

氟化工行业：2025年3月月度观察

空调内销排产持续增长，制冷剂二季度长协价格快速上涨

优于大市

核心观点

3月氟化工行情回顾：截至3月末（3月28日），上证综指收于3351.31点，较2月末（2月28日）上涨0.92%；沪深300指数报3915.17点，较2月末上涨0.65%；申万化工指数报3454.06，较2月末上涨2.45%；氟化工指数报1284.04点，较2月末下跌0.93%。2月氟化工行业指数跑输申万化工指数3.38pct，跑输沪深300指数1.58pct，跑输上证综指1.85pct。据我们编制的国信化工价格指数，截至2025年3月28日，国信化工氟化工价格指数、国信化工制冷剂价格指数分别报1217.60、1715.82点，分别较2月底+1.61%、+3.88%。

3月二季度长协价格逐渐落实，相比一季度长协价格大幅上涨约6000元/吨。据氟务在线，临近月末，制冷剂二季度长协订单出台，市场大幅上涨。“金三银四”需求旺季且外贸市场价格提升，最新二季度制冷剂长协定价R32承兑价格46600元/吨（较一季度定价上调6000元/吨，环比增加14.77%），R410a承兑价格47600元/吨（较一季度定价上调6000元/吨，环比增加14.42%）。

制冷剂外贸方面，2025年1-2月制冷剂出口量下滑较多，但出口均价大幅提升，内外贸价差快速收敛。据氟务在线，出口回落主要因1月海关编码重新梳理，要求各企业重新提交资料，导致1月出货量极低；2月开始逐渐恢复，又因外贸商以及海外客户面对有违惯例的淡季价格大幅上涨，顾虑重重下观望接货。但随着淡季退去进入旺季，且价格继续水涨船高以及库存有限，外贸出口将回归正常。

制冷剂配额制度下，看好产品长期景气度延续。2024年12月16日，生态环境部发布《关于2025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》，生态环境部受理了48家企业提交的2025年度二代制冷剂生产、使用配额申请，受理了67家企业提交的2025年度三代制冷剂生产、进口配额申请，并对最终各企业生产、进口二代、三代制冷剂配额进行了公示。其中HCFCs落实年度履约淘汰任务，生产量削减了4.99万吨，减幅23.37%；三代制冷剂生产和使用总量控制目标保持在基线值，维持了2024年的生产配额总量为18.53亿吨CO₂、内用生产配额总量为8.95亿吨CO₂、进口配额总量为0.1亿吨CO₂，在具体细分品类上，根据2024年的供需情况，R32、R125、R143a相比2024年配额有所增加，R134a相比2024年有所减少。我们认为，制冷剂配额政策的严肃性将持续，在供给端长期强约束的背景下，我们持续看好制冷剂产品长期景气度的延续。

2025年国补政策延续，高基数下空调内销排产持续增长。根据产业在线，2025年一季度空调内销排产数据持续上涨，其中1-2月让步出口被动减量，3月逐步起量，除季节性备货因素影响，两新政策推动也有较大促进。此外由于去年国补在淡季开始全面推出，而今年国补惠及全年，预计将有部分去年未被激发的需求在二季度旺季起被催化。出口方面，根据海关数据显示，1-2月我国空调累计出口1404万台，同比+17.4%，除北美洲外，其余洲均实现不同程度增长，美国及墨西哥市场主要受特朗普关税影响出现下滑，预计美国对华关税清单落地后，订单释放或将带动货量回升。排产方面，二季度开始订单出现回落。根据国家统计局数据显示，2024年中国空调累计产量26598万台，同比增长9%。据产业在线家用空调内销排产报告显示，2025年4月排产1342万台，同比+9.1%；5月排产1462万台，同比+17.4%；6月排产1385万台，同比+31.3%。出口排产方面，2025年4月出口排产1058万台，同比+7.5%；5月出口排产933万台，同比+2.8%；6月出口排产746万台，同比-10.9%。

本月氟化工要闻：东阳光：与中际旭创设立合资公司从事液冷技术研发生产；

行业研究·行业月报

基础化工·化学制品

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：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

- 《氟化工行业：2025年2月月度观察-空调排产双位数增长，制冷剂厂家报价继续上涨》——2025-03-02
- 《氟化工行业：2025年1月月度观察-制冷剂价格继续上涨，氟化工企业四季度业绩大增》——2025-02-05
- 《氟化工行业：2024年12月月度观察-2025年制冷剂配额公示，一季度空调排产持续增长》——2025-01-02
- 《2025年制冷剂配额核发情况点评-2025年制冷剂配额公示，看好产品长期景气度》——2024-12-18
- 《氟化工行业：2024年11月月度观察-年末空调排产双位数增长，R125、R134a价格进一步上涨》——2024-12-06

东岳氢能 IPO 辅导状态变更为“撤回辅导备案”；华谊集团拟收购三爱富 60% 股权，加强氟化工领域竞争力；东岳集团发布 2024 年度业绩，公司全年实现归母净利润 8.11 亿元，同比增长 14.6%。

投资建议：2025 年二代制冷剂履约加速削减，三代制冷剂 R32 同比增发 4.0 万吨，R22、R32 等品种行业集中度高；需求端受国补政策刺激、欧美补库、东南亚等新兴区域需求增长等因素影响，海内外空调生产、排产大幅提升。二代制冷剂 R22 等品种在供给快速收缩、空调维修市场的支撑下，预计 2025 年将出现供需缺口；三代制冷剂 R32 供给虽同比小幅提升，但 2024 年库存消耗殆尽，需求端也呈现快速增长，预计 2025 年将保持供需紧平衡。我们认为，制冷剂配额约束收紧为长期趋势方向，在此背景下，我们看好 R22、R32 等二代、三代制冷剂景气度将延续，价格长期仍有较大上行空间；对应二代、三代制冷剂配额龙头企业有望保持长期高盈利水平。建议关注产业链完整、基础设施配套齐全、制冷剂配额领先以及工艺技术先进的氟化工龙头企业及上游资源龙头。相关标的：巨化股份、三美股份等公司。

风险提示：氟化工产品需求不及预期；政策风险（氟制冷剂环保政策趋严、升级换代进程加快、配额发放政策变更等）；全球贸易摩擦及出口受阻；地产周期景气度低迷；各公司项目投产进度不及预期；原材料价格上涨；化工安全生产风险等。

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	收盘价(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
600160	巨化股份	优于大市	24.40	659	0.74	1.13	32.97	21.59
603379	三美股份	优于大市	39.75	243	1.29	1.86	30.81	21.37

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

1、3月氟化工行业整体表现	6
2、3月制冷剂行情回顾	7
2.1 制冷剂价格与价差表现	7
2.2 制冷剂出口数据跟踪	9
2.3 主要制冷剂开工率及产量数据跟踪	11
3、制冷剂配额制度下，看好产品长期景气度延续	13
3.1 生态环境部公示 2025 年制冷剂配额核发情况，看好制冷剂产品长期景气度向上	13
3.2 HCFCs：生产总量/使用总量分别削减基线值的 67.5%/73.2%，R22 内用生产配额同比削减 28% ..	13
3.3 HFCs：R32 较 2024 年初增加 4.08 万吨，R134a 配额减少，年内两次配额调整给予配额灵活性 ..	14
4、空调/汽车/冰箱排产数据及出口数据跟踪	16
4.1 空调：2025 年二季度内销排产快速增长	16
4.2 汽车：我国汽车出口增长的势头仍在延续	18
4.3 冰箱/冷柜/热泵：二季度冰箱内销排产进入阶段性调整期，冷链/热泵健康发展	19
5、含氟聚合物	21
含氟聚合物近期价格随原料上涨而上行	21
6、3月氟化工相关要闻	22
7、国信化工观点及盈利预测	23
风险提示	23

图表目录

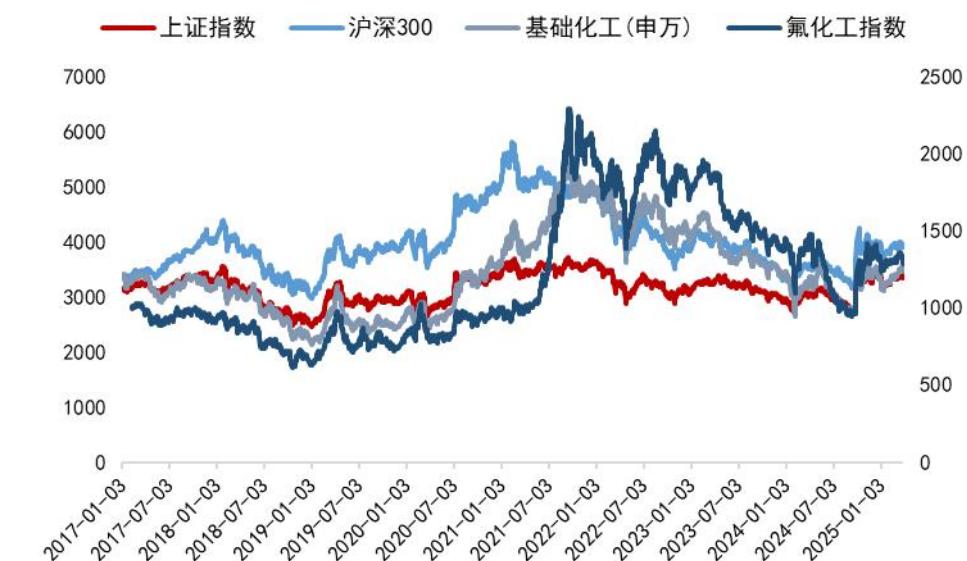
图1: 氟化工行业指数与其他指数表现	6
图2: 国信化工氟化工价格指数	6
图3: 国信化工制冷剂价格指数	6
图4: 氟化工产业链主要品种: 价格及涨跌幅跟踪	7
图5: 萤石-氢氟酸价格与价差走势	8
图6: 二代制冷剂 R22 价格与价差走势	8
图7: 三代制冷剂 R32 价格与价差走势	8
图8: 三代制冷剂 R125 价格与价差走势	8
图9: 三代制冷剂 R134a 价格与价差走势	9
图10: 三代制冷剂 R143a 价格与价差走势	9
图11: 三代制冷剂 R152a 价格与价差走势	9
图12: 二代制冷剂 R142b 价格与价差走势	9
图13: 2022-2024 年各主要制冷剂出口量趋势	10
图14: R32 内外贸价格与价差跟踪	10
图15: R134a 内外贸价格与价差跟踪	10
图16: R22 内外贸价格与价差跟踪	10
图17: R125/R143a/R143 内外贸价格与价差跟踪	10
图18: R32 出口量及出口单价跟踪	11
图19: R134a 出口量及出口单价跟踪	11
图20: R125/R143a/R143 出口量及出口单价跟踪	11
图21: R227ea/R236fa/R236ea/R236cb 出口量及出口单价跟踪	11
图22: R245fa/R245ca 出口量及出口单价跟踪	11
图23: R22 出口量及出口单价跟踪	11
图24: 我国 R32 周度开工负荷率变化	12
图25: 我国 R125 周度开工负荷率变化	12
图26: 我国 R134a 周度开工负荷率变化	12
图27: 我国 R22 周度开工负荷率变化	12
图28: 我国主要制冷剂产品月度产量跟踪 (万吨)	12
图29: R22 生产配额	14
图30: R22 内用生产配额	14
图31: R32 生产配额	14
图32: R32 内用生产配额	14
图33: R125 生产配额	15
图34: R125 内用生产配额	15
图35: R134a 生产配额	15
图36: R134a 内用生产配额	15
图37: R143a 生产配额	15

图38: R143a 内用生产配额	15
图39: 开竣工“剪刀差”：房屋新开工面积、房屋竣工面积累计值及累计同比	16
图40: 我国空调产量数据季节图-月度（万台）	17
图41: 我国空调出口数据季节图-月度（万台）	17
图42: 我国空调排产数据及预测（内销）	17
图43: 我国空调排产数据及预测（出口）	17
图44: 我国汽车产量数据季节图-月度（万辆）	18
图45: 我国汽车出口数据季节图-月度（万辆）	18
图46: 我国冰箱产量数据季节图-月度（万台）	19
图47: 我国冰箱出口数据季节图-月度	19
图48: 我国冰箱排产数据及预测（内销）	19
图49: 我国冰箱排产数据及预测（出口）	19
图50: 我国冷柜产量数据季节图-月度	20
图51: PTFE 价格与价差走势	21
图52: HFP 价格与价差走势	21
图53: FEP 价格与价差走势	22
图54: PVDF 价格与价差走势	22
表1: R22 分配方案（万吨），市占率龙头企业受益	13
表2: 相关公司盈利预测及估值	23

1、3月氟化工行业整体表现

截至3月末（3月28日），上证综指收于3351.31点，较2月末（2月28日）上涨0.92%；沪深300指数报3915.17点，较2月末上涨0.65%；申万化工指数报3454.06，较2月末上涨2.45%；氟化工指数报1284.04点，较2月末下跌0.93%。2月氟化工行业指数跑输申万化工指数3.38pct，跑输沪深300指数1.58pct，跑输上证综指1.85pct。

图1：氟化工行业指数与其他指数表现



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

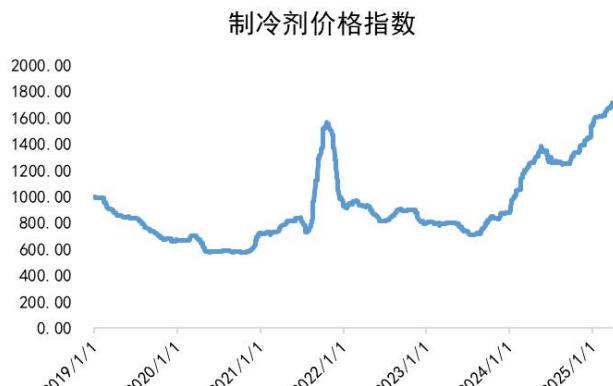
据我们编制的国信化工价格指数，截至2025年3月28日，国信化工氟化工价格指数、国信化工制冷剂价格指数分别报1217.60、1715.82点，分别较2月底+1.61%、+3.88%。

图2：国信化工氟化工价格指数



资料来源：百川盈孚、生态环境部、国信证券经济研究所编制
编制说明：以2019年1月1日价格为1000点指数；含二三代制冷剂、聚合物、萤石、氢氟酸等价格指标

图3：国信化工制冷剂价格指数



资料来源：百川盈孚、生态环境部、国信证券经济研究所编制
编制说明：以2019年1月1日价格为1000点指数；含二三代制冷剂价格指标

图4: 氟化工产业链主要品种: 价格及涨跌幅跟踪

产品	当日价格	月涨跌幅	较25年年初	较24年同期	价格单位
二氯甲烷	3250	-2.99%	-9.72%	4.84%	元/吨
三氯甲烷	3450	0.00%	9.52%	9.52%	元/吨
三氯乙烯	4500	13.67%	33.97%	-2.49%	元/吨
四氯乙烯	5677	8.53%	22.99%	11.27%	元/吨
萤石	3825	0.92%	3.38%	12.50%	元/吨
氢氟酸	11500	0.00%	5.26%	12.75%	元/吨
R22	35500	4.41%	7.58%	61.36%	元/吨
R32	46500	5.68%	10.71%	69.09%	元/吨
R125	45000	2.27%	7.14%	3.45%	元/吨
R134a	46500	3.33%	8.14%	45.31%	元/吨
R152a	26500	1.92%	39.47%	55.88%	元/吨
R142b	28500	0.00%	72.73%	78.13%	元/吨
R143a	44500	1.14%	25.35%	-25.83%	元/吨
R227ea	47000	5.62%	9.30%	16.05%	元/吨
PTFE	42000	5.00%	0.00%	-1.18%	元/吨
PVDF粉料	63000	0.00%	21.15%	6.78%	元/吨
PVDF锂电	52000	0.00%	4.00%	-13.33%	元/吨
HFP	37800	8.31%	7.08%	5.00%	元/吨
FEP	80000	0.00%	0.00%	-5.88%	元/吨

资料来源: 氟务在线、卓创资讯、百川盈孚、国信证券经济研究所整理

2、3月制冷剂行情回顾

2.1 制冷剂价格与价差表现

三代制冷剂价格走势:

2024年, 随配额细则方案的落地, 叠加空调排产数据表现靓丽, 部分企业停产检修, 制冷剂延续景气上行趋势。1-2月制冷剂价格较往年更早/提前性地出现了稳步上涨。3月份涨价最明显的制冷剂品种是R32和R410a, 月度环比上涨14%和9%。4-5月份价格上涨的制冷剂品种主要是R22。6-8月R22、R32产品价格保持相对稳定, R125由于空调需求逐步进入淡季, R410a需求逐步进入低位, 对于R125需求减少, 价格逐步下调。9月以来, R32部分装置进入检修期, 产品价格持续上涨, R134a下游需求稳定, 随着企业挺价意愿的逐步增强, 刺激贸易市场部分刚需订单逢低补库, 价格维持上涨。进入年底, 企业剩余配额有限, 12月行业检修面扩大, 货源紧张气氛持续蔓延; 需求端年底空调排产保持双位数增长, 在供给缩减、需求增加的背景下, 制冷剂市场价格再次迈入增长阶段。

进入2025年, 受供给端配额政策强约束持续, 春节市场成交虽然陆续降温, 但企业端对于年后市场走势企业信心充足, 提前反馈到对外报盘。

据氟务在线, 临近月末, 制冷剂二季度长协订单出台, 市场大幅上涨。“金三银四”需求旺季且外贸市场价格提升, 最新二季度制冷剂长协定价R32承兑价格46600元/吨(较一季度定价上调6000元/吨, 环比增加14.77%), R410a承兑价

格 47600 元/吨（较一季度定价上调 6000 元/吨，环比增加 14.42%）。分品种来看，截至 3 月 27 日，R22 市场报盘维持 35000–36000 元/吨，主要因渠道库存缓慢释放，持货商因配额减少惜售情绪不改所致；R125 报盘 45000–46000 元/吨；R134a 企业报盘高位，散水出货惜售，汽车小罐包装传导提价向下，工厂直发出货价在 46000–47000 元/吨；R32 市场成交提升至 46000–47000 元/吨，内外销市场需求火爆。

总结来看，内贸价格方面，根据百川盈孚浙江主流大厂报价，本月 R22 维持报价 36000 元/吨；R134a 报价 47000 元/吨，较上月+2000 元/吨；R125 报价 46000 元/吨，较上月+1500 元/吨；R32 报价 47000 元/吨，较上月+2000 元/吨；R410a 报价 48000 元/吨，较上月+3500 元/吨；R152a 报价 27000 元/吨，较上月+1000 元/吨；R142b 报价 30000 元/吨，较上月+5000 元/吨；R143a 报价维持 44500 元/吨。

外贸市场方面，企业端针对 R32、R134a、R410a、R125 等品种内外贸报价协同一致，R22 外贸报价则仍低于内贸。

图5: 萤石-氢氟酸价格与价差走势



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图6: 二代制冷剂 R22 价格与价差走势



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图7: 三代制冷剂 R32 价格与价差走势



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

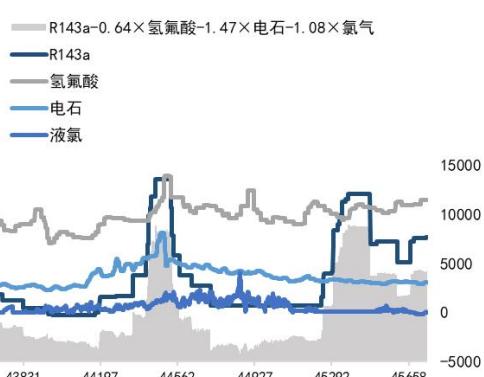
图8: 三代制冷剂 R125 价格与价差走势



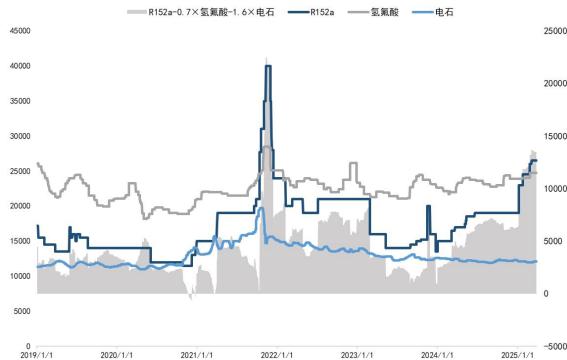
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图9: 三代制冷剂 R134a 价格与价差走势

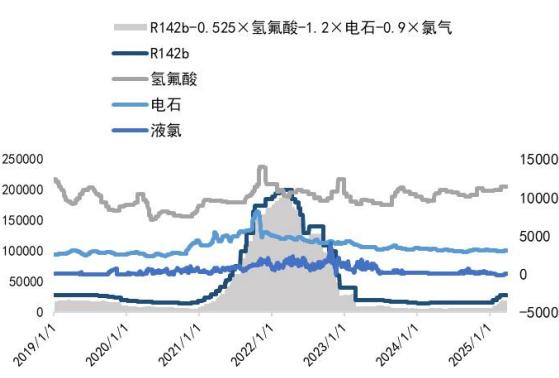

资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图10: 三代制冷剂 R143a 价格与价差走势


资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图11: 三代制冷剂 R152a 价格与价差走势


资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图12: 二代制冷剂 R142b 价格与价差走势


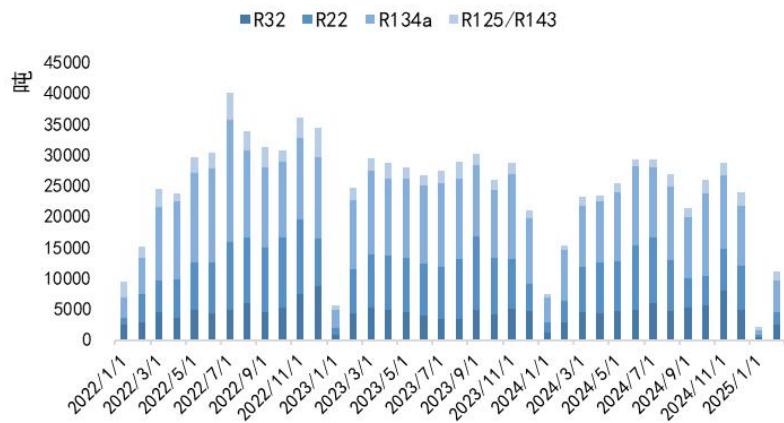
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

2.2 制冷剂出口数据跟踪

2025年1-2月出口数据公布，整体来看2025年1-2月制冷剂出口量下滑较多，但出口均价大幅提升，内外贸价差快速收敛。根据氟务在线，出口回落主要因1月海关编码重新梳理，要求各企业重新提交资料，导致1月出货量极低；2月开始逐渐恢复，又因外贸商以及海外客户面对有违惯例的淡季价格大幅上涨，顾虑重重下观望接货。但随着淡季过去进入旺季，且价格继续水涨船高以及库存有限，外贸出口将回归正常。具体来看，2025年1-2月，R22出口0.23万吨，同比下滑54.4%；R32出口0.3万吨，同比下滑25.8%；R125/R143系列出口0.19万吨，同比提升59.6%；R134a出口0.59万吨，同比下滑71.0%。从2025年2月数据来看：R22出口环比增长566%，R32出口环比增长380%，R134a出口环比增长614%，R125/R143系列出口环比增长180%。

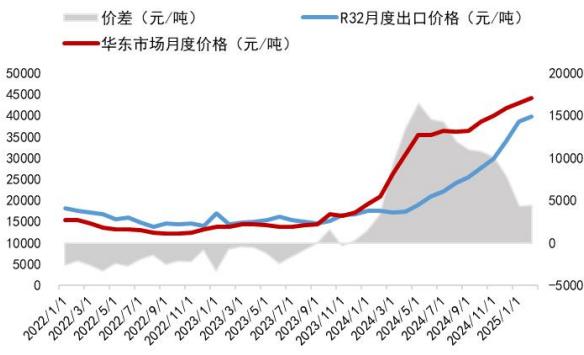
出口价格方面，截至至2025年2月出口均价，R22、R32、R134a等产品外贸价格与内贸价格仍然倒挂：外贸价格低于内贸价格，但R32价差快速收敛。具体来看，2025年2月R32出口均价为39900元/吨，与内贸价差4413元/吨；R22出口均价为22758元/吨，与内贸价差11367元/吨；R134a出口均价为40402元/吨，与内贸价差4348元/吨；R125/R143系列出口均价为28659元/吨，与内贸价差15654元/吨。

图13: 2022-2024年各主要制冷剂出口量趋势

常见制冷剂品种出口量 (吨)


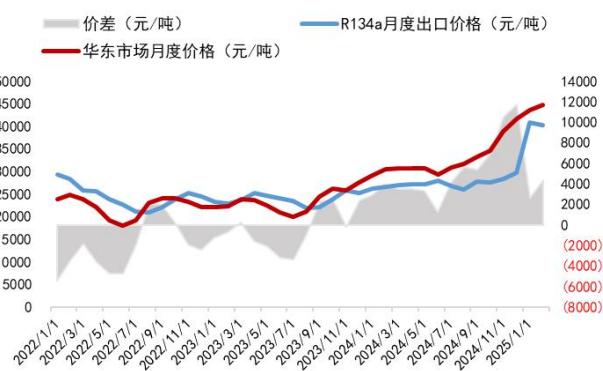
资料来源：海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图14: R32 内外贸价格与价差跟踪



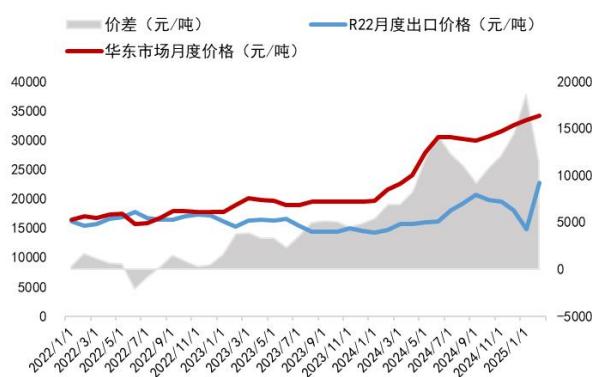
资料来源：海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图15: R134a 内外贸价格与价差跟踪



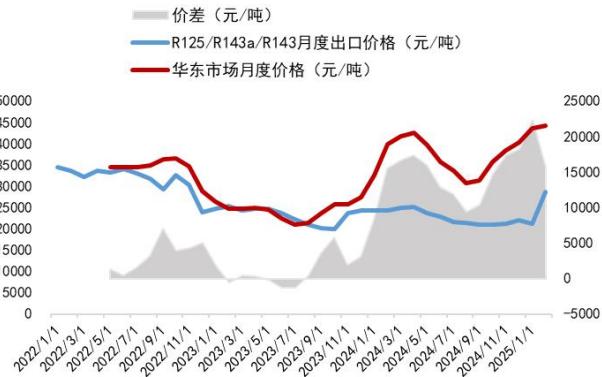
资料来源：海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图16: R22 内外贸价格与价差跟踪



资料来源：海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图17: R125/R143a/R143 内外贸价格与价差跟踪



资料来源：海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图18: R32 出口量及出口单价跟踪

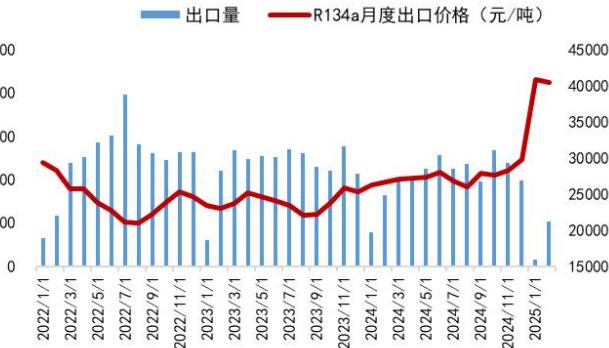

资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图20: R125/R143a/R143 出口量及出口单价跟踪

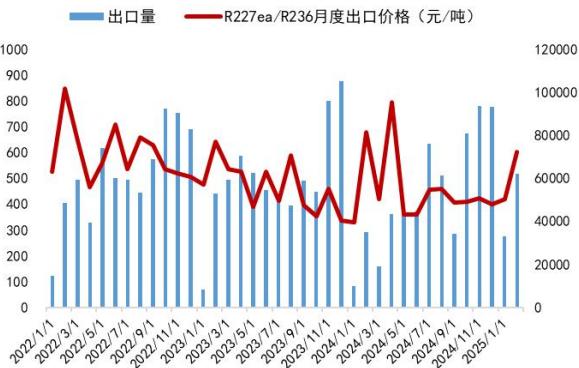

资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图22: R245fa/R245ca 出口量及出口单价跟踪


资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图19: R134a 出口量及出口单价跟踪


资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

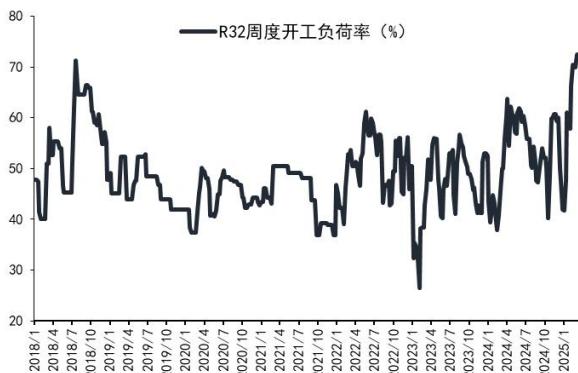
图21: R227ea/R236fa/R236ea/R236cb 出口量及出口单价跟踪


资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

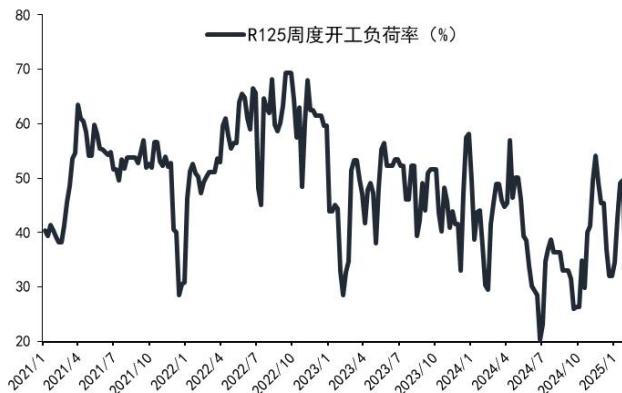
图23: R22 出口量及出口单价跟踪


资料来源：产业在线、国信证券经济研究所整理

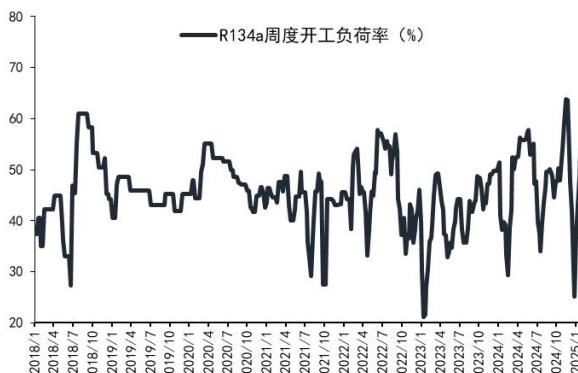
2.3 主要制冷剂开工率及产量数据跟踪

图24: 我国 R32 周度开工负荷率变化


资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图25: 我国 R125 周度开工负荷率变化


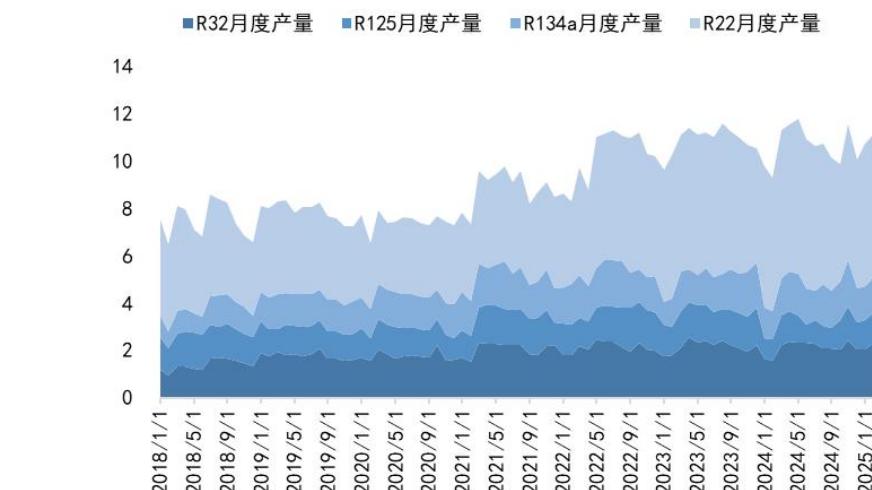
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图26: 我国 R134a 周度开工负荷率变化


资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图27: 我国 R22 周度开工负荷率变化


资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图28: 我国主要制冷剂产品月度产量跟踪 (万吨)


资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

3、制冷剂配额制度下，看好产品长期景气度延续

3.1 生态环境部公示 2025 年制冷剂配额核发情况，看好制冷剂产品长期景气度向上

2024 年 12 月 16 日，生态环境部发布《关于 2025 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》，生态环境部受理了 48 家企业提交的 2025 年度二代制冷剂生产、使用配额申请，受理了 67 家企业提交的 2025 年度三代制冷剂生产、进口配额申请，并对最终各企业生产、进口二代、三代制冷剂配额进行了公示。其中 HCFCs 落实年度履约淘汰任务，生产量削减了 4.99 万吨，减幅 23.37%；三代制冷剂生产和使用总量控制目标保持在基线值，维持了 2024 年的生产配额总量为 18.53 亿吨 CO₂、内用生产配额总量为 8.95 亿吨 CO₂、进口配额总量为 0.1 亿吨 CO₂，在具体细分品类上，根据 2024 年的供需情况，R32、R125、R143a 相比 2024 年配额有所增加，R134a 相比 2024 年有所减少。我们认为，制冷剂配额政策的严肃性将持续，在供给端长期强约束的背景下，我们持续看好制冷剂产品长期景气度的延续。

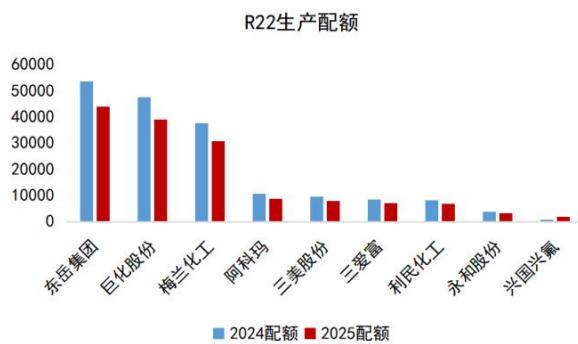
3.2 HCFCs：生产总量/使用总量分别削减基线值的 67.5%/73.2%，R22 内用生产配额同比削减 28%

根据《2025 年度消耗臭氧层物质生产、使用配额核发方案》，2025 年我国 HCFCs 生产配额总量为 16.36 万吨，内用生产配额总量与使用配额总量为 8.60 万吨，2025 年度我国 HCFCs 生产和使用量分别削减基线值的 67.5% 和 73.2%。细分产品来看，R22 生产配额/内用生产配额相比 2024 年分别削减 18%/28%；R141b 生产配额/内用生产配额削减 57%/68%、R142b 生产配额/内用生产配额削减 64%/79%。2025 年 R22 东岳集团生产配额达 4.39 万吨，占总量 29.46%；巨化股份内用配额达 2.53 万吨，占总量 31.28%。

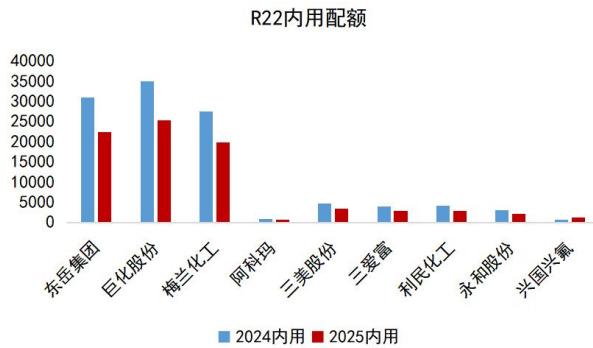
表1: R22 分配方案（万吨），市占率龙头企业受益

年份	2024 年		2025 年		2025 年	
	企业名称	生产配额	内用配额	生产配额	内用配额	生产配额占比
东岳集团	5.26	3.11	4.39	2.24	29.46%	27.75%
巨化股份	4.74	3.50	3.89	2.53	26.10%	31.28%
梅兰化工	3.76	2.75	3.08	1.99	20.68%	24.55%
阿科玛	1.07	0.09	0.88	0.06	5.89%	0.77%
三美股份	0.95	0.47	0.78	0.34	5.25%	4.22%
三爱富	0.86	0.41	0.71	0.29	4.74%	3.62%
临海利民	0.82	0.41	0.67	0.30	4.56%	5.87%
永和股份	0.39	0.30	0.32	0.22	4.52%	3.67%
兴国兴氟	0.08	0.07	0.07	0.05	0.46%	0.59%
其他	0.13	0.09	0.11	0.07	0.74%	0.84%
合计	18.18	11.19	14.91	8.09		

资料来源：生态环境部、国信证券经济研究所整理测算

图29: R22 生产配额


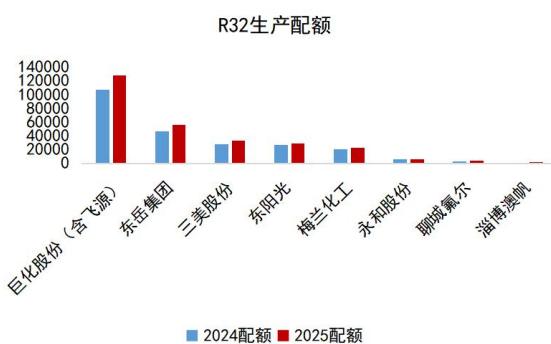
资料来源：生态环境部、国信证券经济研究所整理

图30: R22 内用生产配额


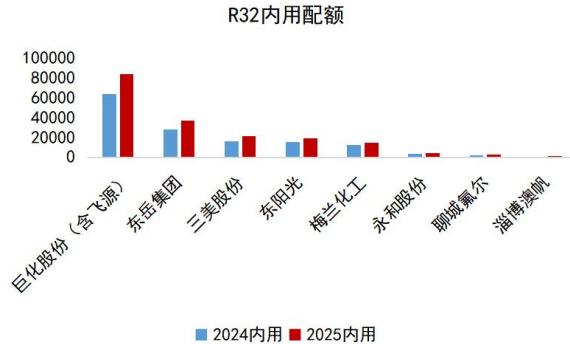
资料来源：生态环境部、国信证券经济研究所整理

3. 3HFCs: R32 较 2024 年初增加 4.08 万吨, R134a 配额减少, 年内两次配额调整给予配额灵活性

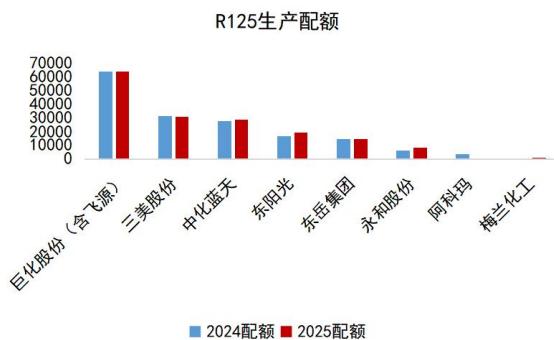
根据《2025 年度氢氟碳化物生产、进口配额核发方案》，三代制冷剂中 R32 生产配额 28.03 万吨，增加 4.08 万吨；内用配额 18.45 万吨，增加 4.25 万吨。其中巨化股份（含飞源化工）生产配额达 12.85 万吨，占总量 45.82%；巨化股份（含飞源化工）内用配额达 8.45 万吨，占总量 45.82%。其他三代制冷剂品种方面，生态环境部根据各生产企业提出的生产配额、内用生产配额的调整申请，R125、R134a、R143a 配额较 2024 年有所变化。其中 R125 生产配额 16.73 万吨，增加 1614 吨；内用配额 6.11 万吨，增加 1058 吨。R134a 生产配额 20.83 万吨，减少 7401 吨；内用配额 8.04 万吨，减少 2241 吨。R143a 生产配额 4.73 万吨，增加 1781 吨；内用配额 11445 吨，增加 276 吨。

图31: R32 生产配额


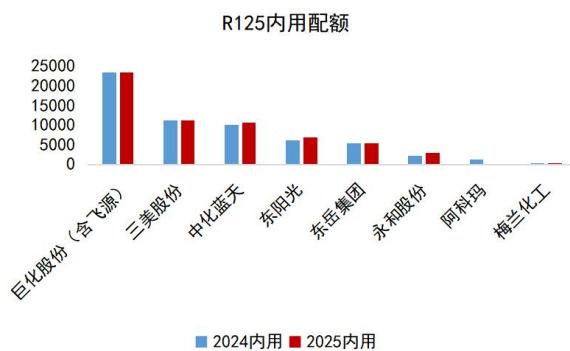
资料来源：生态环境部、国信证券经济研究所整理

图32: R32 内用生产配额


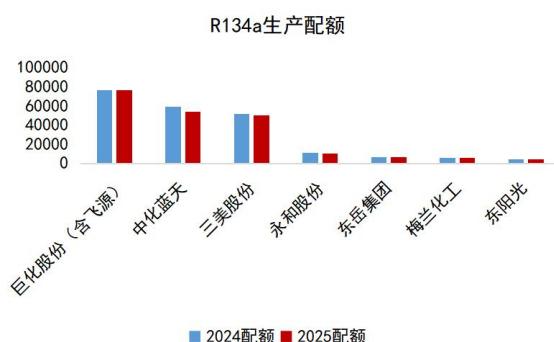
资料来源：生态环境部、国信证券经济研究所整理

图33: R125 生产配额


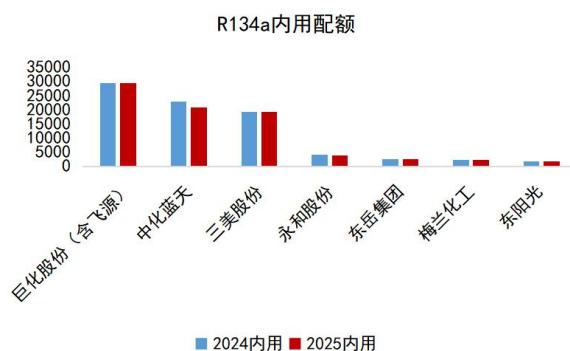
资料来源：生态环境部、国信证券经济研究所整理

图34: R125 内用生产配额


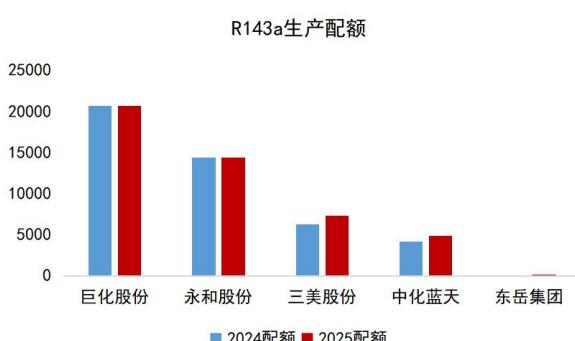
资料来源：生态环境部、国信证券经济研究所整理

图35: R134a 生产配额


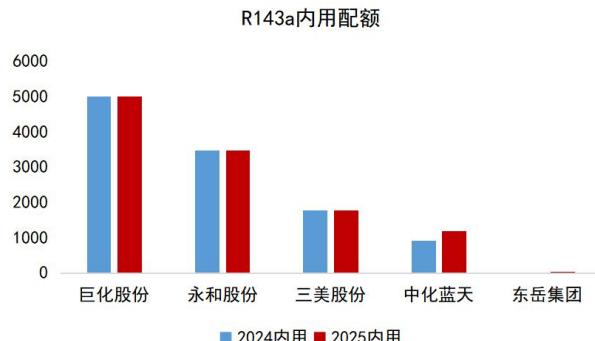
资料来源：生态环境部、国信证券经济研究所整理

图36: R134a 内用生产配额


资料来源：生态环境部、国信证券经济研究所整理

图37: R143a 生产配额


资料来源：生态环境部、国信证券经济研究所整理

图38: R143a 内用生产配额


资料来源：生态环境部、国信证券经济研究所整理

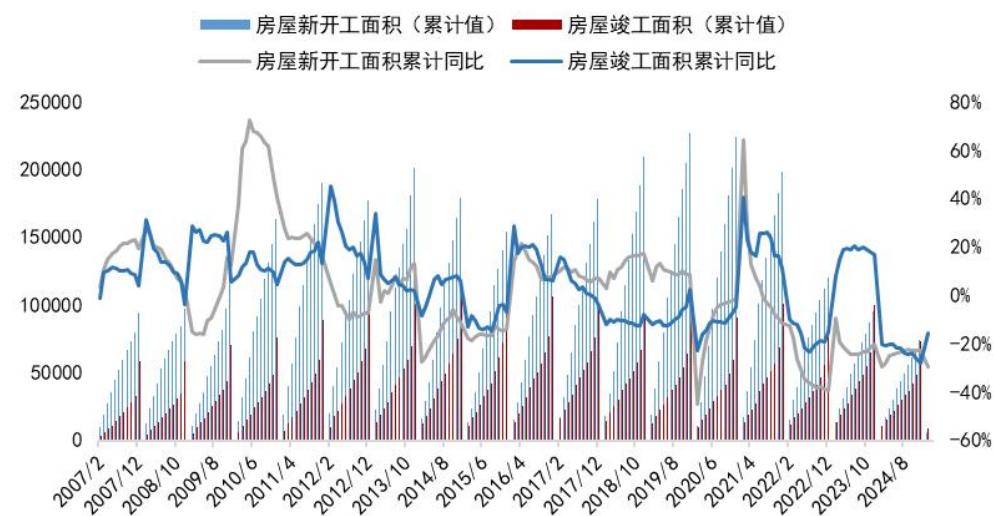
4、空调/汽车/冰箱排产数据及出口数据跟踪

4.1 空调：2025年二季度内销排产快速增长

2023年以来，各地因城施策优化房地产调控，落实“保交楼”、“降低房贷利率”等一系列举措，守住了不发生系统性风险的底线。然而，进入2024年，国际外部环境依然复杂严峻，社会预期偏弱，国内楼市仍然偏冷。2024年，房地产开发企业房屋施工面积732亿平方米，下降12.7%；其中，住宅施工面积51.33亿平方米，下降13.1%。房屋新开工面积7.39亿平方米，下降23.0%；其中，住宅新开工面积5.40亿平方米，下降23.0%。房屋竣工面积7.37亿平方米，下降27.7%；其中，住宅竣工面积5.37亿平方米，下降27.4%。

进入2025年，地产基本面整体延续了2024年四季度边际改善的趋势，房屋新开工依旧低迷，但施工、竣工端降幅缩窄。具体来看，2025年1-2月，房地产开发企业房屋施工面积606亿平方米，下降9.10%；其中，住宅施工面积42.14亿平方米，下降9.7%。房屋新开工面积6.61亿平方米，下降29.6%；其中，住宅新开工面积4.81亿平方米，下降28.9%。房屋竣工面积0.88亿平方米，下降15.6%；其中，住宅竣工面积0.63亿平方米，下降17.7%。

图39：开竣工“剪刀差”：房屋新开工面积、房屋竣工面积累计值及累计同比

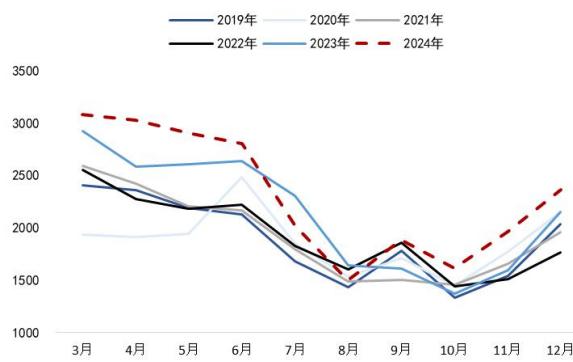


资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

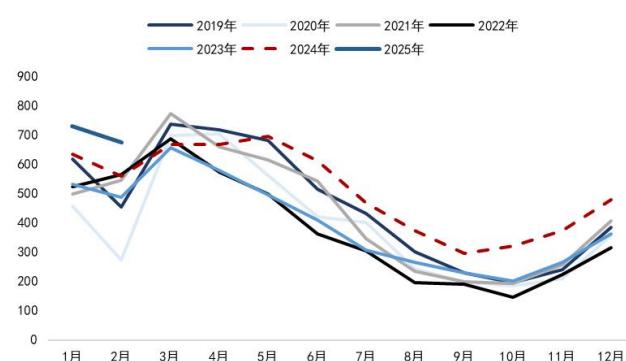
整体来说，当前我国地产行业仍处在风险出清期。当前房地产市场信心仍然较低，供需关系亟待改善，始终离不开政策的支持。下半年市场环境继续保持宽松为主，供需两端持续发力，“去库存”工作加快推进，政策调控或主要将聚焦到支持收存量房用作保障房方面。

2025年国补政策延续，高基数下空调排产持续增长。2009年国家积极推进“以旧换新”、“家电下乡”政策，2015年工信部等四部门的生产者责任延伸试点，2021年发改委等三部门的家电生产者回收目标责任行动，我国家电行业的绿色转型和可持续发展已取得显著进展。近年来，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，受疫情放开后

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提振，2023国内空调市场表现靓丽。2024年来，在国补政策刺激下，国内家电空调市场从8月开始回转，并在四季度进入了年底冲刺阶段；海外市场受欧美夏季高温、海外补库需求持续、美国降息刺激消费、新兴市场特别是东南亚和拉美地区的快速增长影响，2024年家用空调外销量同比快速提升。2025年一季度空调内销排产数据持续上涨，其中1-2月让步出口被动减量，3月逐步起量，除季节性备货因素影响，两新政策推动也有较大促进。此外由于去年国补在淡季开始全面推出，而今年国补惠及全年，预计将有部分去年未被激发的需求在二季度旺季起被催化。出口方面，根据海关数据显示，1-2月我国空调累计出口1404万台，同比+17.4%，除北美洲外，其余洲均实现不同程度增长，美国及墨西哥市场主要受特朗普关税影响出现下滑，预计美国对华关税清单落地后，订单释放或将带动货量回升。排产方面，二季度开始订单出现回落。根据国家统计局数据显示，2024年中国空调累计产量26598万台，同比增长9%。据产业在线家用空调内销排产报告显示，2025年4月排产1342万台，同比+9.1%；5月排产1462万台，同比+17.4%；6月排产1385万台，同比+31.3%。出口排产方面，2025年4月出口排产1058万台，同比+7.5%；5月出口排产933万台，同比+2.8%；6月出口排产746万台，同比-10.9%。

图40：我国空调产量数据季节图-月度（万台）


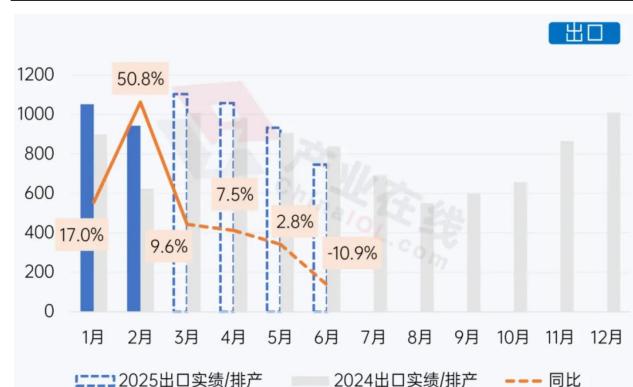
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图41：我国空调出口数据季节图-月度（万台）


资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图42：我国空调排产数据及预测（内销）


资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

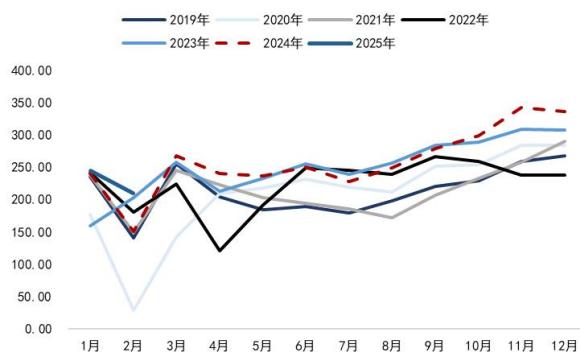
图43：我国空调排产数据及预测（出口）


资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

4.2 汽车：我国汽车出口增长的势头仍在延续

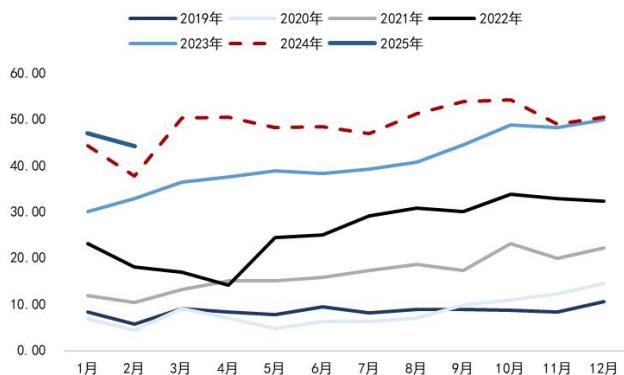
2025年我国汽车出口增长的势头仍在延续。据中国汽车工业协会数据，2023年，我国汽车产销量分别达3016.1万辆和3009.4万辆，同比分别增长11.6%和12%，年产销量双双创历史新高。2023年电动化和智能化的浪潮等助推汽车行业稳定增长，我国成为全球最大汽车出口国。据中汽协数据，2024年全年，汽车产销累计完成3128.2万辆和3143.6万辆，同比分别增长4.5%和4.8%。2025年2月，汽车产销量分别为455.3万辆和455.2万辆，分别同比增长13.9%和13.1%。**海外市场方面**，2024全年，汽车整体出口达到584.7万辆，同比增长20.5%。2025年2月，汽车整体出口为44.1万辆，同比增长16.9%。

图44：我国汽车产量数据季节图-月度（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

图45：我国汽车出口数据季节图-月度（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

各地因地制宜纷纷推出汽车以旧换新补贴方案。2024年4月12日，商务部等14部门印发《推动消费品以旧换新行动方案》，聚焦汽车、家电与家装厨卫三大领域，在开展汽车以旧换新、推动家电以旧换新、推动家装厨卫“焕新”等方面提出22条举措。《行动方案》设定了以下目标：通过加大政策引导支持力度，力争到2025年，实现国三及以下排放标准乘用车加快淘汰，报废汽车回收量较2023年增长50%；到2027年，报废汽车回收量较2023年增加一倍，二手车交易量较2023年增长45%。我国汽车市场正在加速转型，由“增量时代”进入了“存量和增量并存的时代”，因此“以旧换新”的潜能巨大。

各地因地制宜纷纷推出汽车以旧换新补贴方案。上海汽车以旧换新购买新能源乘用车补贴2万元、购买2.0升及以下排量燃油乘用车补贴1.5万元；湖南购买新能源乘用车补贴2万元、购买2.0升及以下排量燃油乘用车补贴1.5万元，所报废的汽车应当于2024年7月25日前登记在申请人名下；所新购置的汽车在补贴申请审核期间，应登记在申请人名下；深圳对符合条件的，按购车价格分档给予每辆8000元~1.6万元的补贴；重庆对符合条件的，按车价分档给予每辆1万~1.5万元的补贴。

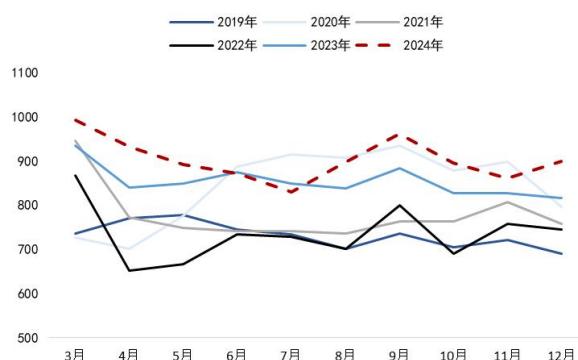
值得一提的是，新能源车对车辆热管理行业也从“节能”与“环保”两个方面提出了更高级、更精准的要求。由于电动汽车冬季无法依靠发动机余热取暖、只能使用电取暖，故新能源汽车热管理系统的复杂性显著增加、单车价值提升。常规R134a及R407C系统中通常需要增加压缩机转速或配备更大容量的压缩机来保证低环境温度下充足的制热量。目前R410A等制冷剂因制热特性优异，有助于应对新能源汽车的冬季制热问题。2020~2022年，我国新车制造和维修环节年均使用氢氟碳化物制冷剂3.8万吨，潜在排放约5500万吨当量的二氧化碳。全球汽车空

调制冷剂也正在从第三代向第四代方向过渡。

4.3 冰箱/冷柜/热泵：二季度冰箱内销排产进入阶段性调整期，冷链/热泵健康发展

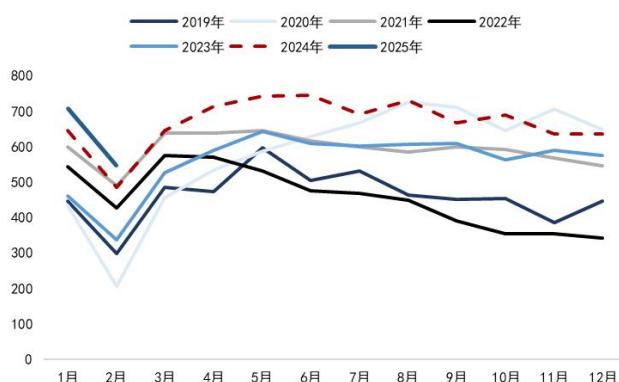
冰箱：根据产业在线，2025年初受企业备货、国补政策延续影响，2025年一季度整体排产延续增长趋势，但2024年底有部分产品虽然已出库但仍在渠道，并未被终端消耗，因此3月冰箱内销排产保持高位但增幅有限。近期随着终端消费需求释放节奏放缓，消费者抢购补贴的迫切性减弱。更多持换新需求的用户转向观望，倾向于等待“618”等大促叠加折上折优惠，市场进入阶段性调整期。出口方面，2024年冰箱出口已经连续两年实现双位数增长，创下历史新高。在历史基数较高的压力下，叠加海外传统消费区库存压力上升，欧洲补库接近尾声，2025年冰箱出口压力较大，2025年一季度出口主要来自南美、拉美、非洲等新兴市场，根据海关总署，2025年1-2月，我国冰箱累计出口1257万台，同比+11.1%。根据产业在线预测，2025年4月冰箱内销排产323万台，较去年实绩下降12.6%；出口排产486万台，较去年实绩增长5.3%。

图46：我国冰箱产量数据季节图-月度（万台）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图47：我国冰箱出口数据季节图-月度



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图48：我国冰箱排产数据及预测（内销）



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

图49：我国冰箱排产数据及预测（出口）

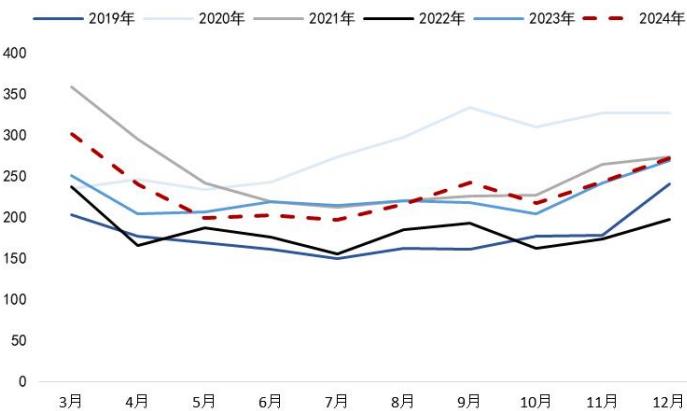


资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

冷柜/冰柜：中物联冷链物流专委会公布的数据显示，2024年我国冷链需求总量预计达到3.65亿吨，同比增长4.3%，增速较2023年下降1.8pct，主要原因为肉类与水产进口降低、生鲜需求波动；冷链物流总收入预计达到5361亿元，同比增

长 3.7%，增速较 2023 年下降 1.5pct。在国家及地方政府出台相关政策的引导以及市场需求的驱动下，公共冷库新建、改扩建、智能化改造进度加快。据中物联冷链委和链库平台不完全统计，2024 年冷库项目资金投入 474.14 亿元，其中第四季度的冷库项目资金投入为 109.07 亿元。2024 年冷库市场新增供应较为平稳，截至 2024 年，冷库总量为 2.53 亿立方米，同比增长 10.96%，新增库容 2491 万立方米。冷库求租量为 1759.53 万立方米，同比增长 16.51%，冷库出租量为 3653.71 万立方米，同比增长 33.44%，供需剪刀差进一步拉大。受市场需求波动和供需关系影响，2024 年上半年大部分城市冷库价格呈下降趋势，下半年趋于平稳，大部分城市的全年冷库空置率呈增长态势。受政策补贴和市场需求的带动，冷藏车销量恢复两位数增长，2024 年冷藏车保有量预计达到 49.5 万辆，同比增长 14.58%；冷藏车销量为 62956 辆，同比增长 16.29%。随着国家及地方政府对新能源冷藏车的补贴政策出台，配套基础设施的不断完善以及其在路权、成本上的优势，新能源冷藏车销量爆发增长。2024 年新能源冷藏车销量为 21368 辆，同比增长 350.8%。据国家统计局数据，2024 年 12 月全国冷柜产量 272.92 万台，同比增长 1.47%；1-12 月累计产量 2335.61 万台，同比增长 3.57%。

图50: 我国冷柜产量数据季节图-月度



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

空气源热泵：据国际能源署（IEA）数据，2020 年全球热泵存量近 1.8 亿台，2010 年至 2020 年间 CAGR 为 6.4%。2021 年，全球热泵销售额增长了近 15%，是过去十年平均水平的两倍，其中欧盟/北美/中国（仅空气源）/日本热泵同比分别 +35%/+15%/+13%/+13%，欧盟在热泵政策刺激下增速较快，美国、日本热泵发展历史较早，热泵渗透率相对较高。其中，2022 年，受俄乌冲突带来的全球能源危机影响，欧洲热泵市场迅猛增长，创下了约 300 万台的销售新纪录（同比+80 万台，+38%），自 2019 年以来翻了一番。据 IEA 预测，全球热泵安装量在 2025 年有望达到 2.8 亿台，到 2030 年预计达到近 6 亿台，达到 2020 年装机量的 3 倍以上。

中国持续加快能源结构调整，提高清洁能源比重，中国政府为促进空气源热泵行业的发展，已在各个层面出台了一系列政策支持和补贴措施。我国空气源热泵行业也在开发适应不同应用场景和用户需求的多样化产品，如变频热泵、模块化热泵、多联机热泵、高温热泵等。

在终端用能结构深化调整以及发展绿色生产力的主脉络引领下，空气源热泵产品技术不断迭代升级，在不同细分应用场景的适配度加速提升。而随着国内宏观经济形势的周期性波动，以及国际贸易保护主义等多重因素的掣肘，空气源热泵在 2024 年的发展经受了严峻考验。根据产业在线预测，2024 年热泵行业销售额为

278.76 亿元，同比下滑 8.12%，其中，其中热水热泵下滑 10.8%，采暖热泵下滑 2.0%，烘干热泵下滑 11.3%。另据 QYResearch，预计 2029 年全球空气源热泵市场将达到 657.29 亿美元，其中 2023~2029 年的年复合增长率（CAGR）为 15.3%。据中国国家电网数据，空气源热泵生产商主要包括纽恩泰、海尔、美的、格力、松下、LG、博世舒适科技、A.O. Smith 等。

5、含氟聚合物

含氟聚合物近期价格随原料上涨而上行

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。

含氟聚合物四大主要品种 PTFE、PVDF、FEP、FKM，近两年供给端持续性增加，需求增速远不及供给增量，而出现失衡状态。本月随着原材料价格上行，氟聚合物价格跟随上涨。

（1）PTFE 方面，供给端长期新增产能逐步投产，需求端增长不足，供过于求局面短期难以改善，新生储能电池、高速通信等领域需求逐步提升，但短期尚未放量。受前期原料上涨推动价格上调后，企业持稳博弈，报价纷纷持高推动市场向好发展，但产能过剩根本问题难以解决，市场上涨为企业转亏持本生产，实际成交价格仍低于报价，下游需求增长有限。但近期市场活跃度增高，原料预计上涨或可再一次带动市场向上调价，为生产企业注入新动力，提高企业开工意愿，市场向好发展。截至 2025 年 3 月 27 日，悬浮中粒报盘价格在 3.9 万-4.2 万元/吨，悬浮细粉报盘价格在 4.4 万-4.7 万元/吨，分散树脂报盘价格在 4.0 万-4.3 万元/吨，分散乳液报盘价格在 3.0 万-3.1 万元/吨。

（2）PVDF 方面，供给端表现充裕，国内产能利用效率低，新增产能仍在持续释放中，供过于求现状没有根源的变化，但前期因去库存后迎来增补库存需求，叠加原料 HF 上调后推动成本持压，企业纷纷上调报价，可实际成交拉低位，涂料级市场关注度提升，此前因原料上涨推动价格上调，但锂电、光伏等领域因企业竞争激烈及下游削减用量影响，仍处于低位不变。截至 2025 年 3 月 27 日，乳液锂电正极用途 5.5 万元/吨左右，涂料用途 5.5 万-6.5 万元/吨。

（3）FEP 方面，市场近期活跃度提升，受原料上涨及企业库存低位等因素刺激，截止至 2025 年 3 月 27 日，挤出料报价推涨至 4.8-5.0 万元/吨，模压料高端品触及 6.2-6.5 万元/吨，低位成交逐步上行但终端接受度有限致市场缓慢传导。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，未来需求前景仍然广阔。

图51：PTFE 价格与价差走势

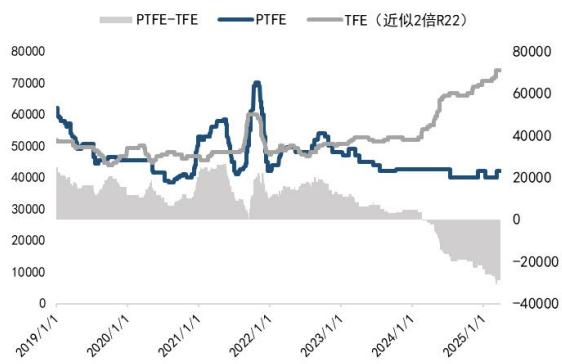
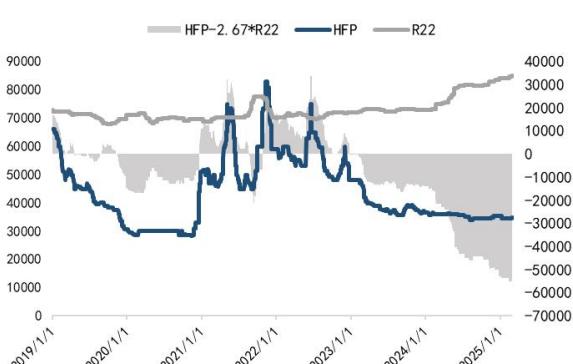
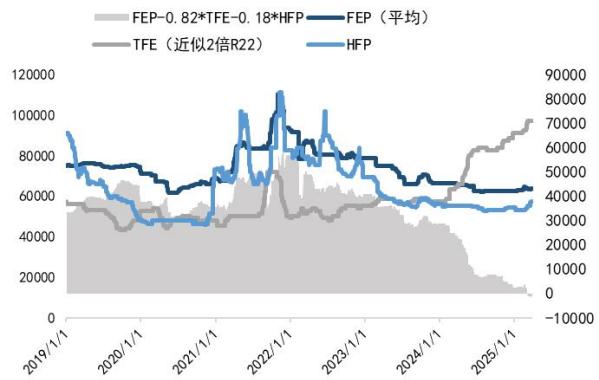


图52：HFP 价格与价差走势



资料来源：百川盈孚、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

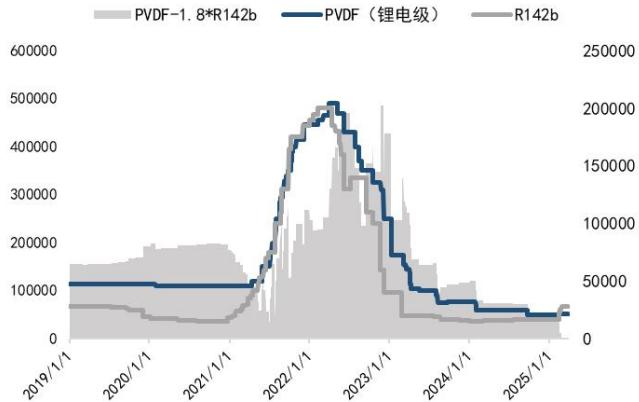
图53: FEP 价格与价差走势



资料来源：百川盈孚、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

资料来源：百川盈孚、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图54: PVDF 价格与价差走势



资料来源：百川盈孚、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

6、3月氟化工相关要闻

【东阳光：与中际旭创设立合资公司从事液冷技术研发生产】：2月28日，东阳光发布公告，公司全资子公司东阳光液冷科技与中际旭创拟在广州共同出资设立合资公司广东深凜智冷科技有限公司，从事液冷热管理零部件及系统解决方案的研发、生产及销售。合资公司注册资本为1亿元，东阳光液冷科技认缴出资4900万元，占49%。此次交易构成关联交易，旨在利用双方技术研发、产业资源及客户资源的协同优势，抢占全球液冷产业链核心环节。

【东岳氢能IPO辅导状态变更为“撤回辅导备案”】：3月11日，证监会网站信息显示，山东东岳未来氢能材料股份有限公司（下称“东岳氢能”）辅导状态变更为“撤回辅导备案”。辅导备案报告显示，东岳氢能成立于2017年12月19日，位于淄博市桓台县淄博东岳经济开发区，无控股股东。2023年9月8日，东岳氢能与中信建投证券签署了辅导协议，9月13日在山东证监局进行了IPO辅导备案，至今已有一年半的时间。官网信息显示，依托东岳集团氟硅材料产业园区和完整的“氟、硅、膜、氢”产业链和产业群配套支持，东岳氢能掌握了大量全球先进技术。公司共设南北两个厂区，南区为150万平方米燃料电池质子膜生产厂区，由综合研发中心和国际先进的标准化膜车间组成；北区为燃料电池质子膜配套工程，以提供全产业链配套的高科技关键材料。据介绍，东岳氢能主营产品包括氢燃料电池质子膜、水电解制氢膜、液流电池膜、膨体聚四氟乙烯(ePTFE)、全氟磺酸离子交换树脂等诸多产品。其中，高性能燃料电池质子膜通过了奔驰6000小时测试，技术处于业界领先水平。证监会网站信息显示，从2023年9月至今，中信建投已对东岳氢能进行了5期辅导，2024年10月1日至12月31日的第5期辅导工作进展报告显示，东岳氢能部分原拟使用募集资金的投资项目已使用自有资金接近建设完成，同时随着下游市场需求的变化，东岳氢能产生了新的产能扩张需求，中信建投协助其重新规划募集资金投资项目，并论证项目建设的可行性和必要性，测算投资金额及投资收益等。

【华谊集团拟收购三爱富60%股权，加强氟化工领域竞争力】：3月17日，华谊集团发布公告，公司控股股东上海华谊拟6个月内以集中竞价交易方式增持公司A股股份，增持总金额不低于1.5亿元，不高于3亿元，且不超过公司总股本的

2%。华谊集团同时公告，为进一步推进公司在氟化工产业的战略布局，公司拟以现金收购控股股东上海华谊持有的上海华谊三爱富新材料有限公司（简称“三爱富”）60%的股权，最终股权收购价格将进一步经审计、评估后协商确定。

【东岳集团发布 2024 年度业绩，公司全年实现归母净利润 8.11 亿元，同比增长 14.6%】：2025 年 3 月 27 日，东岳集团发布 2024 年全年业绩公告。根据公司公告，2024 年公司实现营业收入 141.81 亿元，同比减少 2.15%；实现归母净利润 8.11 亿元，同比增长 14.55%。2024 年来，制冷剂分部的主要产品如 R22、R32 等，受配额限制影响价格有大幅上涨，公司在该市场情况下积极调整产品结构、优化市场配置，带来了业绩的增长；有机硅板块公司凭借良好的成本管理，优秀的市场拓展能力，在行业供需失衡的情况下，实现扭亏为盈；含氟高分子材料板块在市场竞争加剧、产品价格下滑的环境下，凭借优秀的产品质量以及高端产品的布局，让公司在激烈的行业竞争中优势尽显，实现了稳定的业绩。

7、国信化工观点及盈利预测

2025 年二代制冷剂履约加速削减，三代制冷剂 R32 同比增发 4.0 万吨，R22、R32 等品种行业集中度高；需求端受国补政策刺激、欧美补库、东南亚等新兴区域需求增长等因素影响，海内外空调生产、排产持续提升。二代制冷剂 R22 等品种在供给快速收缩、空调维修市场的支撑下，预计 2025 年将出现供需缺口；三代制冷剂 R32 供给虽同比小幅提升，但 2024 年库存消耗殆尽，需求端也呈现快速增长，预计 2025 年将保持供需紧平衡。我们认为，制冷剂配额约束收紧为长期趋势方向，在此背景下，我们看好 R22、R32 等二代、三代制冷剂景气度将延续，价格长期仍有较大上行空间；对应二代、三代制冷剂配额龙头企业有望保持长期高盈利水平。

氟制冷剂的升级换代，已为氟制冷剂龙头公司的发展带来了产品升级带来的市场机遇。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。我们建议关注产业链完整、基础设施配套齐全、规模领先以及工艺技术先进的氟化工龙头企业。

相关标的：【巨化股份】、【三美股份】等公司。

表2：相关公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (2025/3/28)			EPS			PE			PB
			(元)	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E			
600160	巨化股份	优于大市	24.40	0.35	0.74	1.13	47.18	32.97	21.59			3.86
603379	三美股份	优于大市	39.75	0.46	1.29	1.86	74.22	30.81	21.37			3.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理并预测

风险提示

氟化工产品需求不及预期；政策风险（氟制冷剂环保政策趋严、升级换代进程加快、配额发放政策变更等）；全球贸易摩擦及出口受阻；地产周期景气度低迷；各公司项目投产进度不及预期；原材料价格上涨；化工安全生产风险等。

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±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±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提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

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

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。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