

6月原油月报：

逆经济的“风”，待OPEC+强化减产的救赎

任志强 S0360518010002

本报告由华创证券有限责任公司编制

报告仅供华创证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。华创证券对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。

请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。

观点

供给

1) OPEC成员国2019年4月日产相对2018年10月下滑153万桶/天（算上豁免三国为233万桶/天），俄罗斯2019年5月相对2018年10月下滑31万桶/天，减产执行均超预期；在边际上，OPEC+正在寻求延长限产时间，并表示与相关方已经接近达成一致意见。

2) 从美国生产看，5月最后一周日产量达到12.4百万桶/天，创出历史新高，相对2018年10月最后一周上升120万桶/天，对OPEC减产的效果形成了比较强的冲击，也导致了处于历史高位的B-W价差（6月7日为9.3美元/桶）。

需求

1) 从裂解价差的角度，美国和欧洲都出现明显的边际下滑，其中欧洲裂解价差按照季节性本该上行，这意味着对于炼厂而言，利润的收缩可能带来较为明显的检修量增加。

2) 从库存看：a) 原油端：全球原油浮仓库存上行，其中以欧洲压力为最大；美国原油库存（不含战储）继续大幅累积22百万桶，过剩的特征逐步凸显；b) 成品油端：3-8月本是美国汽油的旺季，而现状是油受汽油进入累库周期，导致汽油价格拐头向下，由于汽油的拖累，美国成品油库存累积；欧洲同样面临这样的困境，处在汽油价格暴跌与成品油累库的状态中；作为需求引擎的亚太地区，新加坡汽油价格和库存走势与欧洲相似；这意味着在经济活跃性下降的当下，成品油的需求明显下行。

价格

1) 从基本面看，原油在OPEC+减产与美国增产的组合下，原油呈现出一定的过剩特征，与OPEC预期中的二三季度供不应求的测算不符，与OPEC月报预期相左的主要是全球成品油需求的下滑。

2) 从经济预期看，美国非农就业数据大幅不及预期，制造业PMI继续下行，全球经济中心出现较明显的回落风险，在FED鸽派的表态下伴随着Libor与债券市场倒挂下，美10年TIPS收益率跳水；亚洲地区的中国，受出口的拖累，整个制造业生产和消费都较为低迷，预期整体向下。

3) 从月差看，整体呈现出Backwardation结构，其中布油下跌压力更大。从持仓数据看，交易人数伴随总持仓下行，商业空头持仓占比大幅下滑，伴随着非商业空头持仓比例的增加，盘面大概率将进入盘整阶段。

结论

1) 以布油作为基准，从5月16日收盘的71.81美元/桶跌至6月5日的60.50美元/桶，暴跌15.75%，主要是在经济预期转悲观的背景下，对美国高频数据的宣泄。从当前的持仓数据看，盘面已经进入了一个阶段性的盘整阶段，以重新审视OPEC+进一步的减产动作和钻机活动减弱带来供需边际可能出现的利好。

2) 从供需面看，当下全球处于一个整体略微过剩，美国结构性过剩的局面，B-W价差的高位运行主要是美国页岩油出口暂时并未完全释放。

供需：OPEC减产造成的供需缺口需其他产区补足

单位：百万桶	2015年	2016年	2017年	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018年	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019年
总需求	94.15	95.63	97.32	97.82	98.04	99.37	99.63	98.72	99.05	99.21	100.61	100.86	99.94
OECD	46.52	46.97	47.42	47.69	47.24	48.16	48.14	47.81	47.94	47.41	48.40	48.35	48.03
美洲	24.59	24.87	25.06	25.20	25.40	25.78	25.74	25.53	25.43	25.65	26.07	26.01	25.79
欧洲	13.83	13.99	14.30	13.95	14.19	14.68	14.32	14.29	13.97	14.15	14.66	14.29	14.27
亚太	8.10	8.11	8.06	8.54	7.65	7.70	8.08	7.99	8.53	7.61	7.67	8.05	7.96
DCs	30.89	31.53	32.16	32.46	32.62	32.89	32.59	32.64	32.98	33.16	33.43	33.13	33.18
FSU	4.58	4.63	4.70	4.66	4.65	4.94	5.01	4.82	4.75	4.74	5.03	5.11	4.91
欧洲其他	0.67	0.70	0.72	0.73	0.69	0.73	0.82	0.74	0.75	0.71	0.75	0.84	0.76
中国	11.49	11.80	12.32	12.28	12.84	12.65	13.07	12.71	12.63	13.19	13.00	13.43	13.06
总供给	95.22	95.43	96.12	97.65	98.01	99.50	100.80	99.00	99.07	98.72	99.89	101.57	99.82
Non-OPEC	59.54	58.64	59.47	61.20	61.59	62.72	63.96	62.38	63.81	63.43	64.56	66.25	64.52
OECD	25.36	24.85	25.71	27.27	27.53	28.65	29.47	28.24	29.33	29.08	30.13	31.25	29.95
美洲	21.08	20.58	21.49	22.93	23.37	24.52	25.15	24.00	25.06	24.96	25.91	26.76	25.68
欧洲	3.82	3.85	3.82	3.94	3.79	3.70	3.89	3.83	3.84	3.66	3.75	3.98	3.81
亚太	0.46	0.42	0.39	0.40	0.38	0.42	0.44	0.41	0.44	0.46	0.48	0.51	0.47
DCs	13.78	13.53	13.39	13.45	13.52	13.40	13.50	13.47	13.42	13.66	13.88	14.04	13.75
FSU	13.69	13.85	14.05	14.10	14.14	14.33	14.57	14.29	14.55	14.23	14.19	14.58	14.39
欧洲其他	0.14	0.13	0.13	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
中国	4.40	4.09	3.98	4.01	4.03	3.97	4.05	4.01	4.11	4.06	3.96	3.98	4.03
数据处理异常值	2.17	2.19	2.21	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.28	2.28	2.28	2.28	2.28
OPEC	35.68	36.79	36.65	36.45	36.42	36.78	36.84	36.62	35.26	35.29	35.33	35.32	35.30
凝析液和非常规油	4.44	4.58	4.64	4.66	4.81	4.82	4.76	4.76	4.80	4.83	4.87	4.86	4.84
OPEC 原油	31.24	32.21	32.01	31.79	31.61	31.96	32.08	31.86	30.46	30.46	30.46	30.46	30.46
供需缺口	(1.07)	0.20	1.20	0.17	0.03	(0.13)	(1.17)	(0.28)	(0.02)	0.49	0.72	(0.71)	0.12

数据来源：OPEC月报、华创证券

◆ 供需：

1) 将时间截断在21世纪，在过去的近20年里，2006年是一个比较重要的分界线。在此之前，过大于求的供需关系并未造成价格的压力，布油价格从20美元/桶单边攀升至70美元/桶；在此以后，明显的供需关系基本确定季度级别的价格走势。但由于统计数据和计算精度的问题，供需缺口贴近零轴时，矛盾积累程度不足，并不可能改变其原有的价格走势。

2) 在当下，随着工业化后期的到来，全球经济潜在增速放缓，对于原油的需求增速中轴回落至1%的水平；在需求通过库存对价格的传导作用下，供给端的增速也从4%逐步向1%靠拢。

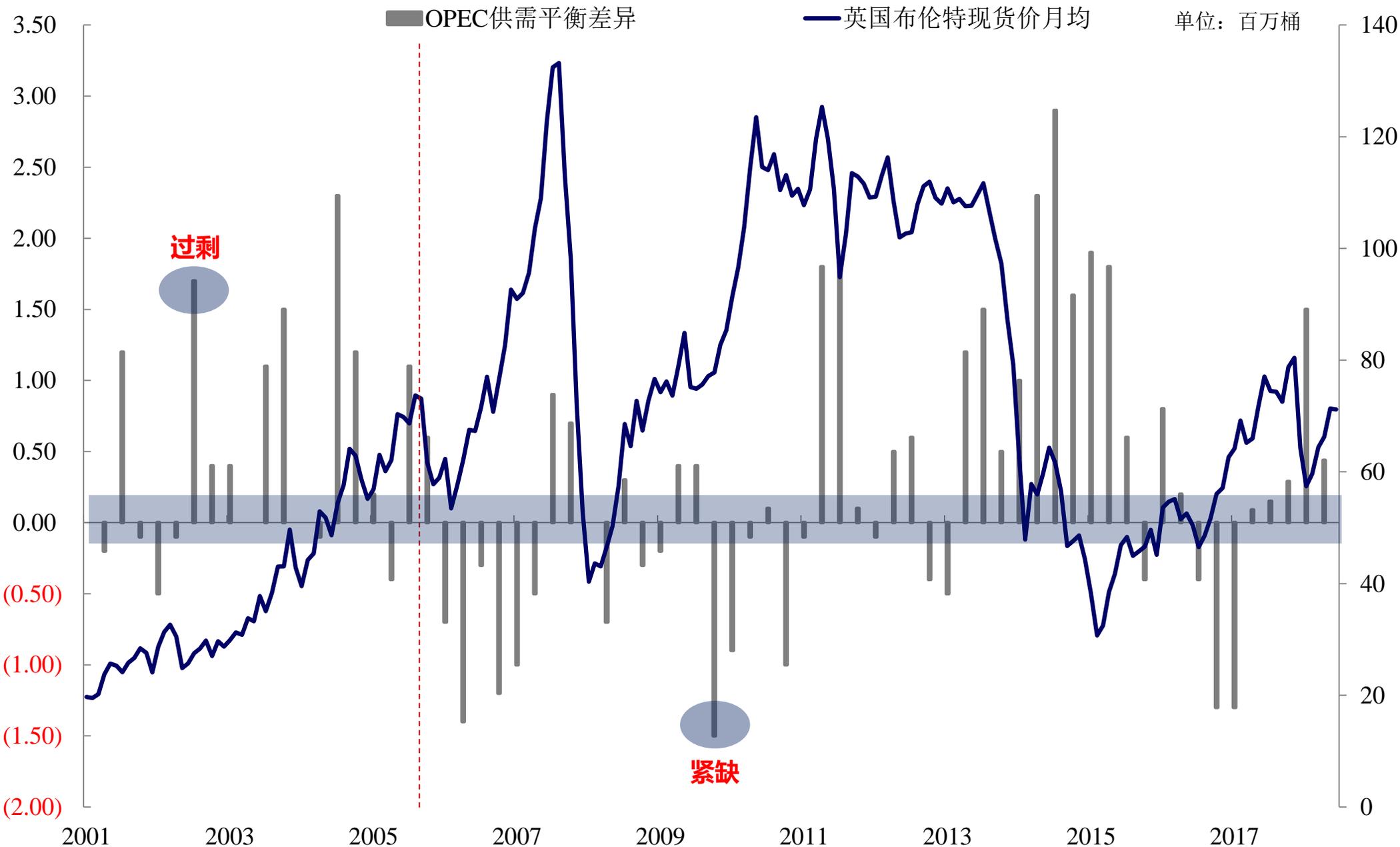


数据来源：wind、华创证券



数据来源：wind、华创证券

供需：2006年开始，原油供需才有定价作用



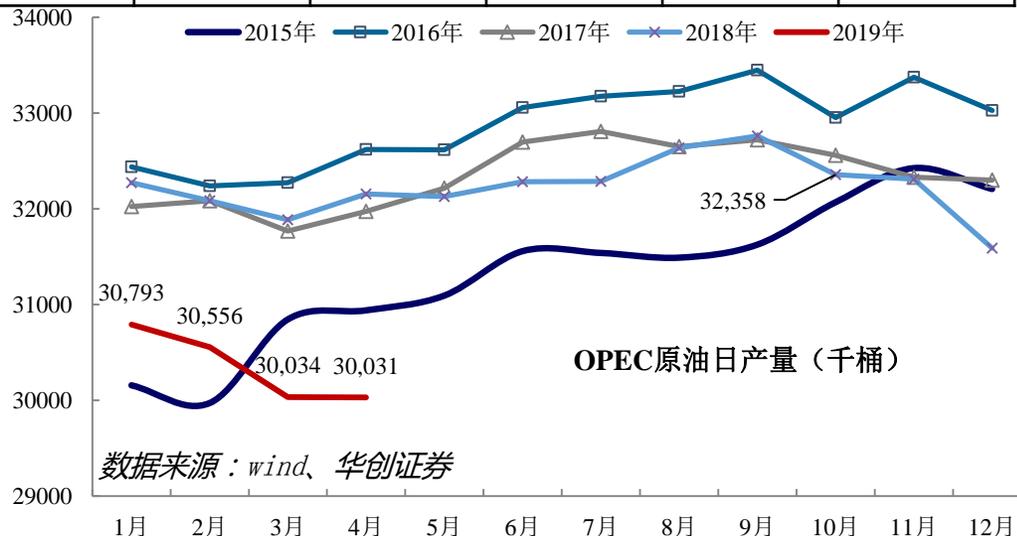
供给：OPEC+减产超预期

单位：千桶	OPEC	沙特	伊拉克	阿联酋	伊朗	科威特	尼日利亚	利比亚	委内瑞拉	其他
10月产量	32,358	10,637	4,654	3,177	3,330	2,753	1,760	1,118	1,206	4,929
减产量	-2,327	-895	-24	-117	-776	-56	59	58	-438	-496
比值	-7%	-8%	-1%	-4%	-23%	-2%	3%	5%	-36%	-10%

数据来源：wind、华创证券

◆ JMMC减产：

- 1) OPEC成员国2019年4月日产相对2018年10月下es滑153万桶/天（算上豁免三国为233万桶/天），减产执行超预期
- 2) 俄罗斯2019年5月相对2018年10月下es滑31万桶/天，减产执行超预期；
- 3) 在边际上，OPEC+正在寻求延长限产时间，并表示与相关方已经接近达成一致意见。
- 4) OPEC+的减产是当下对油价唯一的呵护力量，当注意“延长减产时间”的推进情况。



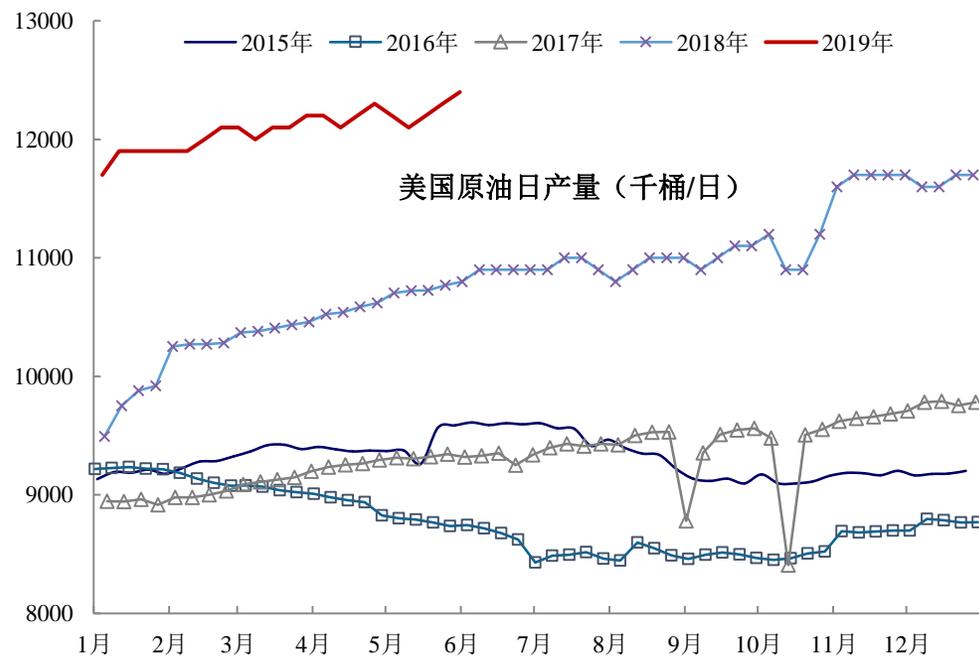
大国供应：美国逐步实现自供

◆ 美国生产：

1) 在美油的生产结构中，2019年5月月均产油12.24百万桶/天，其中8.41百万桶/天是页岩油，占比69%，即页岩油是绝对的主力。

2) 美国是目前全球原油供需平衡表中最大的威胁，截至2019年5月31日，美国原油日产量已经高达12.4百万桶/天，相对2018年10月增加了120万桶/天，基本完全底了沙特的减产产量。

3) 按照STEO的预期，到2019年12月底，美油日产量将达到13.16百万桶/天，相对5月底环比增加76万桶。虽然这部分产量的增长短期因为出口设施的限制无法影响布油价格，但会对美油价格形成显著压制。美油的增产将是对OPEC+减产效果最有力的冲击。



数据来源：wind、华创证券



数据来源：wind、华创证券



数据来源：wind、华创证券

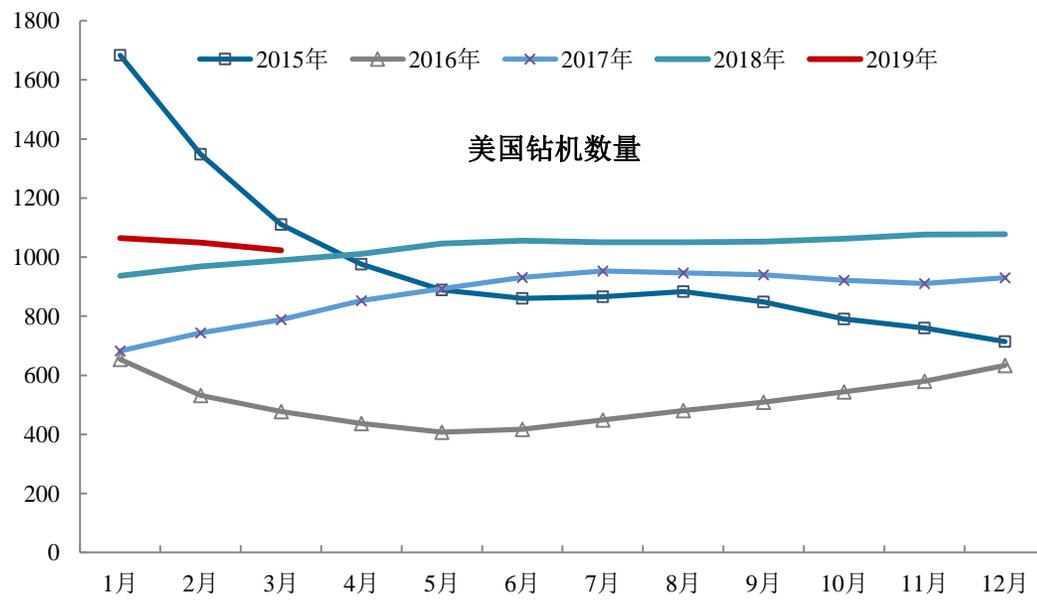
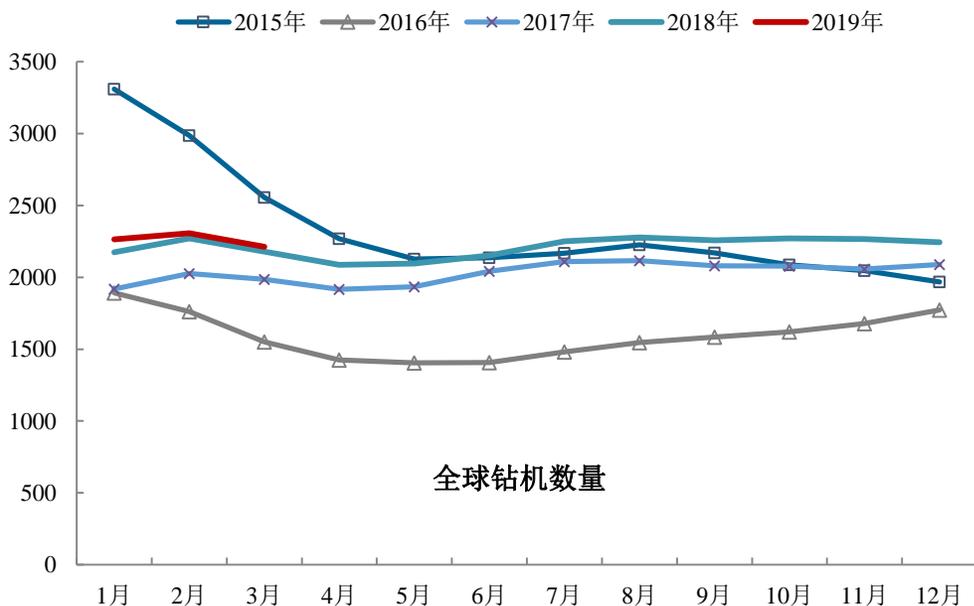
◆ 钻机：

1) 钻机活跃度是价格的结果，是供应对价格的表达，或者说供应对需求趋势性变化的表达，决策周期为4个月左右。值得注意的是，钻机的活跃度与产量增加部分对应，而不是与产量对应。

2) 从领先性看，未来4个月的钻机活跃度将以平稳为主，但作为对去年Q4油价的暴跌，活跃度近期将有一定程度的下降压力。

3) 从绝对水平看，目前全球钻机均处于历史中位水平上。作为未来产量的增长主引擎，美国的钻机活跃度同样以相对平稳的趋势运行，水位处于历史中位，短期趋势存在向下的压力。

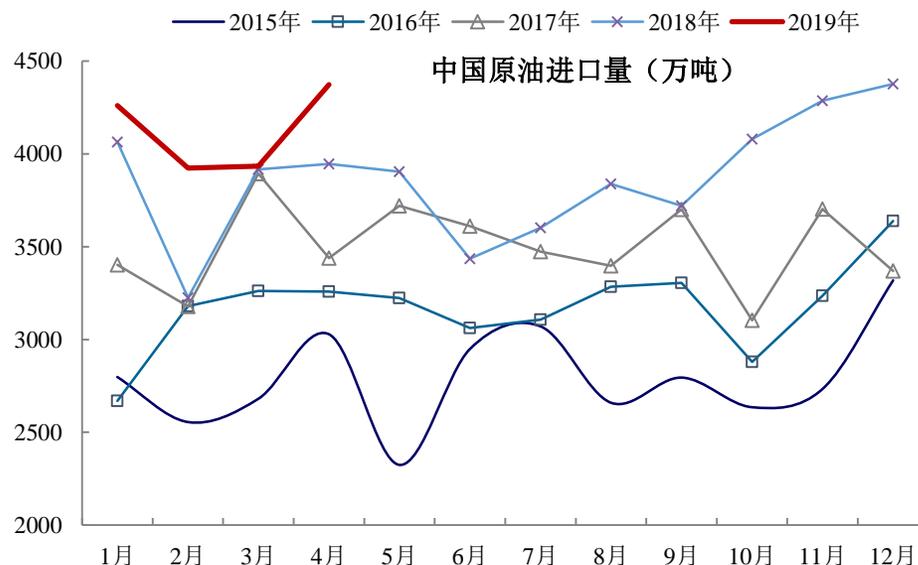
4) 从钻机数据看，近期美油产量边际上将有所下滑，但是中期仍维持稳步增长的态势。



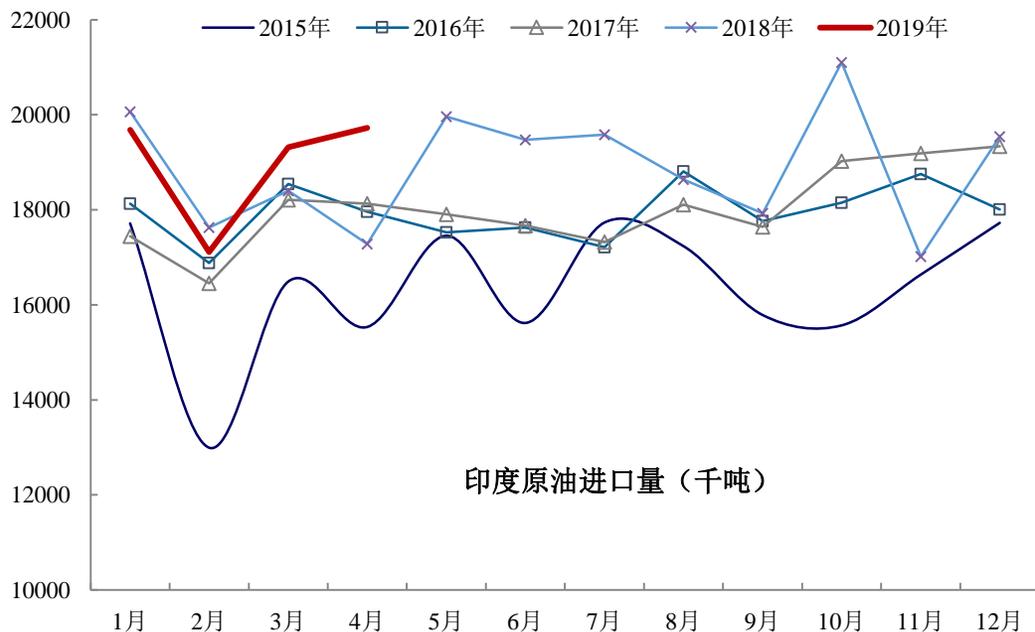
大国需求：亚洲（中国、印度）是需求的主引擎

◆ 进口：

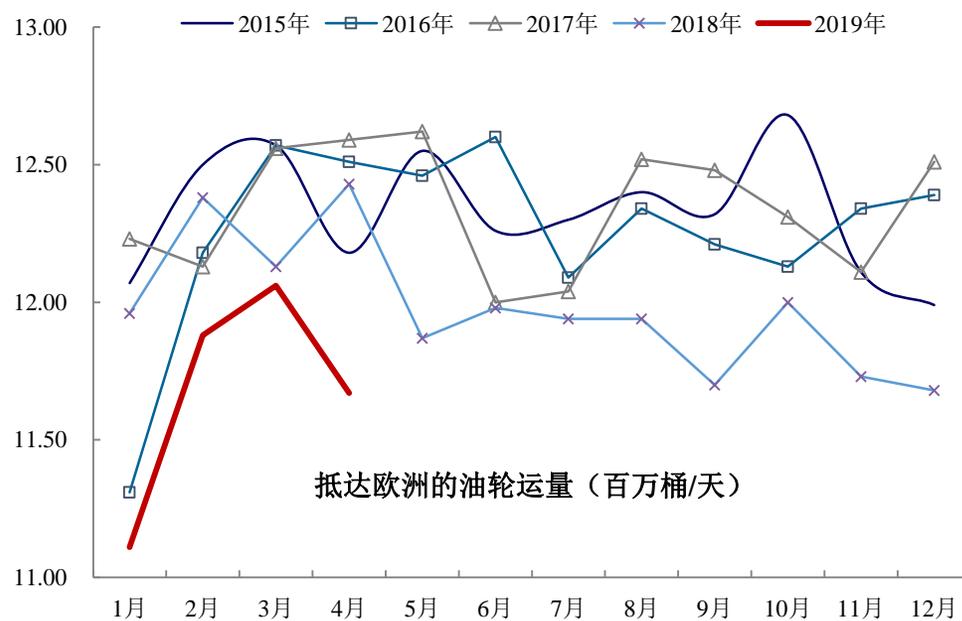
- 1) 据BP 2018年的统计数据，中国进口原油4.65亿吨，印度进口2.28亿吨，分别同比增长4240万吨和1640万吨，而全球原油进口总增量为6750万吨，即中国+印度贡献了增量的87%。
- 2) 全球原油主力进口区域为欧洲、亚洲和美国，但是从需求增量的角度，欧洲处于边际削减，美国逐步实现自供，需求增量基本由亚洲的中国和印度提供。
- 3) 从运行的情况看，中印在过去的1-4月分别进口原油16490万吨和7584万吨，依次同比增长1337万吨和246万吨，完成去年增量的27%，需求增长引擎跌的拉动作用显著放慢。



数据来源：wind、华创证券



数据来源：wind、华创证券

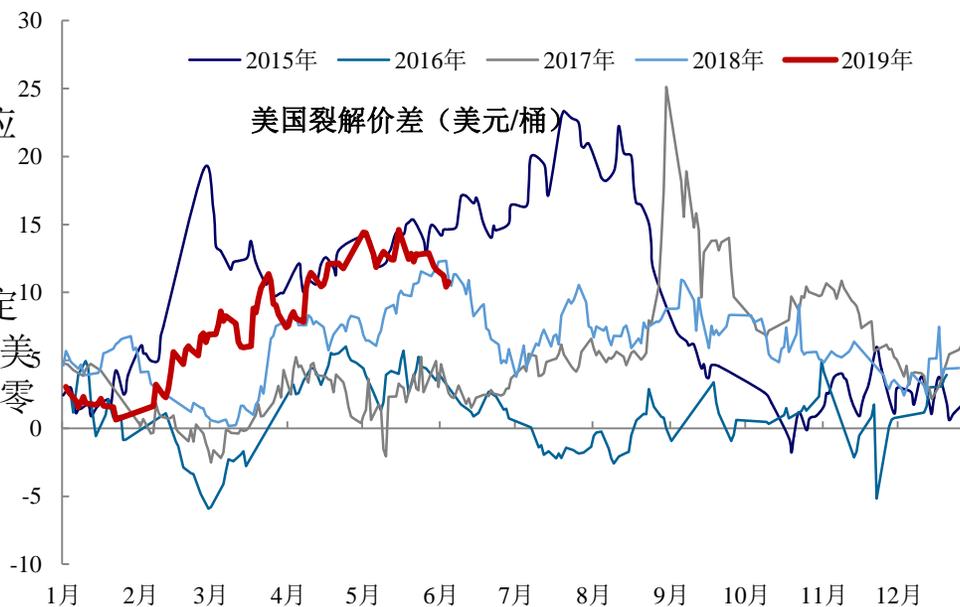


数据来源：wind、华创证券

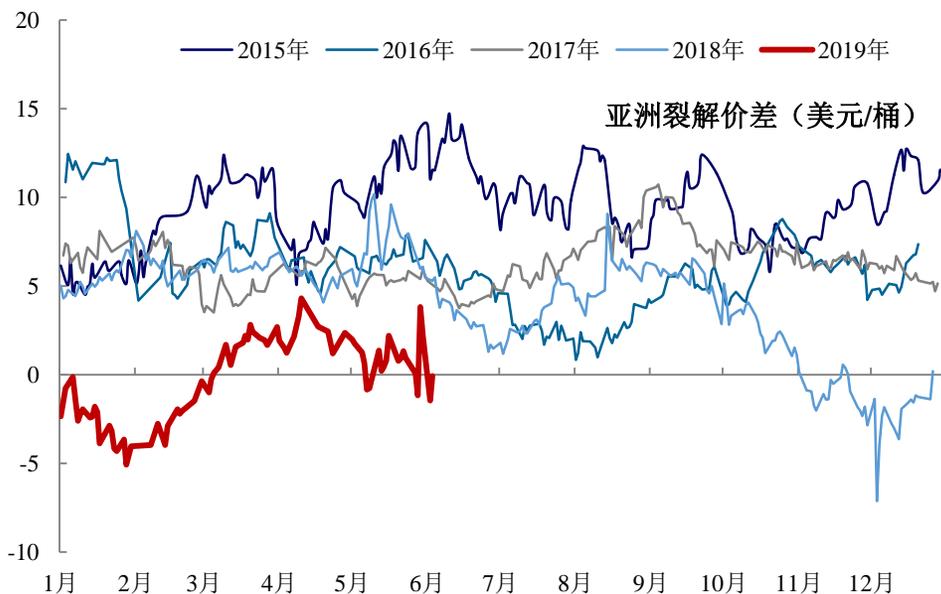
需求（炼厂）：全球成品油需求共振下行

◆ 炼厂：

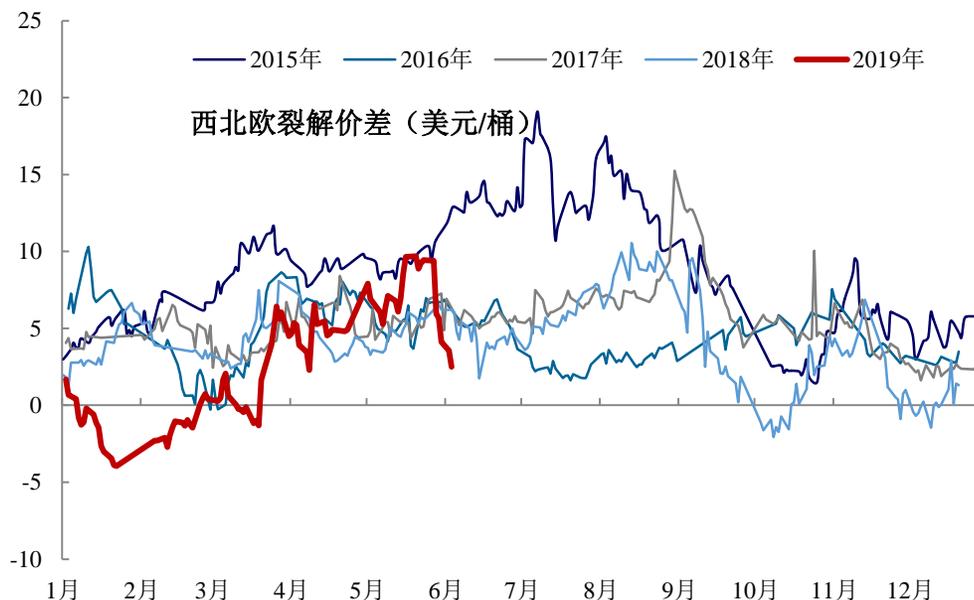
- 1) 炼厂是原油的直接需求方，成品油的销售情况会直接反应在裂解价差中。无论是季节性的还是非季节性的裂解价差下滑，对应的都是成品油销售端的压力。
- 2) 目前全球三大炼油中心分别在墨西哥湾、西北欧和新加坡，从模拟的裂解价差（操作费用+折旧摊销都设定成了恒定值）看，全球裂解价差同步下行，其中欧洲压力最为显著，美国也有显著的超季节性下跌，亚太虽然趋势相对平稳，但在零值附近徘徊。
- 3) 裂解价差的普遍下行预示着全球经济活动普遍性地降温，可以有效得跟成品油的库存情况进行挂钩。



数据来源：wind、华创证券



数据来源：wind、华创证券

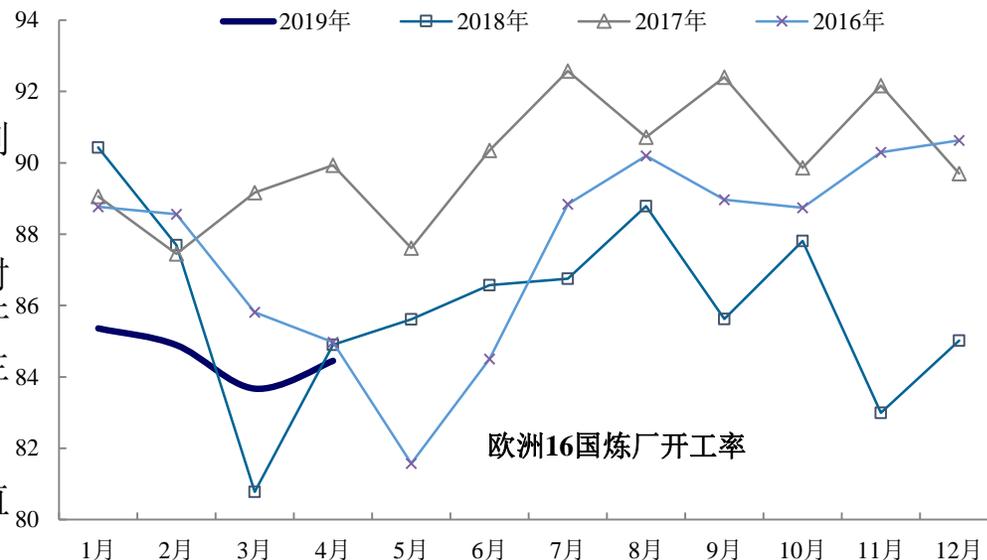


数据来源：wind、华创证券

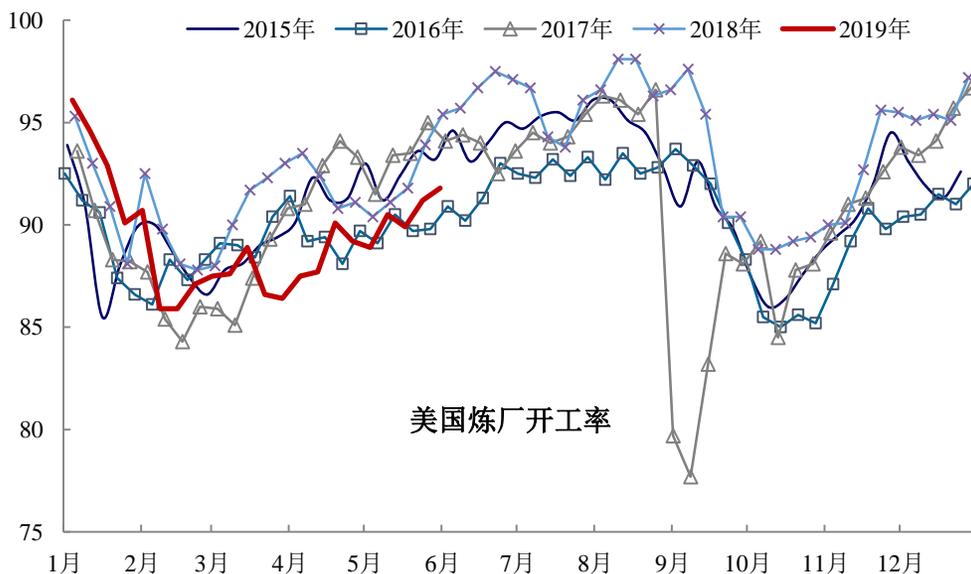
需求（炼厂）：全球成品油需求共振下行

◆ 炼厂：

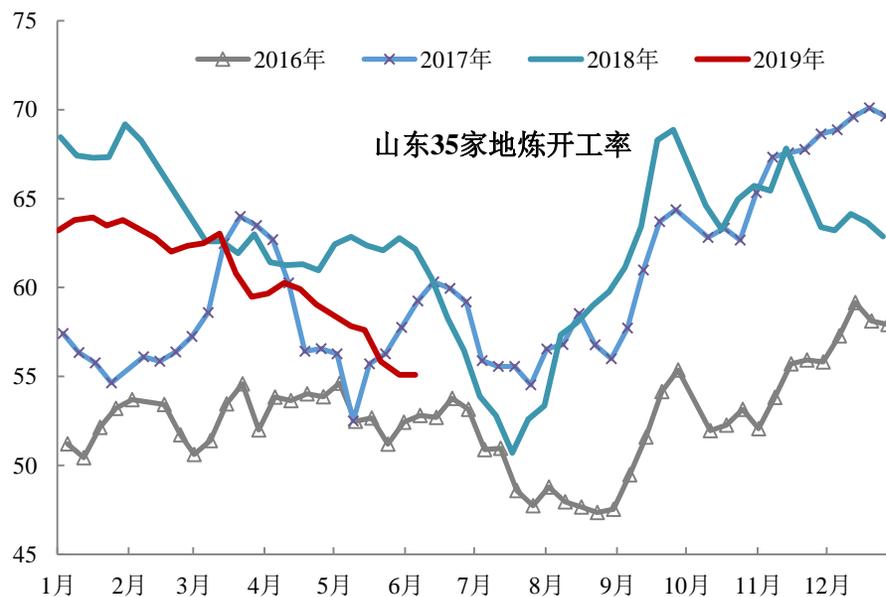
- 1) 将炼厂开工率、成品油库存和裂解价差进行交叉验证，可以发现当下美国处于旺季，欧洲没有明显的季节性，而中国则处于常规的检修期。
- 2) 处于旺季的美国，随着炼厂开工率的提升和成品油销售的走势，出现了十分明显的成品油累库，甚至旺季品种汽油都对成品油的销售造成了负反馈；而欧洲端，炼厂预期较低，低开工、低销售伴随成品油累库；亚太地区，库存相对健康，但主要来自于检修的贡献，需求同样低迷。
- 3) 整体而言，欧洲炼厂已经对悲观的需求做出了应对，美国尚未能对需求做出减产的决策，亚太则处于常规减产期，这直接导致原油需求的边际走弱，全球浮仓库存同步上行。



数据来源：wind、华创证券

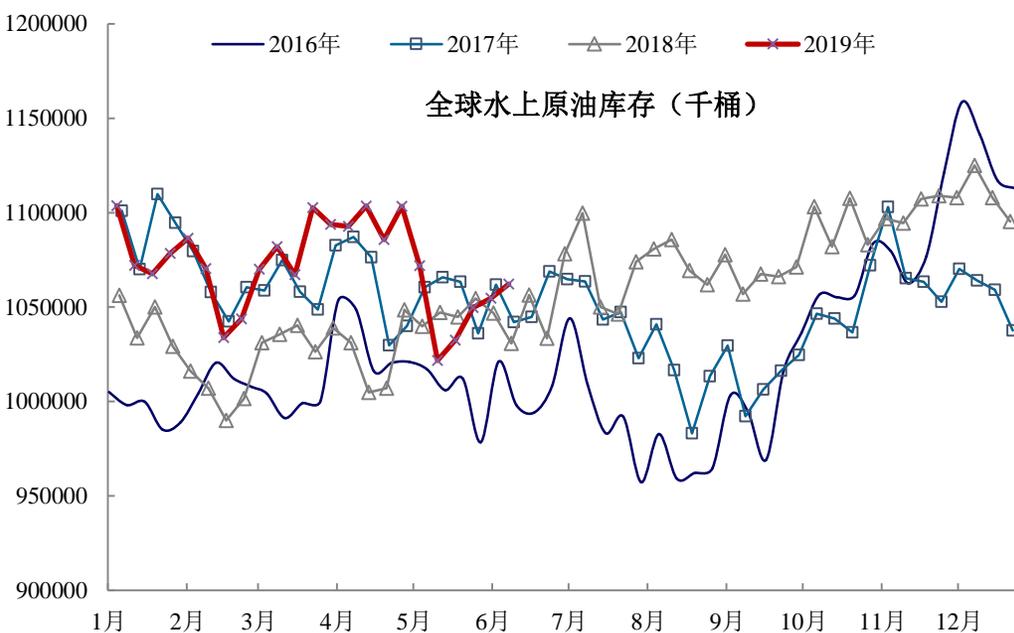


数据来源：wind、华创证券

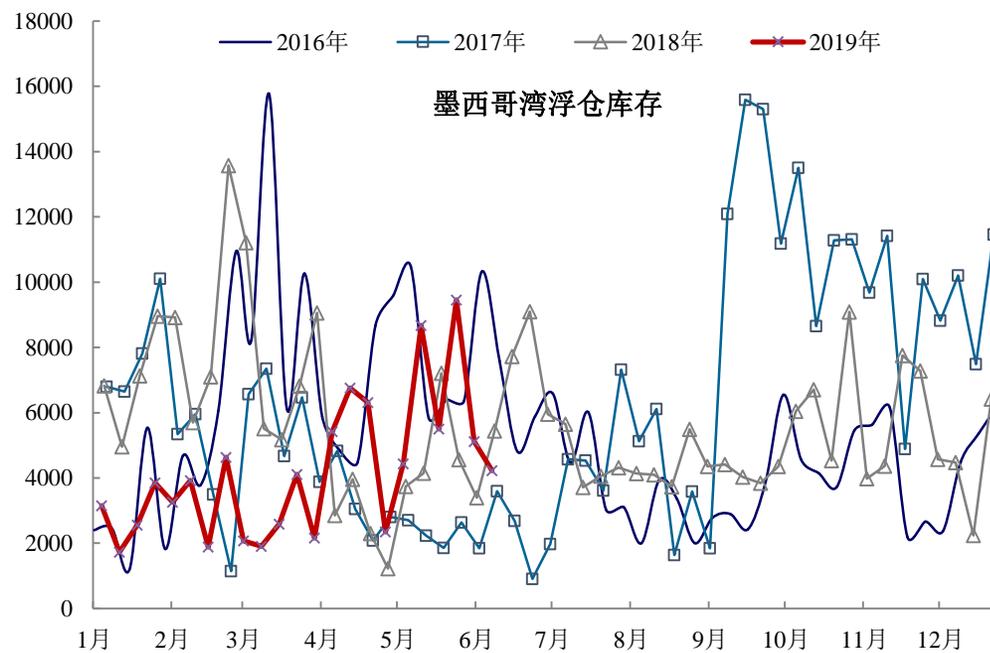


数据来源：wind、华创证券

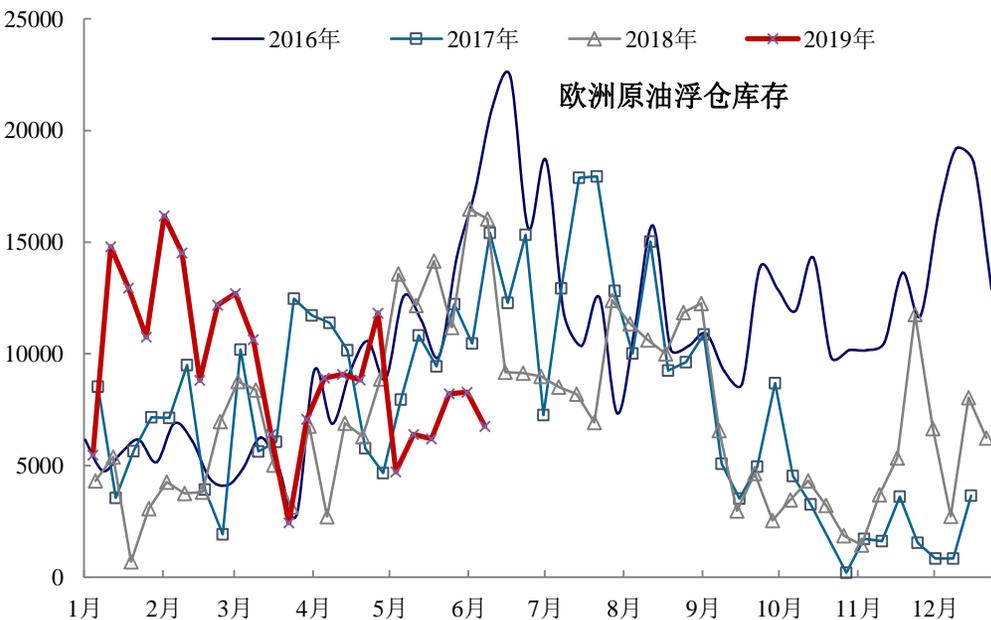
浮仓库存：欧洲和亚太原油供过于求



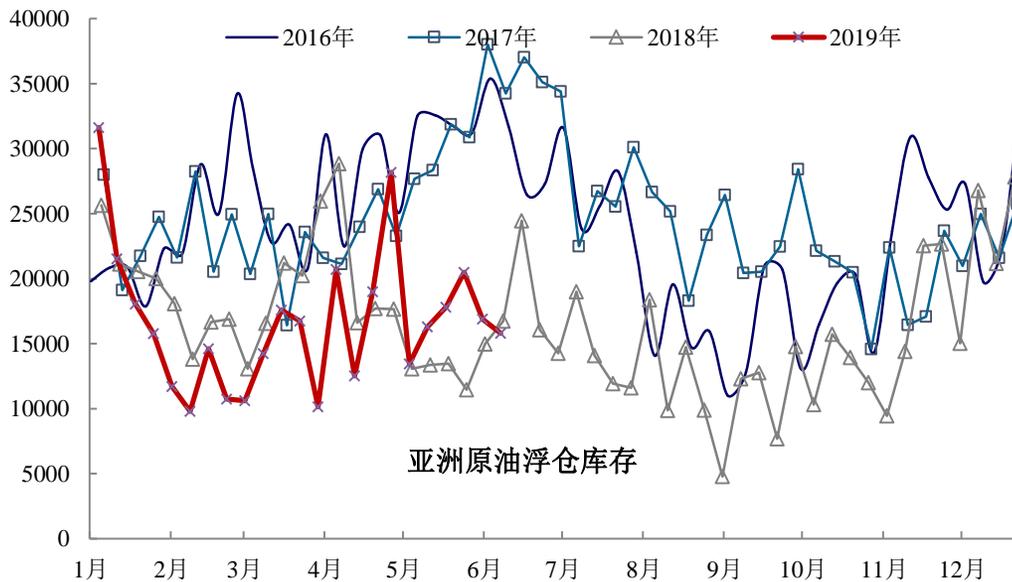
数据来源：Bloomberg、华创证券



数据来源：Bloomberg、华创证券

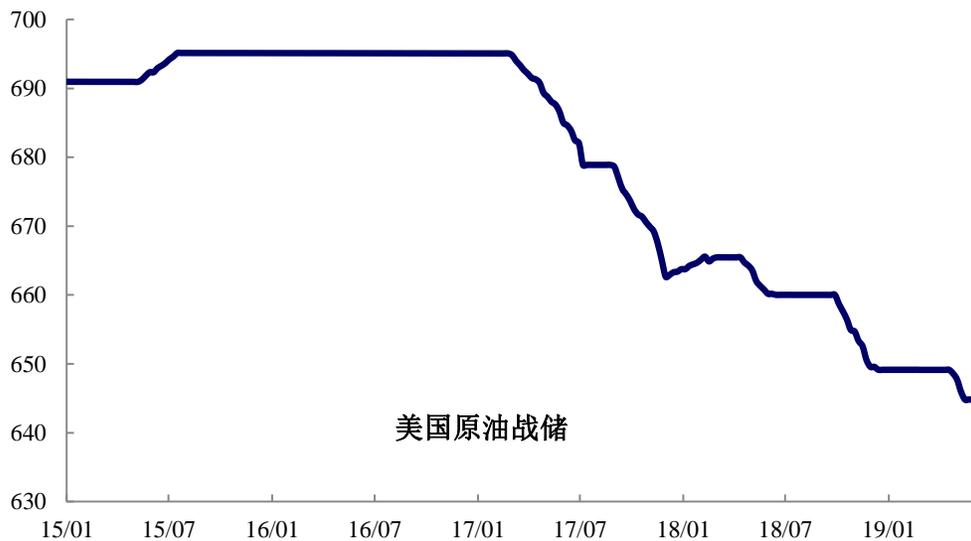


数据来源：Bloomberg、华创证券

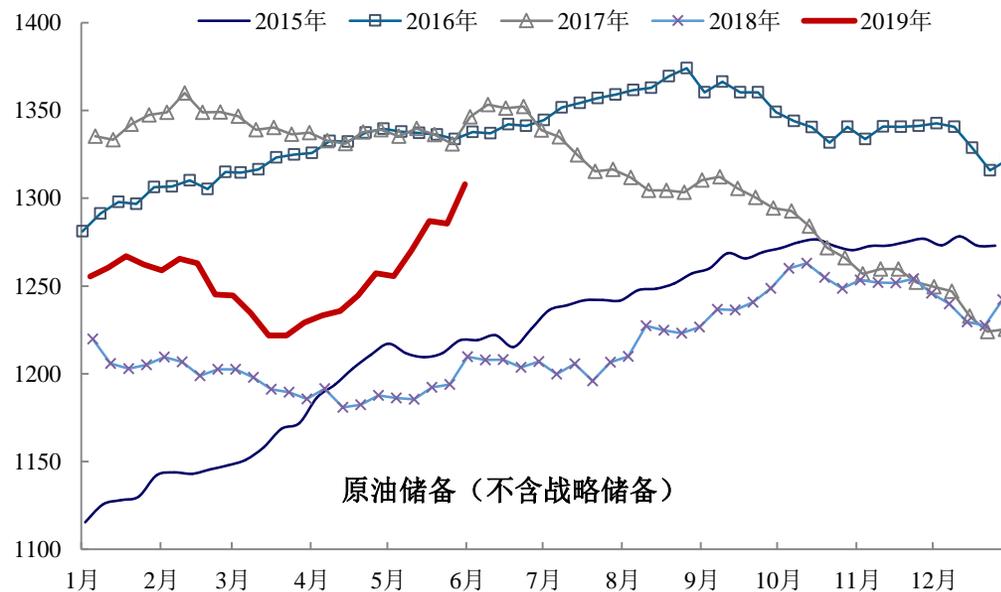


数据来源：Bloomberg、华创证券

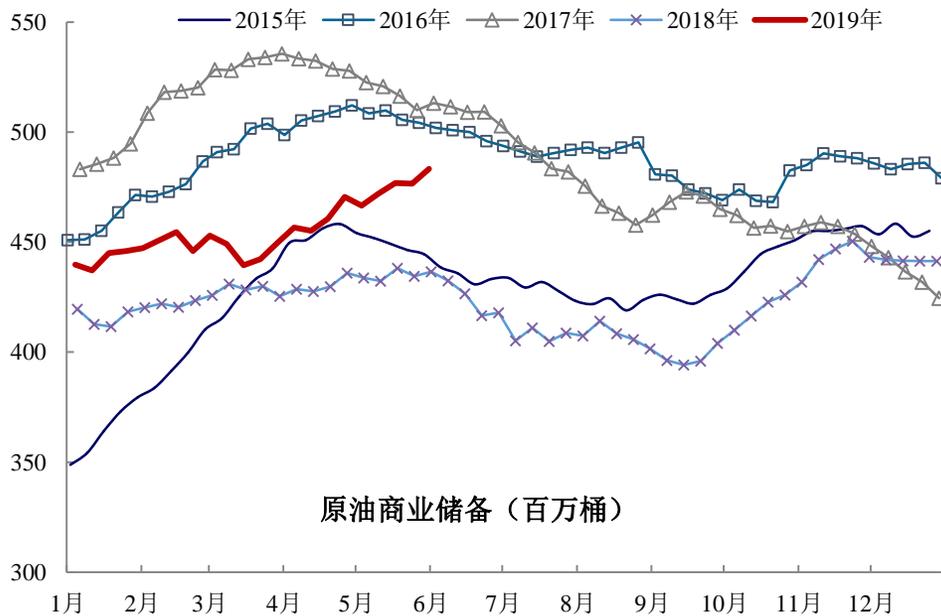
原油库存（美国）：库存快速累积



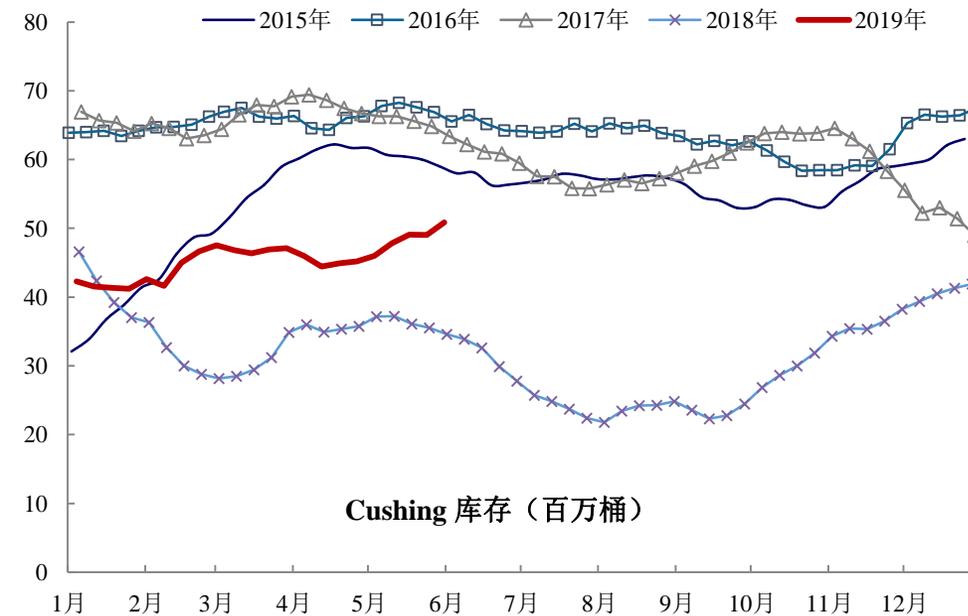
数据来源：Bloomberg、华创证券



数据来源：Bloomberg、华创证券

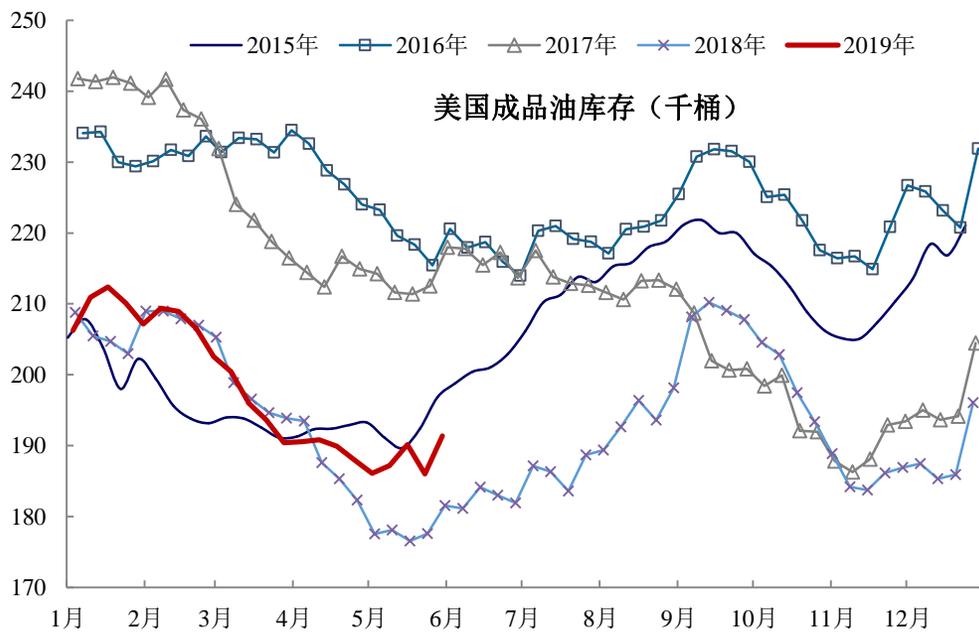


数据来源：Bloomberg、华创证券

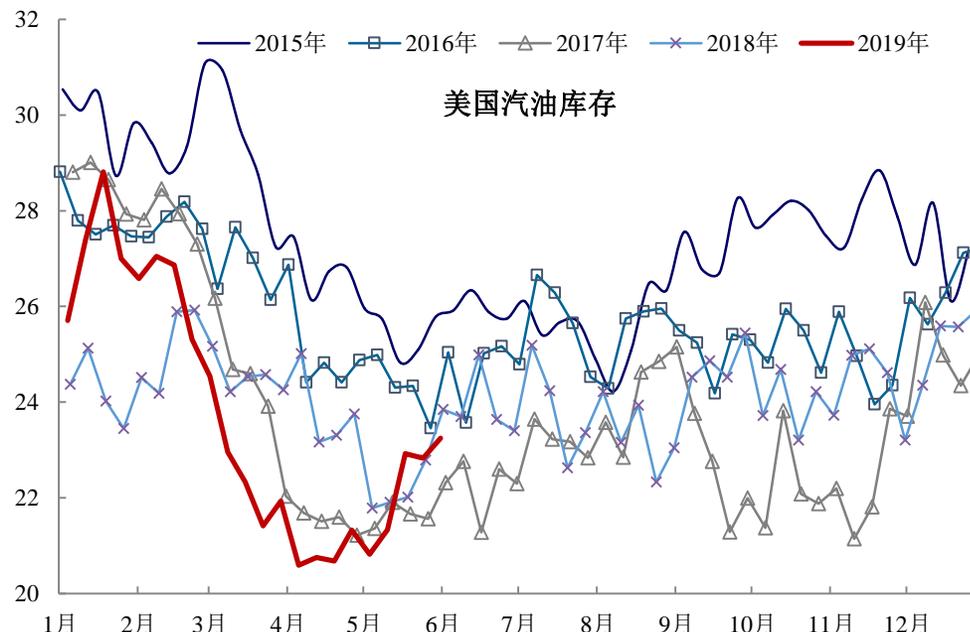


数据来源：Bloomberg、华创证券

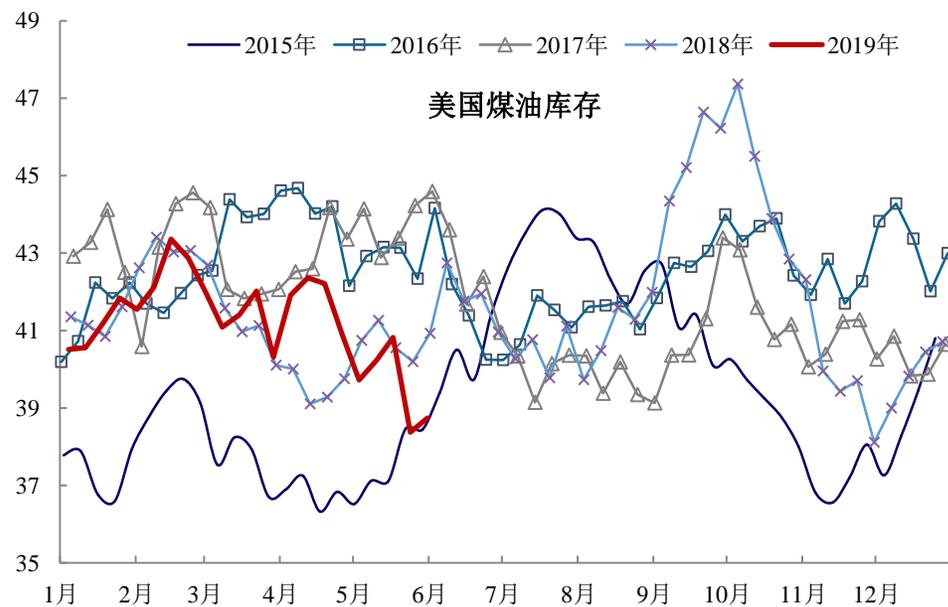
成品油库存（美国）：汽油旺季快速累库



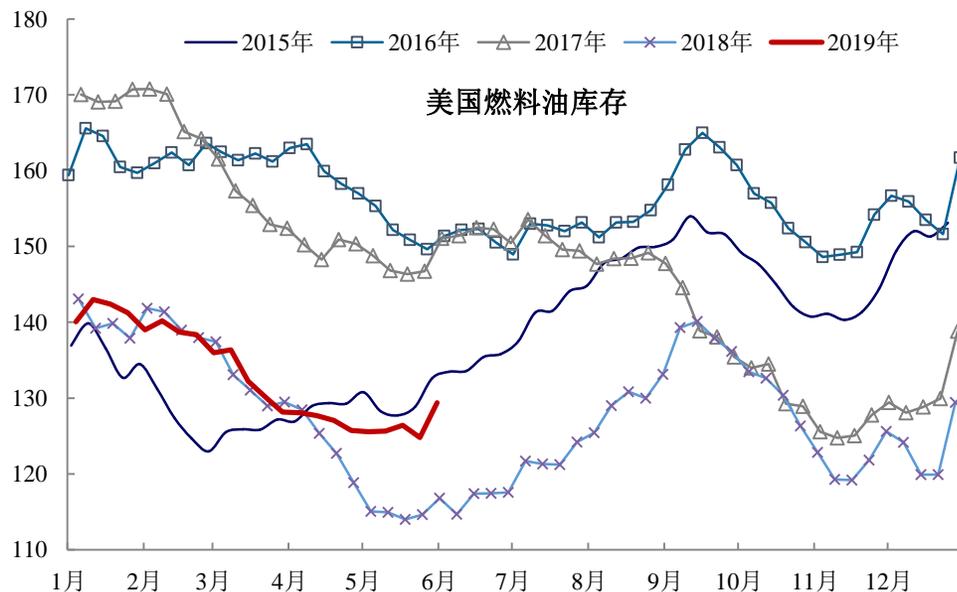
数据来源：Bloomberg、华创证券



数据来源：Bloomberg、华创证券

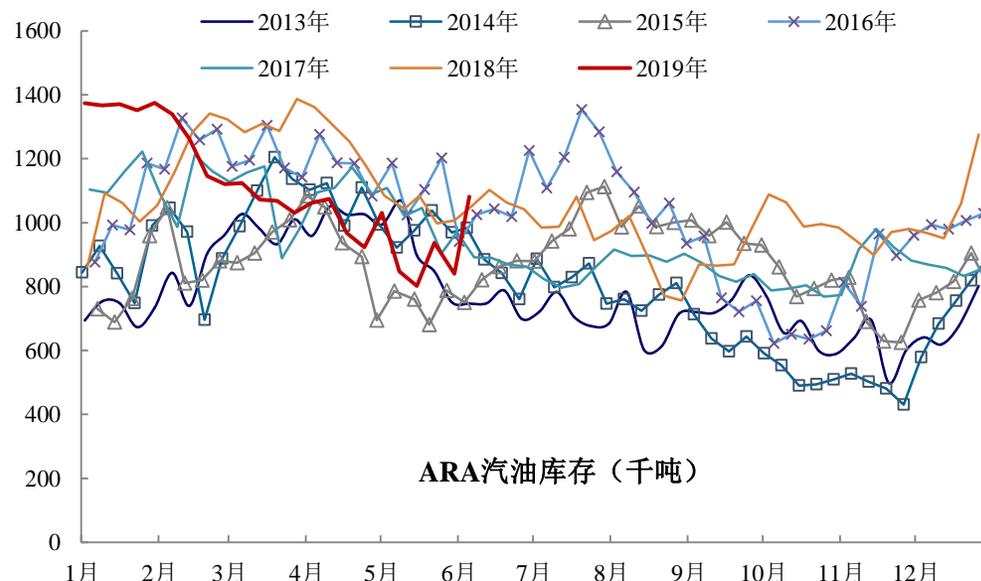
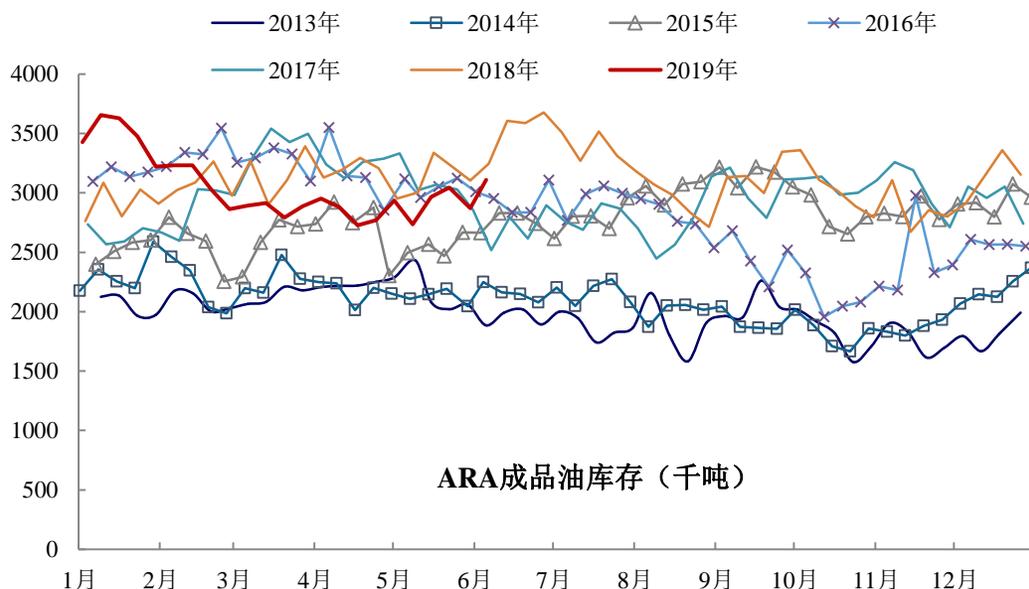


数据来源：Bloomberg、华创证券



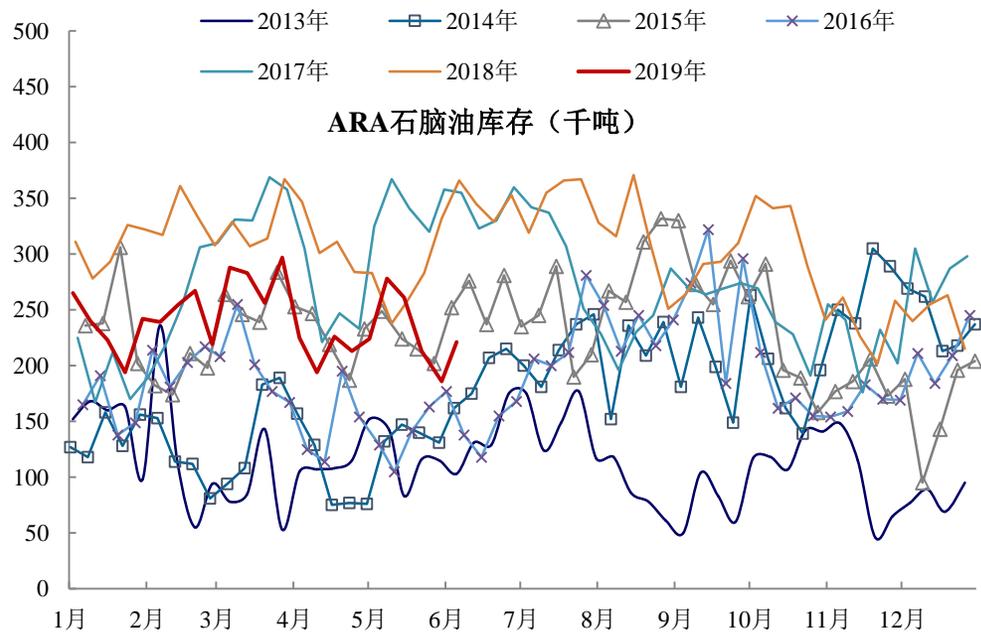
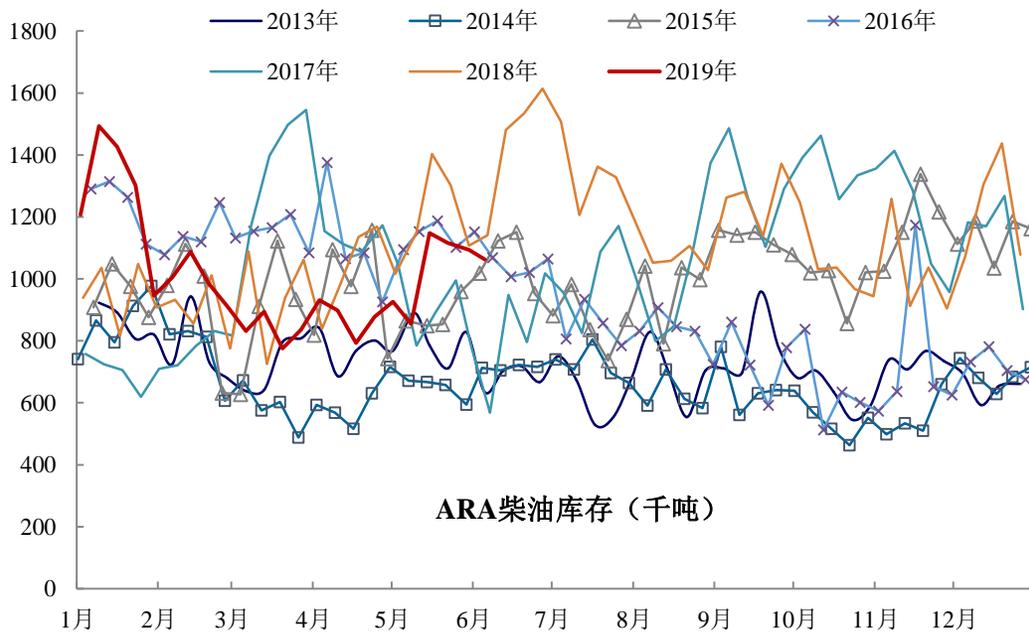
数据来源：Bloomberg、华创证券

成品油库存 (ARA) : 汽油压力显现



数据来源: Bloomberg、华创证券

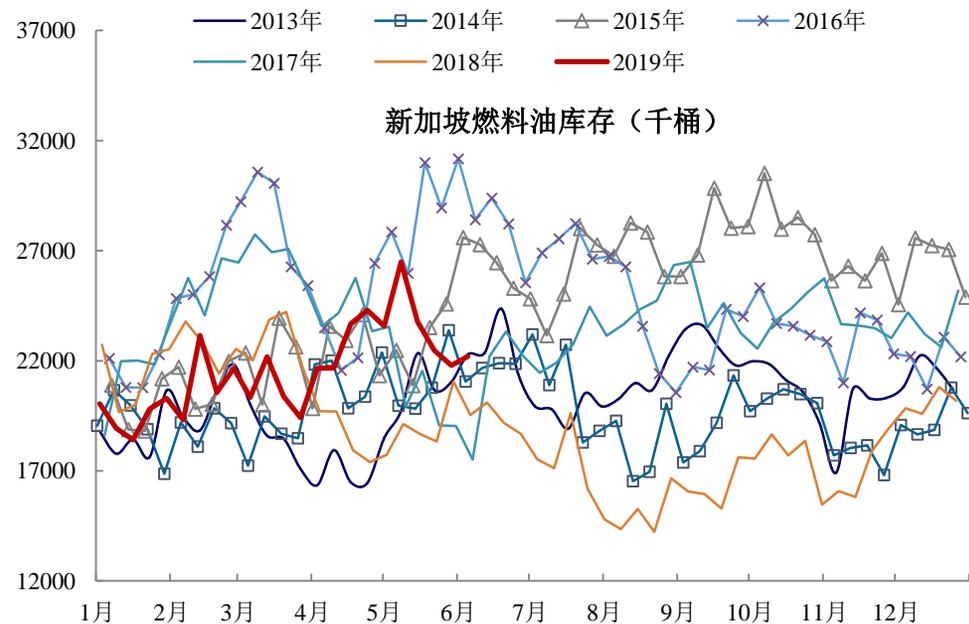
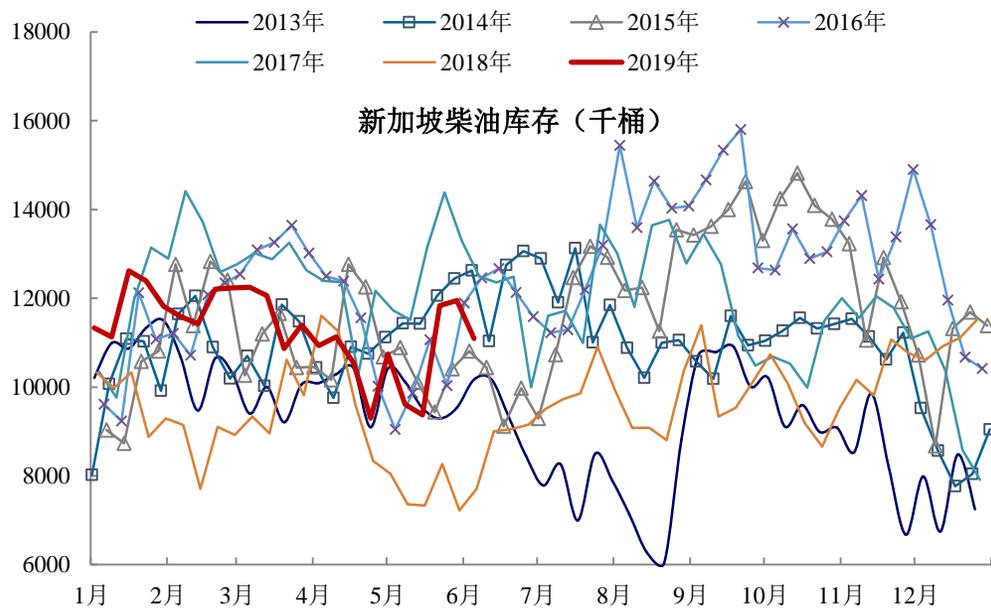
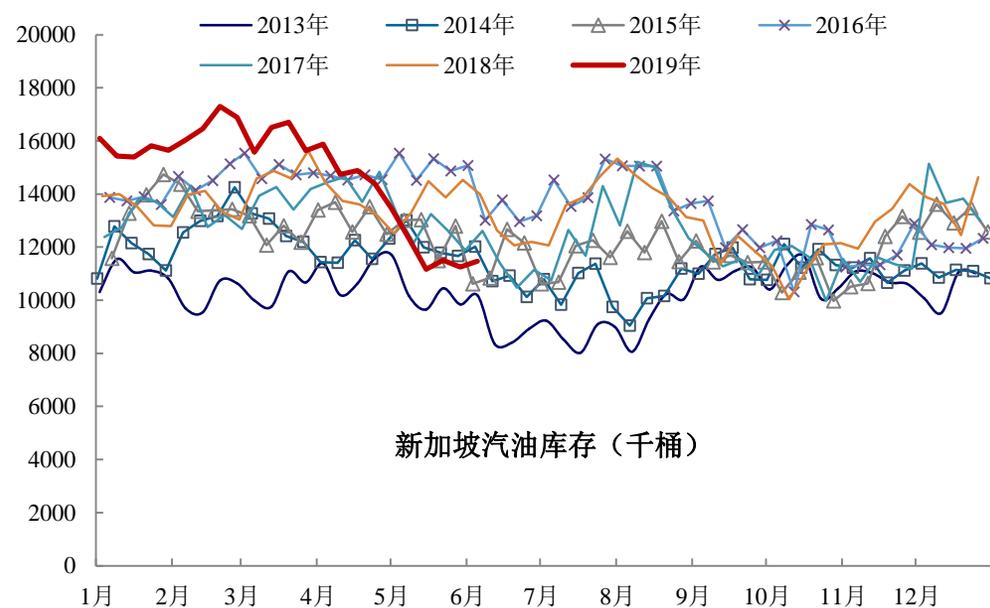
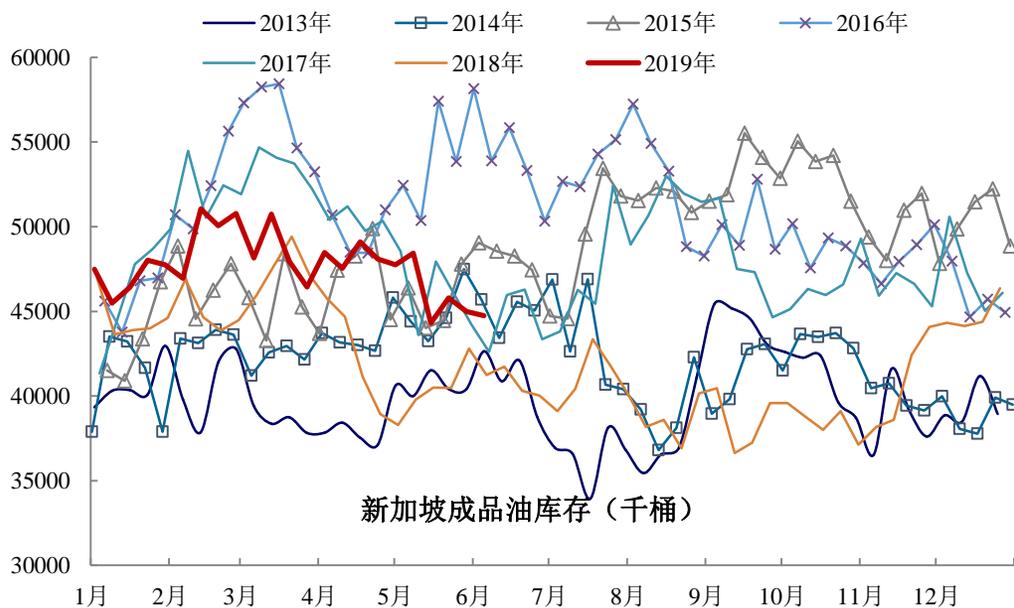
数据来源: Bloomberg、华创证券



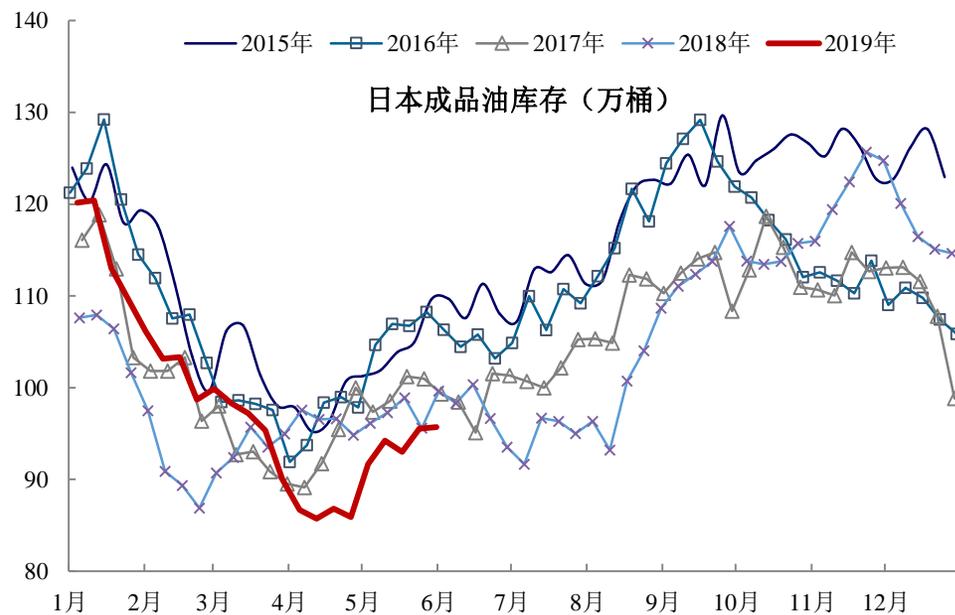
数据来源: Bloomberg、华创证券

数据来源: Bloomberg、华创证券

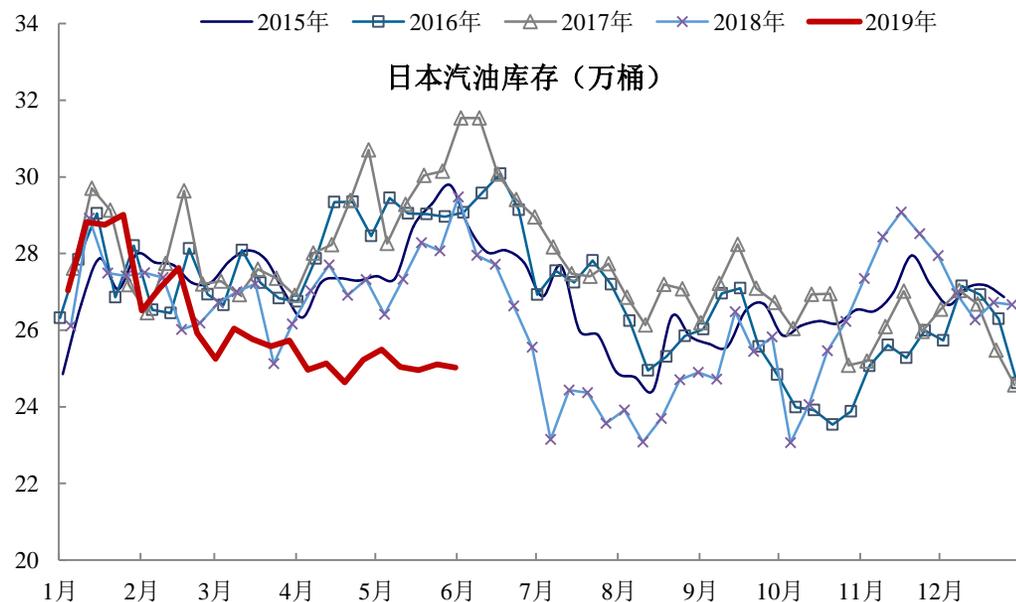
成品油库存（新加坡）：汽油去库减速



成品油库存（日本）：成品油进入累库周期



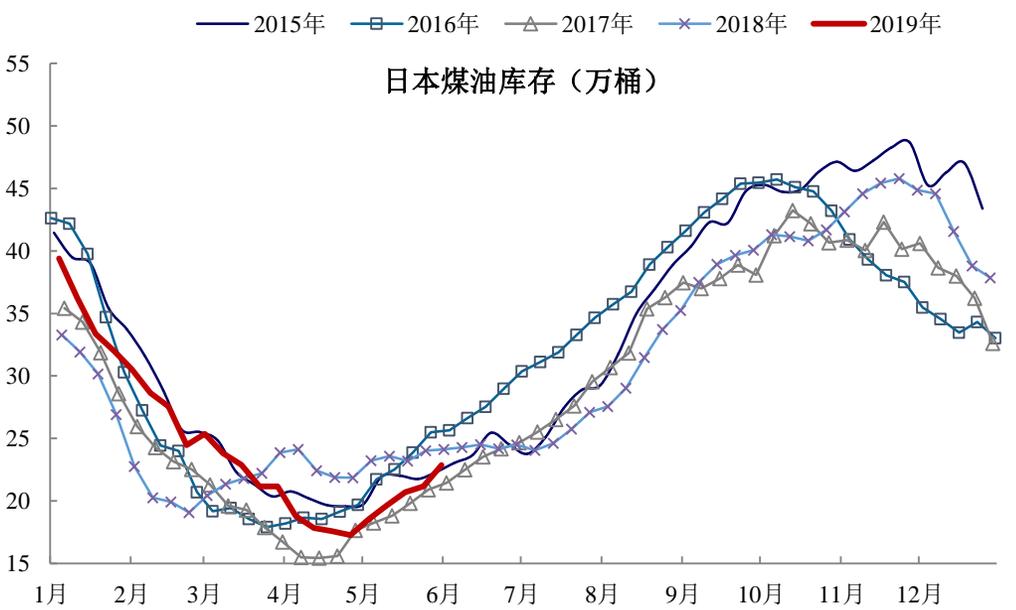
数据来源：Bloomberg、华创证券



数据来源：Bloomberg、华创证券



数据来源：Bloomberg、华创证券



数据来源：Bloomberg、华创证券

价格：供需边际弱化，全球经济预期转悲观

◆ 结论：

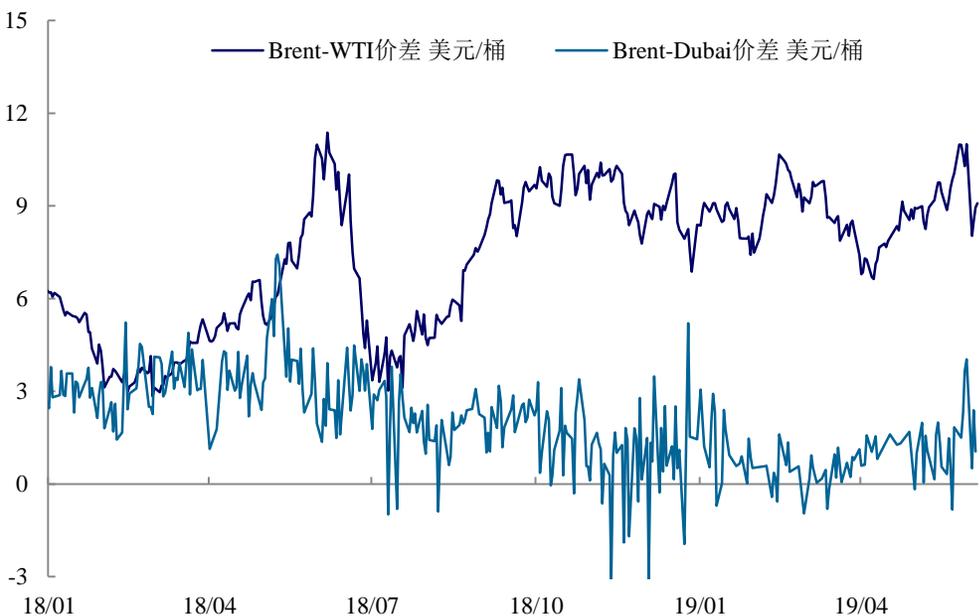
1) 以布油作为基准，从5月16日收盘的71.81美元/桶跌至6月5日的60.50美元/桶，暴跌15.75%，主要是在经济预期转悲观的背景下，对美国高频数据的宣泄。从当前的持仓数据看，盘面已经进入了一个阶段性的盘整阶段，以重新审视OPEC+进一步的减产动作和钻机活动减弱带来供需边际可能出现的利好。

2) 当下全球处于一个整体略微过剩，美国结构性过剩的局面，B-W价差的高位运行主要是美国页岩油出口暂时并未完全释放。

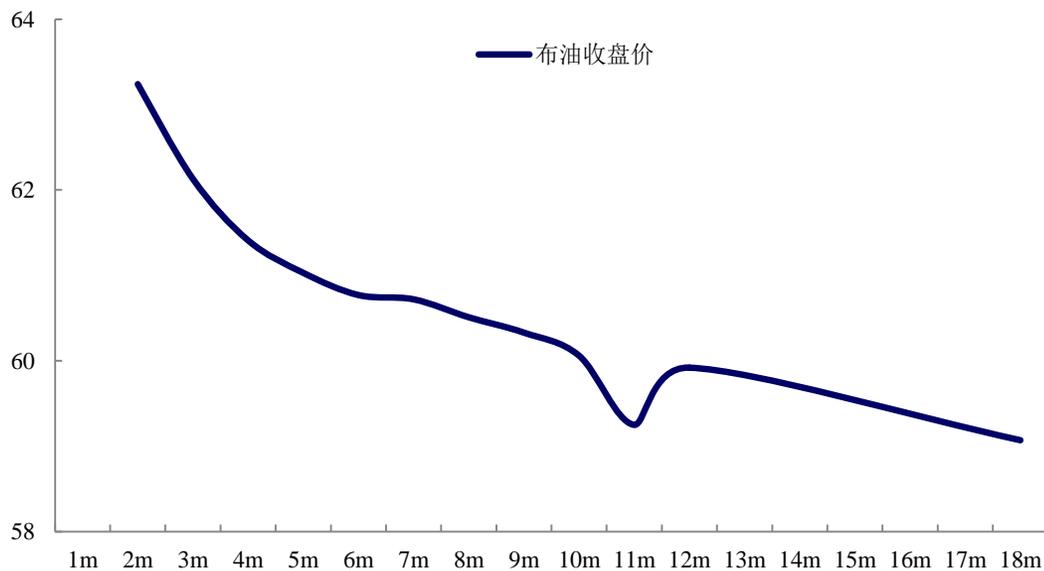
3) 从月差看，整体呈现出Backwardation结构，其中布油下跌压力更大。从持仓数据看，交易人数伴随总持仓下行，商业空头持仓占比大幅下滑，伴随着非商业空头持仓比例的增加，盘面大概率将进入盘整阶段。



数据来源：Bloomberg、华创证券



数据来源：Bloomberg、华创证券



数据来源：Bloomberg、华创证券

□ 贸易摩擦

- ✓ 2017年8月18日 美国贸易代表莱特希泽2017年8月18日宣布，美国正式对中国发起“301调查”
- ✓ 2018年3月08日 美国决定从3月23日起对进口钢铁和铝分别征收25%和10%的关税
- ✓ 2018年3月23日 美国总统特朗普在白宫正式签署对华贸易备忘录。特朗普当场宣布，将有可能对从中国进口的**600亿美元**商品加征关税，并限制中国企业对美投资并购。美国将对航空航天、信息通信技术、机械等产品加收**25%的关税**
- ✓ 2018年3月23日 中国商务部发布了针对美国进口钢铁和铝产品232措施的中止减让产品清单并征求公众意见，拟对自美进口部分产品加征关税，以平衡因美国对进口钢铁和铝产品加征关税给中方利益造成的损失
- ✓ 2018年4月4日 美国贸易代表办公室在其网站公布了长达58页的对华征税建议清单。该清单基于“301调查”，包含大约1300个独立关税项目，**建议税率为25%**，总额涉及约**500亿美元**中国出口商品，主要涉及航空航天、信息和通信技术、机器人和机械、医药等行业
- ✓ 2018年4月4日 国务院关税税则委员会决定对原产于美国的大豆、汽车、化工品等14类106项商品加征25%的关税，实施日期另行公布
- ✓ 2018年4月6日 美国总统特朗普5日发表声明说，他已指示美国贸易代表办公室依据“301调查”，考虑对从中国进口的额外1000亿美元商品加征关税是否合适；中方表示“我们不想打，但不怕打贸易战”。如果美方不顾中方和国际社会反对，坚持搞单边主义和贸易保护主义行径，中方将奉陪到底，不惜付出任何代价，必定予以坚决回击，必定采取新的综合应对措施
- ✓ 2018年4月16日 4月16日美国商务部下令禁止美国公司向中兴出口电信零部件产品，期限为7年。7月12日，《美国之音》消息，美国商务部表示，美国已经与中国中兴公司签署协议，取消近三个月来禁止美国供应商与中兴进行商业往来的禁令，中兴公司将能够恢复运营，禁令将在中兴向美国支付4亿保证金之后解除。2018年7月14日，中兴通讯宣布禁令。
- ✓ 2018年4月17日 美国商务部部长罗斯4月17日宣布，对产自中国的钢制轮毂产品发起反倾销和反补贴调查(即“双反”调查)。当天，美商务部还初裁从中国进口的通用铝合金板存在补贴行为
- ✓ 2018年4月17日 商务部发布2018年第38号公告，公布对原产于美国的进口**高粱**反倾销调查的初步裁定。
- ✓ 2018年6月15日 特朗普晚间公布了将对价值**500亿美元**的中国高科技及工业产品加征**25%的关税**的清单。对第一批**340亿美元**产品开始征税的日期是**7月6日**，另外**160亿美元**产品将被审议
- ✓ 2018年6月16日 国务院关税税则委员会决定对原产于美国的659项约500亿美元进口商品加征**25%的关税**，其中对农产品、汽车、水产品等545项约**340亿美元**商品自2018年7月6日起实施加征关税，对其余商品加征关税的实施时间另行公告。
- ✓ 2018年7月10日 7月10日，美国贸易代表办公室公布对额外2000亿美元中国输美产品加征10%关税的清单（500+2000亿美元）。外交部发言人表示“美方行为是典型的贸易霸凌主义。中方将作出必要反制，坚决维护自身正当合法权益。这是一场单边主义与多边主义，保护主义与自由贸易，强权与规则之战。中方将和国际社会一道，站在历史正确一边，共同维护多边贸易体制和规则”

贸易摩擦

- ✓ 2018年8月2日 美国贸易代表办公室（USTR）宣布，对于7月10日宣布的拟对华2000亿美元产品加征关税的税率，从10%提高到25%，书面意见评论期将从原定的8月30日延长至9月5日，申请出席听证会的截止日期延长至8月13日。这份清单中包括化学品、纺织品、食品、电子产品等
- ✓ 2018年8月3日 国务院关税税则委员会决定对原产于美国的5207个税目约600亿美元商品，加征25%、20%、10%、5%不等的关税。如果美方一意孤行，将其加征关税措施付诸实施，中方将即行实施上述加征关税措施
- ✓ 2018年8月8日 美国贸易代表办公室（USTR）宣布公布了一份价值约**160亿美元**的中国产品清单，并称从8月23日起，将针对清单上产品征收25%的额外关税，该清单包含了6月15日公布的拟议清单中最初的284个关税细目中的279个。
- ✓ 2018年8月23日 按照此前公布的《国务院关税税则委员会关于对原产于美国500亿美元进口商品加征关税的公告》，中方决定对原产于美国约**160亿美元**进口商品加征关税，自2018年8月23日12时01分起实施加征**25%的关税**
- ✓ 2018年9月18日 今年7月11日，美国宣布对中国进口的约**2000亿美元**商品加征25%的关税，在结束为期一周的听证会之后，美国最终于9月18日宣布于9月24日对上述商品加征**10%的关税**，2019年1月1日起加征关税税率提高到**25%**。
- ✓ 2018年9月18日 经国务院批准，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的5207个税目、约**600亿美元**商品，加征**10%或5%的关税**，自2018年9月24日12时01分起实施。
- ✓ 2018年12月03日 G20峰会上中美达成90天休战协议，美方表示，美方原先对2000亿美元中国商品加征的关税，明年1月1日后仍维持在10%，而不是此前宣布的25%；中美双方将在90天内展开谈判，如届时不能达成协议，10%的关税则予以提升
- ✓ 2019年2月15日 中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤将于2019年2月14日至15日在北京，与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦举行新一轮中美经贸高级别磋商
- ✓ 2019年5月6日 特朗普发推特称将在5月10日把**2000亿美元**中国输美商品的**关税从10%提升到25%**，并称对剩余**3250亿美元**中国输美商品也将很快加征**25%的关税**。美方对中美贸易磋商进展缓慢表示不满，并宣称对中国产品加征关税促进了美国良好的经济数据，还说那些关税增加的商品成本主要是由中国承担了。5月10日USTR宣布将从2018年9月24日起开始征税的301措施所覆盖产品（即2000亿美元清单）的征税税率从10%提高到25%。USTR将后续公布申请产品排除程序。
- ✓ 2018年6月1日 国务院关税税则委员会对原产于美国约**600亿美元**进口商品清单中的部分商品，分别实施加征**25%、20%、10%的关税**。对之前加征5%关税的税目商品，仍实施加征5%的关税
- ✓ 2019年5月15日 美国商务部工业与安全局（BIS）将华为等70家中国企业列为“实体清单”，这意味着，没有许可的情况下，美国企业不得给华为供货
- ✓ 2019年5月31日 中国商务部在31日的新闻发布会上称，基于非商业目的，对中国实体封锁、断供或其他歧视性措施，对中国相关产业造成实质损害，对国家安全构成威胁或潜在威胁的外国法人、其他组织或个人将列入其中，拟对FedEx立案调查

事件主线：贸易摩擦、JMMC会议

□ JMMC会议

- ✓ 2018年12月8日 JMMC会议决定，OPEC+减产120万桶/天，事件为2019年1-6月，基准为2018年10月产量；
- ✓ 2019年3月18日 在巴库举行的欧佩克+部长级监督委员会会议（JMMC）作出决定，取消原定于4月17日至18日举行的特别会议，并于6月25日至26日举行下一次例行会议；
- ✓ 2019年5月21日 两名OPEC消息人士周一表示，该组织正考虑将会议日期推迟至7月3日到4日；

万桶/天	OPEC					Non-OPEC	
	沙特	伊朗	利比亚	委内瑞拉	其他OPEC国家	俄罗斯	其他
10月产量	1064	333	112	119	1670	1141	
减产额度	44		豁免		42	22.8	17.2

□ 其他重要提醒

- ✓ 3-8月为美国传统原油旺季
- ✓ 美国Permian 盆地至湾区的灌输能力正在持续增长

数据来源：华创证券整理

OPEC+强化减产不及预期、成品油需求下滑超预期。

证券分析师：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017年加入华创证券研究所。2015年-2017年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

电话：021-20572571

执业编号：S0360518010002

邮箱：renzhiqiang@hcyjs.com

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。