



Research and
Development Center

每周油记：2019：原油市场转折年！

石油开采行业周报

2019年3月15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
洪英东 研究助理

每周油记：2019：原油市场转折年！

2019 年第八期专题报告

2019 年 3 月 15 日

本期内容提要

- **【信达大炼化指数】**自 2017 年 9 月 4 日至 2019 年 3 月 14 日,信达大炼化指数涨幅为 32.91%,同期石油加工行业指数涨幅为-11.54%,沪深 300 指数涨幅为-3.83%。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。
- 根据路透社最新消息报道,加拿大能源局于 2019 年 2 月 22 日建议政府重新审核 Trans Mountain 原油管道的扩建计划。目前,政府仅有 90 天的时间进行谈判,该项目大概率推迟到 2020 年甚至更晚。在 Enbridge Line 3 Replacement 管道建设计划停滞以后,Trans Mountain Expansion 也被推迟,加拿大原油运输能力的瓶颈将使得加拿大原油很难增产甚至被逼减产。
- 根据彭博对世界原油储量的统计,委内瑞拉和加拿大的原油储量主要是超级重油。而美国对委内瑞拉的制裁,从中长期来看,不仅将使得委内瑞拉原油产量持续下降,还将影响重质原油和轻质原油的供应结构,而在加拿大重油产量受到运输瓶颈限制面临减产的情况下,重油的供应将进一步受到影响。除了委内瑞拉重油和加拿大重油,由于受到美国制裁和自身经济发展因素的影响,伊朗重油和墨西哥重油产量也在下降。根据彭博和 Rystad Energy 的统计,2015 年-2018 年,世界原油产量的增长主要都来自轻油,并且彭博预计,2019 至 2023 年,这一趋势仍将维持。随着页岩油产量的进一步增长挤占市场份额,OPEC 如果被动减产,那么沙特重油等来自 OPEC 的重油也将面临下降的风险。
- 在供给端面临轻油供给增加、重油供给减少的结构性转变的同时,从需求端而言,随着 2020 年 IMO 新规的实行,重油的需求将更加旺盛。除此以外,从世界炼厂的趋势来看,随着炼厂规模和复杂程度提高,包括美国墨西哥湾、亚洲新建炼厂和中东的新建炼厂都投资了复杂的装置用于处理重油。这也将使得对重油的需求进一步增加。于此同时,随着美国管道在 2019 年下半年开始陆续大规模投产,而美国新增页岩油(轻油)产量将绝大部分用于出口,世界原油轻重油供应结构性将深刻改变!
- WTI 原油价格为 58.61 美元/桶,布伦特原油价格为 67.23 美元/桶;天然气价格为 2.82 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

洪英东 研究助理

联系电话: +86 10 83326702

邮箱: hongyingdong@cindasc.com

目录

信达大炼化指数最新走势.....	2
2019: 原油市场转折年!	3
EIA 周报数据分析.....	7
1、库存数据分析	7
2、产销数据分析	9
3、价格数据分析	12
4、周报数据全面解读	15

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 (2017.9.4-2019.3.14)	2
图表 2 Trans Mountain 管道扩建计划	3
图表 3 世界原油储备分油品 (十亿桶)	4
图表 4 阿拉伯轻油、重油价格和价差 (美元/桶)	4
图表 5 伊朗和墨西哥原油产量 (千桶/日)	5
图表 6 世界原油产量变化 (百万桶/日)	6
图表 7 不同品种原油产量变化趋势	6
图表 8: 美国原油库存 (百万桶) 及合理区间	7
图表 9: 美国原油库存剔除趋势影响及油价涨幅	7
图表 10: 美国原油超常库存 (百万桶) 和原油价格 (美元/桶)	7
图表 11: 美国汽油库存 (百万桶) 及合理区间	8
图表 12: 美国柴油库存 (百万桶) 及合理区间	8
图表 13: 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	8
图表 14: 美国天然气库存超常值、价格及油气比价	9
图表 15: 美国油品消费 (千桶/日) 及合理区间	9
图表 16: 美国油品消费剔除趋势影响及油价涨幅	9
图表 17: 美国油品超常消费 (千桶/日) 及原油价格	10
图表 18: 2004 年至今美国生产消费柴汽比 (4 周移动平均值)	10
图表 19: 美国汽柴油进出口状况	11
图表 20: 美国炼厂开工率及合理区间	11
图表 21: 美国汽柴油-原油加权平均裂解价差 (美元/桶) 及合理区间	12
图表 22: 美国汽柴油-原油实际裂解价差 (美元/桶) 及合理区间	12
图表 23: 美国 2006 年至今汽柴油价差 (美分/加仑) 及盈利空间 (美元/桶)	13
图表 24: 美国 2006 年至今汽油超常库存与汽油-原油价差	13
图表 25: 美国 2006 年至今柴油超常库存与柴油-原油价差	13
图表 26: : 美国 2006 年至今成品油超常库存、炼油价差及开工率距平值	14

信达大炼化指数最新走势

自 2017 年 9 月 4 日至 2019 年 3 月 14 日，信达大炼化指数涨幅为 32.91%，同期石油加工行业指数涨幅为-11.54%，沪深 300 指数涨幅为-3.83%。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 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 (2017.9.4-2019.3.14)



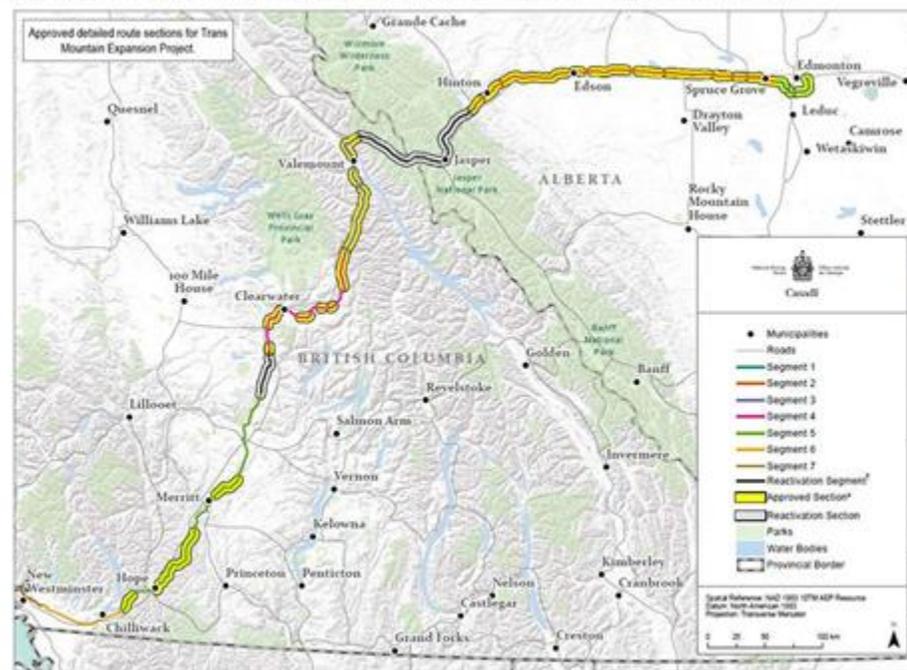
资料来源：万得，信达证券研发中心 注：收盘价采用 2019 年 3 月 14 日

2019：原油市场转折年！

根据路透社 2019 年 3 月 14 日最新消息报道，加拿大能源局（National Energy Board regulator）于 2019 年 2 月 22 日建议政府重新审核 Trans Mountain 原油管道的扩建计划。Trans Mountain Expansion 是一条连接阿尔伯特省和太平洋港口的管道扩建项目，旨在增加加拿大原油的出口能力，2018 年加拿大政府投资 44 亿元从 Kinder Morgan 公司购买下该项目以期推动项目建设，扩建规模为 59 万桶/日。尽管该方案在 2016 年已经获批，但是 2018 年底，加拿大联邦法院（Canada’s Federal Court of Appeal）认为该项目没有考虑到原住民的需求而驳回了项目请求，目前，政府仅有 90 天的时间来与原住民群体进行谈判，该项目大概率推迟到 2020 年甚至更晚。我们曾在 2018 年 12 月 7 日的原油分析报告《油价跌破 20 美金，加拿大被逼减产！》中指出，“我们认为加拿大的外输运力瓶颈在 2019-2020 年间较难突破”，在 Enbridge Line 3 Replacement 管道建设计划遭到环保组织抗议建设停滞以后，Trans Mountain Expansion 也被推迟，进一步验证了我们的判断。加拿大原油运输能力的瓶颈将使得加拿大原油很难增产甚至被逼减产。

图表 2 Trans Mountain 管道扩建计划

Approved detailed route sections for Trans Mountain Expansion Project

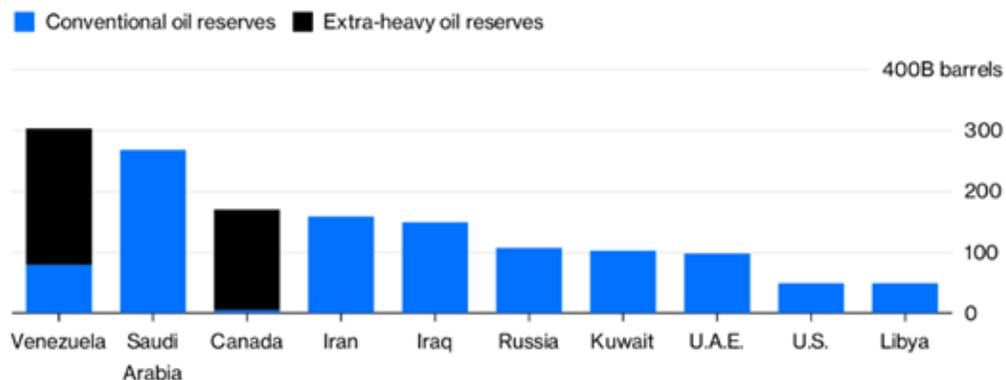


*This map shows the approximate location of the PPBoR sheets that have been approved by the Board. Approval of all pre-construction conditions may still be outstanding. Check the Board's website for most current information. † No PPBoR's for the reactivation segments.
 Map produced by the NEB, April 2018. The map is a graphical representation intended for general informational purposes only.

资料来源：CNBC，信达证券研发中心

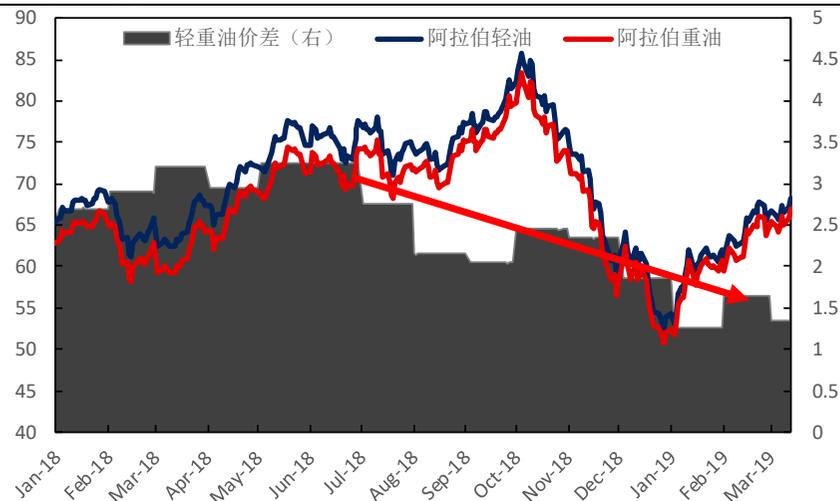
根据彭博对世界原油储量的统计，委内瑞拉和加拿大的原油储量主要是超级重油（Extra-heavy oil）。我们在2019年2月1日的原油分析报告《油价又要回到80？》中指出，“美国对委内瑞拉的制裁，从中长期来看，不仅将使得委内瑞拉原油产量持续下降，更重要的是还将影响重质原油和轻质原油的供应结构，不排除使得轻重油价差进一步收窄”，而在加拿大重油产量受到运输瓶颈限制面临减产的情况下，重油的供应将进一步受到影响。根据彭博最新数据，2019年3月，阿拉伯轻油-重油价差已经缩窄至1.35美金/桶，较去年同期大幅下降超过50%。

图表 3 世界原油储备分油品（十亿桶）



资料来源：彭博，信达证券研发中心

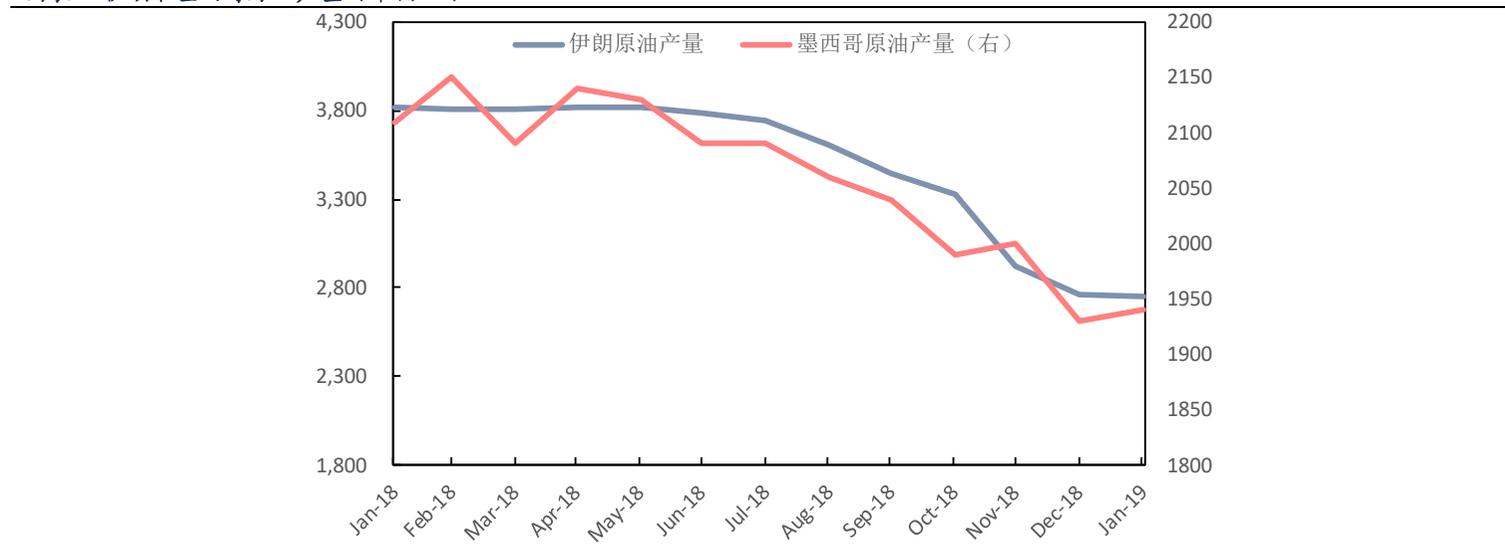
图表 4 阿拉伯轻油、重油价格和价差（美元/桶）



资料来源：彭博，信达证券研发中心

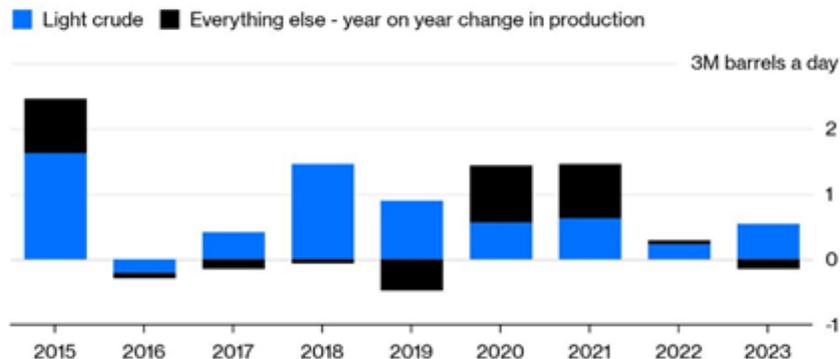
除了委内瑞拉重油（Venezuelan Merey）和加拿大重油（Western Canadian Select），由于受到美国制裁和自身经济发展因素的影响，伊朗重油（Iran Heavy）和墨西哥重油（Mexican Maya）产量也在下降。尽管美国政府于2018年11月给予了8个国家和地区进口伊朗原油的豁免权，但是2018年5月以来伊朗原油仍然下降了超过100万桶/日。而如果在2019年5月之后美国取消对伊朗制裁的豁免，伊朗原油产量将面临进一步下降的风险。而墨西哥原油产量也在持续下降，2018年至今墨西哥原油产量下降了约20万桶/日。

图表 5 伊朗和墨西哥原油产量（千桶/日）

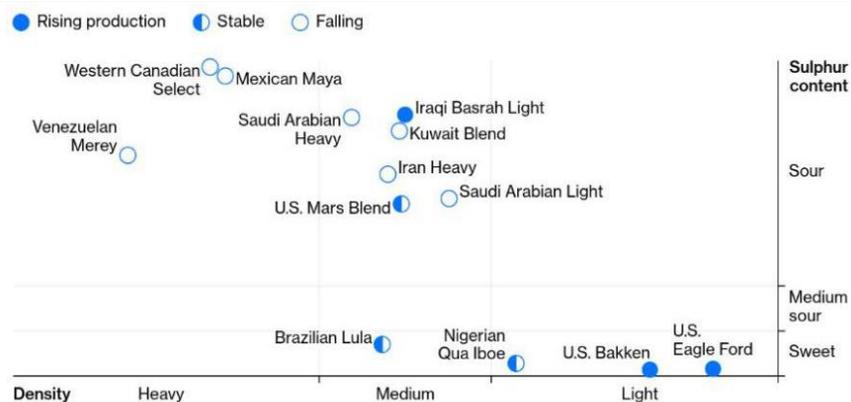


资料来源: Wind, IEA, 信达证券研发中心

根据彭博和 Rystad Energy 的统计，2015 年-2018 年，世界原油产量的增长主要都来自轻油，并且彭博预计，2019 至 2023 年，这一趋势仍将维持。我们在 2019 年 2 月 15 日的报告《美国原油产量预测：年增百万桶至 2021！》中指出“我们预计 2019 年美国原油增产规模约在百万桶/日（exit to exit）量级，到 2019 年底美国原油产量将达到 1250+万桶/日，2020-2021 两年美国原油增产规模仍将保持年增百万桶/日！”随着页岩油产量的进一步增长挤占市场份额，OPEC 如果被动减产，那么沙特重油等来自 OPEC 的重油也将面临下降的风险。

图表 6 世界原油产量变化 (百万桶/日)


资料来源: 彭博, Rystad Energy, 信达证券研发中心

图表 7 不同品种原油产量变化趋势


资料来源: 彭博, 信达证券研发中心

在供给端面临轻油供给增加、重油供给减少的结构性转变的同时,从需求端而言,我们在2019年2月1日的原油分析报告《油价又要回到80?》中指出,“随着2020年IMO新规的实行,重油的需求将更加旺盛”。除此以外,从世界炼厂的趋势来看,随着炼厂规模和复杂程度提高,包括美国墨西哥湾、亚洲新建炼厂和中东的新建炼厂都投资了复杂的装置用于处理重油。这也使得对重油的需求进一步增加。

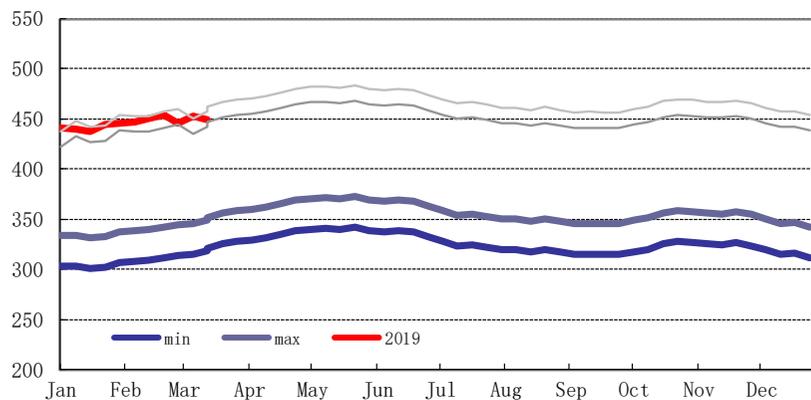
于此同时,随着美国管道在2019年下半年开始陆续大规模投产,而美国新增页岩油(轻油)产量将绝大部分用于出口,世界原油轻重油供应结构性将深刻改变!

EIA 周报数据分析

1、库存数据分析

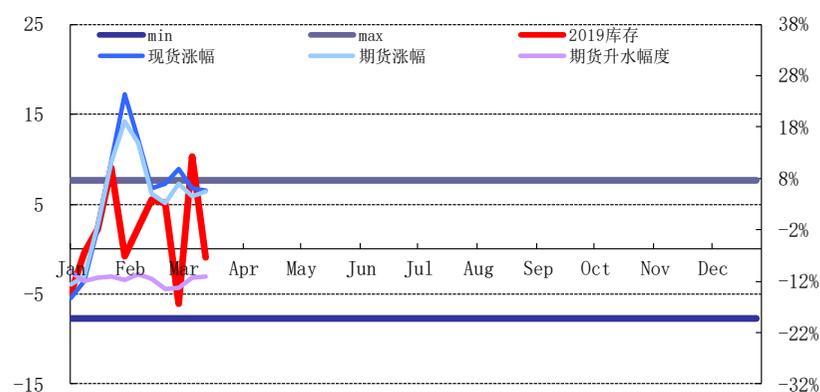
本周原油库存减少至 449.072 百万桶，较上一周减少 3.862 百万桶。

图表 8: 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 9: 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，较上周减少。

图表 10: 美国原油超常库存 (百万桶) 和原油价格 (美元/桶)

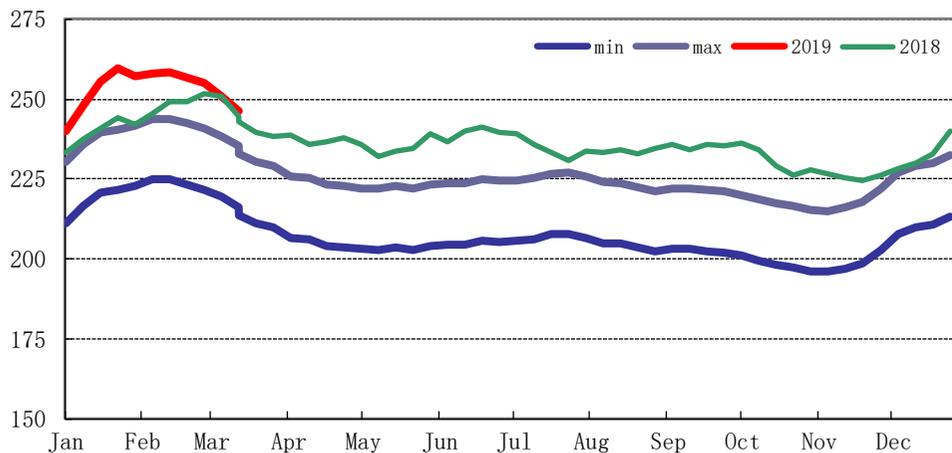


资料来源: EIA, 信达证券研发中心

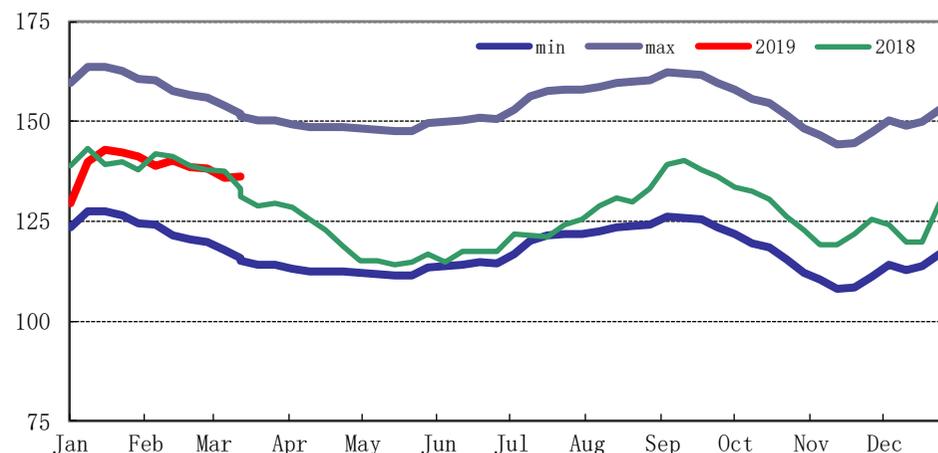
原油超常库存高于合理区间，较上周减少。

汽油库存减少至 246.09 百万桶，高于合理区间。柴油库存减少至 136.369 百万桶，处于合理区间。

图表 11: 美国汽油库存 (百万桶) 及合理区间



图表 12: 美国柴油库存 (百万桶) 及合理区间

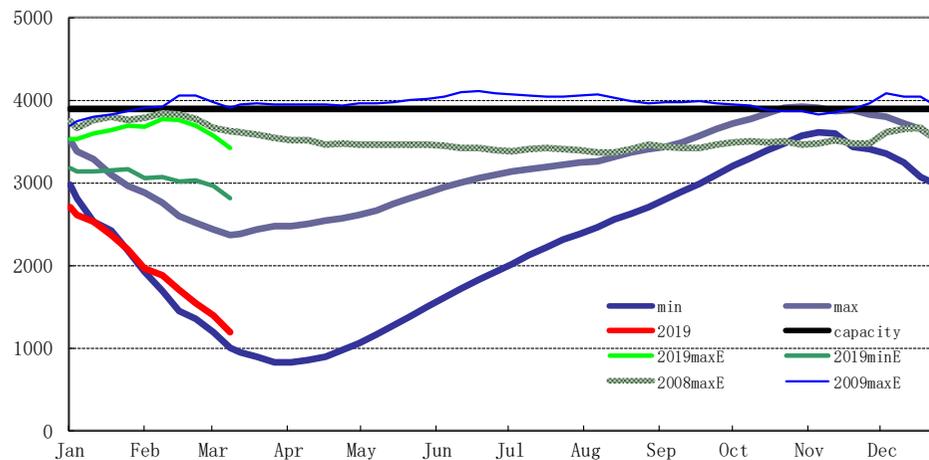


资料来源: EIA, 信达证券研发中心

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

本周天然气库存减少 2040 亿立方英尺，库存为 1.186 万亿立方英尺。

图表 13: 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



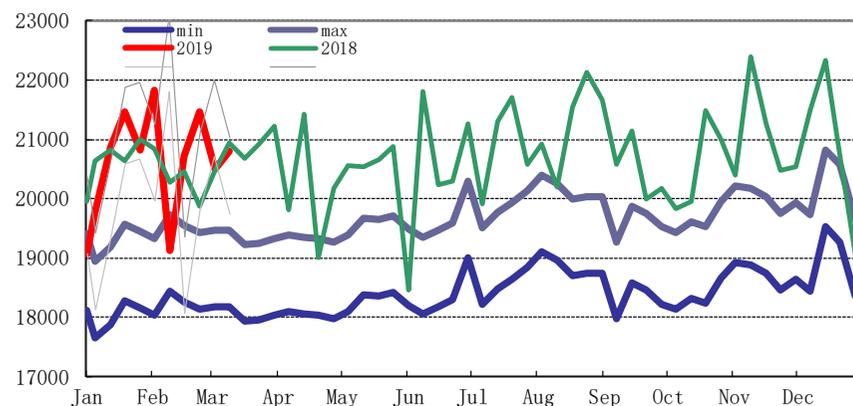
资料来源: EIA, 信达证券研发中心

图表 14: 美国天然气库存超常值、价格及油气比价

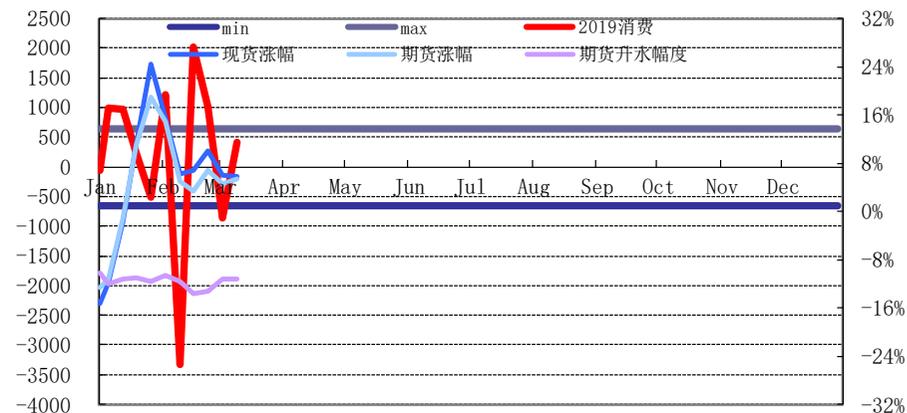

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

2、产销数据分析

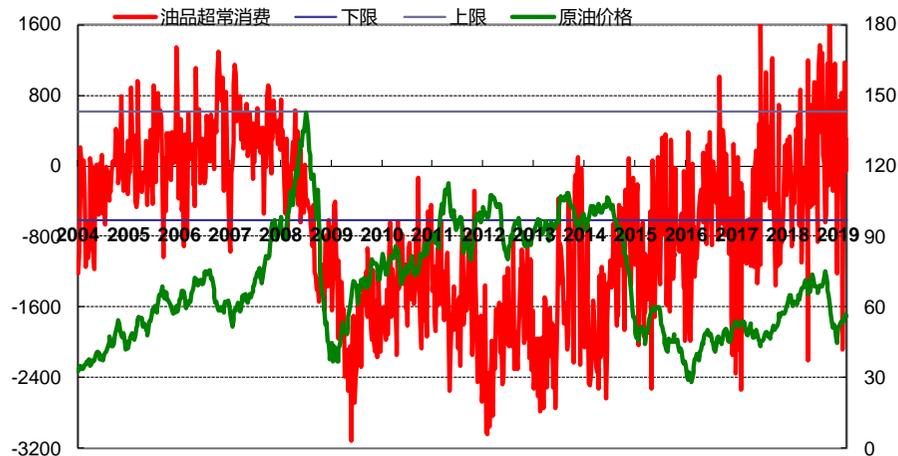
过去一周美国油品日均消费量增加 31.8 万桶/日, 高于合理区间。剔除趋势后的油品消费较上周增加。

图表 15: 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

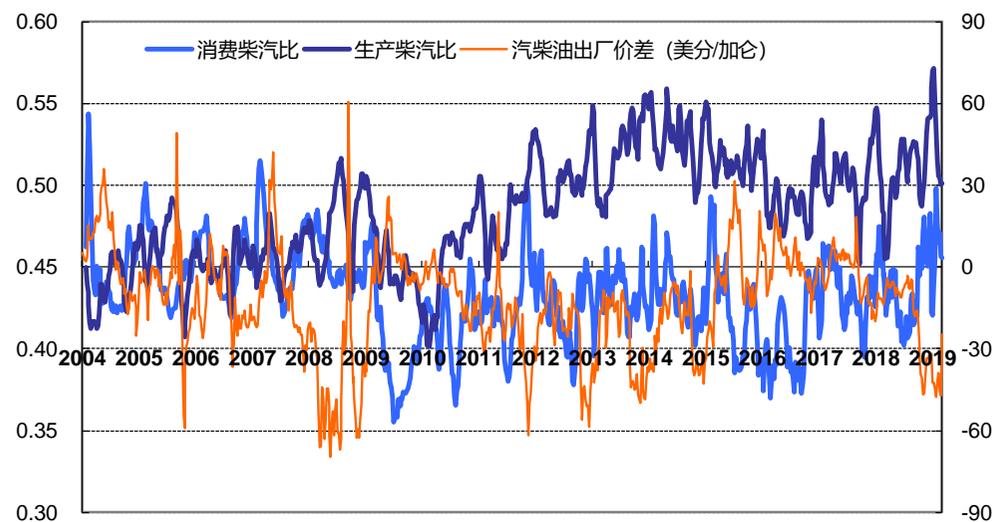
图表 16: 美国油品消费剔除趋势影响及油价涨幅


资料来源: EIA, 信达证券研发中心

图表 17: 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

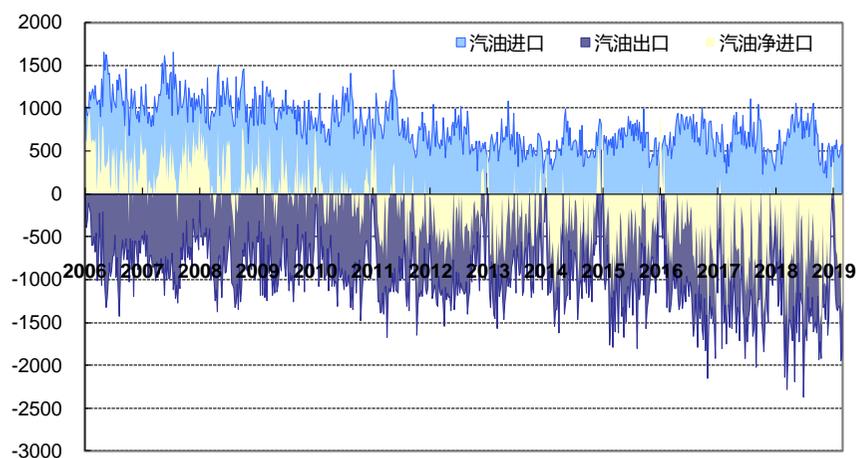
目前美国消费柴汽比 0.456, 生产柴汽比 0.501, 消费柴汽比低于生产柴汽比。柴油净出口是近年来美国国内过剩产能的主要消化途径。

图表 18: 2004 年至今美国生产消费柴汽比 (4 周移动平均值)


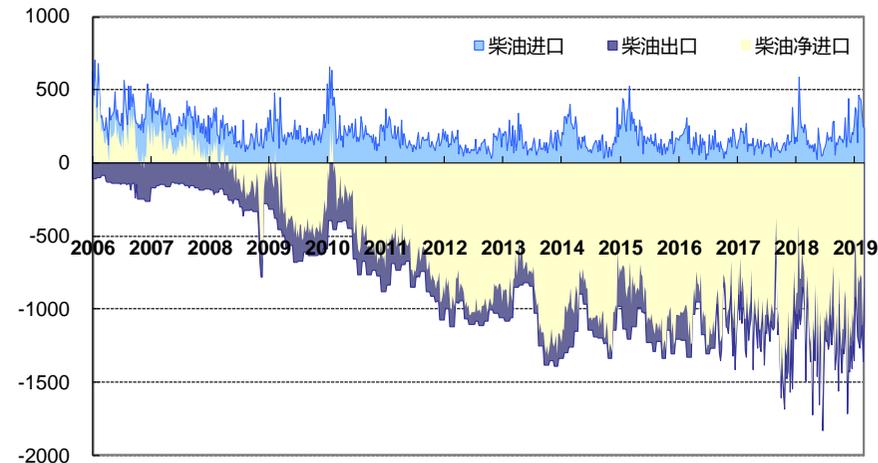
资料来源: EIA, 信达证券研发中心

过去一周汽油净进口增加，柴油净进口增加。

图表 19: 美国汽柴油进出口状况



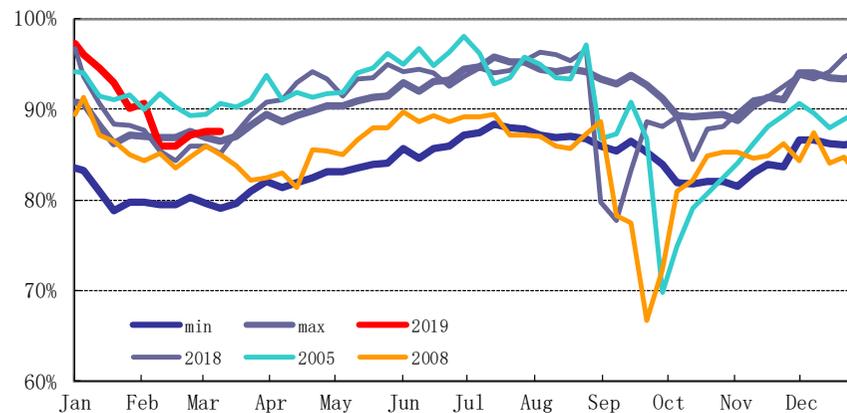
资料来源: EIA, 信达证券研发中心



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

过去一周美国炼厂开工率 87.60%，较上周增加 0.1 个百分点。原油输入增加 3 万桶/日。

图表 20: 美国炼厂开工率及合理区间

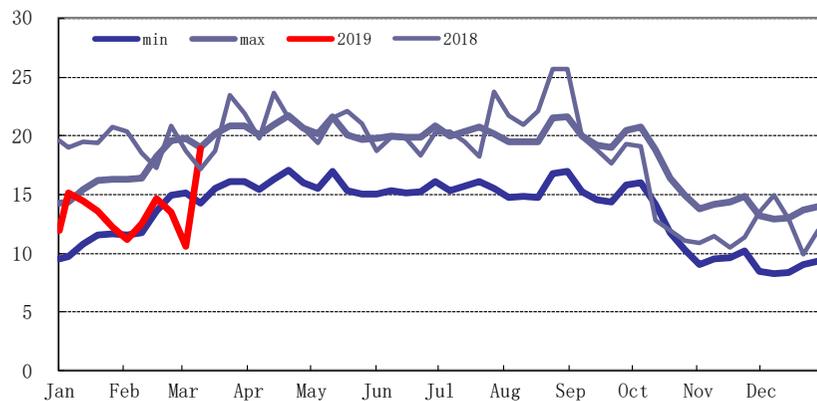


资料来源: EIA, 信达证券研发中心

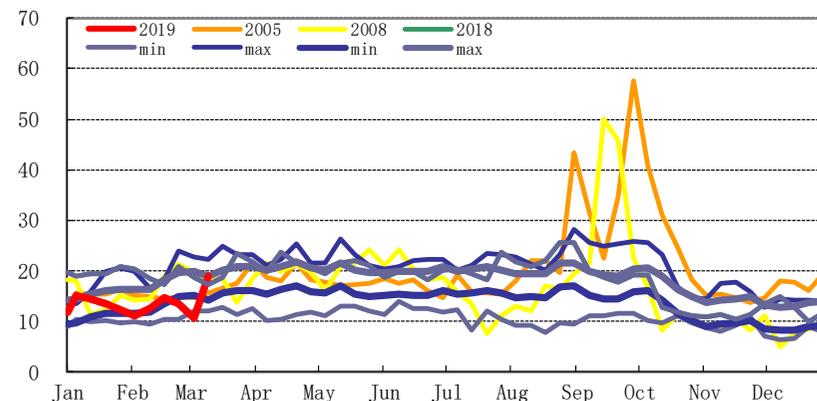
3、价格数据分析

本周美国炼油加权价差为 18.89 美元/桶，较上周增加 8.26 美元/桶。相当于平均裂解价差为 25.25%。

图表 21: 美国汽柴油-原油加权平均裂解价差 (美元/桶) 及合理区间



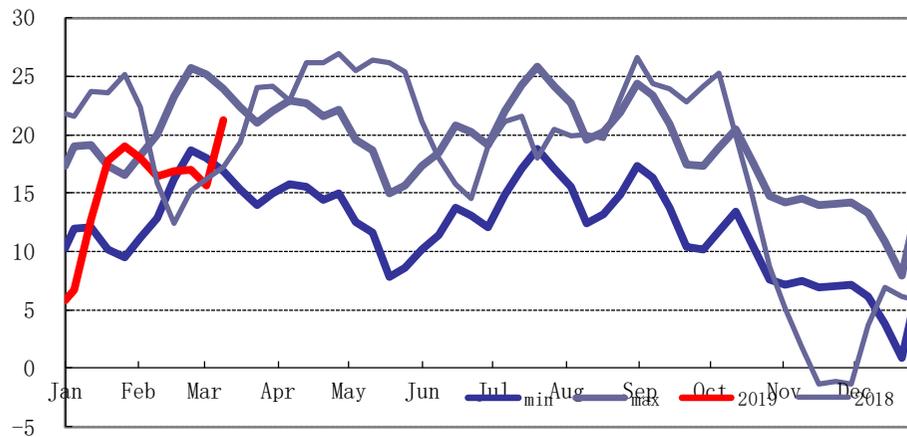
资料来源: EIA, 信达证券研发中心



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 21.30 较上周增加 5.69 美元/桶。

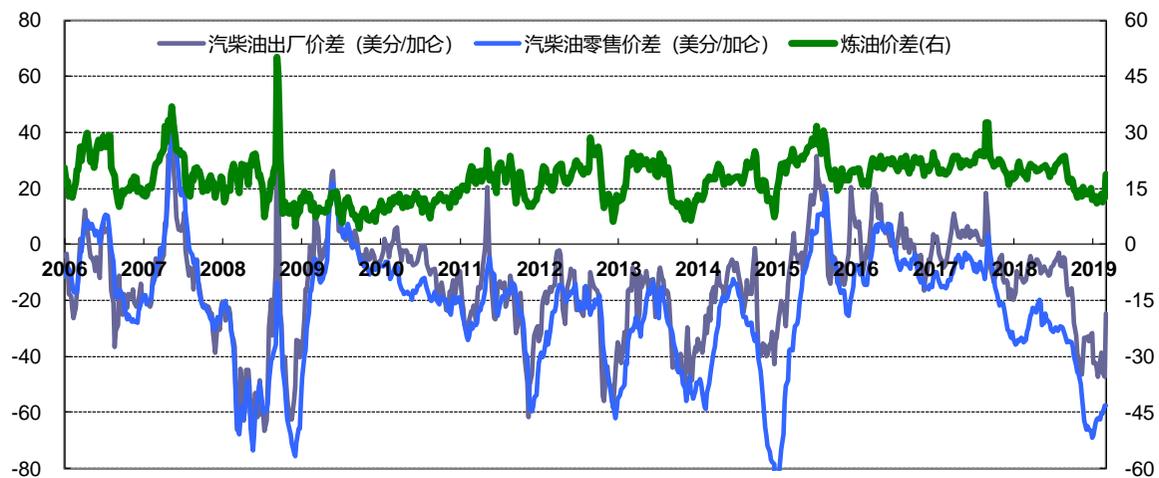
图表 22: 美国汽柴油-原油实际裂解价差 (美元/桶) 及合理区间



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 24.60 美分/加仑，相当于 10.332 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。

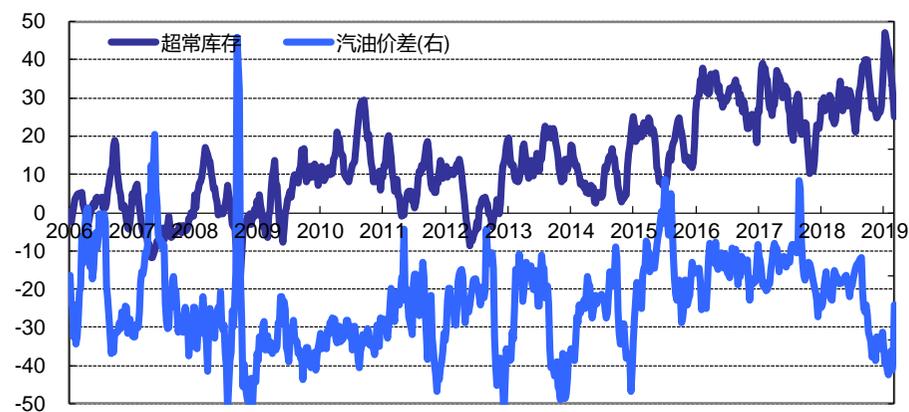
图表 23: 美国 2006 年至今汽柴油价差 (美分/加仑) 及盈利空间 (美元/桶)



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

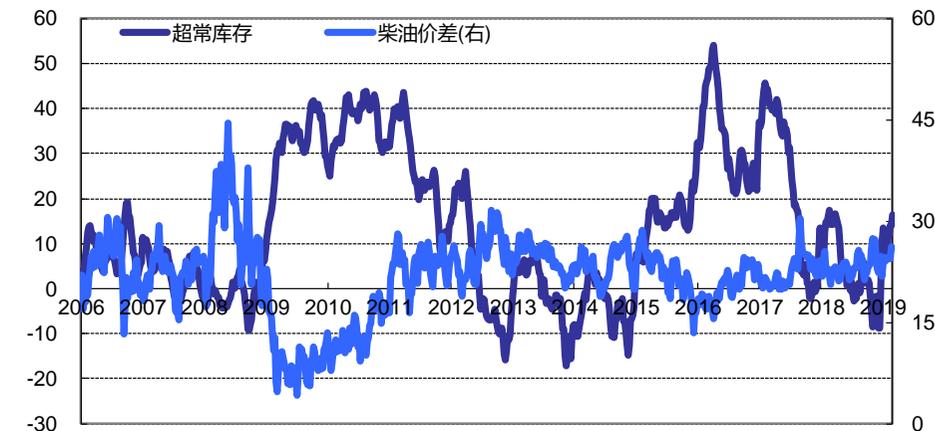
上周美国汽油超常库存减少 467.26 万桶，柴油超常库存增加 231.84 万桶。

图表 24: 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

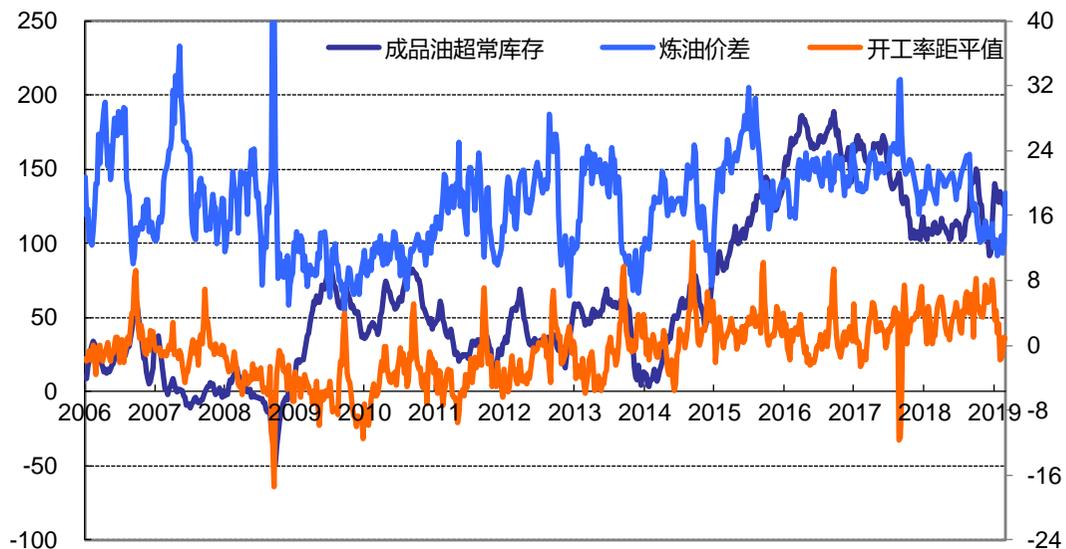
图表 25: 美国 2006 年至今柴油超常库存与柴油-原油价差



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

上周美国成品油超常库存减少 280.42 万桶。目前开工率距平值小幅震荡，在平均水平附近。

图表 26: : 美国 2006 年至今成品油超常库存、炼油价差及开工率距平值

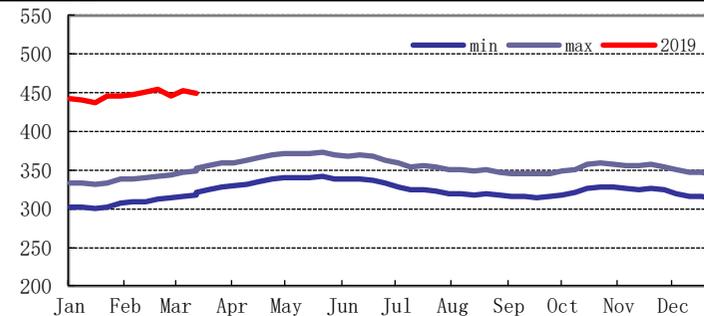


资料来源: EIA, 信达证券研发中心

4、周报数据全面解读

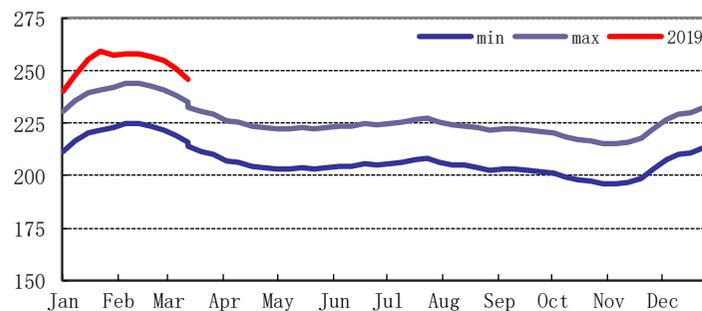
库存

原油库存



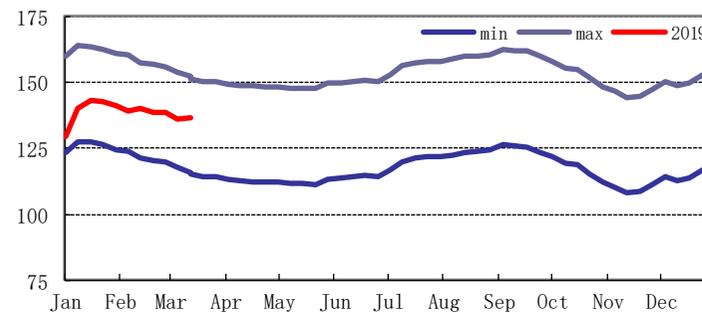
• 原油库存减少至
449.072百万桶。

汽油库存



• 汽油库存减少至
246.09百万桶，高
于合理区间。

柴油库存

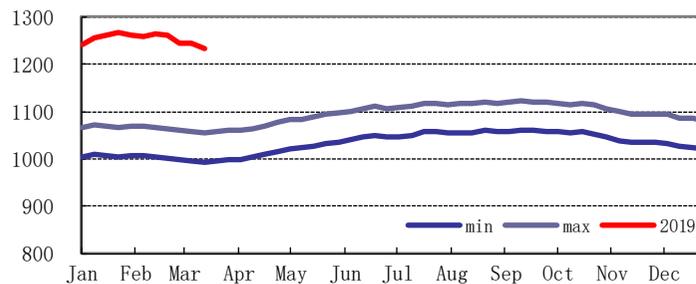


• 柴油及取暖油库存增
加至136.369百万桶
。

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

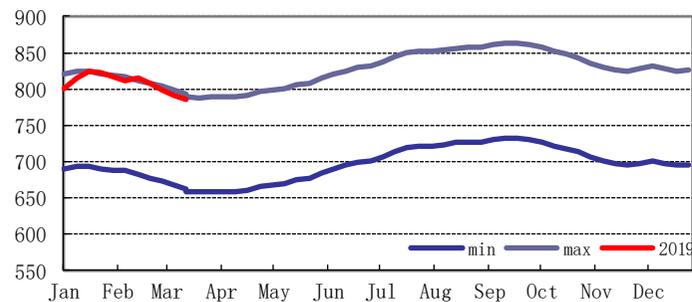
库存

油品库存



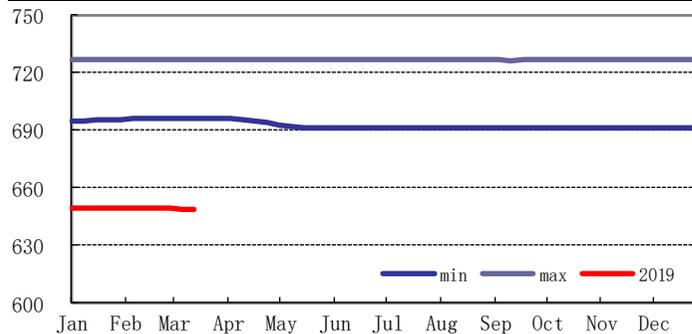
- 油品库存减少至 1234.493 百万桶，高于合理区间。

成品油库存



- 成品油库存减少至 785.421 百万桶。

战略库存

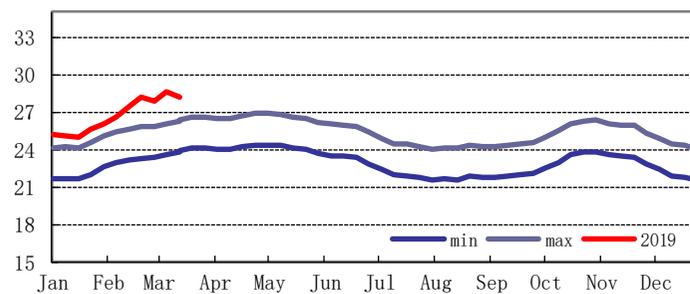


- 战略库存较上周保持不变，目前为库容能力的88.08%。

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

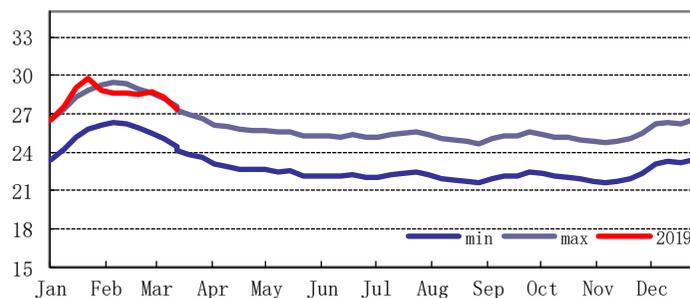
库存

原油储备天数



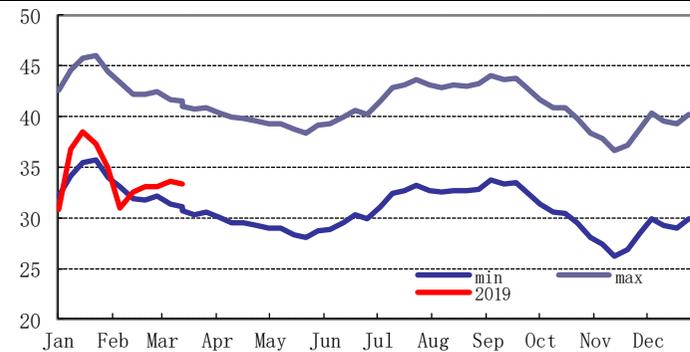
- 商储原油库存可供应全美需求28.2天，较上周减少0.4天。

汽油储备天数



- 汽油库存储备天数27.4天，较上周减少0.9天。

柴油储备天数

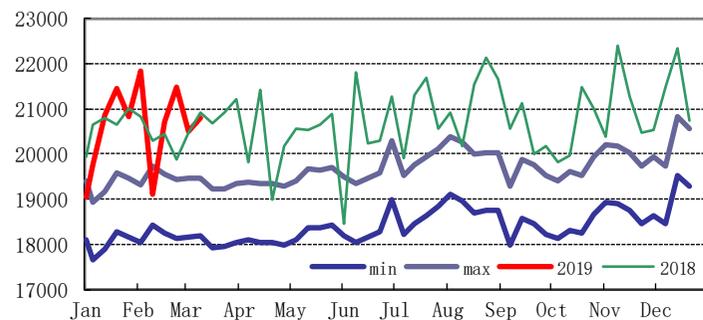


- 柴油库存储备天数33.3天，较上周减少0.3天。

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

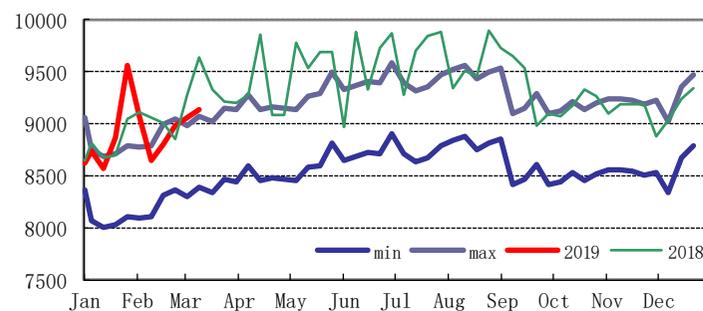
消费

油品消费



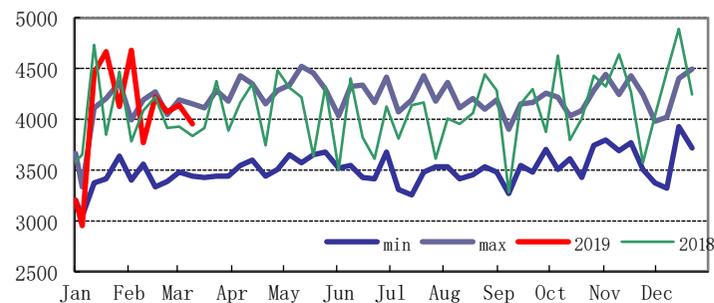
- 油品消费增加31.8万桶/日，高于合理区间。

汽油消费



- 汽油消费增加7.8万桶/日，高于合理区间。

柴油消费

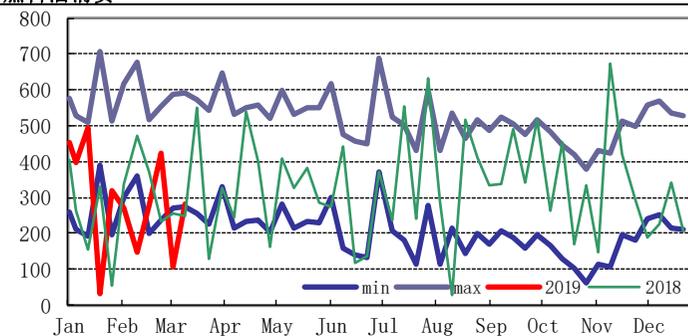


- 柴油消费减少19.2万桶/日。

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

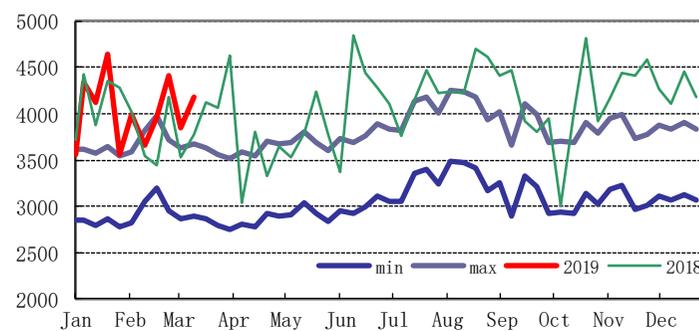
消费

燃料油消费



- 燃料油消费增加17.5万桶/日。

其他油品消费

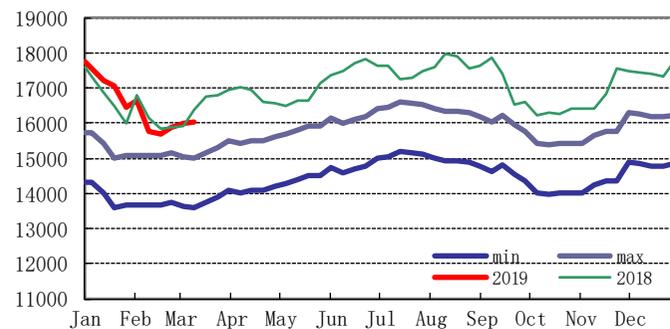


- 其他油品消费增加32.8万桶/日，高于合理区间。

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

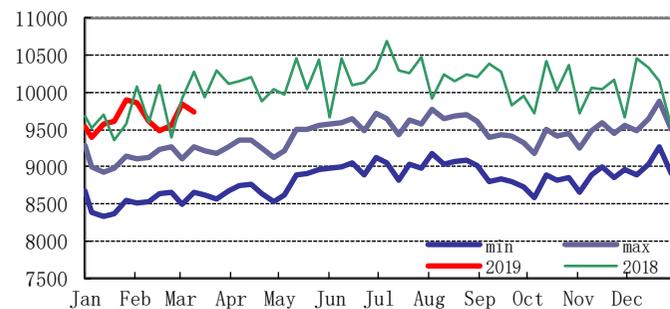
生产

原油输入



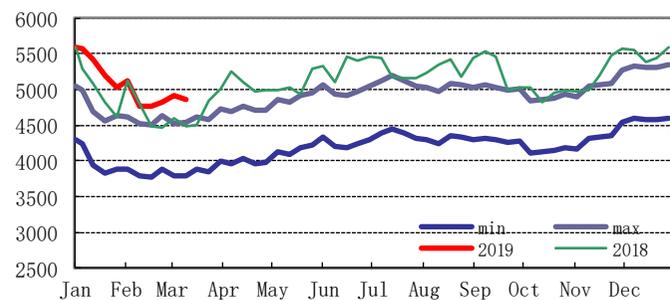
- 输入炼厂的原油量增加3万桶/日，高于合理区间。

汽油产出



- 汽油产出减少11.7万桶/日，高于合理区间。

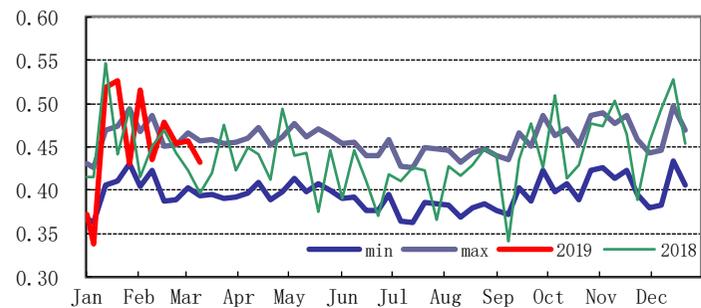
柴油产出



- 柴油产出减少6.3万桶/日，高于合理区间。

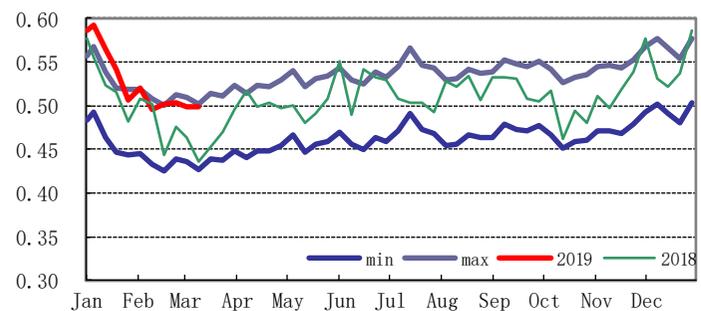
生产

消费柴汽比



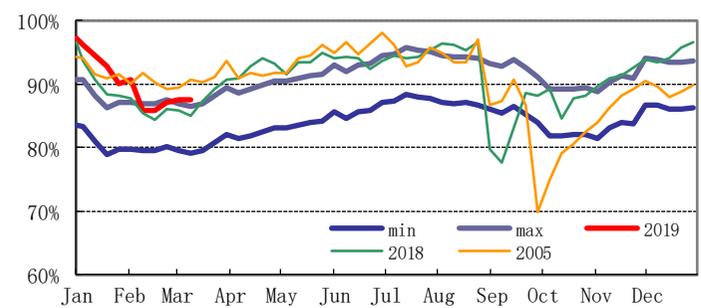
- 消费柴汽比0.432, 较上周减少2.5个百分点。

生产柴汽比



- 生产柴汽比0.499, 较上周减少0.0个百分点。

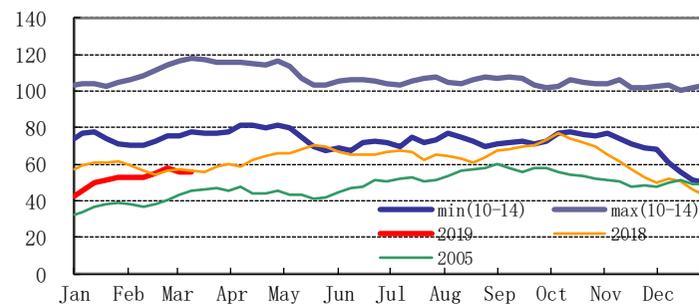
炼厂开工率



- 炼厂开工率为87.6%, 较上周增加0.1个百分点。

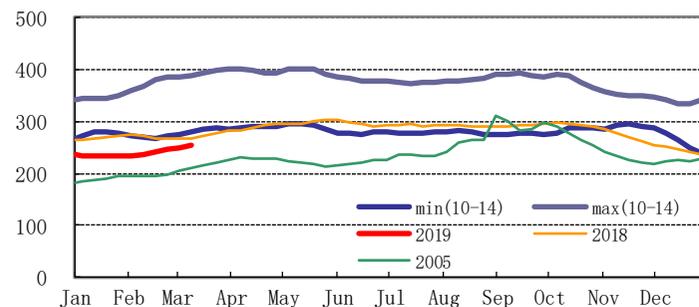
价格与价差

原油现货价格



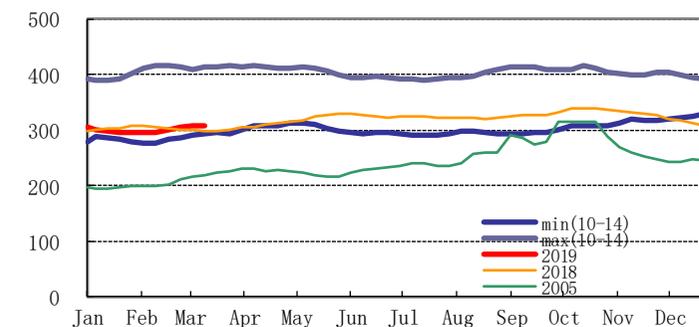
- 原油现货均价为 56.09美元/桶，较上周增加0.17美元/桶。

汽油零售价格



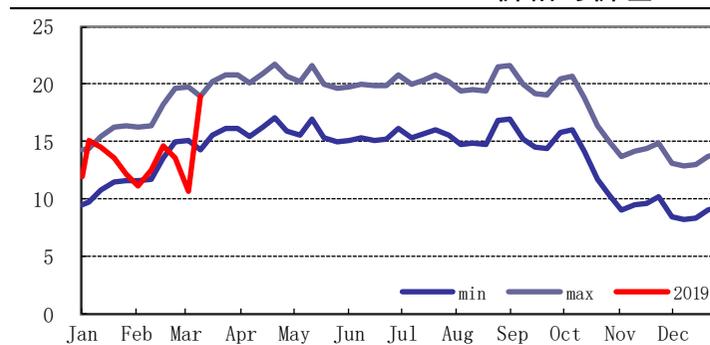
- 汽油零售价差为 254.9美分，较上周增加4.7分，相当于每升4.59元人民币。

柴油零售价格



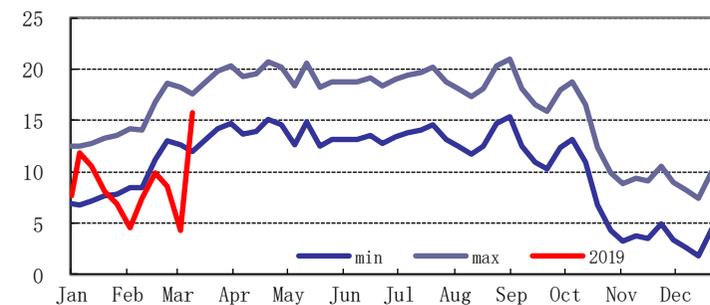
- 柴油零售价差为 307.9美分，较上周增加0.3分，相当于每升5.54元人民币。

价格与价差



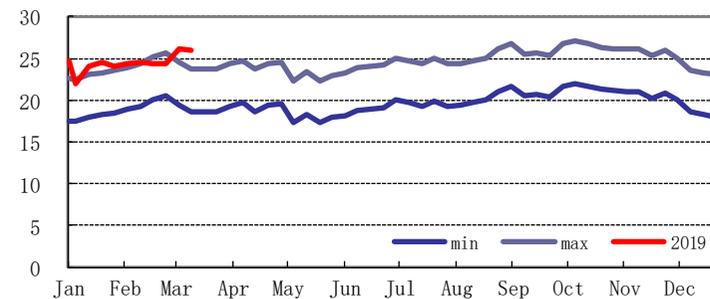
- 炼油业整体价差空间为18.89美元/桶，较上周增加8.26美元/桶。

汽油-原油价差



- 汽油出厂-原油现货价差15.77美元/桶，较上周增加11.47美元/桶。

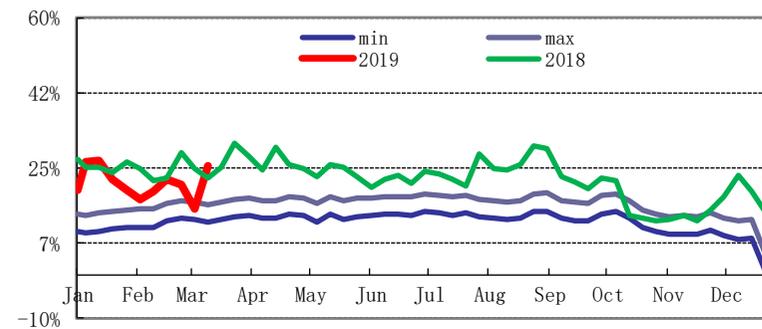
柴油-原油价差



- 柴油出厂-原油现货价差25.94美元/桶，较上周减少0.17美元/桶。

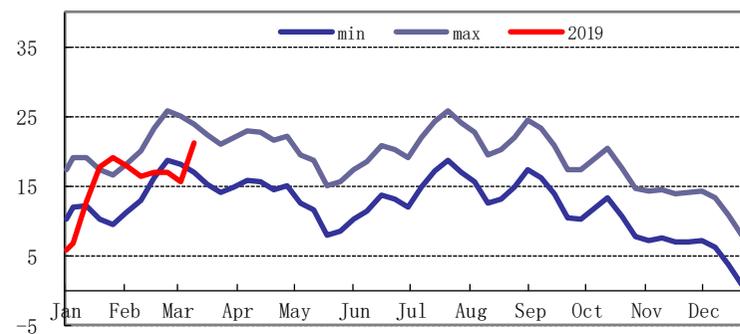
价格与价差

加权平均裂解价差率



- 汽柴油对原油加权裂解价差率为25.25%，较上周增加9.90个百分点。

实际炼油价差



- 根据2-4周原油周转时间计算的实际价差空间为每桶21.30美元/桶，较上周增加5.69美元/桶。

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

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。

许隽逸博士，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（首位获得 George V. Chilingar 石油工程奖的华人）。14 年石油化工行业研究和投资经验。国际石油工程师协会 SPE 会员（2008 至今）。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》特邀主题报告专家。曾任美国能源公司（Energy Corporation of America, ECA）技术首席，跨国合资工程主管。2016 年 10 月加入信达证券，从事石油化工行业研究。

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。

洪英东，清华大学工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事中小企业和石油化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	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。