

# 油气行业 2025 年 9 月月报

## 受地缘政治与 OPEC+产量政策博弈影响，9 月油价宽幅震荡

优于大市

### 核心观点

#### 9 月油价回顾：

2025 年 9 月布伦特原油期货均价为 67.6 美元/桶，环比上涨 0.3 美元/桶，月末收于 67.0 美元/桶；WTI 原油期货均价 63.6 美元/桶，环比下跌 0.4 美元/桶，月末收于 72.4 美元/桶。9 月上旬，美国袭击委内瑞拉船只推升风险溢价，OPEC+宣布自 10 月起延续增产，部分成员国更新补偿性减产安排，实际削减本年度减产力度，叠加三大机构月报上调累库预期，油价冲高回落。9 月中下旬，以色列突袭卡塔尔、俄罗斯持续遭乌克兰无人机袭击等地缘冲突再度升温，美国原油出口量显著增加带动库存去化；美联储降息 25 基点，但对原油价格影响有限，炼厂进入季节性检修需求承压，油价再度冲高回落。

#### 油价观点判断：

**供给端 OPEC+宣布 10、11 月份延续增产：**2024 年 12 月第 38 届 OPEC+召开部长级会议，决定将 200 万桶/日集体减产、166 万桶/日自愿减产目标延长至 2026 年底；将 220 万桶/日自愿减产计划延长至 2025 年 3 月底。但 OPEC+在 5 月、6 月、7 月分别增产 41.1 万桶/日，8 月、9 月分别增产 54.8 万桶/日，将 220 万桶/日自愿减产完全退出。9 月 7 日 OPEC+部长级会议决定，10 月起增产 13.7 万桶/日，旨在逐步解除 2023 年 4 月达成的 166 万桶/日自愿减产协议，10 月 5 日，OPEC+公告称将在 11 月进一步增产 13.7 万桶/日。

**需求端：国际主要能源机构预计 2025 年原油需求增长 74-130 万桶/天，预计 2026 年原油需求增长 70-138 万桶/天：**根据 OPEC、IEA、EIA 最新 9 月月报显示，2025 年原油需求分别为 105.14、103.76、103.81 百万桶/天，分别较 2024 年增加 130、74、90 万桶/天，2026 年原油需求分别为 106.52、104.46、105.09 百万桶/天，分别较 2025 年增加 138、70、118 万桶/天。

9 月 26 日七部委联合发布《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》，我国炼油行业产能整体过剩，老旧装置产能庞大，老旧装置以主营炼厂居多，《方案》指出石化领域严格执行新建炼油项目产能减量置换要求，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，叠加“反内卷”政策信号明确的推动，预计炼油炼化行业供给侧将得到有力优化。此外，全球外部环境急剧变化，同时俄乌、美伊以及美国“对等关税”政策均存在较大不确定性，但考虑到 OPEC+较高的财政平衡油价成本，以及美国页岩油较高的新井成本，预计 2025 年布伦特油价中枢在 65-75 美元/桶，2025 年 WTI 油价中枢在 60-70 美元/桶。

#### 相关标的：

重点推荐【中国海油】、【中国石油】、【卫星化学】、【海油发展】。

#### 风险提示：

原材料价格波动；产品价格波动；下游需求不及预期等。

### 行业研究 · 行业月报

#### 石油石化

#### 优于大市 · 维持

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

证券分析师：董丙旭

0755-81982570

dongbingxu@guosen.com.cn

S0980524090002

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《油气行业 2025 年 8 月月报-8 月油价震荡下跌，美国降息预期升温有望推升油价》——2025-09-02
- 《油气行业 2025 年 7 月月报-7 月油价小幅上涨，国内启动石化行业老旧产能摸排评估》——2025-08-01
- 《2025 年石化化工行业 8 月投资策略-化工行业反内卷：供给端重构下的产能优化与价格生态重塑》——2025-08-01
- 《油气行业 2025 年 6 月月报-OPEC+8 月加速增产，受中东地缘局势影响油价宽幅波动》——2025-07-07
- 《2025 年石化化工行业 7 月投资策略-看好钾肥、制冷剂、阿洛酮糖、芳纶纸的投资方向》——2025-06-30

### 重点公司盈利预测及投资评级

| 公司代码      | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘 (元) | 总市值 (百万元) | EPS  |       | PE   |       |
|-----------|------|------|---------|-----------|------|-------|------|-------|
|           |      |      |         |           | 2024 | 2025E | 2024 | 2025E |
| 600938.SH | 中国海油 | 优于大市 | 26.47   | 1,258,100 | 2.90 | 2.66  | 10.2 | 10.0  |
| 601857.SH | 中国石油 | 优于大市 | 8.28    | 1,515,400 | 0.90 | 0.91  | 9.9  | 9.1   |
| 002648.SZ | 卫星化学 | 优于大市 | 19.75   | 66,500    | 1.80 | 1.98  | 10.4 | 10.0  |
| 600968.SH | 海油发展 | 优于大市 | 3.94    | 40,100    | 0.36 | 0.41  | 11.9 | 9.6   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 1、9月油价回顾：受地缘政治与OPEC+产量政策博弈影响，9月油价宽幅震荡..... | 5  |
| 2、油价观点判断：布伦特油价中枢65-75美元/桶.....             | 5  |
| 3、油气重点数据跟踪.....                            | 10 |
| 3.1 原油价格与价差.....                           | 10 |
| 3.2 原油供给：海外资本开支意愿较低，不具备大幅增产条件.....         | 11 |
| 3.3 原油需求：炼厂开工率季节性回落.....                   | 13 |
| 3.4 原油库存：库欣原油库存维持低位，战略储备库存稳定补库.....        | 14 |
| 3.5 成品油价格与价差.....                          | 15 |
| 3.6 成品油供给.....                             | 17 |
| 3.7 成品油需求.....                             | 18 |
| 3.8 成品油库存.....                             | 19 |
| 3.9 天然气价格.....                             | 20 |
| 3.10 美国天然气供需.....                          | 21 |
| 3.11 煤层气.....                              | 22 |
| 4、油气行业新闻.....                              | 23 |
| 风险提示.....                                  | 23 |
| 附表：重点公司盈利预测及估值.....                        | 23 |

## 图表目录

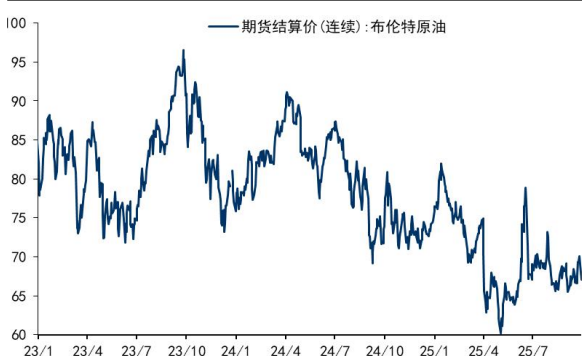
|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 1: WTI 油价近期走势 (美元/桶)                | 5  |
| 图 2: 布伦特油价近期走势 (美元/桶)                 | 5  |
| 图 3: OPEC+主要成员国财政平衡油价 (美元/桶)          | 7  |
| 图 4: OPEC+主要成员国 2025 年财政平衡油价变化 (美元/桶) | 7  |
| 图 5: 美国新打井-完井的完全成本 (美元/桶)             | 9  |
| 图 6: 美国现有井运营成本 (美元/桶)                 | 9  |
| 图 7: 主流机构对于原油需求的预测 (百万桶/天)            | 9  |
| 图 8: 主流机构对于原油需求增长的预测 (百万桶/天)          | 9  |
| 图 9: WTI 油价走势 (美元/桶)                  | 10 |
| 图 10: 布伦特油价走势 (美元/桶)                  | 10 |
| 图 11: 布伦特-WTI 期货结算价差走势 (美元/桶)         | 10 |
| 图 12: 布伦特期货-现货价差走势 (美元/桶)             | 10 |
| 图 13: 美国原油产量 (千桶/天)                   | 11 |
| 图 14: 美国原油年度产量 (百万桶/天)                | 11 |
| 图 15: 美国石油钻机数量 (部)                    | 11 |
| 图 16: 北美活跃压裂车队数量 (支)                  | 11 |
| 图 17: 巴西原油产量 (千桶/天)                   | 12 |
| 图 18: 俄罗斯原油产量 (千桶/天)                  | 12 |
| 图 19: 中国原油产量 (万吨) 及同比 (%) (右轴)        | 12 |
| 图 20: 中国原油进口量 (万吨) 及同比 (%) (右轴)       | 12 |
| 图 21: 美国炼油厂原油加工量 (千桶/天)               | 13 |
| 图 22: 美国炼厂开工率 (%)                     | 13 |
| 图 23: 中国主营炼厂周度平均开工负荷 (%)              | 13 |
| 图 24: 山东地炼装置开工负荷 (%)                  | 13 |
| 图 25: 中国月度原油加工量 (万吨) 及当月同比            | 14 |
| 图 26: 中国原油累计加工量 (万吨) 及累计同比            | 14 |
| 图 27: 美国原油总库存 (千桶)                    | 14 |
| 图 28: 美国战略原油库存 (千桶)                   | 14 |
| 图 29: 美国商业原油库存 (千桶)                   | 15 |
| 图 30: 美国库欣地区原油库存 (千桶)                 | 15 |
| 图 31: 美国汽油价格及价差 (美元/桶)                | 15 |
| 图 32: 美国柴油价格及价差                       | 15 |
| 图 33: 美国航空煤油价格及价差                     | 16 |
| 图 34: 中国汽油价格 (元/吨)                    | 16 |
| 图 35: 中国柴油价格 (元/吨)                    | 16 |
| 图 36: 中国航空煤油价格 (元/吨)                  | 16 |
| 图 37: 中国汽油批零价差 (元/吨)                  | 16 |

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 图 38: 中国柴油批零价差 (元/吨) .....                     | 16 |
| 图 39: 美国汽油产量 (千桶/天) .....                      | 17 |
| 图 40: 美国柴油产量 (千桶/天) .....                      | 17 |
| 图 41: 美国航空煤油产量 (千桶/天) .....                    | 17 |
| 图 42: 中国汽油产量 (万吨) .....                        | 17 |
| 图 43: 中国柴油产量 (万吨) .....                        | 18 |
| 图 44: 中国煤油产量 (万吨) .....                        | 18 |
| 图 45: 美国车用汽油需求 (万桶/天) .....                    | 18 |
| 图 46: 美国柴油日需求量 (万桶/天) .....                    | 18 |
| 图 47: 中国汽油表观消费量 (万吨) .....                     | 19 |
| 图 48: 中国柴油表观消费量 (万吨) .....                     | 19 |
| 图 49: 美国汽油库存量 (千桶) .....                       | 19 |
| 图 50: 美国成品车用汽油库存量 (千桶) .....                   | 19 |
| 图 51: 美国柴油库存量 (千桶) .....                       | 20 |
| 图 52: 美国航空煤油库存量 (千桶) .....                     | 20 |
| 图 53: NYMEX 天然气期货收盘价 (美元/百万英热单位) .....         | 20 |
| 图 54: Henry Hub 天然气现货价 (美元/百万英热单位) .....       | 20 |
| 图 55: 东北亚液化天然气到岸价 (美元/百万英热单位) .....            | 21 |
| 图 56: 中国液化天然气出厂价格指数 (元/吨) .....                | 21 |
| 图 57: 美国天然气总供给量 (十亿立方英尺/天) .....               | 21 |
| 图 58: 美国天然气总需求量 (十亿立方英尺/天) .....               | 21 |
| 图 59: 美国天然气总消费量 (十亿立方英尺/天) .....               | 22 |
| 图 60: 美国天然气库存量 (十亿立方英尺) .....                  | 22 |
| 图 61: 中国煤层气产量及增速 (亿立方米) .....                  | 22 |
| 图 62: 山西省煤层气产量及增速 (万立方米) .....                 | 22 |
| <br>                                           |    |
| 表 1: OPEC+ 自愿减产情况 (千桶/天) .....                 | 6  |
| 表 2: 220 万桶/日、166 万桶/日自愿减产逐步退出产量表 (千桶/天) ..... | 6  |
| 表 3: OPEC+ 减产情况 (百万桶/天) .....                  | 8  |

## 1、9月油价回顾：受地缘政治与OPEC+产量政策博弈影响，9月油价宽幅震荡

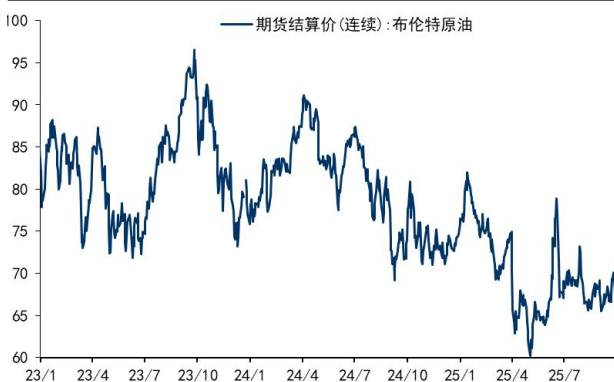
2025年9月布伦特原油期货均价为67.6美元/桶，环比上涨0.3美元/桶，月末收于67.0美元/桶；WTI原油期货均价63.6美元/桶，环比下跌0.4美元/桶，月末收于72.4美元/桶。9月上旬，美国袭击委内瑞拉船只推升风险溢价，OPEC+宣布自10月起延续增产，部分成员国更新补偿性减产安排，实际削减本年度减产力度，叠加三大机构月报上调累库预期，油价冲高回落。9月中下旬，以色列突袭卡塔尔、俄罗斯持续遭乌克兰无人机袭击等地缘冲突再度升温，美国原油出口量显著增加带动库存去化；美联储降息25基点，但对原油价格影响有限，炼厂进入季节性检修需求承压，油价再度冲高回落。

图1: WTI 油价近期走势（美元/桶）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2: 布伦特油价近期走势（美元/桶）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 2、油价观点判断：布伦特油价中枢 65-75 美元/桶

**供给端：OPEC+宣布自10月份起延续增产：**2024年12月第38届OPEC+召开部长级会议，决定将200万桶/日集体减产、166万桶/日自愿减产目标延长至2026年底；将220万桶/日自愿减产计划延长至2025年3月底。但OPEC+在5月、6月、7月分别增产41.1万桶/日，8月、9月分别增产54.8万桶/日，将220万桶/日自愿减产完全退出。9月7日OPEC+部长级会议决定，10月起增产13.7万桶/日，旨在逐步解除2023年4月达成的166万桶/日自愿减产协议，10月5日，OPEC+公告称将在11月进一步增产13.7万桶/日。

**需求端：国际主要能源机构预计2025年原油需求增长74-130万桶/天，预计2026年原油需求增长70-138万桶/天：**根据OPEC、IEA、EIA最新9月月报显示，2025年原油需求分别为105.14、103.76、103.81百万桶/天，分别较2024年增加130、74、90万桶/天，2026年原油需求分别为106.52、104.46、105.09百万桶/天，分别较2025年增加138、70、118万桶/天。

9月26日七部委联合发布《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026年）》，我国炼油行业产能整体过剩，老旧装置产能庞大，老旧装置以主营炼厂居多，《方案》指出石化领域严格执行新建炼油项目产能减量置换要求，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，叠加“反内卷”政策信号明确的推

动，预计炼油炼化行业供给侧将得到有力优化。

近期，全球外部环境急剧变化，同时俄乌、美伊以及美国“对等关税”政策均存在较大不确定性，但考虑到 OPEC+较高的财政平衡油价成本，以及美国页岩油较高的新井成本，**预计 2025 年布伦特油价中枢在 65-75 美元/桶，2025 年 WTI 油价中枢在 60-70 美元/桶。**

2022 年以来，OPEC+合计宣布三次减产，包括一次联合减产和两次自愿减产：（1）2022 年 10 月第 33 届 OPEC+部长级会议，OPEC+宣布从 2022 年 11 月起联合减产 200 万桶/日。（2）2023 年 4 月第 48 届 JMMC 会议，OPEC+宣布从 2023 年 5 月起自愿减产 166 万桶/天。（3）2023 年 11 月第 36 届 OPEC+部长级会议，OPEC+宣布从 2024 年 1 月起再次自愿减产 220 万桶/天。

表1: OPEC+自愿减产情况（千桶/天）

| 国家    | 2023 年 4 月自愿减产 | 2023 年 11 月自愿减产 |
|-------|----------------|-----------------|
| 沙特阿拉伯 | 500            | 1000            |
| 伊拉克   | 211            | 220             |
| 阿联酋   | 144            | 163             |
| 科威特   | 128            | 135             |
| 阿尔及利亚 | 48             | 51              |
| 俄罗斯   | 500            | 500             |
| 哈萨克斯坦 | 78             | 82              |
| 阿曼    | 40             | 42              |
| 加蓬    | 8              |                 |
| 合计    | 1657           | 2193            |

资料来源：OPEC，国信证券经济研究所整理

2024 年 12 月第 38 届 OPEC+召开部长级会议决定将 200 万桶/日集体减产、166 万桶/日自愿减产目标延长至 2026 年底。将 220 万桶/日自愿减产计划延长 2025 年 3 月底，随后这部分 220 万桶/日的自愿减产将和阿联酋增加的 30 万桶/日产量将从 2025 年 4 月至 2026 年 9 月底，18 个月时间内逐步恢复。

**2023 年 11 月达成的 220 万桶/日自愿减产已经完全退出：**但 4 月 3 日 OPEC+意外宣布实施超预期的石油增产计划，5 月增产幅度扩充至约原计划 3 倍的 41.1 万桶/日；5 月 3 日宣布 6 月延续 41.1 万桶/日的增产措施，5 月 28 日宣布 7 月延续增产 41.1 万桶/日，7 月 5 日宣布 8 月加速增产 54.8 万桶/日，8 月 3 日宣布 9 月延续增产 54.8 万桶/日。**因此截止 2025 年 9 月，2023 年 11 月达成的 220 万桶/日自愿减产已经完全退出大幅提前。**

**2023 年 4 月达成的 166 万桶/日自愿减产正在退出：**9 月 7 日 OPEC+部长级会议决定，10 月起增产 13.7 万桶/日，旨在逐步解除 2023 年 4 月达成的 166 万桶/日减产协议，部分成员国更新补偿减产计划，削减 2025 年减产规模但强化 2026 年减产约束。10 月 5 日，OPEC+公告称将在 11 月进一步增产 13.7 万桶/日。

表2: 220 万桶/日、166 万桶/日自愿减产逐步退出产量表（千桶/天）

|            | 阿尔及利亚 | 伊拉克  | 科威特  | 沙特阿拉伯 | 阿联酋  | 哈萨克斯坦 | 阿曼  | 俄罗斯  | 8 国合计 |
|------------|-------|------|------|-------|------|-------|-----|------|-------|
| 1-3 月      | 908   | 4000 | 2413 | 8978  | 2912 | 1468  | 759 | 8978 | 30416 |
| 4 月        | 911   | 4012 | 2421 | 9034  | 2938 | 1473  | 761 | 9004 | 30554 |
| 5 月        | 919   | 4049 | 2443 | 9200  | 3015 | 1486  | 768 | 9083 | 30963 |
| 2025 年 6 月 | 928   | 4086 | 2466 | 9367  | 3092 | 1500  | 775 | 9161 | 31375 |
| 7 月        | 936   | 4122 | 2488 | 9534  | 3169 | 1514  | 782 | 9240 | 31785 |
| 8 月        | 948   | 4171 | 2518 | 9756  | 3272 | 1532  | 792 | 9344 | 32333 |
| 9 月        | 959   | 4220 | 2548 | 9978  | 3375 | 1550  | 801 | 9449 | 32880 |

|      |      |      |      |       |      |      |     |      |       |
|------|------|------|------|-------|------|------|-----|------|-------|
| 10月  | 963  | 4237 | 2559 | 10020 | 3387 | 1556 | 804 | 9491 | 33017 |
| 11月  | 967  | 4255 | 2569 | 10061 | 3399 | 1563 | 808 | 9532 | 33154 |
| 12月  | 967  | 4255 | 2569 | 10061 | 3399 | 1563 | 808 | 9532 | 33154 |
| 生产配额 | 1007 | 4431 | 2676 | 10478 | 3519 | 1628 | 841 | 9949 | 34529 |

资料来源：OPEC，国信证券经济研究所整理（增产规划至2025年11月）

**OPEC+主要成员国财政平衡油价较高，对油价托底意愿强烈。**根据2025年4月IMF数据，2025、2026年中东地区主要OPEC+成员国的财政平衡油价大多高于70美元/桶，并且较2024年10月预测数据进一步提高。

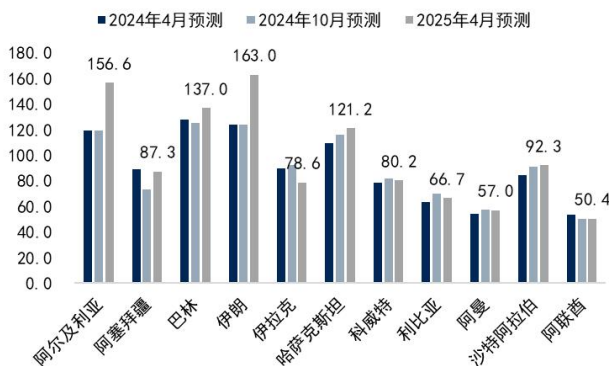
沙特阿拉伯、伊朗、伊拉克、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚的石油液体合计产量占全球的25%左右，2025年4月IMF预测其2025年财政平衡油价分别为92.3、163.0、78.6、80.2、121.2、156.6美元/桶，较2024年10月IMF预测数据分别+1.4、+38.9、-13.8、-1.6、+5.3、+37.6美元/桶。

图3：OPEC+主要成员国财政平衡油价（美元/桶）



资料来源：IMF（2025年4月预测），国信证券经济研究所整理

图4：OPEC+主要成员国2025年财政平衡油价变化（美元/桶）



资料来源：IMF（2025年4月预测），国信证券经济研究所整理

根据 IEA 最新发布的月度报告统计，2025 年 8 月 OPEC+产量为 4324 万桶/天，已经减产 405 万桶/天，沙特、俄罗斯产量分别为 968、928 万桶/天。

表3: OPEC+减产情况（百万桶/天）

| 国家                 | 7 月产量        | 8 月产量        | 8 月较配额      | 8 月配额        | 生产能力         | 实际减产        |
|--------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
| 阿尔及利亚              | 0.89         | 0.92         | -0.03       | 0.95         | 0.99         | 0.07        |
| 刚果                 | 0.27         | 0.24         | -0.04       | 0.28         | 0.27         | 0.03        |
| 赤道几内亚              | 0.04         | 0.04         | -0.04       | 0.07         | 0.06         | 0.03        |
| 加蓬                 | 0.23         | 0.24         | 0.06        | 0.18         | 0.22         | 0           |
| 伊拉克                | 4.48         | 4.55         | 0.51        | 4.04         | 4.87         | 0.32        |
| 科威特                | 2.66         | 2.68         | 0.19        | 2.49         | 2.88         | 0.2         |
| 尼日利亚               | 1.48         | 1.5          | 0           | 1.5          | 1.42         | 0           |
| 沙特阿拉伯              | 9.52         | 9.68         | -0.07       | 9.76         | 12.11        | 2.43        |
| 阿联酋                | 3.53         | 3.43         | 0.17        | 3.26         | 4.28         | 0.85        |
| <b>OPEC9 国产量</b>   | <b>23.09</b> | <b>23.28</b> | <b>0.76</b> | <b>22.52</b> | <b>27.1</b>  | <b>3.91</b> |
| 伊朗                 | 3.33         | 3.17         |             |              | 3.8          |             |
| 利比亚                | 1.25         | 1.25         |             |              | 1.23         | 0           |
| 委内瑞拉               | 0.86         | 0.94         |             |              | 0.89         | 0           |
| <b>OPEC12 国产量</b>  | <b>28.53</b> | <b>28.66</b> |             |              | <b>33.02</b> | <b>3.91</b> |
| 阿塞拜疆               | 0.45         | 0.46         | -0.09       | 0.55         | 0.48         | 0.02        |
| 哈萨克斯坦              | 1.82         | 1.77         | 0.24        | 1.53         | 1.8          | 0.03        |
| 墨西哥                | 1.48         | 1.47         |             |              | 1.5          | 0.03        |
| 阿曼                 | 0.77         | 0.8          | 0.01        | 0.78         | 0.8          | 0.01        |
| 俄罗斯                | 9.31         | 9.28         | 0.02        | 9.26         | 9.4          |             |
| 其他                 | 0.83         | 0.8          | -0.06       | 0.87         | 0.86         | 0.05        |
| <b>Non-OPEC 合计</b> | <b>14.65</b> | <b>14.58</b> | <b>0.11</b> | <b>14.84</b> | <b>14.84</b> | <b>0.14</b> |
| <b>OPEC+18 国产量</b> | <b>36.27</b> | <b>36.38</b> | <b>0.87</b> | <b>35.52</b> | <b>40.43</b> | <b>4.02</b> |
| <b>OPEC+合计</b>     | <b>43.18</b> | <b>43.24</b> |             |              | <b>47.85</b> | <b>4.05</b> |

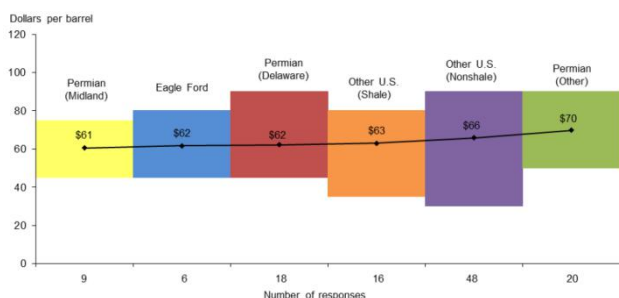
资料来源：IEA，国信证券经济研究所整理

在页岩油资本开支方面，根据达拉斯联储 2025 年第一季度对页岩油企业的调查问卷结果来看，美国页岩油盆地现有油井运营成本处于 26-45 美元/桶，平均价格为 41 美元/桶，较 2024 年第一季度的 39 美元/桶增加 2 美元/桶。其中大型公司（原油产量达到或超过 10000 桶/天）油井运营费用为 31 美元/桶，小型企业（日产量低于 10000 桶/天）则为 44 美元/桶。

美国页岩油盆地新打井-完井成本处于 61-70 美元/桶区间，从全样本统计来看，企业实现盈利性钻探的平均成本为 65 美元/桶，较 2024 年第一季度的 64 美元/桶增加 1 美元/桶，如二叠纪盆地的盈亏平衡油价为 65 美元/桶，较 2024 年第一季度持平。其中大型公司盈亏平衡油价为 61 美元/桶，较 2024 年第一季度增加 3 美元/桶，而小型公司盈亏平衡油价为 66 美元/桶，较 2024 年第一季度降低 1 美元/桶。

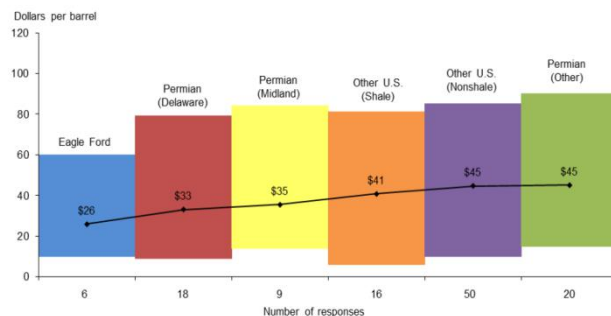
美国页岩油企业钻探成本上升的主要原因为政治法规所致，根据《通胀削减法案》，针对油气开采环节的甲烷排放从 2024 年起收费 900 美元/吨，2025 年提高至 1200 美元/吨。在特朗普新一任期中，或将在勘探开采、环保费用补贴、税收等多方面降低原油开采成本，但我们认为美国页岩油厂商的生产经营决策，或为被动接受油价的结果，而非主动干预油价的因素，因此低油价下资本开支意愿较低，不具备大幅增产的条件。

图5: 美国新打井-完井的完全成本（美元/桶）



资料来源：达拉斯联储，国信证券经济研究所整理

图6: 美国现有井运营成本（美元/桶）

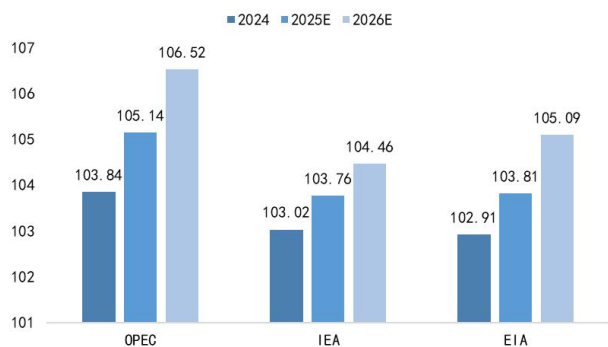


资料来源：达拉斯联储，国信证券经济研究所整理

我们认为美国页岩油厂商的生产经营决策，或为被动接受油价的结果，而非主动干预油价的因素，因此低油价下资本开支意愿较低，并不具备大幅增产的条件。

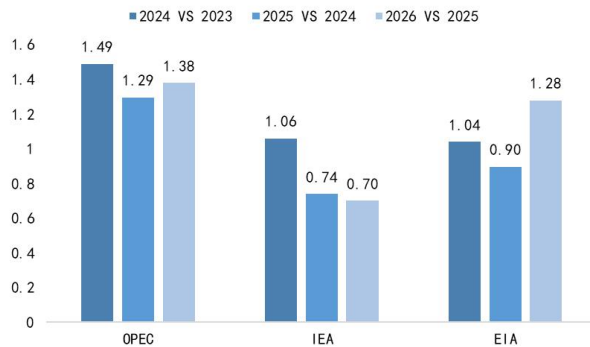
**需求端：**国际主要能源机构预计 2025 年原油需求增长 74-130 万桶/天，预计 2026 年原油需求增长 70-138 万桶/天：根据 OPEC、IEA、EIA 最新 9 月月报显示，2025 年原油需求分别为 105.14、103.76、103.81 百万桶/天，分别较 2024 年增加 130、74、90 万桶/天，其中 OPEC 维持 2025 年需求增长预期不变，IEA 与 EIA 分别小幅上调 2025 年需求 6 万桶/日、9 万桶/日。2026 年原油需求分别为 106.52、104.46、105.09 百万桶/天，分别较 2025 年增加 138、70、118 万桶/天，其中 OPEC 维持 2026 年需求增长预期不变，IEA 与 EIA 分别上调 2026 年需求 6 万桶/日、18 万桶/日。

图7: 主流机构对于原油需求的预测（百万桶/天）



资料来源：OPEC、IEA、EIA，国信证券经济研究所整理

图8: 主流机构对于原油需求增长的预测（百万桶/天）



资料来源：OPEC、IEA、EIA，国信证券经济研究所整理

近期，全球外部环境急剧变化，同时俄乌、美伊以及美国“对等关税”政策均存在较大不确定性，但考虑到 OPEC+ 较高的财政平衡油价成本，以及美国页岩油较高的新井成本，预计 2025 年布伦特油价中枢在 65-75 美元/桶，2025 年 WTI 油价中枢在 60-70 美元/桶。

### 3、油气重点数据跟踪

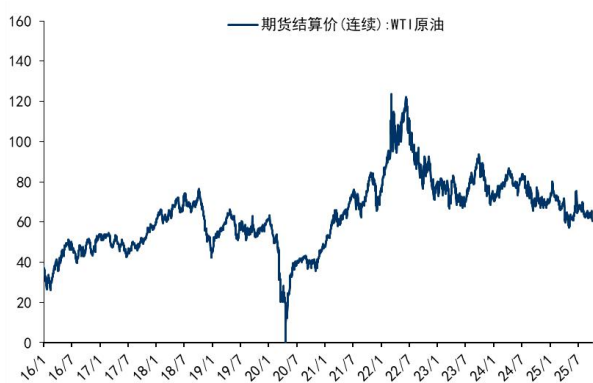
#### 3.1 原油价格与价差

截至9月30日收盘，WTI原油期货结算价为62.37美元/桶，较上月末下跌1.6美元/桶（-2.6%）；布伦特原油期货结算价为67.02美元/桶，较上月末下跌1.1美元/桶（-1.6%）。

2025年9月，WTI原油平均期货结算价为63.57美元/桶，较上月下跌0.4美元/桶（-0.7%）；布伦特原油平均期货结算价为67.58美元/桶，较上月上涨0.3美元/桶（+0.5%）。

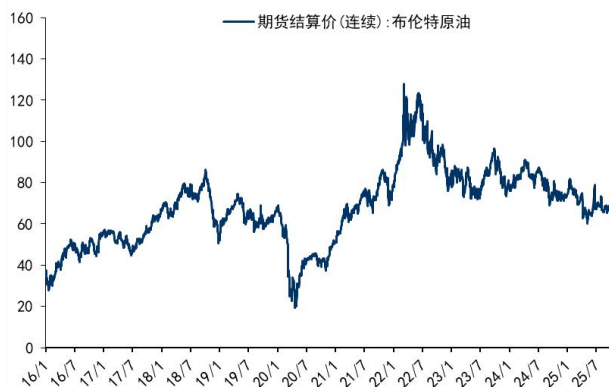
2025年9月，布伦特-WTI期货平均结算价差为4.01美元/桶，较上月扩大0.74美元/桶；布伦特期货-现货平均价差为-0.60美元/桶，较上月收窄0.59美元/桶。

图9: WTI 油价走势（美元/桶）



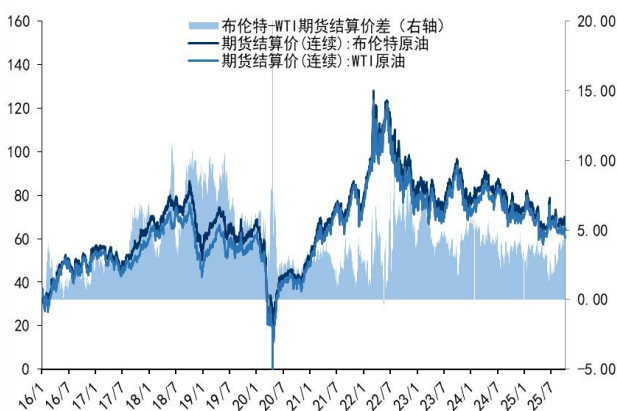
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 布伦特油价走势（美元/桶）



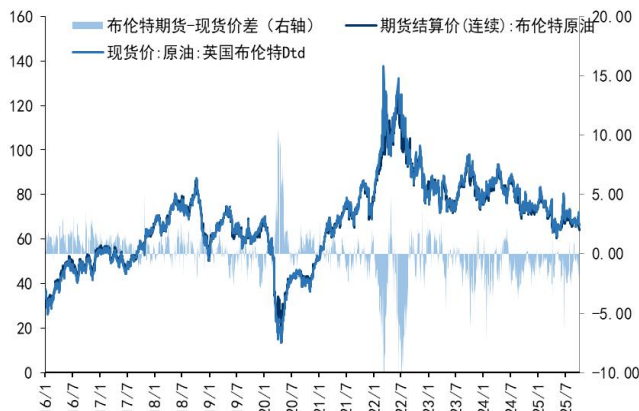
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 布伦特-WTI 期货结算价差走势（美元/桶）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 布伦特期货-现货价差走势（美元/桶）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 3.2 原油供给：海外资本开支意愿较低，不具备大幅增产条件

2025 年 9 月，美国原油平均产量为 1349.6 万桶/天，较上月增加 10.3 万桶/天（+0.8%）；美国活跃石油钻机平均数量为 418 部，较上月增加 6 部（+1.6%）；北美活跃压裂车队平均数量为 172 支，较上月增加 7 支（+4.4%）。

根据 EIA 最新 9 月月报数据，2024 年美国原油产量 1323 万桶/天，并预计 2025-2026 年美国原油产量分别为 1344、1330 万桶/天（上次预测为 1341、1328 万桶/天），分别+21、-14 万桶/天，2025-2026 年供给增速维持低位。

截至 9 月 26 日当周，美国原油产量为 1350.5 万桶/天，较上周增加 0.4 万桶/天（+0.0%）；美国活跃石油钻机数量为 424 部，较上周增加 6 部（+1.4%）；北美活跃压裂车队数量为 179 支，较上周增加 5 支（+2.9%）。

图13: 美国原油产量（千桶/天）



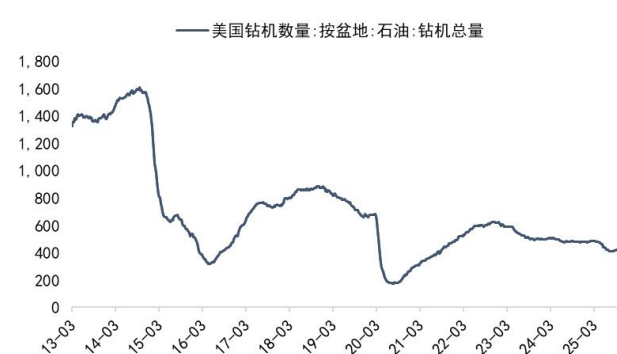
资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

图14: 美国原油年度产量（百万桶/天）



资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

图15: 美国石油钻机数量（部）



资料来源：贝克休斯，国信证券经济研究所整理

图16: 北美活跃压裂车队数量（支）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

根据巴西国家石油、天然气和生物燃料局数据，2025 年 7 月巴西原油产量 395.9 万桶/天，同比增加 72.7 万桶/天（+22.5%），环比增加 20.2 万桶/天（+5.4%）。

根据 EIA 数据，2025 年 6 月俄罗斯原油（包括凝析油）产量为 978.3 万桶/天，环比减少 3.5 万桶/天（-0.4%），较上年增加 1.9 万桶/天（+0.2%）。

图17: 巴西原油产量（千桶/天）



资料来源：Wind，巴西国家石油、天然气和生物燃料局，国信证券经济研究所整理

图18: 俄罗斯原油产量（千桶/天）

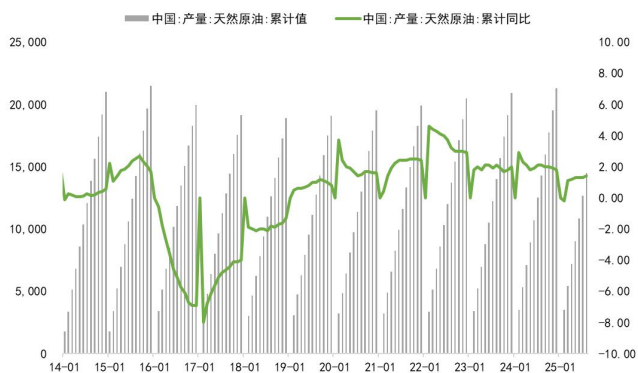


资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

根据国家统计局及海关总署数据，2025 年 1-8 月，中国原油产量为 14485.8 万吨，累计同比增长 1.4%；原油进口量为 37605.0 万吨，累计同比增长 2.5%。

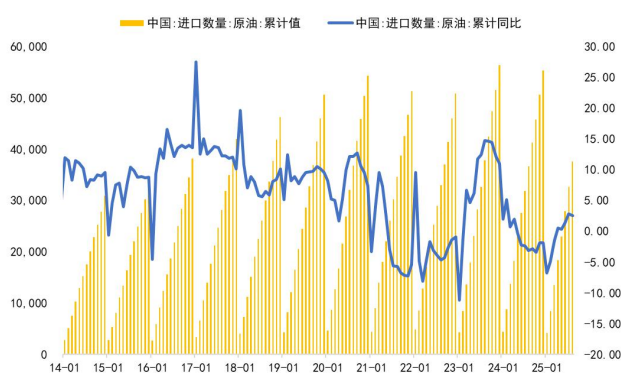
其中，8 月份原油产量为 1825.6 万吨，同比增长 2.4%，环比增长 0.7%；原油进口量为 4949.0 万吨，同比增长 0.8%，环比增长 4.9%。

图19: 中国原油产量（万吨）及同比（%，右轴）



资料来源：Wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图20: 中国原油进口量（万吨）及同比（%，右轴）



资料来源：Wind，海关总署，国信证券经济研究所整理

### 3.3 原油需求：炼厂开工率季节性回落

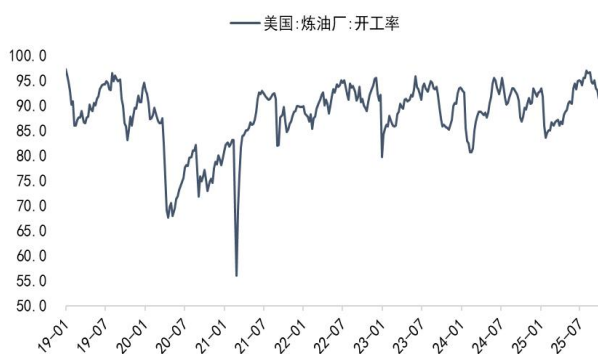
2025 年 9 月，美国炼厂原油平均加工量为 1647.2 万桶/天，较上月减少 56.3 万桶/天（-3.3%），美国炼厂平均开工率为 93.1%，较上月降低 2.4 个百分点。

截至 9 月 26 日当周，美国炼厂原油加工量为 1616.8 万桶/天，较上周减少 30.8 万桶/天（-1.9%）；美国炼厂开工率为 91.4%，较上周降低 1.6 个百分点。

2025 年 9 月，中国主营炼厂平均开工负荷为 83.1%，较上月提高 0.2 个百分点；山东地炼装置平均开工负荷为 51.5%，较上月提高 3.3 个百分点。截至 9 月 25 日，主营炼厂开工率为 82.4%，较上周降低 0.9 个百分点，较上月降低 0.1 个百分点；山东地炼开工率为 53.5%，较上周提高 1.6 个百分点，较上月提高 3.9 个百分点。

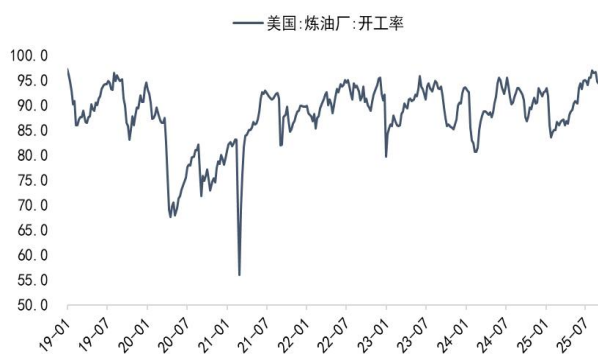
2025 年 1-8 月，中国原油累计加工量为 4.88 亿吨，累计同比增长 3.2%，其中 8 月份加工量为 6346.5 万吨，同比提高 7.6%，环比提高 0.6%。

图21：美国炼油厂原油加工量（千桶/天）



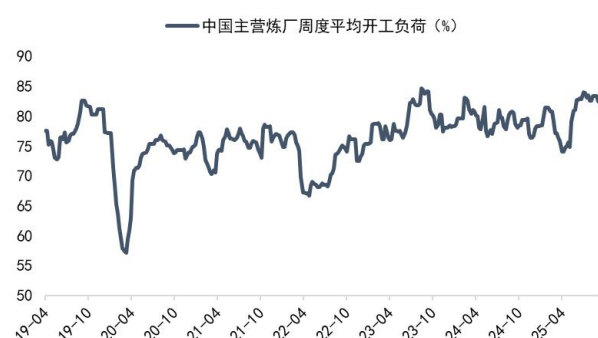
资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

图22：美国炼厂开工率（%）



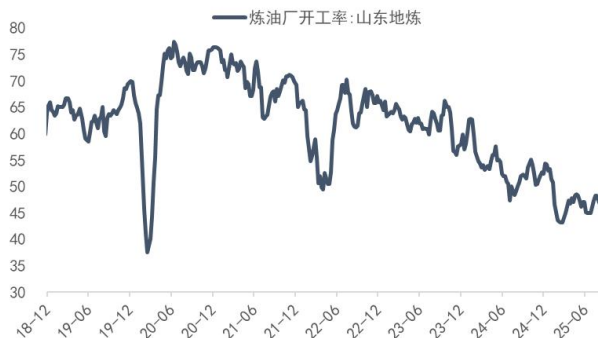
资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

图23：中国主营炼厂周度平均开工负荷（%）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图24：山东地炼装置开工负荷（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图25: 中国月度原油加工量（万吨）及当月同比



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图26: 中国原油累计加工量（万吨）及累计同比

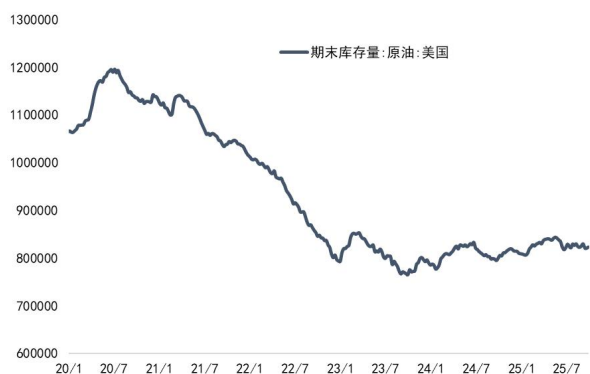


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

### 3.4 原油库存：库欣原油库存维持低位，战略储备库存稳定补库

截至9月26日当周,美国原油总库存为8.23亿桶,较上周增加253.4万桶(+0.3%),较上月减少217.1万桶(-0.3%)。其中**战略原油库存**为4.07亿桶,较上周增加74.2万桶(+0.2%),较上月增加199.0万桶(+0.5%);**商业原油库存**为4.17亿桶,较上周增加179.2万桶(+0.4%),较上月减少416.1万桶(-1.0%);**库欣地区原油库存**为2346.7万桶,较上周减少27.1万桶(-1.1%),较上月减少75.5万桶(-3.1%)。

图27: 美国原油总库存（千桶）



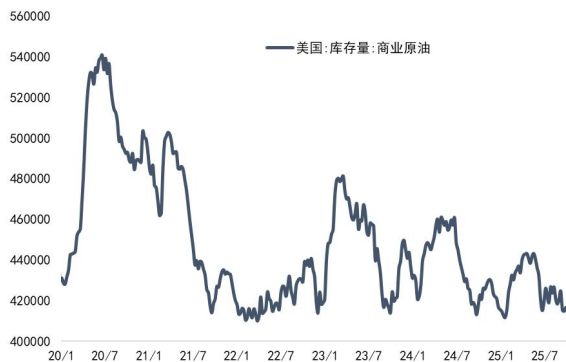
资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

图28: 美国战略原油库存（千桶）



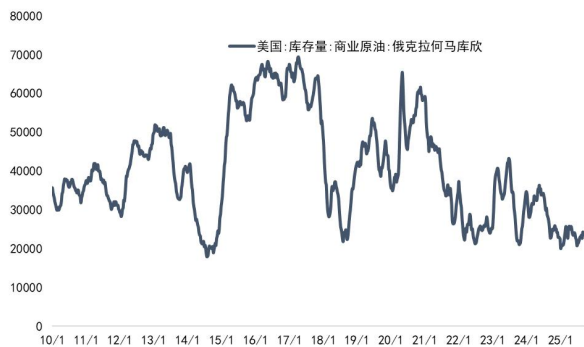
资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

图29: 美国商业原油库存 (千桶)



资料来源: EIA, 国信证券经济研究所整理

图30: 美国库欣地区原油库存 (千桶)



资料来源: EIA, 国信证券经济研究所整理

### 3.5 成品油价格与价差

截至9月30日, 美国汽油价格为87.02美元/桶, 较上月末下跌2.31美元/桶(-2.6%); 美国柴油价格为95.34美元/桶, 较上月末上涨3.15美元/桶(+3.4%); 美国航空煤油价格为90.80美元/桶, 较上月末上涨5.96美元/桶(+7.0%)。

截至9月30日, 美国汽油-原油价差为16.89美元/桶, 较上月末减少4.32美元/桶(-20.4%); 美国柴油-原油价差为28.32美元/桶, 较上月末增加4.25美元/桶(+17.7%); 美国航空煤油-原油价差为20.67美元/桶, 较上月末上涨3.95美元/桶(+23.6%)。

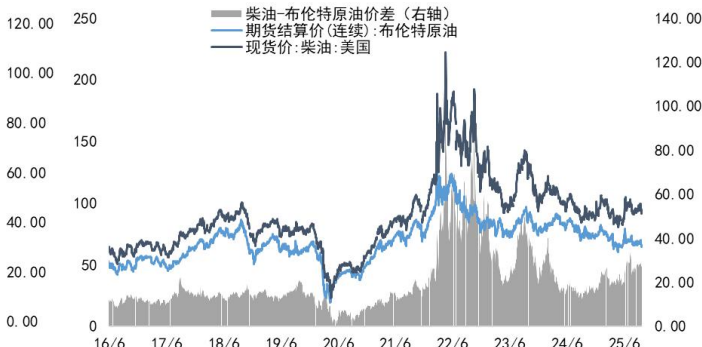
截至9月29日, 中国汽油价格批发为7850元/吨, 较上月末下跌66元/吨(-0.8%); 中国柴油批发价格为6758元/吨, 较上月末下跌49元/吨(-0.7%); 中国航空煤油价格为5632元/吨, 较上月末上涨27元/吨(+0.5%)。

图31: 美国汽油价格及价差 (美元/桶)



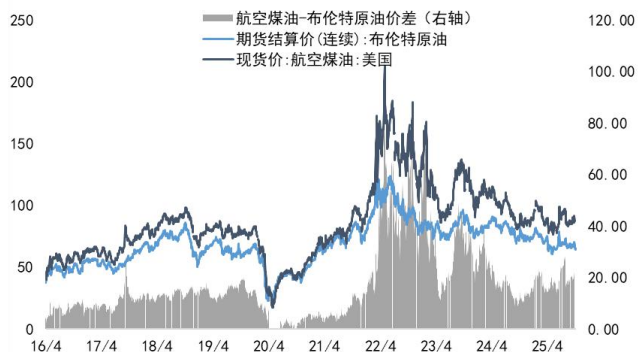
资料来源: EIA、ICE, 国信证券经济研究所整理

图32: 美国柴油价格及价差



资料来源: EIA、ICE, 国信证券经济研究所整理

图33: 美国航空煤油价格及价差



资料来源：EIA、ICE，国信证券经济研究所整理

图34: 中国汽油价格（元/吨）



资料来源：Wind、上海石油天然气交易中心，国信证券经济研究所整理

图35: 中国柴油价格（元/吨）



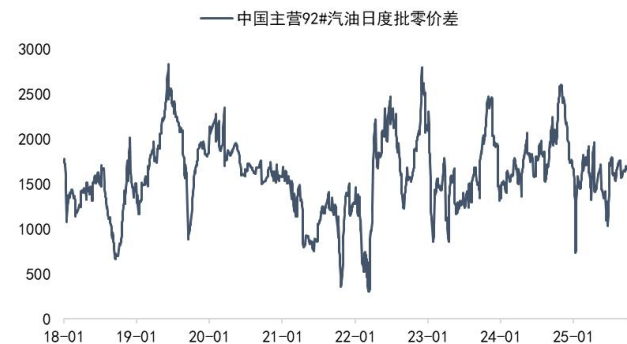
资料来源：Wind、上海石油天然气交易中心，国信证券经济研究所整理

图36: 中国航空煤油价格（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图37: 中国汽油批零价差（元/吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图38: 中国柴油批零价差（元/吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

### 3.6 成品油供给

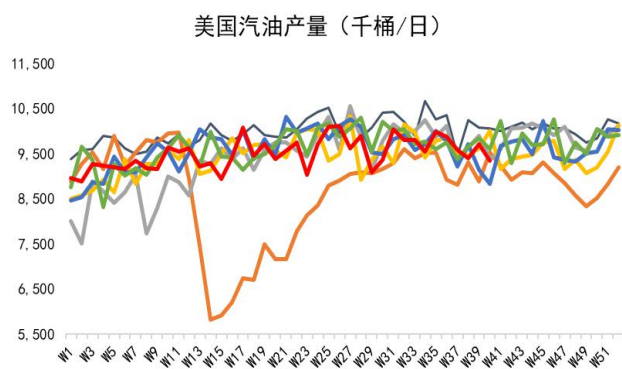
2025 年 9 月，美国汽油平均产量为 951.1 万桶/天，较上月减少 29.4 万桶/天（-3.0%）；美国柴油平均产量为 503.2 万桶/天，较上月减少 20.3 万桶/天（-3.9%）；美国航空煤油平均产量为 184.5 万桶/天，较上月减少 4.6 万桶/天（-2.4%）。

截至 9 月 26 日当周，美国汽油产量为 934.4 万桶/天，较上周减少 36.3 万桶/天（-3.7%）；美国柴油产量为 495.9 万桶/天，较上周减少 2.5 万桶/天（-0.5%）；美国航空煤油产量为 188.1 万桶/天，较上周减少 3.5 万桶/天（-1.9%）。

根据国家统计局数据，2025 年 1-8 月，中国汽油累计产量为 10283.6 万吨，累计同比降低 5.7%；柴油累计产量为 12961.9 万吨，累计同比降低 3.2%；煤油累计产量为 3931.5 万吨，累计同比增长 3.4%。

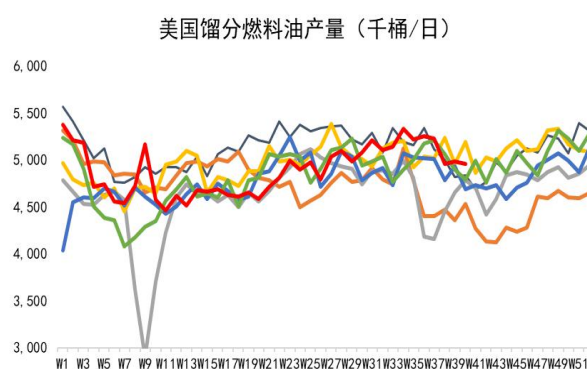
2025 年 8 月，中国汽油产量为 1347.4 万吨，同比降低 1.7%，环比增长 1.8%；柴油产量为 1705.8 万吨，同比增长 4.5%，环比增长 1.9%；煤油产量为 555.6 万吨，同比增长 10.7%，环比降低 1.1%。

图39: 美国汽油产量（千桶/天）



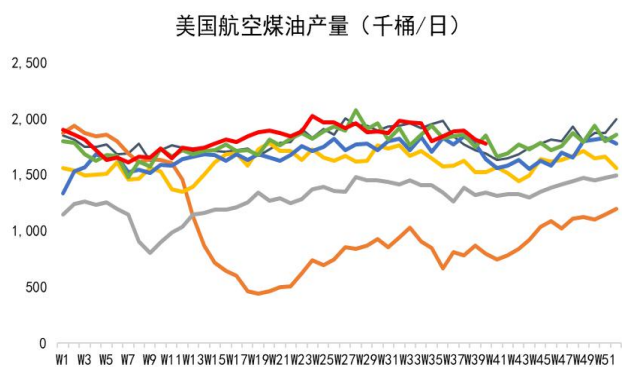
资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

图40: 美国柴油产量（千桶/天）



资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

图41: 美国航空煤油产量（千桶/天）



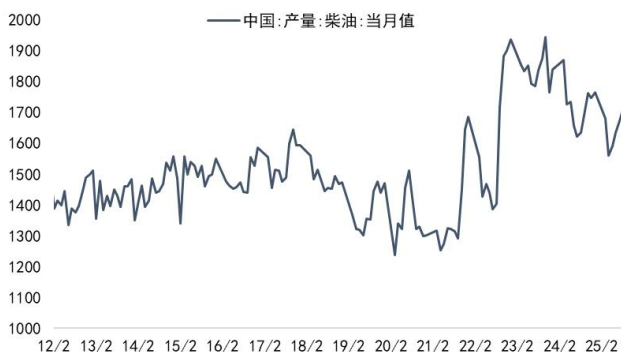
资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

图42: 中国汽油产量（万吨）



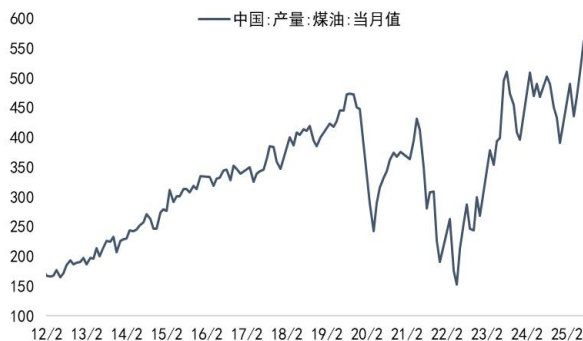
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图43: 中国柴油产量（万吨）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图44: 中国煤油产量（万吨）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

### 3.7 成品油需求

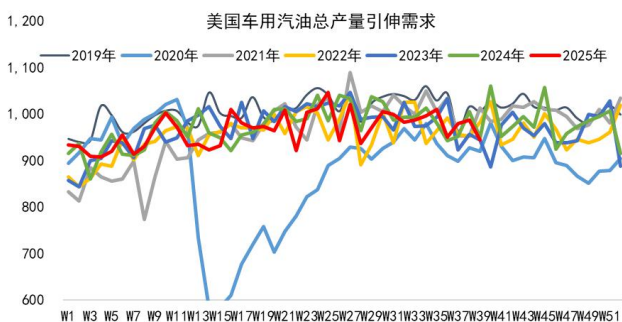
2025 年 9 月，美国汽油平均需求量为 964.5 万桶/天，较上月减少 29.0 万桶/天（-2.9%）；美国柴油平均需求量为 488.3 万桶/天，较上月减少 36.3 万桶/天（-6.9%）。

截至 9 月 26 日当周，美国车用汽油需求量为 943.7 万桶/天，较上周减少 42.2 万桶/天（-4.3%）；美国柴油需求量为 499.4 万桶/天，较上周减少 29.9 万桶/天（-5.7%）。

根据国家统计局数据，2025 年 1-8 月，中国汽油累计表观消费量为 9720.3 万吨，累计同比降低 5.2%；柴油累计表观消费量为 12520.3 万吨，累计同比降低 1.5%；煤油累计表观消费量为 2583.1 万吨，累计同比降幅 2.6%。

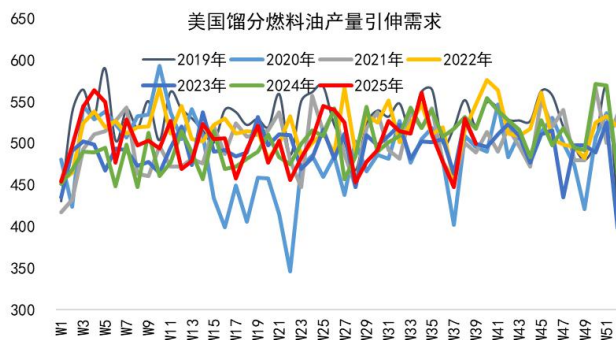
2025 年 8 月，中国汽油表观消费量为 1262.4 万吨，同比增长 9.8%，环比增长 2.6%；柴油表观消费量为 1618.6 万吨，同比增长 19.0%，环比增长 1.5%；煤油表观消费量为 379.3 万吨，同比增长 36.5%，环比增长 4.1%。

图45: 美国车用汽油需求（万桶/天）



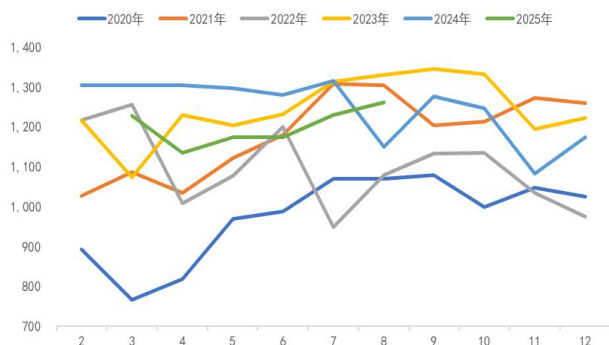
资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

图46: 美国柴油日需求量（万桶/天）



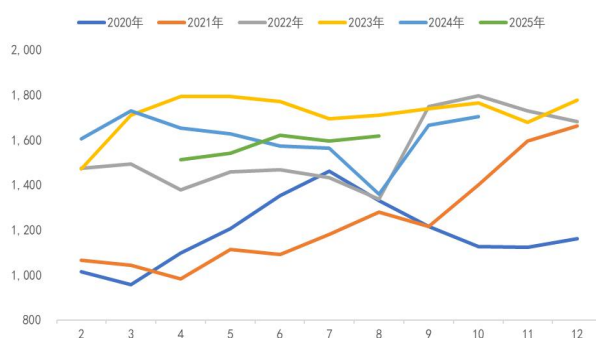
资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

图47: 中国汽油表观消费量(万吨)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图48: 中国柴油表观消费量(万吨)



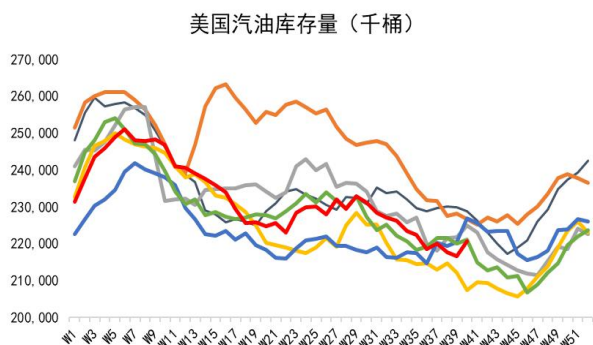
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

### 3.8 成品油库存

2025年9月, 美国汽油平均库存量为2.19亿桶, 较上月减少395.6万桶(-1.8%); 美国车用汽油平均库存量为1535.4万桶, 较上月减少20.5万桶(-1.3%); 美国柴油平均库存量为1.23亿桶, 较上月增加800.5万桶(+7.0%); 美国航空煤油平均库存量为4441.4万桶, 较上月增加75.9万桶(+1.7%)。

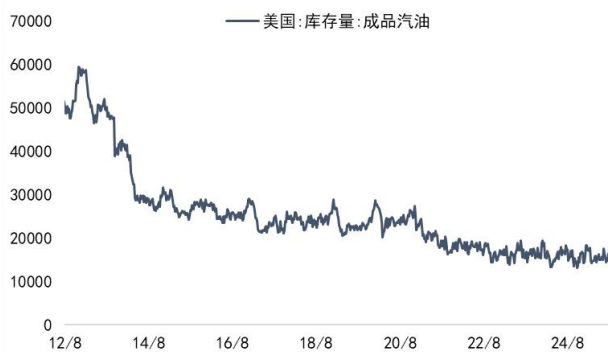
截至9月26日当周, 美国汽油总库存量为2.21亿桶, 较上周增加412.5万桶(+1.9%); 美国车用汽油库存量为1531.8万桶, 较上周增加49.6万桶(+3.3%); 美国柴油库存量为1.24亿桶, 较上周增加57.8万桶(+0.5%); 美国航空煤油库存量为4433.9万桶, 较上周减少61.2万桶(-1.4%)。

图49: 美国汽油库存量(千桶)



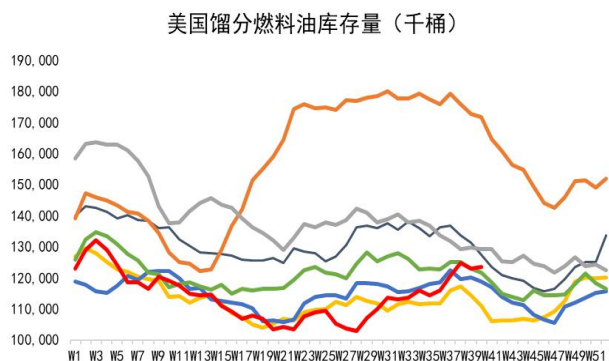
资料来源: EIA, 国信证券经济研究所整理

图50: 美国成品车用汽油库存量(千桶)



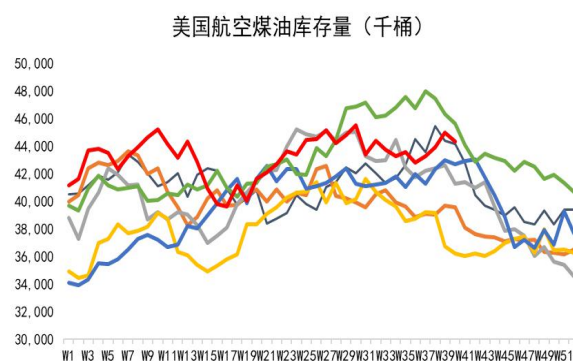
资料来源: EIA, 国信证券经济研究所整理

图51: 美国柴油库存量 (千桶)



资料来源: EIA, 国信证券经济研究所整理

图52: 美国航空煤油库存量 (千桶)



资料来源: EIA, 国信证券经济研究所整理

### 3.9 天然气价格

2025 年 9 月, NYMEX 天然气期货平均收盘价为 3.02 美元/百万英热单位, 较上月上涨 0.12 美元/百万英热单位 (+4.1%); Henry Hub 天然气平均现货价为 2.97 美元/百万英热单位, 较上月上涨 0.05 美元/百万英热单位 (+1.9%); 中国液化天然气平均出厂价格为 4042 元/吨, 较上月下跌 130.3 元/吨 (-3.1%)。

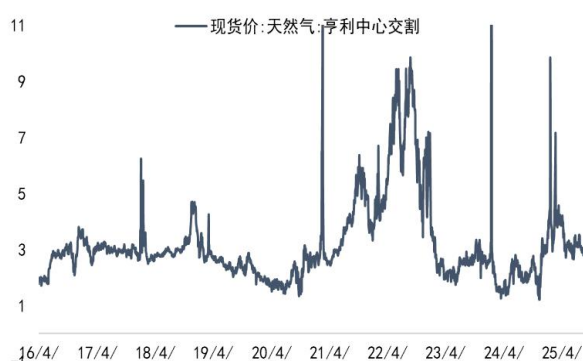
截至 9 月 30 日, NYMEX 天然气期货收盘价为 3.33 美元/百万英热单位, 较上月末上涨 0.32 美元/百万英热单位 (+10.4%); Henry Hub 天然气现货价为 2.93 美元/百万英热单位, 较上月末上涨 0.05 美元/百万英热单位 (+1.7%); 中国液化天然气出厂价格为 4038 元/吨, 较上月末下跌 60 元/吨 (-1.5%)。

图53: NYMEX 天然气期货收盘价 (美元/百万英热单位)



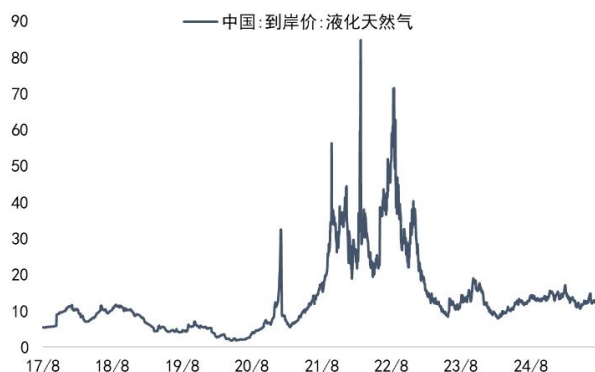
资料来源: Wind、NYMEX, 国信证券经济研究所整理

图54: Henry Hub 天然气现货价 (美元/百万英热单位)



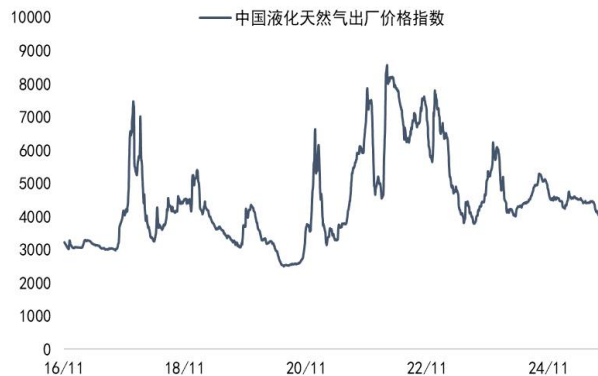
资料来源: Wind、EIA, 国信证券经济研究所整理

图55: 东北亚液化天然气到岸价 (美元/百万英热单位)



资料来源: Wind、金联创, 国信证券经济研究所整理

图56: 中国液化天然气出厂价格指数 (元/吨)



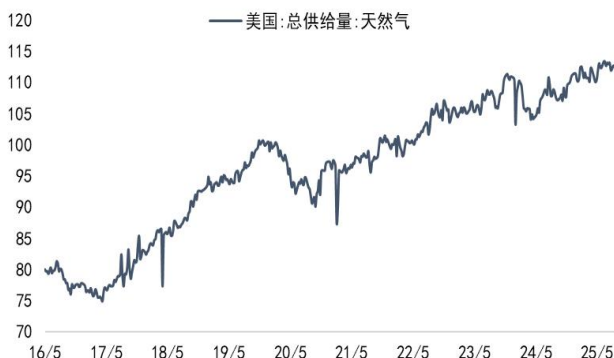
资料来源: Wind、上海石油天然气交易中心, 国信证券经济研究所整理

### 3.10 美国天然气供需

2025 年 9 月, 美国天然气平均供给量为 1120.8 亿立方英尺/天, 较上月减少 2.2 亿立方英尺/天 (-0.2%); 美国天然气平均需求量为 98.5 亿立方英尺/天, 较上月减少 49.3 亿立方英尺/天 (-4.7%); 美国天然气平均消费量为 69.3 亿立方英尺/天, 较上月减少 43.3 亿立方英尺/天 (-5.8%); 美国天然气平均库存量为 34612.5 亿立方英尺/天, 较上月增加 2427.5 亿立方英尺/天 (+7.5%)。

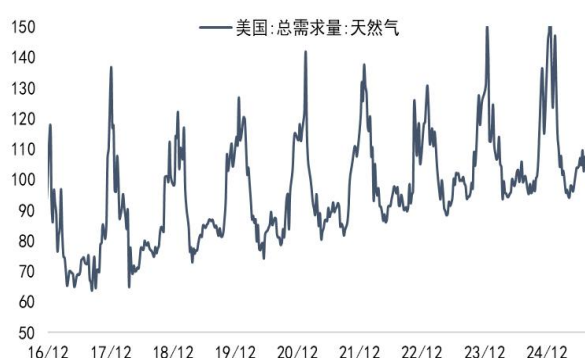
截至 9 月 24 日当周, 美国天然气供给量为 1117.0 亿立方英尺/天, 较上周减少 1.0 亿立方英尺/天 (-0.1%); 美国天然气需求量为 1013.0 亿立方英尺/天, 较上周增加 27.0 亿立方英尺/天 (+2.7%); 美国天然气消费量为 709.0 亿立方英尺/天, 较上周增加 17.0 亿立方英尺/天 (+2.5%)。截至 9 月 26 日当周, 美国天然气库存量为 35610.0 亿立方英尺/天, 较上周增加 530.0 亿立方英尺/天 (+1.5%)。

图57: 美国天然气总供给量 (十亿立方英尺/天)



资料来源: EIA, 国信证券经济研究所整理

图58: 美国天然气总需求量 (十亿立方英尺/天)



资料来源: EIA, 国信证券经济研究所整理

图59: 美国天然气总消费量（十亿立方英尺/天）



资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

图60: 美国天然气库存量（十亿立方英尺）



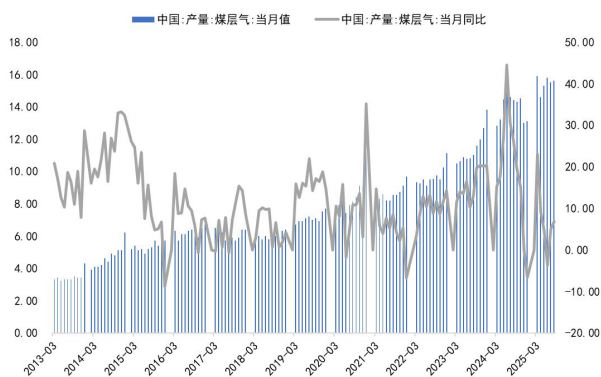
资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

### 3.11 煤层气

2025 年 1-8 月，我国煤层气产量为 120.6 亿立方米，同比增长 6.8%；其中山西省煤层气产量 98.1 亿立方米，同比增长 7.5%，占比达到 81.3%。

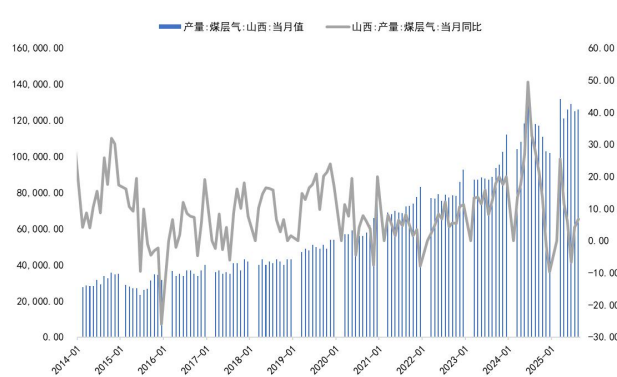
2025 年 8 月，我国煤层气产量为 15.6 亿立方米，同比增长 6.8%，环比增长 0.6%；其中山西省产量 12.6 亿立方米，同比增长 6.8%，环比增长 0.8%，产量占比为 80.8%。

图61: 中国煤层气产量及增速（亿立方米）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图62: 山西省煤层气产量及增速（万立方米）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

## 4、油气行业新闻

### 1、中国海油宣布文昌 16-2 油田开发项目投产。

9 月 4 日，中国海油宣布文昌 16-2 油田开发项目已投产，该项目位于珠江口盆地西部海域，平均水深约 150 米，主要依托文昌油田群现有设施进行开发，新建一座集油气开采、海上钻完井作业和人员生活保障等功能于一体的导管架平台。项目计划投产开发井 15 口，油品性质为轻质原油，预计 2027 年实现高峰产量约 11200 桶油当量/天。中国海油拥有该项目 100%的权益，并担任作业者。

### 2、七部委联合发布《石化化工行业稳增长工作方案(2025-2026 年)》。

9 月 26 日，七部委联合发布《石化化工行业稳增长工作方案(2025-2026 年)》。《方案》指出严控新增炼油产能，科学调控乙烯、对二甲苯新增产能投放节奏，防范煤制甲醇行业产能过剩风险。石化领域严格执行新建炼油项目产能减量置换要求，现代煤化工适度布局煤制油气、煤制化学品项目。

## 风险提示

原材料价格波动；产品价格波动；项目进度不及预期；下游需求不及预期等。

## 附表：重点公司盈利预测及估值

| 附表：重点公司盈利预测及估值 |          |          |       |      |       |       |      |       |       |      |
|----------------|----------|----------|-------|------|-------|-------|------|-------|-------|------|
| 公司<br>代码       | 公司<br>名称 | 投资<br>评级 | 收盘价   | EPS  |       |       | PE   |       |       | PB   |
|                |          |          |       | 2024 | 2025E | 2026E | 2024 | 2025E | 2026E | 2025 |
| 600938.SH      | 中国海油     | 优于大市     | 26.47 | 2.90 | 2.66  | 2.73  | 10.2 | 10.0  | 9.7   | 1.7  |
| 601857.SH      | 中国石油     | 优于大市     | 8.28  | 0.90 | 0.91  | 0.93  | 9.9  | 9.1   | 8.9   | 1.0  |
| 002648.SZ      | 卫星化学     | 优于大市     | 19.75 | 1.80 | 1.98  | 2.21  | 10.4 | 10.0  | 8.9   | 2.2  |
| 600968.SH      | 海油发展     | 优于大市     | 3.94  | 0.36 | 0.41  | 0.49  | 11.9 | 9.6   | 8.0   | 1.5  |

数据来源：Wind，国信证券经济研究所预测（注：收盘价均为 2025 年 10 月 9 日）

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

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032