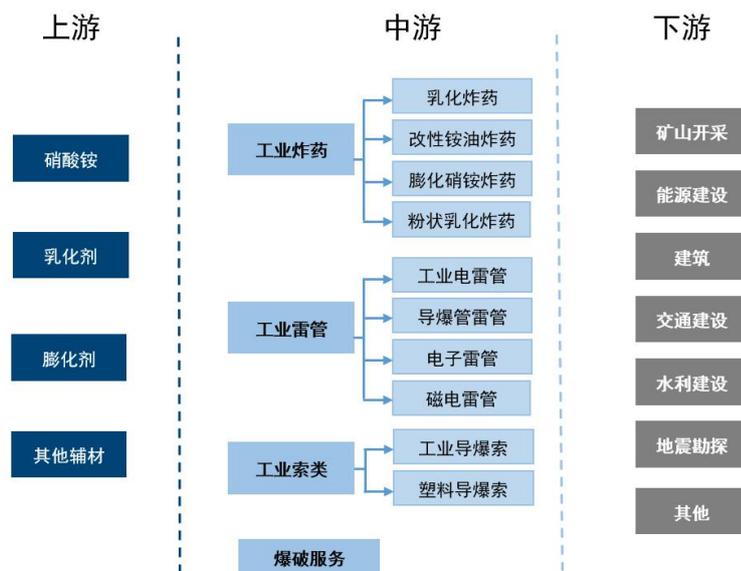
全球轮胎行业是万亿级赛道，国产轮胎蓄势突破。1) 成本端，主要原材料价格回落，轮胎成本压力释放；海运费大幅回落，回到疫情之前水平，国产品牌价格竞争力提升，利好轮胎出口“双反”制裁频发，轮胎企业全球化布局趋势显著。2) 需求端，轮胎市场空间广阔，国内新能源车放量带动国内半钢胎配套需求；国内轮胎品牌形象不断提升，经济预期恢复增长，看好替换市场集中度提升；欧美经济下行压力较大，国产轮胎性价比、竞争力凸显，国内轮胎企业海外订单逆势增长，积极抢占海外替换市场份额；国内轮胎企业全球化布局，靠近海外车企基地，绑定下游增加海外配套。

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。

### 3.4 民爆行业深度跟踪：政策强约束下行业集中度不断提升，需求端矿山开采平稳增长

民爆器材是民用爆破器材的简称，广泛用于矿山开采、冶金、交通、水利、电力和建筑等领域。民爆产业上游为硝酸铵、乳化剂和膨化剂等化工品；民爆行业主要包括民用爆破器材的生产销售及爆破服务；下游为采矿业、基础工业、基础设施建设等领域，民爆行业被誉为“基础工业的基础，能源工业的能源”。

图56: 民爆行业产业链



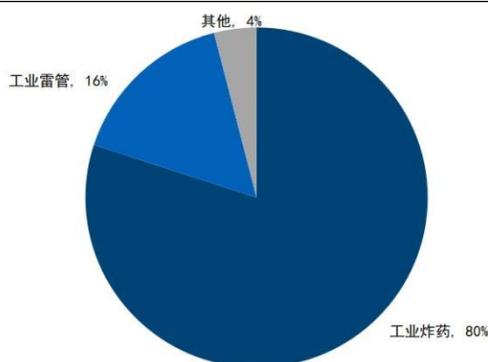
资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

根据《民用爆炸物品品名表》，民爆物品分为工业炸药、工业雷管、工业索类火

工品、其他民用爆炸物品和原材料 5 个大类。工业炸药是指用于采矿和工程爆破等作业的猛炸药，又称民用炸药，具有燃烧爆炸特性，是由氧化剂、可燃剂和其他添加剂等组分按照氧平衡的原理配置，并均匀混合制成的爆炸物。工业雷管是指在管壳内有起爆药和猛炸药的工业火工品，是采矿和工程爆破作业中常用的起爆器材。起爆能来引爆各类炸药及导爆索、传爆管等。工业索类火工品是指具有连续细长装药的绳索状工业火工品的总称。

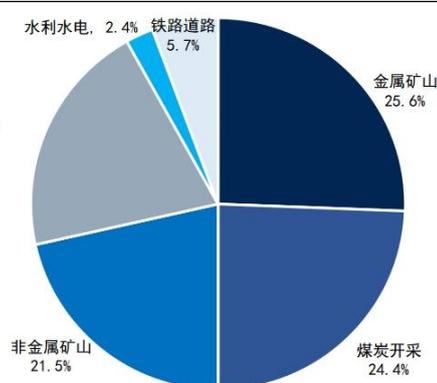
工业炸药占据中国民爆市场主要份额，矿业开采是民爆行业主要需求。工业炸药在民爆产品结构中占据主导地位，2020 年工业炸药在产品结构占比 80%，工业雷管次之占比 16%，其他产品只约占据市场 4% 份额。我国民爆主要服务于矿山开采，2020 年，金属矿山、非金属矿山及煤炭开采分别占民爆需求的 25.9%、24.7% 及 22.00%，合计占比 72.6%。

图57：2020 年中国民爆行业产品结构



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

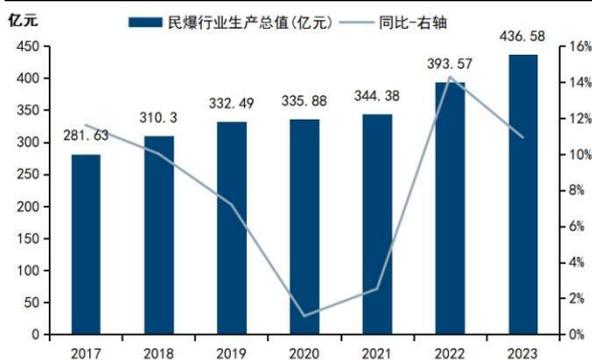
图58：2021 年中国民爆行业下游需求占比



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

民爆行业生产总值及利润稳步提升。根据中国爆破器材行业协会数据，2017-2021 年，民爆行业生产总值保持增长，但增速趋势放缓。2022 年，行业生产总值增速恢复至 14.28%，2023 年民爆行业生产总值达 436.58 亿元，同比增长 10.93%，延续了较高的增速。2017-2023 年，我国民爆生产企业利润总额稳中有升，2023 年我国民爆生产企业利润总额达到 85.27 亿元，同比增长 44.99%。

图59：2017-2023 年中国民爆行业生产总值



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

图60：2017-2023 年中国民爆生产企业利润总额



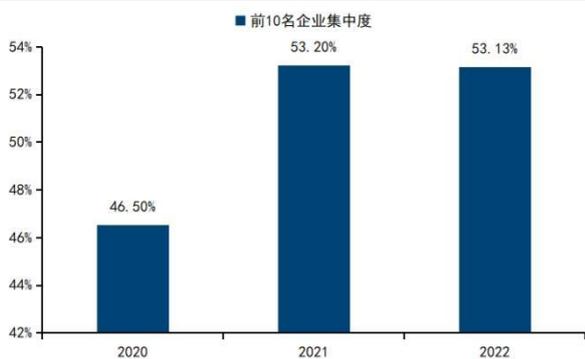
资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

### 供给端：政策强约束下行业集中度不断提升

工业和信息化部以及公安机关负责民爆行业的管理工作，我国民爆行业已形成“部-省-县”三级安全监管体系。民爆行业由工业和信息化部统一负责全国民爆器材的科研、生产、销售、质量检测、进出口的管理工作。根据《民用爆炸物品安全管理条例》相关规定，公安机关负责民爆器材产品的公共安全管理 and 民爆器材产品的购买、运输、爆破作业的安全监督管理，监督民爆器材产品的流向。此外，公安机关还负责爆破作业单位的资质申请、爆破项目全过程的管理等。目前，我国民爆行业监管体系呈现以工信部（安全生产司）和省级民爆行业主管部门构成的两级行政管理体系和工信部（安全生产司）、省级民爆行业主管部门以及市级人民政府指定的民爆行业安全监管部门构成的三级安全监管体系。

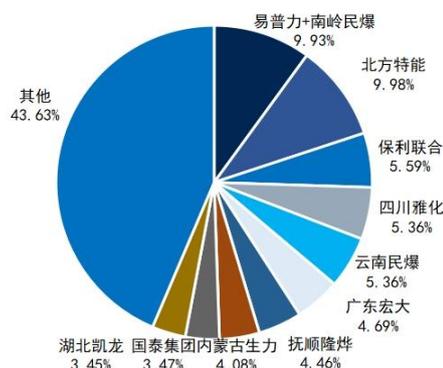
民爆企业集团重组整合稳步推进，行业集中度持续提升。据中国爆破器材行业协会数据，2022年，行业排名前20家企业集团合计生产总值达297亿元，约占行业总产值的76%，所占比例比2021年增长约1个百分点；行业排名前20家企业集团合计炸药产量达340万吨，约占行业总产量的78%，所占比例比2021年增长约1个百分点；行业排名前20家企业集团合计雷管产量近8亿发，约占行业总产量的99%，所占比例比2021年增长约5个百分点。2022年民爆行业排名前10家企业集团合计生产总值占全行业总产值的比例已经提升至53.13%，较2020年提升6.63pcts。

图61：2020-2022年民爆行业CR10集中度



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

图62：2022年民爆行业产值占比



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

“十四五”期间政策要求更加细化，利好行业头部企业。2021年12月《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》发布。规划中指出要通过推进重组整合、调整产能布局、优化产品结构、推动企业转型四个方面来调整优化行业结构。最终到2025年民爆行业安全水平再上新台阶，创新能力得到新提升，结构调整取得新成效，发展质量达到新水平，治理效能得到新提高的目标。规划指出，到2025年，民爆生产企业数量预期从76家减少到少于50家，排名前10的民爆企业行业生产总值预期占比大于60%。目标形成3-5家具有较强行业带动力、国际竞争力的大型民爆一体化企业（集团），未来民爆市场份额会快速向头部企业集中。在产业政策的引领下，我国民爆行业企业数量不断压缩，一批中小产能被淘汰，行业企业积极开展重组整合，市场集中度不断提升。行业集中度提升将有利于行业龙头企业的发展，在政策的长期引领下，预计未来民爆行业集中度将继续提升。

表2：“十四五”民爆行业发展主要预期指标

指标	2020年	2025年	属性
重特大生产安全事故起数	0	0	预期性
企业安全生产标准化二级及以上达标率(%)	-	100	约束性
龙头骨干企业研发经费占营业收入比重(%)	2.8	3.5	预期性
现有危险岗位操作人员机器人替代比例(%)	-	≥40	预期性
包装型工业炸药生产线最小许可产能(吨/年)	>10000	≥12000	约束性
企业现场混装炸药许可产能占比(%)	≥30	≥35	约束性
生产企业(集团)量	76	≤50	预期性
排名前10家民爆企业行业生产总值占比(%)	49	≥60	预期性

资料来源：《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，国信证券经济研究所预测

### 需求端：矿山开采平稳增长，万亿国债带来新增长点

民爆市场需求有望保持平稳增长。民爆行业素有“能源工业的能源，基础工业的基础”之称，市场相对稳定，民爆器材广泛应用于矿山开采、冶金、交通、水利、电力、建筑等领域，尤其在基础工业、重要的大型基础设施建设中具有不可替代的作用，因而民爆行业的发展与国民经济增速、基础设施建设、采矿业固定资产投资增速等宏观经济因素密切相关。“十四五”（2021-2025年）期间，国家将会在金属、非金属矿产资源开采和铁路、公路、港口机场、水利水电、新型城镇化建设等基础建设方面持续投入，将推动国内民爆市场需求保持平稳增长。

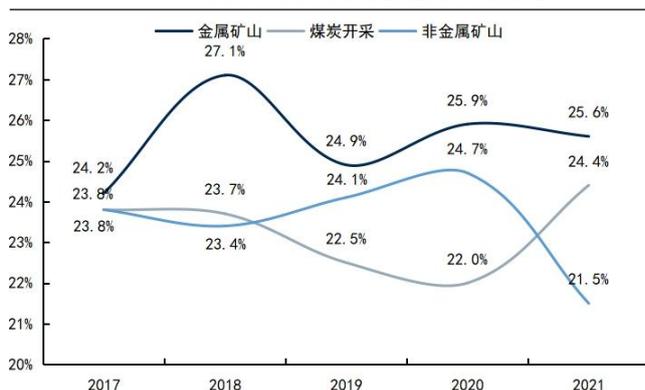
现阶段煤炭、金属和非金属矿山开采业仍是我国工业炸药最主要的使用领域。根据《中国爆破器材行业工作简报》，2021年全国民爆器材销售流向分布中，用于煤炭、金属和非金属矿山开采的工业炸药消耗量达到总消耗量的71.5%，用于铁路道路、水利水电等基础设施建设方面的工业炸药消耗量，占总消耗量的5.7%和2.4%。2020年以来，流向煤炭开采行业的工业炸药占比持续提升。

图63：2019-2023采矿业固定资产投资总额与工业炸药销量



资料来源：Wind、中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

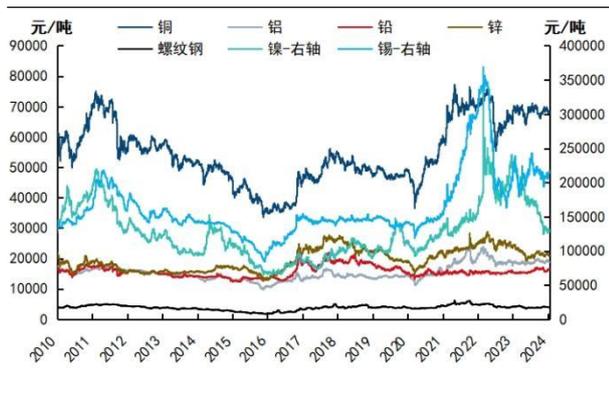
图64：2017-2021年我国工业炸药销售流向占比变化



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

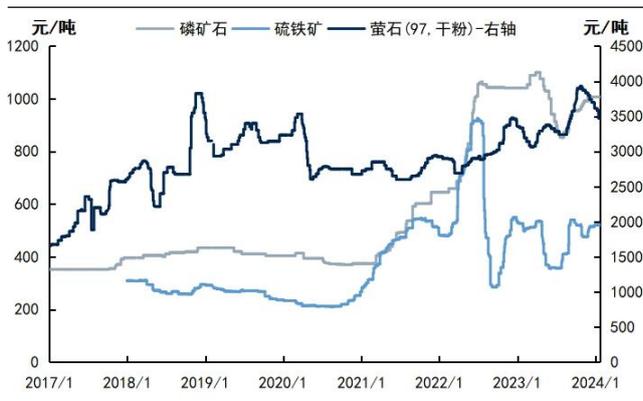
全球主要矿产产品价格中枢上移，支撑矿产行业资本开支增长。2016年以来，全球经济逐渐恢复，以中国为代表的发展中国家对原料需求保持持续增长，伴随主要矿产品的生产成本中枢不断抬升，全球主要矿产产品价格保持趋势性上涨。2021年以来，世界经济预期处于平稳增长态势，对能源及重要矿产品的需求有望保持稳步增加，主要矿产品价格保持高位震荡，有效刺激矿产固定资产投资增长，继而带动民爆产品消费量增加。

图65: 典型金属近年来价格走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图66: 典型非金属矿物近年价格走势

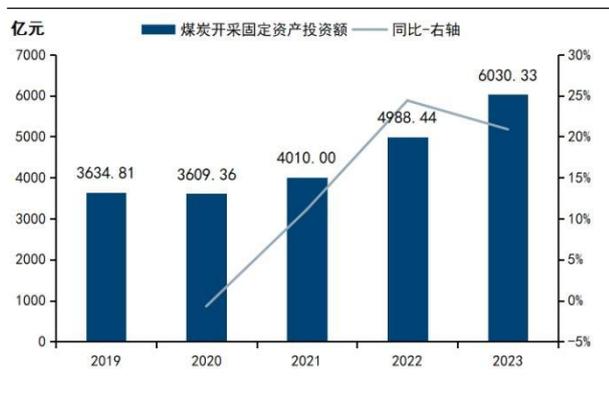


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 煤炭、金属及非金属行业固定资产投资额增加, 国内民爆需求有望平稳增长

**煤炭产量稳步提升, 民爆市场需求向好。**煤炭目前仍是我国能源最为重要的压舱石, 预期在 2030 年碳达峰前, 煤炭消耗量仍将保持稳定增长。**短期煤炭保供持续, 产量提升催化民爆行情。**2021 年全国煤炭供需出现错配, 全国加速批复核增煤炭产能, 煤炭开采固定资产投资额出现显著上升。2022 至今煤炭价格保持高位震荡, 极大刺激了煤炭企业的固定资产支出, 2023 年我国煤炭开采行业固定资产投资额达 6030.33 亿元, 同比增长 20.89%, 创下历史新高。产量方面, 2023 年我国原煤产量达 46.58 亿吨, 同比增长 3.62%, 也创下历史新高。煤炭生产为民爆产能上游, 煤炭产量提升将增加民爆需求, 催化民爆行情。**长期看, 煤炭的主要地位难以快速改变, 拓展民爆发展空间。**从我国能源消费结构来看, 2015 年煤炭在我国能源消费结构中占比 63.8%。近年来我国虽多举措并行, 以加快“双碳”目标的实现, 但到 2022 年, 煤炭仍是我国第一大能源来源, 煤炭消费量占能源消费总量的 56.2%。煤炭《“十四五”现代能源体系规划》明确指出, 要加强煤炭安全托底保障。“双碳”目标的实现需要结合具体国情, 煤炭在我国能源消费中的重要地位难以快速改变, 这将为民爆行业的发展拓展空间。

图67: 2019-2023 年我国煤炭开采固定资产投资额变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图68: 2017-2023 年我国原煤产量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**新疆地区矿业快速发展为民爆行业带来需求端红利。**新疆煤炭资源总体禀赋条件好、煤层厚, 新疆煤炭预测储量 2.19 万亿吨, 占全国预测储量的 40%以上; 全疆





资料来源：广汇物流公告，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

我国加大战略性矿产找矿增储活动，为民爆行业发展营造了发展机遇。我国金属资源相对短缺，原料供应已经成为制约我国经济发展的瓶颈之一。我国铜对外依存度超 75%，铁矿石对外依存度超 80%。为提高资源保障能力，《“十四五”原材料工业发展规划》中指出：加大铁矿石、铜、钾等紧缺性矿产资源探矿力度，积极开展现有矿山深部及外围找矿。适当新建高标准矿山，强化国内矿产资源“压舱石”作用和基础保障能力。这些政策的推出有力保障和推动了国内有色、黑色矿山的建设和开发，该领域内民爆产品的消费有望持续增加。

图73：2019-2023 年我国有色金属开采固定投资额变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图74：2019-2023 年我国黑色金属开采固定投资额变化

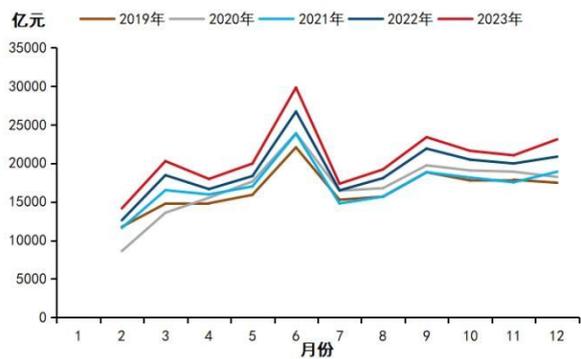


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

基础设施建设速度有增不减，一万亿国债带来民爆市场新增长点。基建投资是我国深化供给侧结构性改革、实行逆周期调节的重要工具，是稳增长的重要抓手之一。2022 及 2023 年我国加大了基建投资力度，基建投资额实现了高速增长。2023 年 10 月 24 日，全国人大常委会通过了中央财政增发一万亿元特别国债的议案。特别国债投向围绕灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力，其中包括水库建设、重点区域排涝能力建设、水土流失等方向。相关基础设施建设投资的增加，有望提高民爆产品的需求。

图75：2019-2023 年我国基础设施建设月度固定投资额

图76：2019-2023 年我国基础设施建设固定投资额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 4、重点数据跟踪

### 4.1 重点化工品价格涨跌幅

2024年1月化工产品价格涨幅前五的为液氯（85.60%）、R410a（20.00%）、R125（20.00%）、维生素VC（18.60%）、R32（17.65%）；本月化工产品价格跌幅前五的为氧化铯（-41.58%）、氧化镓（-34.81%）、硫酸（-34.62%）、镓铁（-33.45%）、合成氨（-21.02%）。

表3: 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	液氯	232	125	85.60%
	2	R125	33000	27500	20.00%
	3	R410a	27000	22500	20.00%
	4	维生素 VC	25.5	22	18.60%
	5	R32	20000	17000	17.65%
	6	沉淀混炼胶	15200	13100	16.03%
	7	维生素 VA	80	69	15.94%
	8	中温煤焦油	3400	3000	13.33%
	9	R134a	31000	27500	12.73%
	10	邻硝基氯化苯	4800	4300	11.63%
跌幅	1	氧化铯	555.00	950	-41.58%
	2	氧化镓	191	293	-34.81%
	3	硫酸	153	234	-34.62%
	4	镓铁	191.00	287	-33.45%
	5	合成氨	2799	3544	-21.02%
	6	重质纯碱	2361	2918	-19.09%
	7	轻质纯碱	2191	2707	-19.06%
	8	玉米纤维	843	1034	-18.47%
	9	氧化镓	39.9	48	-16.96%
	10	小苏打	1887	2265	-16.69%

数据来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

## 风险提示

原材料价格波动；产品价格波动；项目进度不及预期；下游需求不及预期等。

## 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
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023
600938.SH	中国海油	买入	22.84	2.98	2.84	3.25	7.7	8.0	7.0	1.7
601857.SH	中国石油	买入	8.40	0.82	0.93	1.12	10.2	9.0	7.5	1.1
002984.SZ	森麒麟	买入	29.80	1.23	2.12	2.80	24.2	14.1	10.6	2.0
600160.SH	巨化股份	买入	15.89	0.88	0.37	0.69	18.1	42.9	23.0	2.8
605016.SH	百龙创园	买入	26.65	0.85	0.80	1.44	31.4	33.3	18.5	4.5
600256.SH	广汇能源	买入	7.14	1.73	0.92	1.50	4.1	7.8	4.8	1.6

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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所提及的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