

2018-9-13

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

海运行业

油运专题报告：油运牛市是怎么炼成的？

报告要点

■ 2015年牛市简况：基本面和股价双双上行

本文主要对2014-2016年油运牛市进行历史复盘，以此来研究油运牛市的形成机理。从运价表现来看，2015年油运市场处于周期高点，VLCC-TCE月度均值显著高于其他年份，且不同船型期租水平差异显著扩大。国内外油运船东经营显著改善：盈利处于阶段性高点，且股价向上弹性巨大。

■ 需求：产业链势能释放，油运需求激增

在2014-2016年的油运牛市中，油运需求显著增长。除了下游原油消费改善，原油补库存进一步放大了原油进口弹性。油价下跌是原油进口量和补库存需求大幅增长、油运需求改善的直接原因。然而，追根溯源，前期油价高企导致油气开采公司盈利改善并大幅增产原油（以OPEC和美国为主导），是导致油价下跌并引发后续连锁反应的根本原因。

回归势能理论，此轮油运牛市正是势能理论的典型运用场景：由于OPEC和美国原油增产，原油市场从供不应求转为供过于求，高油价最终转化为高运价。

■ 供给：海上浮仓储油增加，运力供给显著收缩

油运行业产能利用率仅为70%左右，然而，若考虑2008-2015年油轮平均航速下降25.6%的因素（实际有效运力大大减少），则经过调整的行业产能利用率将达到90%左右。除此之外，海上浮仓储油增加也是导致供给显著收缩、并促成油运牛市的关键因素之一：2015年海上浮仓储油运力规模最高占到总运力的5.1%左右，意味着5.1%的运力暂时退出市场。根据我们测算，若同时考虑航速、油轮储油因素，2015年油运行业产能利用率将达到97.4%左右。

海上浮仓储油具有两种目的：储油需求、套利需求。根据我们分析，无论是前者还是后者，以OPEC增产为标志的原油供给增加都是根本原因。

■ 历史的回响：复苏确定性高，旺季弹性待现

在对2014-2016年油运牛市进行综合分析之后，一幅全景图呈现在眼前。归根究底，在高油价的背景下，OPEC和美国原油增产是促成油运牛市的核心原因。

历史总是惊人的相似，目前我们看好油运行业的核心原因在于：1) OPEC增产周期开启，决定从今年7月开始适当增加原油产量；2) 美国原油出口增长强劲，或将成为原油供给中长期的重要来源；3) 油运行业周期底部已然确立，随着Q4旺季临近，运价有望逐步上行，建议关注中远海能、招商轮船。从择时角度考虑，由于8、9月份运价历史均值处于年内低点，或许是较好的左侧布局时点。

分析师 韩轶超

☎ (8621) 61118710

✉ hanyc@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512020001

分析师 于灯灯

☎ (8621) 61118710

✉ yudd@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518060001

市场表现对比图（近12个月）



资料来源：Wind

相关研究

《全球视野下的海运“中考”答卷：周期谷底，披沙拣金》2018-9-3
《势能理论：蓄势而起，沉潜而跃——油运行业深度报告》2018-8-10
《油运行业深度报告：行至水穷处，坐着云起时》2018-7-26

风险提示： 1. 原油进口需求恶化；2. OPEC增产、美国原油出口不及预期；3. 新船运力大量投放。

目录

2015 年牛市简况：基本面和股价双双上行	4
需求：产业链势能释放，油运需求激增	6
原油进口显著复苏，补库需求提升弹性	6
OPEC、美国原油增产开启，产业链势能释放	8
供给：海上浮仓储油增加，运力供给显著收缩	10
供给增速走高，产能利用率处于低位	10
减速航行、浮仓储油增加，提升实际产能利用率	11
OPEC 增产为浮仓储油、Contango 套利核心原因	12
历史的回响：复苏确定性高，旺季弹性待现	14

图表目录

图 1：2014-2016 年，油运市场经过一轮牛市	4
图 2：2011-2017 年，世界原油消费量增速在 0-2% 之间	4
图 3：2015 年，VLCC-TCE 月度均值显著高于其他年份	4
图 4：2015 年，油轮不同船型期租水平差异显著扩大	4
图 5：海外油运船东净利润率于 2015 年达到阶段性高点	5
图 6：海外油运船东合计 EBITDA	5
图 7：海外油运船东股价表现（美元/股）	5
图 8：国内油运船东油运业务毛利率	5
图 9：国内油运船东股价表现（元/股）	5
图 10：2015 年油运海运量增速大幅提升	6
图 11：2014-2016 年，国际油价大幅下跌	6
图 12：2015 年，全球原油进口量同比增长 3.9%	6
图 13：2017 年全球原油海运进口周转量结构	7
图 14：2015-2016 年主要原油进口国家进口量增速回升	7
图 15：2015 年全球原油消费量同比增长 2.0%	7
图 16：石油消费在全球能源消费结构中占比提升	7
图 17：OECD 商业原油库存和储油轮库存大幅增加	8
图 18：原油库存是影响原油进口量增速的重要变量	8
图 19：2014 年起，OPEC 原油增产周期开启	8
图 20：2012 年起，美国页岩油产量持续增加	8
图 21：高油价导致盈利改善，是原油供给增加的核心原因	9
图 22：势能转化示意图	9
图 23：原油从供不应求到供过于求	9
图 24：势能转化的节奏取决于商品增产的节奏	10
图 25：2015-2016 年，油轮新船交付压力逐渐增加	10
图 26：2015-2016 年，油轮总运力增速低位回升	10

图 27: 2004 年以来, 油运行业供给增速持续大于需求增速.....	11
图 28: 油运行业产能利用率仅为 70%左右.....	11
图 29: 油轮平均航速.....	11
图 30: 若考虑航速, 油运行业产能利用率为 90%左右.....	11
图 31: 2015 年, 海上浮仓储油量快速增长.....	12
图 32: 储油轮占总运力比重最高达到 5.1%.....	12
图 33: 考虑到航速、储油需求, 2015 年油运行业产能利用率为 97.4%.....	12
图 34: 海上浮仓储油库存和 OECD 商业原油库存中枢走势一致.....	13
图 35: OPEC 增产叠加油价下跌, 导致下游储油需求增加.....	13
图 36: 储油轮储油量受原油期现价差影响.....	13
图 37: OPEC 增产大概率将导致原油价格远期升水.....	13
图 38: OPEC 增产导致原油即期供给相对远期更为过剩, 原油价格远期升水.....	14
图 39: 原油供给增加 (OPEC 和美国增产) 是 2014-2016 年油运市场牛市的核心原因.....	14
图 40: 回顾历史, 油价底部往往领先于运价底部出现.....	15
图 41: OPEC 增产大概率导致 VLCC 运价走高.....	15
图 42: 美国原油出口量快速增长, 但是似乎达到阶段性瓶颈.....	16
图 43: WTI 与布伦特价差逐步扩大 (美元/桶).....	16
图 44: 墨西哥湾到中国航距约为 15200 海里.....	16
图 45: 中东到中国航距约为 5700 海里.....	16
图 46: 目前 VLCC-TCE 大幅低于现金保本点和盈亏平衡点.....	17
图 47: 第四季度为油运行业旺季.....	17
图 48: 近 5 年 VLCC 运价月度均值.....	17

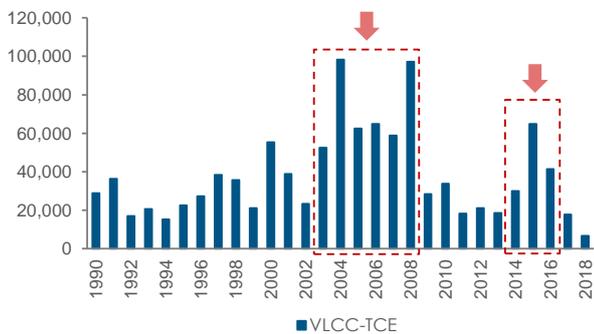
2015 年牛市简况：基本面和股价双双上行

本文主要对 2014-2016 年油运市场牛市进行历史复盘，以此来研究油运牛市的形成机理，帮助我们更好地把握油运行业投资机会。

2000 年以来，油运市场诞生过 2 轮牛市，分别发生在：2003-2008 年、2014-2016 年。2003-2008 年的油运牛市主要受益于以中国经济崛起为代表的全球经济繁荣，以及船舶供给的阶段性短缺，牛市形成的原因显而易见。

让我们真正感兴趣的是 2014-2016 年的油运牛市。在次贷危机之后，全球原油消费量增长乏力，增速仅在 0-2% 之间波动，何以支撑起一轮油运牛市？

图 1：2014-2016 年，油运市场经过一轮牛市



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

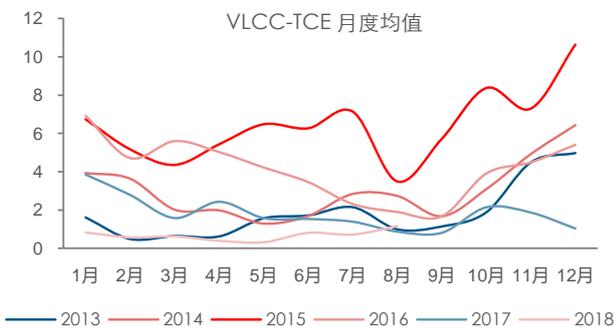
图 2：2011-2017 年，世界原油消费量增速在 0-2% 之间



资料来源：BP，长江证券研究所

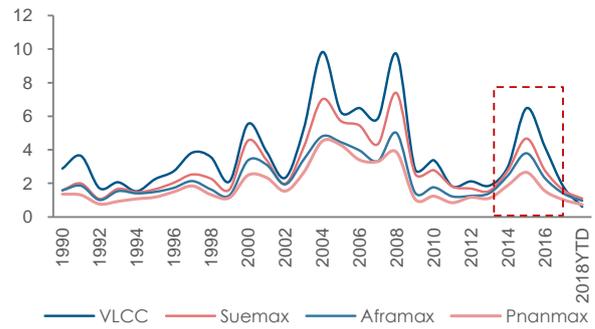
从运价表现来看，2015 年油运市场处于周期高点：VLCC-TCE 月度均值显著高于其他年份；与周期底部相反，2015 年油运不同船型期租水平差异显著扩大。

图 3：2015 年，VLCC-TCE 月度均值显著高于其他年份



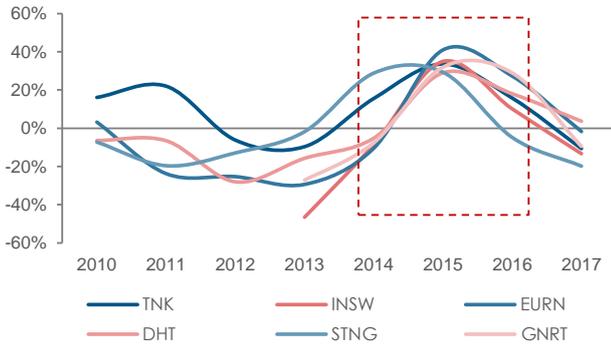
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 4：2015 年，油轮不同船型期租水平差异显著扩大

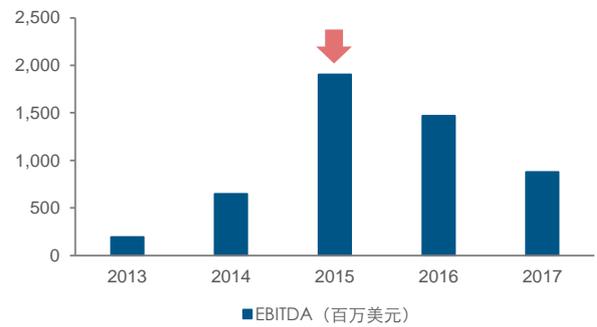


资料来源：Clarksons，长江证券研究所

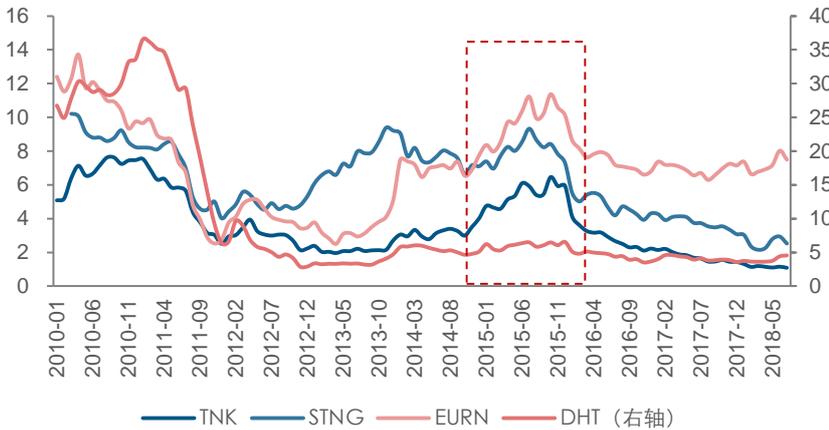
海外船东：2015 年海外油运船东盈利显著改善，净利率和 EBITDA 达到阶段性高点。股价方面，2015 年海外油运船东股价经历了长达近 1 年的上涨行情。

图 5：海外油运船东净利润率于 2015 年达到阶段性高点


资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 6：海外油运船东合计 EBITDA


资料来源：Bloomberg，长江证券研究所（注：以 TNK、INSW、EURN 等为样本）

图 7：海外油运船东股价表现（美元/股）


资料来源：Bloomberg，长江证券研究所（注：EURN 股价单位为欧元/股）

国内船东：国内油运船东主要为中远海能和招商轮船。牛市高点（2015 年），中远海能和招商轮船油运业务毛利率分别为 35.0%和 41.7%；公司股价自 2014 年 6 月至 2015 年 6 月上涨幅度分别达到 210.1%和 341.7%。

图 8：国内油运船东油运业务毛利率


资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：国内油运船东股价表现（元/股）

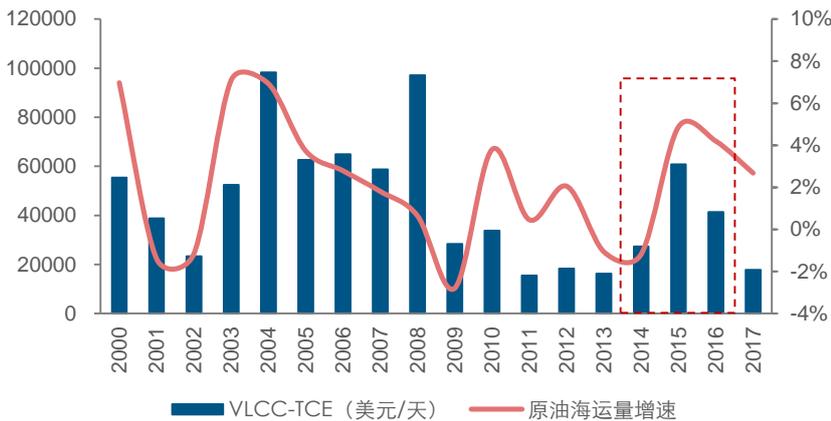

资料来源：Wind，长江证券研究所

需求：产业链势能释放，油运需求激增

原油进口显著复苏，补库存需求提升弹性

需求决定方向，供给决定弹性。在 2014-2016 年的油运牛市中，油运需求显著增长：2015 年，全球原油海运量增速达到 4.9%，较 2014 年 (-1.2%) 提升 6.0 个百分点。

图 10：2015 年油运海运量增速大幅提升



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

油价下跌是导致油运需求改善的直接原因。2014 年底开始，国际原油价格大幅大跌，全球原油进口需求显著修复：原油进口量排名前列的中国、美国、印度、日本和韩国 2015 年原油进口量增速分别环比+0.7、+5.1、+3.7、+5.7 和+11.3 个百分点。其中，中国原油进口量 2014 年和 2015 年维持高增速，分别为 9.4%和 8.7%。全球原油进口 90% 以上通过海运方式进行，原油进口增加直接提振油运需求。

图 11：2014-2016 年，国际油价大幅下跌



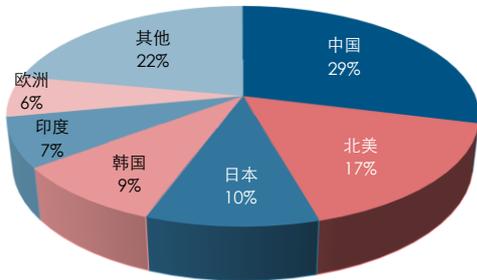
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：2015 年，全球原油进口量同比增长 3.9%



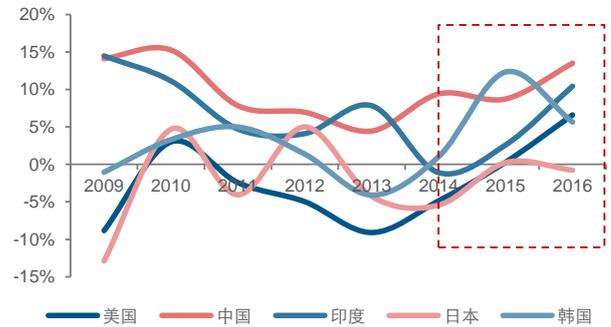
资料来源：OPEC，长江证券研究所

图 13: 2017 年全球原油海运进口周转量结构



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 14: 2015-2016 年主要原油进口国家进口量增速回升

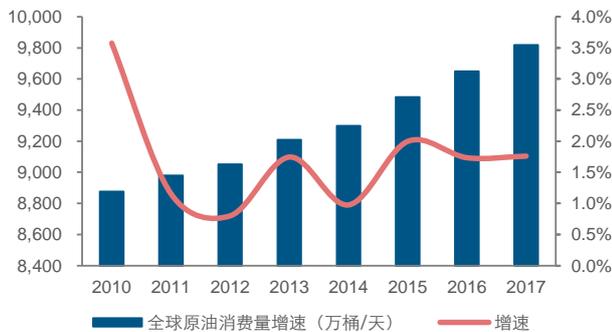


资料来源: Wind, 长江证券研究所

2015 年在低油价的刺激下, 下游原油消费量同比增长 2.0%, 石油消费在全球能源结构中的占比有所提升。但是, 相比原油进口量增速 (2015 年为 3.9%), 下游原油消费改善并不足以支撑起原油进口量的大幅增长。

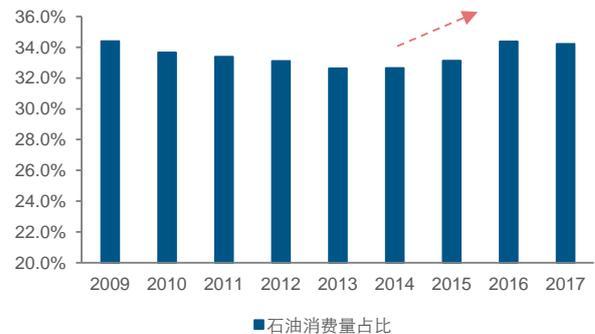
我们认为, 原油库存对放大原油进口弹性具有重要作用: 原油库存量 (以 OECD 商业原油库存和海上浮仓储油库存合计值计算) 占原油进口量的比重较低时为 7.6% (2015 年 1 月), 较高时达到 8.9% (2015 年 10 月), 原油库存由低到高的过程相当于原油进口量额外增长 1.3 个百分点。

图 15: 2015 年全球原油消费量同比增长 2.0%

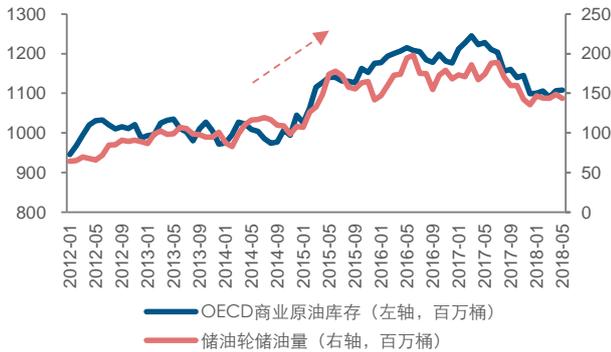


资料来源: BP, 长江证券研究所

图 16: 石油消费在全球能源消费结构中占比提升



资料来源: BP, 长江证券研究所

图 17: OECD 商业原油库存和储油轮库存大幅增加


资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

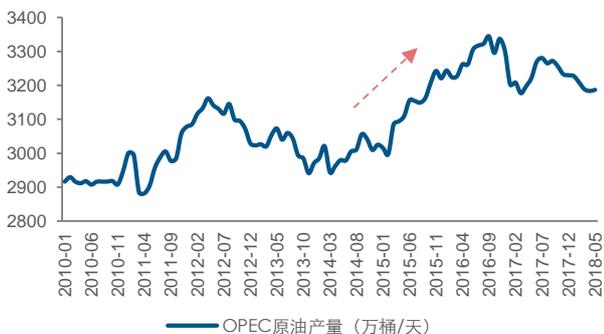
图 18: 原油库存是影响原油进口量增速的重要因素


资料来源：Bloomberg，BP，长江证券研究所

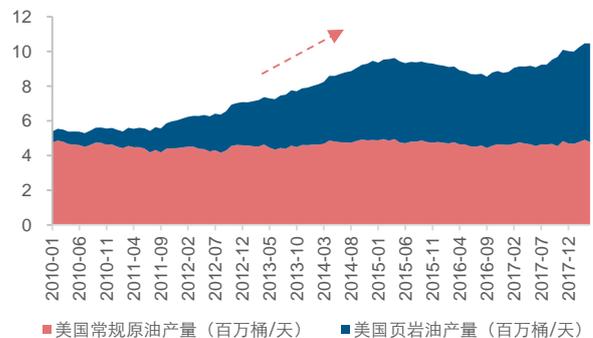
OPEC、美国原油增产开启，产业链势能释放

如前所述，国际原油价格走低是原油进口量和补库存需求增长、油运需求改善的直接原因。然而，追根溯源，我们认为，**前期油价高企导致油气开采公司盈利改善并大幅增产（以 OPEC 和美国为主导），是导致油价下跌并引发后续连锁反应的根本原因。**

以美国页岩油为例。2011-2014 年，国际原油价格维持高位，美国页岩油公司净利润大幅改善，与此同时，在盈利的驱使下，页岩油产量大幅增加。

图 19: 2014 年起，OPEC 原油增产周期开启


资料来源：OPEC，长江证券研究所

图 20: 2012 年起，美国页岩油产量持续增加


资料来源：EIA，长江证券研究所

图 21：高油价导致盈利改善，是原油供给增加的核心原因

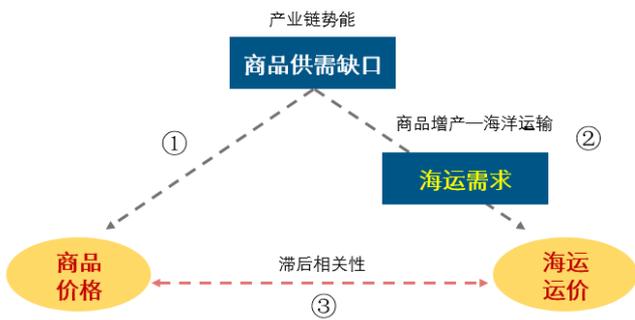


资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究所

我们在油运行业深度报告《势能理论：蓄势而起，沉潜而跃》中，提出了基于大宗商品产业链的海运行业分析框架——**势能理论**。从本质上指出：商品价格是描述商品供需缺口的核心指标；商品供需缺口（产业链势能）大概率将通过“商品增产—海洋运输”的机制转化为海运需求，并带动海运运价上涨。**对应油运市场，油价是运价的前瞻性指标，而势能转化的节奏取决于商品增产的节奏。**

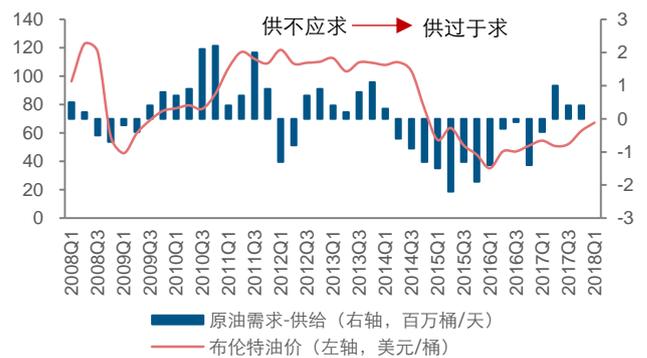
2014-2016 年的油运市场牛市正是势能理论的典型运用场景：由于 OPEC 和美国原油增产，原油市场从供不应求转为供过于求，高油价最终转化为高运价。

图 22：势能转化示意图



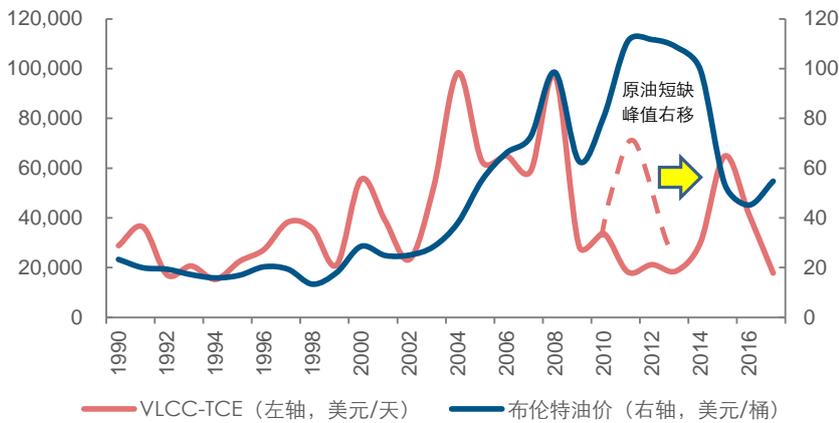
资料来源：长江证券研究所

图 23：原油从供不应求到供过于求



资料来源：EIA, Wind, 长江证券研究所

图 24：势能转化的节奏取决于原油增产的节奏



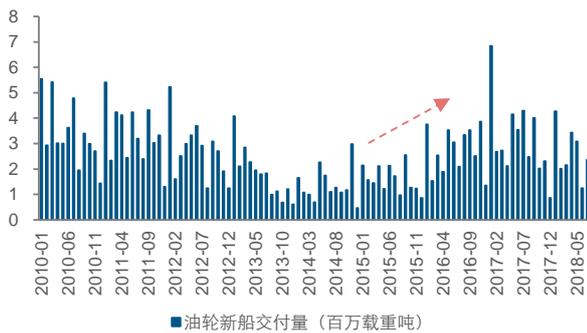
资料来源：Wind, Clarksons, 长江证券研究所

供给：海上浮仓储油增加，运力供给显著收缩 供给增速走高，产能利用率处于低位

2015 年，随着油运行业景气复苏，供给压力逐步增加：油轮新船交付量和总运力增速都呈现低位回升的态势。

与此同时，行业存量供给压力同样较大，行业产能利用率仅维持 70%左右。这也是许多投资者所不解的地方——为什么如此低的产能利用率之下仍能诞生一轮油运牛市？

图 25：2015-2016 年，油轮新船交付压力逐渐增加



资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

图 26：2015-2016 年，油轮总运力增速低位回升



资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

图 27：2004 年以来，油运行业供给增速持续大于需求增速



资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

图 28：油运行业产能利用率仅为 70%左右



资料来源：Clarksons, 长江证券研究所 (注：以 2004 年为 100%)

减速航行、浮仓储油增加，提升实际产能利用率

其实，在上述产能利用率的计算过程中，忽略了两个重要因素：**航速、浮仓储油需求**。

2008 年以来，油轮平均航速持续下行，2008-2015 年下降幅度达到 25.6%。航速下降导致实际有效运力减少，行业供给压力大大缓解：如果考虑到航速下降的因素，行业产能利用率将达到 90%左右。

图 29：油轮平均航速



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

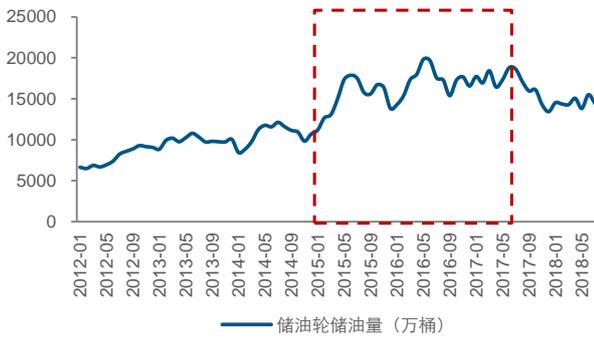
图 30：若考虑航速，油运行业产能利用率为 90%左右



资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

此外，海上浮仓储油同样对提升行业产能利用率具有重要作用。由于陆地储油库不足或套利需求等因素，部分油轮常常用于海上储油。2015 年海上浮仓储油量快速增长，储油运力规模最高占到总运力的 5.1%左右，意味着在极端情况下 5.1%的运力将退出市场。根据我们测算，若同时考虑航速、油轮储油因素，2015 年油运行业产能利用率将达到 97.4%左右。因此，海上浮仓储油增加是导致供给显著收缩、并促成油运牛市的关键因素之一。

图 31: 2015 年, 海上浮仓储油量快速增长



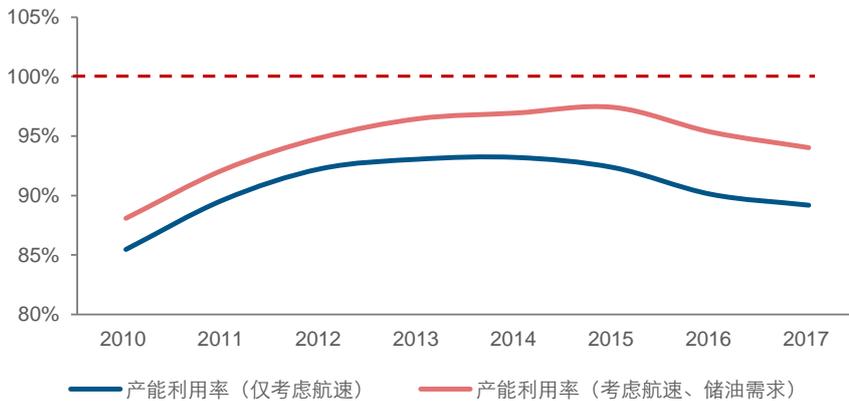
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 32: 储油轮占总运力比重最高达到 5.1%



资料来源: Bloomberg, Clarksons, 长江证券研究所

图 33: 考虑到航速、储油需求, 2015 年油运行业产能利用率为 97.4%



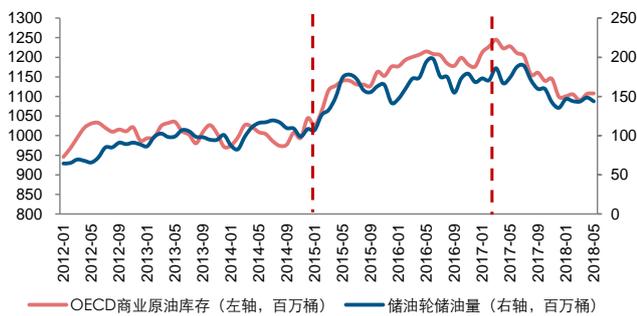
资料来源: Bloomberg, Clarksons, 长江证券研究所

OPEC 增产为浮仓储油、Contango 套利核心原因

海上浮仓储油具有两种目的: 储油需求、套利需求。

储油需求: 海上浮仓储油库存是原油库存的一部分, 与 OECD 商业原油库存中枢走势一致。在 OPEC 增产导致低油价的背景下, 储油意愿增加而陆地存储空间不足, 部分油轮被用于海上储油。因此, 原油供给的大幅增加 (尤其是 OPEC 增产) 是导致海上浮仓储油库存增加的重要原因。

图 34: 海上浮仓储油库存和 OECD 商业原油库存中枢走势一致



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 35: OPEC 增产叠加油价下跌, 导致下游储油意愿增加



资料来源: Wind, 长江证券研究所

套利需求: 除了储油需求, Contango 套利¹也是 2015-2016 年海上浮仓储油库存维持高位的重要原因。2015-2016 年, 原油远期价格持续升水, 部分油轮被用于 Contango 套利, 导致油轮储油量维持高位。

通过更进一步研究, 我们发现, **OPEC 原油增产是 2015-2016 年原油远期价格持续升水的主要原因:** OPEC 增产导致原油即期供给相对远期更为过剩, 即期价格跌幅大于远期价格, 远期价格呈现升水。

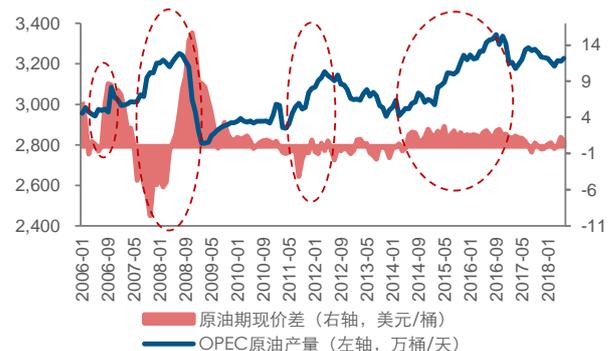
综上所述, 无论是储油需求和套利需求, 以 **OPEC 增产**为标志的原油供给增加都是导致海上浮仓储油量增加(油轮供给显著收缩)的核心原因。

图 36: 储油轮储油量受原油期现价差影响



资料来源: Bloomberg, Wind, 长江证券研究所

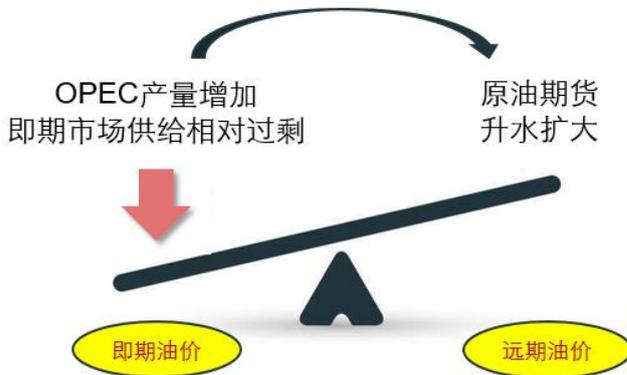
图 37: OPEC 增产大概率将导致原油价格远期升水



资料来源: OPEC, Wind, 长江证券研究所

¹注: Contango 套利用商品期货远期升水的优势, 当期升水超过仓储费用和融资成本并有一定利润时, 货主倾向于在现货市场买入原油, 并用大型油轮储存, 最后在交割时以期货价格出售。

图 38: OPEC 增产导致原油即期供给相对远期更为过剩, 原油价格远期升水

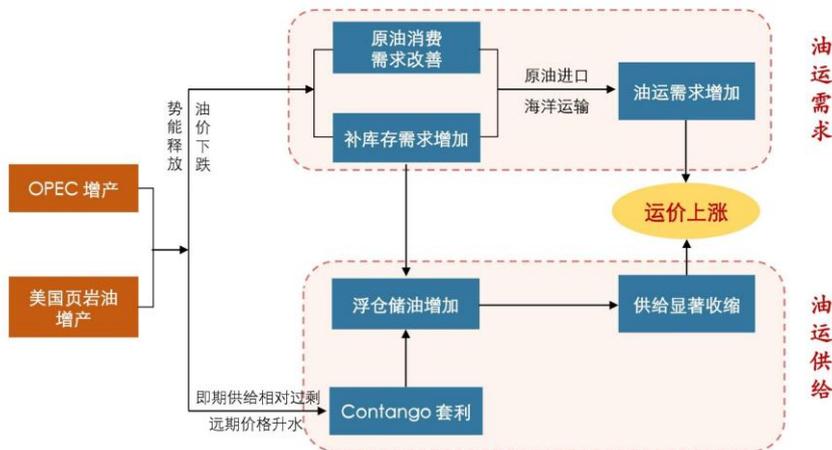


资料来源: 长江证券研究所

历史的回响: 复苏确定性高, 旺季弹性待现

在对 2014-2016 年油运牛市进行综合分析之后, 一幅全景图呈现在眼前。归根究底, 在国际原油价格高涨的背景下 (原油供需缺口较大), OPEC 和美国原油增产是促成油运市场牛市的核心理由。

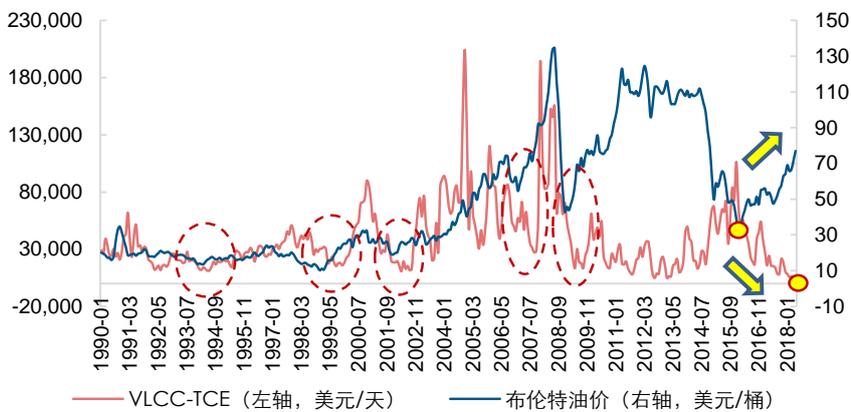
图 39: 原油供给增加 (OPEC 和美国增产) 是 2014-2016 年油运市场牛市的核心理由



资料来源: 长江证券研究所

历史总是惊人的相似。目前我们看好油运行业的核心原因在于: 1) 现阶段, 油运运价处于周期底部, 而油价的底部已经于 2016 年 1 月出现, 并且目前攀升至高位, 代表原油供需缺口相对较大; 2) OPEC 增产周期逐步开启, 而美国原油出口增长强劲, 或将成为原油供给中长期的重要来源。

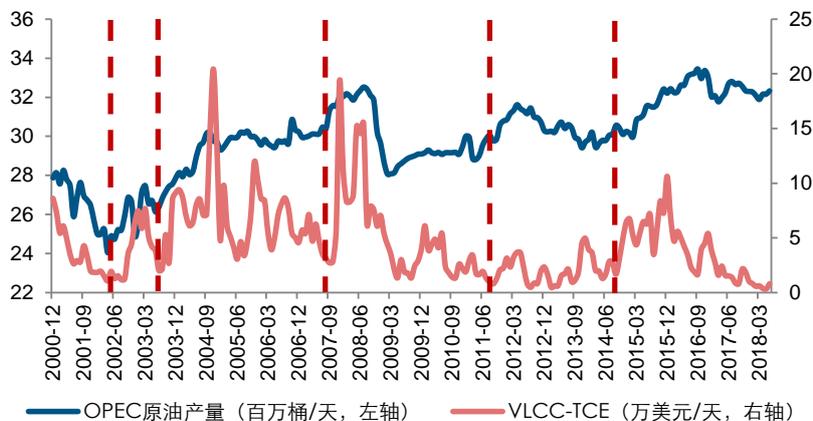
图 40: 回顾历史, 油价底部往往领先于运价底部出现



资料来源: Wind, Clarksons, 长江证券研究所

OPEC 方面, 2018 年 6 月 22 日, OPEC 各成员国的能源和石油部长在维也纳举行会议, 决定从今年 7 月开始, 适当增加原油产量, 预计将在目前的产量基础上增加约 100 万桶/日。以历史情况看, OPEC 增产大概率将导致 VLCC 运价走高。

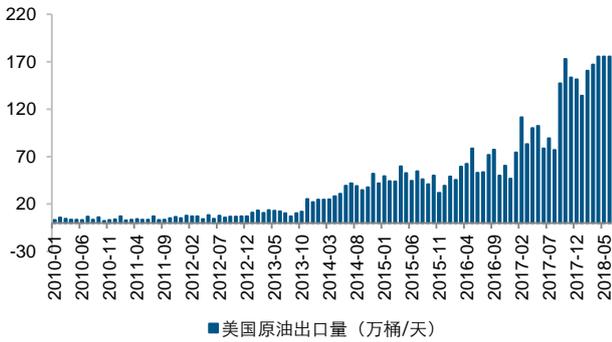
图 41: OPEC 增产大概率导致 VLCC 运价走高



资料来源: OPEC, Clarksons, 长江证券研究所

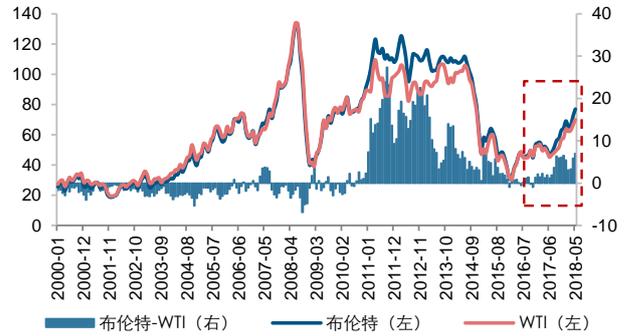
中长期, 美国页岩油将为原油供给提供重要增量来源。目前, 美国页岩油已经占到全美原油总产量的约 54%。美国大力增加原油出口, 但是由于基础设施原因, 原油出口遇到阶段性瓶颈, 导致北美地区原油区域性过剩——WTI 与布伦特价差逐步扩大。若后续基础设施完善, 美国原油出口增加将直接提升油运需求。并且, 美国-远东的航距为中东-远东的 2-3 倍, 若美国原油出口增加将大大提升油运周转量。

图 42: 美国原油出口量快速增长, 但是似乎达到阶段性瓶颈



资料来源: EIA, 长江证券研究所

图 43: WTI 与布伦特价差逐步扩大 (美元/桶)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 44: 墨西哥湾到中国航距约为 15200 海里



资料来源: 海运圈, 长江证券研究所 (注: 图上港口本身无意义)

图 45: 中东到中国航距约为 5700 海里

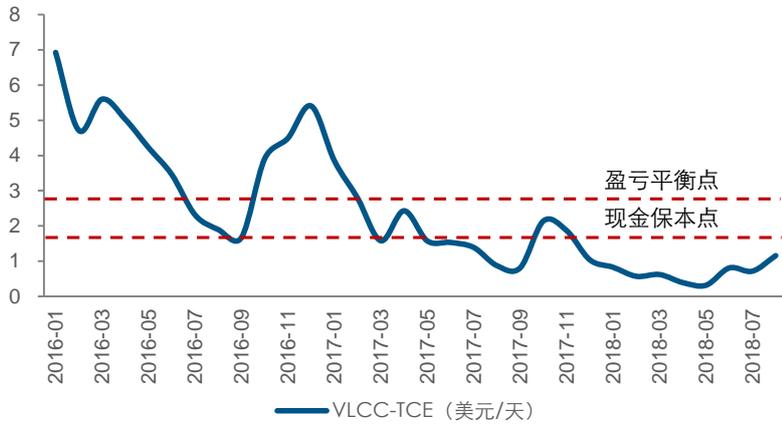


资料来源: 海运圈, 长江证券研究所 (注: 图上港口本身无意义)

目前油运运价呈现底部回升的态势, 但是仍然低于行业现金保本点: 以 VLCC 为例, 2018 年 8 月 VLCC-TCE 月度均值为 1.12 万美元/天, 低于我们所测算的 1.75 万美元/天的现金保本点和 2.85 万美元/天的盈亏平衡点, 预计低运价中期难以持续。

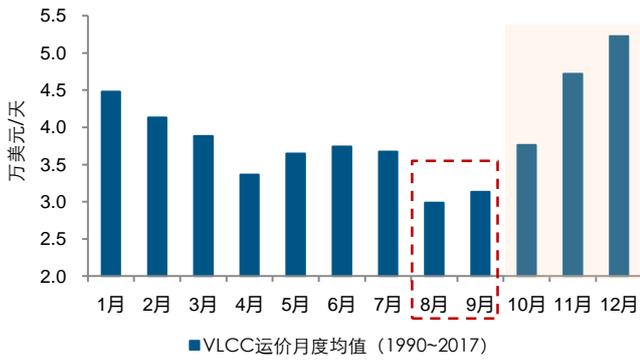
同时, 第四季度为油运行业旺季——运价大概率处于年内高位, 且环比逐步走高。从择时角度考虑, 我们认为, 由于 8、9 月份运价历史均值处于年内低点, 或许是较好的左侧布局时点。

图 46: 目前 VLCC-TCE 大幅低于现金保本点和盈亏平衡点



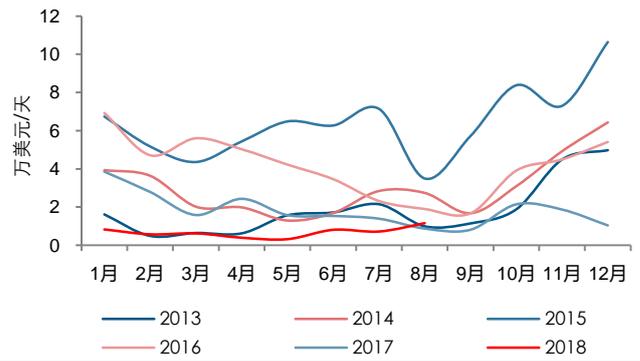
资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 47: 第四季度为油运行业旺季



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 48: 近 5 年 VLCC 运价月度均值



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对大盘涨幅大于 10%
增持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼（518048）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。