



Research and
Development Center

上游油价触底、下游供给侧优化加速， 产业链有望迎来共振周期

——2026 年石化行业策略报告

2025 年 12 月 12 日

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

石油石化行业

投资评级 看好

上次评级 看好

刘红光 石化行业联席首席分析师

执业编号: S1500525060002

邮箱: liuhongguang@cindasc.com

胡晓艺 石化行业分析师

执业编号: S1500524070003

邮箱: huxiaoyi@cindasc.com

刘奕麟 石化行业分析师

执业编号: S1500524040001

邮箱: liuyilin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

上游油价触底、下游供给侧优化加速，产业链有望迎来共振周期

2025年12月12日

本期内容提要:

- **【上游】2026年原油基本面见底有望。**2026年,我们认为,原油市场从明确的过剩转向边际收紧,但整体仍处于宽松环境。供给端,OPEC+转向温和增产模式,美国页岩油边际产量增长乏力。需求端,全球原油需求进入达峰前平台期,增长虽缓慢但仍有韧性(增量约80-100万桶/天)。我们预计原油累库幅度将在2026上半年见顶,至2026年下半年,全球原油累库幅度可能收窄至约200万桶/天的水平。在此背景下,2026全年平均油价预计将较2025年有所下滑,但美国&加拿大等高成本油田边际产量支撑、间歇性地缘政治风险溢价、OPEC+稳定市场行为或将为油价提供一定支撑,使其难以崩溃。我们认为,2026年油价中枢有望在多重因素制衡下,维持在55-65美元/桶的区间内宽幅震荡。
- **【下游】炼化供给格局加速优化、需求持续改善,景气周期已开启。**从供给看,2025年以来国家推动包括石化化工在内的重点行业进行“反内卷”整治,工信部等七部门发布的《石化行业稳增长工作方案(2025-2026年)》也表明要淘汰落后产能和优化供给结构。我们通过对比未来炼化产能供给增量与未来可能的减量,未来炼能边际增量或将逐步趋缓,行业逐步进入存量竞争时代,整体竞争格局有望迎来改善。从需求看,由于国内成品油需求达峰,石油消费结构转变或进一步深化,化工用油需求仍处于长期增长通道中,国内石化产品需求缓慢复苏或成为主基调。在供给格局优化、需求稳步复苏背景下,炼化行业有望迎来景气上行周期。
- **投资建议:**上游开采方面,我们重点推荐红利属性凸显的中国海油/中国海洋石油(600938.SH/0883.HK)、中国石油(601857.SH)、中国石化(600028.SH);业绩正逐步兑现的油服企业中海油服(601808.SH)、海油工程(600583.SH);原油产量成长空间较大的民营企业中曼石油(603619.SH)等。
下游炼化方面,我们重点推荐具备规模优势、化工产业链条长、高附加值产品布局丰富的民营大炼化企业:恒力石化(600346.SH)、荣盛石化(002493.SZ);逐步增强产业链协同优势的涤纶长丝龙头桐昆股份(601233.SH)、新凤鸣(603225.SH);建议关注:东方盛虹(000301.SZ)。
- **风险因素:**地缘政治因素对油价造成间隙性波动;宏观经济因素变动风险;政策变动风险;炼化下游需求修复不及预期风险;落后产能出清偏缓风险;化工品产能超预期投放风险;估值参数选取差异风险。

目 录

一、2026 年原油基本面见底有望	5
1.1 供给：OPEC+将重夺边际供给主导权.....	5
1.2 需求：复苏仍偏缓，边际改善将延续.....	8
1.3 2026H1 原油基本面见底有望，回升可期	9
二、炼化供给格局加速优化、需求持续改善，景气周期已开启.....	11
2.1 行业供给结构进一步调整，头部集中化持续加深	11
2.2 需求稳步复苏，景气上行周期有望开启	13
投资建议	22
风险因素	23

表 目 录

表 1：2025-2028 年新增炼油产能（万吨）	11
表 2：近年来石化产业提质升级推动政策	12
表 3：近年来国内炼厂淘汰/停产情况.....	12
表 4：石化下游主要高端新材料类型	18
表 5：上游相关标的盈利预测表	22
表 6：下游相关标的盈利预测表	22

图 目 录

图 1：IEA 最新预测 2025-2026 年原油供给增量（万桶/天）	5
图 2：EIA 最新预测 2025-2026 年原油供给增量（万桶/天）	5
图 3：2016-2025 年美国新井盈亏平衡线（美元/桶）	6
图 4：美国 2007-2025 年页岩油增量与油价（万桶/天， 美元/桶）	6
图 5：北美地区上游行业资本开支走势（十亿美元）	6
图 6：美国中长期页岩油产量对油价敏感性变化（百万桶/天）	6
图 7：OPEC+减产同盟目标与实际产量走势对比（万桶/天）	7
图 8：OPEC+减产同盟目标与实际月度产量增幅对比（万桶/天）	7
图 9：IEA 估测 OPEC+剩余产能（万桶/天）	7
图 10：传统油田和页岩油指数化产量变化趋势.....	8
图 11：IEA 预测未来全球重点油田项目投产计划（千桶/天）(不包括美国页岩油)	8
图 12：IEA 最新预测 2025-2026 年原油需求增量（万桶/天）	9
图 13：EIA 最新预测 2025-2026 年原油需求增量（万桶/天）	9
图 14：IEA 和 EIA 预测 2025-2026 年全球原油库存变化均值（万桶/天）	9
图 15：EIA 预测 2026 年 Brent 油价变化（美元/桶）	10
图 16：2019-2024 年中国规上炼油产能及增速（亿吨， %）	11
图 17：2019-2024 年中国原油加工量及开工率（亿吨， %）	11
图 18：2025E-2030E 年不同情景下国内淘汰炼油产能（万吨）	13
图 19：2025E-2030E 年国内炼油产能变化（万吨）	13
图 20：2015-2024 年中国各经营主体炼化产能结构（亿吨）	13
图 21：2010-2024 年国内原油消费量及同比变化（百万吨， %）	14
图 22：2015-2026 年国内化工用油占比（%）	14
图 23：2015-2026 年化工用油消费及同比增长（万桶/天， %）	14
图 24：2015-2024 年化工用油消费增速及社零消费增速（%）	14
图 25：2022-2025 年 10 月社会消费品零售总额累计同比（%）	14
图 26：2024 年聚乙烯下游消费结构（%）	15
图 27：2024 年聚丙烯下游消费结构（%）	15

图 28: 2010-2024 年中国地产投资完成额与聚烯烃消费量分布 (万亿, 万吨)	15
图 29: 2010-2024 年社零消费与聚烯烃消费量分布 (万亿, 万吨)	15
图 30: 2010-2030E 不同情景假设下社零消费 (万亿)	16
图 31: 2010-2030E 不同情景假设下聚烯烃消费量 (万吨)	16
图 32: 2017-2025 年 9 月聚乙烯表观消费量及同比 (万吨, %)	16
图 33: 2017-2025 年 9 月聚丙烯表观消费量及同比 (万吨, %)	16
图 34: 2017-2025 年 9 月聚烯烃开工率 (%)	16
图 35: 2020-2024 年纯苯下游装置扩能及开工情况 (万吨, %)	17
图 36: 2020-2024 年 PX 下游装置扩能及开工情况 (万吨, %)	17
图 37: 2020-2027 年纯苯下游产品扩能情况 (万吨)	17
图 38: 2020-2026E 年纯苯表观消费量及增速 (万吨, %)	17
图 39: 2020-2027 年 PX 下游产品扩能情况 (万吨)	18
图 40: 2020-2027 年 PX 表观消费量及增速 (万吨, %)	18
图 41: 2017-2025 年 9 月对二甲苯和纯苯开工率 (%)	18
图 42: 2020-2024 年国内茂金属聚乙烯产销和进口情况 (万吨, %)	19
图 43: 2020-2024 年国内 POE 产销和进口情况 (万吨, %)	19
图 44: 2016-2023 年国内工程塑料产销量及销量增速 (万吨, %)	19
图 45: 2016-2027 年国内工程塑料消费量及预测 (万吨, %)	19
图 46: 2019-2027 年国内锂电隔膜需求及预测 (亿平, %)	20
图 47: 2019-2024 年单位新能源汽车搭载锂电 (Kwh)	20
图 48: 2019-2027 年中国新能源汽车产量及预测 (万辆, %)	20
图 49: 2024-2025 年 10 月可降解塑料 PBAT 与聚烯烃价格对比 (元/吨)	21

一、2026年原油基本面见底有望

1.1 供给：OPEC+将重夺边际供给主导权

2026年原油供给增量放缓，北美页岩油供应弹性下降，存在OPEC+产量政策变动风险。从我们跟踪IEA和EIA最新石油月度报告来看，两者对2026年原油供给增量预测存在共识也存在分歧，共识即较2025年变化趋势一致，分歧在两者预测存在50万桶/天以上的供应增量差额。

1)一致观点：驱动近年全球产量增长的主力——北美地区（特别是美国页岩油与加拿大油砂）的增产势头将于2026年明显放缓，这主要源于主要产区成本上升、资本开支保持谨慎以及优质区块资源递减等因素，页岩革命以来美国主导的弹性供应（特别是供给增长）对市场的调节作用将边际减弱。

2)分歧观点：在于对OPEC+内部产能、政策意愿及市场策略的不同判断，IEA认为2026年OPEC+供应增量或超百万桶（内含假设OPEC当前产量政策不变，即2026年全年不再继续增产），EIA则认为OPEC+供应增量约为60万桶/天，并表示2026年OPEC+实际产量或低于其目标产量，OPEC+已经宣布在2026Q1暂停增产，未来或也将采取适度措施防止库存增加过快而进一步压低油价。

图1：IEA最新预测2025-2026年原油供给增量（万桶/天）

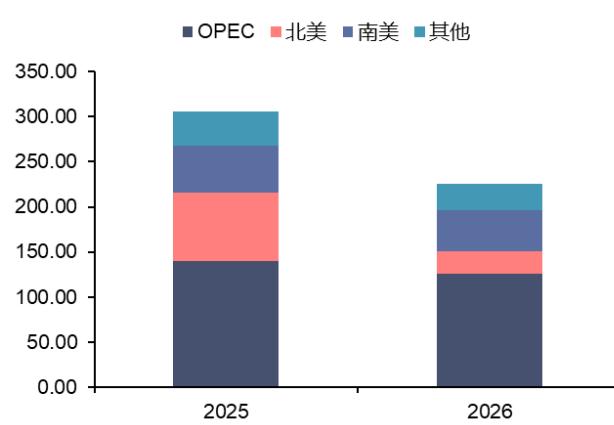
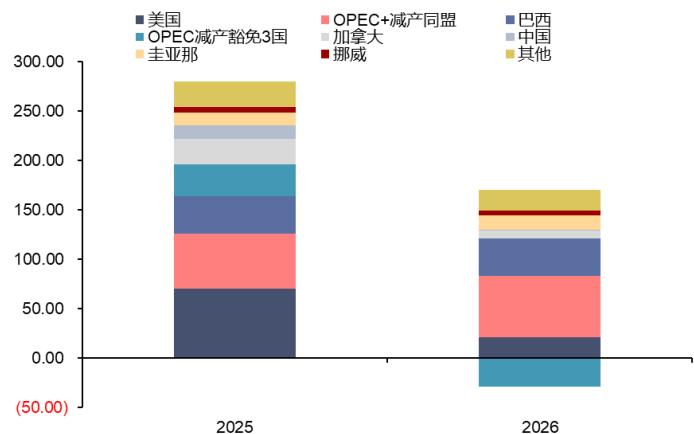


图2：EIA最新预测2025-2026年原油供给增量（万桶/天）



资料来源：IEA，信达证券研发中心

资料来源：EIA，信达证券研发中心

1.1.1 美国

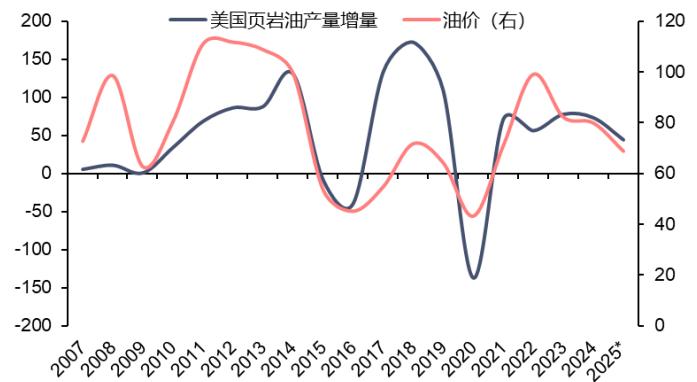
过去10多年，美国页岩油钻探成本较高，是全球重要的边际供给增量，即油价上升-超过页岩油边际开采成本-页岩油增产意愿增加-平抑油价。但经过了多轮周期，美国页岩油企业行为模式已发生转变。2015-2016年油价低迷期及2017-2019年大规模扩产导致美国页岩油企业负债较重，2020年油价大幅下跌带来美国原油边际供应产能较大幅度退出。2021-2023年油价上涨周期，美国页岩油产业模式发生变化，即页岩油增量较油价反应钝化，这一转变源于多重结构性约束，包括资本纪律（不再无限制再投资扩产）、成本通胀、资源劣化等。

当前，我们认为，美国页岩油对市场的调节作用呈现出非对称性，油价上涨带来的增产弹性弱于油价下跌带来的减产弹性，美国页岩油对油价有底部支撑作用（有效抑制油价的极端下跌，2025年成本平均为65美元/桶），但高油价下迅速增产能力减弱（制衡油价飙升能力削弱）。

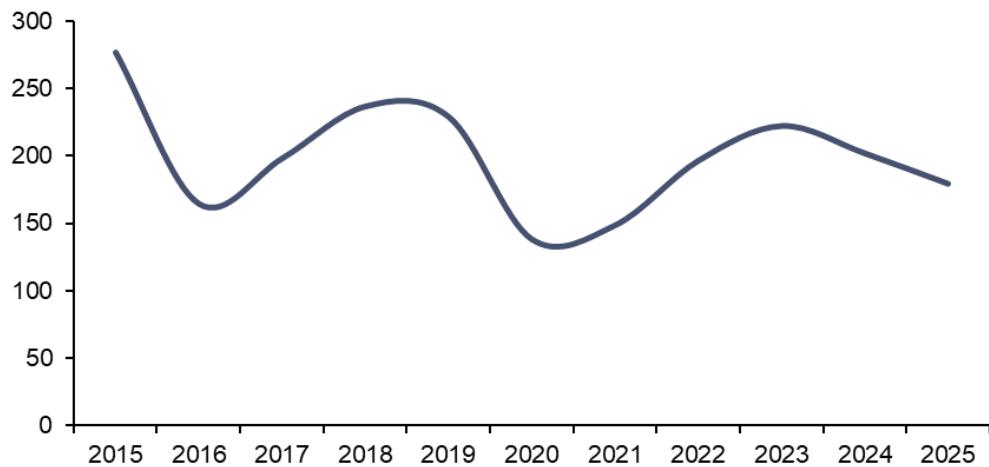
美国页岩油作为弹性供应区，其供应曲线已经变得平缓，未来全球油价的波动中枢和上限将更多地取决于OPEC+的剩余产能及其政策决策。

图 3: 2016-2025 年美国新井盈亏平衡线 (美元/桶)

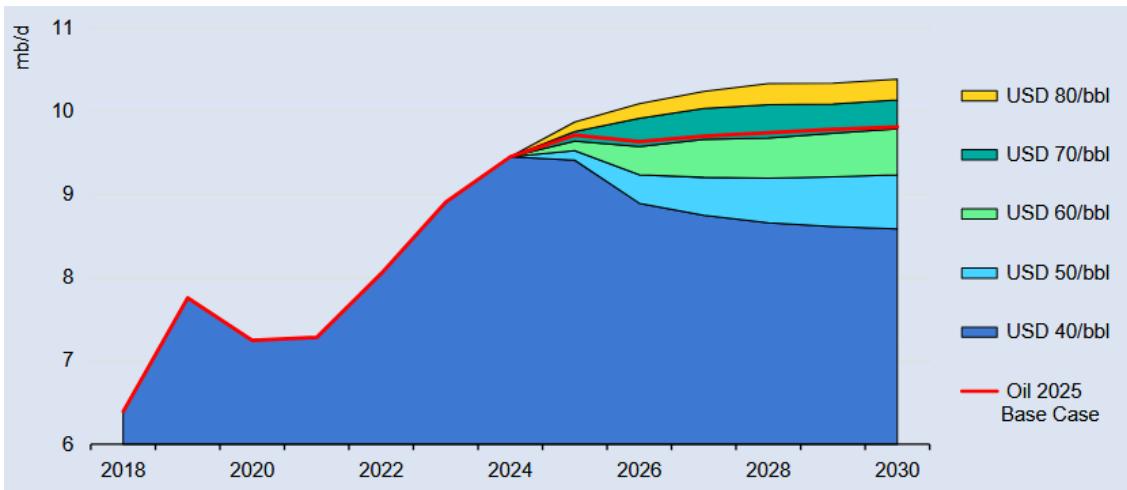

资料来源: dallasfed, 信达证券研发中心

图 4: 美国 2007-2025 年页岩油增量与油价 (万桶/天, 美元/桶)


资料来源: EIA, 万得, 信达证券研发中心, 注: 2025 年数据截至 10 月

图 5: 北美地区上游行业资本开支走势 (十亿美元)


资料来源: IEA, 信达证券研发中心

图 6: 美国中长期页岩油产量对油价敏感性变化 (百万桶/天)


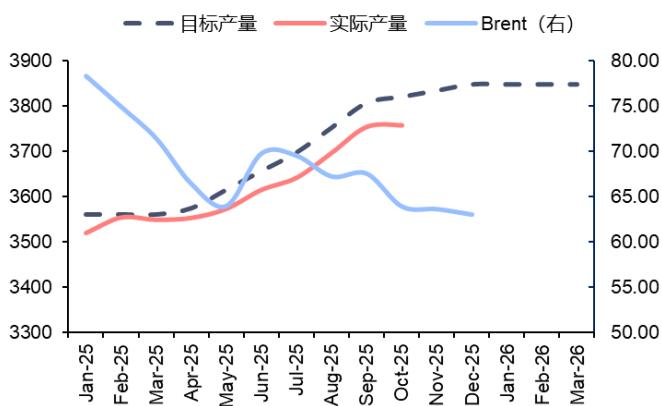
资料来源: IEA, 信达证券研发中心

1.1.2 OPEC+

2025年，OPEC+的核心任务是在控制市场节奏的前提下，系统性地回收因前期大幅减产而退出的市场份额。OPEC+已在25年9月完成了220万桶/天的增产计划并在10月启动了165万桶/天的减产转回，165万桶/天的增产节奏已经放缓。从实际效果看，到2025年10月，OPEC+的实际增产幅度较4月已超过200万桶/天，2025年OPEC+的平均产量较2024年增加了约65万桶/天。

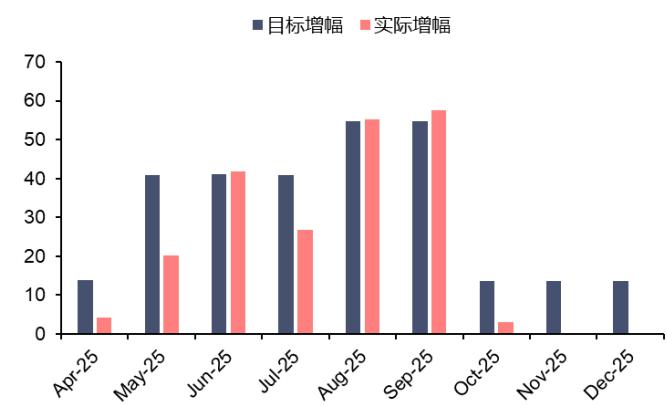
进入2026年，随着供给过剩的预期正逐步转为现实，OPEC+决定在2026Q1暂停增产，我们认为这是OPEC+进行防御性观望（维护油价）的信号。目前OPEC+仍有约124万桶/天的减产转回余量，如果这124万桶/天的余量在2026年内最终得以实施，考虑到其分步释放的节奏，我们预计将为2026年全年带来超150万桶/天的平均产量增量，或导致原油市场累库过快。目前来看，OPEC+增产的具体时机、节奏和幅度都存在高度不确定性，将完全取决于彼时的油价水平（如25年中期油价受地缘因素影响抬升为OPEC+继续增产创造条件）、全球库存变化（如25年中国原油库存吸纳量较大、夏季出行高峰、OPEC+前期实际增产不及预期）及宏观经济需求信号。若2026年油价中枢下跌超预期，不排除OPEC+暂停增产甚至转为减产来维护油价的可能性。

图7：OPEC+减产同盟目标与实际产量走势对比（万桶/天）



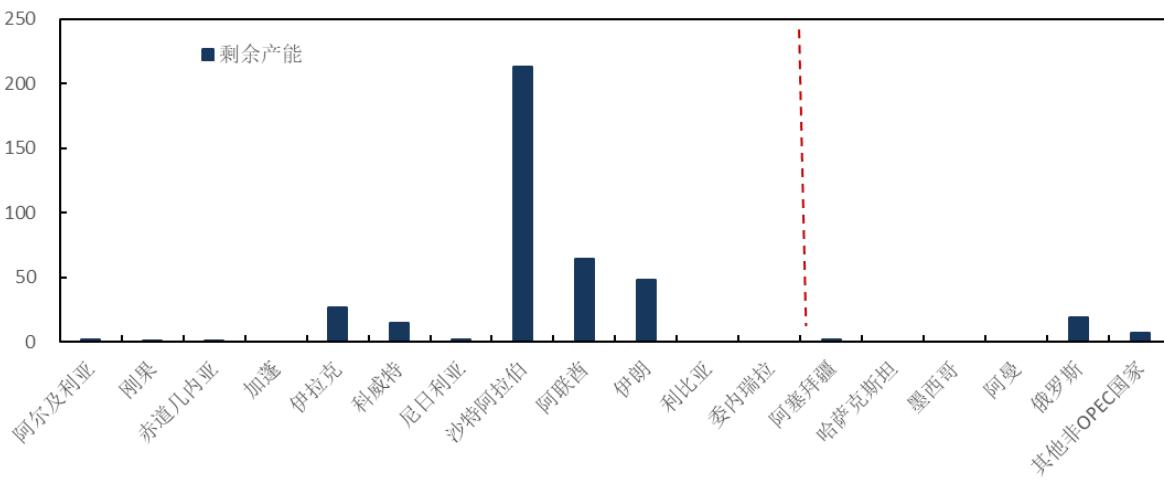
资料来源：OPEC，万得，信达证券研发中心

图8：OPEC+减产同盟目标与实际月度产量增幅对比（万桶/天）



资料来源：OPEC，信达证券研发中心

图9：IEA估测OPEC+剩余产能（万桶/天）



资料来源：IEA，信达证券研发中心

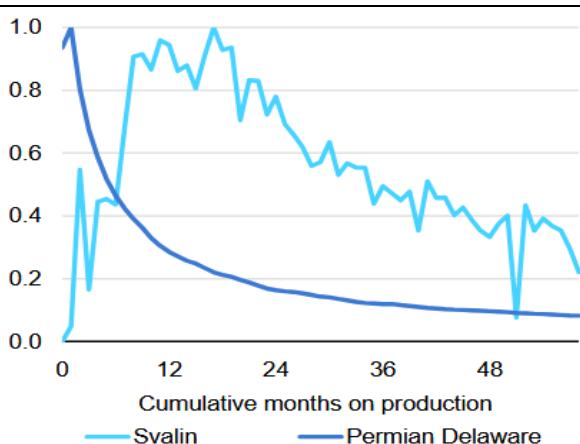
1.1.3 其他非 OPEC+

一方面，全球上游行业大型项目在未来几年将持续向市场投放，剔除中东区域，全球每年新增项目投产平均或超 100 万桶/天。我们将未来主要项目分为两类，已最终投资决策项目（已获批准，正处于建设阶段，确定性较高）和待最终投资决策项目（pre-FID，有初步开发计划，但尚未做出最终商业决定，受未来油价和投资环境的影响较大，本文统计数据参考 IEA，仅考虑已经进行一些采购且投资确定性较大的项目）。根据 IEA 项目统计，未来原油主要增量来源高度集中，美国（深水与页岩）、中东（以沙特、阿联酋为主）、巴西（盐下超深水）和圭亚那（斯塔布鲁克区块）构成了未来新增供应的绝对主力。中东的新增产能（如沙特、阿联酋的扩产计划）预计在 2026-2027 年集中释放，而巴西与圭亚那的巨型海上项目则将在 2025-2030 年间持续、分阶段投产，提供长期但相对平稳的增量。

另一方面，综合考虑维持生产的资本支出与运营支出后，全球成熟油田（占总产量的绝大部分）的产量递减率平均接近 6%，这意味着全球每年需要新增约 500 万桶/天的供应，以弥补老油田产量下降，保持总产量水平稳定。2024 年，美国现有页岩井的产量在 820 万桶/日的基础上下降了 280 万桶/天，而非欧佩克+石油产量在 4000 万桶/天则下降了 200 万桶/天。

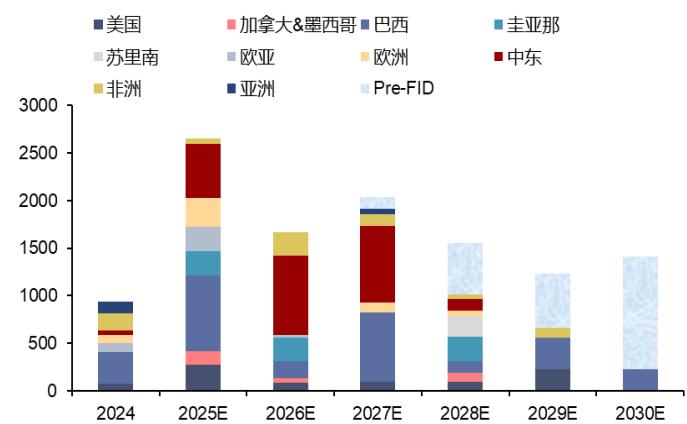
因此，综合评估这些已知大型项目，其投产后带来的年均新增产量，很大一部分需与全球老油田的年均衰减量抵消。从全球总量维度看，2025 年之后的非 OPEC+ 常规供给增量并不会非常显著。不过尽管总量增长受限，但原油供给的内部结构正发生变化，以巴西和圭亚那为代表的南美大西洋两岸地区的市场份额正持续提升。

图 10：传统油田和页岩油指数化产量变化趋势



资料来源：IEA，信达证券研发中心

图 11：IEA 预测未来全球重点油田项目投产计划（千桶/天）(不包括美国页岩油)



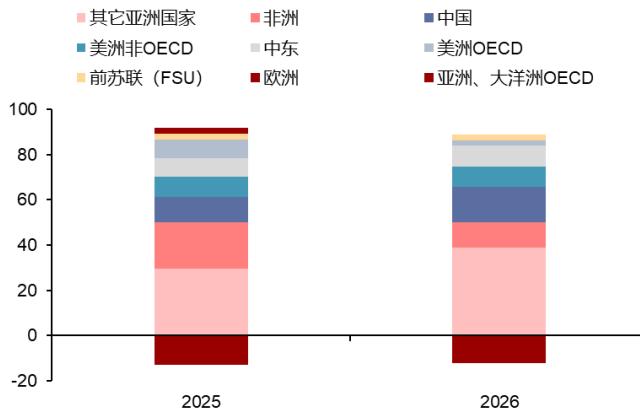
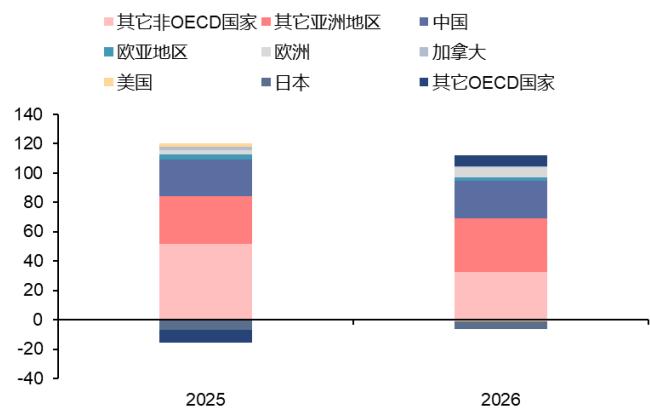
资料来源：IEA，信达证券研发中心

综合来看原油供给端，中短期来看，美国页岩油正从一个主动的、高弹性的价格制定者，转变为一个被动的、为市场提供成本底线的价格接受者，其边际主导权随之淡化。随着美国供给弹性减弱，OPEC+（特别是其核心中东成员国）作为全球最主要的剩余产能持有者，其市场调节者的核心角色被重新强化。展望长期格局，全球供给增量和资本流向逐步指向南美大西洋沿岸（巴西和圭亚那），未来或获得更大的市场话语权与影响力。

1.2 需求：复苏仍偏缓，边际改善将延续

从总量来看，2026 年原油需求增量仍保持稳定，增长区间维持在 80-100 万桶/天。IEA 预测 2025、2026 年全球原油需求增量分别为 79、77 万桶/天，EIA 预测 2025、2026 年全球原油需求增量分别为 105、106 万桶/天。

从结构来看，未来需求的增长动力已经向发展中经济体转移。北美、欧洲等发达经济体的石油需求已接近峰值，未来将逐步放缓。中国需求增长已显著放缓，主要受经济增长预期放缓和电动汽车普及影响。印度、东南亚、非洲、南美、中东等地区将是未来全球原油需求增长的核心动力。

图 12: IEA 最新预测 2025-2026 年原油需求增量 (万桶/天)

图 13: EIA 最新预测 2025-2026 年原油需求增量 (万桶/天)


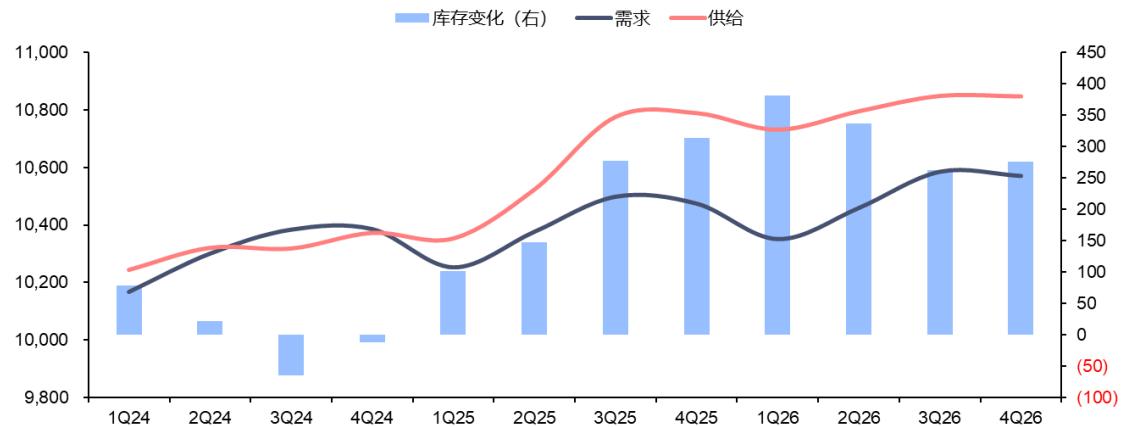
资料来源: IEA, 信达证券研发中心

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

1.3 2026H1 原油基本面见底有望，回升可期

2025 年 OPEC+为收复市场份额而进行了超预期增产，打破年内市场平衡，全球原油库存进入明确的累库周期，且累库幅度逐季扩大。持续的库存累积对油价构成持续的下行压力，市场对基本面态度偏向悲观。

2026 年，我们认为，原油市场从明确的过剩转向边际收紧，但整体仍处于宽松环境。供给端，OPEC+转向温和增产模式，美国页岩油边际产量增长乏力。需求端，全球原油需求进入达峰前平台期，增长虽缓慢但仍有韧性（增量约 80-100 万桶/天）。我们预计原油累库幅度将在 2026 上半年见顶，至 2026 年下半年，全球原油累库幅度可能收窄至约 200 万桶/天的水平。

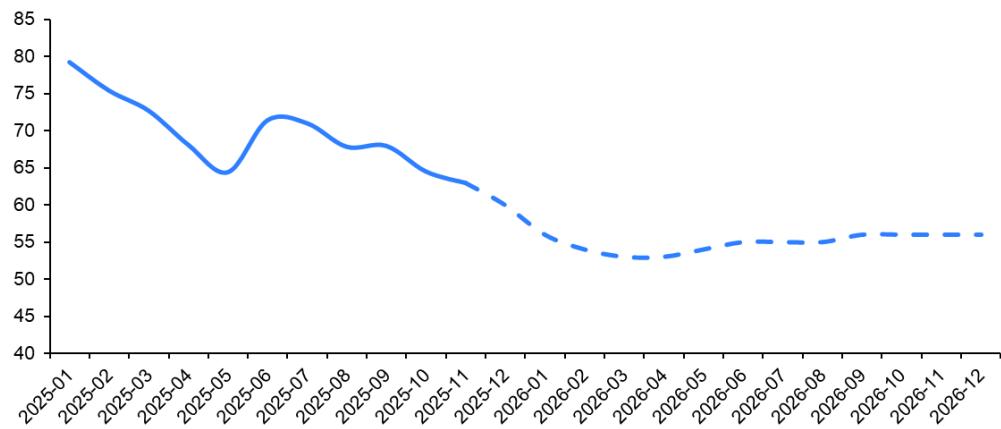
图 14: IEA 和 EIA 预测 2025-2026 年全球原油库存变化均值 (万桶/天)


资料来源: IEA, EIA, 信达证券研发中心

在此背景下，2026 全年平均油价预计将较 2025 年有所下滑，但美国&加拿大等高成本油田边际产量支撑、间歇性地缘政治风险溢价、OPEC+稳定市场行为或将为油价提供一定支撑，使其难以崩溃。我们认为，**2026 年油价中枢有望在多重因素制衡下，维持在 55-65 美元/桶的区间内宽幅震荡。**

我们认为，到 2027 年供给侧最大变数消退（OPEC+自 2025 年以来的大规模增产周期基本结束），全球供给增长将更依赖于已投资项目的自然投产，而此类项目的投产节奏受长周期约束，叠加老油田递减，增量可能延迟或不及预期。在需求持续缓慢增长的同时，原油市场或可能停止累库，为油价开启回升周期创造基本面条件。

图 15: EIA 预测 2026 年 Brent 油价变化 (美元/桶)



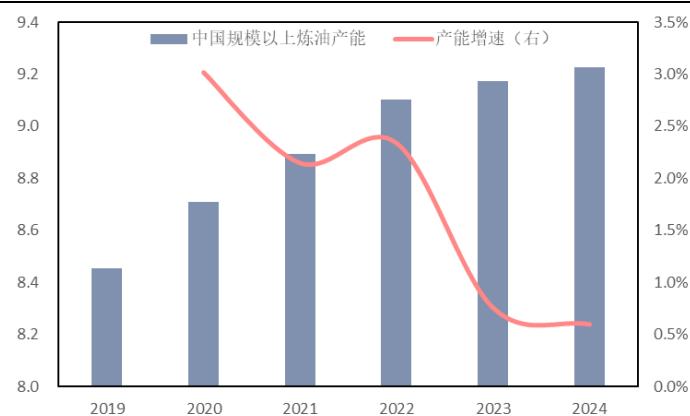
资料来源: EIA, 信达证券研发中心

二、炼化供给格局加速优化、需求持续改善，景气周期已开启

2.1 行业供给结构进一步调整，头部集中化持续加深

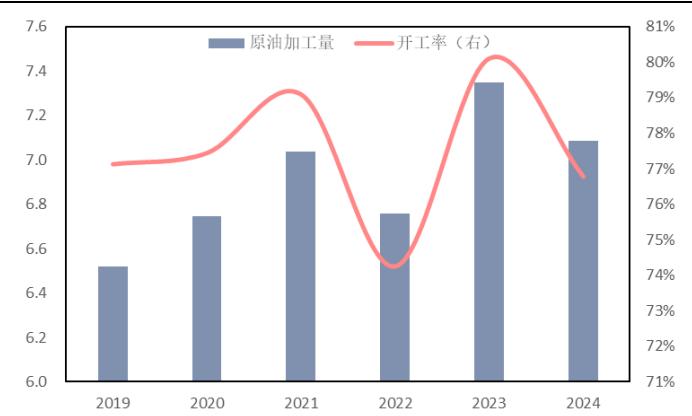
供给侧增量放缓，行业扩能接近尾声。2024年国内规模以上炼油产能合计达到9.23亿吨，同比增长0.6%，产能增速同比下降0.2pct。产能变化主要来自：山东裕龙石化在2024年四季度成功投产了一套1000万吨/年的大型炼油装置，大连石化关停了450万吨/年的炼油能力，整体来看国内炼油产能存在增量与减量共存的发展局面。根据国家发改委等四部门发布的《关于促进炼油行业绿色创新高质量发展的指导意见》，到2025年，国内原油一次加工能力控制在10亿吨以内，千万吨级炼油产能占比55%左右，产能结构和生产力布局逐步优化。根据我们统计，预计2025-2030年期间或将有5800万吨新增炼油产能，考虑到2024年国内炼油产能9.4亿吨，我们预计未来三年炼油产能总量将接近政策“红线”，2025年后炼化扩能也将接近尾声。

图 16: 2019-2024 年中国规上炼油产能及增速（亿吨，%）



资料来源：国际石油经济，孔劲媛等《中国成品油市场2024年回顾与2025年展望》，信达证券研发中心

图 17: 2019-2024 年中国原油加工量及开工率（亿吨，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 1: 2025-2028 年新增炼油产能（万吨）

生产企业	省份	集团归属	常减压产能	预计投产时间
裕龙石化一期（第二套）	山东	裕龙石化	1000	2025
镇海炼化	浙江	中国石化	1100	2025
宁波大榭	浙江	中海油	600	2025
华锦石化	辽宁	华锦化学	1500	2026
古雷石化	福建	中国石化	1600	2030年底
合计			5800	

资料来源：卓创资讯能源观察，流程工业，信达证券研发中心

政策端强势推进落后产能退出，行业由从“量”的扩张转向“质”的提升。2025年5月国家发改委再次强调，要加快淘汰炼油等行业低效落后产能，优化产业布局，遏制落后产能无序扩张；“反内卷”政策加码，2025年7月中央财经委员会第六次会议召开，会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，国内落后炼油产能存在高能耗、产品单一、高端产品不足等多特征。从具体举措看，主要通过严控新增炼油产能，科学调控乙烯、对二甲苯等大宗产品产能投放节奏、推动落后炼油产能出清等手段实现石化行业“反内卷”治理，并引导行业产能供给向深加工和高端化引导，推动石化产品附加值提升，实现从“量”的扩张转向“质”的提升。

表 2：近年来石化产业提质升级推动政策

政策名称	政策相关方向	主要内容
《石油化工行业稳增长工作方案(2025 - 2026 年)》	供给侧“反内卷”治理 货币政策协同与预期引导	严控新增炼油产能，科学调控乙烯、对二甲苯新增产能投放节奏 利用超长期特别国债等现有政策渠道支持产业科技创新和设备更新改造，鼓励金融机构落实好有扶有控的信贷政策
《精细化工产业创新发展实施方案 (2024-2027 年)》	石化产品深加工与高端化引导	鼓励行业向高附加值的精细化工领域延伸，优化供给结构
《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划的建议》	优化提升传统产业	推动重点产业提质升级，巩固提升矿业、冶金、化工、轻工、纺织、机械、船舶、建筑等产业在全球产业链分工中的地位和竞争力。

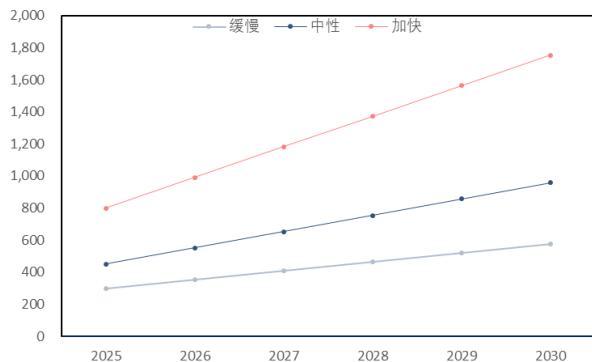
资料来源：工业和信息化部，中国政府网，新华社，中青在线，信达证券研发中心

潜在炼能淘汰规模庞大，行业或将步入存量竞争时代。回顾历史炼能淘汰情况，近年来国内炼能淘汰项目主要集中于 100-300 万吨产能，根据百川盈孚数据，当前全国 300 万吨及以下炼油产能合计约 7662 万吨，我们认为该类中小型炼厂均有面临淘汰可能。根据我们在报告《存量竞争时代下，民营炼化投资价值有望提升》中测算结论，我们分偏缓、中性、加快三种炼能淘汰情景进行假设并展望至 2030 年，根据我们统计，200 万吨以下、250 万吨以下、300 万吨以下炼油产能分别为 2620、4222、7662 万吨，在偏缓淘汰情景下，假设 2030 年前 200 万吨以下产能淘汰完毕；在中性淘汰情境下，假设 2030 年前 250 万吨以下产能淘汰完毕；在加快淘汰情景下，假设 2030 年前 300 万吨以下产能淘汰完毕。考虑到近年来产能约束、淘汰出清政策趋严，假设炼能淘汰数量每年线性增长。我们结合计划投产的新增炼能，预计未来国内炼能边际增量将逐步趋缓，行业或将步入存量竞争时代。

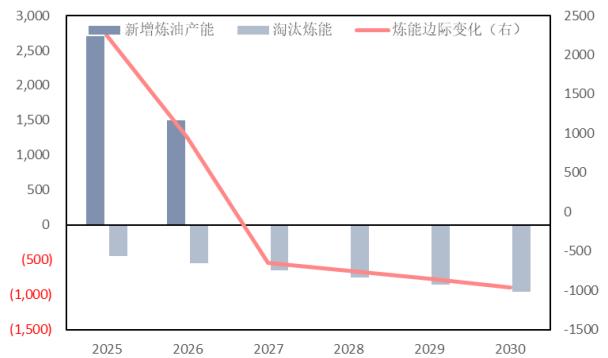
表 3：近年来国内炼厂淘汰/停产情况

拆除时间	炼厂名称	原油一次加工能力 (万吨)	状态
2020 年	金石沥青	300	拆除/关闭
	滨阳燃化	440	拆除/关闭
	中海精细	230	拆除/关闭
	玉皇盛世	230	拆除/关闭
2021 年	恒源石化	350	拆除/关闭
	富宇石化	220	拆除/关闭
	联盟石化	210	拆除/关闭
2022 年	成达新能源	300	拆除/关闭
	海科化工	220	拆除/关闭
	科力达石化	220	拆除/关闭
2024 年	大连石化	450	拆除/关闭
	河北浅海化工	120	拆除/关闭
	华星石化	600	停产，开工日期未定
	正和石化	500	停产，开工日期未定
	昌邑石化	500	停产，开工日期未定

资料来源：隆众资讯，百川盈孚，财经杂志，国际石油经济，孔劲媛等《中国成品油市场 2024 年回顾与 2025 年展望》，信达证券研发中心

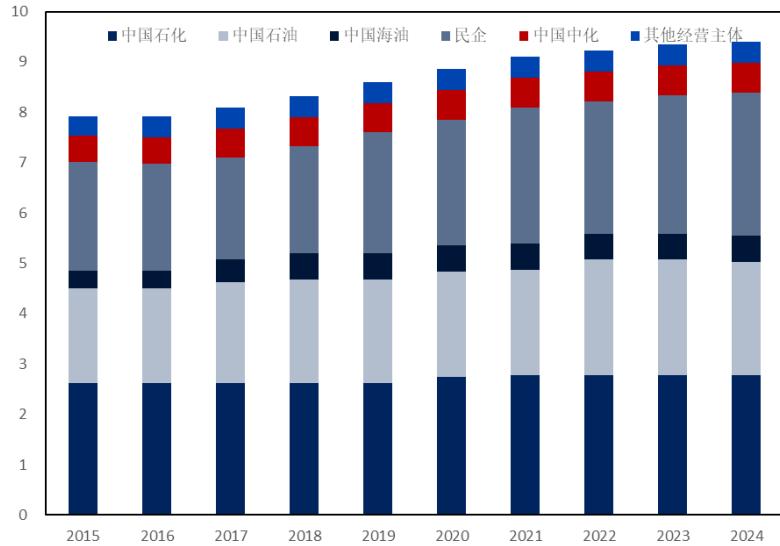
图 18: 2025E-2030E 年不同情景下国内淘汰炼油产能 (万吨)


资料来源：百川盈孚，卓创资讯能源观察，流程工业，信达证券研发中心

图 19: 2025E-2030E 年国内炼油产能变化 (万吨)


资料来源：百川盈孚，卓创资讯能源观察，流程工业，信达证券研发中心

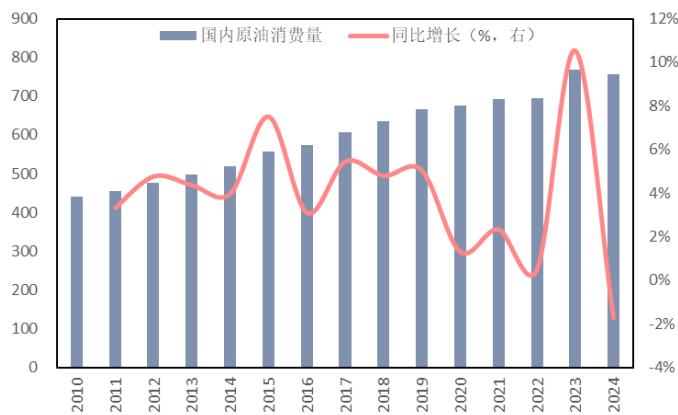
从产能结构角度看，民营炼化先进产能集中度提升。从产能结构看，根据我们统计，2024年以中石油、中石化、中海油、中化为代表的主营炼厂产能合计6.14亿吨，但其产能占比由2015年的68%下降至2024年的65%；民营炼化产能合计2.84亿吨，其产能占比由2015年的27%提升至2024年的30%。截至“十三五”末期，民企的两座千万吨炼厂合计炼油能力6000万吨/年（浙石化二期考虑入内），此类行业先进产能占民企炼油总能力的27.7%，而到2024年，民营千万吨炼油产能合计10100万吨，占民营炼厂总能力达到36%，民营炼厂产能占比明显提升。伴随落后产能淘汰和民营大炼化崛起，特别是以浙石化、恒力石化、盛虹炼化等为代表的先进一体化优势产能投建，有效提升了石油资源的利用效率，头部先进炼化产能集中度持续提升。

图 20: 2015-2024 年中国各经营主体炼化产能结构 (亿吨)


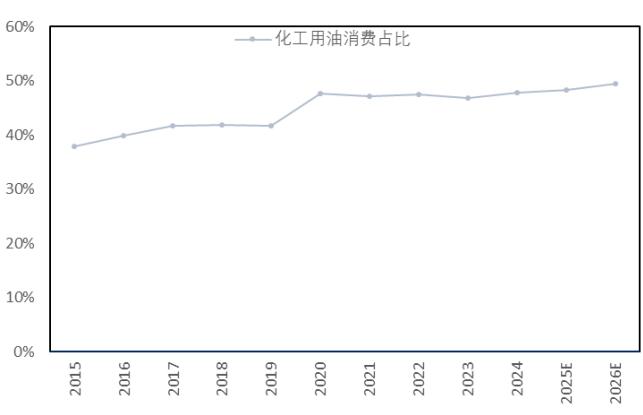
资料来源：费华伟等《2022年中国炼油工业发展状况及展望》，国际石油经济，孔劲媛等《中国成品油市场2024年回顾与2025年展望》，中国化工园区，信达证券研发中心

2.2 需求稳步复苏，景气上行周期有望开启

国内石油消费结构转变或进一步深化。受成品油达峰影响，2024年国内石油消费为近年来首次负增长，与之对应的化工用油消费仍保持增长，根据IEA数据，2024年中国化工用油消费量为796万桶/天，同比增长3%。受国内成品油消费达峰和化工用油消费增长影响，国内石油消费结构转变进一步深化，2024年国内化工用油消费占石油消费约48%，我们预计到2026年国内化工用油消费占比有望提升至50%，国内石油消费结构转变或将进一步深化，化工用油或成为国内石油消费增长的核心动力。

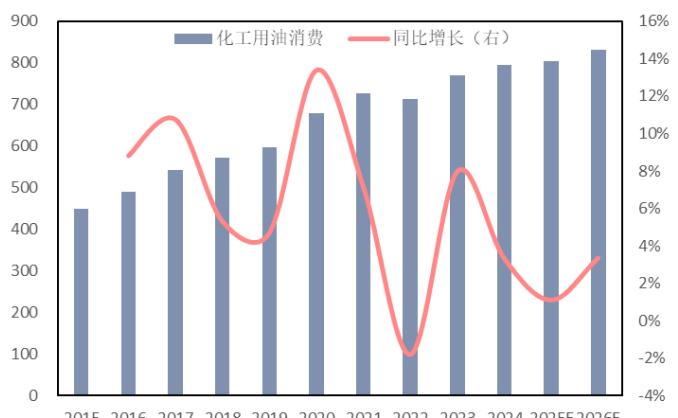
图 21: 2010-2024 年国内原油消费量及同比变化 (百万吨, %)


资料来源：万得，信达证券研发中心

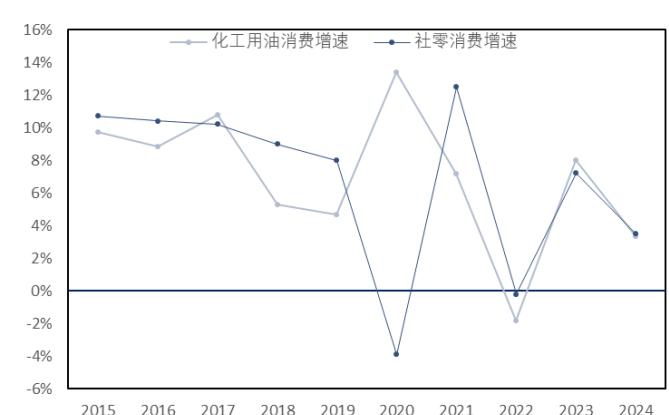
图 22: 2015-2026 年国内化工用油占比 (%)


资料来源：IEA，信达证券研发中心

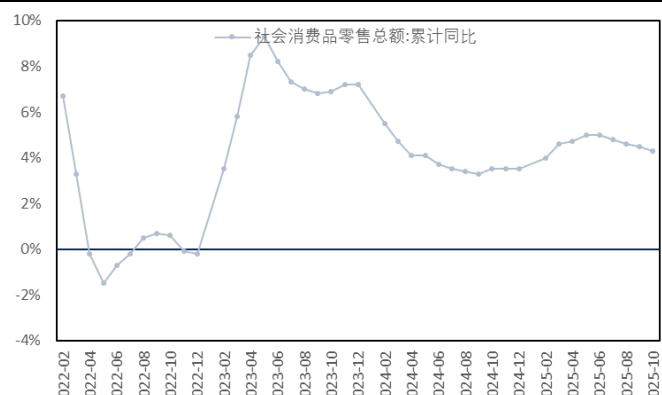
化工用油需求仍处于长期增长通道中，缓慢复苏或成为需求增长主基调。从化工用油实际消费量角度看，因我国人均化工品消费量总体仍较低，当前正处于持续提升阶段，除 2022 年因疫情抑制国内经济活动，导致需求阶段性下跌外，近年来整体保持稳健增长。根据 IEA 预测，2025-2026 年国内化工用油需求年均增速约 1%-4%，整体保持缓慢复苏态势。此外，剔除 2020 年疫情因素影响，近年来社会零售品消费增速与化工用油消费增速变化存在一致性，在促消费相关政策支持下，当前社零消费保持稳步复苏态势，也有望进一步支撑化工用油需求，石化产品需求或仍处于长期增长通道。

图 23: 2015-2026 年化工用油消费及同比增长 (万桶/天, %)


资料来源：IEA，信达证券研发中心

图 24: 2015-2024 年化工用油消费增速及社零消费增速 (%)


资料来源：EI, IEA, 万得，信达证券研发中心

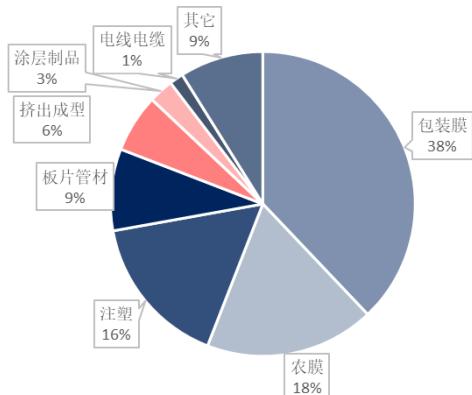
图 25: 2022-2025 年 10 月社会消费品零售总额累计同比 (%)


资料来源：ifind，信达证券研发中心

2.2.1 大宗化学品：聚烯烃需求偏弱复苏，芳烃下游装置扩能拉动需求

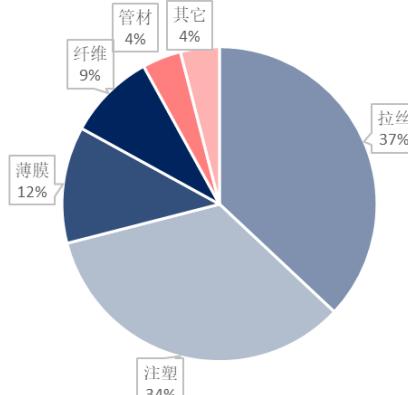
聚乙烯和聚丙烯作为两大通用塑料，因分子结构和性能差异，下游应用领域略有区别。聚乙烯材料主要用于膜类产品，包装膜和农用薄膜占比超过 50%，多为一次性消费品，常用于日常生活和农业领域，其次为注塑、板片管材等，主要应用于日常生活和地产行业；聚丙烯下游主要用于拉丝、注塑等领域，终端应用领域主要涉及水泥、化肥及粮食等产品包装、汽车、家电以及地产行业等，总体来看，我们认为聚烯烃下游应用主要来自地产基建及居民日常消费。

图 26：2024 年聚乙烯下游消费结构（%）



资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

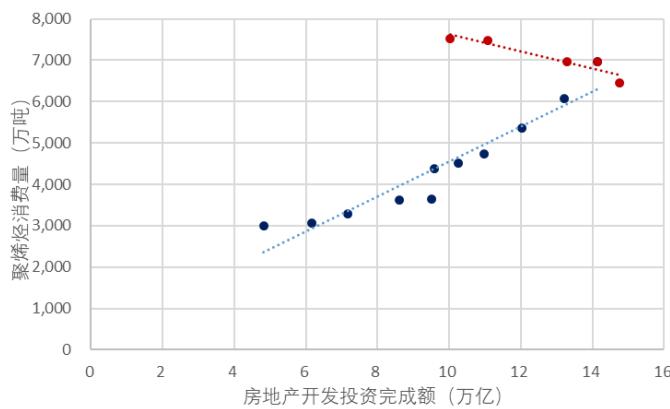
图 27：2024 年聚丙烯下游消费结构（%）



资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

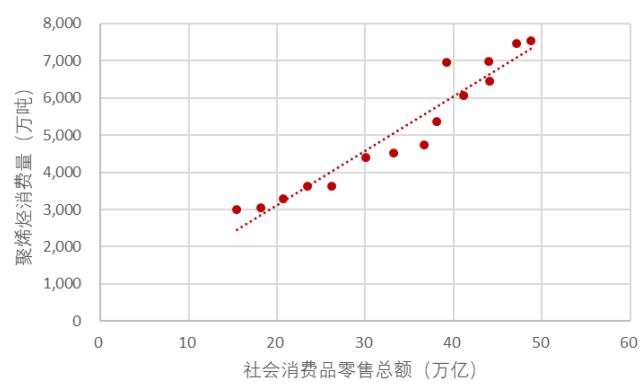
扩大内需背景下，聚烯烃表观消费仍保持增长。2024年底，中央经济工作会议将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”列为2025年9项重点任务之首，消费在内需扩大的重要性更加突出。近年来由于国内地产复苏疲软，对聚烯烃需求拉动有限，居民消费成为聚烯烃需求增长关键力量。我们比较了历史地产投资和社零消费对聚烯烃需求的拉动影响，从二者的数据分布可以看出，近年来地产投资有所下行，其对聚烯烃消费拉动偏弱，而社零消费仍保持增长，并与聚烯烃消费量变化保持较高的正相关性。在扩大内需背景下，聚烯烃消费量有望保持增长。

图 28：2010-2024 年中国地产投资完成额与聚烯烃消费量分布（万亿，万吨）



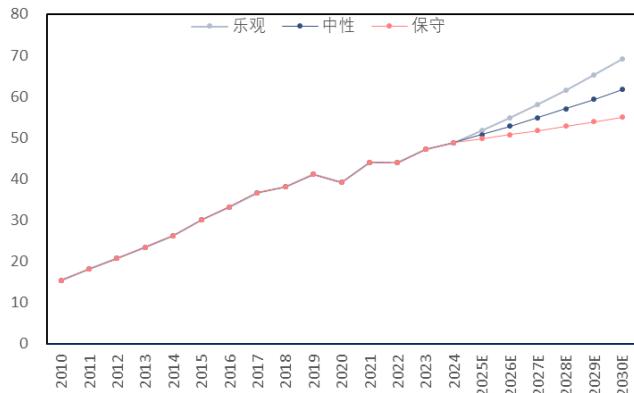
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 29：2010-2024 年社零消费与聚烯烃消费量分布（万亿，万吨）

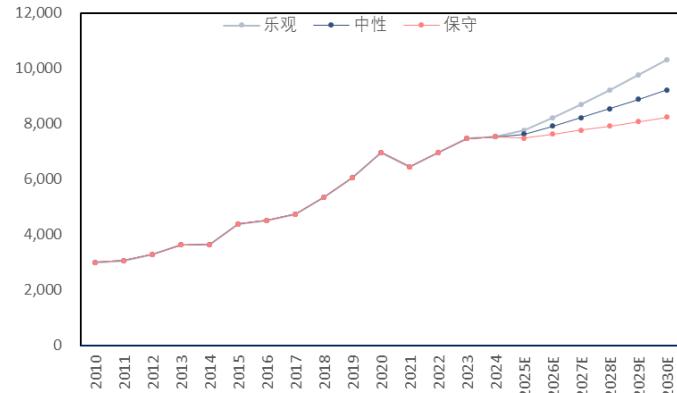


资料来源：万得，信达证券研发中心

我们通过预测未来社零消费增速和规模来对聚烯烃消费增速进行预测。我们分别做了乐观、中性和保守三种情景假设，并剔除了2020年疫情背景下的特殊影响。我们发现从“十一五”至“十四五”期间，社零消费增速中枢在不同阶段均有所下行，但降幅逐步收窄，“十四五”以来社零消费增速中枢约6%，较“十三五”下降2pct，我们以“十五五”阶段社零增速较“十四五”下降2pct作为中性假设，即4%；乐观假设下，假设社零增速与“十四五”一致，即6%；保守假设下，社零消费增速大幅下降，降幅与“十一五”至“十二五”增速中枢降幅4pct一致，即社零消费增速仅2%。根据我们测算结果，在中性假设下，我们预计2025-2030年聚烯烃表观消费增速在1-4%左右。

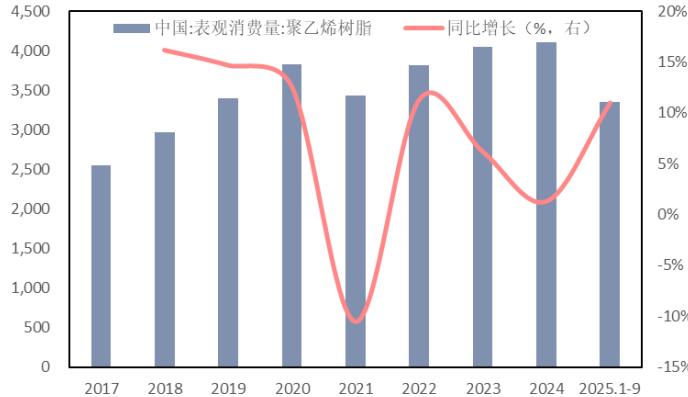
图 30: 2010-2030E 不同情景假设下社零消费 (万亿)


资料来源：万得，信达证券研发中心

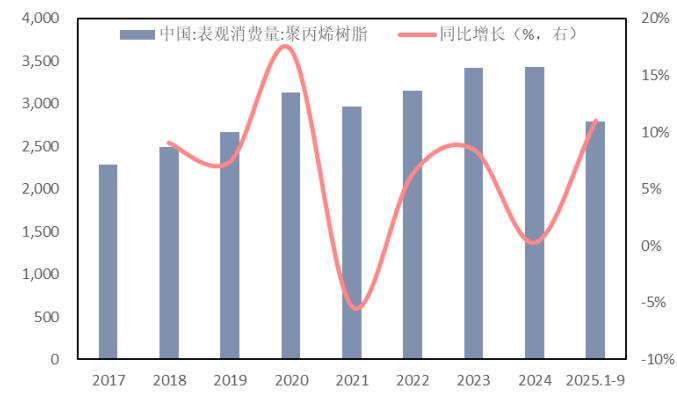
图 31: 2010-2030E 不同情景假设下聚烯烃消费量 (万吨)


资料来源：万得，信达证券研发中心

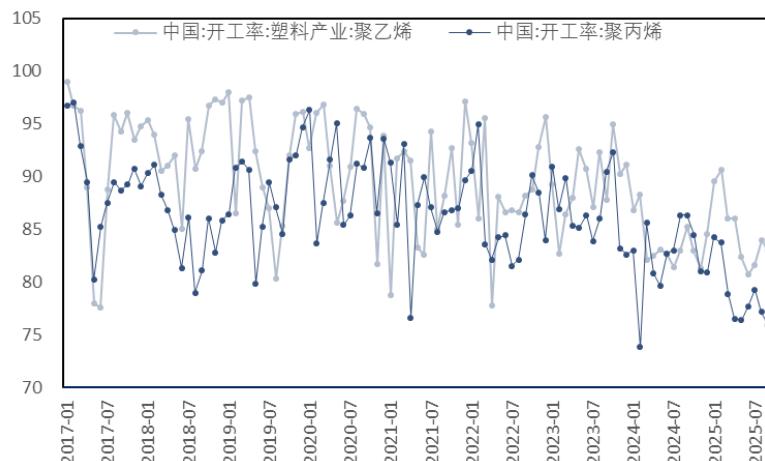
受制于供给释放，聚烯烃开工负荷提升偏缓。近年来受民营大炼化投产、轻烃裂解项目上马，聚烯烃保持较高的产能增速，2018-2024 年产能平均增速为 11%，2020 年后产能增速高于表观需求增速。截至 2025 年 9 月，国内聚烯烃产能为 8866 万吨，同比增长 17%，表观消费量 6710 万吨，同比增长 11%，表观消费量的高增速主要系新装置带来的产量释放。根据我们在《2025 年石化行业年度策略报告——炼化周期筑底，景气复苏可期》的结论，大宗化学品景气度与开工率同频，而在供给侧增量释放、实际需求增长有限背景下，近年来聚烯烃产品开工负荷提升相对偏缓。

图 32: 2017-2025 年 9 月聚乙烯表观消费量及同比 (万吨, %)


资料来源：万得，百川盈孚，信达证券研发中心

图 33: 2017-2025 年 9 月聚丙烯表观消费量及同比 (万吨, %)


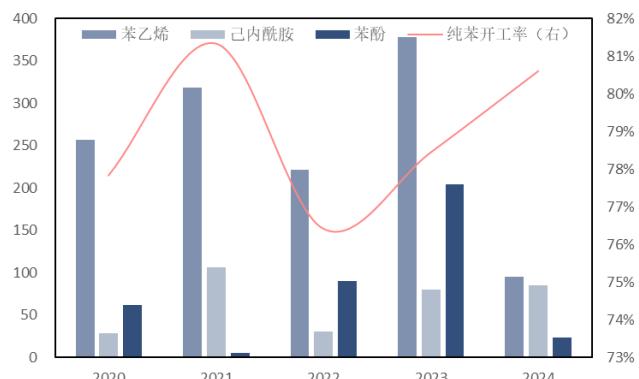
资料来源：万得，百川盈孚，信达证券研发中心

图 34: 2017-2025 年 9 月聚烯烃开工率 (%)


资料来源：万得，百川盈孚，信达证券研发中心

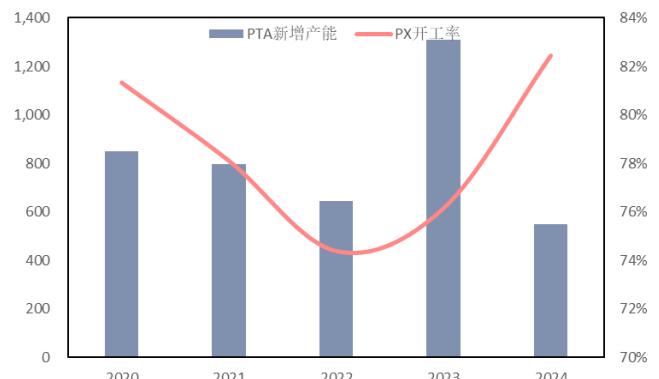
芳烃下游扩能带动芳烃产品开工负荷提升。纯苯和PX作为下游化工品生产的中间产品，其直接需求主要来自下游化工装置。我们统计了纯苯主要下游产品苯乙烯、己内酰胺、苯酚等历史产能增量和PX下游PTA产品的历史产能增量，并与纯苯和PX开工负荷进行比较，从过去历史芳烃下游增量产能和芳烃开工率来看，下游扩能将刺激芳烃需求进而提升芳烃开工负荷。

图 35: 2020-2024 年纯苯下游装置扩能及开工情况 (万吨, %)



资料来源：万得，信达证券研发中心

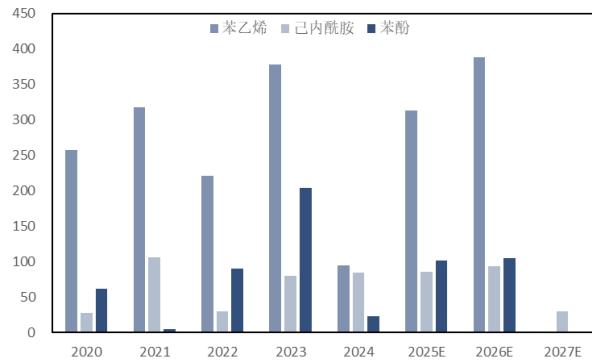
图 36: 2020-2024 年 PX 下游装置扩能及开工情况 (万吨, %)



资料来源：万得，信达证券研发中心

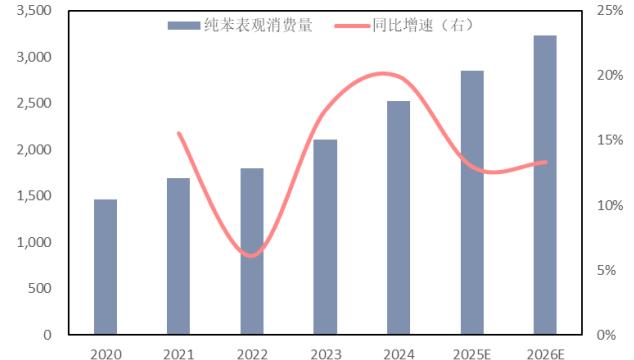
下游装置扩能仍在继续，芳烃需求端有望持续修复。根据百川盈孚数据，我们统计了 2025-2026 年纯苯和PX下游新增产能情况，2025-2026 年仍是芳烃下游产品装置投产的密集期，我们以原料单耗测算下游产品产能增量对纯苯和PX产品的需求边际增量，根据我们测算，伴随下游装置产能扩张，仅考虑苯乙烯、己内酰胺和苯酚产品的情况下，我们预计 2025-2026 年纯苯的边际需求增量均为 13%左右；考虑下游PTA装置扩能和单耗的情况下，我们预计 2025-2026 年 PTA 扩能对 PX 产品边际需求增量分别为 12%、8%。2025 年以来芳烃开工负荷仍保持较高水平，未来受益于下游装置产能扩张，芳烃板块需求或仍将保持较高增速。

图 37: 2020-2027 年纯苯下游产品扩能情况 (万吨)

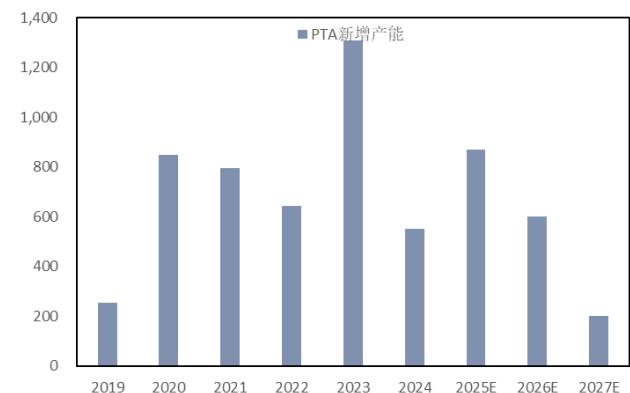


资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

图 38: 2020-2026E 年纯苯表观消费量及增速 (万吨, %)



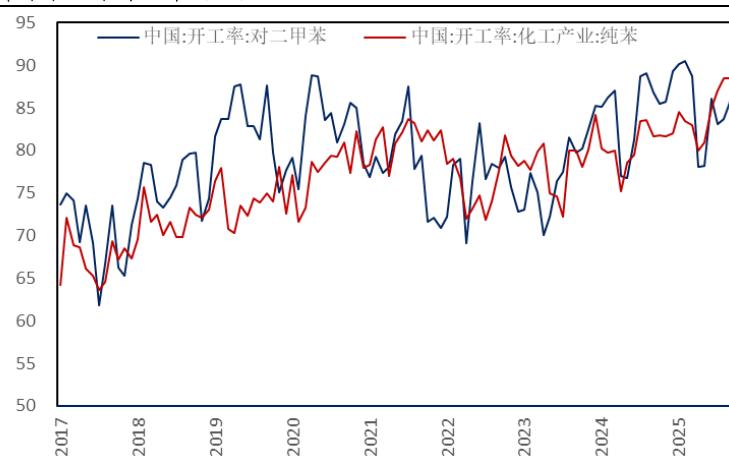
资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

图 39: 2020-2027 年 PX 下游产品扩能情况 (万吨)


资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

图 40: 2020-2027 年 PX 表观消费量及增速 (万吨, %)


资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

图 41: 2017-2025 年 9 月对二甲苯和纯苯开工率 (%)


资料来源：万得，百川盈孚，信达证券研发中心

2.2.2 高端新材料：新兴产业带来需求拉动，国产替代空间广阔

石化下游高端新材料是指具有高技术含量、高应用性能、高市场价值等特性，应用于高技术领域和战略性新兴产业的石油化工材料。与传统大宗石化产品相比，其技术壁垒高、附加值高、成长性好，石化高端新材料是石化产业面向精细化、高端化发展的关键标志。根据中国石化经济技术研究院数据，2024年我国高性能材料自给率仅54%左右，其中，关键单体及中间体自给率最低，高端聚烯烃市场份额最大，部分领域仍需加快发展。石化高端新材料主要可划分为高端聚烯烃、工程塑料及特种工程塑料、高性能膜材料和生物基及可降解塑料四大类。

表 4: 石化下游主要高端新材料类型

材料类别	核心特征	核心产品	主要应用领域
高端聚烯烃	性能远超通用聚烯烃（如PE、PP），具有高韧性、高透明度、耐高温等特性。	茂金属聚乙烯 (mPE)、茂金属聚丙烯 (mPP)、聚烯烃弹性体 (POE)、乙烯-醋酸乙烯共聚物 (EVA)	光伏、新能源汽车、高端包装、医疗器械
工程塑料及特种工程塑料	耐高温、高强度、耐腐蚀，可替代金属材料。	聚碳酸酯 (PC)、聚苯硫醚 (PPS)、聚酰亚胺 (PI)、聚醚醚酮 (PEEK)	汽车轻量化（零部件）、电子电器（外壳、连接器）、航空航天
高性能膜材料	具备选择性分离、绝缘、封装等特殊功能。	锂电池隔膜、水处理反渗透膜、光伏封装膜（如EVA、POE胶膜）、功能性BOPA薄膜	水处理（反渗透膜、纳滤膜）、新能源（锂电池隔膜、光伏封装膜）
可降解材料	绿色环保、可降解	PBAT/PBS	包装、纺织、一次性用品

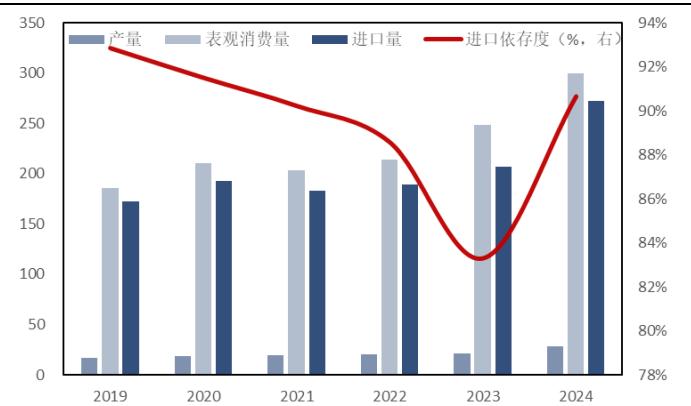
资料来源：福建省工信厅，观内海知信息网，中国石化新闻网，信达证券研发中心

高端聚烯烃：进口替代正当时。茂金属聚烯烃、聚烯烃弹性体等高端聚烯烃产品上产速度偏缓，进口依赖度

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 18

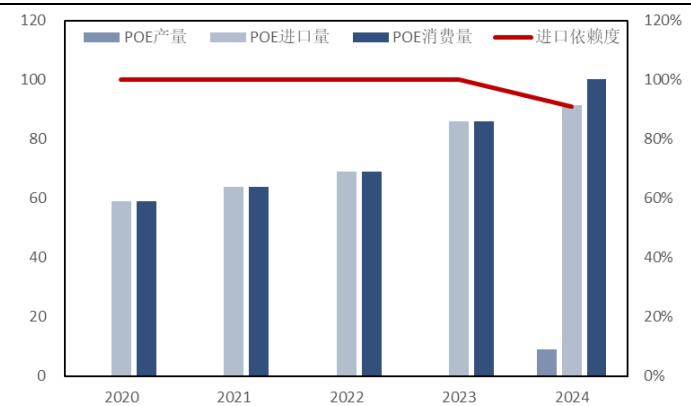
仍保持较高水平。茂金属聚乙烯方面，在国内消费扩张和高端包装等需求刺激下，2024年茂金属聚乙烯表观消费量约达300万吨，同比增长21%，但进口量高达272万吨，进口依赖度高达91%。聚烯烃弹性体方面，过去POE产品长期依赖进口，直到2023年12月国内首套工业化装置才投产，根据海关总署数据，2024年国内POE进口量仍高达91万吨，进口依赖度超过90%，而近年来受益于光伏、新能源汽车等下游需求扩张，2021-2024年POE消费量平均增速高达14%，高端聚烯烃方面或存在新兴产业带来的需求扩张与国内产能自给不足的供需错配局面。

图42: 2020-2024年国内茂金属聚乙烯产销和进口情况(万吨, %)



资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

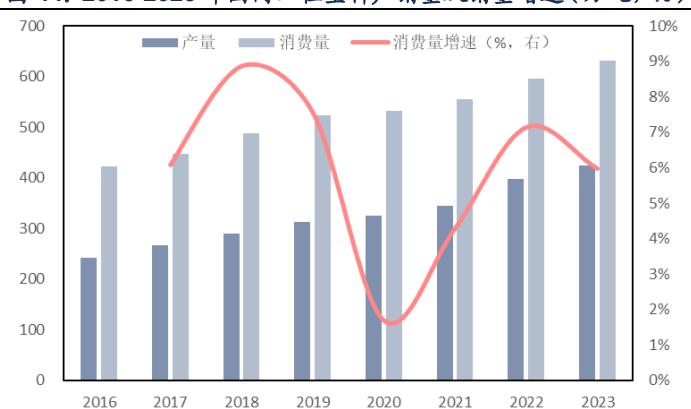
图43: 2020-2024年国内POE产销和进口情况(万吨, %)



资料来源：卓创资讯，海关总署，信达证券研发中心

工程塑料、锂电隔膜：新能源汽车产业带来强劲需求拉动。工程塑料的轻量化、高强度等性能使其在汽车、电子、建筑、机械及航空航天等领域具有广泛应用，近年来，受益于国内新能源汽车快速发展，叠加新能源汽车较传统燃油车塑料用量更高，推动工程塑料需求量提升。我们对未来国内工程塑料需求进行预测：1) 单车塑料用量：根据广东省塑料工业协会数据，传统燃油车塑料消耗均值145公斤，新能源车则超过180公斤，扣除PP、PE等大宗塑料产品占比，工程塑料占比约73%；2) 汽车产量：2025年1-9月国内汽车总产量同比增长10%，假设2025年汽车总产量增速10%，2026-2027年产量增速年均下降2pct，2025年1-9月国内新能源汽车总产量同比增长30%，假设2025年新能源汽车总产量增速30%，2026-2027年产量增速年均下降5pct；3) 其它领域工程塑料消费量：以2020-2023年平均增速4%为基准，2025-2027年保持不变。根据我们测算，我们预计2025-2027年国内工程塑料消费量年均增速在6-8%，新能源汽车有望对工程塑料需求带来强劲拉动。

图44: 2016-2023年国内工程塑料产销量及销量增速(万吨, %)



资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

图45: 2016-2027年国内工程塑料消费量及预测(万吨, %)

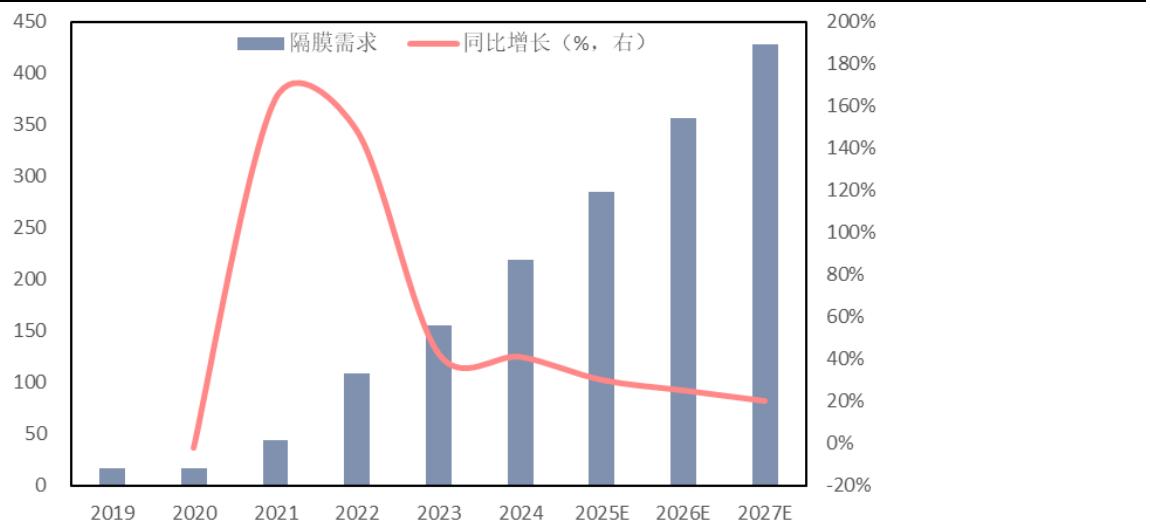


资料来源：智研咨询，万得，广东省塑料工业协会，信达证券研发中心

锂电隔膜需求空间测算：1) 单车搭载锂电：我们根据2019-2024年国内锂电池产量数据和新能源汽车产量数据测算，近年来单车搭载锂电池呈现稳步提升趋势，我们假设2025-2027年单车搭载锂电与2024年保持一致；2) 新能源汽车产量：与前文预测保持一致；3) 单位动力电池隔膜消费量：根据北极星电力网、行业龙头沧州明珠数据，1GWh的动力电池约消耗2000万平米隔膜。2024年国内锂电隔膜消费量约219亿平，同比增长41%，根据我们测算，预计2025-2027年国内锂电隔膜消费量增速略有放缓，但仍将保持20-30%的较高增长。

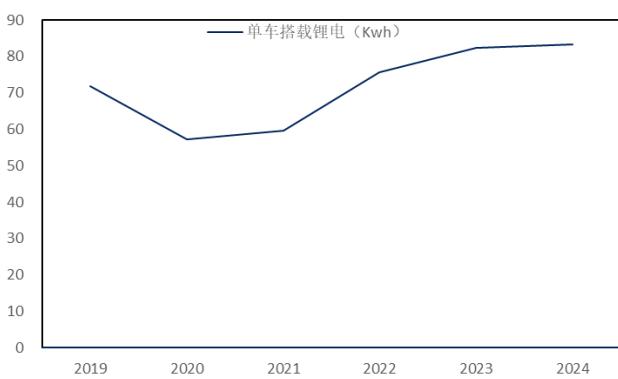
速。

图 46：2019-2027 年国内锂电隔膜需求及预测（亿平，%）



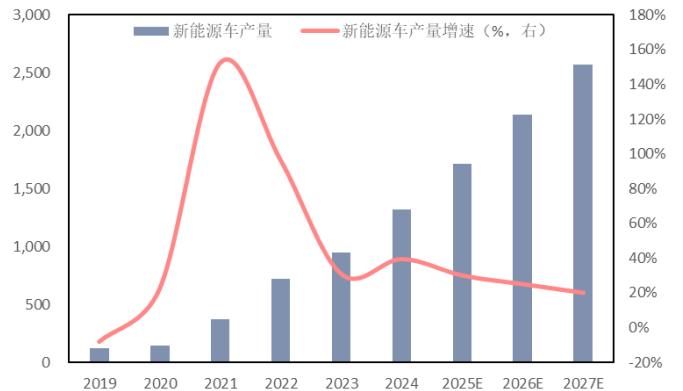
资料来源：万得，北极星电力网，沧州明珠，信达证券研发中心

图 47：2019-2024 年单位新能源汽车搭载锂电 (Kwh)



资料来源：万得，信达证券研发中心

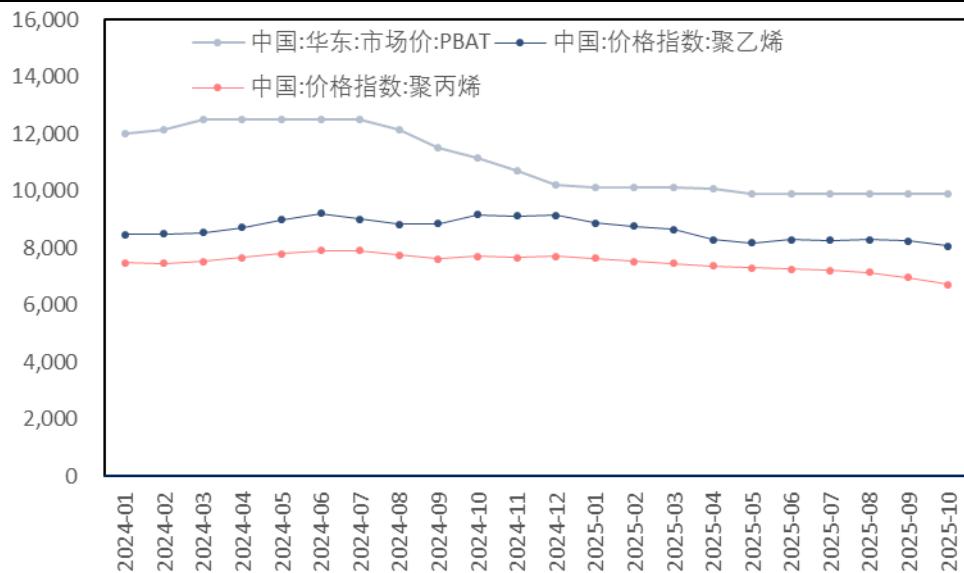
图 48：2019-2027 年中国新能源汽车产量及预测（万辆，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

可降解塑料：“限塑令”推动市场空间打开，但价格是当前市场扩张的主要制约。政策方面，早期的“限塑令”更侧重于限制超薄袋和有偿使用，2020年的新规更强调对不可降解塑料制品的禁止和限制，覆盖的产品种类和领域更广，进一步拓宽了可降解塑料的市场容量。价格方面，以石油基可降解塑料 PBAT 为例，当前 PBAT 单吨价格较传统的聚乙烯、聚丙烯产品高约 20-50%，对其市场渗透带来一定制约。我们认为，未来可降解塑料需求改善主要来自两大方面，一是规模化装置投产后带来的成本压降，进而降低产品价格，提高产品市场竞争力；二是政策端方面进一步强化约束和监管。

图 49：2024-2025 年 10 月可降解塑料 PBAT 与聚烯烃价格对比（元/吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

综上所述，我们认为，从供给端看，国内炼化产能增速放缓，减量持续出清，叠加行业集中度进一步增强，民营先进炼化产能竞争格局或持续优化；从需求端看，由于国内成品油需求达峰，石油消费结构转变或进一步深化，化工用油需求仍处于长期增长通道中，但石化化工品需求复苏动能存在结构性差异，大宗化学品中聚烯烃需求偏弱复苏，而芳烃产品受益于下游装置扩能，其需求仍将保持较高增速，高端石化新材料发展迅速。在供给格局优化、需求稳步复苏背景下，炼化行业有望迎来景气上行周期。

投资建议

上游开采方面，我们重点推荐红利属性凸显的中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石油（601857.SH）、中国石化（600028.SH）；业绩正逐步兑现的油服企业中海油服（601808.SH）、海油工程（600583.SH）；原油产量成长空间较大的民营企业中曼石油（603619.SH）等。

表 5：上游相关标的盈利预测表

代码	名称	收盘价（元）	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
0883.HK	中国海洋石油	20.90	9301.69	1379.36	1350.38	1371.56	1453.42	7.20	7.36	7.24	6.83
600938.SH	中国海油	28.21	9301.69	1379.36	1350.38	1371.56	1453.42	9.72	9.93	9.78	9.23
600028.SH	中国石化	5.82	6587.10	503.13	404.10	443.79	539.79	14.01	17.44	15.88	13.06
601857.SH	中国石油	9.66	17225.19	1646.76	1675.30	1761.91	1823.96	10.74	10.55	10.03	9.69
601808.SH	中海油服	13.74	523.28	31.37	41.88	45.11	48.70	20.90	15.65	14.53	13.46
600583.SH	海油工程	5.42	239.64	21.61	22.13	24.11	24.82	11.09	10.83	9.94	9.66
603619.SH	中曼石油	22.05	101.95	7.26	5.96	7.33	9.87	14.04	17.10	13.91	10.33

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为2025年12月11日收盘价

下游炼化方面，我们重点推荐具备规模优势、化工产业链条长、高附加值产品布局丰富的民营大炼化企业：恒力石化（600346.SH）、荣盛石化（002493.SZ）；逐步增强产业链协同优势的涤纶长丝龙头桐昆股份（601233.SH）、新凤鸣（603225.SH）；建议关注：东方盛虹（000301.SZ）。

表 6：下游相关标的盈利预测表

代码	名称	收盘价（元）	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002493.SZ	荣盛石化	9.33	932.01	7.24	12.21	20.99	32.64	128.73	76.33	44.40	28.55
600346.SH	恒力石化	18.63	1311.38	70.44	70.67	88.59	99.24	18.62	18.56	14.80	13.21
601233.SH	桐昆股份	14.20	341.48	12.02	20.87	27.88	34.16	28.41	16.36	12.25	10.00
603225.SH	新凤鸣	15.64	238.44	11.00	11.69	13.69	15.82	21.68	20.40	17.42	15.07
000301.SZ	东方盛虹*	9.15	604.93	-22.97	6.09	11.60	16.94	-	99.33	52.15	35.71

资料来源：万得，信达证券研发中心。除东方盛虹采用万得一致预期外，其他标的均为信达证券研发中心预测；股价为2025年12月11日收盘价

风险因素

- 1、**地缘政治因素对油价造成间隙性波动：**如中东地区巴以冲突等地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰，美国对委内瑞拉的潜在制裁可能，美国与伊朗关系的不确定性，俄乌冲突结束而造成原油市场波动等。
- 2、**宏观经济因素变动风险：**宏观经济增速下滑，导致需求端不振。全球贸易形势发生重大变化，对全球经济及石油需求产生破坏的风险。
- 3、**政策变动风险：**OPEC+联盟调整石油产量计划；美国对页岩油生产、融资等政策调整；欧洲等地区推动新能源加大替代传统石油需求等。
- 4、**炼化下游需求修复不及预期风险：**终端消费走弱或地产基建复苏疲软，导致炼化产品需求走弱，价差收窄进而打压盈利。
- 5、**落后产能出清偏缓风险：**落后产能出清偏缓或导致炼化产能格局优化不及预期，导致产品盈利走弱或同质化竞争加剧。
- 6、**化工品产能超预期投放风险：**未来化工品产能投放时间存在不确定性，若化工品产能过早或集中投放或大幅压缩盈利。
- 7、**估值参数选取差异风险：**估值及盈利测算模型中涉及较多参数假设，不同参数选取的主观差异可能会导致估值结果出现较大变化，进而产生预期变化风险。

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，中国煤炭经济30人论坛成员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究，2019年起，负责大能源板块研究工作，现任信达证券研究开发中心负责人。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 15% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~15%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。