

上调23年全球石油消费，国内进口回升

——油运行业月度专题

行业评级：看好

2023年6月24日

分析师

李丹

邮箱

lidan02@stocke.com.cn

证书编号

S1230520040003

研究助理

卢骁尧

邮箱

luxiaoyao@stocke.com.cn

证书编号

S1230122090003

1、油运供需平衡表

- 克拉克森6月预测(维持5月预测): 2023-2024年原油运输供需差分别4.2%、5.2%; 成品油运输供需差分别10.2%、6.6%。
- 本月航速环比下降: **原油**5月航速11.55节, 环比上月下降0.03节; **成品油**5月航速11.33节, 环比上月下降0.02节。

2、供给端

- **在手订单仍处1996年以来最低, 原油轮新订单匮乏, 成品油轮订单增加。**截至6月, 在手订单与运力之比为4.6%, 环比增加0.1pct, 5月全行业下单19艘, 环比4月下降30艘; 原油轮中仅Suezmax下单2艘, 成品油轮中LR2下单6艘、MR下单7艘。
- **在手订单低导致目前交付数量有限,** 5月全行业交付8艘, 环比4月减少6艘, 分主要船型来看: VLCC交付1艘、Suezmax本月无交付, Aframax交付3艘; 成品油轮中: LR2交付2艘, MR交付1艘, LR1本月无交付。
- **景气周期中拆船量不及预期,** 5月主要船型拆船0艘。年初1-3月分别拆船1、1、3艘, 共计5艘, 其中MR拆船3艘。

3、需求端

- **OPEC产量环比下降,** 5月原油产量2807万桶/天, 环比上月减少46万桶/日; **国内原油进口量回升,** 5月进口5144万吨, 环比上月上升21.3%, 同比增加12.3%。1-5月累计进口23023万吨, 同比上升6.2%。
- **俄油出口保持高位, 欧盟成品油进口环比回升。**
- **全球原油贸易重构完成,** 5月运距较俄乌冲突前+2%; 成品油运距拉长开始兑现, 5月运距较俄乌冲突前拉长7%。
- **美国SPR再创新低,** 截至6.16, 美国战略石油储备3.50亿桶, 环比上周下降172万桶, 持续突破1984年以来的最低。
- **裂解价差环比收窄,** 截至6.24, 汽油裂解价差33.18美元/桶, 环比上周-7.62美元/桶; 柴油裂解价差27.88美元/桶, 环比上周-3.02美元/桶。 **亚太炼厂开工率环比下降。** 截至6.16, 美国炼厂开工率93.1%, 环比上周-0.6pct, 截至2023.6.21, 山东 2 炼厂开工率64.3%, 环比上周+0.7pct。

4、推荐标的

- **中远海能**：当前运价持续上涨、行业供给确定性放缓，油运市场景气度上升，公司作为全球油运龙头，盈利弹性大，VLCC-TCE上涨10000美元/天，税前净利润增厚11.7（亿元），预计后续将显著受益于油运行业景气周期。
- **招商南油**：国内唯一一家拥有国际国内油化气运输资质的水运企业，国际成品油运输为远东地区成品油运输市场领先者。截至2022年末公司拥有及控制运力65艘，共计238万载重吨。测算估计当TCE运价上涨1万美元/天，公司利润增厚约6.73亿元。
- **招商轮船**：油运、干散行业供给确定性放缓，随着中国疫后经济复苏，有望迎来“油散双击”。公司VLCC运力规模全球第一、干散船队规模世界领先，盈利弹性大，TCE上涨10000美元/天，税前净利润增厚12.3（亿元），预计后续将显著受益于油、散行业景气周期。

风险提示

- 1、全球石油消费恢复不及预期，导致油运需求下降
- 2、OPEC进一步减产，导致货量下降，导致油运需求下降
- 3、地缘政治风险
- 4、测算偏差风险等

目录

CONTENTS

01

油运供需平衡表

供需差

航速

02

供给端

在手订单

新订单

交付量

拆船量

03

需求端

OPEC产量, 国内原油进口量

俄油出口量, 欧盟进口量

运距

欧、美库存

成品油裂解价差, 炼厂开工率

04

推荐标的

中远海能、招商南油、招商轮船

01

油运

供需平衡表

根据Clarksons6月对原油/成品油供需差的预测：

- 原油：2023-2024年供需差分别4.2%、5.2%；
- 成品油：2023-2024年供需差分别为10.2%、6.6%。

表：原油/成品油运输供需平衡表（括号内为4月预测值）

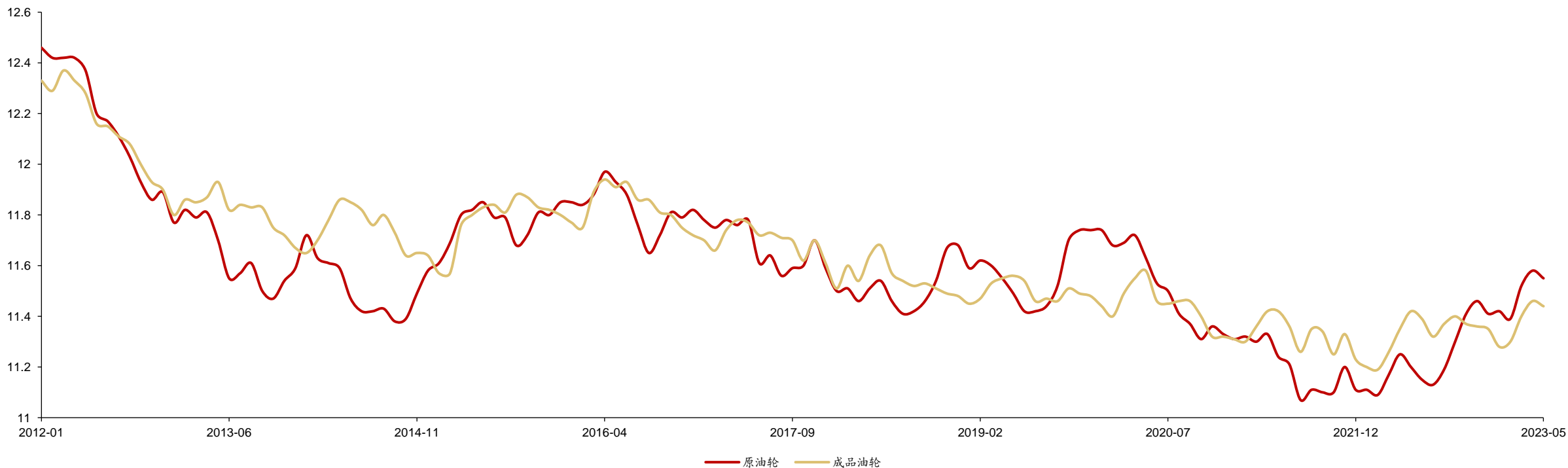
	2019	2020	2021	2022	2023(f)	2024(f)
原油						
需求增速-货量	-2.1%	-8.4%	0.4%	6.8%	1.9%	4.7%
需求增速-吨海里	-1.7%	-7.5%	-3.1%	7.1%	6.1%	5.8%
供给增速-有效运力	4.2%	0.4%	3.2%	5.2%	1.9%	0.6%
供需差	-5.9%	-7.9%	-6.3%	1.9%	4.2%	5.2%
成品油						
需求增速-货量	-3.4%	-10.6%	5.1%	3.5%	4.3%	4.2%
需求增速-吨海里	-0.1%	-8.8%	8.8%	5.0%	11.7%	6.9%
供给增速-有效运力	4.9%	0.2%	2.6%	2.5%	1.5%	0.3%
供需差	-5.0%	-9.0%	6.2%	2.5%	10.2%	6.6%

➤ 本月航速环比上月下降：

▣ 原油：5月航速11.55节，环比上月下降0.03节；

▣ 成品油：5月航速11.33节，环比上月下降0.02节。

图：原油/成品油运输航速上行（单位：节）



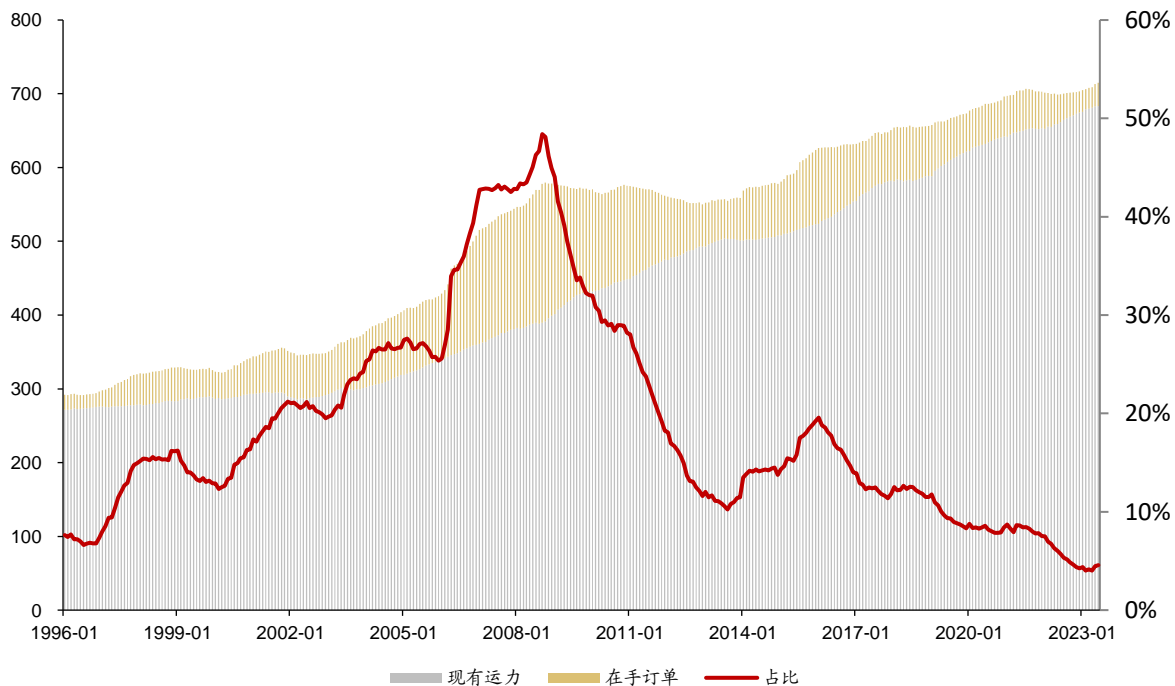
02

供给端

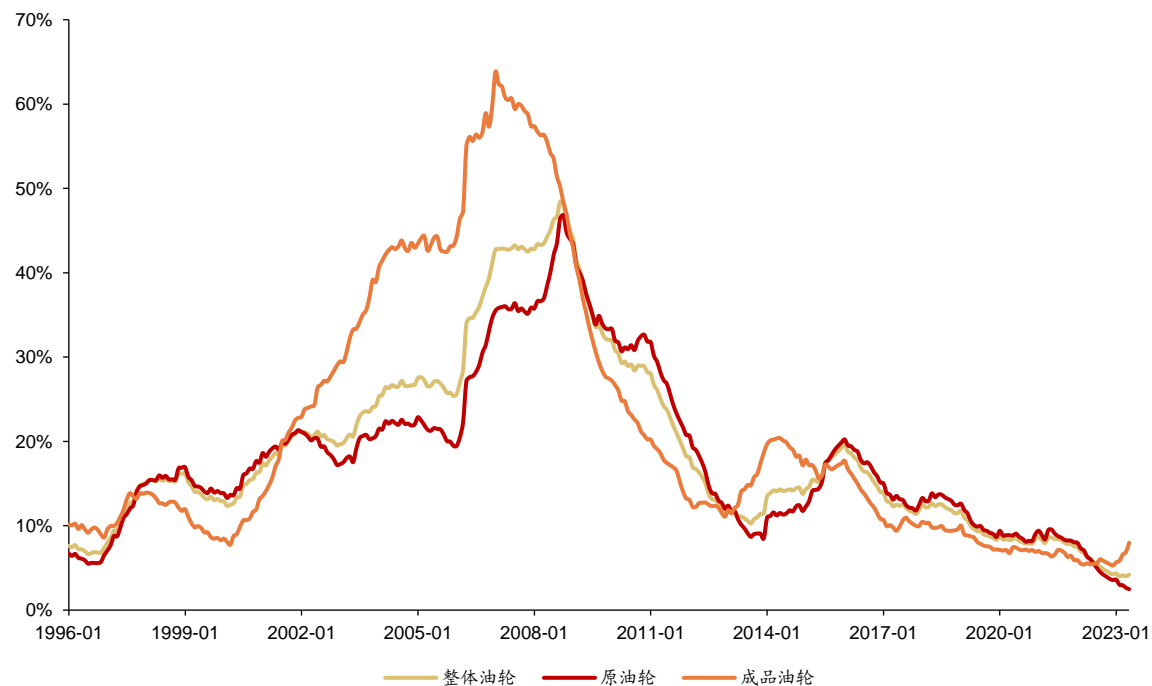
截至2023年6月：当前油轮船队在手订单与运力之比为4.6%，环比上月增加0.1pct，但仍处1996年有数据以来的最低值。

- 原油轮：在手订单与运力之比为2.9%，环比5月无变动；
- 成品油轮：在手订单与运力之比为8.4%，环比4月上升0.4pct。

图：油船在手订单处于历史低位(百万DWT)



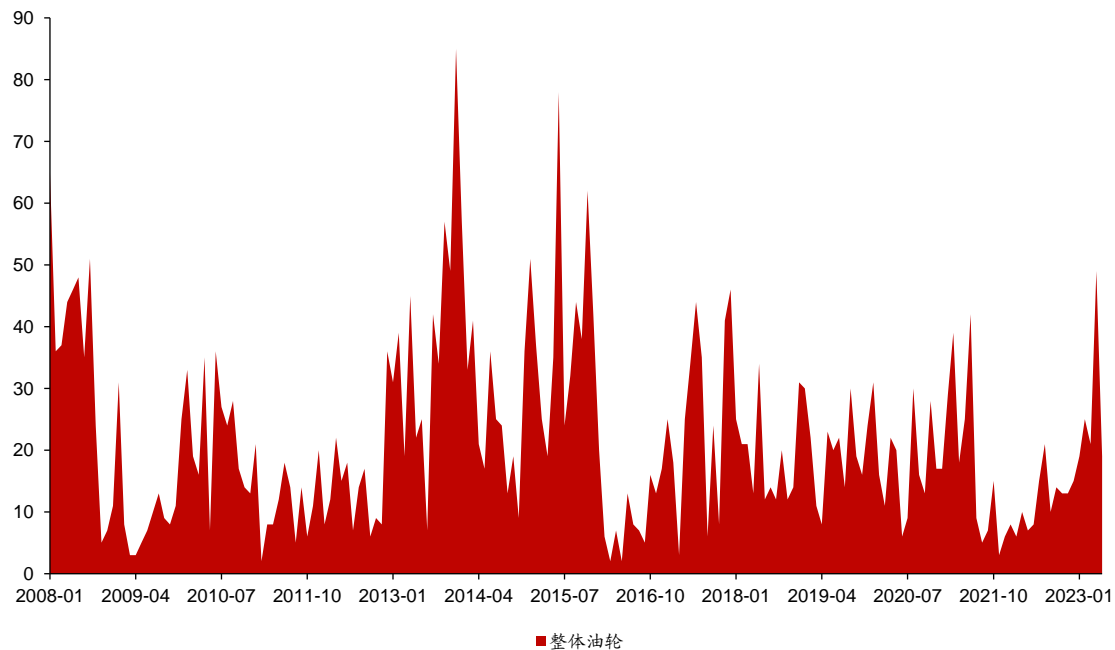
图：原油/成品油船在手订单占运力比重



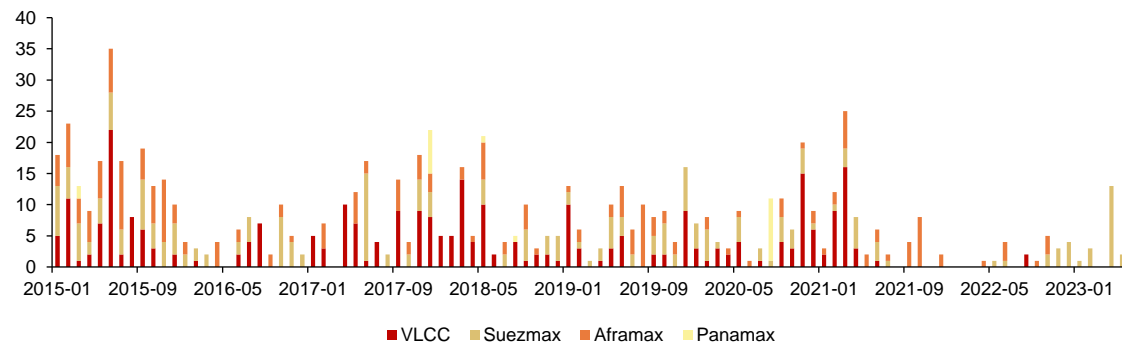
2023年5月全行业油轮新下单造船19艘，环比4月下降30艘；其中分主要船型来看：

- 原油轮中：Suezmax下单2艘，VLCC、Aframax、Panamax无新订单；
- 成品油轮中：LR2下单6艘、LR1下单0艘、MR下单7艘，环比上月分别-10、-2、+1艘。

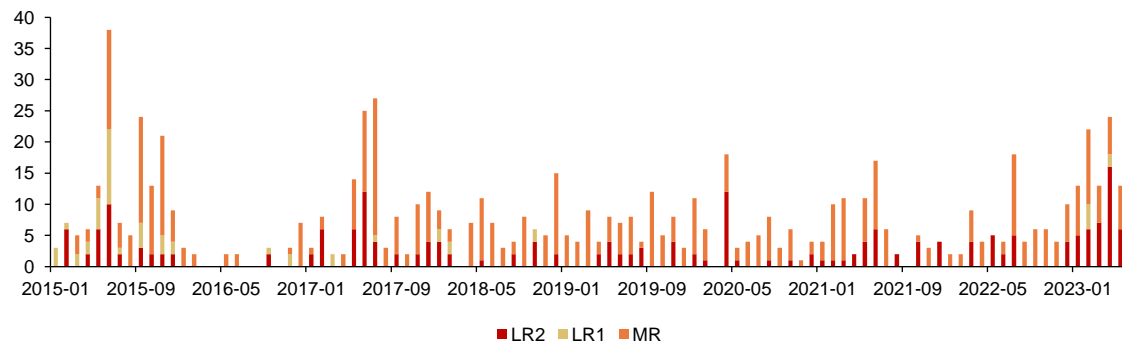
图：全行业油轮月度新订单（艘）



图：原油轮主要船型月度新订单（艘）

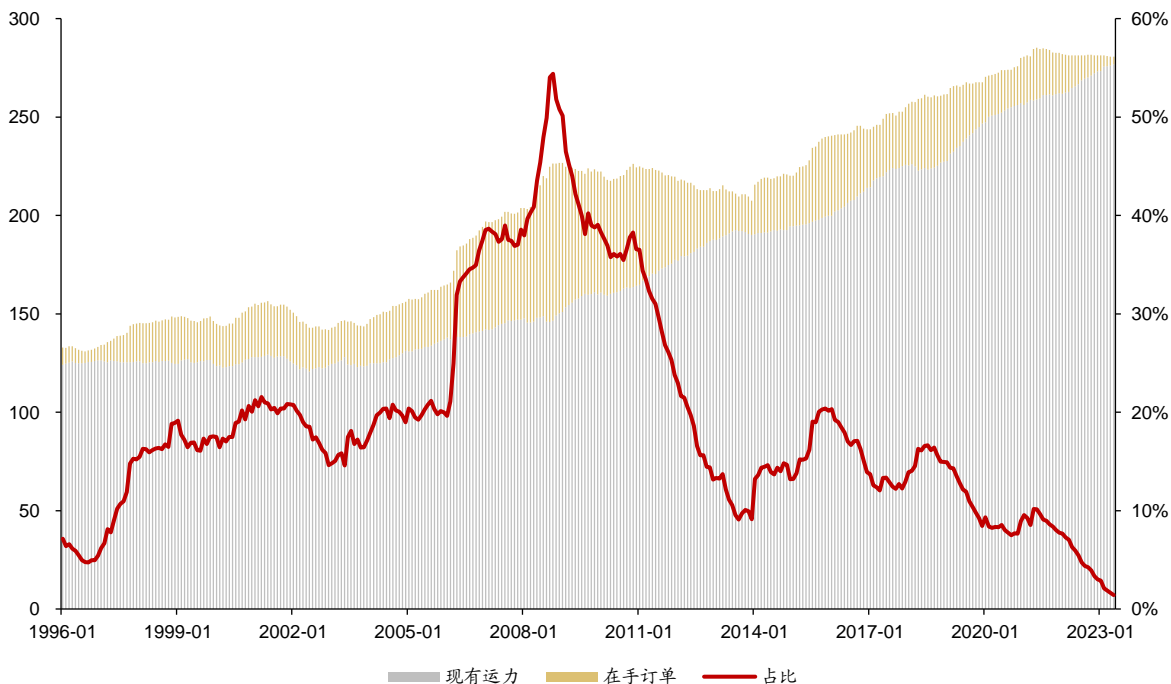


图：成品油轮主要船型月度新订单（艘）



□ 2022年8月至今无VLCC新订单，截至2023年5月，全行业VLCC在手订单中绝大部分预计2023年交付完，2024年预计无新船交付。

图：VLCC在手订单处于历史低位(百万DWT)



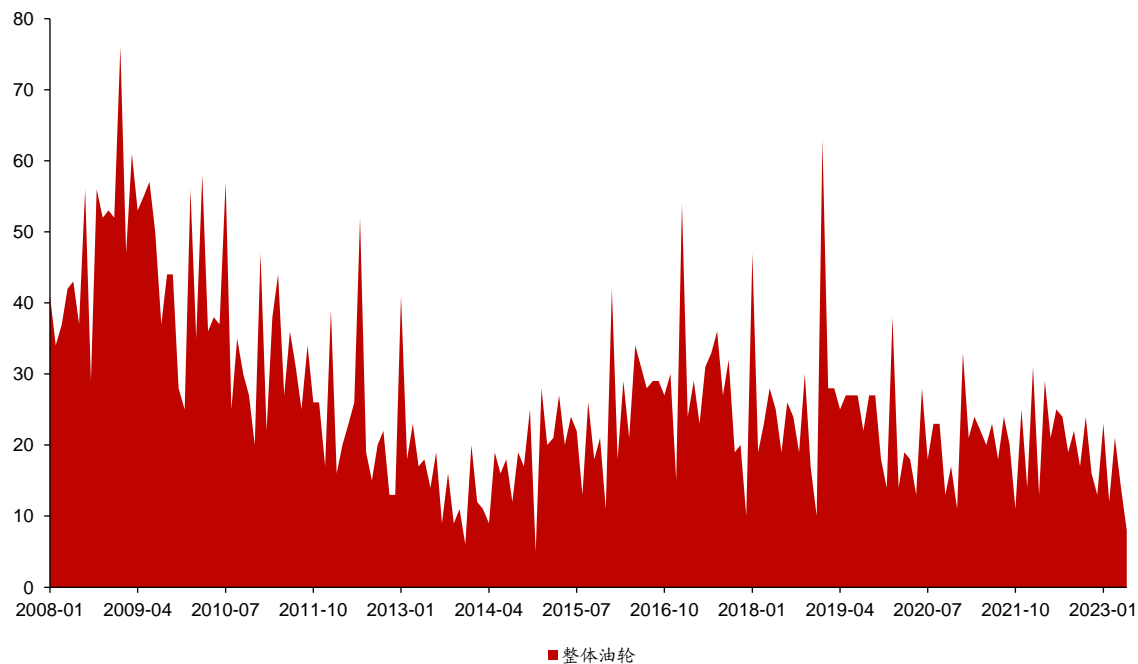
表：全行业VLCC在手订单预计交付时间

运力(DWT)	下单时间	预计交付时间
309,000	2022/8/25	2025-11
309,000	2022/8/25	2026-03
300,000	2021/6/18	2023-05
300,000	2021/4/13	2023-10
300,000	2021/3/11	2023-09
300,000	2021/3/11	2023-10
300,000	2021/3/11	2023-05
300,000	2021/3/11	2023-06
320,500	2021/2/17	2023-07
300,000	2020/11/30	2023-05
300,000	2020/11/30	2023-06
300,000	2020/11/30	2023-07
310,000	2019/2/1	2023-07

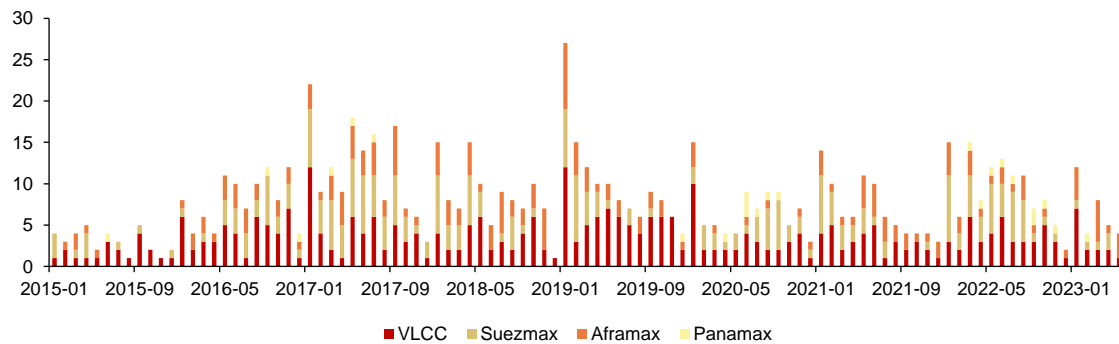
2023年5月全行业油轮交付8艘，环比4月减少6艘，其中分主要船型来看：

- 原油轮中：VLCC交付1艘、Suezmax交付0艘，Aframax交付3艘；
- 成品油轮中：LR2交付2艘，MR交付1艘，LR1无交付。

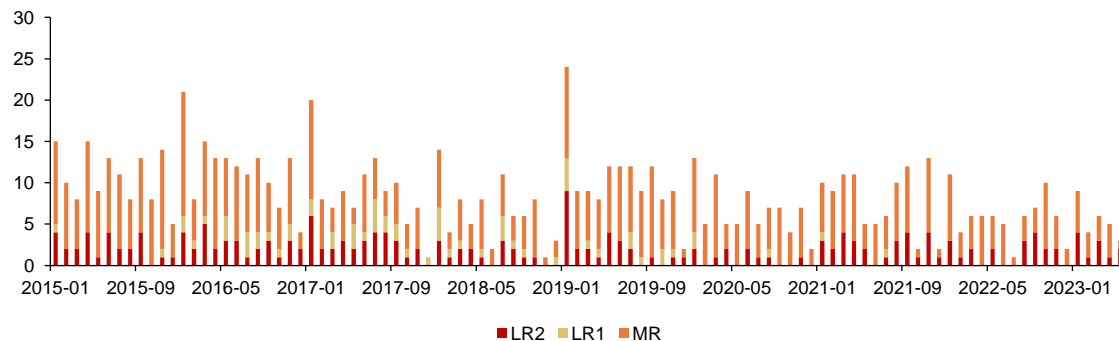
图：全行业油轮月度交付（艘）



图：原油轮月度交付（艘）

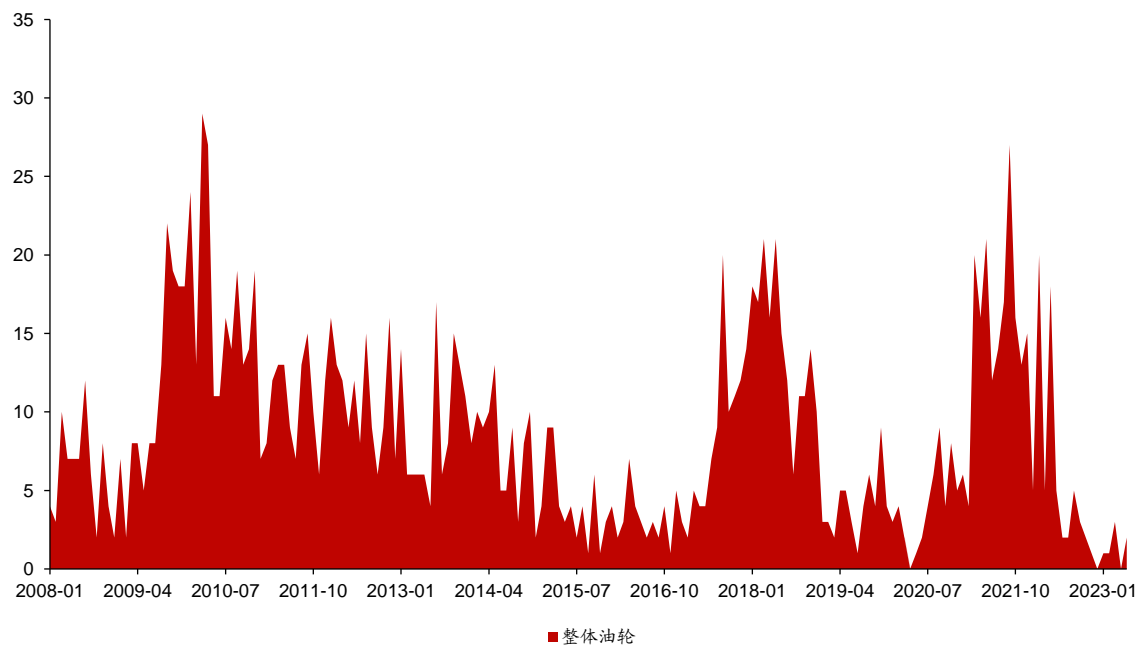


图：成品油轮月度交付（艘）

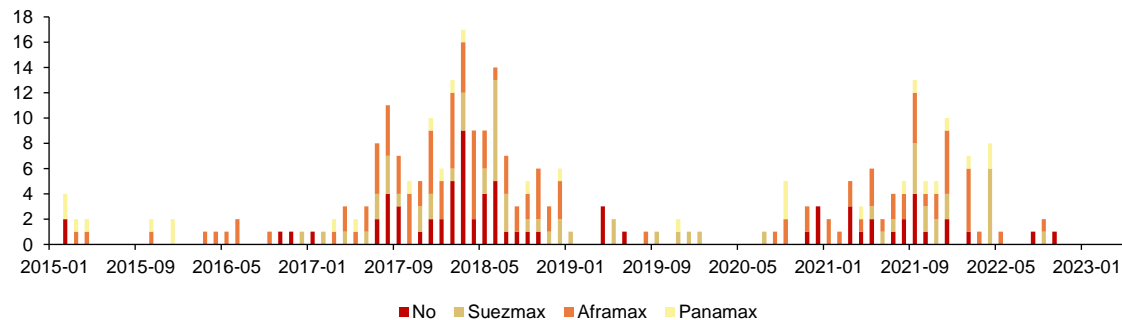


- 2023年5月全行业主要船型油轮拆船0艘。年初1-3月分别拆船1、1、3艘，共计5艘，其中MR拆船3艘。
- 我们认为，主要因春节后运价持续上行，一季度VLCC TD3C-TCE均值46,967美元/天，MR TC2&TC14运价均值31,197美元/天，行业淡季不淡显著，且船东对油运后续景气周期信心较足，导致拆船不及预期。

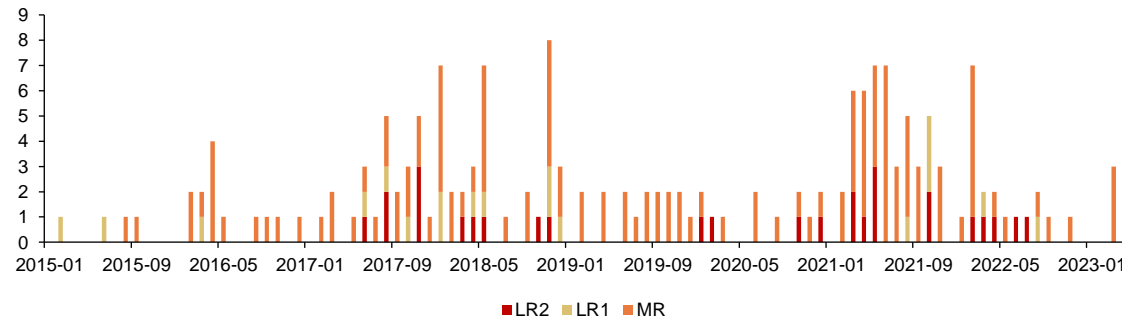
图：全行业油轮月度拆解（艘）



图：原油轮月度拆解（艘）



图：成品油轮月度拆解（艘）

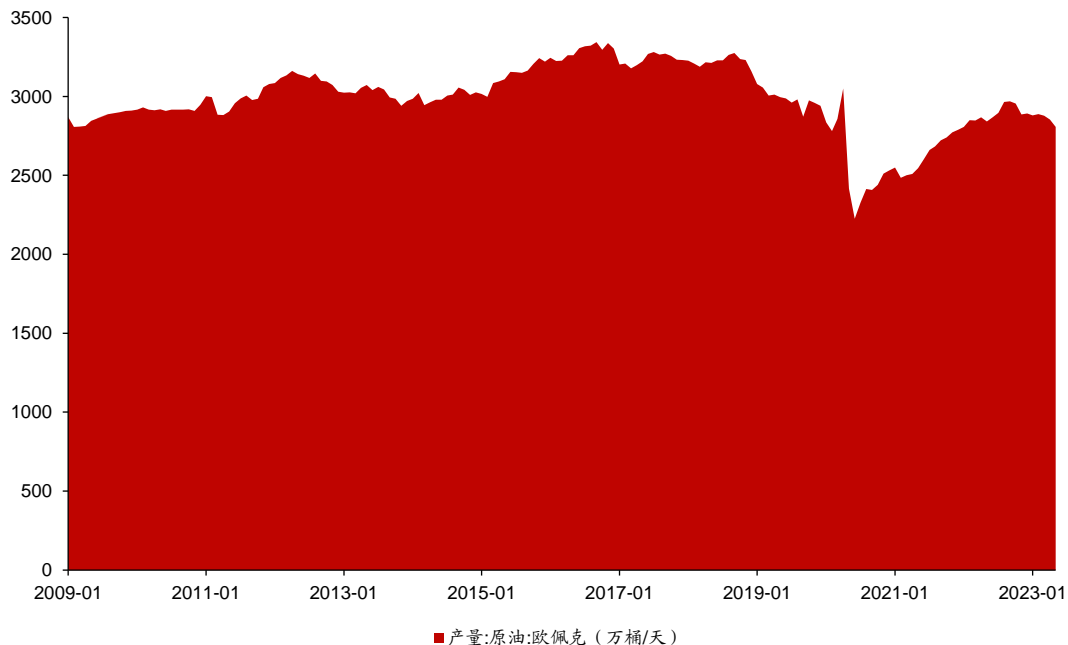


03

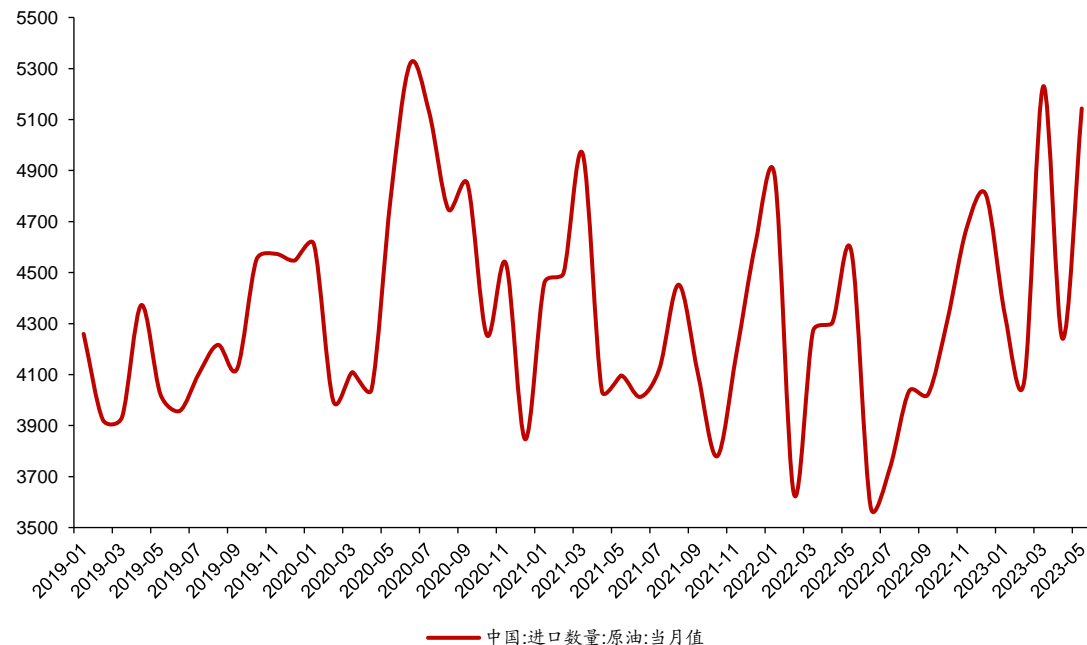
需求端

- OPEC5月原油产量2807万桶/天，环比上月减少46万桶/日；
- 中国5月进口原油5144万吨，环比上月增加21.3%，同比增加12.3%。1-5月累计进口23023万吨，同比增加6.2%。

图：OPEC原油产量（万桶/天）



图：中国原油进口量（万吨）



- 2022年10月：决定11月开始，产量在8月的基准下减产200万桶/日。
- 2022年12月4日：12月产量维持减产目标。
- 2023年2月1日：将2022年10月的目标产量延迟至2023年底。
- 2023年4月2日：沙特等OPEC+成员国宣布自5月起继续减产114.9万桶/日（不含俄罗斯减产的50万桶/日）
- 2023年6月4日：从2024年起进一步将总产量目标减少140万桶/日，沙特7月或进一步减产100万桶/日

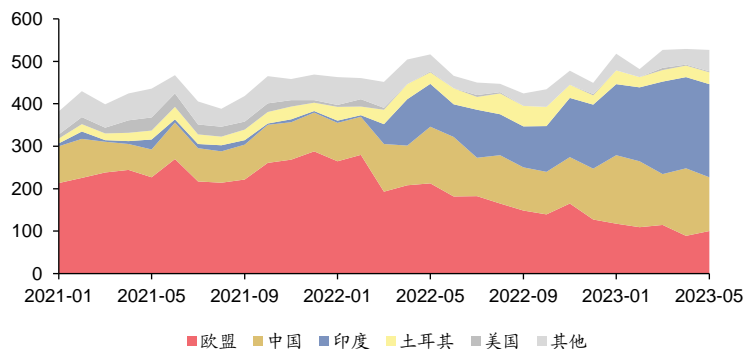
表：OPEC原油产量（万桶/天）

国家	2022年10月计划减产额度		2022年产量				2023年产量					2023年5月计划减产额度
	计划减产前产量	计划减产额度	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	
阿尔及利亚	104	-0.2	104	104	103	102	102	102	101	101	97	4.8
安哥拉	117	-0.3	115	107	109	111	114	108	101	109	115	
加蓬	20	-0.1	20	21	20	19	19	28	27	26	27	0.8
伊拉克	454	-15.2	455	457	446	447	441	437	434	412	414	21.1
科威特	281	-14.8	282	280	268	265	269	268	268	265	256	12.8
尼日利亚	104	-0.3	103	106	118	127	131	137	135	118	127	
沙特阿拉伯	1093	-49.6	1099	1084	1047	1047	1030	1036	1041	1050	998	50.0
阿联酋	318	-32.1	319	319	305	304	305	305	304	303	289	14.4
哈萨克斯坦												7.8
阿曼												4.0
减产国合计	2492	-112.6	2496	2477	2416	2422	2410	2420	2410	2383	2322	
减产执行率			-4.2%	12.7%	67.0%	62.0%	72.6%	63.6%	72.3%	96.7%	151.1%	

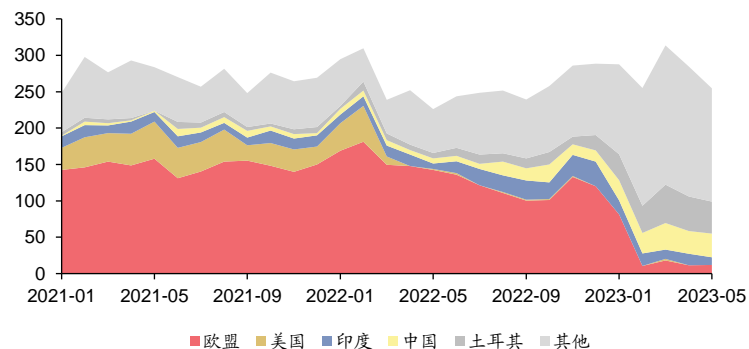
根据Kpler，截至2023年5月：

- 原油：**俄罗斯**平均每日出口527万桶，环比4月-2万桶，**欧盟**平均每日进口1045万桶，环比4月+70万桶
- 成品油：**俄罗斯**平均每日出口255万桶，环比4月-30万桶；**欧盟**平均每日进口451万桶，环比4月-69万桶。
- 其中，柴油：**俄罗斯**平均每日出口58万桶，环比4月-13万桶；**欧盟**平均每日进口126万桶，环比4月-17万桶。

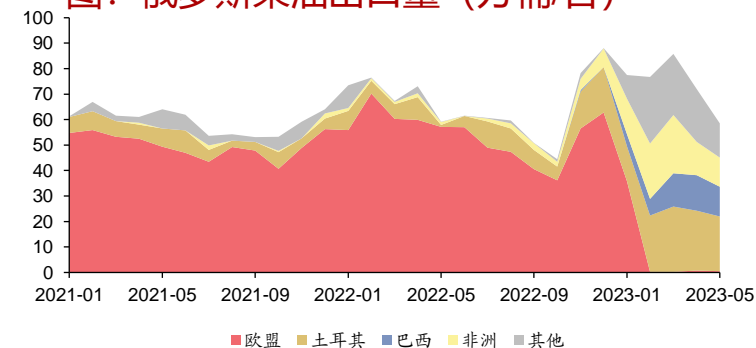
图：俄罗斯原油出口量（万桶/日）



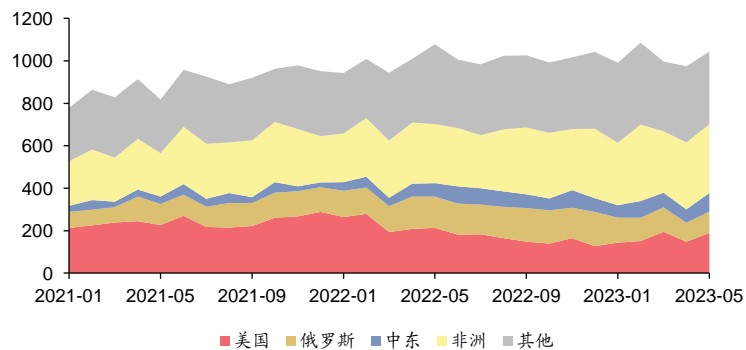
图：俄罗斯成品油出口量（万桶/日）



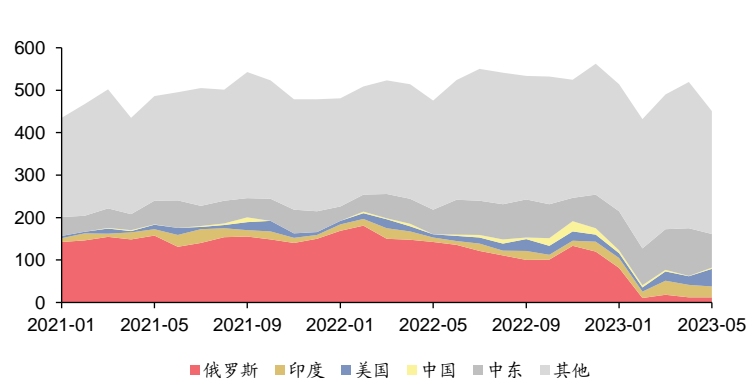
图：俄罗斯柴油出口量（万桶/日）



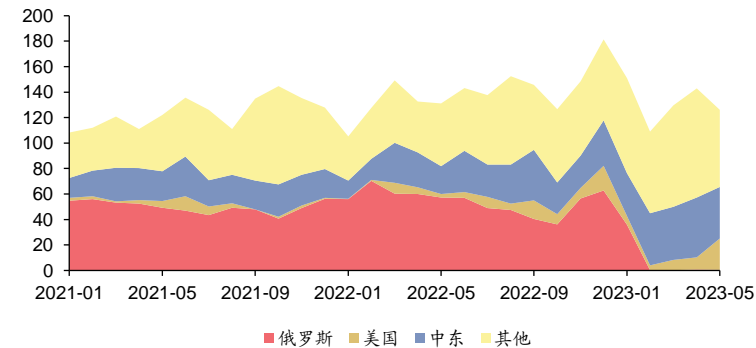
图：欧盟原油进口量（万桶/日）



图：欧盟成品油进口量（万桶/日）



图：欧盟柴油进口量（万桶/日）



重申：我们认为，即使俄乌停战，俄欧石油贸易格局短期也难以重回冲突前。

□ 根据克拉克森5月预测：

- 全球**原油**平均海运运距2023-2024年分别较俄乌冲突前(2021年)分别拉长 4.4%、5.1%；
- 全球**成品油**平均海运运距2023-2024年分别较俄乌冲突前(2021年)分别拉长9.1%、11.8%。

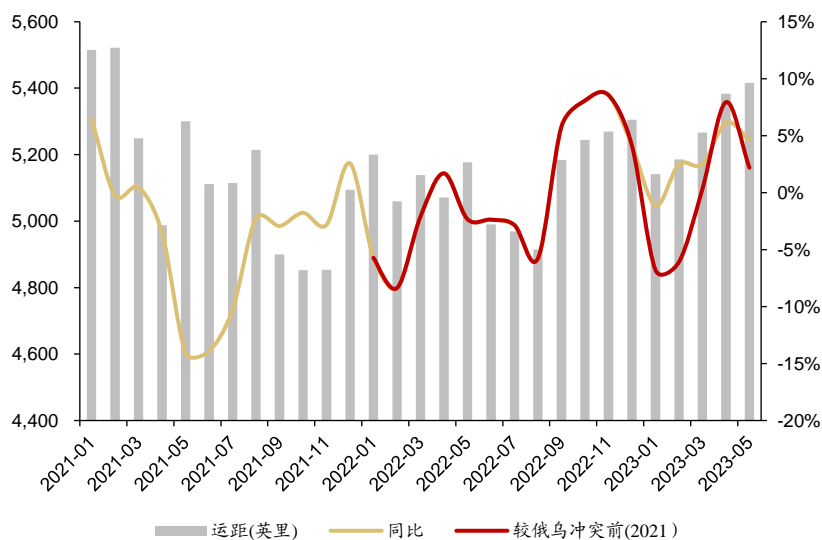
表：油运运距预测

	周转量(十亿吨海里)	货运量(百万吨)	平均运距(海里)	同比	较俄乌冲突前(2021)变动
原油					
2021	9,306	1,854	5,020	-3.1%	
2022	9,950	1,974	5,040	0.4%	0.4%
2023E	10,510	2,006	5,239	4.0%	4.4%
2024E	11,114	2,106	5,278	0.7%	5.1%
成品油					
2021	3,103	1,015	3,057	3.5%	
2022	3,264	1,048	3,115	1.9%	1.9%
2023E	3,620	1,085	3,335	7.1%	9.1%
2024E	3,886	1,137	3,419	2.5%	11.8%

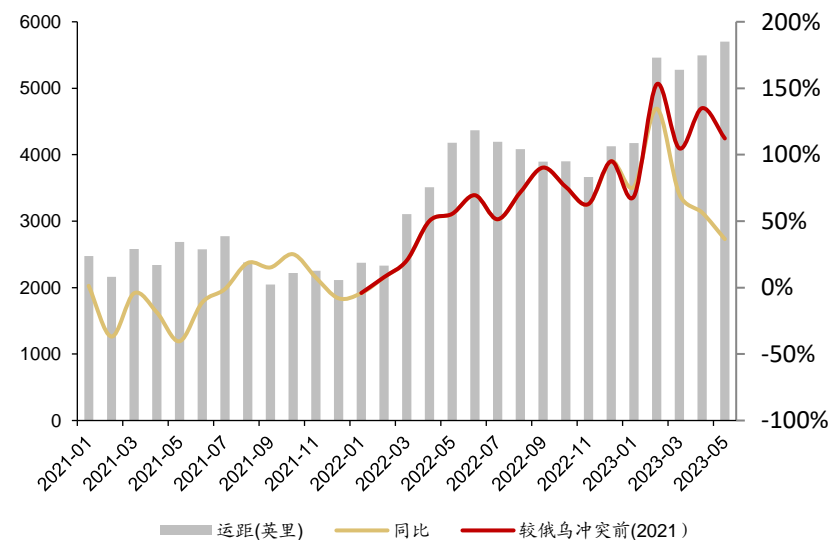
□ 根据Kpler，截至2023年5月：

- **全球**原油海运运距5416英里，同比+5%，较俄乌冲突前（2021年同期）+2%；
- **俄罗斯**原油出口运距5705英里，同比+37%，较俄乌冲突前（2021年同期）+112%；
- **欧盟**原油进口运距2961英里，同比+2%，较俄乌冲突前（2021年同期）+8%。

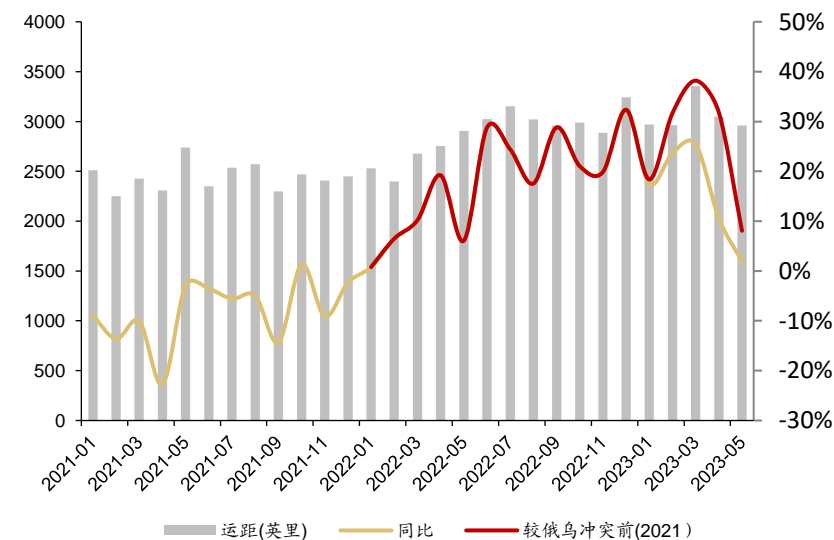
图：全球原油海运运距



图：俄罗斯原油出口运距



图：欧盟原油进口运距



□ 根据Kpler, 截至2023年5月:

- **全球**成品油海运运距3439英里, 同比+4%, 较俄乌冲突前 (2021年同期) +7%;
- **俄罗斯**成品油出口运距5906英里, 同比+85%, 较俄乌冲突前 (2021年同期) +75%;
- **欧盟**成品油进口运距2571英里, 同比+25%, 较俄乌冲突前 (2021年同期) +31%。

图: 全球成品油海运运距

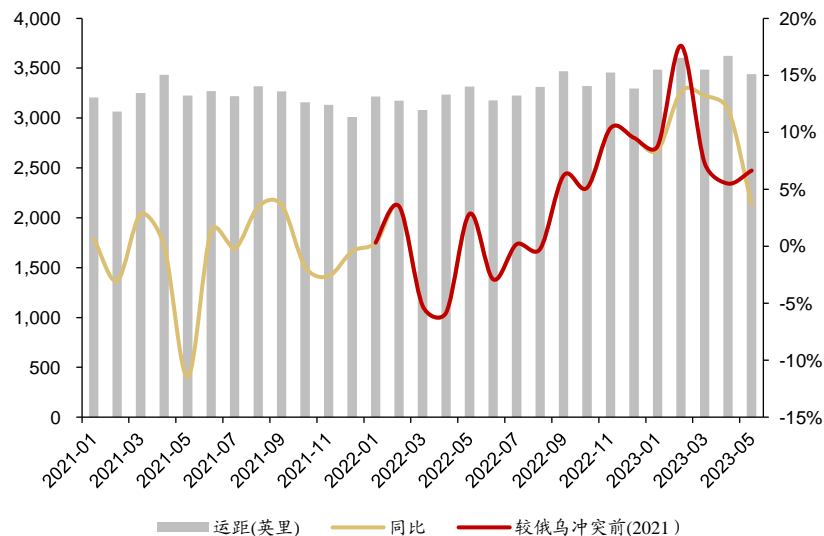


图: 俄罗斯成品油出口运距

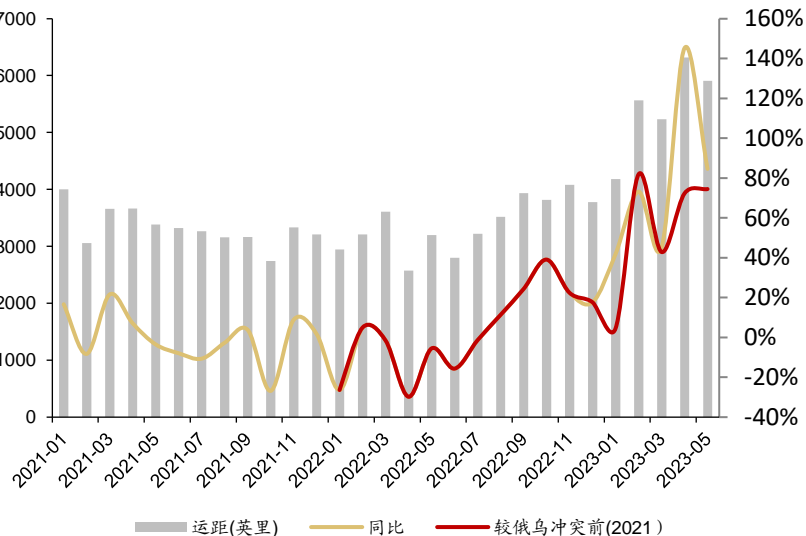
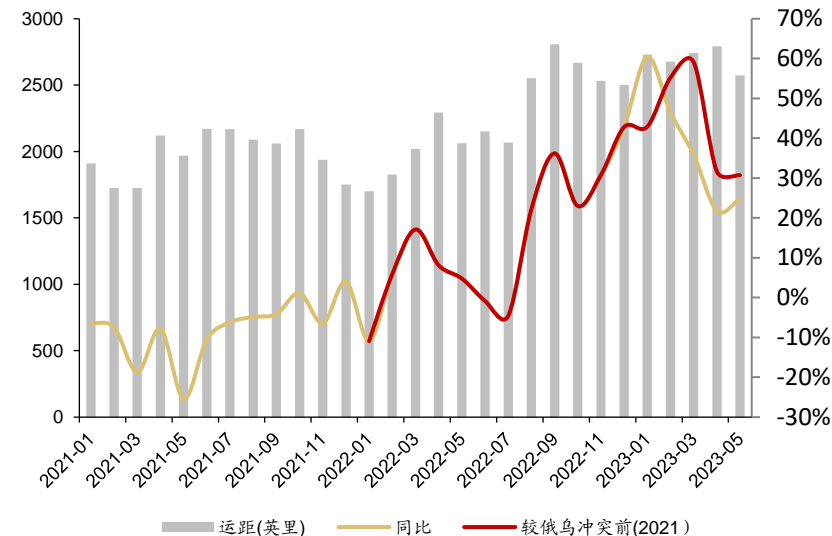
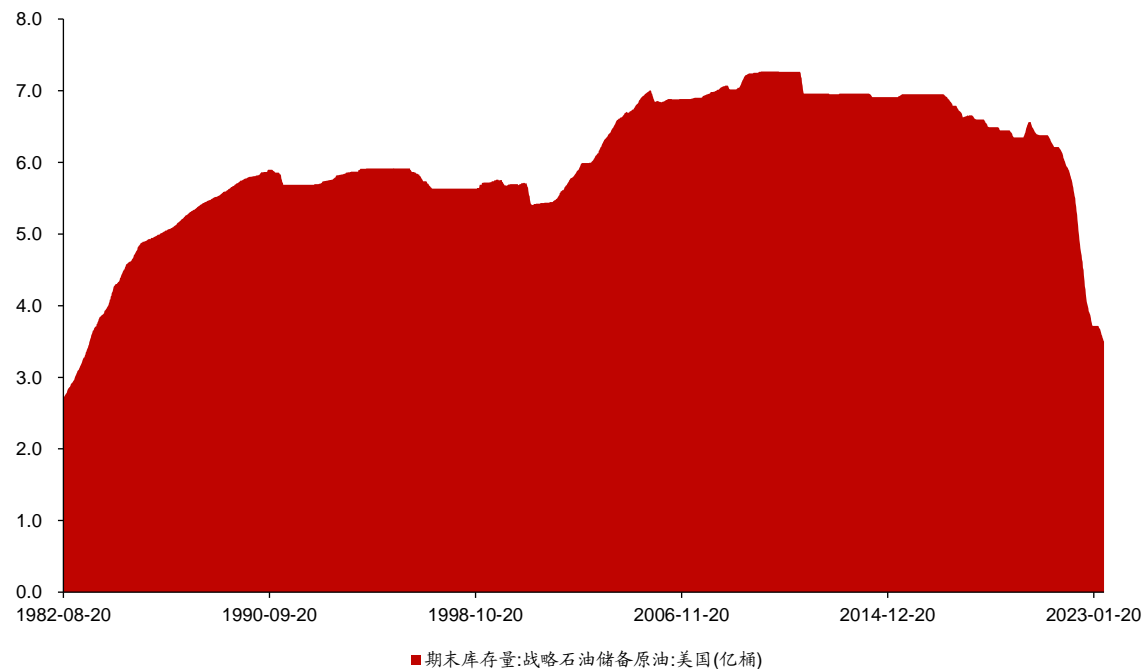


图: 欧盟成品油进口运距

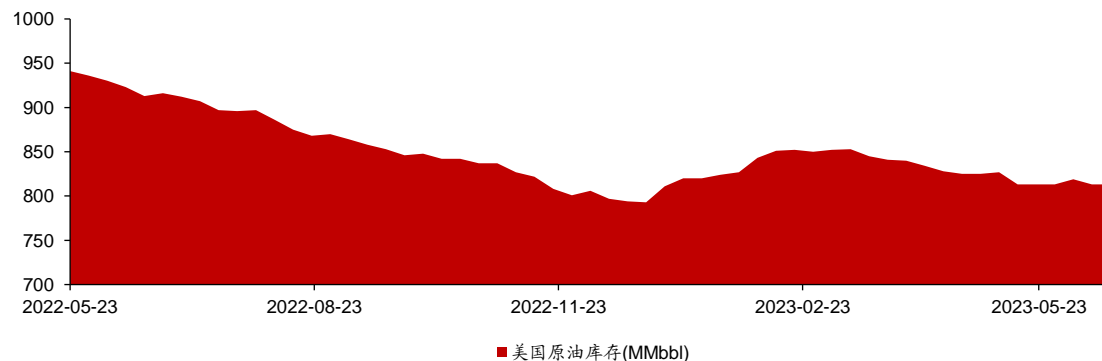


- 截至2023.6.16，美国战略石油储备3.50亿桶，环比上周下降172万桶，持续突破1984年以来的最低值。
- 根据Kpler，截至2023.6.19，美国原油库存8.13亿桶，环比上周无变化；欧盟原油库存3.03亿桶，环比上周下降300万桶。

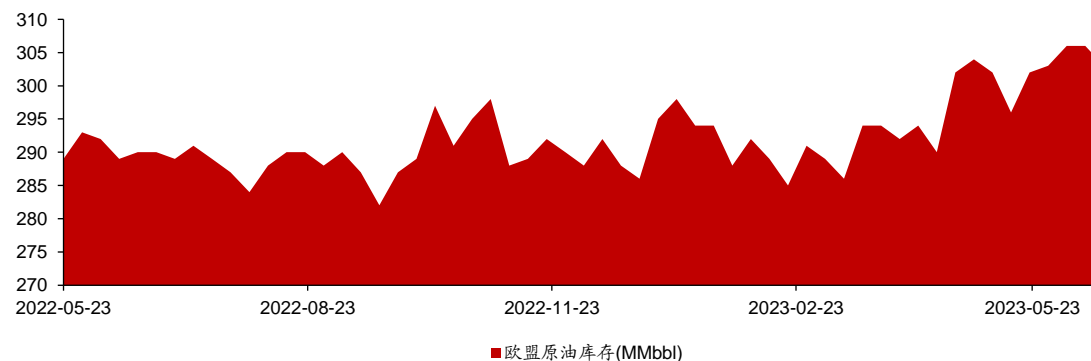
图：美国战略石油储备



图：美国原油库存

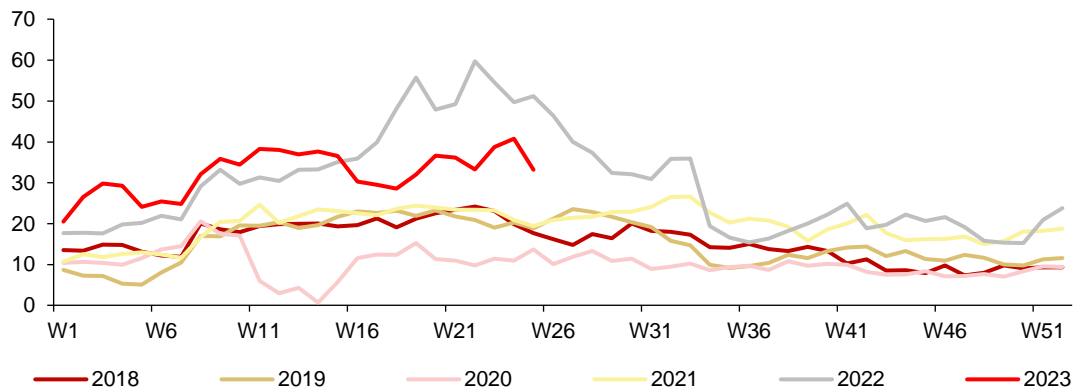


图：欧盟原油库存

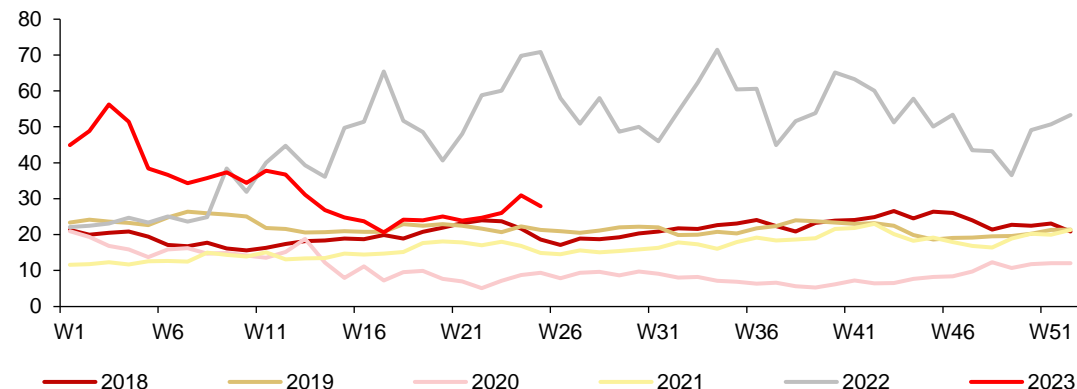


- 截至6.23，汽油裂解价差33.18美元/桶，环比上周-7.62美元/桶；柴油裂解价差27.88美元/桶，环比上周-3.02美元/桶。
- 截至6.16，美国炼厂开工率93.1%，环比上周-0.6pct，截至2023.6.21，山东炼厂开工率64.3%，环比上周+0.7pct。

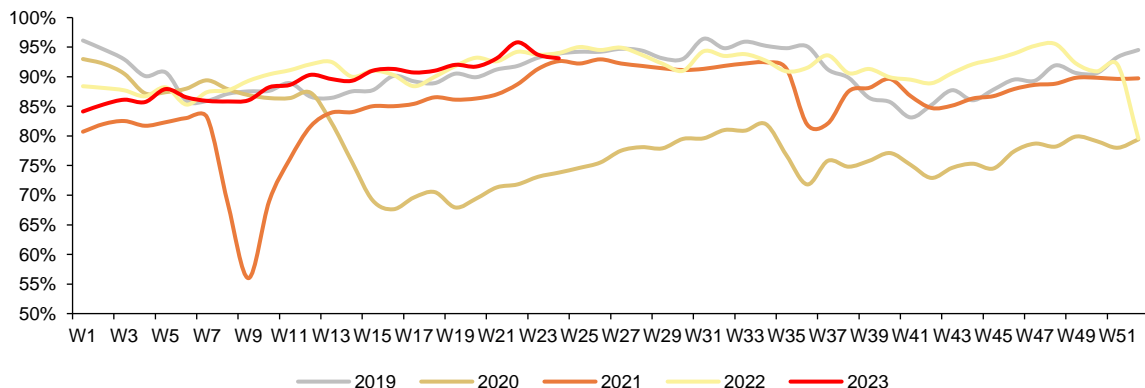
图：RBOB-WTI汽油裂解价差（美元/桶）



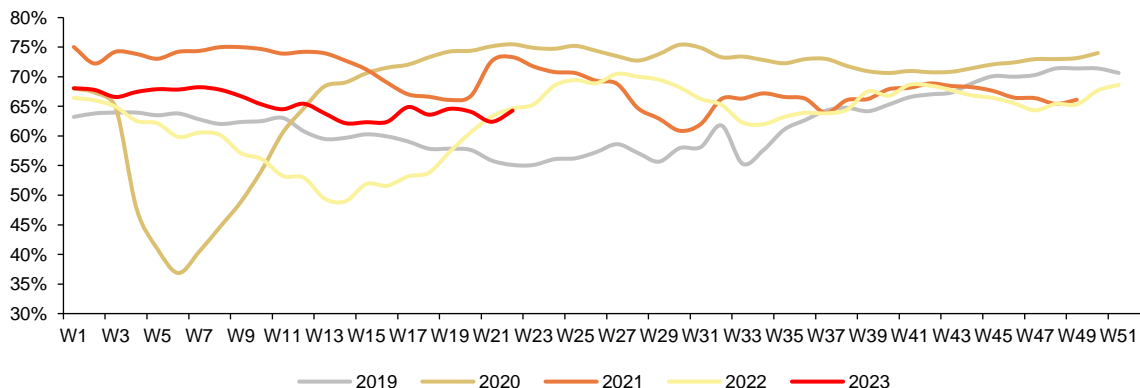
图：ULSD-WTI柴油裂解价差（美元/桶）



图：美国炼厂开工率



图：国内山东炼厂开工率



- OPEC、IEA6月分别预测2023年全球原油需求较2022年增加234、159万桶/日，较5月预测分别上调1、3万桶/日。
- OPEC/IEA预测2023年中国石油需求较2022年增加85/80万桶/日，变动比例分别为5.7%/5.0%。印度石油需求较2022年增加24/23万桶/日，变动比例分别为4.7%/4.6%。

表：OPEC预测全球石油需求（万桶/日）

	2019	2020	2021	2022	2023	5月预测 2023增加 (万桶/天)	2023- YoY	2023	6月预测 2023增加 (万桶/天)	2023- YoY
美洲	2540	2245	2432	2501	2509	8	0.3%	2509	8	0.3%
其中美国	2058	1835	2003	2043	2043	0	0.0%	2043	0	0.0%
OECD欧洲	1431	1241	1313	1351	1346	-5	-0.4%	1343	-8	-0.6%
OECD亚太	795	717	738	743	747	4	0.5%	747	4	0.5%
OECD合计	4766	4203	4482	4595	4602	7	0.2%	4600	5	0.1%
中国	1381	1394	1500	1485	1566	81	5.5%	1570	85	5.7%
印度	499	451	477	514	539	25	4.9%	538	24	4.7%
其他亚洲	906	813	867	902	936	34	3.8%	935	33	3.7%
拉美	659	590	623	644	661	17	2.6%	662	18	2.8%
中东	820	745	779	829	866	37	4.5%	867	38	4.6%
非洲	444	408	422	440	459	19	4.3%	459	19	4.3%
俄罗斯	357	339	361	356	365	9	2.5%	365	9	2.5%
非OECD	5262	4916	5225	5362	5588	226	4.2%	5592	230	4.3%
全球	10027	9119	9708	9957	10190	233	2.3%	10191	234	2.4%

表：IEA预测全球石油需求（万桶/日）

	2022	2023	2024	5月预测 2023 增加(万桶/天)	2023- YoY	6月预测 2023 增加(万桶/天)	2023- YoY
北美	2450	2463	2490	17	0.7%	13	0.7%
加拿大	229	229	231	-9	-3.9%	0	-3.9%
墨西哥	192	190	189	-1	-0.5%	-2	-0.5%
美国	2028	2043	2069	19	0.9%	15	0.9%
欧洲	1427	1425	1430	-3	-0.2%	-2	-0.2%
中东	919	939	953	21	2.3%	20	2.3%
亚太	3605	3718	3808	108	3.0%	113	3.0%
中国	1515	1595	1635	76	5.0%	80	5.0%
日本	337	332	323	-6	-1.8%	-5	-1.8%
印度	504	527	558	23	4.6%	23	4.6%
非洲	443	454	463	10	2.3%	11	2.3%
OECD合计	4594	4600	4625	8	0.2%	6	0.2%
非OECD	5349	5502	5646	148	2.8%	153	2.8%
全球	9942	10101	10271	156	1.6%	159	1.6%

04

推荐标的

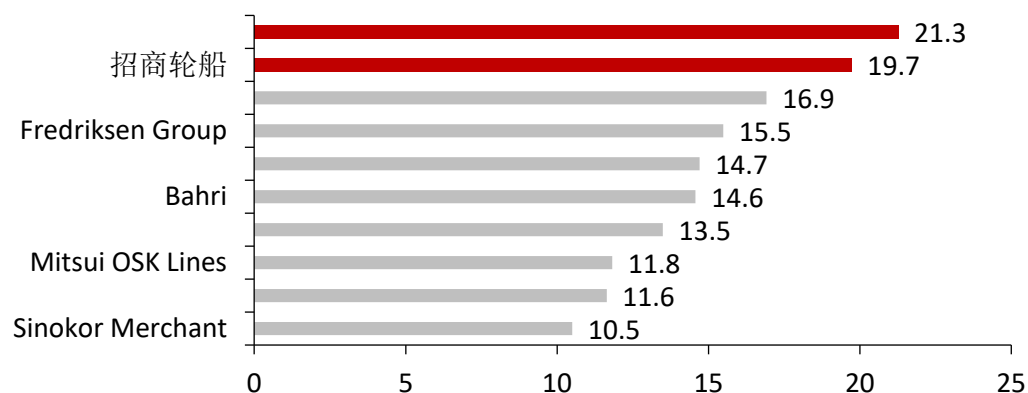
招商南油

中远海能

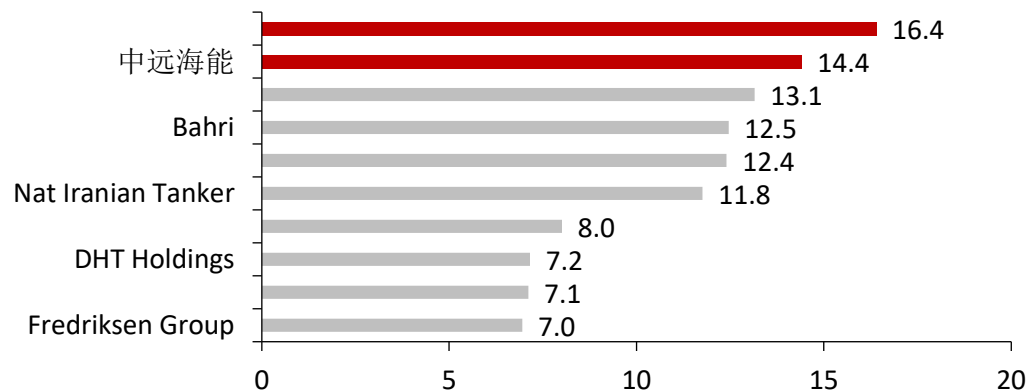
招商轮船

- **中远海能**：全球最大油船船东，自有油船运力2127万DWT
- **招商轮船**：全球最大VLCC船东，自有VLCC运力1640万DWT

图：全球前十大油船船东（百万DWT）（截至2023年4月）



图：全球前十大VLCC船东（百万DWT）（截至2023年4月）



资料来源：Clarksons、公司公告，浙商证券研究所注：船队结构截至2022年底

表：中远海能油轮船队

类型	市场	板块	船型	艘数	万载重吨	平均船龄	
自有	外贸	原油	VLCC	47	1,501	9.6	
			苏伊士型	3	64	2.3	
			阿芙拉型	6	67	8.0	
			巴拿马型	1	7	17.7	
			灵便型	4	23	14.6	
	成品油	LR2	8	88	7.0		
		LR1	13	97	9.4		
		灵便型	9	43	8.4		
		内贸	原油	阿芙拉型	3	33	18.5
				巴拿马型	17	123	13.1
成品油	灵便型	LR1	2	13	15.8		
		灵便型	12	48	12.2		
		通用型	8	9	14.8		
租入	外贸	原油	VLCC	5	152	8.3	
	内贸	原油	巴拿马型	1	7	17.5	
合计				157	2,274	11.2	

表：招商轮船油轮船队

类型	船型	艘数	万载重吨	平均船龄	订单艘数	万载重吨
自有	VLCC	51	1580	7.7	1	30.7
自有	Aframax	5	54	14.2	3	34.5
合计		56	1634	8.3	4	65.2

表：中远海能业绩弹性测算

	艘数	盈亏平衡点 (美元/天)	TCE上涨10000美元/天, 税前净利润分别增厚 (亿元)	TCE上涨10000美元/天, 税后净利润分别增厚 (亿元)	
原油	65				
VLCC	51	28,000	11.7	9.9	
Suezmax	3	24,000	0.7	0.6	
Aframax	6	18,000	1.4	1.1	
Panamax	1	16,000	0.2	0.2	
Handysize	4	14,000	0.9	0.8	
成品油	30				
LR2	8	18,000	1.8	1.5	
LR1	13	16,000	2.9	2.5	
MR	9	12,000	2.0	1.7	
	TCE (美元/天)	VLCC船队盈利 (亿元)	中小船队盈利(亿元)	假设内贸+LNG盈利(亿元)	盈利合计(亿元)
	40,000	11.7	20.0	14.0	45.7
	45,000	16.5	24.2	14.0	54.7
	50,000	21.4	28.4	14.0	63.8
	55,000	26.3	32.6	14.0	72.8
	60,000	31.1	36.8	14.0	81.9
	70,000	40.9	45.2	14.0	100.0

表：招商轮船业绩弹性测算

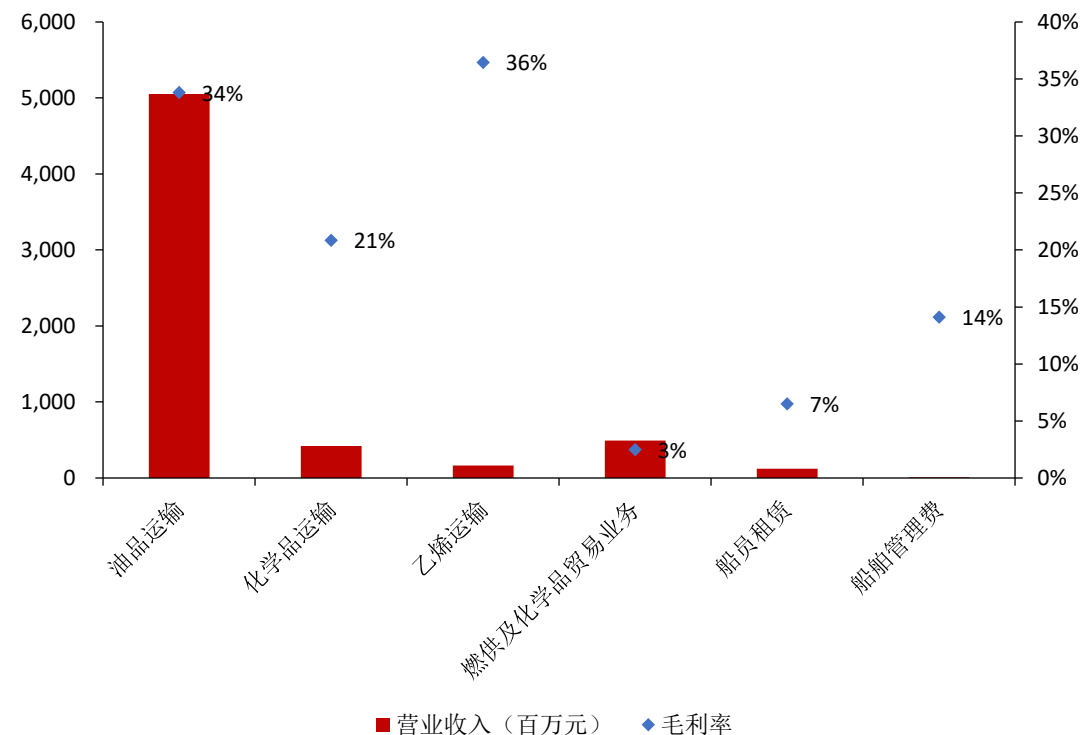
	艘数	盈亏平衡点 (美元/天)	TCE上涨10000美元/天, 税前净利润分别增厚 (亿元)	TCE上涨10000美元/天, 税后净利润分别增厚 (亿元)
VLCC	51	21000	12.3	11.1
阿芙拉型	5	14000	1.2	1.1
TCE (美元/天)	VLCC船队盈利 (亿元)	中小船队盈利 (亿元)	假设散+集+滚+LNG盈利 (亿元)	盈利合计 (亿元)
40,000	21.1	1.7	50.0	72.7
45,000	26.6	2.0	50.0	78.6
50,000	32.1	2.3	50.0	84.5
55,000	37.7	2.7	50.0	90.3
60,000	43.2	3.0	50.0	96.2
70,000	54.3	3.6	50.0	107.9

□ **全球领先的中小船型液货运输服务商。**招商南油是招商局旗下的油轮运输公司，也是国内唯一一家拥有国际国内油化气运输资质的水运企业，其国际成品油运输为远东地区成品油运输市场领先者。公司聚焦于成品油、原油、化学品、气体运输等领域，并拓展船员劳务、燃料油供应等关联业务，增强公司抵御风险和穿越周期的能力，截至2022年末公司拥有及控制运力65艘，共计238万载重吨。

表：招商南油业务简介（截至22Q3末）

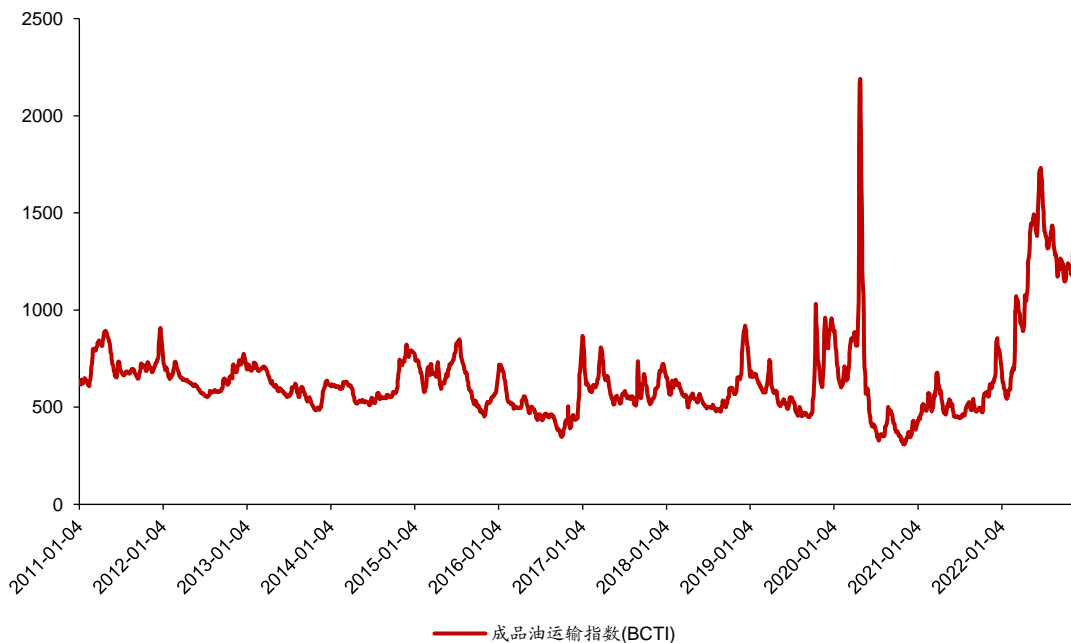
业务	介绍	资产情况
原油运输	运营20艘船舶，在建2艘，以内贸运输为主、外贸运输为辅，内贸原油运输业务规模位居国内第二。主要从事国内沿海、海进江等内贸航线及东亚地区外贸航线运输。	
成品油运输	运营27艘MR船舶，在建4艘，国际成品油运输已经成为远东地区成品油运输市场领先者，主要从事东南亚、东北亚、印度、非洲、美西、新西兰、澳大利亚、太平洋群岛区域航线以及国内成品油航线运输。	
化学品运输	运营12艘船舶，在建1艘，主要承担PX、冰醋酸等高端化工品运输，运力规模位居国内前三，主要从事国内沿海、日韩到国内以及台海直航运输航线。	
气体运输	运营3艘国内独有的乙烯船，主要航线为国内沿海、台海以及中日韩之间的运输。	
船舶燃油供应	公司具有成品油（汽油、煤油、柴油）批发经营资质，油品业务主要以终端供应为主，客户群体覆盖上海、江苏、安徽、湖北、湖南、广东等地以及渤海湾港口区域。	
船员劳务	拥有和控制船员总数近3000名，除全力保障公司自有船舶配员需求外，还为社会船东提供船员劳务派遣服务。	

图：2022年公司业务收入及毛利率



- 远东成品油运领先者。**公司的成品油运输业务以外贸市场为主，旗下运营27艘MR油轮，其中，五星旗MR油轮共8艘，可兼营内外贸业务，方便旗MR油轮共19艘，从事外贸业务，另有4艘在建MR成品油轮。目前公司的MR船队在国内及苏伊士运河以东区域占据优势地位，成为远东地区成品油运市场的领先者，拥有较强品牌声誉。
- 测算估计当TCE运价上涨1万美元/天，公司利润增厚约6.73亿元。**

图：成品油运输指数 (BCTI) 变化情况



表：招商南油弹性测算

	情景一	情景二	情景三
TCE假设 (美元/天)	40000	50000	60000
成品油轮数量 (艘)	30	30	30
保本点水平 (美元/天)	13000	13000	13000
运营天数假设 (天)	330	330	330
汇率假设	6.8	6.8	6.8
成品油运净利润 (亿元)	18.18	24.91	31.64

风险提示

- 1、全球石油消费恢复不及预期，导致油运需求下降
- 2、OPEC进一步减产，导致货量下降，导致油运需求下降
- 3、地缘政治风险
- 4、测算偏差风险等

股票的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深300指数表现 + 20%以上；
- 2.增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3.中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%之间波动；
- 4.减持：相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>