

## 基础化工

2024年11月26日

## 供给侧改革引领化工牛市

——行业投资策略

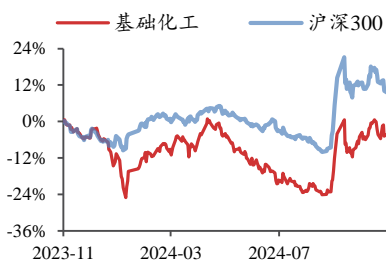
投资评级：看好（维持）

金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《生物柴油原料价格下降，脂肪醇市场价格延续上涨—行业周报》  
-2024.11.24

《棕榈油短期价格存涨价预期，丁辛醇本周价格上涨—行业周报》  
-2024.11.17

《百菌清、代森锰锌库存低位，VA、VE、赖氨酸、苏氨酸价格上行—行业周报》-2024.11.10

### ● 供需全面改善，供给侧改革引领化工牛市

**供给端：**从国内看，2022年以来释放的化工新产能消化仍需要一定时间，供给端压力造成多数化工产品价格下跌、行业盈利承压，但2024年以来行业固定资产投资增速已明显放缓，供给端逐步迎来边际改善；从全球看，我国化工品全球市占率稳步提升。我们认为，随着本轮化工扩产接近尾声，行业发展由“要市占率”或将逐步向“要利润”过渡，防止“内卷式”恶性竞争，中游制造业或迎来供给侧改革机遇。**需求端：**全球主要经济体经济景气水平边际改善，美联储降息有望提振需求，国内一系列政策出台有望刺激化工需求复苏。**成本端：**地缘冲突不确定性增加致国际油价高位震荡、波动较大，短期内对化工行业弹性的影响具有不确定性。行业供需全面改善，供给侧改革预期有望引领化工牛市，一系列增量政策刺激下行业前景明朗，我们全面看好化工行业。

### ● 推荐及受益标的

**（一）化工龙头白马：**政策推动经济持续回升向好及高质量发展目标下，化工龙头白马优势显著，将首先迎来估值修复机会。

【推荐标的】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、巨化股份、新和成、扬农化工、龙佰集团、新凤鸣、桐昆股份等。【受益标的】卫星化学、云天化等。

**（二）供需共振、供给侧改革预期品种：**（1）氟化工制冷剂：供给端政策明朗，需求端家电产销向好。（2）化纤：涤纶长丝、短纤行业供给格局良好，内外需弹性仍存。（3）光伏材料、锂电材料、化工高能耗等中游制造业供给侧改革机遇：硅、磷、氯碱及光伏锂电材料等。

【推荐标的】氟化工制冷剂（金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技、东岳集团、东阳光等）、化纤（新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等）、中游制造业供给侧改革预期品种（合盛硅业、宏柏新材、川恒股份、兴发集团、华鲁恒升、黑猫股份等）。

**（三）新材料成长股：**科技创新是必由之路，大力发展新质生产力背景下，新材料、新科技企业成长空间广阔，看好相关细分子行业成长股。

【推荐标的】OLED材料（瑞联新材、莱特光电等）、消费电子及汽车涂料（松井股份）、特种塑料及膜材（阿科力、东材科技、长阳科技、洁美科技等）、特种添加剂（利安隆等）。【受益标的】特种塑料及膜材（圣泉集团等）、先进陶瓷（国瓷材料）、特种添加剂（皇马科技）、合成生物学（华恒生物、梅花生物、星湖科技等）。

● **风险提示：**政策执行不及预期、原油及产品价格大幅波动、安全环保生产等；其他风险详见倒数第2页标注<sup>1</sup>。

### 目 录

|  |    |
|--|----|
| 1、 供需改善、估值低位，供给侧改革引领化工牛市.....                            | 4  |
| 1.1、 供给端：化工行业产能释放致盈利承压，固定资产投资增速有所放缓.....                 | 4  |
| 1.2、 需求端：美联储降息预期有望提振需求，国内一系列政策刺激化工需求复苏.....              | 7  |
| 1.3、 成本端：国际油价高位震荡，或阶段性影响化工板块弹性.....                      | 9  |
| 1.4、 估值：基础化工、石油石化行业估值处于历史低位，修复空间大.....                   | 10 |
| 2、 化工龙头先行，周期、成长两翼齐飞.....                                 | 10 |
| 2.1、 化工龙头：市场情绪回升+外资回流，低估值白马龙头或首先迎来估值修复.....              | 10 |
| 2.2、 周期：氟化工制冷剂、化纤行业供需向好，关注光伏锂电、化工高能耗品种等中游制造业供给侧改革机遇..... | 11 |
| 2.3、 成长：科技创新、新质生产力引领，新材料、新科技企业成长空间广阔.....                | 14 |
| 3、 盈利预测与投资建议.....  | 15 |
| 4、 风险提示.....   | 17 |

### 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1： 2024 年 1-9 月，国内化工行业增收不增利.....                          | 4  |
| 图 2： 2024 年 8 月，国内化工行业利润总额/营业收入下跌至历史低位.....                 | 4  |
| 图 3： 2024 年以来，CCPI 指数呈现下跌趋势.....                            | 4  |
| 图 4： 2024 年 10 月，国内化学工业 PPI 当月同比-3.8%.....                  | 4  |
| 图 5： 2024 年 9 月，国内化学原料和化学制品制造业库存同比增长.....                   | 5  |
| 图 6： 2024 年 9 月，国内化工产成品库存同比增长.....                          | 5  |
| 图 7： 截至 2024Q3，基础化工板块上市公司的在建工程同比下降 49.5%.....               | 5  |
| 图 8： 2024 年 1-10 月，国内化工行业固定资产投资增速放缓.....                    | 5  |
| 图 9： 2022 年，我国在全球化工品销售总额中占比提升至 44.0%.....                   | 6  |
| 图 10： 2015 年至 2024 年，历年政府工作报告均对单位国内生产总值能耗及主要污染物排放量提出目标..... | 6  |
| 图 11： 2024 年 1-10 月，国内房屋竣工面积同比下降.....                       | 8  |
| 图 12： 2024 年 1-10 月，国内商品房销售面积同比下降.....                      | 8  |
| 图 13： 2024 年 1-10 月，国内主要白色家电产量同比增长.....                     | 9  |
| 图 14： 2024 年 1-10 月，国内汽车产量同比增长.....                         | 9  |
| 图 15： 国际油价震荡，对化工板块弹性的影响短期具有不确定性.....                        | 9  |
| 图 16： 2024 年以来，国内煤炭、天然气价格震荡下行.....                          | 9  |
| 图 17： 当前基础化工行业市净率仍处于历史低位.....                               | 10 |
| 图 18： 当前基础化工行业市盈率仍处于历史低位.....                               | 10 |
| 图 19： 11 月 22 日，华鲁恒升、卫星化学 PE 处于 50% 以下历史分位（2016 年以来）.....   | 11 |
| 图 20： 11 月 22 日，新凤鸣、桐昆股份 PB 处于 10% 以下历史分位（2016 年以来）.....    | 11 |
| 图 21： 2024 年以来，萤石、制冷剂价格震荡上行.....                            | 11 |
| 图 22： 截至 11 月 22 日，POY 价格较年初-8.61%、价差较年初+8.98%.....         | 11 |
| 图 23： 多数光伏产品价格自 2022 年高点震荡下行.....                           | 12 |
| 图 24： 光伏指数自 2022 年高点震荡下跌.....                               | 12 |
| 图 25： 电池级碳酸锂价格处于 2017 年以来的历史低位.....                         | 13 |
| 图 26： 2024 年 1-10 月，国内新能源汽车销量同比增长 33.9%.....                | 13 |
| 图 27： GDP 能耗管控趋严或催化化工行业景气度回升.....                           | 14 |
| 图 28： 群智咨询统计 2024Q3 全球智能手机出货量同比增长约 6.9%，高于前期预期.....         | 14 |

图 29: Omdia 预测 OLED 材料市场将恢复增长, 2024 年 OLED 材料年度收入 (不包括掺杂剂收入) 预计将超过 20 亿美元..... 14

表 1: 2024 年以来, 国家先后出台一系列涉及房地产、政府投资、资本市场等领域的措施..... 7

表 2: 受益标的及推荐标的的盈利预测与估值..... 15

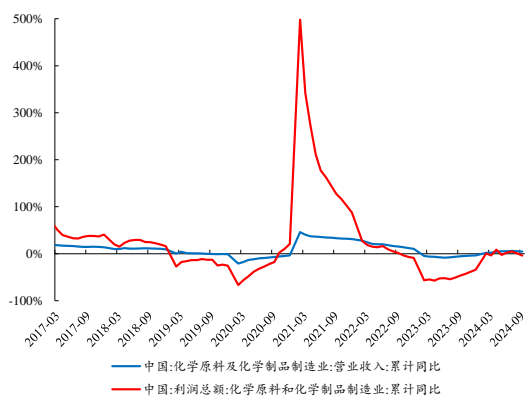
## 1、供需改善、估值低位，供给侧改革引领化工牛市

### 1.1、供给端：化工行业产能释放致盈利承压，固定资产投资增速有所放缓

2024年1-9月国内化工行业增收不增利，产能释放致价格承压。2022年以来，全球增长放缓和局部矛盾突出，化工行业同时也面临着需求收缩、供给冲击和预期转弱压力，运行走势呈现出自2021年高位回落态势。

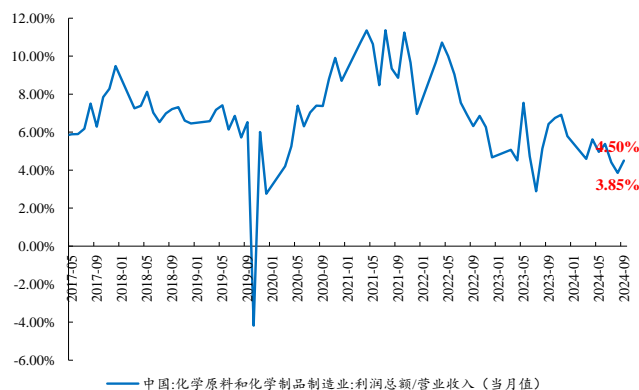
据国家统计局数据，2024年1-9月化学原料与制品行业营收6.73万亿元，累计同比+4.50%；利润总额3,017.1亿元，累计同比-4.00%；对应测算2024年8月、9月利润总额/营业收入分别为3.85%、4.50%。行业利润增速低于营收增收，主要由于产品价格持续下行，截至11月22日，CCPI化工指数4,357点，较2024年初-6.0%，处于2013年以来的29%历史分位；2024年10月国内石油工业、化学工业PPI当月同比分别-11.2%、-3.8%；子行业中化学原料及化学制品、化学纤维、橡胶和塑料PPI当月同比分别-5.6%、-2.5%、-1.9%。

图1：2024年1-9月，国内化工行业增收不增利



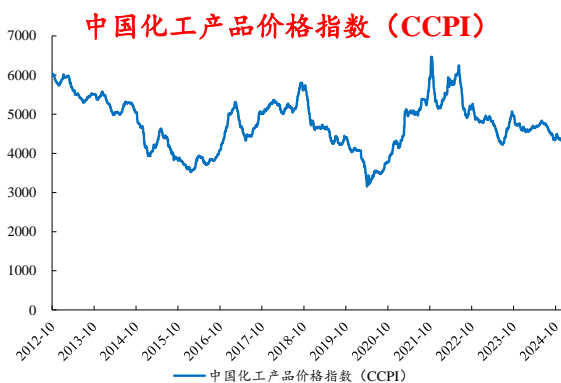
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图2：2024年8月，国内化工行业利润总额/营业收入下跌至历史低位



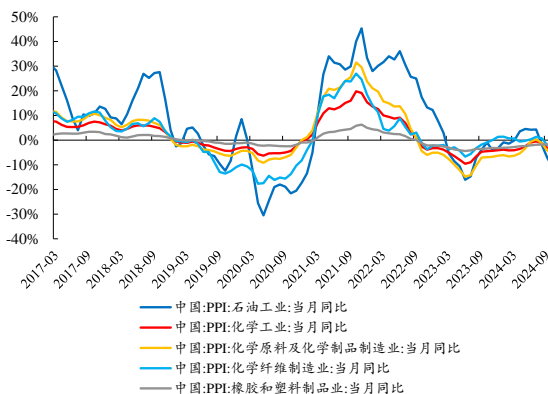
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图3：2024年以来，CCPI指数呈现下跌趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024年10月，国内化学工业PPI当月同比-3.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

**2024 下半年行业库存增速同比回升，预计短期行业盈利仍有压力。**受产品价格震荡下行、盈利承压影响，2024 下半年以来行业库存回升。据国家统计局数据，2024 年 9 月，化学原料和化学制品制造业库存 9,819.3 亿元，同比+4.60%、环比-0.89%；其中产成品库存 4,367.1 亿元，同比+7.50%、环比-2.00%，行业库存仍处于较高水平，产品盈利仍有压力。

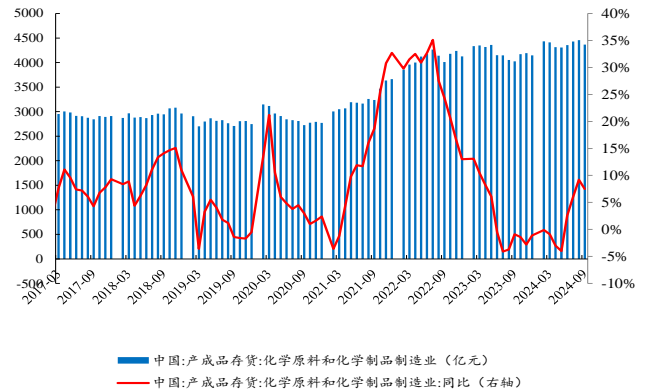
**行业固定资产投资增速有所放缓，行业盈利有望随产能消化逐步好转。**2020 年下半年以来国内化工行业高景气吸引行业资本性开支提速，2022 年以来新产能释放导致结构性供应更加失调、市场竞争加剧，行业企业盈利持续承压。据 Wind 数据，截至 2024Q3，基础化工板块上市公司在建工程 1,905 亿元，同比下降 49.5%；据国家统计局数据，2024 年 1-10 月，化学原料及化学制品制造业、化学纤维的固定资产投资完成额累计同比分别+11.2%、+5.9%，相较 2021-2022 年期间明显下行。但是考虑新增产能消化仍需要时间，预计行业供给端压力仍存。

图5：2024 年 9 月，国内化学原料和化学制品制造业库存同比增长



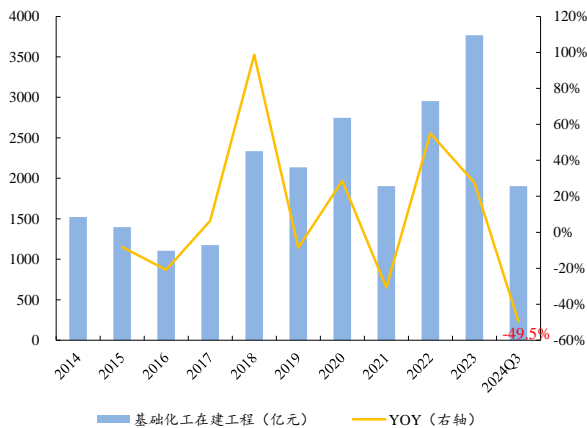
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图6：2024 年 9 月，国内化工产成品库存同比增长



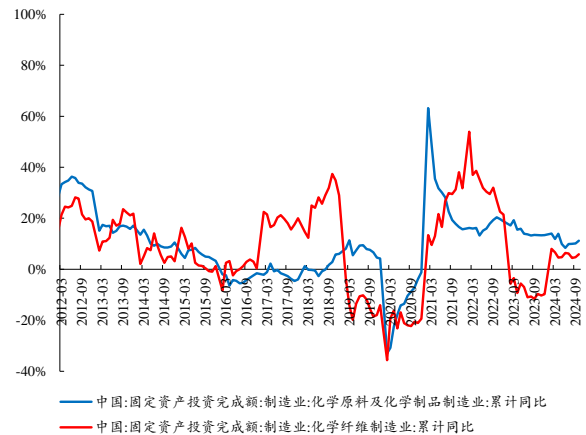
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图7：截至 2024Q3，基础化工板块上市公司的在建工程同比下降 49.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024 年 1-10 月，国内化工行业固定资产投资增速放缓

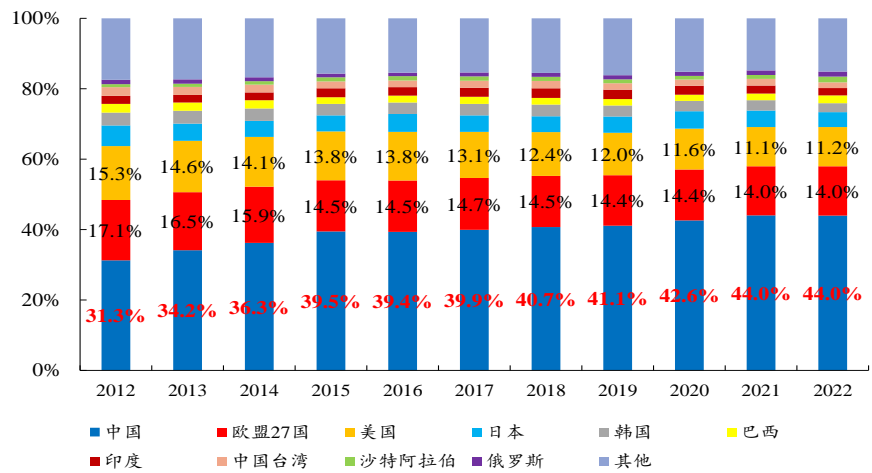


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

**防止“内卷式”恶性竞争，关注中游制造业供给侧改革机遇。**化工产业是我国最重要的基础制造业之一，全球市占率不断提升。据 CEFIC 数据，2022 年中国化工品销售额约 2.39 万亿欧元，占全球化工品销售总额的 44%；2022 年中国化工行业资本开支 1250 亿欧元，占全球化工行业资本开支的 45.7%，两项数据自 2012 年以来均稳居全球第一。2022 年以来，全球增长放缓和局部矛盾突出，国内化工产业坚定落实国家各项工作部署要求，运行态势整体平稳，为保持经济总体稳定向好提供有力支撑，同时加速提升中国化工行业话语权，化工品订单内流或将可持续，中国化工全球市占率有望进一步提高。

**新一轮供给侧改革或在路上，化工行业或已开启周期新起点。**《2024 年国务院政府工作报告》中提出单位 GDP 能耗降低 2.5% 左右的计划目标；中共中央政治局 7 月 30 日会议中要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。我们认为，化工本轮扩产已经进入尾声，行业发展由“要市占率”或将逐步向“要利润”过渡，化工行业或处于周期新起点。

**图9：2022 年，我国在全球化工品销售总额中占比提升至 44.0%**



数据来源：CEFIC、开源证券研究所

**图10：2015 年至 2024 年，历年政府工作报告均对单位国内生产总值能耗及主要污染物排放量提出目标**

| 2015年                                    |        | 2016年                           |        | 2017年   |        | 2018年                                       |        | 2019年                          |        |
|--|--------|---------------------------------|--------|---|--------|---|--------|--------------------------------|--------|
| 计划指标                                     | 实际完成   | 计划指标                            | 实际完成   | 计划指标  | 实际完成   | 计划指标  | 实际完成   | 计划指标                           | 实际完成   |
| 能耗强度下降3.1%以上，主要污染物排放继续减少。                | -5.60% | 单位国内生产总值能耗下降3.4%以上，主要污染物排放继续减少。 | -5%    | 单位国内生产总值能耗下降3.4%以上，主要污染物排放量继续下降。                      | -3.70% | 单位国内生产总值能耗下降3%以上，主要污染物排放量继续下降。              | -3.10% | 单位国内生产总值能耗下降3%左右，主要污染物排放量继续下降。 | -2.60% |
| 2020年                                    |        | 2021年                           |        | 2022年   |        | 2023年                                       |        | 2024年                          |        |
| 计划指标                                     | 实际完成   | 计划指标                            | 实际完成   | 计划指标  | 实际完成   | 计划指标  | 实际完成   | 计划指标                           | 实际完成   |
| 单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降，努力完成“十三五”规划目标任务。 | -0.10% | 单位国内生产总值能耗降低3%左右，主要污染物排放量继续下降。  | -2.70% | 能耗强度目标在“十四五”规划期内统筹考核，并留有适当弹性，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制。 | -0.10% | 单位GDP能耗和主要污染物排放量继续下降，重点控制化石能源消费，生态环境质量稳定改善。 | -0.50% | 单位国内生产总值能耗降低2.5%左右，生态环境质量持续改善。 | -      |

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

## 1.2、需求端：美联储降息预期有望提振需求，国内一系列政策刺激化工需求复苏

2024 年以来，国家先后出台一系列涉及房地产、政府投资、资本市场等领域的措施，其中与化工品需求密切相关的主要是地产政策（利好纯碱、钛白粉、密封胶、纯碱、MDI、PVC 等），设备更新改造和消费品以旧换新政策（利好制冷剂、改性塑料、轮胎等）。

**表1：2024 年以来，国家先后出台一系列涉及房地产、政府投资、资本市场等领域的措施**

| 时间               | 会议/部门         | 主要内容  |
|------------------|---------------|---|
| 2024 年 3 月 27 日  | 国务院           | 《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》：实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动，大力促进先进设备生产应用，推动先进产能比重持续提升，推动高质量耐用消费品更多进入居民生活，畅通资源循环利用链条，大幅提高国民经济循环质量和水平。   |
| 2024 年 7 月 24 日  | 国家发展改革委、财政部   | 《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》：统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。   |
| 2024 年 9 月 24 日  | 央行、证监会、金融监管总局 | 发布一揽子增量政策，其中包括：（1）降低存款准备金率和政策利率；近期将下调存款准备金率 0.5 个百分点，向金融市场提供长期流动性约 1 万亿元；在今年年内还将视市场流动性的状况，可能择机进一步下调存款准备金率 0.25 至 0.5 个百分点。降低中央银行的政策利率，7 天期逆回购操作利率下调 0.2 个百分点，同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行。（2）降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例；引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在 0.5 个百分点左右。统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的 25% 下调到 15%。同时，将 5 月份创设的 3000 亿元保障性住房再贷款中央银行资金的支持比例由原来的 60% 提高到 100%。将年底前到期的经营性物业贷款和“金融 16 条”这两项政策文件延期到 2026 年底。（3）创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展；第一项是创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性，进而大幅提升机构的资金获取能力和股票增持能力。第二项是创设股票回购、增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。 |
| 2024 年 9 月 26 日  | 中共中央政治局会议     | 会议要点包括：（1）要抓住重点、主动作为，有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性，努力完成全年经济社会发展目标任务。（2）要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。（3）要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。（4）要降低存款准备金率，实施有力度的降息。（5）要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。（6）要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。（7）要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施。   |
| 2024 年 10 月 8 日  | 国家发改委         | 介绍“系统落实一揽子增量政策 扎实推动经济向上结构向优、发展态势持续向好”有关情况，其中包括：（1）明年要继续发行超长期特别国债并优化投向，加力支持“两重”建设。（2）将在年内提前下达明年 1000 亿元中央预算内投资计划和 1000 亿元“两重”建设项目清单，支持地方加快开展前期工作、先行开工实施。   |
| 2024 年 10 月 12 日 | 财政部           | 介绍了“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”的有关情况，其中包括：（1）拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险，同时强调“是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施”。（2）发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，财政部将坚持市场化、法治化的原则，积极通过发行特别国债等渠道筹集资金，稳妥有序支持国有大型商业银行进一步增加核心一级资本。（3）政策组合拳支持推动房地产市场止跌回稳，下一步将坚持严控增量、优化存量、提高质量，积极研究出台有利于房地产平稳发展的政策措施。一是允许专项债券用于土地储备，支持地方政府使用专项债券回收符合条   |

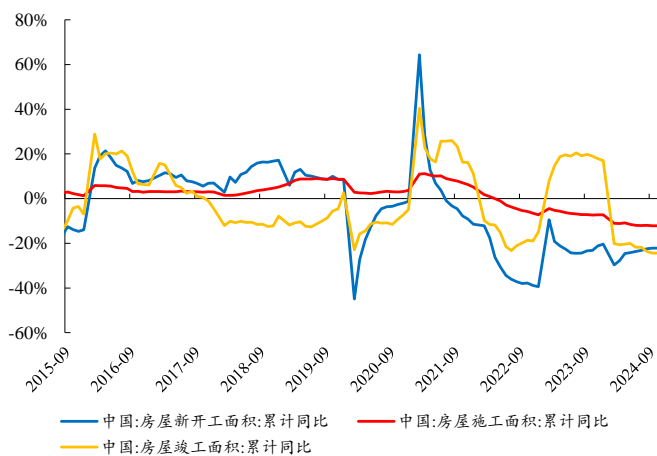
| 时间          | 会议/部门                                | 主要内容  |
|-------------|--------------------------------------|---|
| 2024年10月17日 | 住房和城乡建设部、财政部、自然资源部、中国人民银行、国家金融监督管理总局 | 件的闲置存量土地，确有需要的地区也可以用于新增的土地储备项目。二是支持收购存量房，优化保障性住房供给。用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房；继续用好保障性安居工程补助资金。三是及时优化完善相关税收政策。抓紧研究明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税政策。(4) 针对学生群体加大奖优助困力度；(5) 保持必要财政支出强度，将从有效补充财力、切实保障各项重点支出、用足用好各类债务资金三方面着力，保持必要的财政支出强度，确保重点支出应支尽支，发挥好财政逆周期调节作用，推动完成全年经济社会发展目标任务。<br><br>“四个取消、四个降低、两个增加”，推动房地产市场止跌回稳：(1) 将通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造。(2) 进一步优化完善房地产“白名单”项目融资机制，商品住房项目贷款全部纳入“白名单”管理，做到合格项目“应进尽进”，已审贷款“应贷尽贷”，资金拨付“能早尽早”。预计到2024年底“白名单”项目贷款审批通过金额将翻倍，超过4万亿元。(3) “四个取消”——包括取消或调减限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准；(4) “四个降低”——降低住房公积金贷款利率、降低住房贷款的首付比例、降低存量房贷利率、降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。 |

资料来源：国务院新闻办公室官网、新华社、中国政府网、开源证券研究所

**(一) 地产政策：促进房地产市场平稳健康发展的政策措施有望带动房地产市场的供求关系和市场预期持续改善，对应带动地产链纯碱、钛白粉、密封胶、纯碱、MDI、PVC 等化工品需求增长。**

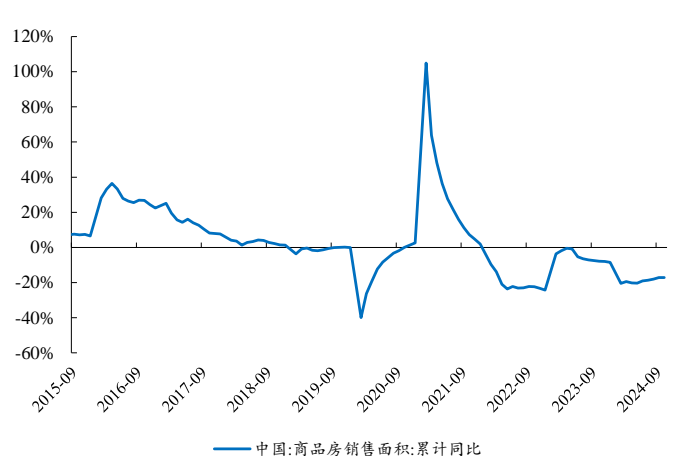
**(二) “两新”政策：推动大规模设备更新和消费品以旧换新政策推动设备制造、汽车、家电等行业生产较快增长，有望带动制冷剂、改性塑料、轮胎等需求增长。**据商务微新闻公众号报道，商务部全国家电以旧换新数据平台显示，截至10月15日，2,066.7万名消费者申请，1,013.4万名消费者购买8大类家电产品1,462.4万台，享受131.7亿元中央补贴，带动销售690.9亿元。下一步，商务部将指导督促地方加强政策宣传和资金监管，推动家电生产、流通企业抢抓“金九银十”“双十一”等重要消费节点，叠加企业让利，充分释放政策效应，推动家电以旧换新工作取得扎实成效。

图11：2024年1-10月，国内房屋竣工面积同比下降



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

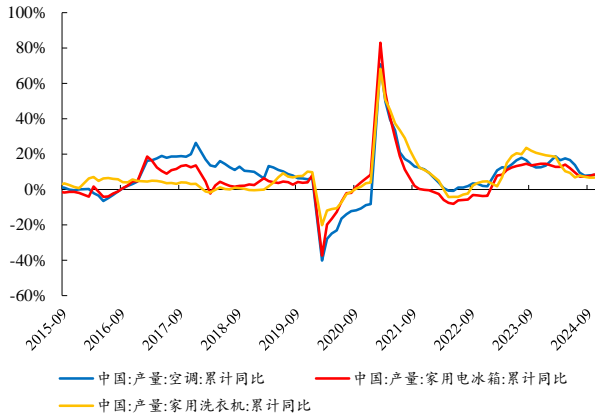
图12：2024年1-10月，国内商品房销售面积同比下降



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

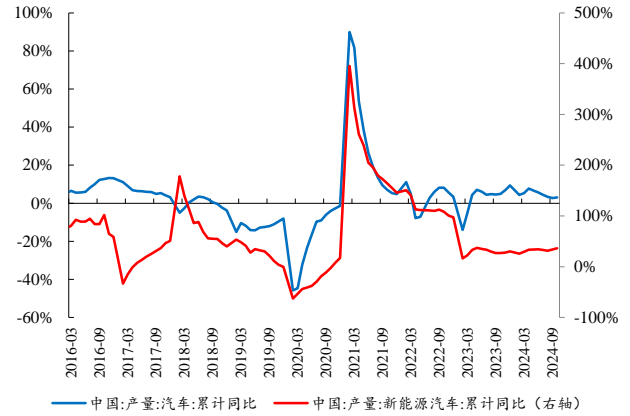


图13: 2024年1-10月,国内主要白色家电产量同比增长



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图14: 2024年1-10月,国内汽车产量同比增长



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

### 1.3、成本端：国际油价高位震荡，或阶段性影响化工板块弹性

**2024年以来国际油价高位震荡。**2024年以来地缘冲突频繁，全球经济面临下行压力仍较大，国际原油价格震荡小跌，据 Wind 数据，截至 11 月 21 日，布伦特、WTI 原油现货价分别为 75.09、70.39 美元/桶，较 2024 年初分别-3.3%、-2.1%。展望 2025 年，地缘局势对油市影响具有不确定性、反复性；美联储降息预期有望提振需求，但市场对经济放缓的担忧情绪仍存，原油价格波动对化工板块弹性的影响仍具有不确定性。

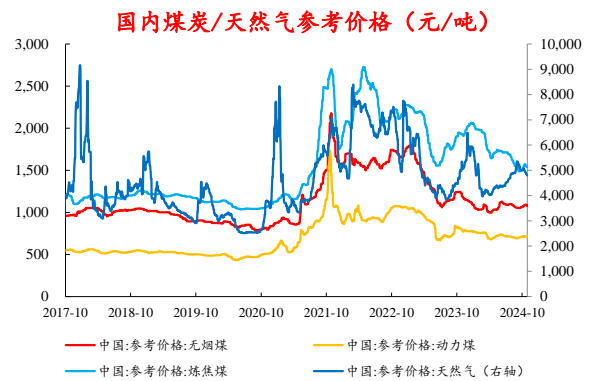
**国内煤炭安全稳定供应能力持续增强,2024年以来煤炭、天然气价格震荡下行。**据 Wind 数据，截至 11 月 22 日，国内天然气、动力煤参考价格分别为 4,588、711 元/吨，较 2024 年初分别-22.3%、-8.0%。展望 2025 年，节能降碳仍然是我国能源行业的主要方向，能源转型加快，但煤炭依旧是能源的重要组成部分，我国煤炭安全稳定供应能力持续增强。

图15: 国际油价震荡,对化工板块弹性的影响短期具有不确定性



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2024年以来,国内煤炭、天然气价格震荡下行



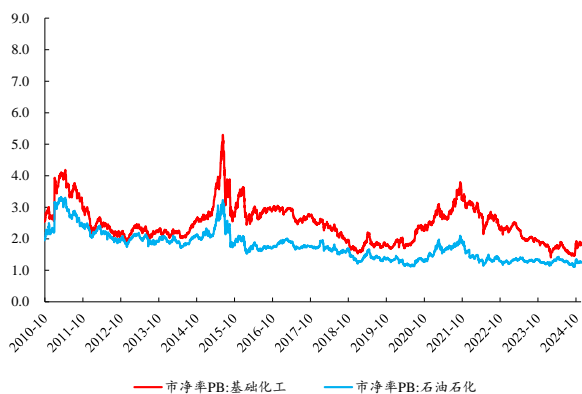
数据来源: Wind、开源证券研究所

## 1.4、估值：基础化工、石油石化行业估值处于历史低位，修复空间大

政策刺激估值修复，当前化工行业估值仍处于历史低位。据 Wind 数据，2024 年 1-9 月化工板块估值回调，主要受对化工品需求悲观的情绪影响；加上行业供需结构性矛盾导致板块景气度下行。随着 9 月下旬以来政策出台带动预期扭转，市场悲观情绪得到缓解，9 月 24 日至今，基础化工行业市场行情整体有所反弹，板块估值也有所修复但仍处于历史低位。

截至 11 月 22 日，基础化工、石油石化行业市盈率 (TTM) 分别为 23.85、16.19 倍，处于 2010 年以来的 44.2%、43.1% 历史分位；市净率分别为 1.81、1.24 倍，处于 2010 年以来的 11.3%、5.8% 历史分位。

图17：当前基础化工行业市净率仍处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：当前基础化工行业市盈率仍处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

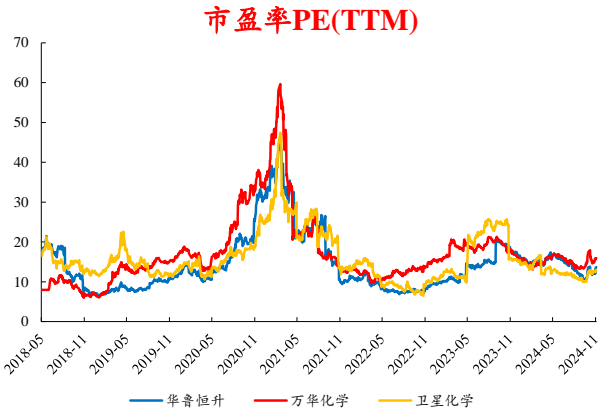
## 2、化工龙头先行，周期、成长两翼齐飞

### 2.1、化工龙头：市场情绪回升+外资回流，低估值白马龙头或首先迎来估值修复

据 Wind 数据，2024 年 1-9 月化工板块估值回调至历史底部，机构配置比例较低，主要是对化工品需求产生悲观情绪。随着 9 月下旬以来政策出台带动预期扭转，市场悲观情绪得到缓解，加上外资回流，龙头白马优势显著，或将首先获得机构关注，迎来估值修复机会。

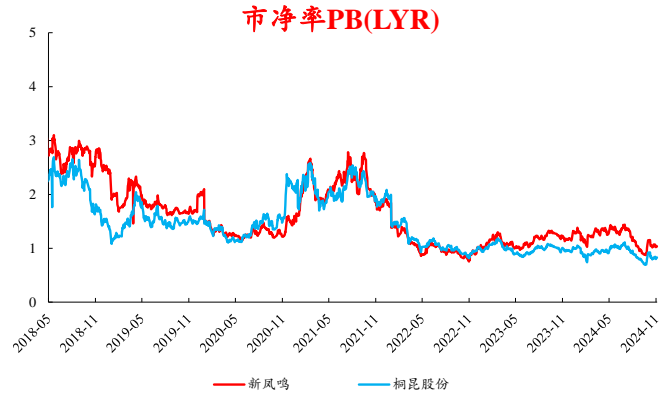
【推荐标的】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、巨化股份、新和成、扬农化工、龙佰集团、新凤鸣、桐昆股份等。【受益标的】卫星化学、云天化等。

图19: 11月22日, 华鲁恒升、卫星化学 PE 处于 50% 以下历史分位 (2016 年以来)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 11月22日, 新凤鸣、桐昆股份 PB 处于 10% 以下历史分位 (2016 年以来)



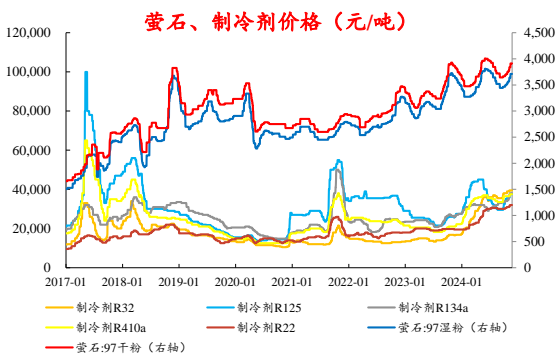
数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2.2、周期：氟化工制冷剂、化纤行业供需向好，关注光伏锂电、化工高能耗品种等中游制造业供给侧改革机遇

**氟化工制冷剂：**据氟务在线资讯，10月18日，生态环境部发布《关于印发2025年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物配额总量设定与分配方案的通知》。此前生态环境部于9月14日发布《关于公开征求2025年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物配额总量设定和分配方案意见的函》，此次配额方案公布为正式下发，整体框架确定，并无修改。随着供给端政策明朗，需求端家电产销向好，我们看好氟化工产业链进入长景气周期。【推荐标的】金石资源（萤石）、巨化股份（制冷剂、氟树脂）、三美股份（制冷剂）、昊华科技（制冷剂、氟树脂、氟精细）、东阳光（制冷剂、氟树脂、氟化液）等。【受益标的】永和股份（萤石、制冷剂、氟树脂）、东岳集团（制冷剂、氟树脂）、新宙邦（氟化液、氟精细）等。

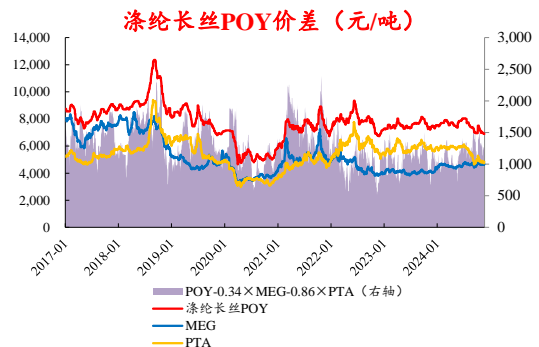
**化纤：**行业供给格局改善，后续伴随内需与直接出口的稳步增长以及终端纺服出口的边际改善，企业有望充分享受价格弹性。【推荐标的】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等。

图21: 2024 年以来, 萤石、制冷剂价格震荡上行



数据来源: Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图22: 截至 11 月 22 日, POY 价格较年初-8.61%、价差较年初+8.98%

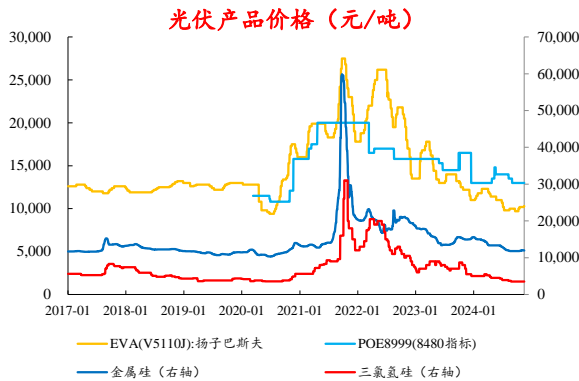


数据来源: Wind、百川盈孚、开源证券研究所

《2024 年国务院政府工作报告》中提出单位 GDP 能耗降低 2.5%左右的计划目标；中共中央政治局 7 月 30 日会议强调要强化行业自律，首次提出防止“内卷式”恶性竞争；叠加稳增长批量政策持续落地，有望优化国内光伏、锂电、化工等中游制造业供给格局、抬升主要制造企业的盈利中枢，我们看好新一轮中游制造业供给侧改革或势在必行。

**（一）光伏产业链：2023 年以来，我国光伏行业产品价格整体下行，行业估值处于历史较低水平。**供需情况来看，我国光伏行业内需、出口景气度较高，且未来需求有望延续高速增长态势，但由于光伏产业链各环节新增产能快速扩张，硅片、光伏组件等产品竞争激烈，压缩行业利润空间。政策端来看，光伏行业 IPO 与融资呈现收紧趋势，叠加我国对光伏行业高质量发展的重视及对中低端产能过剩问题的持续引导，我国光伏供给侧格局有望迎来改善。**（1）工业硅：**供给端，尽管 2024 年及以后工业硅行业规划产能较大，但产能实际落地或仍存较大不确定性，未来供给增速或将放缓。需求端，未来工业硅需求有望充分受益于多晶硅需求的高速增长以及有机硅、铝硅合金需求的逐步复苏。**【推荐标的】合盛硅业等。****（2）三氯氢硅：**2024 年三氯氢硅预计新增产能较少，未来有望迎来周期向上行情。**【推荐标的】宏柏新材；【受益标的】三孚股份、晨光新材等。****（3）EVA：****【推荐标的】荣盛石化。【受益标的】东方盛虹、联泓新科等。****（4）POE：**目前国内上市企业尚不具备 POE 的量产能力，我国 POE 消费进口依赖度较高。2025 年，我国多家企业 POE 项目有望投产，国产化进程有望加速推进。**【推荐标的】万华化学、荣盛石化；【受益标的】东方盛虹、卫星化学、鼎际得等。**

图23：多数光伏产品价格自 2022 年高点震荡下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：光伏指数自 2022 年高点震荡下跌

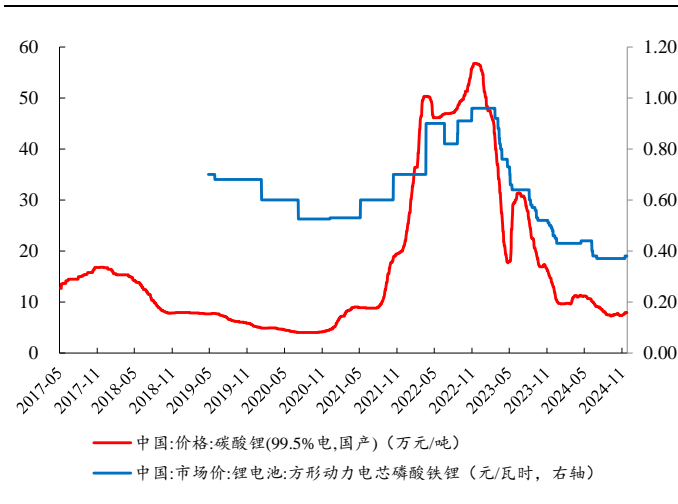


数据来源：Wind、开源证券研究所

**（二）锂电产业链：**截至 11 月 25 日，电池级碳酸锂价格为 7.90 万元/吨。随着碳酸锂和锂电材料价格持续下行，电池价格持续下降，截至 11 月 25 日，方形动力电芯磷酸铁锂的价格仅为 0.38 元/瓦时，处于历史低位。需求方面，随着国内新能源车质量、智能化程度不断提高，新能源车的销量、出口数量持续超预期。当前多种锂电材料产能已严重过剩，大部分企业已陷入亏损，规划的新增产能多数延后投放。在“反内卷”大背景下，未来有望供需共振，锂电材料盈利中枢或将持续抬升，相关制造企业盈利有望大幅回暖。**（1）磷酸铁：****【推荐标的】云图控股、兴发集团；【受**

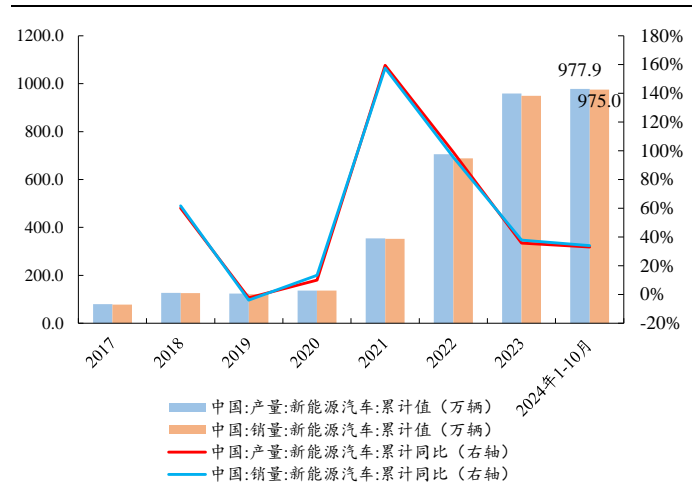
益标的】川恒股份、芭田股份、新洋丰、云天化等；(2) 电解液及溶剂：【推荐标的】华鲁恒升；【受益标的】新宙邦、石大胜华；(3) 隔膜：【推荐标的】恒力石化等；(4) PVDF：【推荐标的】东阳光；【受益标的】联创股份；(5) 导电材料：【推荐标的】黑猫股份；【受益标的】天奈科技、道氏技术等。

图25：电池级碳酸锂价格处于 2017 年以来的历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2024 年 1-10 月，国内新能源汽车销量同比增长 33.9%

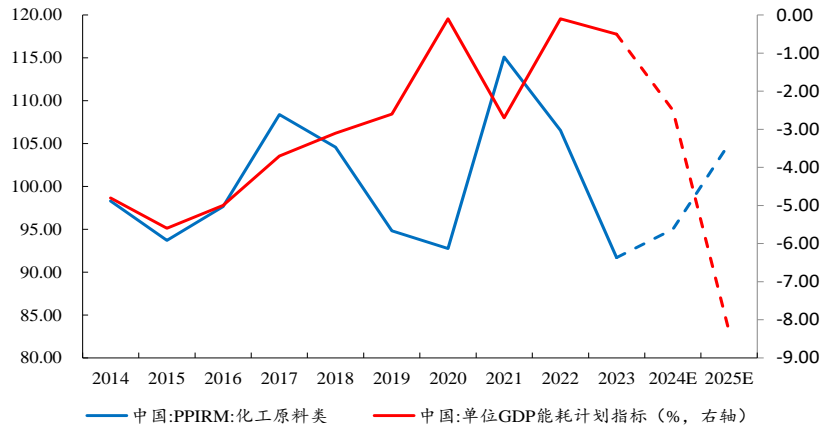


数据来源：Wind、开源证券研究所

**(三) 高耗能行业：**3月5日的《政府工作报告》提出了2024年发展主要预期目标，其中提到：单位国内生产总值能耗降低2.5%左右，生态环境质量持续改善。2024年10月，国家发展改革委等部门关于印发《完善碳排放统计核算体系工作方案》的通知，《方案》的重点任务之一：发挥行业主管部门及行业协会作用，以电力、钢铁、有色、建材、石化、化工等工业行业和城乡建设、交通运输等领域为重点，根据行业特点和管理需要，合理划定行业领域碳排放核算范围，依托能源和工业统计、能源活动和工业生产过程碳排放核算、全国碳排放权交易市场、绿证交易市场等数据，开展重点行业领域碳排放核算。当前部分公司的碳排放权已产生实质性交易，我们认为未来随着碳排放统计核算更加精准，以及在单位GDP能耗下降的大背景下，存量高能耗低成本的化工龙头未来有望大幅受益。

**【受益方向】**(1) 龙头白马：作为代表化工行业的具有标志性的龙头白马企业，在每次周期上行时期均有不错的表现。同时这些企业自身又有很强的内生长性，所以长期来看，其 $\alpha$ 和 $\beta$ 兼具，往往成为标配标的。(2) 已开启景气上行的行业：如氟化工、涤纶长丝、轮胎等，行业供需向好，供给侧改革的到来或将进一步催化行情。(3) “新质生产力”即下游需求较好的行业：如工业硅、纯碱等，下游光伏发展空间依然较大，叠加本身高耗能属性，供给侧改革+需求高增或可使行业景气快速反转。(4) 传统高耗能行业：如氯碱、磷化工、钛白粉等行业，将直接受益于供给侧改革、能耗控制等政策。

图27: GDP 能耗管控趋严或催化化工行业景气度回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

### 2.3、成长：科技创新、新质生产力引领，新材料、新科技企业成长空间广阔

2023年9月，习近平总书记近日在黑龙江主持召开新时代推动东北全面振兴座谈会时强调，积极培育新能源、新材料、先进制造、电子信息等战略性新兴产业，积极培育未来产业，加快形成新质生产力，增强发展新动能。2024年10月17日，习近平总书记在安徽合肥滨湖科学城，察看近年来安徽省重大科技创新成果集中展示，同现场科研人员和企业负责人亲切交流，再次指出推进中国式现代化，科技要打头阵。我们看好在新质生产力、科技兴国战略大背景下，新材料、新科技企业成长空间广阔，看好相关细分子行业成长股。

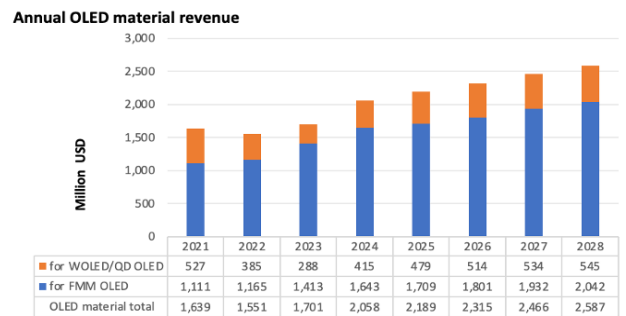
**【推荐标的】** OLED 材料（瑞联新材、莱特光电等）、消费电子及汽车涂料（松井股份）、特种塑料及膜材（阿科力、东材科技、长阳科技、洁美科技等）、特种添加剂（利安隆等）。**【受益标的】** 特种塑料及膜材（圣泉集团等）、先进陶瓷（国瓷材料）、特种添加剂（皇马科技）、合成生物学（华恒生物、梅花生物、星湖科技等）。

图28: 群智咨询统计 2024Q3 全球智能手机出货量同比增长约 6.9%，高于前期预期

| Rank        | Vendors   | shipment volume (mil. Unit) |      |       | market share % |        |       |
|-------------|-----------|-----------------------------|------|-------|----------------|--------|-------|
|             |           | 24Q3                        | 23Q3 | YoY%  | 24Q3           | 23Q3   | YoY%  |
| No.1        | Samsung   | 57                          | 57   | -0.7% | 19.0%          | 20.5%  | -1.5% |
| No.2        | Apple     | 52                          | 47   | 12.0% | 17.4%          | 16.6%  | 0.8%  |
| No.3        | Xiaomi    | 43                          | 42   | 3.0%  | 14.2%          | 14.8%  | -0.5% |
| No.4        | OPPO      | 29                          | 26   | 8.7%  | 9.6%           | 9.4%   | 0.2%  |
| No.5        | vivo      | 27                          | 23   | 17.8% | 8.9%           | 8.1%   | 0.8%  |
| No.6        | Transsion | 25                          | 26   | -2.3% | 8.5%           | 9.3%   | -0.8% |
| No.7        | Lenovo    | 16                          | 13   | 24.9% | 5.4%           | 4.6%   | 0.8%  |
| -           | Others    | 51                          | 47   | 8.5%  | 16.9%          | 16.7%  | 0.3%  |
| Grand total |           | 300                         | 281  | 6.9%  | 100.0%         | 100.0% | 0.0%  |

资料来源: 群智咨询

图29: Omdia 预测 OLED 材料市场将恢复增长，2024 年 OLED 材料年度收入（不包括掺杂剂收入）预计将超过 20 亿美元



Notes: Revenue for dopant is excluded.

Source: Omdia

© 2024 Omdia

资料来源: Omdia

### 3、盈利预测与投资建议

#### 推荐及受益标的：

**（一）化工龙头白马：**政策推动经济持续回升向好及高质量发展目标下，化工龙头白马优势显著，将首先迎来估值修复机会。

【推荐标的】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、巨化股份、新和成、扬农化工、龙佰集团、新凤鸣、桐昆股份等。【受益标的】卫星化学、云天化等。

**（二）供需共振、供给侧改革预期品种：**（1）氟化工制冷剂：供给端政策明朗，需求端家电产销向好。（2）化纤：涤纶长丝、短纤行业供给格局良好，内外需弹性仍存。（3）光伏材料、锂电材料、化工高能耗等中游制造业供给侧改革机遇：硅、磷、氯碱及光伏锂电材料等。

【推荐标的】氟化工制冷剂（金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技、东岳集团、东阳光等）、化纤（新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等）、中游制造业供给侧改革预期品种（合盛硅业、宏柏新材、川恒股份、兴发集团、华鲁恒升、黑猫股份等）。

**（三）新材料成长股：**科技创新是必由之路，大力发展新质生产力背景下，新材料、新科技企业成长空间广阔，看好相关细分子行业成长股。

【推荐标的】OLED材料（瑞联新材、莱特光电等）、消费电子及汽车涂料（松井股份）、特种塑料及膜材（阿科力、东材科技、长阳科技、洁美科技等）、特种添加剂（利安隆等）。【受益标的】特种塑料及膜材（圣泉集团等）、先进陶瓷（国瓷材料）、特种添加剂（皇马科技）、合成生物学（华恒生物、梅花生物、星湖科技等）。

表2：受益标的及推荐标的盈利预测与估值

| 公司代码   | 证券简称 | 收盘价（元/股）    | 归母净利润增速（%） |        |       | PE（倍） |       |       | 评级 |
|--------|------|-------------|------------|--------|-------|-------|-------|-------|----|
|        |      | 2024年11月25日 | 2023A      | 2024E  | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E |    |
| 600309 | 万华化学 | 73.00       | 3.6        | -7.7   | 31.8  | 14.3  | 14.8  | 11.2  | 买入 |
| 600426 | 华鲁恒升 | 21.86       | -43.1      | 13.5   | 17.5  | 16.4  | 11.4  | 9.7   | 买入 |
| 600160 | 巨化股份 | 20.54       | -60.4      | 108.2  | 70.3  | 47.2  | 28.2  | 16.6  | 买入 |
| 002001 | 新和成  | 21.78       | -25.3      | 114.5  | 15.4  | 19.4  | 11.6  | 10.1  | 买入 |
| 600486 | 扬农化工 | 51.95       | -12.8      | -20.4  | 20.1  | 16.4  | 17.0  | 14.1  | 买入 |
| 002601 | 龙佰集团 | 18.31       | -5.6       | 2.5    | 6.5   | 12.7  | 13.2  | 12.4  | 买入 |
| 603505 | 金石资源 | 24.29       | 56.9       | 34.7   | 57.9  | 47.1  | 31.3  | 19.8  | 买入 |
| 603379 | 三美股份 | 32.47       | -42.4      | 195.7  | 64.0  | 74.2  | 24.0  | 14.6  | 买入 |
| 600673 | 东阳光  | 8.22        | -123.7     | -440.5 | 44.0  | —     | 24.7  | 17.2  | 买入 |
| 603225 | 新凤鸣  | 10.99       | 628.4      | 5.2    | 82.0  | 20.0  | 14.7  | 8.1   | 买入 |
| 601233 | 桐昆股份 | 11.34       | 539.1      | 74.1   | 83.1  | 45.8  | 19.7  | 10.8  | 买入 |
| 002064 | 华峰化学 | 8.31        | -12.9      | 12.9   | 11.9  | 13.4  | 14.7  | 13.2  | 买入 |
| 603260 | 合盛硅业 | 57.62       | -49.1      | -17.9  | 94.9  | 23.0  | 31.6  | 16.2  | 买入 |
| 600141 | 兴发集团 | 23.20       | -76.4      | 34.5   | 18.4  | 14.7  | 13.8  | 11.7  | 买入 |
| 688550 | 瑞联新材 | 31.21       | -45.6      | 79.6   | 31.1  | 40.8  | 22.6  | 17.3  | 买入 |
| 688157 | 松井股份 | 45.86       | -1.4       | 56.6   | 46.5  | 74.3  | 40.3  | 27.5  | 买入 |

| 公司代码   | 证券简称 | 收盘价 (元/股)   | 归母净利润增速 (%) |        |        | PE (倍) |       |       | 评级  |
|--------|------|-------------|-------------|--------|--------|--------|-------|-------|-----|
|        |      | 2024年11月25日 | 2023A       | 2024E  | 2025E  | 2023A  | 2024E | 2025E |     |
| 300596 | 利安隆  | 27.78       | -31.0       | 14.5   | 45.1   | 18.7   | 15.4  | 10.6  | 买入  |
| 603722 | 阿科力  | 47.69       | -80.1       | -74.9  | 1500.0 | 198.2  | 760.7 | 47.5  | 买入  |
| 600346 | 恒力石化 | 14.14       | 197.8       | 11.1   | 29.6   | 13.4   | 13.0  | 10.0  | 买入  |
| 002493 | 荣盛石化 | 9.60        | -65.3       | 75.6   | 118.3  | 90.5   | 47.8  | 21.9  | 买入  |
| 600378 | 昊华科技 | 30.74       | -22.8       | 39.2   | 37.3   | 30.9   | 27.2  | 19.8  | 买入  |
| 002859 | 洁美科技 | 21.06       | 54.1        | 12.7   | 40.7   | 42.2   | 31.5  | 22.4  | 买入  |
| 688299 | 长阳科技 | 20.45       | -15.9       | -36.9  | 211.2  | 42.5   | 98.6  | 31.7  | 买入  |
| 601208 | 东材科技 | 8.21        | -20.8       | 14.3   | 35.7   | 34.6   | 19.6  | 14.4  | 买入  |
| 605366 | 宏柏新材 | 6.25        | -81.6       | —      | —      | 77.9   | —     | —     | 买入  |
| 002539 | 云图控股 | 8.14        | -40.2       | 0.3    | 22.1   | 11.2   | 11.0  | 9.0   | 买入  |
| 002068 | 黑猫股份 | 7.89        | -2806.9     | —      | —      | —      | —     | —     | 买入  |
| 605589 | 圣泉集团 | 23.22       | 12.2        | 14.5   | 36.4   | 22.2   | 21.7  | 15.9  | 未评级 |
| 300285 | 国瓷材料 | 18.62       | 14.5        | 23.6   | 23.9   | 40.8   | 26.4  | 21.3  | 未评级 |
| 688150 | 莱特光电 | 20.77       | -27.0       | 152.8  | 55.7   | 112.8  | 42.9  | 27.6  | 未评级 |
| 603181 | 皇马科技 | 10.68       | -31.9       | 23.2   | 22.7   | 19.8   | 15.7  | 12.8  | 未评级 |
| 002895 | 川恒股份 | 22.40       | 1.0         | 26.7   | 26.4   | 12.4   | 12.5  | 9.9   | 未评级 |
| 600096 | 云天化  | 22.17       | -24.9       | 15.7   | 3.9    | 6.3    | 7.8   | 7.5   | 未评级 |
| 000902 | 新洋丰  | 12.91       | -7.9        | 14.1   | 14.6   | 12.3   | 11.8  | 10.3  | 未评级 |
| 002170 | 芭田股份 | 8.11        | 114.1       | 56.5   | 71.7   | 19.0   | 17.8  | 10.4  | 未评级 |
| 002648 | 卫星石化 | 17.51       | 54.7        | 16.1   | 21.0   | 10.4   | 10.6  | 8.8   | 未评级 |
| 000301 | 东方盛虹 | 8.82        | 17.4        | -184.0 | 445.0  | 88.5   | -96.8 | 28.1  | 未评级 |
| 003022 | 联泓新科 | 15.91       | -48.5       | -18.8  | 25.3   | 54.8   | 58.7  | 46.8  | 未评级 |
| 605020 | 永和股份 | 17.53       | -38.8       | 23.9   | 72.2   | 51.6   | 29.3  | 17.0  | 未评级 |
| 0189   | 东岳集团 | 6.35        | —           | —      | —      | —      | —     | —     | 未评级 |
| 300037 | 新宙邦  | 45.00       | -42.5       | 7.9    | 37.7   | 35.1   | 31.1  | 22.6  | 未评级 |
| 603938 | 三孚股份 | 12.49       | -73.9       | —      | —      | 35.2   | —     | —     | 未评级 |
| 605399 | 晨光新材 | 12.24       | -84.1       | —      | —      | 41.8   | —     | —     | 未评级 |
| 603255 | 鼎际得  | 30.63       | -44.3       | -70.7  | 1661.1 | 81.7   | 228.9 | 13.0  | 未评级 |
| 603026 | 石大胜华 | 46.44       | -97.9       | —      | —      | 496.4  | —     | —     | 未评级 |
| 300343 | 联创股份 | 7.00        | -98.0       | —      | —      | 591.5  | —     | —     | 未评级 |
| 688116 | 天奈科技 | 44.79       | -30.0       | -7.7   | 43.4   | 33.6   | 56.3  | 39.2  | 未评级 |
| 300409 | 道氏技术 | 18.21       | -132.4      | 1022.1 | 125.7  | —      | 45.2  | 20.0  | 未评级 |
| 688639 | 华恒生物 | 36.28       | 40.3        | -30.7  | 49.7   | 44.2   | 29.1  | 19.5  | 未评级 |
| 600873 | 梅花生物 | 10.22       | -27.8       | -6.7   | 11.5   | 8.8    | 9.8   | 8.8   | 未评级 |
| 600866 | 星湖科技 | 6.65        | 11.4        | 47.6   | 18.9   | 11.4   | 11.0  | 9.3   | 未评级 |

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 自恒力石化至星湖科技的盈利预测与估值均来自 Wind 一致预测, 其余公司的盈利预测与估值来自开源证券研究所; “—”表示没有 Wind 一致预测)



## 4、风险提示

### (1) 政策执行不及预期：

若供给侧改革、能耗控制节奏放缓，一系列增量政策落实效果不及预期，行业供给压力或将延续、化工景气恢复或将迟滞。

### (2) 原油及产品价格大幅波动：

地缘局势对油市影响具有不确定性、反复性，原油价格波动对多种化工产品价格以及化工板块弹性的影响仍具有不确定性，进而影响相关化工品的景气和企业盈利。

### (3) 安全环保生产：

化工产品的生产流程较长，生产过程需要一定压力的蒸汽、各种电压等级的供电设施及特种设备，同时在生产过程中会产生一定的废水、废气和废渣，如果行业公司不能始终严格执行各项安全管理措施，或者因管理不到位或不可抗力等因素导致重大安全事故或环境污染事故，以及国家环保相关政策要求提高，都将对经营造成不利影响。

### (4) 其他风险详见倒数第 2 页标注<sup>1</sup>。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

|      | 评级               | 说明                      |
|------|------------------|-------------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy）          | 预计相对强于市场表现 20% 以上；      |
|      | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现 5%~20%；      |
|      | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
|      | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5% 以下。       |
| 行业评级 | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；           |
|      | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；        |
|      | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。           |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

<sup>1</sup>根据新凤鸣2024年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣5.43%的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn