



Research and
Development Center

每周油记：50 美金 vs80 美金，油价再到十字路口！

石油开采行业周报

2018 年 6 月 8 日

郭荆璞 能源行业首席分析师
许隽逸 研究助理
陈淑娴 研究助理

每周油记：50 美金 vs 80 美金，油价再到十字路口！

2018 年第二十期专题报告

2018 年 6 月 8 日

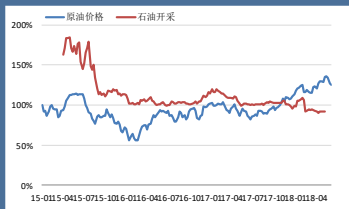
本期内容提要：

- **【信达大炼化指数】**自 2017 年 9 月 4 日至 2018 年 6 月 7 日，信达大炼化指数涨幅为 50.67%，同期石油加工行业指数跌幅为 3.43%，沪深 300 指数跌幅为 0.38%。我们以石油加工行业报告《与国起航，石化供给侧结构性改革下的大道红利》的发布日期（2017 年 9 月 4 日）为基期，以 100 为基点，以荣盛石化（002493.SZ）、桐昆股份（601233.SH）、恒力股份（600346.SH）、恒逸石化（000703.SZ）为成分股，将其市值调整后等权重平均，编制信达大炼化指数。
- 过去一周，布伦特和 WTI 周振幅达到 5 美金/桶，多空势力博弈激烈。我们需要指出的是，目前市场上的多头筹码主要是伊朗受到制裁和委内瑞拉的非自愿性减产，而空头筹码主要是美国超预期增产导致库存超预期增加和以沙特、俄罗斯和科威特为首的减产协议国可能增产。
- 首先是伊朗，继法国大型油企道达尔宣布退出伊朗油气市场后，欧洲炼油商受迫于美国的压力，准备终止向伊朗进口原油，而印度炼油商也可能终止进口伊朗原油。一旦禁令执行，我们认为伊朗会逐步加大对亚洲地区的出口，尤其是中国。超出市场预期的一点，伊朗与智利将可能达成历史上的首笔原油交易，伊朗也在开发新的市场寻求出路。对于伊朗向欧洲的原油出口，西北欧与南欧将受到制裁主要影响，但年初至今已经通过增加从伊朗原油进口，提前囤油。
- 其次是委内瑞拉，委内瑞拉通过抽提库存在 2018 年 2 月至 5 月连续 3 个月原油出口增加，5 月达到了 129 万桶/日。但是由于委内瑞拉石油输出终端关闭及其他不可抗力因素影响，2018 年 6 月 1-7 日，委内瑞拉原油出口仅为 80 万桶/日，出现了断崖式下降！但我们需要强调的是，由于我们监测的是高频日度数据，6 月至今的出口断崖是否持续还需要进一步确认。
- 最后是美国和 OPEC，2018 年 6 月 6 日，美国政府主动要求沙特和其他主要产油国增产约 100 万桶/日。我们认为，美国主动提出要求沙特等其他国家增产一方面担心油价过高会加快美国国内通胀（美国通胀水平与油价关系较大），截止 2018 年 6 月 7 日，美国汽油零售价已突破至 3.018 美元/加仑，创下近三年以来的最高水平。另一方面，美国管输能力已经受限，WTI 无法大量出口至其他国家，因此美国现在需要借助以沙特、俄罗斯、科威特为首的 OPEC 与 NON-OPEC 减产国来一起调节国际油价。
- WTI 原油价格为 65.95 美元/桶，布伦特原油价格为 77.32 美元/桶；天然气价格为 2.930 美元/百万英热单位。（注：最新收盘价）
- **风险因素：**地缘政治与厄尔尼诺等因素对油价有较大干扰。

证券研究报告

行业研究——周报

石油开采行业



资料来源：信达证券研发中心

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 83326789

邮箱：guojingpu@cindasc.com

许隽逸 研究助理

联系电话：+86 10 83326709

邮箱：xujunyi@cindasc.com

陈淑娴 研究助理

联系电话：+86 10 83326791

邮箱：chenshuxian@cindasc.com

目 录

信达大炼化指数最新走势.....	2
50 美金 vs80 美金，油价再到十字路口！	3
EIA 周报数据分析.....	8
1、库存数据分析.....	8
2、产销数据分析.....	10
3、价格数据分析.....	13
4、周报数据全面解读	16

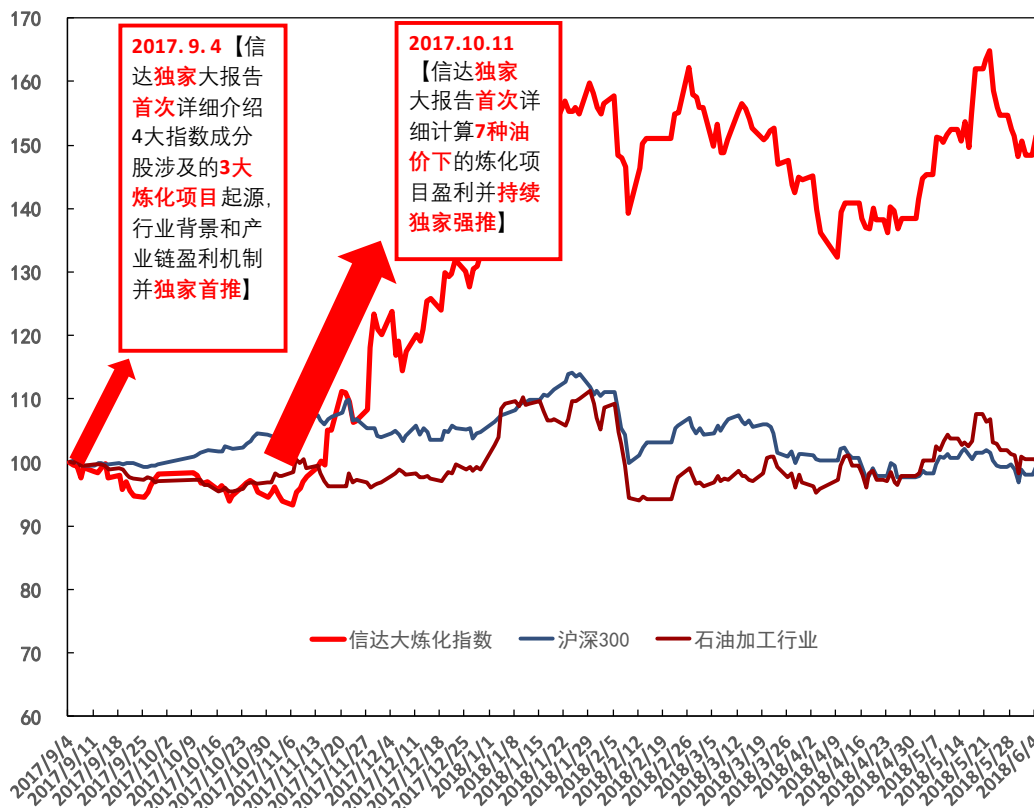
图 目 录

图表 1：信达大炼化指数相对石油加工行业指数和沪深 300 指数的市场表现 (2017.9.4-2018.6.7)	2
图表 2：2013-2018 年伊朗出口至欧洲原油量占总出口量比例 (%)	4
图表 3：2017-2018 年西北欧原油库存 (百万桶)	5
图表 4：2017-2018 委内瑞拉原油出口 (千桶/日)	6
图表 5：2015-2018 年美国汽油零售价 (美元/加仑)	7
图表 6：2013-2018 美国汽油消费量 (千加仑/天)	7
图表 7：美国原油库存 (百万桶) 及合理区间	8
图表 8：美国原油库存剔除趋势影响及油价涨幅	8
图表 9：美国原油超常库存 (百万桶) 和原油价格 (美元/桶)	8
图表 10：美国汽油库存 (百万桶) 及合理区间	9
图表 11：美国柴油库存 (百万桶) 及合理区间	9
图表 12：美国天然气库存 (十亿立方英尺) 区间、库容能力和最大库容需求预测	9
图表 13：美国天然气库存超常值、价格及油气比价	10
图表 14：美国油品消费 (千桶/日) 及合理区间	10
图表 15：美国油品消费剔除趋势影响及油价涨幅	10
图表 16：美国油品超常消费 (千桶/日) 及原油价格	11
图表 17：2004 年至今美国生产消费柴汽比 (4 周移动平均值)	11
图表 18：美国汽柴油进出口状况	12
图表 19：美国炼厂开工率及合理区间	12
图表 20：美国汽柴油-原油加权平均裂解价差 (美元/桶) 及合理区间	13
图表 21：美国汽柴油-原油实际裂解价差 (美元/桶) 及合理区间	13
图表 22：美国 2006 年至今汽柴油价差 (美分/加仑) 及盈利空间 (美元/桶)	14
图表 23：美国 2006 年至今汽油超常库存与汽油-原油价差	14
图表 24：美国 2006 年至今柴油超常库存与柴油-原油价差	14
图表 25：美国 2006 年至今成品油超常库存、炼油价差及开工率距平值	15

信达大炼化指数最新走势

自2017年9月4日至2018年6月7日，信达大炼化指数涨幅为50.67%，同期石油加工行业指数跌幅为3.43%，沪深300指数跌幅为0.38%。我们以石油加工行业报告《**为国起航，石化供给侧结构性改革下的大道红利**》的发布日期（2017年9月4日）为基期，以100为基点，以2017年10月11日石油加工行业报告《**改革护航的腾飞式盈利：4大民营石化巨头必逆袭!**》中详细计算炼化盈利能力的3大炼化一体化项目所相关的四家上市公司荣盛石化（002493.SZ）、桐昆股份（601233.SH）、恒力股份（600346.SH）、恒逸石化（000703.SZ）为成分股，将其市值调整后等权重平均，编制信达大炼化指数，详情请见2017年11月21日石油加工行业专题报告《**信达大炼化指数：坚定陪伴4大民营石化巨头业绩腾飞!**》和2018年2月9日发布的每周油记《**油价要跌破50？中国拉动百万桶需求!**》。

图表 1：信达大炼化指数相对石油加工行业指数和沪深300指数的市场表现（2017.9.4-2018.6.7）



资料来源：万得，信达证券研发中心 注：收盘价采用2018年6月7日

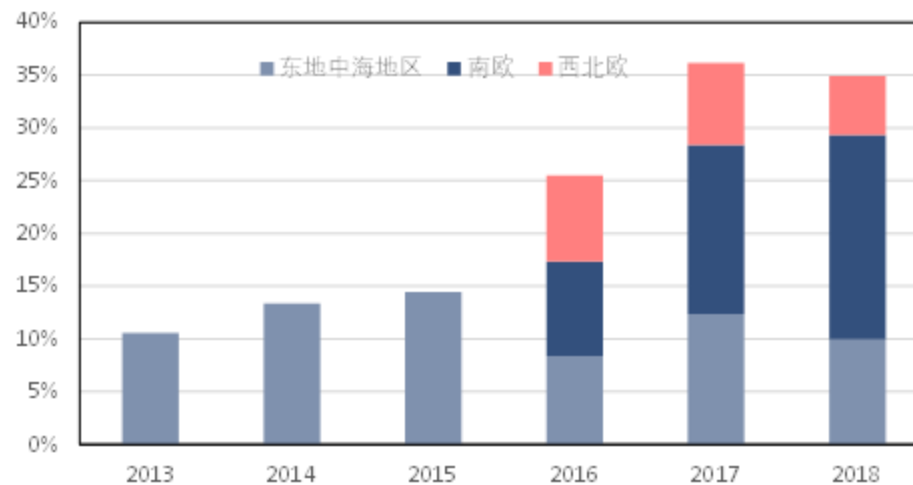
50 美金 vs 80 美金，油价再到十字路口！

过去的这一周，布伦特和 WTI 价格大起大落，周振幅达到 5 美金/桶，多空势力博弈激烈。我们需要指出的是，目前市场上的多头筹码主要是伊朗受到制裁和委内瑞拉的非自愿性减产，而空头筹码主要是美国超预期增产导致库存超预期增加和以沙特、俄罗斯和科威特为首的减产协议国可能增产，而这四大筹码在过去的一周均发生了较大变化，我们将通过本报告进行深入剖析！

首先是伊朗，继法国大型油企道达尔宣布退出伊朗油气市场后，根据路透社的报道，欧洲炼油商受迫于美国的压力，准备终止向伊朗进口原油，而印度炼油商也可能终止进口伊朗原油。如果欧洲对伊朗的原油进口禁令真正执行，那么欧盟是否认可伊朗核协议已经没有太多经济上的意义。我们曾在 5 月 12 日的每周油记《伊朗百万桶出口要没？细拆 41 个月 3087 艘油轮去向！》中详细分析了伊朗的原油出口流向，2017 年至今，伊朗出口至欧洲的原油在 50-100 万桶/日，一旦禁令执行，我们认为伊朗会逐步加大对亚洲地区的出口，尤其是中国，但是短期内全球原油市场边际供给会大幅下降，毕竟贸易流的调整需要一段时间。

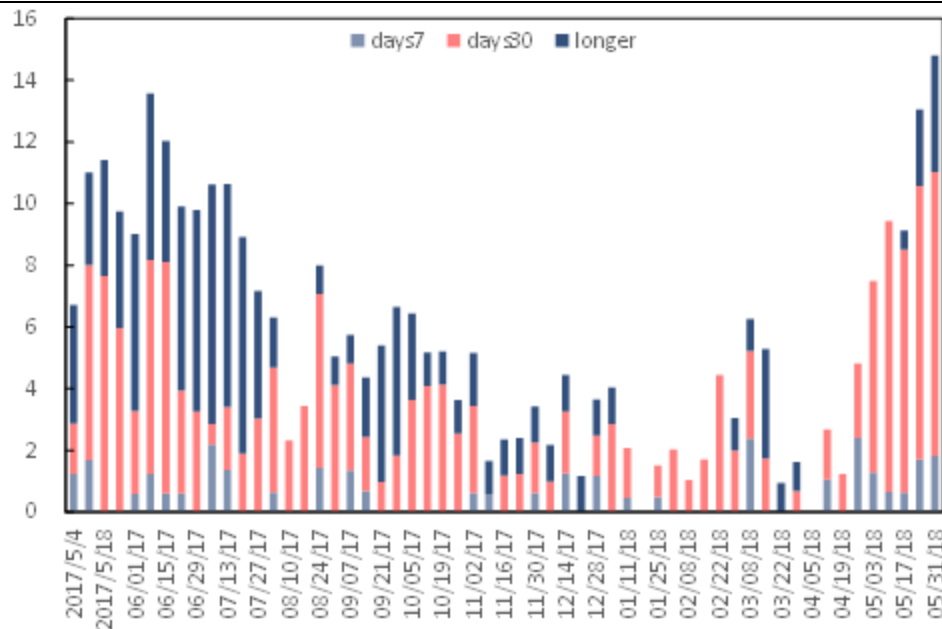
不过超出市场预期的一点，根据 Clipperdata 向我们提供的数据 (Clipperdata-信达证券数据服务协议)，有一个有意思的发现，一艘装有 100 万桶伊朗原油的苏伊士型油轮 (Suezmax) 于 2018 年 6 月 1 日在伊朗国家石油公司 (National Iranian Oil Company, NIOC) 的哈尔克岛 (Kharg Island) 码头离开了阿曼湾 (Gulf of Oman)，并驶向了智利的圣文森特港 (San Vicente)。如果这船油交割成功，这将标志着伊朗与智利达成了历史上的首笔原油交易，智利将成为伊朗新的原油出口国，与此同时，伊朗也将成为智利新的原油进口国，而在过去的一年里，智利仅从巴西、厄瓜多尔和秘鲁这三个国家进口原油。因此，面对来自美国和欧洲的制裁，伊朗也在开发新的市场寻求出路。

进一步来拆分伊朗向欧洲的原油出口，2013 年-2015 年受到制裁伊朗行动影响的主要是西北欧与南欧，在制裁期间这两个地区几乎没有从伊朗进口原油。但在制裁解除后，西北欧与南欧大幅增加了从伊朗原油的进口，尤其是出口至南欧地区的原油量占伊朗出口总量的比例已达到 15% 以上，其中的主要国家为意大利、法国、西班牙和希腊，而 2017 年南欧与西北欧合计占到了伊朗原油出口量的 25% 左右。也就是说，在 2018 年再次制裁伊朗期间，西北欧和南欧将再次受到重大影响，历史即将重演。

图表 2：2013-2018 年伊朗出口至欧洲原油量占总出口量比例 (%)


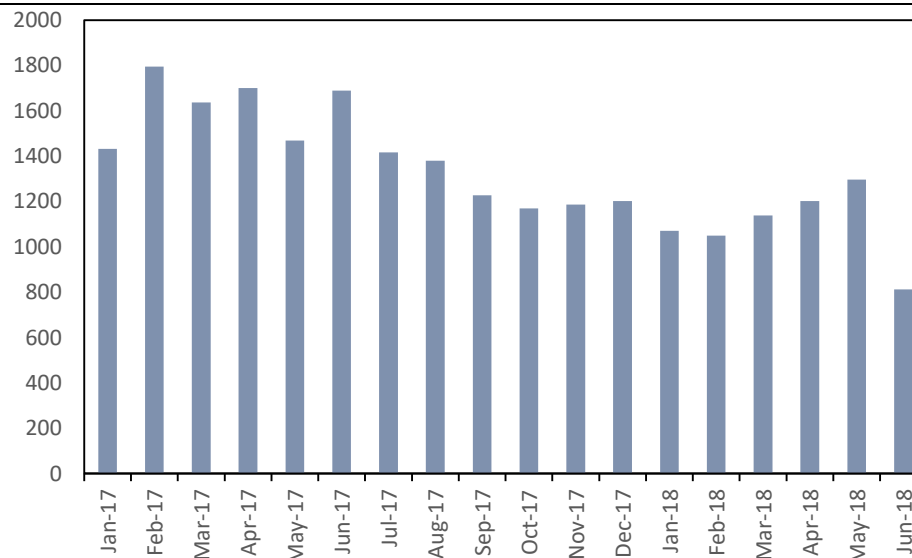
资料来源: Clipperdata, 信达证券研发中心

我们需要指出的是，自 2018 年 5 月 8 日美国宣布制裁伊朗以来，伊朗向欧洲的原油出口量出现了大幅增加。根据 Clipperata 对全球油轮的监测，共有 9 艘油轮在欧洲港口卸下合计逾 100 万桶原油，还有 5 艘油轮也已从伊朗出发，在两周内到达欧洲各国。而在 2018 年的 1-4 月内，共计约 50 万桶/日的伊朗原油被运往欧洲国家，其中最大买家为意大利（17 万桶/日，南欧），其后依次为西班牙（12 万桶/日，南欧），法国（9 万桶/日，西北欧）和希腊（7 万桶/日，南欧）。与此同时，根据 Clipperdata 跟踪的海上浮仓数据，西北欧地区的海上原油浮仓库存也在 5 月出现快速增加，这也印证了我们在 5 月 12 日的每周油记《伊朗百万桶出口要没？细拆 41 个月 3087 艘油轮去向！》中提出的“伊朗可能在制裁缓冲期内进一步增大原油出口量（通过抽取库存、降价等方式），因此短期内国际原油的供应实际上可能进一步增加。”的预判。换句话说，西北欧地区的部分国家担心制裁后无法从伊朗进口低价原油，提前囤油。

图表 3：2017-2018 年西北欧原油库存（百万桶）


资料来源：Clipperdata, 信达证券研发中心

其次是委内瑞拉，我们曾在 2018 年 5 月 18 日的每周油记《美国能源部翻空油价？ EIA 预测库存将大增》中强调：“委内瑞拉国家石油公司（PDVSA）的石油运输终端子公司（BOPEC）由于资金原因将被迫关闭，因此委内瑞拉在其关闭之前大幅抽提库存增加出口。中长期来看，委内瑞拉将进入产量出口双降局面，对该国影响巨大”。从我们持续跟踪的 Clipperdata 数据可以发现，委内瑞拉在 2018 年 2 月至 5 月连续 3 个月原油出口增加，5 月达到了 129 万桶/日。但是由于委内瑞拉石油输出终端关闭及其他不可抗力因素影响，2018 年 6 月 1-7 日，委内瑞拉原油出口仅为 80 万桶/日，出现了断崖式下降，这会激发场内交易员的看涨情绪！但我们需要强调的是，由于我们监测的是高频日度数据（而由于油轮装载安排容易出现月度的前低后高或者前高后低），6 月至今的出口断崖是否持续还需要进一步确认。

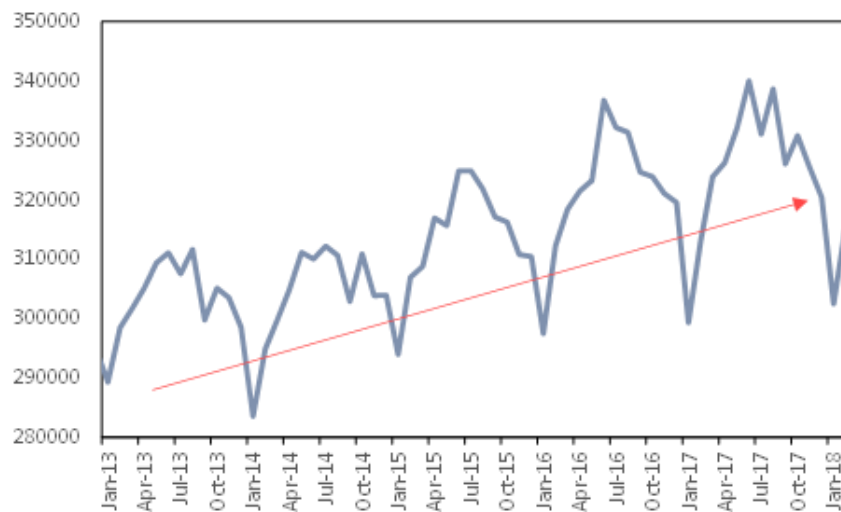
图表 4: 2017-2018 委内瑞拉原油出口 (千桶/日)


资料来源: Clipperdata, 信达证券研发中心, 注: 2018 年 6 月数据为 2018 年 6 月 1 日-2018 年 6 月 7 日数据

最后是美国和 OPEC, 据彭博社报道, 2018 年 6 月 6 日, 美国政府主动要求沙特和其他主要产油国增产约 100 万桶/日。就在两周前的 2018 年 5 月 25 日, 沙特阿拉伯与俄罗斯在圣彼得堡举行会谈讨论是否要增产原油 100 万桶/日, 关于是否增产将于 2018 年 6 月 22-23 日在维也纳举办的 OPEC 与 NON-OPEC 产油国大会上决定。我们认为, 美国主动提出要求沙特等其他国家增产一方面担心油价过高会加快美国国内通胀 (美国通胀水平与油价关系较大), 截止 2018 年 6 月 7 日, 美国国内汽油零售价已突破至 3.018 美元/加仑, 创下近三年以来的最高水平, 从 EIA 公布的美国汽油消费数据来看, 美国汽油消费具有明显的夏高冬低的季节性特征, 而高的汽油零售价格将给即将暑期自驾游的美国居民造成更大的经济压力。另一方面, 美国管输能力已经受限, WTI 无法大量出口至其他国家, 而正在建设的美国管网预计将于 2019 年下半年投产, 因此美国现在需要借助以沙特、俄罗斯、科威特为首的 OPEC 与 NON-OPEC 减产国来一起调节国际油价。

图表 5: 2015-2018 年美国汽油零售价 (美元/加仑)


资料来源: EIA, 信达证券研发中心

图表 6: 2013-2018 美国汽油消费量 (千加仑/天)


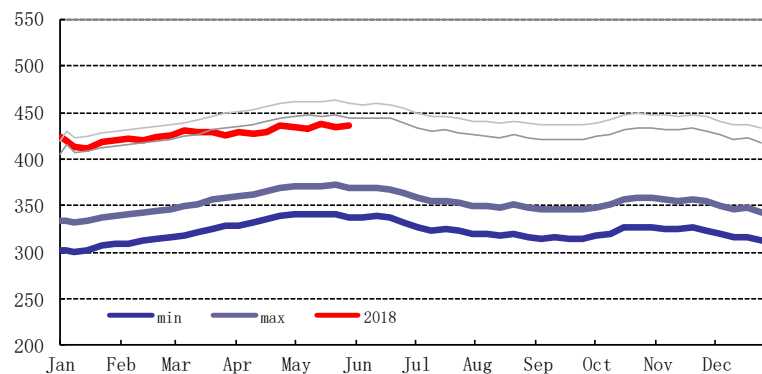
资料来源: EIA, 信达证券研发中心

EIA 周报数据分析

1、库存数据分析

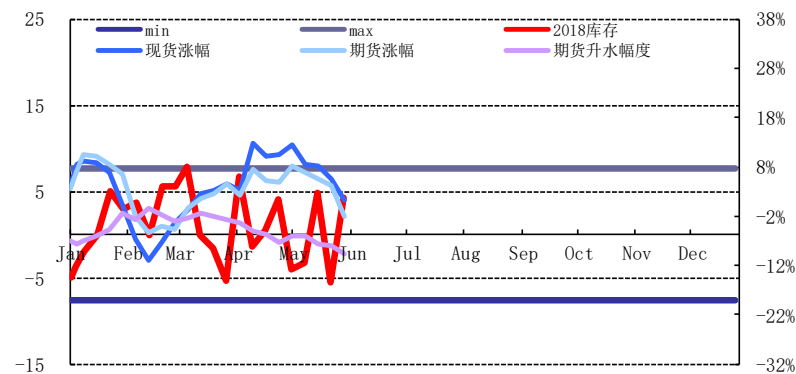
原油库存增加至 436.584 万桶，较上一周增加 2.072 万桶。

图表 7：美国原油库存（百万桶）及合理区间



资料来源：EIA，信达证券研发中心

图表 8：美国原油库存剔除趋势影响及油价涨幅



资料来源：EIA，信达证券研发中心

剔除趋势影响的原油库存处于正常范围，较上周增加。

图表 9：美国原油超常库存（百万桶）和原油价格（美元/桶）

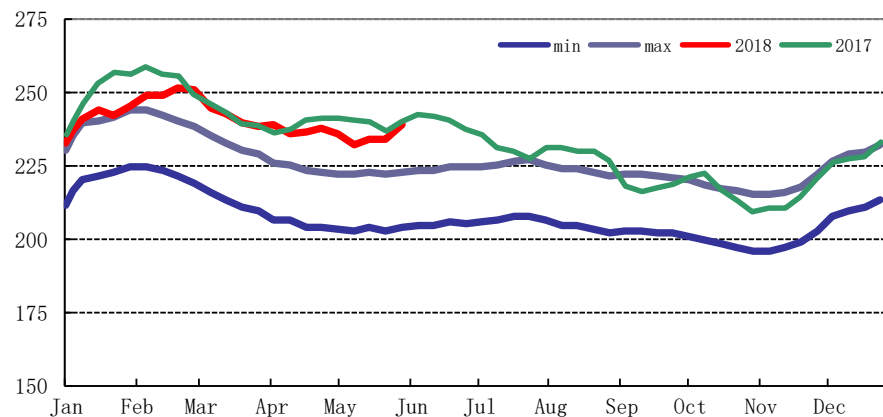


资料来源：EIA，信达证券研发中心

原油超常库存高于合理区间，较上周增加。

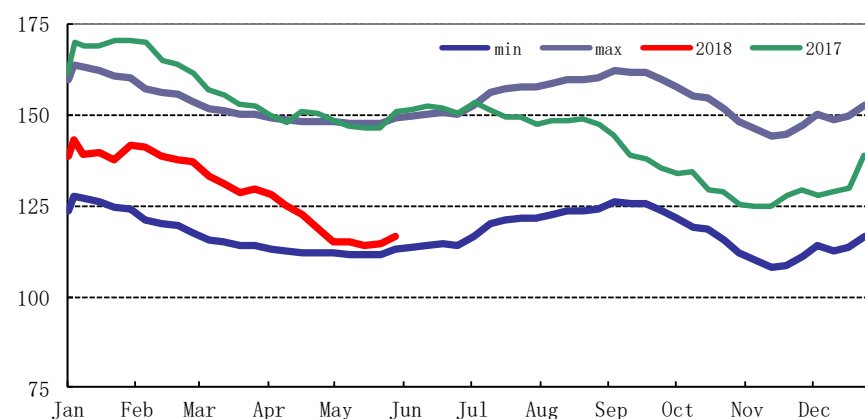
汽油库存增加至 239.034 百万桶，高于合理区间。柴油库存增加至 116.794 百万桶，处于合理区间。

图表 10: 美国汽油库存 (百万桶) 及合理区间



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

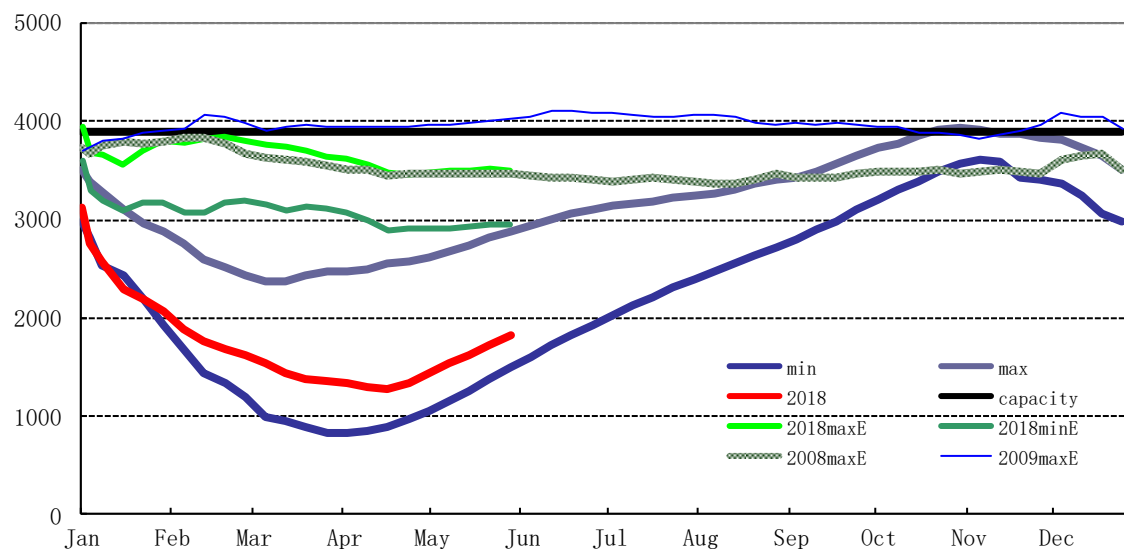
图表 11: 美国柴油库存 (百万桶) 及合理区间



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

本周天然气库存增加 920 亿立方英尺，库存为 1.817 万亿立方英尺。

图表 12: 美国天然气库存 (十亿立方英尺) 区间、库容能力和最大库容需求预测



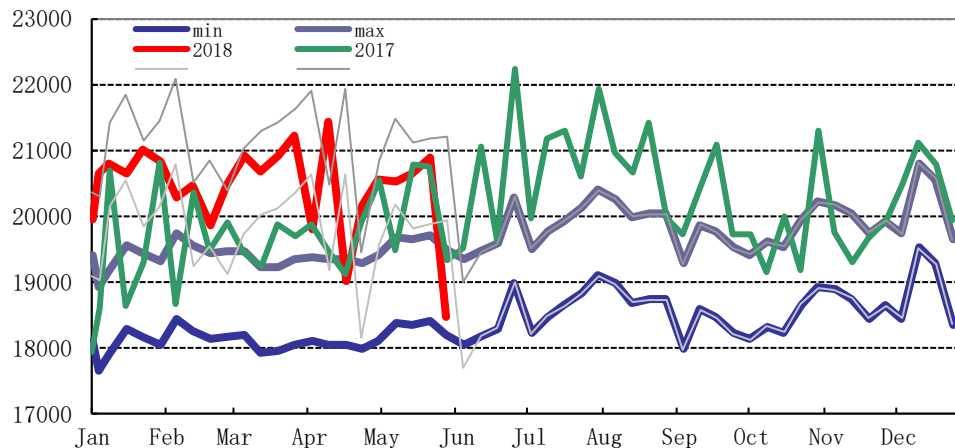
资料来源: EIA, 信达证券研发中心

图表 13: 美国天然气库存超常值、价格及油气比价

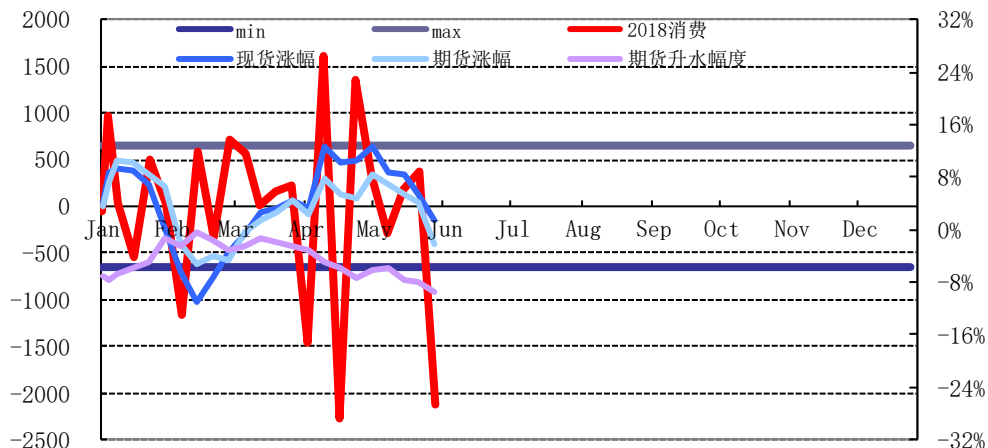

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

2、产销数据分析

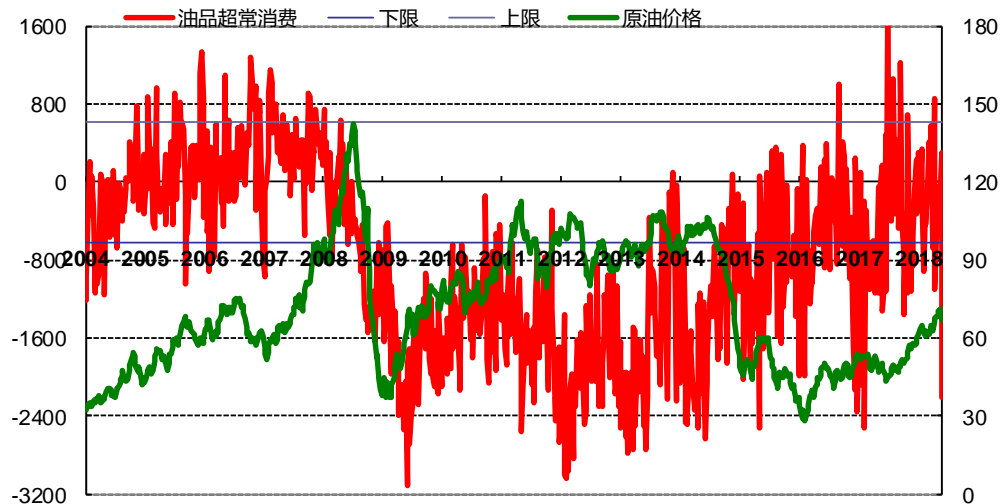
过去一周美国油品日均消费量减少 243.1 万桶/日，处于合理区间。剔除趋势后的油品消费较上周减少。

图表 14: 美国油品消费 (千桶/日) 及合理区间


资料来源: EIA, 信达证券研发中心

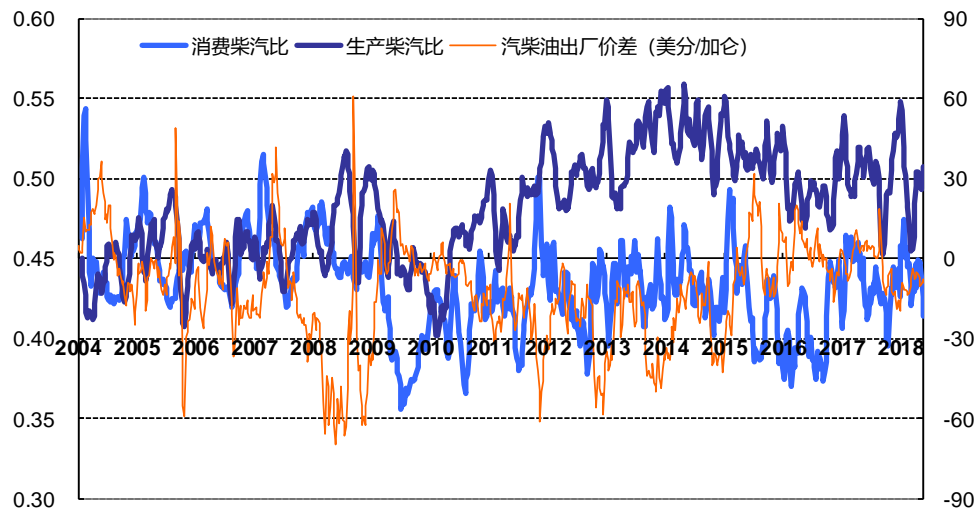
图表 15: 美国油品消费剔除趋势影响及油价涨幅


资料来源: EIA, 信达证券研发中心

图表 16: 美国油品超常消费 (千桶/日) 及原油价格


资料来源: EIA, 信达证券研发中心

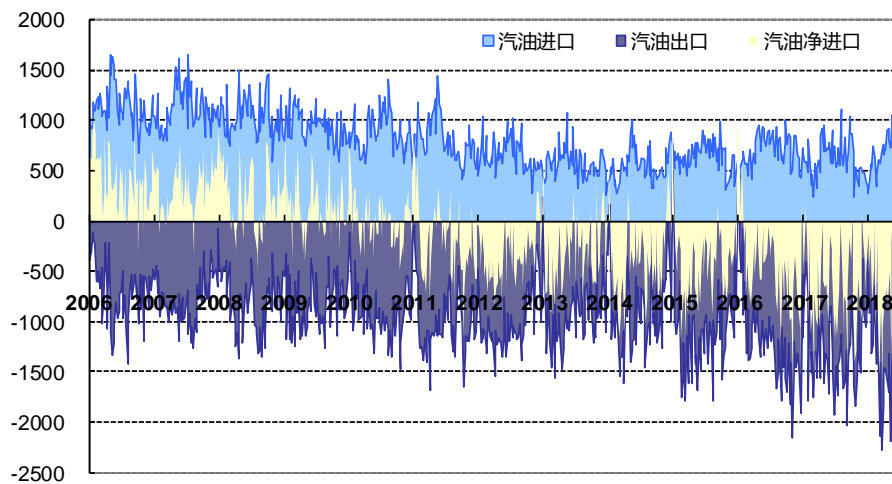
目前美国消费柴汽比 0.414, 生产柴汽比 0.508, 消费柴汽比低于生产柴汽比。柴油净出口是近年来美国国内过剩产能的主要消化途径。

图表 17: 2004 年至今美国生产消费柴汽比 (4 周移动平均值)


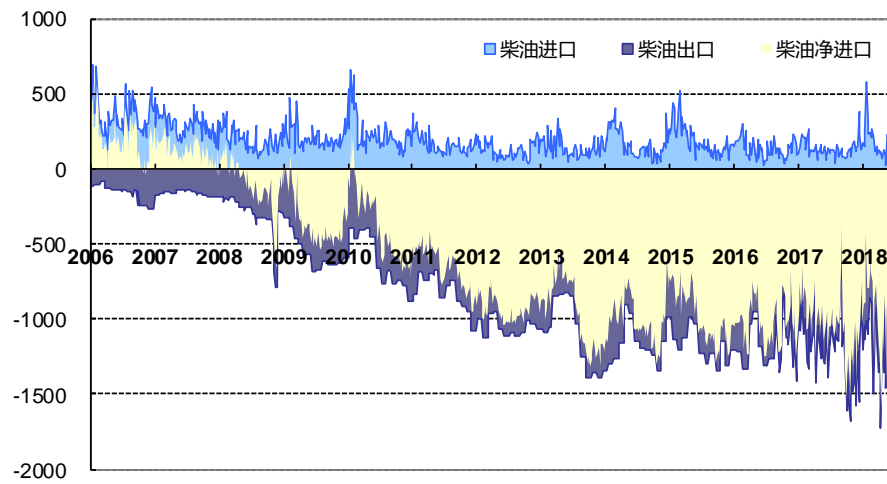
资料来源: EIA, 信达证券研发中心

过去一周汽油净进口增加，柴油净进口减少。

图表 18: 美国汽柴油进出口状况



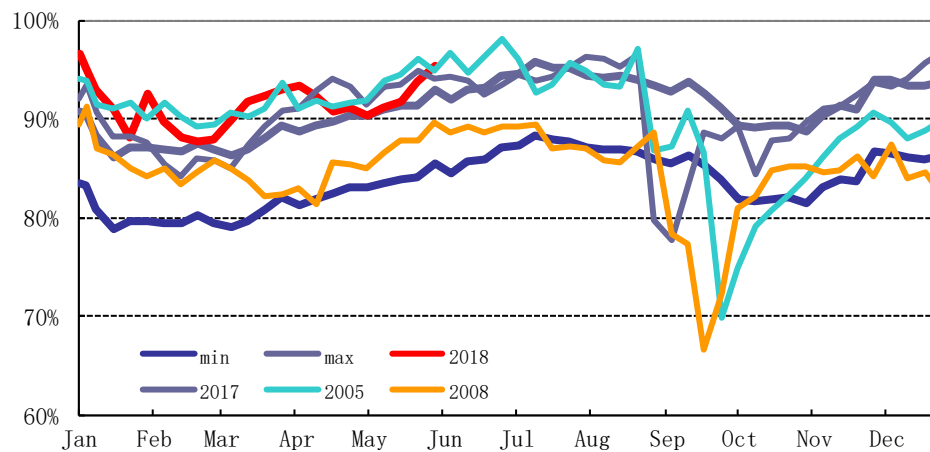
资料来源: EIA, 信达证券研发中心



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

过去一周美国炼厂开工率 95.40%，较上周增加 1.5 个百分点。原油输入增加 21.4 万桶/日。

图表 19: 美国炼厂开工率及合理区间

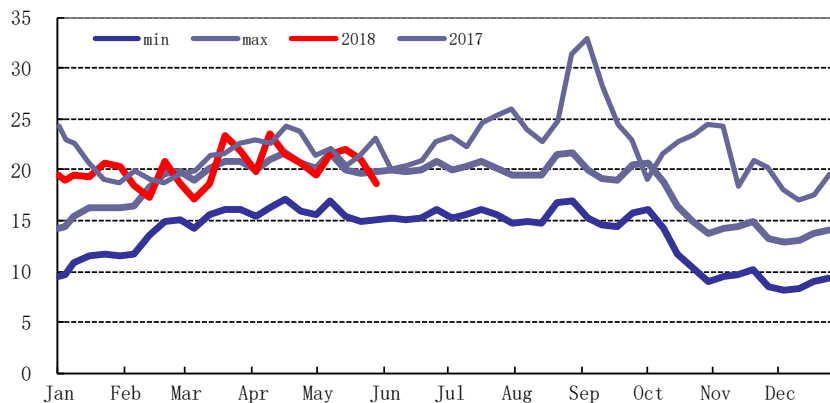


资料来源: EIA, 信达证券研发中心

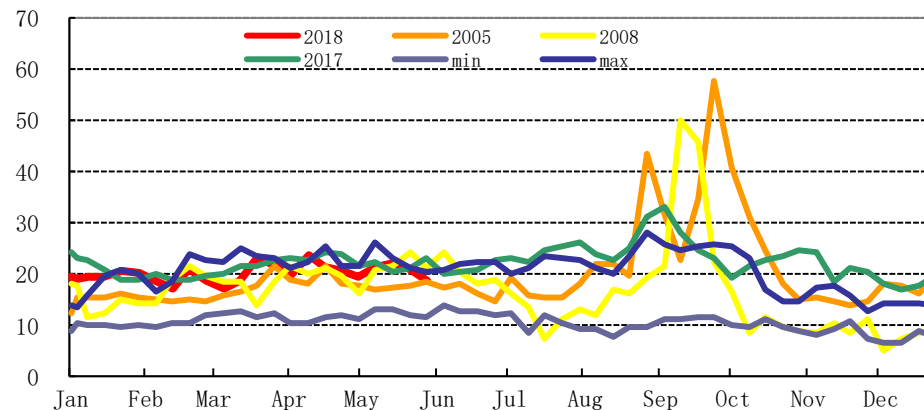
3、价格数据分析

本周美国炼油加权价差为 18.67 美元/桶，较上周减少 2.38 美元/桶。相当于平均裂解价差为 20.42%。

图表 20: 美国汽柴油-原油加权平均裂解价差 (美元/桶) 及合理区间



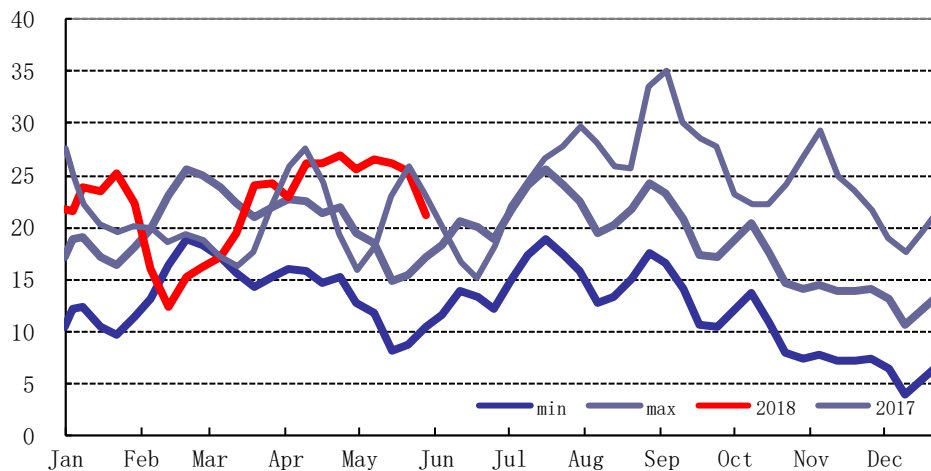
资料来源: EIA, 信达证券研发中心



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

考虑炼厂从获得原油到炼制生产为成品油需要的 2~4 周库存周转时间，计算得到的炼厂实际价差为 21.18 较上周减少 4.17 美元/桶。

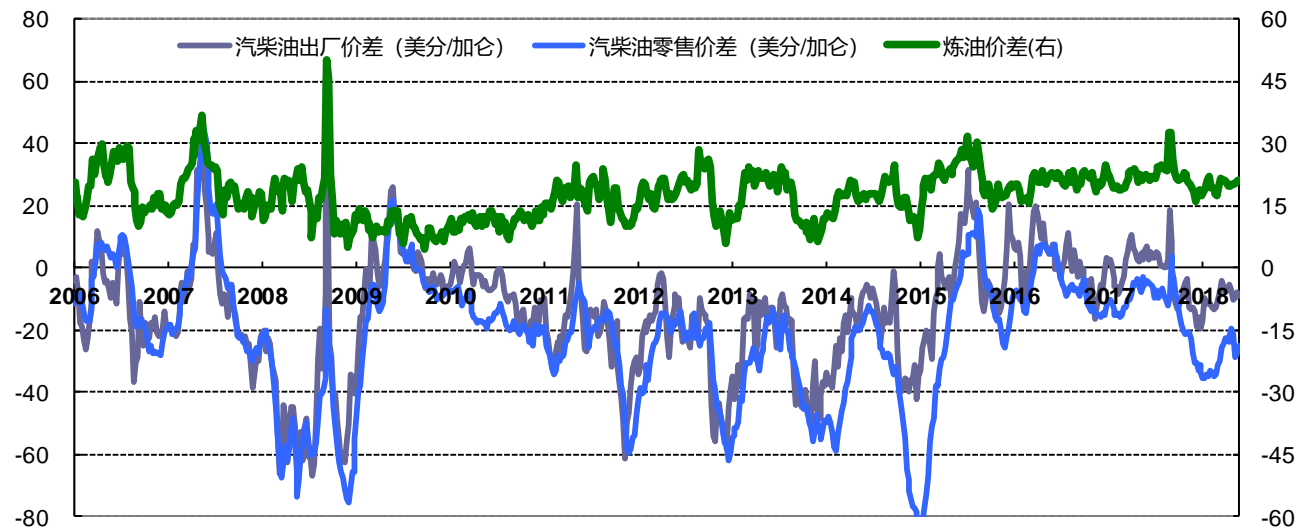
图表 21: 美国汽柴油-原油实际裂解价差 (美元/桶) 及合理区间



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

汽柴油之间的出厂价差则为 9.20 美分/加仑，相当于 3.864 美元/桶。目前汽油对柴油折价，两者零售价差缩小，零售价差幅度高于其出厂价差幅度。

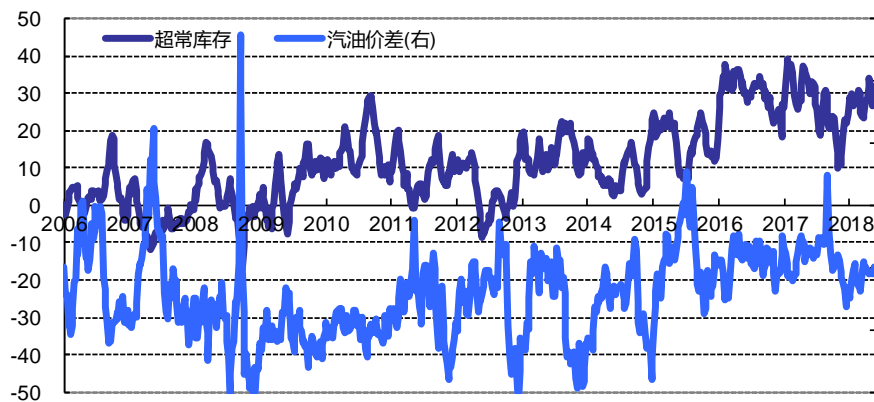
图表 22: 美国 2006 年至今汽柴油价差 (美分/加仑) 及盈利空间 (美元/桶)



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

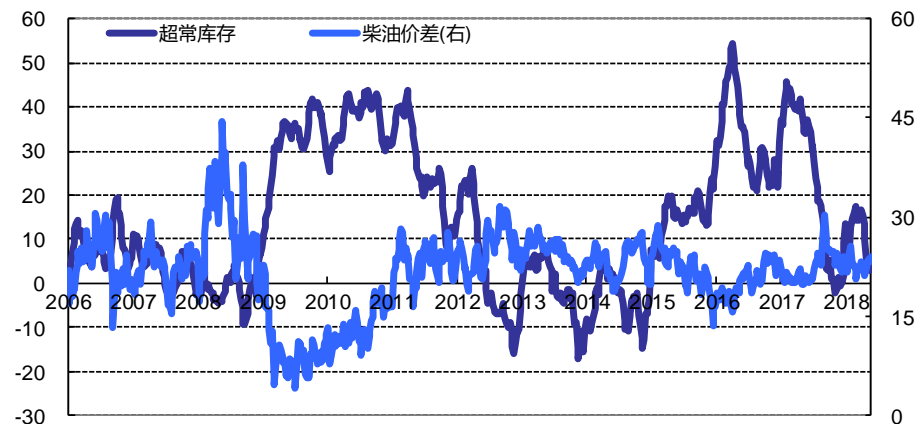
上周美国汽油超常库存增加 431.04 万桶, 柴油超常库存增加 123.00 万桶

图表 23: 美国 2006 年至今汽油超常库存与汽油-原油价差



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

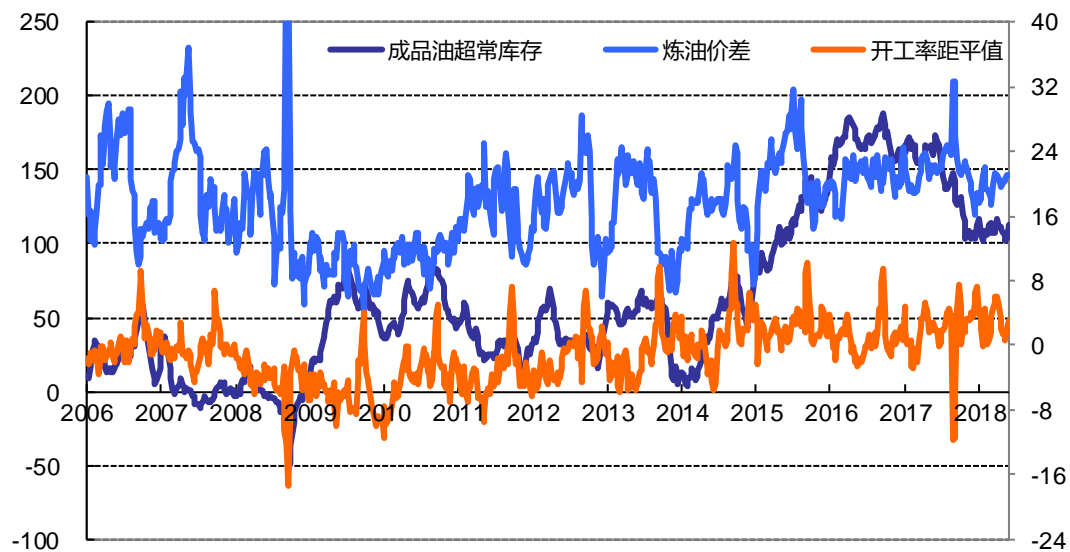
图表 24: 美国 2006 年至今柴油超常库存与柴油-原油价差



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

上周美国成品油超常库存增加 943.30 万桶。目前开工率距平值小幅震荡，在平均水平附近。

图表 25：美国 2006 年至今成品油超常库存、炼油价差及开工率距平值

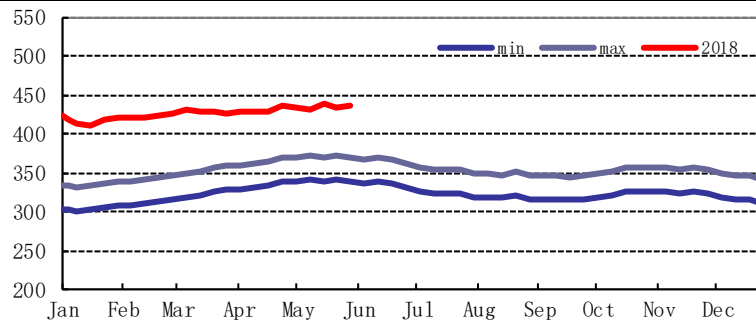


资料来源：EIA，信达证券研发中心

4、周报数据全面解读

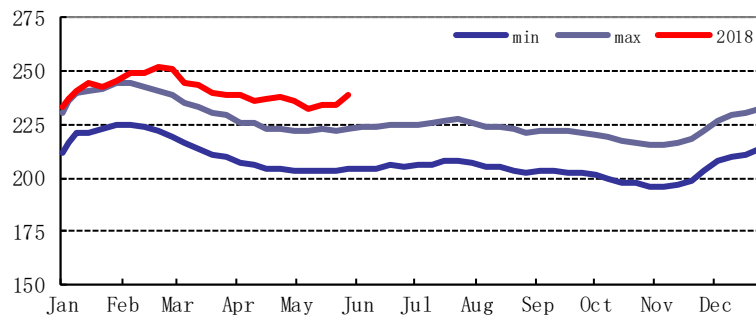
库存

原油库存



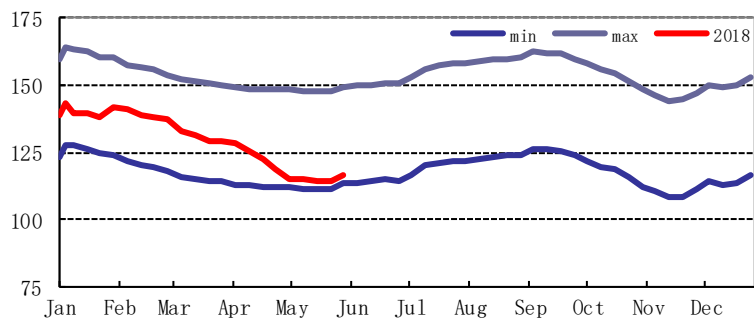
- 原油库存增加至 436.584 百万桶。

汽油库存



- 汽油库存增加至 239.034 百万桶，高于合理区间。

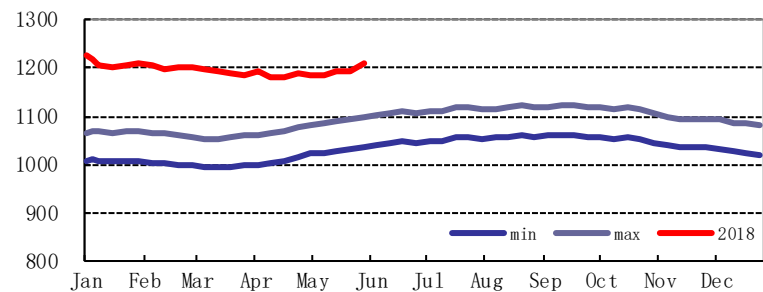
柴油库存



- 柴油及取暖油库存增加至 116.794 百万桶。

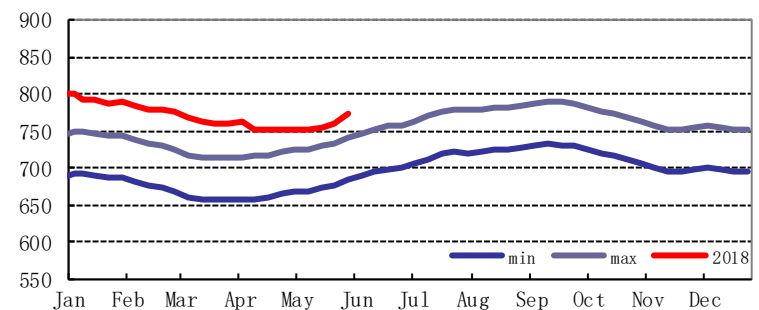
库存

油品库存



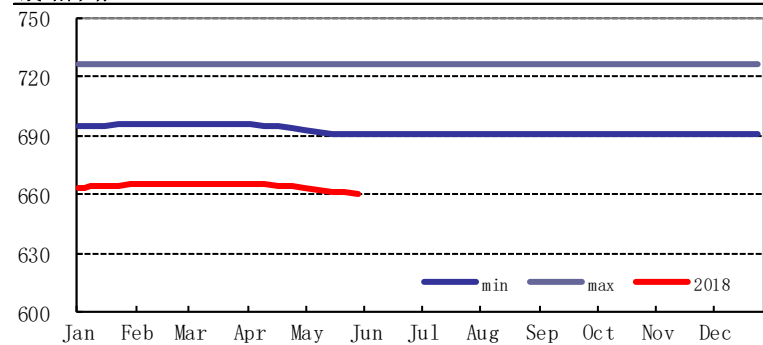
- 油品库存增加至 1209.761 百万桶，高于合理区间。

成品油库存



- 成品油库存增加至 773.177 百万桶，高于合理区间。

战略库存

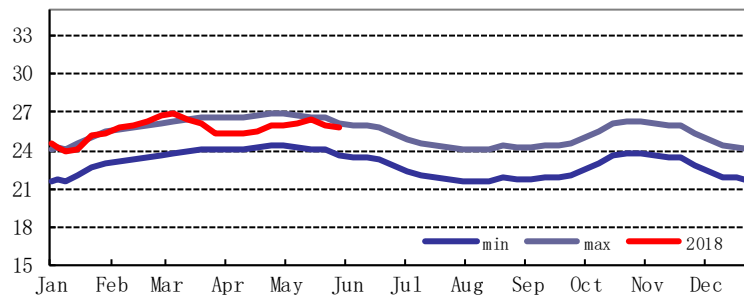


- 战略库存较上周减少，目前为库容能力的 88.26%。

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

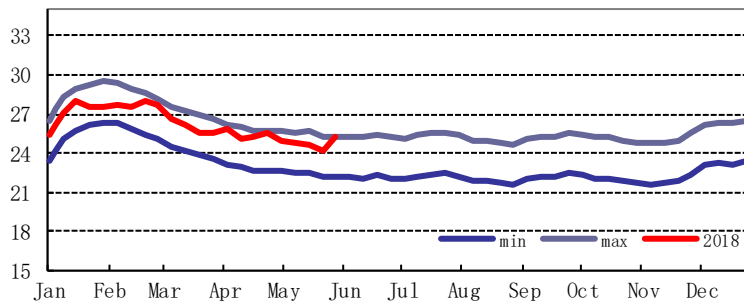
库存

原油储备天数



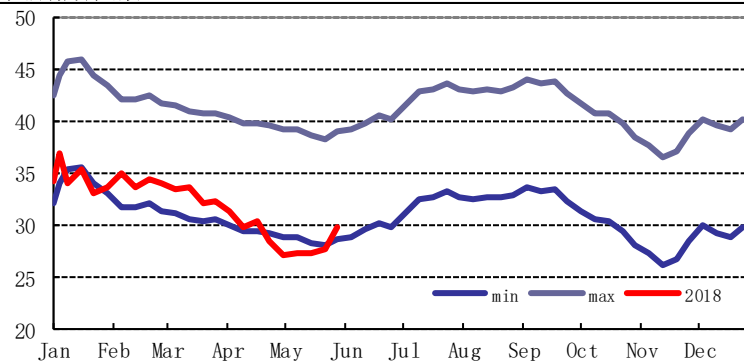
- 商储原油库存可供应全美需求25.8天，较上周减少0.2天。

汽油储备天数



- 汽油库存储备天数25.2天，较上周增加1.0天。

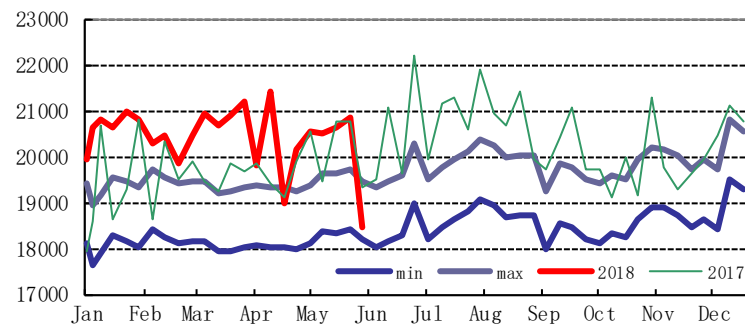
柴油储备天数



- 柴油库存储备天数29.8天，较上周增加2.0天。

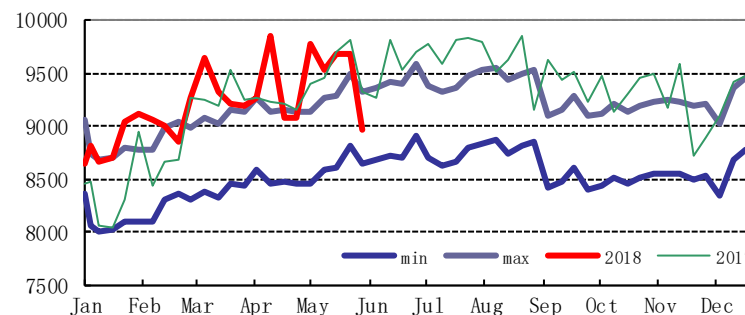
消费

油品消费



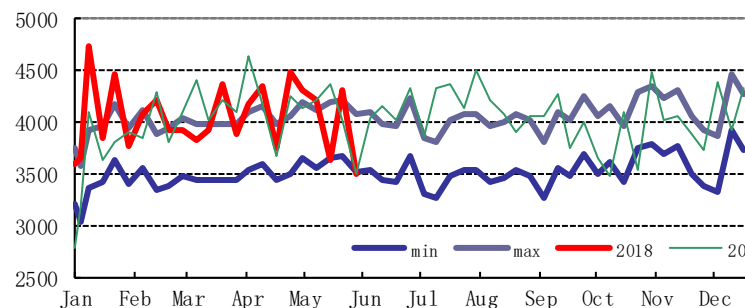
• 油品消费减少243.1万桶/日。

汽油消费



• 汽油消费减少71.3万桶/日。

柴油消费

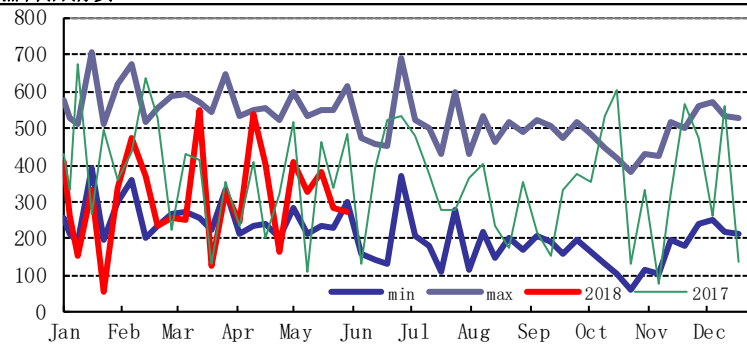


• 柴油消费减少81.7万桶/日，低于合理区间。

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

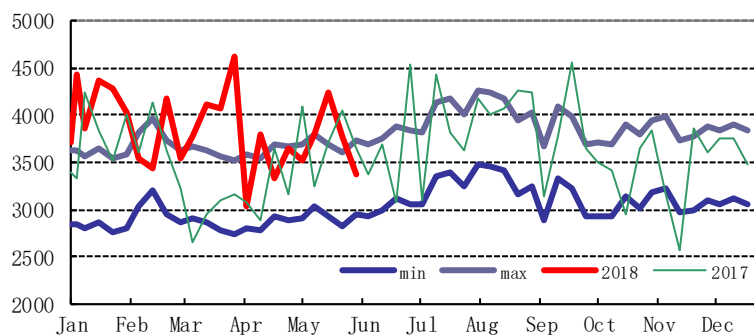
消费

燃料油消费



- 燃料油消费减少1.2万桶/日，低于合理区间。

其他油品消费

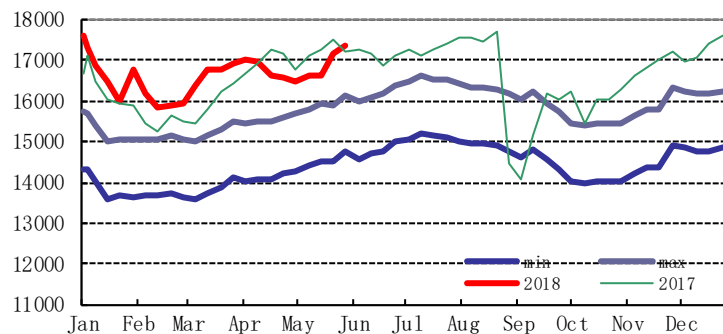


- 其他油品消费减少40万桶/日。

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

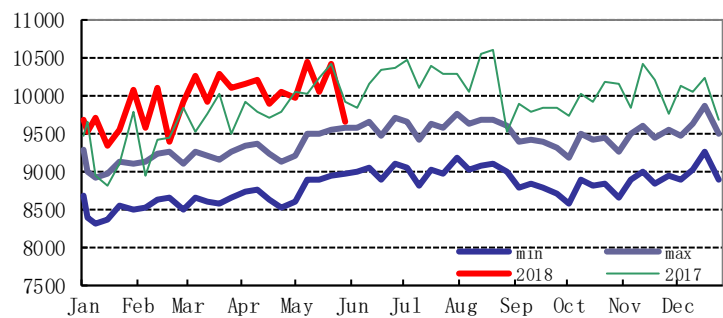
生产

原油输入



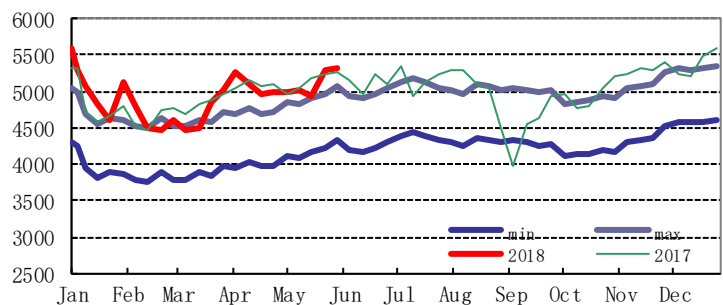
- 输入炼厂的原油量增加21.4万桶/日，高于合理区间。

汽油产出



- 汽油产出减少77.5万桶/日，高于合理区间。

柴油产出

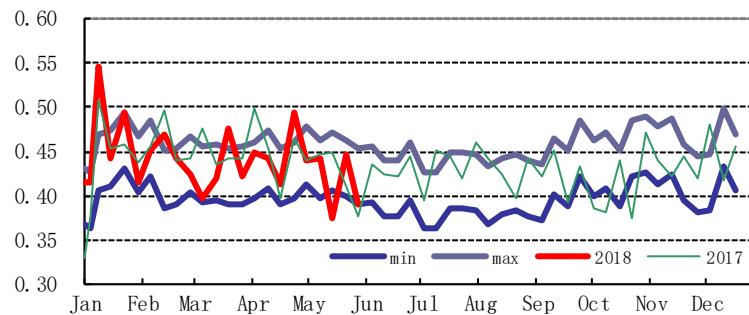


- 柴油产出增加2.8万桶/日，高于合理区间。

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

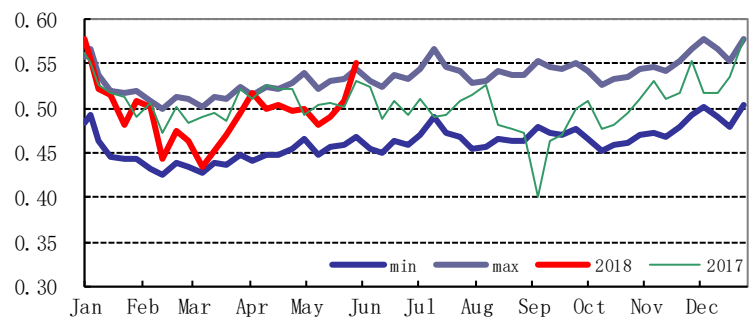
生产

消费柴汽比



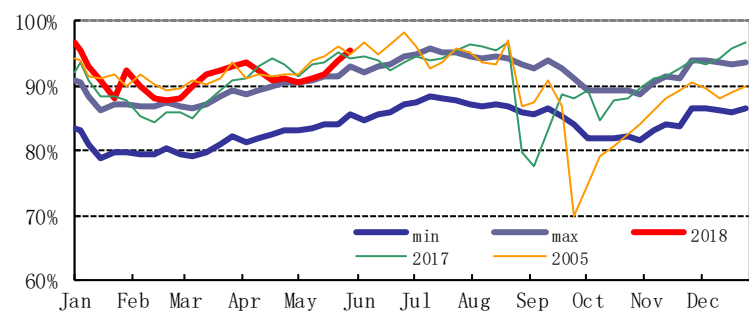
- 消费柴汽比0.390，较上周增加5.6个百分点。

生产柴汽比



- 生产柴汽比0.551，较上周增加4.4个百分点。

炼厂开工率

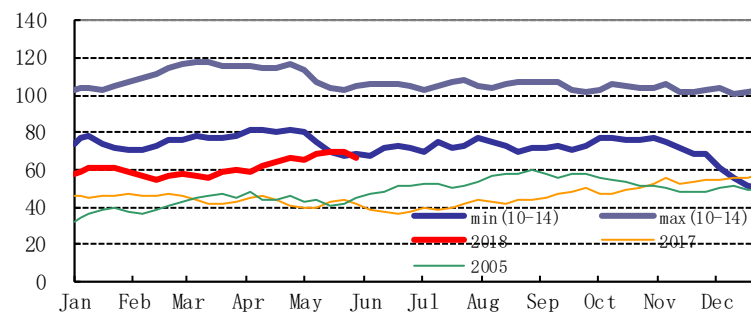


- 炼厂开工率为95.4%，较上周增加1.5个百分点。

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

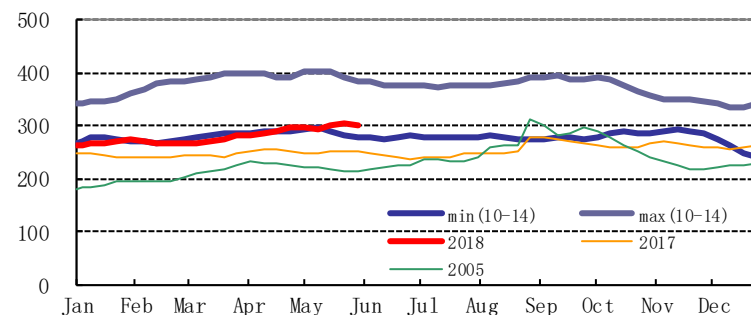
价格与价差

原油现货价格



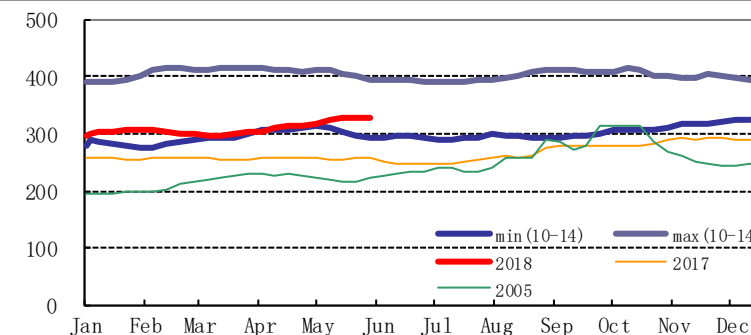
- 原油现货均价为66.71美元/桶，较上周减少3.24美元/桶。

汽油零售价格



- 汽油零售价差为301.8美分，较上周减少2.1分，相当于每升5.10元人民币。

柴油零售价格

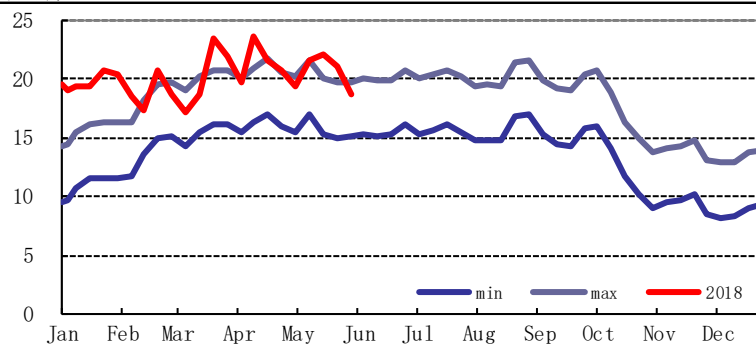


- 柴油零售价差为328.5美分，较上周减少0.3分，相当于每升5.55元人民币。

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

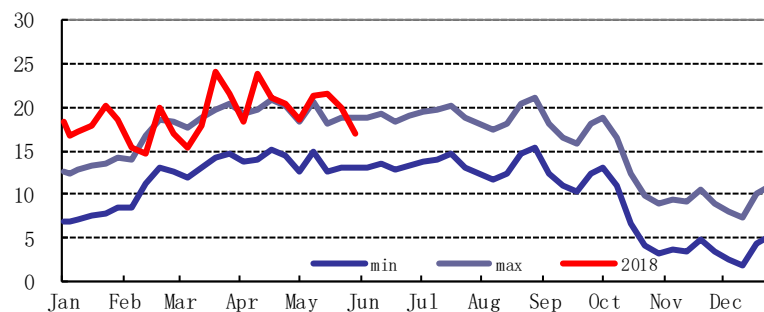
价格与价差

炼油价差



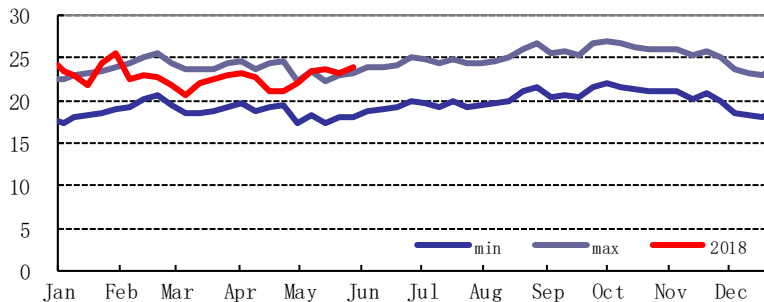
- 炼油业整体价差空间为18.67美元/桶，较上周减少2.38美元/桶。

汽油-原油价差



- 汽油出厂-原油现货价差16.86美元/桶，较上周减少2.99美元/桶。

柴油-原油价差

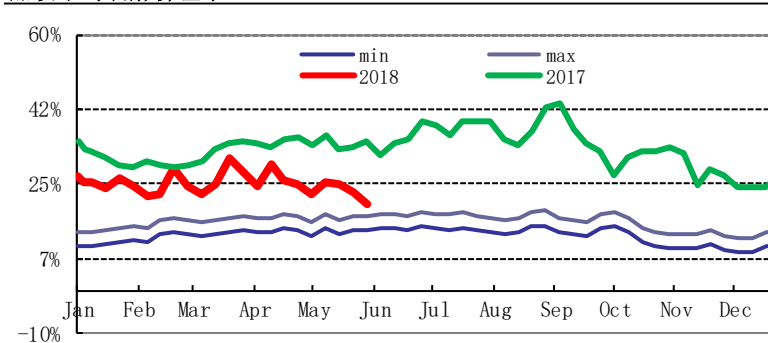


- 柴油出厂-原油现货价差23.97美元/桶，较上周增加0.68美元/桶。

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

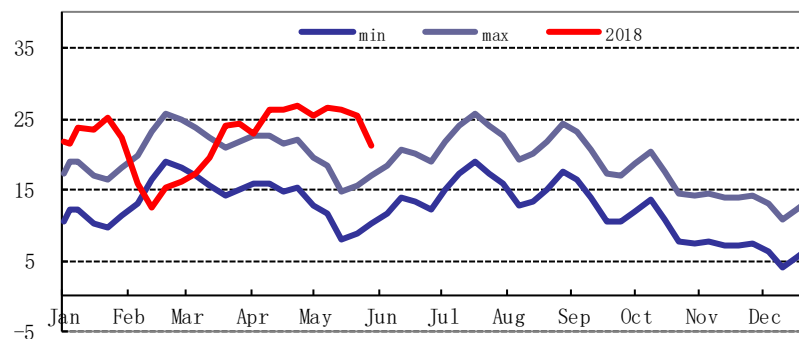
价格与价差

加权平均裂解价差率



- 汽柴油对原油加权裂解价差率为20.42%，较上周减少2.51个百分点。

实际炼油价差



- 根据2-4周原油周转时间计算的 actual 价差空间为每桶21.18美元/桶，较上周减少4.17美元/桶。

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

许隽逸，信达证券油气行业首席专家。浙江大学化工和生物工程系学士，美国南加州大学石油化工系博士。国务院发展研究中心《中国气体清洁能源发展报告 2015》编委，莫干山会议 30 周年能源环境组报告专家，《2015 联合国南南合作可持续发展高级别论坛》特邀主题演讲。曾任美国能源公司（Energy Corporation of America）技术首席，跨国合资工程主管。2016 年 10 月加入信达证券，从事石油天然气行业研究。

陈淑娴，北京大学数学科学学院（SMS）金融数学系学士，北京大学国家发展研究院（CCER）经济学双学士和西方经济学硕士。2017 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

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 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

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。