

# 2024年石化化工行业中报总结暨9月投资策略

## 看好煤层气、油气、磷复肥、民爆的投资方向

优于大市

### 核心观点

#### 石化化工行业 2024年9月投资观点：

受宏观经济修复、政策驱动、阶段性补库、供给端优化等因素驱动，化工品内需和外需均有提振空间，部分化工品景气回暖。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，我们更看好中长期供需格局改善以及具有稀缺资源属性的化工品投资方向，建议关注油气、煤层气等具备资源稀缺、涨价属性、需求改善属性的化工产品，以及民爆、磷复肥等供需格局改善的细分方向。

#### 9月，我们重点推荐煤层气、油气、磷复肥、民爆等领域投资方向。

**煤层气板块**，中长期角度我国天然气需求增长较快，非常规天然气是增产重要力量。我国煤层气目前在沁水盆地和鄂尔多斯盆地东缘成功建立了两大产业基地，未来发展方向为中浅层新区域开发及深层煤层气规模化开发，规划2030年实现煤层气产量达300亿立方米，长远时期逐步实现1000亿立方米年产量。我国能源大省山西省大力实施煤层气增储上产专项行动，持续加大煤层气关键技术攻关，在薄煤层、深煤层等新领域、新层系的煤层气勘探开发不断取得重大突破，实现煤层气规模化开发迈上新台阶，2024年6月山西省煤层气产量13.7亿立方米，同比增加49.4%，创单月煤层气产量历史新高；2024年上半年，山西省共计生产煤层气67.2亿立方米，约占全国产量的81.4%。重点推荐【中国海油】【中国石油】，建议关注其他相关标的。

**油气板块**，原油整体供需偏紧，布伦特油价有望维持在75-85美元/桶的较高区间。供给端OPEC+继续维持减产力度，6月2日OPEC+召开部长级会议，会议决定将200万桶/日集体减产、166万桶/日自愿减产目标延长至2025年底，将220万桶/日自愿减产目标延长3个月至2024年9月底。利比亚宣布暂停石油生产和出口，同时俄罗斯、伊拉克、哈萨克斯坦等国有望在年内剩余时间执行补偿性减产；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。需求端随着降息周期开启，全球经济的不断修复，我们认为石油需求温和复苏，整体供需相对偏紧，油价有望继续维持较高区间，重点推荐国内油气行业龙头【中国海油】【中国石油】。

**磷复肥板块**，国家鼓励增加粮食种植面积，在耕地面积和粮食稳价保量的基础上，复合肥的整体需求或将稳中有升。复合肥开工率及库存处于较低水平，原料成本压力缓解，理论毛利修复，后续利润空间有望回升，建议关注【云天化】【兴发集团】【川发龙蟒】等。

**民爆板块**，民爆行业安全监管日益趋严，政策严控工业炸药产能、压减生产企业数量和民爆流通环节，鼓励民爆企业整合及一体化发展，头部企业民爆及矿服市场份额持续提升。需求端1-7月采矿业固定资产投资完成额同比提升19.30%，下游需求持续向好。同时成本端硝酸铵价格持续下行，民爆企业盈利水平不断修复，我们认为当前民爆、矿服行业景

### 行业研究 · 行业投资策略

#### 石油石化

#### 优于大市 · 维持

**证券分析师：杨林**

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

**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

**证券分析师：薛聪**

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

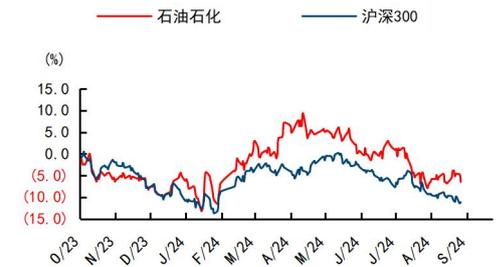
**证券分析师：张歆钰**

021-60375408

zhangxinyu4@guosen.com.cn

S0980524080004

#### 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

- 《油气行业 2024 年 7 月月报-国际油价震荡下行，地缘冲突加剧，看好需求旺季量价齐升》——2024-08-05
- 《油气行业 2024 年 6 月月报-国际油价大幅反弹，看好需求旺季量价齐升》——2024-07-02
- 《非常规天然气行业专题-非常规天然气成为重要增量，龙头企业有望充分受益》——2024-06-06
- 《油气行业 2024 年 5 月月报-OPEC+延长减产时间，国际油价有望反弹》——2024-06-04
- 《碳中和产业观察 09 期-日本将放弃在下一财年推出碳税的计划》——2022-11-17

气度正持续提升，重点推荐国内民爆矿服一体化龙头企业【广东宏大】  
【易普力】。

#### 本月投资组合：

- 【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；
- 【海油发展】多元化海上油服企业，受益于中海油增储上产；
- 【广东宏大】矿服业务领先的民爆一体化服务商；
- 【广汇能源】新疆民营能源巨头，马朗煤矿投产贡献可期；
- 【云图控股】以复合肥产销为核心，同时涉足磷化工；
- 【亚钾国际】具备海外钾肥产能，全球领先的钾肥供应商。

**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	
					2024E	2025E	2024E	2025E
601857.SH	中国石油	优于大市	8.71	1,594,112.72	0.95	1.02	9.17	8.54
600968.SH	海油发展	优于大市	4.34	44,116.55	0.35	0.39	12.40	11.13
002683.SZ	广东宏大	优于大市	19.99	15,192.44	1.11	1.25	18.01	15.99
600256.SH	广汇能源	优于大市	6.16	40,445.05	0.74	0.88	8.32	7.00
002539.SZ	云图控股	优于大市	7.39	8,925.08	0.75	0.94	9.85	7.86
000893.SZ	亚钾国际	优于大市	16.77	15,576.83	1.21	1.96	13.86	8.56

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：看好煤层气、油气、磷复肥、民爆的投资方向 .....	7
2、本月投资组合 .....	12
3、重点行业研究 .....	13
3.1 煤层气行业深度跟踪：煤层气属于非常规天然气，有望迎来快速发展 .....	13
3.2 油气行业深度跟踪：油价有望维持中高区间，油气开采企业有望量价齐升 .....	17
3.3 磷复肥行业深度跟踪：成本压力缓解，理论毛利修复，后续利润空间有望回升 .....	26
3.4 民爆行业深度跟踪：供需格局持续改善，民爆、矿服行业景气度上行 .....	30
4、重点数据跟踪 .....	35
4.1 重点化工品价格涨跌幅 .....	35
风险提示 .....	36
附表：重点公司盈利预测及估值 .....	36

## 图表目录

图 1: 原油及煤炭价格走势 .....	8
图 2: 中国化工产品价格指数 (CCPI) .....	8
图 3: 化工各子行业 PPI-同比 .....	9
图 4: 化工各子行业库存-同比 .....	9
图 5: 化工各子行业固定资产投资完成额-累计同比 .....	9
图 6: 房地产行业数据-累计同比 .....	9
图 7: 基础化工和石油化工行业 2024 年中报数据 .....	11
图 8: 中国非常规天然气产量 (亿方) .....	13
图 9: 中国非常规天然气产量占比及增速 .....	13
图 10: 中国煤层气产量及增速 .....	14
图 11: 中国煤层气产量及增速 (亿立方米) .....	14
图 12: 山西省煤层气产量及增速 (万立方米) .....	14
图 13: 中国煤层气资源有利分布区域 .....	15
图 14: 中国煤层气开发井型示意图 .....	16
图 15: 地下煤气化示意图 .....	17
图 16: WTI 油价近期走势 (美元/桶) .....	18
图 17: 布伦特油价近期走势 (美元/桶) .....	18
图 18: OPEC 主要成员国财政平衡油价 (美元/桶) .....	19
图 19: 美国石油钻机数量 (部) .....	20
图 20: 美国未完钻油井数量 (口) .....	20
图 21: 美国原油月度产量 (千桶/天) .....	21
图 22: 美国原油年度产量及预测 (百万桶/天) .....	21
图 23: 美国原油库存 (千桶) .....	21
图 24: 上游油气投资总额与年度变化 .....	22
图 25: 主流机构对于原油需求的预测 (百万桶/天) .....	22
图 26: 中国原油产量 (万吨) 及同比 (%) , 右轴) .....	23
图 27: 中国原油进口量 (万吨) 及同比 (%) , 右轴) .....	23
图 28: 中国主营炼厂平均开工负荷率 (%) .....	23
图 29: 山东地炼平均开工负荷率 (%) .....	23
图 30: 美国炼油厂原油加工量 (千桶/天) .....	24
图 31: 美国炼油厂开工率 (%) .....	24
图 32: 美国车用汽油需求 (万桶/天) .....	24
图 33: 美国柴油日需求量 (千桶/天) .....	24
图 34: 美国原油总库存 (千桶) .....	25
图 35: 美国战略原油库存 (千桶) .....	25
图 36: 美国商业原油库存 (千桶) .....	25
图 37: 美国库欣地区原油库存 (千桶) .....	25

图 38: 美国汽油库存量 (千桶)	26
图 39: 美国成品车用汽油库存量 (千桶)	26
图 40: 我国复合肥产量与表观消费量 (万吨)	27
图 41: 我国复合肥成本、利润、价格 (元/吨)	27
图 42: 我国复合肥原材料市场单价 (元/吨)	27
图 43: 我国不同地区复合肥价格情况 (元/吨)	27
图 44: 我国复合肥月度开工率 (%)	28
图 45: 我国复合肥周度库存 (吨)	28
图 46: 我国三元复合肥进出口量 (万吨)	29
图 47: 我国复合肥进出口平均单价 (美元/吨)	29
图 48: 我国三元复合肥主要进口国家 (万吨)	29
图 49: 我国三元复合肥主要出口国家 (万吨)	29
图 50: 我国农用复合肥施用情况 (万吨)	30
图 51: 我国不同地区复合肥价格情况 (元/公斤)	30
图 52: 2017-2024 年 1-7 月中国民爆生产企业生产总值	31
图 53: 2017-2024 年 1-7 月中国民爆生产企业利润总额	31
图 54: 2017-2024 年 1-7 月中国工业炸药产量及增速	31
图 55: 中国:PPI:炸药、火工及焰火产品制造:当月同比	31
图 56: 2020-2023 年中国民爆行业 CR10、CR5 集中度	32
图 57: 2023 年中国工业炸药市场份额 (按产量计)	32
图 58: 硝酸铵价格、价差走势	33
图 59: 硝酸铵行业开工率	33
图 60: 2018-2023 年中国爆破服务行业收入	34
图 61: 2017-2021 年我国工业炸药销售流向占比变化	34
图 62: 2023 年中国爆破服务行业各公司市场份额	34
图 63: 2020-2023 年中国爆破服务行业市场集中度	34
图 64: 2019-2024 年 1-7 月中国采矿业固定资产投资总额	35
图 65: SW 有色金属行业资本开支同比增速	35

表1: 煤层气勘探开发技术成果 .....	17
表2: OPEC+减产情况 (百万桶/天) .....	19
表3: 我国复合肥前十大生产企业产能和市场份额 .....	26
表4: 我国复合肥供需平衡表 (万吨) .....	27
表5: 我国复合肥企业装置检修情况 (截至 2024 年 08 月 29 日) .....	28
表6: 我国复合肥行业相关政策 .....	30
表7: “十四五”民爆行业发展主要预期指标 .....	32
表8: 重点化工品价格涨跌幅前十 .....	36

## 1、本月核心观点：看好煤层气、油气、磷复肥、民爆的投资方向

受宏观经济修复、政策驱动、阶段性补库、供给端优化等因素驱动，化工品内需和外需均有提振空间，部分化工品景气回暖。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，我们更看好中长期供需格局改善以及具有稀缺资源属性的化工品投资方向，建议关注油气、煤层气等具备资源稀缺、涨价属性、需求改善属性的化工产品，以及民爆、磷复肥等供需格局改善的细分方向。

**需求端**，国内需求方面，近期央行及全国多地出台多项地产刺激政策，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，财政部发行30年超长期特别国债，国内投资和消费有望得到有效提振，国际货币基金组织（IMF）也将中国2024年GDP增长预期上调至5%，中长期看化工行业整体景气度有望企稳回升。海外需求方面，美国通胀呈现缓慢回落趋势，2024年7月美国整体CPI环比持平，核心CPI环比上涨0.2%；7月美国个人消费支出价格指数（PCE）环比增速为0.2%，核心PCE指数环比增速为0.2%，均符合预期。此外，8月标普全球美国制造业PMI初值录得48（前值49.6），服务业PMI初值录得55.2（前值56），综合PMI初值录得54.1（前值55），PMI超预期收缩，美国经济增速或放缓，IMF预计美国2024年的实际GDP增速将达到2.7%。从中国出口数据看，2024年1月至7月，以人民币计价的中国出口金额累计同比+4%，其中向美国出口金额累计同比+2.4%，今年以来海外需求持续回暖，对中国化工品需求形成了有力提振。

**库存方面**，据国家统计局数据，2024年7月我国化学原料和化学制品制造业产成品存货4430.2亿元，同比去年上涨6.8%，较今年2月4432.3亿元的阶段性高点下降0.05%，化工下游行业在传统“金三银四”需求旺季主动补库，拉动了中游需求回暖。3月及4月制造业PMI均位于50%的景气临界点以上，5月由于季节性因素回落至49.5%，6月制造业PMI较5月持平，7月回落至49.40%，制造业总体保持较平稳态势。

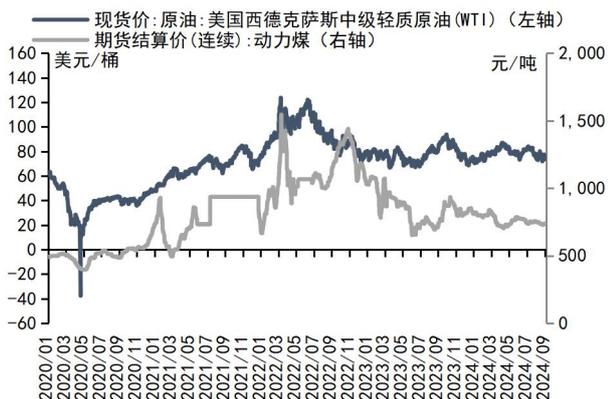
**供给端**，5月29日，国务院印发《2024-2025年节能降碳行动方案》，文件指出要严控炼油、电石、磷铵、黄磷等行业新增产能，石化、磷化工等行业供给侧落后产能有望逐步出清，中长期供需格局有望改善。行业资本开支方面，2024年上半年，SW石油石化、基础化工板块“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”同比增速分别为-10.42%、-13.62%，资本开支明显放缓，行业供需格局有望得到优化。

**原油整体供需偏紧，天然气需求同比增长**。原油整体供需偏紧，布伦特油价有望维持在75-85美元/桶的较高区间。供给端OPEC+继续维持减产力度，6月2日OPEC+召开部长级会议，会议决定将200万桶/日集体减产、166万桶/日自愿减产目标延长至2025年底，将220万桶/日自愿减产目标延长3个月至2024年9月底。利比亚宣布暂停石油生产和出口，同时俄罗斯、伊拉克、哈萨克斯坦等国有望在年内剩余时间执行补偿性减产；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。需求端随着降息周期开启，全球经济的不断修复，我们认为石油需求温和复苏，整体供需相对偏紧，油价有望继续维持较

高区间。天然气需求同比增长，2024年7月，全国天然气表观消费量351.5亿立方米，同比增长7.7%；2024年1-7月，全国天然气累计表观消费量2489.6亿立方米，同比增长9.7%。

**化工产品价格指数：**9月2日中国化工产品价格指数CCPI报4481点，较年初1月2日的4621点下跌3%。2024年7月中国化学原料及化学制品制造业PPI同比+0.3%，环比-0.3%，PPI环比转负且同比转正，说明主要化工品出厂价格有所回落。2022年国内化工市场分化，大部分呈现偏弱震荡状态，但供需错配之下，煤焦油带动其下游煤沥青、炭黑等产品价格屡创新高；新能源汽车领域的碳酸锂、氢氧化锂价格在需求快速增长之下也有所提升。部分细分行业存在供给过剩而需求偏弱，导致产品价格下跌，如可降解塑料相关的顺酐、BDO、PBAT等，光伏胶膜相关的EVA等。2023年，原油及煤炭价格波动下降，细分领域面临产能过剩的问题，如纯碱、烧碱、PVC等，化工产品价格中枢走低。2024年3月至5月，经济活动回暖、工业生产增加以及能源价格上涨，中国化工产品价格指数（CCPI）整体呈现上涨趋势；随后受市场需求减少、库存累积等因素影响而回落。

图1：原油及煤炭价格走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

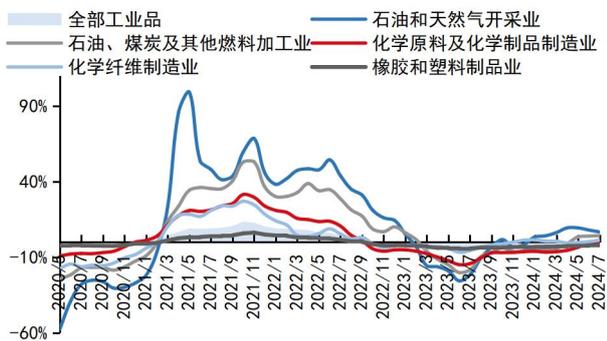
图2：中国化工产品价格指数（CCPI）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

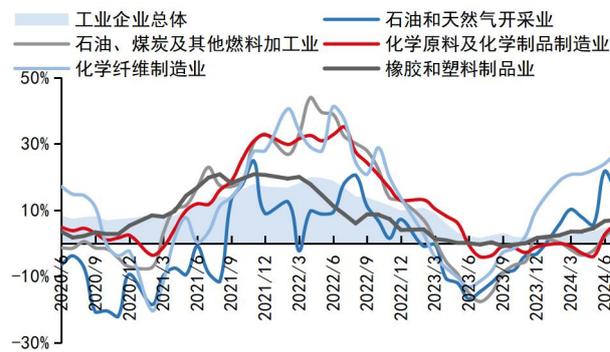
**2024年上半年，化工行业PPI总体偏弱，库存同比增加。**2024年上半年，受市场需求偏弱以及部分国际大宗商品价格下行等因素影响，化工PPI同比降幅收窄，存货同比增速上涨。其中，各主要子行业中，石油和天然气开采业PPI同比增幅最高，其次是石油、煤炭及其他燃料加工业，反映出石油、煤炭及天然气等能源的开采及加工行业供需格局相对较好，产品价格提升，部分受益于全球能源市场供应偏紧和需求增加；而化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业市场相对疲弱，产品价格面临下行压力。从库存情况看，2024年上半年化工行业总体处于补库存阶段，各主要子行业产成品存货同比提升为主。

图3: 化工各子行业 PPI-同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 化工各子行业库存-同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**资本开支增速放缓, 供需格局有望改善。**2024 年上半年, 化工各主要子行业固定资产投资完成额保持增长态势, 但同比增幅较为平稳, 处于历史相对较低水平, 资本开支扩张速度或有放缓。预期在原材料成本回落、下游需求逐步复苏的背景之下, 化工行业供需格局有望改善, 景气度回升。

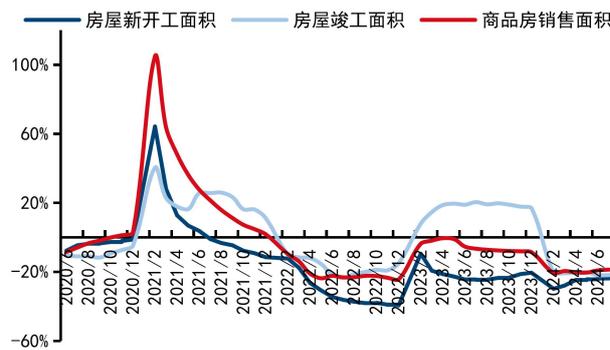
**房地产市场较为疲弱, 需求有待提振。**2024 年上半年, 国内房屋新开工/竣工面积同比下滑 24%/22%, 商品房销售面积同比下滑 19%, 市场需求疲软, 以房地产为主要下游的传统化工大宗商品需求随之收缩。预期短期内房地产行业景气度仍在底部震荡, 整体行业仍面临较大挑战, 政策见效仍需时间, 对相关产业链的化工产品需求拉动有限。

图5: 化工各子行业固定资产投资完成额-累计同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 房地产行业数据-累计同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**经营业绩情况:**2024 年上半年多数化工公司营收同比增长, 但盈利受到宏观经济、能源及原料成本高企等因素的不利影响。据 Wind 数据, SW 基础化工行业的 423 家上市公司中, 262 家公司 2024 年上半年营业收入实现了同比正增长, 占比 61.9%; 195 家公司 2024 年上半年归母净利润实现了同比正增长, 占比 46.1%。SW 石油化工行业的 48 家公司中, 28 家公司 2024 年上半年营业收入实现了同比正增长, 占比 58.3%; 22 家公司 2024 年上半年归母净利润实现了同比正增长, 占比 45.8%。展望未来, 能源、原料成本压力缓解, 同时化工品需求有望边际改善, 化工企业盈利有望修复。

**化工各细分板块分化程度较大，石油石化行业盈利能力提升。**2024 年上半年，石油石化行业的营业收入同比增长 2.5%，归母净利润同比增长 11.1%，毛利率同比增长 0.7 个百分点至 19.0%，行业盈利能力有所提升；ROE（净资产收益率）同比增长 0.3 个百分点至 6.2%，资本效率提高。与此同时，基础化工行业的营业收入同比增长 1.7%，归母净利润同比下降 4.9%，毛利率同比下降 0.2 个百分点至 16.6%，行业盈利能力面临一定的压力；ROE 同比下降 0.4 个百分点至 3.7%，资本效率有所下降。

**化工二级行业中，**2024 年上半年，油气开采 II 的营收和归母净利润都实现了较高增长，同比增速分别达到了 17.7%和 24.6%，受益于国际油价上涨和油气需求增加，其毛利率和 ROE 也有所提高，在各化工二级行业中领先，表明盈利能力和资本效率较高且实现同比提升。基础化工二级行业中，仅有橡胶行业实现了营收和归母净利润的同比双增，营收同比增长 9.7%，归母净利润同比增长 23.7%，毛利率和 ROE 也有所提高，表明该行业的盈利能力有所增强。轮胎是橡胶行业的主要下游应用之一，海外半钢胎需求旺盛推动轮胎企业利润提升。

**化工三级行业中，**胶黏剂及胶带、锦纶、炭黑、氯碱、煤化工等板块 2024 年上半年归母净利润增幅靠前，而粘胶、非金属材料 III、膜材料、油品石化贸易等行业归母净利润降幅靠前。石油石化行业整体表现较好，而基础化工行业中，氟化工、食品及饲料添加剂、涂料油墨、胶黏剂及胶带、煤化工、钛白粉、纯碱、合成树脂、复合肥、氮肥、涤纶、氨纶、锦纶、炭黑、橡胶助剂等行业实现营业收入和归母净利润的同比双增。氟化工受配额制影响供给端有望收缩，煤炭价格的波动下降缓和了煤化工行业的成本压力，农业需求稳定助力复合肥及氮肥盈利提升，纺服行业需求提升催化部分化纤行业盈利修复。总体而言，化工行业下游需求增长有限，企业盈利水平仍有待回暖。

**图7：基础化工和石油化工行业 2024 年中报数据**

	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			ROE (%)		毛利率 (%)	
	2023H1	2024H1	yoy (%)	2023H1	2024H1	yoy (%)	2023H1	2024H1	2023H1	2024H1
<b>SW石油石化</b>	<b>39881.7</b>	<b>40892.5</b>	<b>2.5</b>	<b>1969.7</b>	<b>2188.9</b>	<b>11.1</b>	<b>5.9</b>	<b>6.2</b>	<b>18.4</b>	<b>19.0</b>
<b>SW炼化及贸易</b>	<b>36583.9</b>	<b>37232.6</b>	<b>1.8</b>	<b>1267.8</b>	<b>1317.6</b>	<b>3.9</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	<b>16.9</b>	<b>17.1</b>
SW炼油化工	35379.5	36097.3	2.0	1221.4	1289.6	5.5	5.1	5.1	17.1	17.4
SW油品石化贸易	433.0	238.8	-44.8	43.4	16.8	-61.3	10.5	4.3	16.7	16.9
SW其他石化	771.4	896.6	16.2	3.0	11.3	270.5	0.4	1.6	6.2	6.7
<b>SW油服工程</b>	<b>1312.7</b>	<b>1323.7</b>	<b>1.2</b>	<b>49.7</b>	<b>58.9</b>	<b>17.2</b>	<b>3.7</b>	<b>4.2</b>	<b>11.0</b>	<b>11.9</b>
SW油田服务	791.3	834.7	5.5	34.2	40.7	19.6	4.6	5.1	11.7	12.9
SW油气及炼化工程	521.3	489.0	-5.5	15.5	18.2	12.2	2.7	3.0	9.9	10.1
<b>SW油气开采 II</b>	<b>1985.1</b>	<b>2336.2</b>	<b>17.7</b>	<b>652.2</b>	<b>812.3</b>	<b>24.6</b>	<b>9.8</b>	<b>10.8</b>	<b>51.3</b>	<b>53.6</b>
SW油气开采 III	1985.1	2336.2	17.7	652.2	812.3	24.6	9.8	10.8	51.3	53.6
<b>SW基础化工</b>	<b>10308.2</b>	<b>10609.4</b>	<b>1.7</b>	<b>665.4</b>	<b>632.6</b>	<b>-4.9</b>	<b>4.1</b>	<b>3.7</b>	<b>16.7</b>	<b>16.6</b>
<b>SW化学制品</b>	<b>3451.9</b>	<b>3515.9</b>	<b>3.4</b>	<b>236.8</b>	<b>239.7</b>	<b>-2.1</b>	<b>4.1</b>	<b>4.0</b>	<b>17.2</b>	<b>17.6</b>
SW聚氨酯	969.6	1074.6	10.8	89.5	85.4	-4.6	9.4	8.1	16.2	15.9
SW氟化工	266.8	286.6	5.5	16.7	19.4	14.4	3.8	3.8	17.7	18.1
SW民爆制品	266.2	253.8	-4.7	22.4	19.9	-11.2	5.5	4.6	24.9	25.8
SW食品及饲料添加	432.0	441.9	2.3	36.0	41.5	15.1	4.2	4.7	20.0	22.5
SW有机硅	296.0	226.9	-7.4	26.4	17.5	-30.9	4.2	3.2	20.3	21.2
SW纺织化学制品	159.4	156.2	-2.1	9.5	13.8	46.0	1.5	2.1	21.1	22.7
SW涂料油墨	63.3	75.1	9.3	1.6	4.5	64.9	1.1	2.7	20.2	22.8
SW胶黏剂及胶带	67.3	71.7	6.5	0.0	1.6	3317.7	0.1	1.7	9.8	12.5
SW其他化学制品	931.3	929.1	-2.5	34.6	36.1	-14.7	2.2	2.2	13.3	13.2
<b>SW化学原料</b>	<b>2306.5</b>	<b>2353.6</b>	<b>-0.4</b>	<b>102.7</b>	<b>158.4</b>	<b>48.0</b>	<b>2.5</b>	<b>3.7</b>	<b>15.1</b>	<b>17.9</b>
SW氯碱	761.4	633.1	-14.4	-0.1	16.0	241.3	0.0	1.2	9.7	13.2
SW煤化工	580.6	670.7	15.5	25.4	55.6	118.7	2.5	5.0	12.8	18.2
SW无机盐	201.4	188.2	-7.1	21.7	22.3	1.7	5.5	5.2	27.9	27.8
SW钛白粉	206.5	226.6	9.7	14.9	22.2	49.7	3.6	5.3	19.8	22.0
SW纯碱	240.2	243.7	1.4	20.9	23.4	11.9	5.8	5.9	23.9	26.6
SW其他化学原料	316.3	391.3	-0.3	19.9	19.0	-1.4	4.1	3.1	14.2	12.4
<b>SW农化制品</b>	<b>2349.6</b>	<b>2343.9</b>	<b>-2.6</b>	<b>214.8</b>	<b>146.9</b>	<b>-25.0</b>	<b>6.3</b>	<b>4.1</b>	<b>20.7</b>	<b>18.2</b>
SW农药	760.7	795.2	5.0	52.7	22.8	-57.7	4.5	1.8	23.3	19.5
SW磷肥及磷化工	658.2	645.6	-1.0	42.0	46.2	9.7	5.6	5.7	15.0	16.1
SW复合肥	409.2	422.0	3.1	18.1	22.7	25.7	5.1	6.0	12.0	13.0
SW氮肥	356.9	372.0	4.2	20.0	27.6	38.1	3.9	5.0	14.0	16.1
SW钾肥	164.5	109.1	-20.1	82.0	27.6	-55.4	13.5	5.1	67.7	48.7
<b>SW塑料</b>	<b>1009.5</b>	<b>1150.1</b>	<b>8.8</b>	<b>41.0</b>	<b>34.7</b>	<b>-24.1</b>	<b>2.7</b>	<b>2.0</b>	<b>14.2</b>	<b>13.1</b>
SW改性塑料	470.6	528.0	11.0	13.3	13.6	-3.0	3.0	2.7	13.3	12.6
SW膜材料	144.4	172.3	3.8	5.0	2.4	-68.7	1.2	0.5	17.4	15.1
SW合成树脂	98.8	125.1	6.7	9.1	10.1	1.5	4.1	3.6	21.6	20.0
SW其他塑料制品	295.7	324.7	9.1	13.6	8.6	-38.8	3.1	1.8	11.8	10.1
<b>SW化学纤维</b>	<b>843.9</b>	<b>911.9</b>	<b>7.5</b>	<b>34.3</b>	<b>31.0</b>	<b>-9.6</b>	<b>3.2</b>	<b>2.8</b>	<b>10.1</b>	<b>9.3</b>
SW涤纶	468.1	511.5	9.3	8.6	8.7	1.0	2.3	2.3	5.6	5.6
SW氨纶	179.7	175.4	-9.4	15.9	16.7	21.9	4.4	5.2	16.6	15.6
SW粘胶	24.9	26.1	4.6	0.2	0.0	-116.6	0.4	-0.1	12.7	14.5
SW锦纶	97.1	121.1	19.4	0.1	2.0	840.4	0.1	1.7	10.2	9.6
SW其他化学纤维	74.1	77.9	5.2	9.4	3.7	-68.0	5.8	1.5	22.2	16.5
<b>SW非金属材料 II</b>	<b>141.3</b>	<b>102.1</b>	<b>-28.7</b>	<b>25.2</b>	<b>7.5</b>	<b>-70.9</b>	<b>9.9</b>	<b>2.8</b>	<b>27.6</b>	<b>19.0</b>
SW非金属材料 III	141.3	102.1	-28.7	25.2	7.5	-70.9	9.9	2.8	27.6	19.0
<b>SW橡胶</b>	<b>205.5</b>	<b>231.8</b>	<b>9.7</b>	<b>10.6</b>	<b>14.5</b>	<b>23.7</b>	<b>3.0</b>	<b>3.8</b>	<b>14.2</b>	<b>15.6</b>
SW炭黑	107.3	114.4	6.7	0.9	4.6	439.5	0.7	3.7	5.4	9.3
SW橡胶助剂	30.3	32.6	7.6	4.3	4.5	4.5	7.0	7.0	25.4	22.5
SW其他橡胶制品	67.9	84.7	15.1	5.4	5.3	-18.4	3.2	2.8	22.9	21.3

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 9月，我们重点推荐煤层气、油气、磷复肥、民爆等领域投资方向。

**煤层气板块**，中长期角度我国天然气需求增长较快，非常规天然气是增产重要力量。我国煤层气目前在沁水盆地和鄂尔多斯盆地东缘成功建立了两大产业基地，未来发展方向为中浅层新区域开发及深层煤层气规模化开发，规划2030年实现煤层气产量达300亿立方米，长远时期逐步实现1000亿立方米年产量。我国能源大省山西省大力实施煤层气增储上产专项行动，持续加大煤层气关键技术攻关，在薄煤层、深煤层等新领域、新层系的煤层气勘探开发不断取得重大突破，实现煤

层气规模化开发迈上新台阶，2024年6月山西省煤层气产量13.7亿立方米，同比增加49.4%，创单月煤层气产量历史新高；2024年上半年，山西省共计生产煤层气67.2亿立方米，约占全国产量的81.4%。重点推荐【中国海油】【中国石油】，建议关注其他相关标的。

**油气板块**，原油整体供需偏紧，布伦特油价有望维持在75-85美元/桶的较高区间。供给端OPEC+继续维持减产力度，6月2日OPEC+召开部长级会议，会议决定将200万桶/日集体减产、166万桶/日自愿减产目标延长至2025年底，将220万桶/日自愿减产目标延长3个月至2024年9月底。利比亚宣布暂停石油生产和出口，同时俄罗斯、伊拉克、哈萨克斯坦等国有望在年内剩余时间执行补偿性减产；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。需求端随着降息周期开启，全球经济的不断修复，我们认为石油需求温和复苏，整体供需相对偏紧，油价有望继续维持较高区间，重点推荐国内油气行业龙头【中国海油】【中国石油】。

**磷复肥板块**，国家鼓励增加粮食种植面积，在耕地面积和粮食稳价保量的基础上，复合肥的整体需求或将稳中有升。复合肥开工率及库存处于较低水平，原料成本压力缓解，理论毛利修复，后续利润空间有望回升，建议关注【云天化】【兴发集团】【川发龙蟒】等。

**民爆板块**，民爆行业安全监管日益趋严，政策严控工业炸药产能、压减生产企业数量和民爆流通环节，鼓励民爆企业整合及一体化发展，头部企业民爆及矿服市场份额持续提升。需求端1-7月采矿业固定资产投资完成额同比提升19.30%，下游需求持续向好。同时成本端硝酸铵价格持续下行，民爆企业盈利水平不断修复，我们认为当前民爆、矿服行业景气度正持续提升，重点推荐国内民爆矿服一体化龙头企业【广东宏大】【易普力】。

## 2、本月投资组合

我们本月建议的组合包括**中国石油**、**海油发展**、**广东宏大**、**广汇能源**、**云天控股**、**亚钾国际**。

【**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；

【**海油发展**】多元化海上油服企业，受益于中海油增储上产；

【**广东宏大**】矿服业务领先的民爆一体化服务商；

【**广汇能源**】新疆民营能源巨头，马朗煤矿投产贡献可期；

【**云天控股**】以复合肥产销为核心，同时涉足磷化工；

【**亚钾国际**】具备海外钾肥产能，全球领先的钾肥供应商。

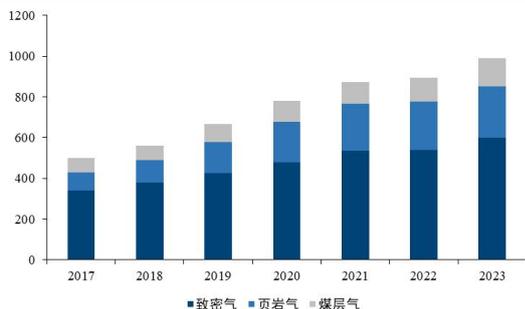
### 3、重点行业研究

#### 3.1 煤层气行业深度跟踪：煤层气属于非常规天然气，有望迎来快速发展

非常规天然气是指用传统技术无法获得自然工业产量、需用新技术改善储集层渗透率或流体黏度等手段才能经济开采的天然气，主要包括致密气、页岩气、煤层气等。

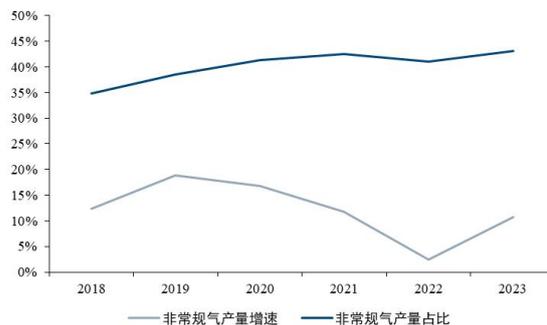
**中长期角度我国天然气需求维持较快增长，非常规天然气成为增产重要力量。**2023年我国天然气需求呈现恢复性增长，全年天然气消费量为3900亿立方米，同比增长7.2%。按照十四五现代能源体系规划，2025年天然气消费量将达到4200-4600亿立方米，复合增速达到7%左右，天然气的消费峰值预计出现在2040年，约为7000亿立方米。非常规天然气占全国天然气产量比例自2018年的35%上升至43%，成为天然气产量重要增长力量。目前我国非常规天然气处于勘探中早期，探明率明显偏低。未来，随着勘探开发不断拓展和工程技术进步，非常规天然气的产量和经济性有望继续提升，有望成为未来我国天然气供应的重要组成部分，是增储上产的主力。

图8：中国非常规天然气产量（亿方）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

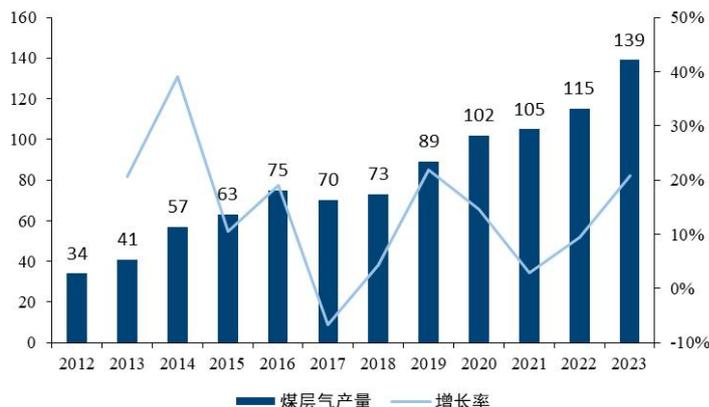
图9：中国非常规天然气产量占比及增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

**我国煤层气产量快速增长，山西省是我国最主要煤层气生产地区。**2023年，我国煤层气产量为139.4亿立方米，同比增长17.8%，其中山西省煤层气产量112.7亿立方米，同比增长20.0%，占全国煤层气总产量的80.9%。

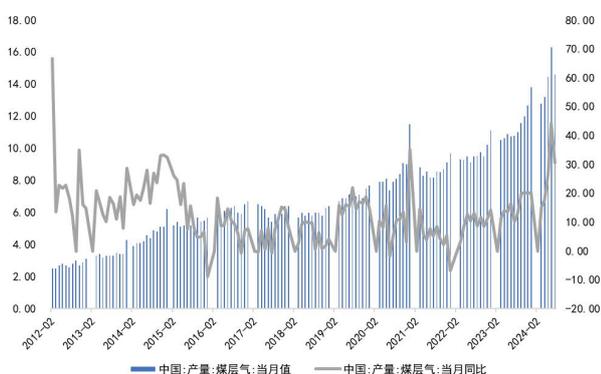
图10: 中国煤层气产量及增速



资料来源: 中国统计局, 国信证券经济研究所整理

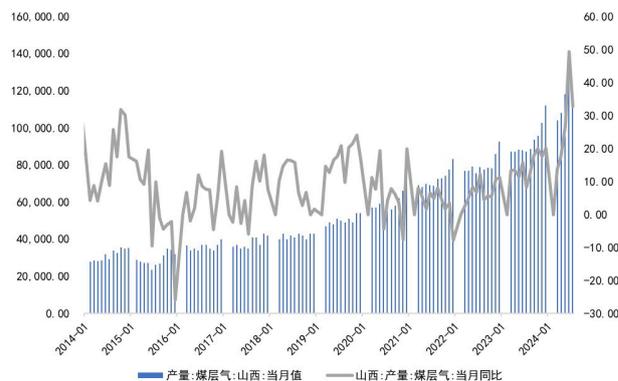
2024年1-7月, 我国煤层气产量为97.3亿立方米, 同比增长23.0%, 其中山西省煤层气产量79.2亿立方米, 同比增长22.3%, 占比达到81.4%。2024年7月, 我国煤层气产量为14.6亿立方米, 同比增长30.6%, 环比降低10.4%。其中山西省产量12.0亿立方米, 同比增长32.8%, 环比降低12.4%, 产量占比为82.2%。

图11: 中国煤层气产量及增速 (亿立方米)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图12: 山西省煤层气产量及增速 (万立方米)



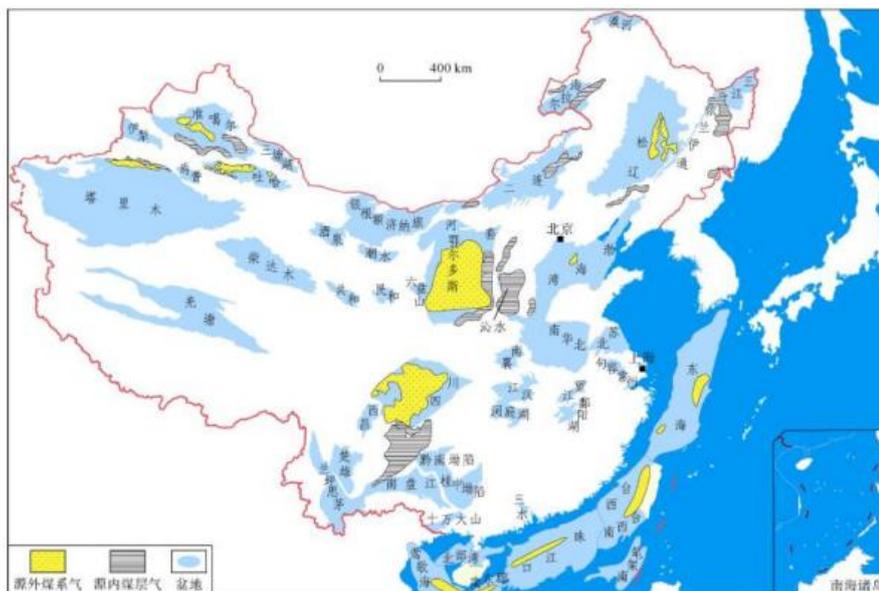
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

**煤层气是指在成煤过程中有机质经过生物化学热解作用, 以吸附、溶解和游离状态赋存与煤层之中的天然气。**煤层气空气浓度达到5%-16%时, 遇明火爆炸, 是煤矿瓦斯爆炸事故的根源。在采煤之前如果先开采煤层气, 煤矿瓦斯爆炸率将降低70%-85%。因此开发利用煤层气, 可以变害为利, 保障煤矿的安全生产, 整体改善煤炭生产的经济效益。

**我国煤层气资源丰富, 分布范围广。**我国2000m以浅煤层气资源储量为30.05万亿立方米, 资源总量位居世界第三。中国共有42个主要聚煤盆地, 其中煤层气地质资源量超万亿立方米以上的有10个, 按资源量大小排名分别是鄂尔多斯盆地、沁水盆地、滇东黔西盆地、准噶尔盆地、天山盆地、川南黔北盆地、塔里木盆地、海拉尔盆地、二连盆地以及吐哈盆地。从全国范围看, 这10个盆地煤层气地质及可采资源总量占比均超过80%, 地质资源总量近26万亿立方米, 可采资源总量达11万亿立方米。地质资源量及可采资源量排名全国前三的依次为鄂尔多斯盆地、

沁水盆地和滇东黔西盆地。煤层气在煤层厚度较大、资源丰富的地区，煤层气的储量较大，开发潜力也较大。我国煤层气产业经过 30 多年的探索攻关在沁水盆地和鄂尔多斯盆地东缘成功建立了两大煤层气产业基地，煤层气产业初具规模。

图13: 中国煤层气资源有利分布区域

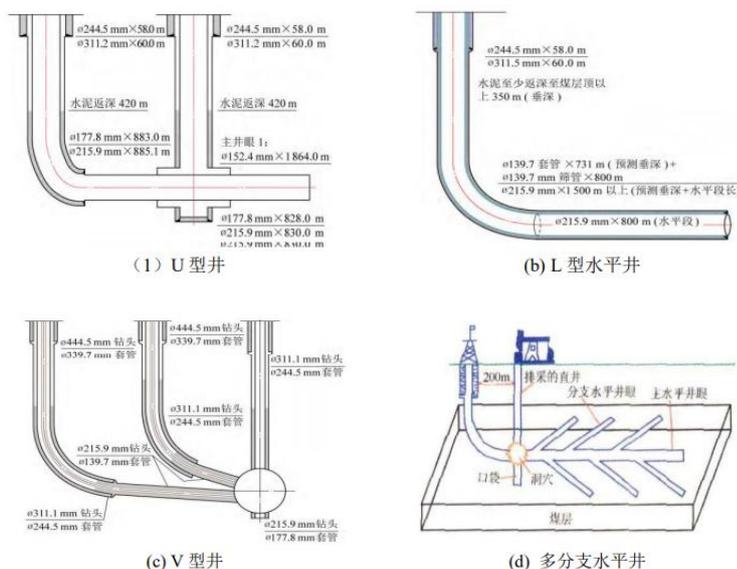


资料来源：李小刚，杨长鑫，杨兆中等，《我国煤层气增产技术进展与发展方向》，中国石油学会天然气专业委员会. 第 33 届全国天然气学术年会（2023）论文集，2023:17，国信证券经济研究所整理

**我国煤层气开发主要分为 3 个阶段：**（1）“十一五”期间（2006 年-2010 年）：主要发展钻完井技术和水平井分段压裂改造技术，提高钻井速率、完井质量以及压裂增产效果，研究欠平衡钻井技术、高效排水采气技术与煤层气测井技术。截止 2010 年，国内建成煤层气勘探区 48 个、开采与试采区 6 个，施工煤层气井约 5400 口，加快沁水盆地和鄂尔多斯盆地煤层气产业化基地建设。（2）“十二五”期间（2011 年-2015 年）：开发增产技术与设备研发，强化开发过程中排采安全监控与管理。截止 2015 年，国内新增煤层气井约 11300 口，新增煤层气探明地质储量 3504 亿立方米，形成沁水盆地和鄂尔多斯盆地煤层气商业化开发中心。（3）“十三五”期间（2016 年-2020 年）：煤层气开发迈向低阶煤储层评价与深部煤层增产改造，针对国内煤层纵向多层叠置特征研究多煤层分层合采技术，结合互联网、人工智能等技术发展智能化压裂和排采技术，降低开发过程中对环境的影响。

**国内煤层气增长技术在钻完井、压裂改造、排水采气等方面取得重要突破。**我国科研工作者通过借鉴、引进和研发，掌握了一套煤层气开发技术。我国煤层气勘探开发经历了借鉴常规油气资源开发技术、引进国外煤层气勘探开发技术和研究与国内煤层特征相适应的勘探开发技术三个阶段，在不断地探索与试验中，逐渐形成了适合我国煤层气效益开发的增产技术。由早期的直井裸眼洞穴完井、活性水/泡沫压裂、简单机械抽采，逐渐发展到可实现煤层气有效增产的以水平井、U 型井和多分支水平井为核心的钻完井技术，以水平井分段压裂、直井水力波及压裂、直井分层压裂、转向重复压裂为主的压裂技术、以负压排采、平衡排采、合层排采为核心的排采技术，促进国内煤层气产业发展。

图14: 中国煤层气开发井型示意图

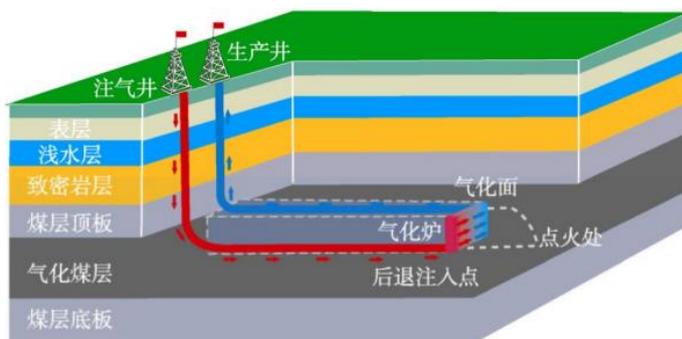


资料来源: 李小刚, 杨长鑫, 杨兆中 等, 《我国煤层气增产技术进展与发展方向》, 中国石油学会天然气专业委员会. 第 33 届全国天然气学术年会 (2023) 论文集, 2023:17, 国信证券经济研究所整理

**煤层气未来发展方向为中浅层新区域开发及深层煤层气规模化开发。**中国煤层气地质资源量超过 1 万亿立方米的大型含煤层气盆地 (群) 共有 10 个, 包括鄂尔多斯、沁水、滇东黔西、准噶尔、天山、川南黔北、塔里木、海拉尔、二连、吐哈等, 总资源量 25.55 万亿立方米, 占全国的 85%。目前已投入规模建产并实现有效开发的产业基地主体位于沁水盆地和鄂尔多斯盆地, 其他 8 个盆地 (群) 虽未开发但具有实现规模有效开发的资源基础, 发展前景广阔。鄂尔多斯盆地东缘 (简称鄂东缘) 大宁—吉县区块吉深 6-7 平 01 井在 2000 m 以深的深部 (层) 煤储集层获日产 10.1 万立方米高产工业气流, 标志着深部 (层) 煤层气勘探开发的重大突破, 中国煤层气总资源量有望成倍增加, 为煤层气产业规模快速发展提供了新动能。

**地下煤气化合理协调了煤层气和煤炭开采, 有望实现煤层气的增产。**煤炭地下气化是一种集煤炭和煤层气开发于一体的安全、环保、高效、经济的能源开采技术, 该技术将煤层作为气化炉, 通入气化剂并合理控制煤原位燃烧产生甲烷、氢气、一氧化碳等可燃合成气体。作为煤炭原位开采的新技术, 地下煤气化具有开采环境封闭、污染排放小等优点, 突破传统煤层气“排水-降压-解吸-扩散-渗流”开采模式, 有效实现煤层气的增产。截止目前, 国内在山东孙村煤矿、山东肥城曹庄煤矿、山东新汶鄂庄煤矿、甘肃安口煤矿、黑龙江省依兰煤矿等多个矿区开展煤炭地下气化试验研究, 逐渐发展形成了长壁式气流法气化、渗透式煤炭地下气化和控制后退注气点煤炭地下气化等多种成熟的煤炭地下气化工工艺。

图15: 地下煤气化示意图



资料来源: 李小刚, 杨长鑫, 杨兆中 等, 《我国煤层气增产技术进展与发展方向》, 中国石油学会天然气专业委员会. 第 33 届全国天然气学术年会 (2023) 论文集, 2023:17, 国信证券经济研究所整理

### 非常规地质理论引领煤层气域勘探开发突破

煤层气方面, 创立中低阶煤层气 (煤岩气) “多源成藏” 富集、中深层煤层气 (煤岩气) 与煤系气 “同源叠置” 立体成藏等理论认识突破形成低成本勘探重大技术, 创新高效开发重大技术, 建成沁水盆地南部和鄂尔多斯盆地东缘国家级煤层气 (煤岩气) 产业基地。推动了从中浅层向深层开发拓展, 在沁水盆地和鄂尔多斯盆地等建设 7 项煤层气 (煤岩气) 示范工程。

表1: 煤层气勘探开发技术成果

技术创新领域	管家核心技术	应用成效
煤层气、煤岩气低成本勘探开发重大技术	地质综合评价与有利区预测技术	①支撑鄂尔多斯盆地东缘整体开发与“三气合采”示范工程; ②首次在福煤区实现工业产量; 突破 2000 m 以深煤层压裂改造技术瓶颈; ④开辟万亿立方米规模低阶煤层气 (煤岩气) 勘探新领域
	地震一测井采集、精细处理与解释评价技术 多分支水平井技术 钻井工程技术 完井及高效增产技术 排采工艺和低压集输技术	

资料来源: 邹才能, 林敏捷, 马锋, 等, 《碳中和目标下中国天然气工业进展、挑战及对策》, 石油勘探与开发, 2024, 51 (02): 418-435, 国信证券经济研究所整理

**中国煤层气产业实施近期和长远“两步走”发展战略。**第 1 步, 将 2030 年之前分为两个阶段, 第 1 阶段到 2025 年, 实现理论与技术的新突破, 完成国家“十四五”规划目标年产 100 亿立方米, 坚定产业发展信心; 第 2 阶段 2025 年到 2030 年, 形成针对大部分地质条件的适用性技术, 进一步扩大产业规模, 实现年产 300 亿立方米, 在天然气总产量中占有重要地位。第 2 步为 2030 年之后的长远时期, 逐步实现 1000 亿立方米大产业战略。

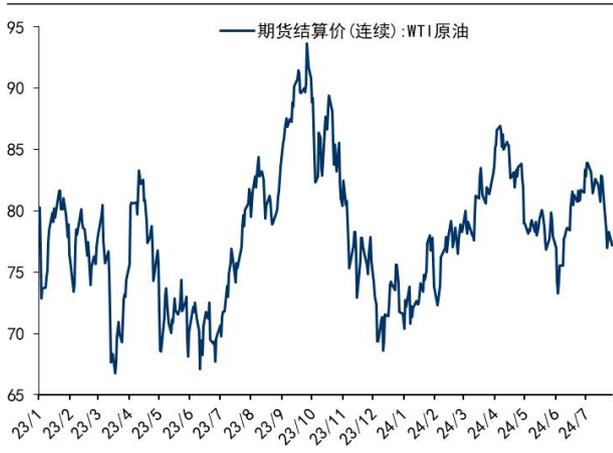
## 3.2 油气行业深度跟踪: 油价有望维持中高区间, 油气开采企业有望量价齐升

### 原油市场回顾及展望: 8 月原油价格宽幅震荡

截至 8 月 30 日收盘, WTI 原油现货价格为 73.55 美元/桶, 较上月末下跌 4.36 美元/桶, 跌幅为 5.6%; 布伦特原油现货价格为 80.22 美元/桶, 较上月末下跌 1.38 美元/桶, 跌幅为 1.7%。8 月份国际油价受到宏观经济与地缘冲突的影响反复拉锯,

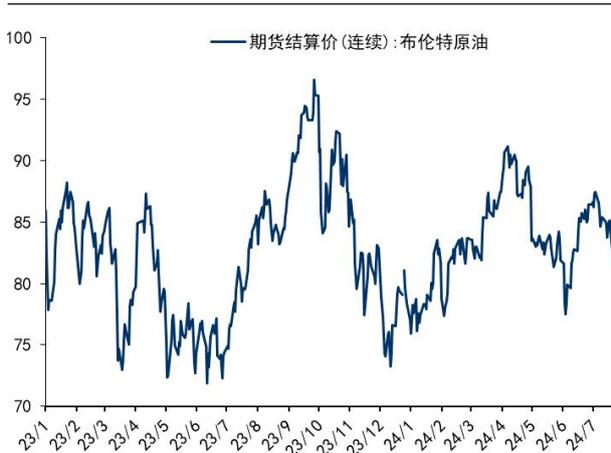
国际油价呈现宽幅震荡。**8月上旬**，美国7月制造业数据及非农就业数据表现疲软，失业率高于预期，市场担忧美国衰退，国际油价下跌，中东伊朗和以色列地缘局势持续，利比亚油田关闭导致供应风险，叠加EIA原油库存降幅超预期，国际原油价格反弹上涨；**8月中旬**，IEA和OPEC下调石油需求预测，市场传出加沙停火谈判，国际油价震荡下跌；**8月下旬**，美联储主席鲍威尔在杰克森霍尔研讨的讲话提升降息预期，利比亚东部政府宣布停止所有石油生产和出口，同时黎巴嫩对以色列进行打击，国际油价大幅上行；**8月末**，美国需求旺季即将结束，市场担忧经济及需求放缓，国际油价下跌。

图16: WTI 油价近期走势（美元/桶）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图17: 布伦特油价近期走势（美元/桶）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

我们认为未来布伦特油价有望维持在 75-85 美元/桶区间。OPEC、IEA、EIA 最新 8 月月报显示，2024 年原油需求分别为 104.32、102.87、102.94 百万桶/天（上次预测分别为 104.46、102.87、102.92 百万桶/天），分别较 2023 年增加 211、97、113 万桶/天（上次预测分别增长 225、97、111 万桶/天）。OPEC 将 2025 年原油需求增速由 185 万桶/天下调至 178 万桶/天，IEA 将 2025 年原油需求增速由 98 万桶/天下调至 95 万桶/天，EIA 将 2025 年原油需求增速由 180 万桶/天下调至 160 万桶/天。

供给端 OPEC+继续维持减产力度，6 月 2 日 OPEC+召开部长级会议，会议决定将 200 万桶/日集体减产、166 万桶/日自愿减产目标延长至 2025 年底，将 220 万桶/日自愿减产目标延长 3 个月至 2024 年 9 月底。利比亚宣布暂停石油生产和出口，同时俄罗斯、伊拉克、哈萨克斯坦等国有望在年内剩余时间执行补偿性减产；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。需求端随着降息周期开启，全球经济的不断修复，我们认为石油需求温和复苏，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

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 10 月第 33 届 OPEC+部长级会议，OPEC+产能配额削减 200 万桶/天，（OPEC 减产 127 万桶/天，其他国家减产 73 万桶/天），该产量政策一直延续至 2025 年底。

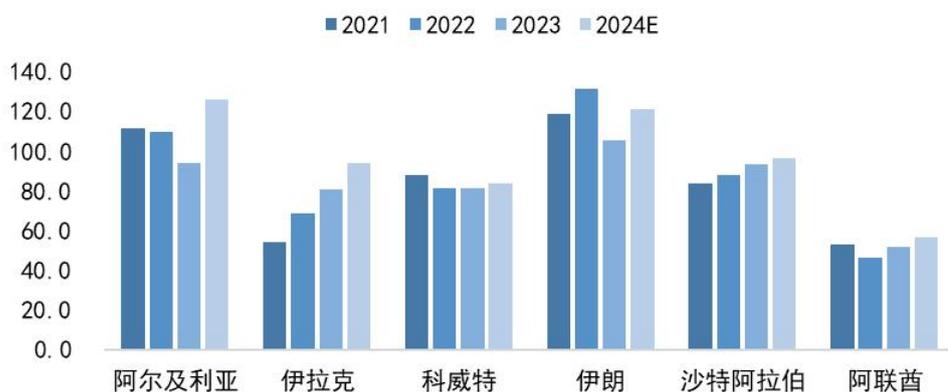
从 2023 年开始，OPEC 调价频率也将放缓，不再召开高频的月度会议调整产量政策，而是每 6 个月举行一次部长级会议（ONOMM），每两个月举行一次欧佩克+联合部长级监督委员会（JMMC）会议，从而更加保证减产政策的稳定性。

2023 年 5 月起，OPEC+ 自愿减产 166 万桶/天（沙特、俄罗斯各自愿减产 50 万桶/天），该产量政策一直延续至 2025 年底；7 月起沙特再次自愿额外减产 100 万桶/天原油。两次减产，沙特原油日均产量已减至 900 万桶，为数年来的最低水平。OPEC+ 同意 2024 年 1 月 1 日起至 2024 年 12 月 31 日将产量目标调整为 4046 万桶/天。2023 年 11 月第 36 届 OPEC+ 部长级会议，OPEC+ 再次自愿减产 220 万桶/天，该产量政策目前延续至 2024 年 9 月底。

2024 年 6 月 2 日 OPEC+ 召开第 37 届部长级会议，会议决定将 200 万桶/日集体减产、166 万桶/日自愿减产目标延长至 2025 年底，将 220 万桶/日自愿减产目标延长 3 个月至 2024 年 9 月底，从 2024 年 10 月开始至 2025 年 9 月逐步取消减产。

同时 OPEC+ 宣布 2025 年原油产量目标定为 3972.5 万桶/日，2024 年目前为 3942.5 万桶/日，其中，阿联酋产量配额提升 30 万桶/日至 351.9 万桶/日，其增产将从 2025 年 1 月开始分阶段进行直至 2025 年 9 月底。

图18: 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，2024 年 7 月 OPEC+ 产量为 4170 万桶/天，已经减产 553 万桶/天，减产总体履行率较高，沙特、俄罗斯产量分别为 901、923 万桶/天。2024 年 7 月 OPEC 9 国合计原油产量相比 2024 年 6 月增加约 26 万桶/天，主要原因为伊拉克、阿联酋产量分别高于配额 43、39 万桶/天，伊拉克已经计划在九月份将石油产量削减至 385-390 万桶/天。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2: OPEC+减产情况（百万桶/天）

国家	6月产量	7月产量	7月较配额	7月配额	生产能力	实际减产
阿尔及利亚	0.91	0.92	0.01	0.91	0.99	0.07
刚果	0.26	0.26	-0.02	0.28	0.27	0.01
赤道几内亚	0.06	0.06	-0.01	0.07	0.06	0
加蓬	0.22	0.22	0.05	0.17	0.22	0

伊拉克	4.28	4.36	0.43	3.93	4.87	0.51
科威特	2.48	2.36	-0.05	2.41	2.88	0.52
尼日利亚	1.29	1.26	-0.24	1.5	1.42	0.16
沙特阿拉伯	8.87	9.01	0.03	8.98	12.11	3.1
阿联酋	3.28	3.3	0.39	2.91	4.28	0.98
<b>OPEC9 国产量</b>	<b>21.65</b>	<b>21.91</b>	<b>0.75</b>	<b>21.16</b>	<b>27.1</b>	<b>5.19</b>
伊朗	3.35	3.35			3.8	
利比亚	1.19	1.16			1.23	0.07
委内瑞拉	0.9	0.92			0.87	-0.05
<b>OPEC12 国产量</b>	<b>27.09</b>	<b>27.34</b>			<b>33</b>	<b>5.25</b>
阿塞拜疆	0.48	0.48	-0.07	0.55	0.49	0.01
哈萨克斯坦	1.59	1.59	0.14	1.45	1.62	0.03
墨西哥	1.57	1.58			1.6	0.02
阿曼	0.76	0.76	0	0.76	0.85	0.09
俄罗斯	9.24	9.23	0.25	8.98	9.76	
其他	0.72	0.72	-0.15	0.87	0.86	0.13
<b>Non-OPEC 合计</b>	<b>14.36</b>	<b>14.36</b>	<b>0.18</b>	<b>12.61</b>	<b>15.17</b>	<b>0.28</b>
<b>OPEC+18 国产量</b>	<b>34.44</b>	<b>34.7</b>	<b>0.93</b>	<b>33.76</b>	<b>40.67</b>	<b>5.44</b>
<b>OPEC+合计</b>	<b>41.45</b>	<b>41.7</b>			<b>48.17</b>	<b>5.53</b>

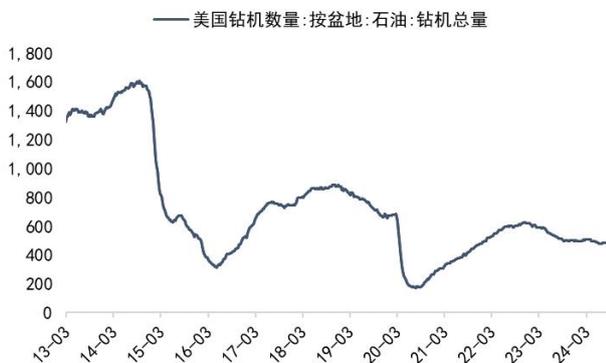
资料来源：IEA，国信证券经济研究所整理

**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8月23日当周，美国原油产量为1340万桶/天，较上周减少10万桶/天（-0.4%）；美国活跃石油钻机数量为483部，较上周持平；北美活跃压裂车队数量为229支，较上周减少5支。

2024年8月，美国原油平均产量为1335万桶/天，较上月增加5万桶/天（+0.4%）；美国活跃石油钻机平均数量为483部，较上月增加4部（+0.8%）；北美活跃压裂车队平均数量为236支，较上月持平。2024年4月，美国开钻未完钻区域油井数为4510口，较上月增加6口（+0.1%）。

根据EIA最新月报数据，2023年美国原油产量增长102万桶/天至1293万桶/天，并预计2024-2025年美国原油产量分别为1323、1369万桶/天（上次预测为1325、1376万桶/天），分别增长30、46万桶/天（上次预测为增长32、51万桶/天），2024年供给增速大幅放缓。

图19: 美国石油钻机数量（部）



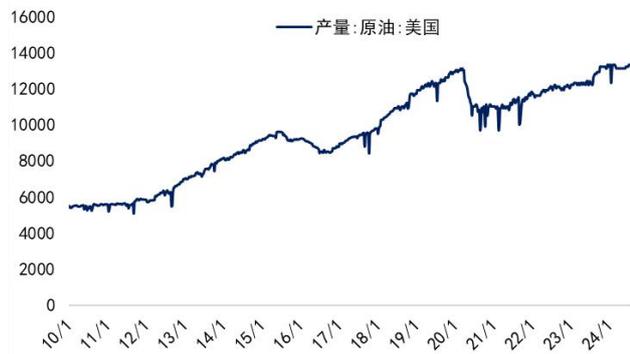
资料来源：贝克休斯，国信证券经济研究所整理

图20: 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

图21: 美国原油月度产量 (千桶/天)



资料来源: EIA, 国信证券经济研究所整理

图22: 美国原油年度产量及预测 (百万桶/天)

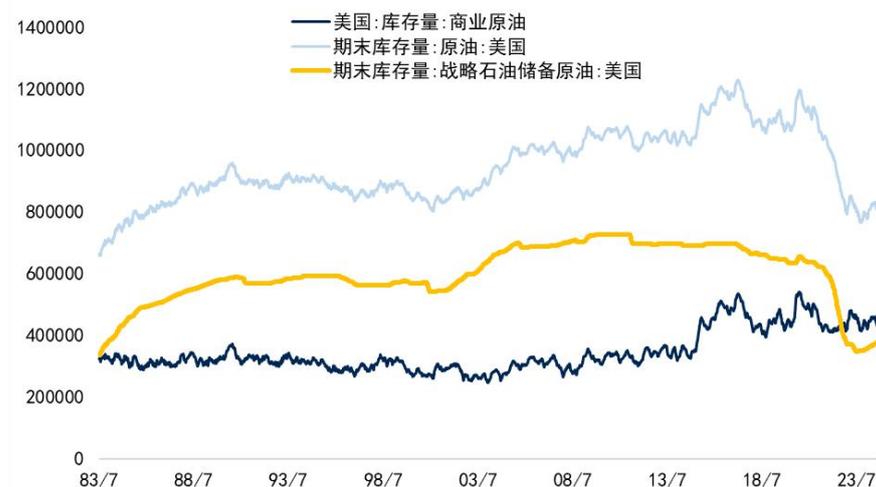


资料来源: EIA, 国信证券经济研究所整理

**美国战略储备原油持续库存, 商业原油库存大幅下降。**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。

截至 8 月 23 日当周, 美国原油总库存为 8.03 亿桶, 较上周减少 10.1 万桶(-0.0%), 较上月减少 505.5 万桶 (-0.6%)。其中**战略原油库存**为 3.78 亿桶, 较上周增加 74.5 万桶 (+0.2%), 较上月增加 281.1 万桶 (+0.7%); **商业原油库存**为 4.25 亿桶, 较上周减少 84.6 万桶 (-0.2%), 较上月减少 786.6 万桶 (-1.8%); **库欣地区原油库存**为 2753.6 万桶, 较上周减少 66.8 万桶 (-2.4%), 较上月减少 231.4 万桶 (-7.8%)。

图23: 美国原油库存 (千桶)

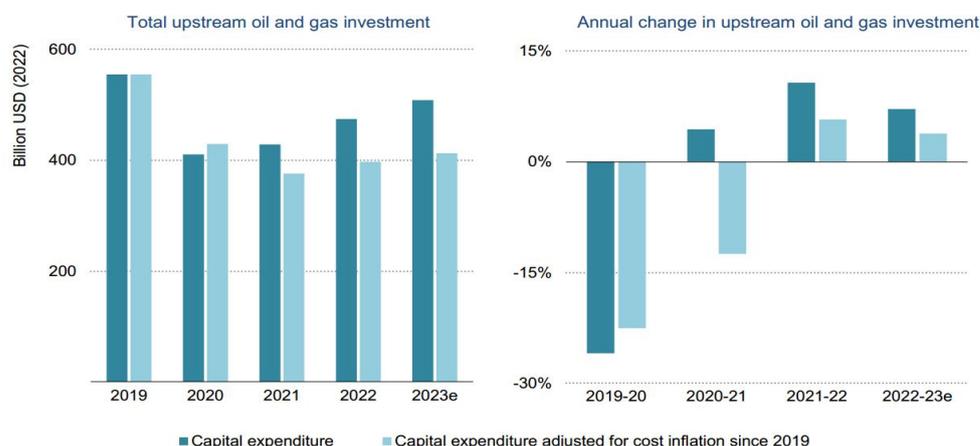


资料来源: IEA, 国信证券经济研究所整理

**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24: 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，中国需求有所拖累

**国际主要能源机构预测 2024 年原油需求小幅增长，但需求增速有所放缓。** OPEC、IEA、EIA 最新 8 月月报显示，2024 年原油需求分别为 104.32、102.87、102.94 百万桶/天（上次预测分别为 104.46、102.87、102.92 百万桶/天），分别较 2023 年增加 211、97、113 万桶/天（上次预测分别增长 225、97、111 万桶/天）。OPEC 将 2025 年原油需求增速由 185 万桶/天下调至 178 万桶/天，IEA 将 2025 年原油需求增速由 98 万桶/天下调至 95 万桶/天，EIA 将 2025 年原油需求增速由 180 万桶/天下调至 160 万桶/天。

图25: 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

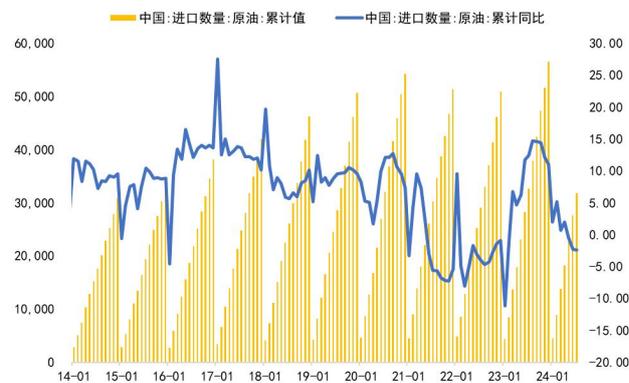
**国内原油产量、加工量稳步增长。**2024年8月，中国主营炼厂平均开工负荷为79.3%，较上月增加0.9个百分点；山东地炼装置平均开工负荷为50.1%，较上月增加0.8个百分点。截至8月20日，主营炼厂开工率为77.8%，较上周降低0.6个百分点，较上月降低1.1个百分点；山东地炼开工率为52.0%，较上周增加1.2个百分点，较上月增加2.8个百分点。

图26: 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27: 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28: 中国主营炼厂平均开工负荷率（%）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图29: 山东地炼平均开工负荷率（%）

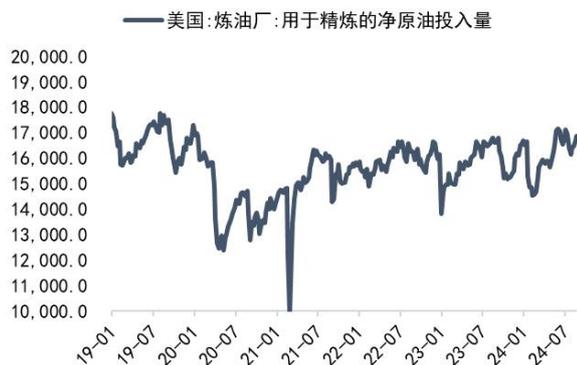


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**美国炼厂开工率维持高位，需求旺季接近尾声。**2024年8月，美国炼厂原油平均加工量为1661万桶/天，较上月减少4.3万桶/天（-0.3%），美国炼厂平均开工率为91.9%，较上月降低0.8个百分点。截至8月23日当周，美国炼厂原油加工量为1684万桶/天，较上周增加17.5万桶/天；美国炼厂开工率为93.3%，较上周增加1.0个百分点。

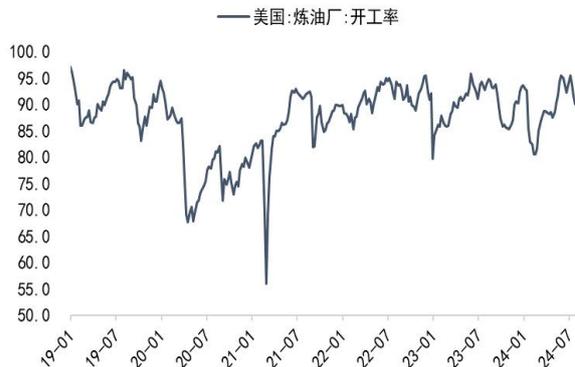
2024年8月，美国汽油平均需求量为995.8万桶/天，较上月减少18.6万桶/天（-1.8%）；美国柴油平均需求量为517.9万桶/天，较上月增加24.0万桶/天（+4.9%）。截至8月23日当周，美国车用汽油需求量为1012.4万桶/天，较上周增加20.0万桶/天（+2.0%）；美国柴油需求量为518.3万桶/天，较上周减少24.5万桶/天（-4.5%）。

图30: 美国炼油厂原油加工量 (千桶/天)



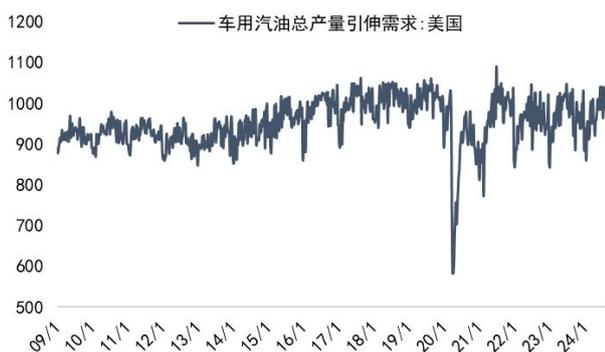
资料来源: EIA, 国信证券经济研究所整理

图31: 美国炼油厂开工率 (%)



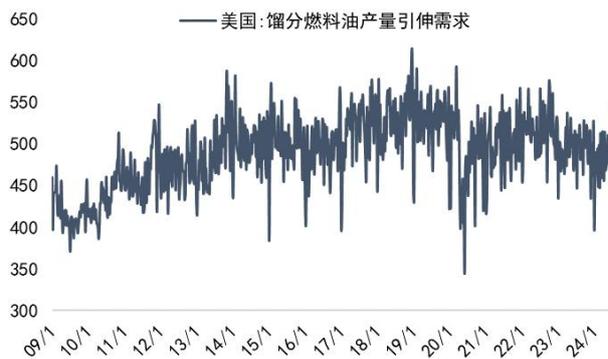
资料来源: EIA, 国信证券经济研究所整理

图32: 美国车用汽油需求 (万桶/天)



资料来源: EIA, 国信证券经济研究所整理

图33: 美国柴油日需求量 (千桶/天)



资料来源: 美国可再生燃料协会, 国信证券经济研究所整理

### 库存端: 美国原油、成品油持续去库

截至8月23日当周,美国原油总库存为8.03亿桶,较上周减少10.1万桶(-0.0%),较上月减少505.5万桶(-0.6%)。其中**战略原油库存**为3.78亿桶,较上周增加74.5万桶(+0.2%),较上月增加281.1万桶(+0.7%);**商业原油库存**为4.25亿桶,较上周减少84.6万桶(-0.2%),较上月减少786.6万桶(-1.8%);**库欣地区原油库存**为2753.6万桶,较上周减少66.8万桶(-2.4%),较上月减少231.4万桶(-7.8%)。

图34: 美国原油总库存 (千桶)



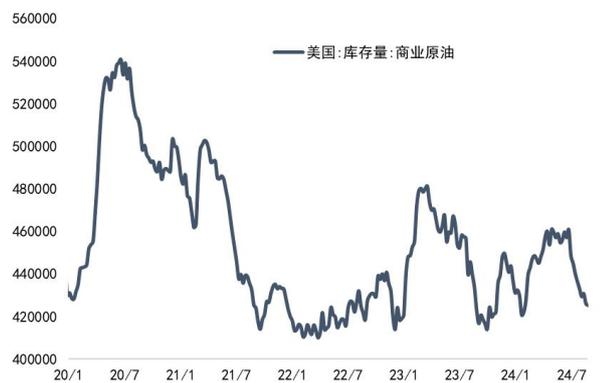
资料来源: EIA, 国信证券经济研究所整理

图35: 美国战略原油库存 (千桶)



资料来源: EIA, 国信证券经济研究所整理

图36: 美国商业原油库存 (千桶)



资料来源: EIA, 国信证券经济研究所整理

图37: 美国库欣地区原油库存 (千桶)

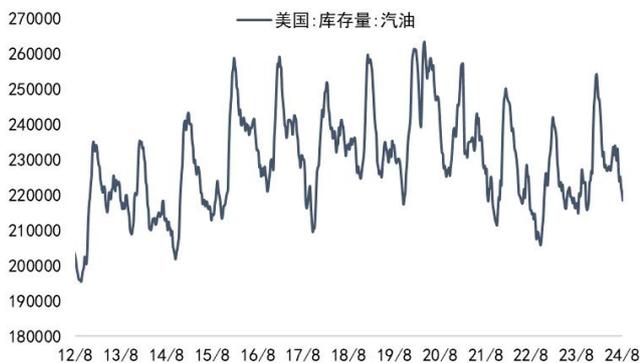


资料来源: EIA, 国信证券经济研究所整理

2024年8月,美国汽油平均库存量为2.21亿桶,较上月减少688.7万桶(-3.0%);美国车用汽油平均库存量为1697.8万桶,较上周增加21.4万桶(+1.3%);美国柴油平均库存量为1.25亿桶,较上月减少125.6万桶(-1.0%);美国航空煤油平均库存量为4668.7万桶,较上月增加36.8万桶(+0.8%)。

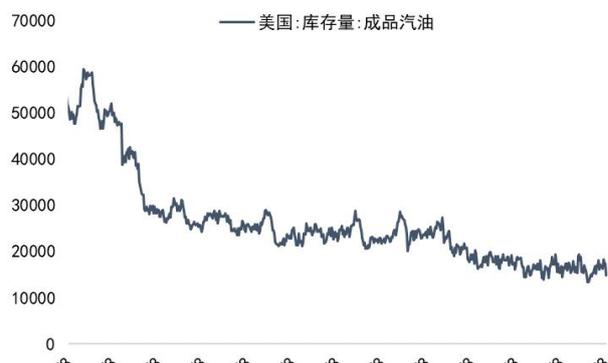
截至8月23日当周,美国汽油总库存量为2.18亿桶,较上周减少220.3万桶(-1.0%);美国车用汽油库存量为1475.4万桶,较上周减少258.3万桶(-14.9%);美国柴油库存量为1.23亿桶,较上周增加27.5万桶(+0.2%);美国航空煤油库存量为4757.6万桶,较上周增加74.7万桶(+1.6%)。

图38: 美国汽油库存量（千桶）



资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

图39: 美国成品车用汽油库存量（千桶）



资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

### 3.3 磷复肥行业深度跟踪：成本压力缓解，理论毛利修复，后续利润空间有望回升

复合肥是一种含有两种或更多种主要植物营养素（氮、磷、钾）的化肥。这些营养素对于植物生长至关重要，它们通常以不同的比例结合在一起，以满足特定作物或土壤类型的需求。复合肥广泛应用于农业生产中，包括粮食作物（如小麦、玉米）、经济作物（如棉花、大豆）、水果和蔬菜等。

复合肥市场集中度低，总体产能过剩，预计 2024-2026 年我国复合肥产能继续提升。我国复合肥市场目前呈现出高度分散的竞争格局，市场集中度相对较低，CR10 仅为 11%。根据卓创资讯复合肥在建产能的规划情况，预计 2024-2026 年我国复合肥产能分别达到 17033/17278/17278 万吨，根据 2023 年的产能利用率，假设 2024-2026 年产能利用率略有上升，则对应产量分别为 5536/5702/5805 万吨。假设每年出口量为 200 万吨，2024-2026 年表观消费量增速分别为 4%/3%/2%，则国内表观消费量为 5384/5546/5657 万吨，对应的进口量为 48/44/51 万吨，进口依赖度在 0.9%以下。

表3: 我国复合肥前十大生产企业产能和市场份额

企业	产能（万吨）	市场份额
湖北乐开怀	270	2%
金正大	230	1%
嘉施利（荆州）	215	1%
史丹利	210	1%
菏泽金正大	190	1%
施可丰	180	1%
河北冀衡	175	1%
河南心连心	155	1%
三宁化工	150	1%
湖北华强	150	1%
其他	15108	89%

资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

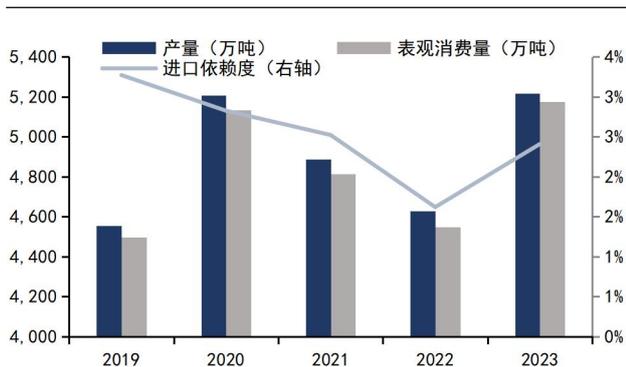
表4: 我国复合肥供需平衡表 (万吨)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产能	18200	18196	16430	16249	16673	16873	17033	17278	17278
产量	4480	4555	5207	4889	4627	5217	5536	5702	5805
产能利用率	25%	25%	32%	30%	28%	31%	33%	33%	34%
进口量	157	147	145	121	74	125	48	44	51
出口量	132	207	218	195	153	165	200	200	200
表观消费量	4510	4496	5134	4815	4548	5177	5384	5546	5657

资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

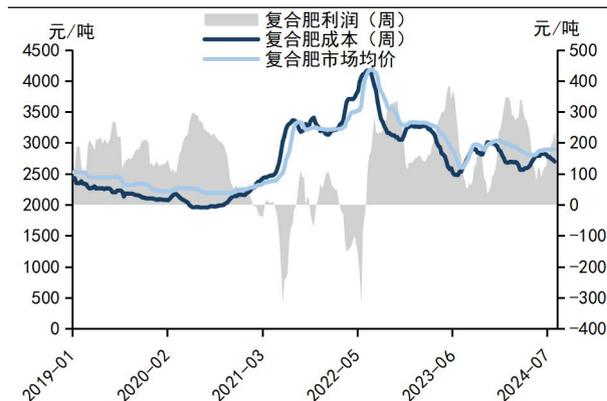
**复合肥原料成本压力缓解, 理论毛利修复, 后续利润空间有望回升。**从成本构成来看, 用作原料的氮磷钾三大基础肥料占复合肥生产成本的 90%左右, 直接影响复合肥价格。近 5 年来看, 2019-2020 年, 受上游原料价格走弱影响, 复合肥价格整体呈现下行态势; 2021-2022 年上半年, 煤炭、氮肥、磷肥、钾肥等原料价格整体上涨, 复合肥价格也达到近 5 年的高点, 随后整体回落。2024 上半年, 成本端磷酸一铵、氯化钾、尿素价格呈现阶段性上涨, 挤压复合肥利润空间。国内复合肥市价追随氮磷钾原料市场变化的脚步, 先跌后涨, 但复合肥价格在调整的幅度及调整的频率方面均低于原料价格波动情况, 略显平稳。二季度末及三季度初以来, 复合肥原料价格下滑, 理论毛利有所修复, 2024 年 8 月复合肥平均利润为 200 元/吨 (同比+204%, 环比+53%), 后续利润空间有望继续回升。

图40: 我国复合肥产量与表观消费量 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图41: 我国复合肥成本、利润、价格 (元/吨)



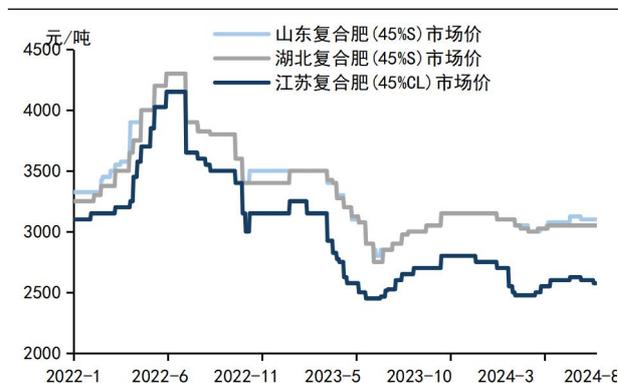
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图42: 我国复合肥原材料市场单价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

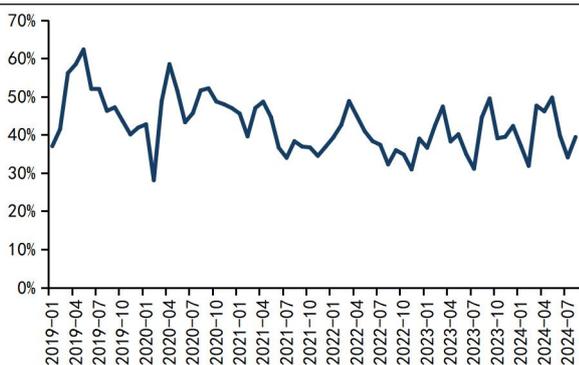
图43: 我国不同地区复合肥价格情况 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

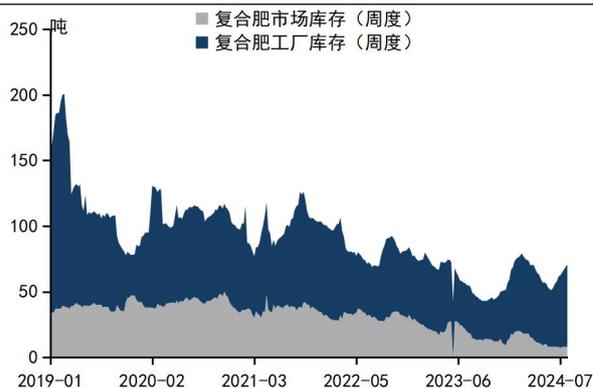
**复合肥开工率及库存处于较低水平。**2024年8月，复合肥平均开工为39.40%，较上月增加5.33pct，市场供应增加，但总体仍处于较低开工率水平。据百川盈孚不完全统计，目前复合肥企业装置检修产能共计约368万吨，占总产能约2%。与此同时，尽管自五月以来工厂库存逐步提升，复合肥库存总体也处于历史较低水平。

图44: 我国复合肥月度开工率 (%)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图45: 我国复合肥周度库存 (吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

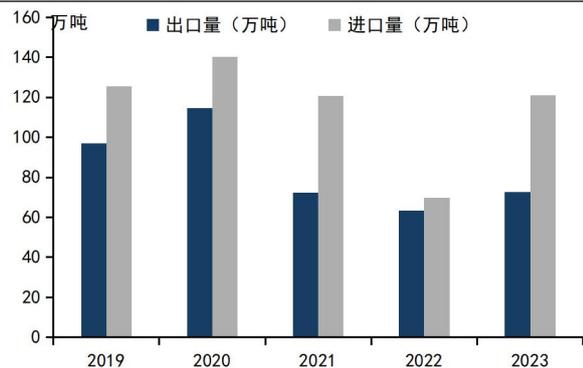
表5: 我国复合肥企业装置检修情况 (截至 2024 年 08 月 29 日)

厂商	地区	产能 (万吨)	备注
宁夏金牛	宁夏	35	自 2024 年 4 月中旬起装置停车检修, 预计 2024 年 3 季度恢复开车
中化长山	吉林	15	自 2024 年 4 月底装置停车检修, 预计 2024 年 10 月 15 日后开车
海油富岛	黑龙江	30	自 2024 年 5 月上旬停车, 预计 2024 年 10 月恢复开车
津大盛源	辽宁	168	自 2024. 6. 1 起装置停车检修, 预计 2024 年 9 月恢复运行
泸天化	广西	35	自 2024. 7. 13 起装置停车检修, 预计 2024 年 9 月初恢复开车
泸天化	重庆	25	自 2024 年 7 月中旬装置停车检修, 预计 2024 年 8 月底恢复开车
泸天化	四川	20	自 2024 年 7. 27 装置停车检修, 预计 2024 年 8 月底或 9 月初前后恢复开车
宏达	四川	40	自 2024. 8. 24 限电停车, 预计 9 月初恢复生产

资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

**我国高端复合肥仍有部分进口，出口受政策及国内旺季等因素影响有所下滑。**据海关统计数据显示: 出口方面, 2023 年出口三元复合肥 72. 57 万吨, 出口金额 3. 23 亿美元, 均价 445. 13 美元/吨。我国复合肥主要出口至缅甸、菲律宾等国家及地区, 其中出口缅甸数量最大, 占本年总出口量的 24. 34%, 其次是菲律宾, 占比 20. 85%。进口方面, 中国复合肥进口主要是高端的三元复合肥, 2023 年进口 125 万吨, 进口主要来自俄罗斯、挪威、比利时与芬兰等地区, 进口量合计占比 94. 4%。截至 2024 年 7 月, 我国氮磷钾三元复合肥进口 72. 85 万吨, 较 2023 年同期下降 5. 15%; 出口 23. 82 万吨, 同比减少 51. 06%, 出口减量的原因一方面受制于国内政策的限制, 另一方面国内旺季以内销为主, 国际价格相对优势有限。

图46: 我国三元复合肥进出口量 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图47: 我国复合肥进出口平均单价 (美元/吨)



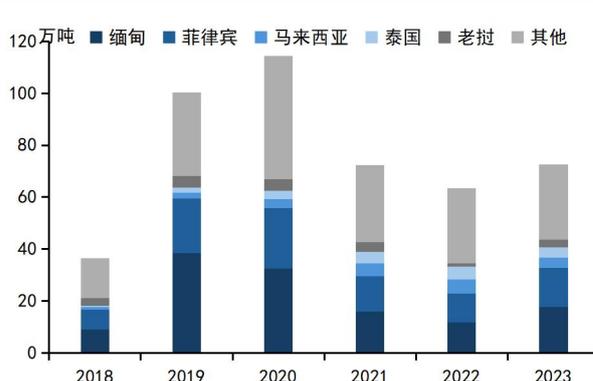
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图48: 我国三元复合肥主要进口国家 (万吨)



资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

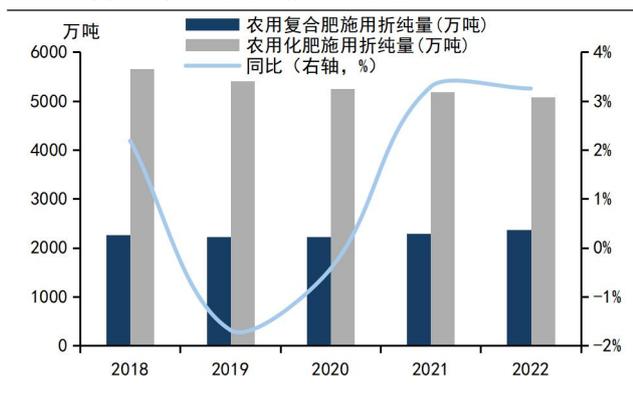
图49: 我国三元复合肥主要出口国家 (万吨)



资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

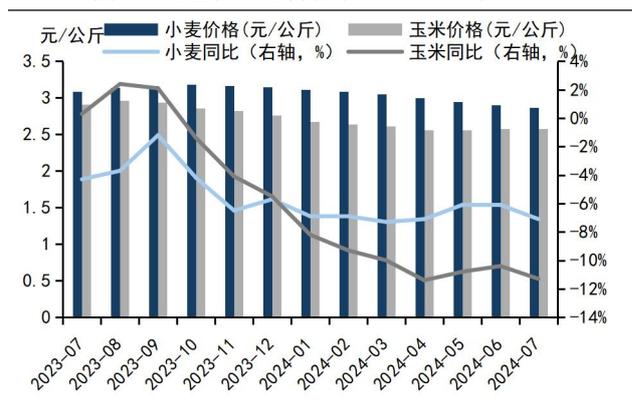
**复合肥施用量占比增加, 下游粮食价格走低, 需求释放缓慢。**2023年我国农用化肥施用折纯量为5021.74万吨, 较2018年降低了11.17%。复合肥施用量占农用化肥施用量比例逐年上升, 2022年我国农用复合肥施用折纯量为2368.68万吨, 占比46.63%, 同比增加3.25%。截至目前, 复合肥秋季配方肥集中出货阶段, 市场进度不及预期。我国复合肥市场仍处于淡季, 秋季备肥为主, 市场缺乏刚需, 等待冬储市场启动。粮食安全保障法自2024年6月1日起施行, 国家鼓励增加粮食种植面积, 加之农业种植的改革、粮食价格等因素影响, 在耕地面积和粮食稳价保量的基础上, 复合肥的整体需求或将稳中有升。

图50: 我国农用复合肥施用情况 (万吨)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图51: 我国不同地区复合肥价格情况 (元/公斤)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

表6: 我国复合肥行业相关政策

时间	部门	政策	主要内容
2022年11月18日	农业农村部	《到2025年化肥减量化行动方案》	进一步减少农用化肥施用总量。到2025年,氮、磷、钾和中微量元素等养分结构更加合理,全国农用化肥施用量实现稳中有降。统筹利用有机肥资源,鼓励引导农民增施有机肥,推动有机无机结合
2023年11月01日	商务部	《2024年化肥进口关税配额总量、分配原则及相关程序》	2024年化肥进口关税配额总量为1365万吨,其中尿素330万吨、磷酸氢二铵690万吨、复合肥345万吨。分配原则实行先来先领的方式,企业申领化肥进口关税配额时,其可申领的起始关税配额数量根据以往实际关税配额使用情况设定,并在不超过起始关税配额数量的范围内再次申领
2024年02月05日	国家发展改革委	国家发展改革委关于做好2024年春耕及全年化肥保供稳价工作的通知	要稳定化肥生产,加强原料保障,鼓励煤炭供应企业向以煤为生产原料的化肥生产企业供应生产用煤,以保障化肥生产的稳定进行
2024年05月22日	农业农村部等6个部门	《2024年全国农资打假和监管工作要点》	组织实施种子、肥料、农药、兽药产品质量监督抽查,对往年发现不合格产品的加大抽检力度,线上销售的农资产品也要纳入监督抽查范畴

资料来源: 各部门官网, 国信证券经济研究所整理

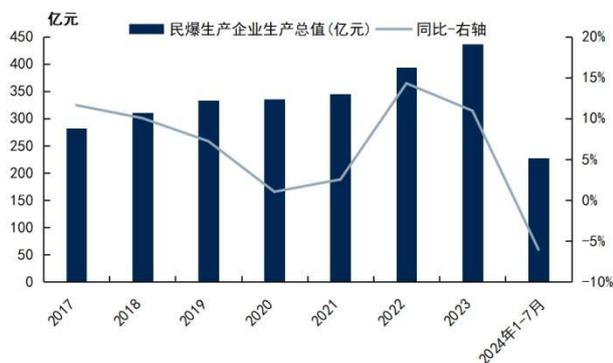
### 3.4 民爆行业深度跟踪: 供需格局持续改善, 民爆、矿服行业景气度上行

#### 民爆行业区域景气度持续分化, 西部地区民爆需求稳步提升

**民爆行业生产总值及利润稳步提升, 区域景气度持续分化。**据中国爆破器材行业协会数据,2024年1-7月份,民爆生产企业累计完成生产、销售总值分别为227.81亿元和221.60亿元,同比分别下降6.04%和7.36%。1-7月份,民爆生产企业累计实现主营业务收入240.77亿元,同比下降10.58%;累计实现利润总额53.99亿元,同比增长16.54%;累计实现爆破服务收入177.57亿元,同比增长0.36%。1-7月份,民爆生产企业利润净增长7.7亿元,按业务板块分,原材料价格下降和民爆产品产量下降相抵后,1-7月份民爆产品利润增加4.1亿元,爆破服务收入及其它利润增加3.6亿元;按区域分,新疆地区净增长4.7亿元,其他地区净增长3亿元。1-7月份,全国工业炸药产量呈正增长的省份有10个,其中:天津、青海、新疆、西藏和河北5个省份炸药产量同比增幅超过15%;其余20个地区炸药产量有不同程度下降,其中:湖南、黑龙江、云南和贵州4省炸药产量同比降幅超过15%。总的来说,民爆行业区域景气度持续分化,疆煤以及有色金属产区的民爆需求依旧十分旺盛,而东部地区由于矿产资源禀赋欠佳以及地产、基建趋于完善使得民爆需求出现一定萎缩。我们认为,未来随着行业整合持续进行以及

头部民爆企业矿山爆破服务业务市场份额提升，以广东宏大、易普力为代表的全国性布局的民爆头部企业营收和利润的增速会高于行业整体水平。

图52: 2017-2024年1-7月中国民爆生产企业生产总值



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

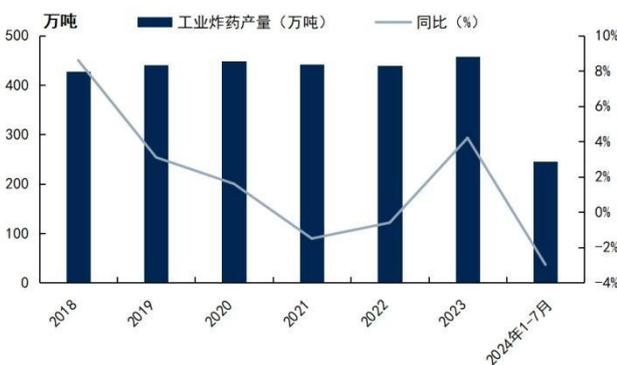
图53: 2017-2024年1-7月中国民爆生产企业利润总额



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

**民爆器材产销量及价格表现平稳。**据中国爆破器材行业协会数据，2024年1-7月份，民爆生产企业工业炸药累计产、销量分别为245.55万吨和243.83万吨，同比分别减少2.98%和2.97%。工业雷管累计产、销量分别为3.68亿发和3.58亿发，同比分别减少7.51%和10.05%。价格方面，据国家统计局数据，1-7月份中国炸药、火工及焰火产品制造PPI当月同比数据均在100以上（上年同月=100）；据国泰集团公告，上半年其电子雷管销售均价为13.96元/发，同比降低2.18%，今年以来我国工业炸药、电子雷管的价格相对比较稳定。

图54: 2017-2024年1-7月中国工业炸药产量及增速



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55: 中国:PPI:炸药、火工及焰火产品制造:当月同比



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

### 供给端：政策强约束下民爆行业集中度不断提升

**政策指引民爆行业结构优化，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。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。我们认为，民爆具有高危属性，加大监管力度是行业发展趋势，政策主要着眼于压减民爆企业生产数量和减少民爆流通环节

两个方面来加强监管，利好头部民爆企业进一步提升市场份额。

表7：“十四五”民爆行业发展主要预期指标

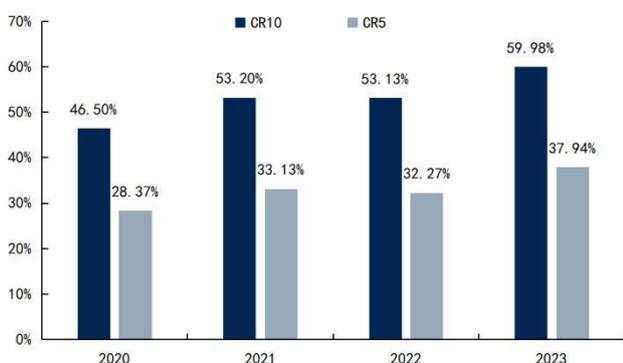
指标	2020年	2025年	属性
重特大生产安全事故起数	0	0	预期性
企业安全生产标准化二级及以上达标率(%)	-	100	约束性
龙头骨干企业研发经费占营业收入比重(%)	2.8	3.5	预期性
现有危险岗位操作人员机器人替代比例(%)	-	≥40	预期性
包装型工业炸药生产线最小许可产能(吨/年)	>10000	≥12000	约束性
企业现场混装炸药许可产能占比(%)	≥30	≥35	约束性
生产企业(集团)数量	76	≤50	预期性
排名前10家民爆企业行业生产总值占比(%)	49	≥60	预期性

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

**民爆企业集团整合稳步推进，行业集中度持续提升。**据中国爆破器材行业协会数据，2023年民爆企业重组整合稳步推进，有20余家民爆企业进行了并购、重组或签署战略合作协议，持续有力的提升了产业集中度。2023年，排名前10的民爆企业行业生产总值占比已达60%，较2022年提升6.85 pcts，提前2年完成政策指引目标。2024年以来民爆行业整合推进，广东宏大已收购宜兴市阳生化工60%股权工业炸药产能新增3.5万吨/年，并计划收购雪峰科技（工业炸药产能11.75万吨/年）21%股权实现控股；江南化工拟收购红旗民爆（工业炸药产能11.4万吨/年）35.97%股权实现控股。

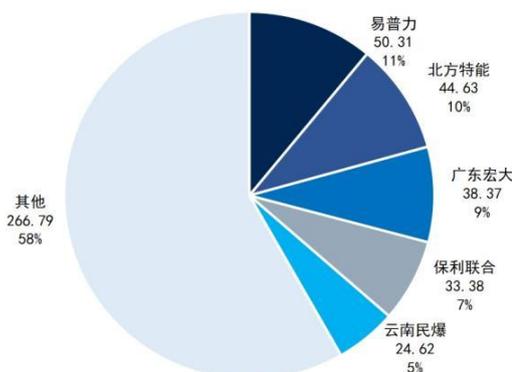
**展望未来，我们认为民爆行业整合将持续进行下去，**一方面头部民爆企业为满足自身爆破服务业务的工业炸药需求，有较强的动机去收购中小民爆企业工业炸药产能做产能调配，而且当前多数民爆行业上市公司有较丰厚的现金储备，为收购中小民爆企业提供了充足现金保障；另一方面，近两年民爆行业景气度不断提升，中小民爆企业的估值溢价相比前些年有较大提升，中小民爆企业出售企业的意愿有所提升，此外，中下民爆企业往往现场混装炸药产能占比不达标，许可产能证书到期时可能面临削减产能困境。因此，在政策指引以及市场自发驱动下，我们认为民爆行业的整合将持续进行下去，头部企业的市场份额将继续提升。

图56：2020-2023年中国民爆行业CR10、CR5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57：2023年中国工业炸药市场份额（按产量计）



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

**成本端：工业炸药原材料硝酸铵价格下行，民爆企业利润持续修复**

**硝酸铵供需正重新恢复平衡，民爆企业原材料成本压力有望继续缓解。硝酸铵是**

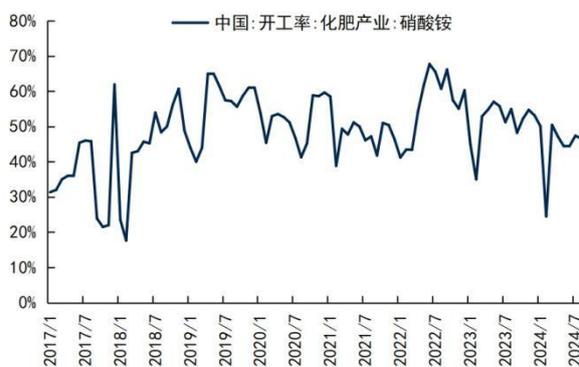
由硝酸和合成氨制得，其中合成氨的主要原料有煤、天然气等，除用于生产炸药外，硝酸铵同时也是一种氮肥，我国70%的硝酸铵用于生产炸药，25%的硝酸铵用作化肥，因此硝酸铵价格会受到炸药、化肥供需两端的影响。2021年第四季度煤炭价格大幅上涨，推动硝酸铵的价格从约2200元/吨快速上涨至最高3300元/吨，叠加一季度季节性淡季，民爆生产企业整体利润率从2021年12月的17.66%跌至2022年2月的-2.37%，但民爆企业通过调价的方式很快便将成本压力转移到下游企业，行业利润率快速修复。2023年以来，硝酸铵行业供需逐步恢复平衡，2023年全年国内硝酸铵市场便整体保持小幅下行走势，全年跌幅约8%；据百川盈孚，8月30日国内硝酸铵参考价格已下降至2400元/吨，年内跌幅约13.82%。展望未来，考虑到当前硝酸铵价格仍处于历史上较高位置，价差及盈利水平良好，行业开工率仅40%-50%左右而需求相对平稳，煤炭价格下降使得成本端支撑减弱，因此我们认为在不出现重大突发因素的前提下，硝酸铵价格不具备持续上涨的内在动因，价格仍有下行空间，原材料跌价有望使得民爆盈利水平进一步修复。

图58: 硝酸铵价格、价差走势



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理  
注：价差=工硝酸铵价格-0.46\*合成氨价格

图59: 硝酸铵行业开工率



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

### 矿山爆破服务驱动民爆企业由生产型企业向服务型企业转型升级

爆破服务行业规模快速增长，矿山爆破一体化服务是民爆一体化最重要分支。据中国爆破器材行业协会数据，2018至2023年，我国爆破服务收入从199.1亿元增长至349.51亿元，CAGR达11.91%。2024年1-7月，民爆生产企业累计实现爆破服务收入177.57亿元，同比增长0.36%。仅就民爆行业开展爆破服务的生产型企业而言，“十三五”时期累计收入达801.73亿元，占行业收入比例90.35%，民爆行业生产企业凭借一体化服务优势占据了我国矿山爆破工程行业市场的主流，民爆企业也正在由生产型向生产服务型转变。根据民爆行业工作简报数据，从2023年工业炸药销售流向数据上看，用于煤炭、金属和非金属矿山开采的炸药量占炸药总销量的74.8%，因而矿山爆破工程行业是民爆一体化最重要分支。

图60: 2018-2023年中国爆破服务行业收入



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61: 2017-2021年我国工业炸药销售流向占比变化

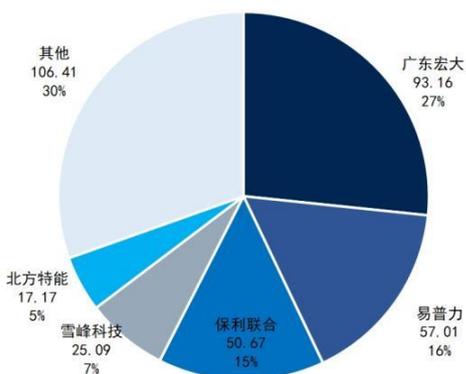


资料来源: 中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理

### 矿山爆破工程行业市场竞争格局将持续改善

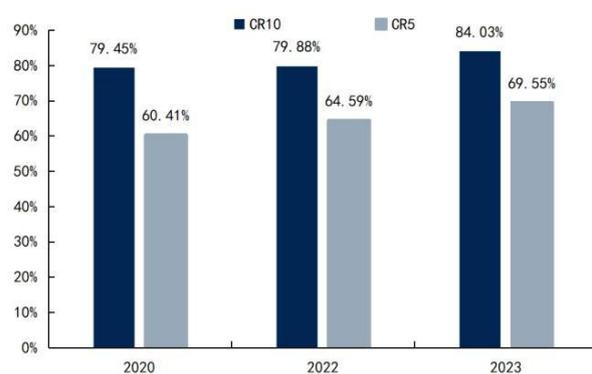
**矿山爆破工程行业集中度不断提升。**露天矿山开采需要频繁应用爆破工程, 随着我国供给侧结构性改革不断推进, 小型矿山逐渐退出, 中大型矿山开采成为未来矿业发展趋势。中大型矿山开采工程项目规模大, 由于开采周期较长、施工难度较大, 对安全、环保要求较高, 从而对矿山开发服务企业的资质、施工能力、资金实力、行业经验等有非常高的要求, 市场进入门槛较高, 一定程度上限制了市场参与者的范围, 具有资质、技术、设备优势的企业在大中型露天矿山采剥服务领域占据主导地位。目前我国大型矿山开采服务行业中行业资质等级较高、年收入规模较大的民爆行业企业主要为广东宏大、易普力、保利联合等少数几家, 2023年广东宏大、易普力16%的市场份额分别为27%。从行业向头部企业集中趋势看, 爆破服务行业CR5已从2020年的60.41%提升至2023年的69.55%, 我们预计广东宏大、易普力作为行业头部企业, 矿服经验丰富、过往口碑良好, 新获取订单能力较强, 未来市场份额将会进一步提升。

图62: 2023年中国爆破服务行业各公司市场份额



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

图63: 2020-2023年中国爆破服务行业市场集中度



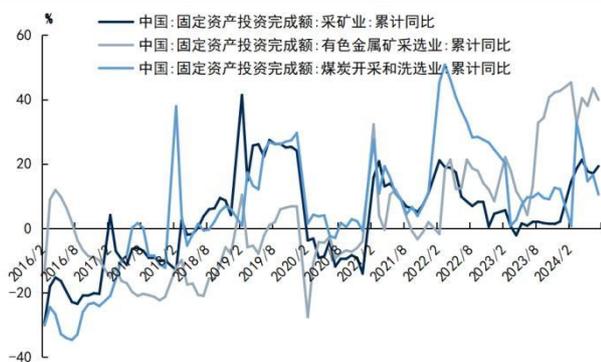
资料来源: 中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理

### 采矿业固定资产投资额提升, 民爆、矿服需求持续向好

**采矿业固定资产投资完成额提升, 矿企延续高资本开支水平, 民爆及矿服需求持续向好。**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”期间, 国家在金属、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。2023年，我国采矿业、煤炭开采业、有色金属开采业、非金属矿产开采业、基础设施建设的固定资产投资额均创下历史新高，且均较2020年有较大幅度增长。2024年以来，主要代表金属铜、金价格均创下新高，铁矿石、煤炭价格中枢也处于近些年的较高水平，矿产品价格上行刺激相关采矿业的固定资产投资额和资本开支提升，同时矿企在矿产品高价下也有提高产量的意愿，而民爆和矿服需求与矿产品产量直接挂钩。2024年1-7月，我国采矿业、有色金属矿采选业、煤炭开采洗选业固定资产投资完成额累计同比增速分别为19.30%、39.90%、10.50%；此外，2024年一季度，SW有色金属行业总资本开支同比增速为11.36%，以上数据说明采矿业景气度正处于较高水平，民爆、矿服需求持续向好。考虑到采矿业固定资产投资及资本开支传导到上游矿服企业和民爆企业收入增长需要一定时间滞后，因此我们预计矿服业务占比较高的民爆企业未来1-2年营业收入将保持较快增长。

图64：2019-2024年1-7月中国采矿业固定资产投资总额



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图65：SW有色金属行业资本开支同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

总的来说，近些年国内采矿业固定资产投资额提升，民爆制品需求旺盛；供给端民爆行业兼并重组持续进行，民爆制品生产和爆破服务行业集中度均不断提升，同时成本端硝酸铵价格持续下行，民爆企业盈利水平不断修复，我们认为民爆行业景气度正持续提升，重点推荐金属矿矿服龙头【广东宏大】、疆煤矿服龙头【易普力】。

## 4、重点数据跟踪

### 4.1 重点化工品价格涨跌幅

2024年9月2日，化工产品价格月度涨幅前五的为液氯（205.88%）、维生素VA（57.14%）、三氯蔗糖（50.00%）、烟酰胺（22.50%）、二氯丙烷-白料（20.97%）；化工产品价格月度跌幅前五的为锰矿（-24.14%）、磷酸一二钙（-17.33%）、MIBK（-17.00%）、棉粕（-16.80%）、BDO（-16.57%）。

**表8: 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	18	6	205.88%
	2	维生素 VA	275	175	57.14%
	3	三氯蔗糖	15	10	50.00%
	4	烟酰胺	49	40	22.50%
	5	二氯丙烷-白料	2250	1860	20.97%
	6	椰子油	13100	10833	20.93%
	7	聚醚胺	14000	12000	16.67%
	8	维生素 VE	143	125	14.40%
	9	维生素 K3	120	105	14.29%
	10	硫磺	1228	1096	12.04%
跌幅	1	锰矿	44	58	-24.14%
	2	磷酸一二钙	2981	3606	-17.33%
	3	MIBK	10500	12650	-17.00%
	4	棉粕	2550	3065	-16.80%
	5	BDO	7300	8750	-16.57%
	6	焦炭	1522	1822	-16.47%
	7	β-甲基萘	14000	16500	-15.15%
	8	工业萘	23000	27000	-14.81%
	9	金属钴	170500	198000	-13.89%
	10	辛醇	7813	8976	-12.96%

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

**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	昨收盘(元)	EPS			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E
601857.SH	中国石油	优于大市	8.71	0.88	0.95	1.02	9.90	9.17	8.54	1.1
600968.SH	海油发展	优于大市	4.34	0.30	0.35	0.39	14.32	12.40	11.13	1.8
002683.SZ	广东宏大	优于大市	19.99	0.96	1.11	1.25	20.93	18.01	15.99	2.4
600256.SH	广汇能源	优于大市	6.16	0.80	0.74	0.88	7.75	8.32	7.00	1.6
002539.SZ	云图控股	优于大市	7.39	0.74	0.75	0.94	9.99	9.85	7.86	1.1
000893.SZ	亚钾国际	优于大市	16.77	1.35	1.21	1.96	12.44	13.86	8.56	1.4

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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