



Research and
Development Center

大变局！行业专家解读大炼化产业链新动向！

石油化工行业专题报告

2019年3月21日

左前明 能源行业首席分析师
陈淑娴 研究助理
洪英东 研究助理

大变局！行业专家解读大炼化产业链新动向！

专题报告

2019年3月21日

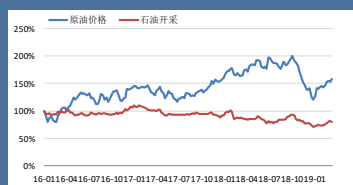
本期内容提要

- 我们参加了2019年3月21日由华瑞信息组织的第18届中国杭州-化纤论坛，本次专题报告将各行业专家对大炼化产业链（原油-PX-PTA-聚酯）的观点与大家分享！
- **【未来已至——炼化行业发展格局展望】**“十三五”期间，我国七大石化基地的众多大型炼化项目，目前部分项目已经进入投产期。这些大型的炼化项目对炼化行业的影响，从**炼油**来看，一个是对地炼的冲击，另一个是中国成品油的出口将显著增加。从**化工**来看，目前烯烃和芳烃下游衍生物还在大量进口，新建炼化项目将使这些产品进口依赖度大幅下降。但是目前规划的乙烷制乙烯项目受到港口和利润限制投产还存在不确定性，而PX未来利润下降是大概率事件。
- **【PX-PTA行情展望】**从PX-PTA-聚酯产业链来看，下游聚酯消费需求近几年需求相对平稳，未来增速可能出现小幅下滑，但仍保持在较高水平。PTA过去几年新增产能较少，在下游需求稳定的情况下，开工率达到85%。2020年，新凤鸣、中石化、恒力等PTA陆续有一些产能释放。2019年PTA新增供应较小，全年供需偏紧，加工利润将进一步改善。对于PX而言，2019年全球PX产能会大幅增加，2019年是格局拐点。不过另一方面，2019年PX检修规模较大，远超去年和预期，2019年总规模达到1500万吨，影响产量170万吨。2019年PX前紧后松，新增产能将在2季度陆续释放，由于检修集中和低库存，价格和价差将缓慢走弱。2020年后PX-PTA产业链将迎来全面过剩，市场集中度进一步提升，行业竞争格局将发生较大改变。
- **【PTA国际化后对企业操作的影响】**PTA期货正式引入了境外交易者和海外资本，PTA实现了国际化，将有助增加我国在PX-PTA行业的定价权和影响力。PTA的定价方式主要有报结价、现货均价、现货一口价、基差点价、盘面交割价和成本定价方式6种，当前PTA企业经营过程中主要使用合约货、基差交易、现货、点价、内外盘、期货对冲、期权、掉期、纸货这9种工具。未来整个大炼化产业链将不再聚焦于绝对价格的变化，而是从产业链品种的市场变化中寻求加工费的平衡，一体化的加工费核算及周期性分布。
- **【扩产周期下合成气制乙二醇面临的机遇与挑战】**煤（合成气）制乙二醇总产能接近500万吨，未来还会有百万吨级别的装置投产过去的问题主要集中在技术和成品质量，现在主要集中在政策和资金两方面。整体来看，未来三年乙二醇产能进入快速扩张，2019-2021年预计将有700-800万吨产能释放，会呈现井喷格局。未来乙二醇一定会过剩。煤制乙二醇的优势主要在原料便宜，产能规模大。但另一方面，也还在争取下游客户的认可。
- **风险因素：**新建项目投产不及预期。

证券研究报告

行业研究——专题报告

石油化工行业



资料来源：信达证券研发中心

左前明 行业首席分析师

执业编号：S1500518070001

联系电话：+86 10 83326795

邮箱：zuoqianming@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

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

目录

未来已至——炼化行业发展格局展望.....	2
PX-PTA 行情展望.....	3
PTA 国际化后对企业操作的影响	4
扩产周期下合成气制乙二醇面临的机遇与挑战.....	7

我们参加了 2019 年 3 月 21 日由华瑞信息组织的第 18 届中国杭州-化纤论坛，本次专题报告将各行业专家对大炼化产业链（原油-PX-PTA-聚酯）的观点与大家分享！

未来已至——炼化行业发展格局展望

荣盛国际贸易有限公司总经理助理 许津

首先从炼化行业的原料原油来看，长期而言，随着新能源技术发展，对原油需求存在一定的替代影响。而短期和中期来看，国际原油市场主要是美国、沙特和俄罗斯三国之间的博弈。美国页岩油的崛起是世界原油市场未来一段时间产量增长的主要来源，而沙特则是 OPEC 减产的主要推动者，俄罗斯虽然与沙特组成 OPEC+ 联盟，但态度摇摆不定，出于自身利益考虑，可能只是搭顺风车。

而从炼化行业的产能来看，未来一段时间，炼化行业的新增产能主要集中在亚太和中东，尤其以乙烯的产能扩张为代表。

“十三五”期间，我国规划了上海漕泾、浙江宁波、广东惠州、福建古雷、大连长兴岛、河北曹妃甸、江苏连云港七大石化产业基地。这些石化基地大型项目的规划，将从整体上提升我国的装置规模。从各个基地的项目进展来看，大连长兴岛的恒力 2000 万吨/年的炼化一体化项目已经投产，江苏连云港的盛虹已经开工建设，同时连云港还包括卫星石化的烯烃项目。广东惠州基地，主要是中海油和壳牌在投资，同时埃克森美孚也可能投资 100 亿美金。国外企业掌握了从原油直接生产乙烯的最新技术，对国内的企业而言是一个重要的竞争对手。浙江宁波的浙江石化项目预计今年投产，同时二期规划也在进行中，项目规模将可能达到 6000 万吨/年，乙烯产能达到 400 万吨/年。同时，镇海炼化也准备再扩建 1500 万吨/年炼油产能和 150 万吨/年的乙烯产能。

这些大型的炼化项目对炼化行业的影响，分为**炼油**和**化工**两部分。

从炼油端来看，我国目前的炼油能力参差不齐。主要分为四种类型：1、中石化、中石油、中海油为代表的大型国企，炼油能力先进，开工率 70%，世界水平 80%；2、以山东地炼为代表的地方炼厂，整体开工率较低，在 60%左右；3、外资炼厂，目前在国内的占比较少，埃克森美孚和道达尔等一些公司在国内有少量炼厂布局；4、以恒力、浙江石化和恒逸为代表的民营炼厂，

这些企业都是以化纤向上游拓展为代表的民营炼厂，是在改革红利下顺应产业发展而新建的先进炼厂。但从炼油端而言，亚太区内部是紧平衡的，并没有给中国成品油出口留出太多空间。目前韩国出口第一，2018 年中国成品油出口年 4000 万吨，与 2017 年相当，预计 2019 年达到 4800 万吨，如果未来成品油政策放开，那么将大概率突破 5000 万吨，对浙江石化等这些新建民营炼厂而言，这些政策很关键。非洲和拉美没有扩张炼油产能，因此是中国未来最重要的机会。但仍需注意，从世界成品油市场来看，也是相对平衡的，只能通过交易来拉开差距。尤其是从炼油利润来看，美国墨西哥湾地区炼厂最多，产能也最先进，中国在亚太地区炼油毛利是最低的。对于新建民营炼厂而言，另一个有利的因素是中国对环保的要求越来越高，油品质量要求高，不损坏汽车发动机，其中加氢是很重要的能力，而浙江石化辛烷值是剩余的，买 92 号汽油可能实际是 94 号汽油。

还有一件事情会影响到炼油，就是 IMO2020 的燃料油新规，对硫含量的要求从 3.5% 降到了 0.5%。船安装脱硫装置只能解决 15% 的需求。可能需要通过重质柴油可以调入燃料油来解决。因此对原油需求会偏重，新型炼厂设计都是按照中东重油设计的，在委内瑞拉（主要是重油）减产的情况下，重油的供应可能偏紧张。

而从化工品来看，目前烯烃和芳烃下游衍生物还在大量进口，新建炼化项目将使得这些产品进口依赖度大幅下降。

从乙烯来看，美国比中国的乙烯产能多出 1000 万吨，但是中国今年乙烯产能增速很快。中国正在设计乙烯新建产能 2400 万吨，估计实际投产 1000+ 万吨。中国需要 4000 万吨乙烯，如果中国实际投产 1000 万吨，那么肯定会做成下游衍生品，衍生品进口量会减少。从乙烯的加工原料来看，分为 3 种：石脑油，乙烷，LPG。由于美国乙烷非常便宜，大量页岩气中含的乙烷白白燃烧了，因此分离出来销售很有吸引力。中国以石脑油为主，中东和美国原料主要为乙烷，因为乙烷便宜。中国目前也在规划很多乙烷制乙烯的项目，预计从美国进口乙烷。但一方面，乙烷出口码头和接收设施的建设在进行，尚需时日。另一方面由于石脑油路线乙烯大量投产，乙烯价格和利润空间降低，考虑到海运、液化气化处理后，中国 EDH 项目是否还有较大盈利空间有较大不确定性。因此目前规划的 EDH 项目投产仍存在不确定性。

而从芳烃来看，PX 的定价目前还是日韩进口，日韩 ACP 公式定价的模式。定价公式未来会怎么调整，怎么利用中国 PX 的新增量影响亚太 PX 定价模式还有待观察。但是随着 PX 的大规模投产，PX 利润下降使得 PTA 的利润提升是比较确定的。

除了对石油化工产品本身的影响以外，由于这些大型石化基地主要规划在沿海地区，原油需要靠大量进口，因此码头仓储将是发展的亮点，基建将有一定的机会！

PX-PTA 行情展望

中石化化工销售公司合原处处长 向波

PX-PTA 的下游主要是聚酯。聚酯对应来看，主要是长丝和瓶片。纺织品的需求近几年需求相对平稳，2019 年持稳或小幅走弱，由于目前中国的需求总量已经很大，很难再高速增长。但总体而言，不管是从内需还是外需来看，还是较为平稳的。内需方面，中国年轻人的消费习惯也在改变，购房对消费的挤出效应会逐渐减小。外需方面，出口受中美贸易不明确而受些影响，但目前影响还不是太大。瓶片方面，澄星等新建了瓶片，增加了对 PTA 的需求。瓶片的出口量较大，欧洲脱欧、委内瑞拉、伊朗等国的政治不确定引发了市场对国外瓶片需求有所担心。分聚酯下游产品的开工和毛利来看，过去 5 年，2017-2018 年利润和开工率都较好，2019 年这一趋势有望维持。

从 PTA 来看，PTA 过去几年新增产能较少，在下游需求稳定的情况下，开工率达到 85%。到 2020 年，新凤鸣、中石化、恒力等 PTA 陆续有一些产能释放。目前，PTA 产能主要集中在民营企业中。

对于 PX 而言，2019 年全球 PX 产能会大幅增加，2019 年是格局拐点。不过另一方面，今年 PX 检修规模较大，远超去年和

预期，2019 年总规模达到 1500 万吨，影响产量 170 万吨，2018 年影响产量 100 万吨，。如果没有恒力的投产，那么 PX 也会紧张，市场有所担心。整体来看，PX2019 年全年利润还相对可观，2020 年 PX 产能释放后，预计大幅回落。PX 行业需要 2-3 年来消化新增的产能，但是对下游行业是利好。

整体而言，

- 1) 聚酯消费增速出现小幅下滑，但仍保持在较高水平。
- 2) 2019 年 PTA 新增供应较小，全年供需偏紧，加工利润将进一步改善。
- 3) 2019 年 PX 前紧后松，新增产能将在 2 季度陆续释放，由于检修集中和低库存，价格和价差将缓慢走弱。
- 4) 2020 年后 PX-PTA 产业链将迎来全面过剩，市场集中度进一步提升，行业竞争格局将发生较大改变。

PTA 国际化后对企业操作的影响

郑州商品交易所特约嘉宾逸盛石化销售中心副总经理 徐际恩

1、目前，PTA 期货正式引入了境外交易者和海外资本，PTA 期货交易国际化的原因：

- 1) 中国产能在国际上有优势。中国的 PTA 发展经历了三个阶段发展：1980-1990 年以中石化为代表的 30 万吨规模装置；2000 年初以英伟达技术为代表 60 万吨装置；2010 年以来以逸盛为代表的单线 200 万吨装置。逸盛的大规模装置单耗、生产成本明显降低。
- 2) 中国是最大的 PTA 生产和消费市场，国内 PTA 化纤企业纷纷向上游延伸。
- 3) 中国有 PTA 期货品种，是全球独有的，规模和持仓量稳定、活跃度高、与产业联系紧密、为产业服务贡献高。
- 4) 除此以外，从政策方面而言，国家一带一路政策进入全面落实阶段，也是聚酯产业的一带一路，从日韩进的口 PX，关税壁垒降低有利于中国企业走出去至东南亚和非洲地区等。中国 Pta、化纤、瓶片及终端纺服出口量逐年提升。

2、PTA 国际化有坚定的市场基础：

- 1) PTA 期货的独特性：全球仅中国市场独有；产业链生产企业重要的避险工具；功能不断完善走向世界。
- 2) 产业链的定价基准：法人持仓占比超过 60%，产业客户参与度 80%以上，pta 期货整体规模位于所有化工品期货第一位，所有工业品期货第四位。

3) 期现货关联度高: PTA 期货日均成交量达到 60 万手, 日均持仓量达到 110 万手; 合约到期期现价差率 0.56%; 期现现货相关性 0.99。

3、PTA 引入境外交易者的影响:

1) 有助于提升 PTA 期货全球影响力, 保障国内企业的公平权益。

允许境外交易者参与, 有助于提升境外企业对 PTA 期货价格的认可度。

通过期货点价提升 PTA 上下游产品的国际贸易定价效率, 如 PX 进口、PTA 及聚酯产品出口等, 确保国内企业在国际贸易中的公平权益。

以 PX 进口为例, 我国 PX 进口依存度较高, PTA 期货的国际影响力提升后, 国内 PTA 生产企业可以参考远期价格推出能够接受的 PX 价格, 增加在 PX 采购谈判时的筹码。

2) 保税交割增加货物购销渠道:

2019 年 5 月 2 日, PTA 期货将增加保税交割方式, 储存在交易所指定保税交割仓库的保税货物, 可注册成保税仓单用于期货交割。

在价格合适的情况下, PTA 生产企业可以注册保税仓单, 聚酯企业可通过仓单交易或期货交割接到保税货物, 企业购销保税货物多了一个渠道。

3) 有利于境外交易者的综合税收:

境外主体可以在同一个公司名下做境内外产品的套利, 如原油与 PTA, PTA 与 PTA, 可以避免境内外两张财务报表的尴尬, 两个品种的盈利或亏损可以抵扣, 降低境外主体的应纳税额。

以原油与 PTA 套利为例, 用一家公司做套利时, 若原油头寸盈利 200 万, PTA 期货头寸亏损 100 万, 则合并计算后, 企业盈利仅为 100 万, 降低了应纳税额。

4、pta 买卖方式要结合不同企业自身的特点而定, 当前国内 pta 定价模式分析主要有 6 种方式:

1) 报结价: 特点: 结合市场供需后供方定价。不足: 透明度不够。

2) 现货均价: 特点: 市场定价。不足: 样本数量不够, 国内 pta 370 万吨/月消费量, 但现货量很少。

3) 现货一口价: 特点: 供应不稳定, 影响运营。不足: 在现货季度紧张的时候但不能马上拿到这个货, 比如 2018 年 8 月。必须得提高自身的原料库存, 会增加资金占用, 财务成本增加。

4) 基差点价: 特点: 风险不对等。不足: 成本所有锁定。

5) 盘面交割: 特点: 时间限制, 1, 5, 9月合约。不足: 品牌、运输成本不定。最终仓单和交割品牌不确定。

6) 成本定价: 特点: 与市场同期价格基准错配。不足: 利润不平衡。

5、PTA 期货当前市场参与者角色分析:

1) 生产商: 杠杆率、货源、仓储能力、厂库交割库、货源调配、销售通路。

2) 贸易商、套利商: 服务、模式、平衡、机会成本。

3) 资金方: 资金规模的分层、稳定收益、规模优势; 与贸易商角色的转换。

4) 聚酯工厂: 需求、仓储、交割库、货源调配、买入套保、工贸结合。有将贸易货源与仓储货源互相调配的优势, 所以企业开张了工贸结合的操作。

6、产业链经营方式的改变:

传统产业参与者(生产商、聚酯厂、贸易商)+机构参与者(期货公司、投资公司)+第三方服务商(银行、托盘商)三方面相结合。套利交易、点价交易、换货交易、仓单交易、期转现、对冲交易、掉期交易、近远期移仓、升贴水、代加工、产业链延伸等多样化经营方式相融合。

7、当前 PTA 经营过程中可使用的 9 种工具:

1) 合约货: 取得一个相对接近的月度均价。

2) 基差交易: 基差锁定后, 平衡卖方想卖高价, 买方想买低价的矛盾。

3) 现货: 参考月均价高低的买进卖出。

4) 点价: 基于盘面指定加减基差。

5) 内外盘: 进口货与国内货的倒挂与顺挂套利机会, 融资商的套利机会。前几年是典型的模式, 现在做的少。

6) 期货对冲: 基于基本面不同品种间的对冲, 同品种不同月份合约间的对冲(1、5、9合约间的对冲)。

7) 期权: 买权与卖权, 结合现货期货制定的跨期避险策略。

8) 掉期: 一口价现货与均价间的套利工具。

9) 纸货: 对于价格锁定的一种工具, 但与现货有价差波动。

8、PTA 交易模式的应用:

- 1) 厂库的运用: 利用仓单进行库存的异地置换。
- 2) 在 PX 经营环节用的普遍, PX-PTA 加工价差伸缩的交易模式。
- 3) 针对 pta 价格及基差变化的交易模式。

9、未来展望之市场协同化:

- 1) 不再聚焦于绝对价格的变化, 而是从产业链品种的市场变化中寻求加工费的平衡, 一体化的加工费核算及周期性分布。
- 2) 石脑油-长丝价差一直在扩大, 只是在各环节分配随着时间有所不同。

扩产周期下合成气制乙二醇面临的机遇与挑战

高化学株式会社总经理 高雷

煤(合成气)制乙二醇最初从新疆、内蒙古等煤炭资源丰富的地区发起, 已覆盖至河南、安徽、贵州等地, 总产能接近 500 万吨, 未来还会有百万吨级别的装置投产, 给下游市场更多的选择。

煤制乙二醇过去的问题主要集中在技术和成品质量, 现在主要集中在政策和资金两方面。由于进行煤制乙二醇生产的大部分是民营企业, 资金上的收紧使得民营企业发展受到限制, 国企和央企受影响较小。另一方面, 随着环保政策的趋严, 环境容量指数受限, 去库存去产能的政策下, 民营企业还面临搬迁的问题。

整体来看, 未来三年乙二醇产能进入快速扩张, 项目签约很多, 2019-2021 年预计将有 700-800 万吨产能释放。会呈现井喷格局。其中包括大唐在内蒙古和辽宁的各 40 万吨乙二醇项目, 预计 2020 年投入生产; 湖北枝江的 60 万吨乙二醇项目; 新疆天业在石河子的百万吨级项目。另一方面, 石化路线的乙二醇产能也在增加, 但相对煤制乙二醇偏少些。

从目前来看, 新疆天业等开工率在 90%, 单月甚至冲到 110%, 技术优化后装置负荷提升明显。乙二醇的下游消费主要用于聚酯和冷却剂, 煤制乙二醇目前还在争取被更多下游客户认可。目前通过煤制乙二醇的瓶片已经通过了 Indorama 产品检测, 制造出合格的瓶片产品。但还没被郑商所接受, 已经具备了某些期货金融特征。

未来乙二醇一定会过剩, 乙二醇的生产企业要根据下游需求调整产品结构, 通过装置技改降低生产成本, 提高企业经济效益。2018 年下半年开始, 乙二醇的价格从 7000 元/吨降至 5000 元/吨以下。

整体来看, 新建煤制乙二醇路线的竞争力体现在:

- 1) 原料便宜：装置属于大型煤炭企业。
- 2) 产能规模扩大，增加规模优势。前期规模的装置产能偏低，最先受到冲击。

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国信达业务审核咨询专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责能源行业研究。

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。