



Research and  
Development Center

# 下半年聚酯需求修复，炼化一体化项目拥有者优势显著！

2019年7月11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

## 下半年聚酯需求修复，炼化一体化项目拥有者优势显著！

2019年7月11日

### 本期内容提要

- 我们参加了 2019 年 7 月 11 日由中国化学纤维工业协会聚酯专业委员会、中国化纤有限公司主办，中纤网、泰可荣全球化学有限公司承办的第十六届中国国际聚酯论坛，论坛上行业专家就聚酯产业链、炼化一体化趋势等专题进行了专题演讲，我们将演讲重点内容摘选与大家分享！
- **【后景气周期下的聚酯产业链】**2019 年，我们迎来聚酯原料的新增投产周期。PX 产能增速有望翻番、PTA 及 MEG 的产能增速预期分别为 11%、29%。PX-PTA 产业链“一体化”程度进一步加深。**贸易战缓和的情况下，下半年需求会处于缓慢修复状态**，但去年至今一年半时间流至东南亚等地的订单暂时不可逆，全年需求增速预期在 6-7%，聚酯环节预积部分库存（叠加超卖），预计产量增速乐观情况下或在 9-10%。下半年聚酯利润能否逐步修复取决于原料新增产能的投放情况，产能真正释放前生产企业仍需保持低库存、“现金为王”的操作思路。
- **【炼化一体化炼油厂及其对 PX 市场的影响】**在未来的 6 个月时间内，总量超 1000 万吨/年的新增 PX 将使得中国几乎不依赖于对二甲苯的进口。对于未来而言，在汽柴油消费增长放缓，石化产品增长的情况下，上游石油公司正在考虑通过将下游整合来实现石油下游产品的多样化。石油公司正在采取的路线是建造大型炼化一体化炼油厂，旨在最大限度地将原油转化为化学品。同时，下游生产商如聚酯纤维企业，正在向上游整合炼化一体化项目。**未来，炼化一体化项目的拥有者、廉价原油拥有者或大量国内化学品市场的所有者将具有显著的竞争优势。**
- **【国际油价波动中的风险与机遇】****2019 年上半年：**2019 年 1-4 月，特朗普与 OPEC 共同促进了国际油价的震荡上行。而从 2019 年 5 月开始，中美贸易摩擦对油价的影响开始显现。**2019 年下半年：**库存面临回升压力。短期油价将弱势震荡，Brent 原油价格 60-70 美元/桶为主要博弈区间。焦点事件的预期反转，是风险与机会的催化剂。主要的机会与风险包括：市场非理性与负 Gamma 效应、特朗普主题交易、美国页岩油去瓶颈后原油格局变化、跨区、跨品种套利。
- **【全球 PET 瓶片市场】**2019 年，根据 Tecnon Orbichem 统计，全球 PET 瓶片产能将达到 3100 万吨，同比增长 6.7%。而需求端，全球 PET 瓶片需求为 2400 万吨，同比增长 4.5%。从全球来看，2019 年，PET 瓶片产能过剩 700 万吨。但是，全球 PET 瓶片供需呈现出区域性的不平衡状态。其中，中国的 PET 产能过剩约 400 万吨。而欧洲市场则呈现供不应求的状态。从欧洲进口源看，2019 年前 4 个月，欧洲从中国进口 PET 瓶片量跃居第一。2019 年，中国 PET 瓶片产能过剩超过 400 万吨，其中超过 90%将用于出口。

## 证券研究报告

### 行业研究——事项点评

## 石油化工行业

左前明 能源行业首席分析师

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

## 目录

后景气周期下的聚酯产业链! .....	2
炼化一体化炼油厂及其对 PX 市场的影响! .....	4
国际油价波动中的风险与机遇! .....	6
全球 PET 瓶片市场! .....	7

我们参加了 2019 年 7 月 11 日由中国化学纤维工业协会聚酯专业委员会、中国化纤有限公司主办，中纤网（CCFEI）、泰可荣全球化学有限公司承办的十六届中国国际聚酯论坛，论坛上行业专家就聚酯产业链、炼化一体化趋势、国际油价波动、PET 瓶片市场等专题进行了专题演讲，我们将演讲重点内容摘选与大家分享！

## 后景气周期下的聚酯产业链！

赵城 中纤网

### 一、上半年聚酯产业链运行情况回顾

在全球经济增速下降的预期下，2019 年上半年国内商品市场整体呈现震荡走势，原油波动表现较为剧烈，PPI 指数继续小幅下降。2019 年上半年，聚酯产业链利润分配重新洗牌，PTA 再度上演过山车行情，流通性偏紧情况下利润大幅扩张；而受需求回撤影响，聚酯产品利润收缩明显。MEG 在巨大的投产预期下“一蹶不振”。除 PTA 以外，产业链其余产品上半年跌幅均较明显。

2019 年，我们迎来聚酯原料的新增投产周期。PX 产能增速有望翻番、PTA 及 MEG 的产能增速预期分别为 11%、29%。上半年，国内新增恒力炼化两套 PX 产能，目前均已稳定生产，6 月底中化弘润 PX 装置正式投产，整体投产速度基本符合预期。PTA 方面新增川化能投（原晟达石化）100 万吨产能。MEG 新增产能投放速度略低于预期，国内上半年真正释放产能的仅一套装置（且为去年已试运行过），另有一套装置进行过试车；相对而言，国外两套大装置的投放基本在预期进度中。

2019 年聚酯产能增速较 2018 年预期下降，但整体仍维持在近 5 年的高位水平，上半年累计新增 157 万吨，基本符合预期，投产装置以涤纶长丝及差别化短纤为主。恒力新产能释放下，2019 年上半年 PX 产量增速扩大至 16.7% 左右，进口增速下降至 6.3% 左右（其中包含一部分对锁加工费的非实物量），国内 PX 社会基无明显增加，保持同去年同期相近水平，但因新产能投产，PX-石脑油利润随着产能释放明显回撤，但上半年均值依然较高。

2019 年上半年 PTA 在高利润下保持高负荷生产，产量增速达到 9.4%，伴随年初、5 月期间聚酯两轮大规模减产，库存积累程度较高，上半年社库累计增加近一倍。此外，内盘高价下进口量扩大，上半年进口增速近 18%。

产量增速的大幅扩张（29.4%）下，MEG 上半年进口量增速下降至 2.6%，但高库存仍然拖累绝对价格，MEG 各途径利润均非常惨淡。

2019 年聚酯产量增速下降至 8%，聚酯库存较去年回升，现金流适度回撤。上半年现金流的振幅减小，基本在边际下沿震荡。个体间差异依然较大，其中短纤类产品现金流相对可观，聚酯瓶片平均现金流较去年明显下降。

### 二、2019 年聚酯市场特点

**PX-PTA：产业链“一体化”程度进一步加深。**2019 年我国正式开启炼化年的序幕，累计多套 PX 装置等待投产；PTA 在 2019

年以后也将进入新一轮扩产周期，2019年或将成为PTA低库存的最后一年。2020年PX仍处投产高峰期，PTA产能或迎来大爆发，而聚酯新增产能数量预估保持2019年水平。一体化程度的加深提升了聚酯工厂的盈利能力，PX-PTA-聚酯利益捆绑的概念也日趋牢固，三个环节共同享受一份整体利润的增长。

**MEG：在扩产周期下寻找交易逻辑。**MEG进入新一轮扩产周期，MEG逐步形成了非常健全的交易基差及跨期套利。

**涤纶长丝：终端需求增速放缓，下游被动补库周期的开始。**表现为终端需求增速放缓、消费转移逐步体现在纺服需求、织造环节矛盾逐步加剧。

**涤纶短纤：左右夹击，欲在差异化领域另辟蹊径。**纱线产量明显回落，替代及差异化支撑涤纶短纤的消费。

**聚酯瓶片：一场关于话语权的争夺战。**瓶级切片面临全球化的扩能考验，行业话语权重争夺激烈，聚酯瓶片出口保持增长态势，但出口市场同样是一场激烈的争夺战。

### 三、下半年产业链展望

**贸易战缓和的情况下，下半年需求会处于缓慢修复状态，**但去年至今一年半时间流至东南亚等地的订单暂时不可逆，全年需求增速预期在6-7%，聚酯环节预积部分库存（叠加超卖），预计产量增速乐观情况下或在9-10%。

下半年PX新增产能投放速度不及预期，但远期投放预期仍在的情况下，PX利润放大可能较小，但进一步回撤的可能性也同样减小。

PTA的流动性保障了其在社库增加的预期下，仍然是化工板块中比较好的多配产品；至今年年底Back结构应会持续维系，但基差空间或会随着供需结构改变逐步缩小。

MEG的Contango结构依然是适合持续、稳定操作的配置，阶段性可同PTA组合交易聚酯利润的收放。

下半年聚酯利润能否逐步修复取决于原料新增产能的投放情况，产能真正释放前生产企业仍需保持低库存、“现金为王”的操作思路。

## 炼化一体化炼油厂及其对 PX 市场的影响！

杨琴 英国泰可荣

在未来的 6 个月时间内，来自恒力石化、浙江石化、恒逸文莱等三大炼化一体化项目的 PX 项目将陆续投产，总量超 1000 万吨/年的新增 PX 将使得中国几乎不依赖于对二甲苯的进口。这将意味着世界范围内对二甲苯（PX）贸易格局将会改写，并可能造成大量过剩以及低迷的价格。这对世界和中国的聚酯工业来说显然非常重要。与非一体化聚酯生产商相比，这些项目的厂商将具有巨大的竞争优势。

这三大炼化项目均是从原油直接生产 PX（一体化炼厂），恒力石化由恒力集团 100% 全资持股，浙江石化由荣盛控股集团、巨化集团和桐昆集团控股，恒逸文莱由浙江恒逸和达迈控股有限公司合建。三大炼化项目的 PX 产品主要用于供应其下游的 PTA 工厂。

### 一、石油公司向下游发展

石化产品出现在 20 世纪 40 年代和 50 年代，并在 20 世纪 60 年代和 70 年代及之后大规模扩张。起初，石化业务主要由主要石油公司的子公司承担。但是，一旦炼油厂达到平衡，石油公司就开始将石化产品子公司作为独立公司剥离。而现在，这一情况正在转变，石油公司正在研究增加石化产品参与的方法，一种选择是重新配置炼油厂以生产更多的烯烃或芳烃。

根据 BP 能源的统计，液体燃料的消耗增长至 2030 年，随后停滞不前。而另一方面，2017-2040 年，石化产品表现出最高的成长性。这也使得石油公司出现了向下游发展的趋势！

**沙特阿美公司 Saudi Aramco** 于 2019 年 3 月收购了 SABIC 70% 的股份。该炼油厂将于 2025 年投产。Aramco 正在谈判购买 Reliance Industries 25% 的股份（其中三分之一的营业额来自石化产品）。

**马来西亚国家石油公司 Petronas** 正在通过 Petronas 化学集团扩大其对化学品业务的参与，该集团包括与巴斯夫合资生产丙烯酸，羰基合成醇和 BDO，以及在 Tanggerang 建造炼油和石化综合开发（Refinery and Petrochemical Integrated Development，RAPID）项目，3 万桶 / 日炼油厂连同 300 万吨乙烯装置。RAPID 是与沙特阿美公司的合资企业。

**泰国 PTT 公司**，拥有其石化部门 PTTGC，常通过合资企业扩展到各种化学品业务，计划与 Daelim Industrial Co. 的合资，在美国投建一个年产量 150 万吨的乙烯工厂。

**韩国第二大炼油商 GS Caltex** 公司将于 2021 年在丽水炼油中心建造混合原料裂解装置，烯烃生产厂。

**韩国第三大炼油厂 S-Oil Corp.**，由沙特阿美公司全资拥有，该项目计划在 2023 年在其位于 Onsan 工厂附近建设混合原料裂解装置和烯烃下游设施。

埃克森美孚 (Exxon Mobil) 和沙特基础工业公司 (Sabic) 的合资企业 (Gulf Coast Growth Ventures) 已宣布建设 180 万吨/年乙烷蒸汽裂解装置, 及其下游聚乙烯和乙二醇单体装置, 该项目计划于 2022 年投产。

沙特阿美公司 Saudi Aramco 和沙特基础工业公司 Sabic 将在沙特延布建立一个完全一体化的原油 - 化学品 (COTC) 炼油中心。该炼油中心将处理 40 万桶/天的石油, 生产约 900 万吨化学品和基础油, 并计划于 2025 年开始运营。

## 二、传统炼厂 Vs 炼化一体化炼厂

从炼厂来看, 传统的炼油越来越不符合市场要求。简单蒸馏使得炼油厂产品的分布不符合市场要求。大多数炼油厂都比较复杂, 汽油的产量通常会因安装流体催化裂化装置 (FCC 装置) 而增加。而一体化炼厂成为趋势。多年来已经尝试将原油直接转化为化学品 (COTC), 例如烯烃或芳烃, 但成功有限。一种新方法是石油或化学公司将原油建造到化学品精炼厂, 包括广泛的加氢裂化操作, 主要生产烯烃和/或 BTX 轻质芳烃。以恒力炼化一体化项目为例, 该项目希望最大限度地提高对二甲苯的产量, 计划并建成炼油厂+化学品综合体, 按计划将会有前所未有的 42% 的原油投入转化产出为化学原料。

从原油直接制化学品技术发展的角度来看, 许多公司主要研究了直接蒸汽裂解原油。Esso 就获得了原油和重质原料裂解工艺的专利。将原油蒸发并通过闪蒸液体除去较重的物质。埃克森美孚新加坡的蒸汽裂解装置据信采用这种方法, 将石脑油和重质瓦斯油馏分送入蒸汽裂解装置, 裂解装置针对这些馏分进行了优化。Saudi Aramco 沙特阿美公司专利专注于脱沥青工艺和升级残余馏分。根据专利信息, 沙特阿美公司的 COTC 配置将对原油流进行加氢处理和/或脱沥青, 以产生更高质量的流, 可以进一步在流体催化裂化装置 (FCC) 工艺中升级。流体催化裂化装置 (FCC) 或增强的 FCC 可以用来增加烯烃, 通常将这些烯烃与减压瓦斯油和减压渣油和常压渣油一起加入。该技术的难点在于原油中的重金属或其他材料的处理, 目前的 Resid FCC 型技术能够对其进行处理。旨在最大化轻质烯烃的增强型 FCC 装置已由多家公司开发和提供许可, 包括 Indmax, Deep Catalytic Cracking 和 Superflex 技术, 都是围绕 FCC 模型设计的针对特定进料进行了优化的技术。

## 三、未来发展趋势

石油公司意识到汽油和柴油消费的增长正在放缓, 甚至可能在未来负增长, 有一个可以确认的石油衍生物增长领域是石化产品。许多石油公司正在考虑通过将下游整合到化学品中的方式, 来实现石油下游产品的多样化并保护其未来的需求。一些石油公司正在采取的路线是建造大型炼油厂, 旨在最大限度地将原油转化为化学品 - 即所谓的 COTC 炼化一体化炼油厂 (即原油直接制化学品炼油厂)。无独有偶, 一些化学产品的消费者, 如聚酯纤维生产商, 正在向上游整合到 COTC 炼化一体化炼油厂。未来, 炼化一体化项目的拥有者、廉价原油拥有者或大量国内化学品市场的所有者将具有显著的竞争优势!

## 国际油价波动中的风险与机遇！

李展 某大型石化公司国际油价分析师，参与《中国石油蓝皮书》等报告编写

### 一、2019 年上半年：从供应紧张到需求疲软

2018 年三季度，布伦特油价突破 80 美元/桶后，OPEC 产量明显抬头，减产协议摇摇欲坠。随着 2018 年 10 月油价掉头向下，OPEC+在 2018 年 12 月决定延长减产协议。2019 年 1 月开始，OPEC 减产奠定了开年供应紧张的基调。2019 年 3 月开始，在沙特超额减产的情况下，OPEC 减产执行率重新超过 100%。

在 OPEC 减产的同时，委内瑞拉遭受美国制裁，利比亚频繁动荡，进一步强化了供应短缺的预期。美国制裁伊朗在 2019 年 5 月首轮豁免到期之后导致伊朗原油出口量第二次回落。美国和伊朗之间的紧张关系也导致了区域冲突事件频发，提供了风险溢价。

整体而言，2019 年 1-4 月，特朗普与 OPEC 共同促进了国际油价的震荡上行。而从 2019 年 5 月开始，中美贸易摩擦对油价的影响开始显现。

2019 年 5 月 10 日，美方将对 2000 亿美元中国输美商品加征的关税从 10%上调至 25%。美国、中国、欧洲制造业 PMI 不同程度走弱，市场开始对石油需求的增长前景产生担忧。IEA、OPEC 和 EIA 等权威机构在最新发布的月度报告中，将 2019 年的需求增速下调至 120 万桶/日左右。对基本面的预期反转，促成油价拐点。

### 二、2019 年下半年：供应区域宽松，识别波动中的风险与机会

整体而言，下半年供应略显宽松，库存面临回升压力。短期油价将弱势震荡，Brent 原油价格 60-70 美元/桶为 2019 年下半年的主要博弈区间。

下半年值得关注的焦点事件包括美联储降息、页岩油瓶颈解除、2020 年的总统大选，IMO2020 新规、伊朗和委内瑞拉被制裁以及中美贸易磋商的进展等。焦点事件的预期反转，是风险与机会的催化剂。

**风险与机会 1:** 市场非理性与负 Gamma 效应。

**风险与机会 2:** 特朗普主题交易。

**风险与机会 3:** 美国页岩油去瓶颈后的原油格局变化。Permian 运输瓶颈将在 2019 年 3 季度显著缓解、4 季度基本消除，页岩油产量增长潜力继续释放，预计 2019 年 4 季度，美国原油出口量将同比显著提升。

**风险与机会 4:** 跨区、跨品种套利。IMO2020 新规临近，美国原油出口量增加，Brent-WTI 价差收窄、Brent-Dubai 价差走宽。

## 全球 PET 瓶片市场!

徐志颖 意大利 GSI 有限公司中国区经理

2019 年, 根据 Tecnon Orbichem 统计, 全球 PET 瓶片产能将达到 3100 万吨, 同比增长 6.7%。而需求端, 全球 PET 瓶片需求为 2400 万吨, 同比增长 4.5%。从全球来看, 2019 年, PET 瓶片产能过剩 700 万吨。但是, 全球 PET 瓶片供需呈现出区域性的不平衡状态。其中, 中国的 PET 产能过剩约 400 万吨。而欧洲市场则呈现供不应求的状态。

### 一、欧洲 PET 供需

对于欧洲地区而言, 目前, 以欧洲市场为目标的新建产能主要包括两部分, 一个是欧洲周边国家, 一个是亚洲新增产能。欧洲周边的国家新建产能总计 94.6 万吨, 主要包括埃及 48 万吨, 土耳其 46.6 万吨。而亚洲主要包括中国的 44 万吨和越南的 15 万吨。以欧洲市场为目标的新增产能总计为 153.6 万吨。

而从欧洲 PET 瓶片的下游需求来看, 食品饮料占 78%, 非食品占 6%, 片材占 16%。占据最高的食品饮料主要为碳酸饮料 (35%)、水 (40%)、啤酒 (3%)、其他饮料 (12%) 和其他食品 (10%)。

从欧洲的 PET 瓶片进口来看, 2018 年, 欧洲进口出现了明显的下降, 但 2019 年 1 月开始, 瓶片进口显著上升。从进口来源来看, 主要进口国家包括韩国、印度尼西亚、土耳其、印度等。从 2019 年前 4 个月来看, 欧洲从中国进口 PET 瓶片量跃居第一。根据 GSI 预测, 2019 年, 欧洲进口 PET 瓶片将超过 70 万吨。

从欧洲 PET 月度价格来看, 在 2018 年 PET 瓶片进口明显下降以及油价上涨的情况下, 2018 年 6-9 月, PET 瓶片价格明显上涨, 价差超过 1300 欧元/吨, 2018 年 11 月之后, PET 瓶片价格大幅下跌, 截止 2019 年 6 月已经跌破 1000 欧元/吨。

### 二、亚洲新装置对欧洲 PET 供需影响

根据 GSI 测算, 2019 年, 中国 PET 瓶片产能过剩超过 400 万吨, 其中超过 90% 将用于出口。2017-2020 年, 中国共计有 445 万吨新产能投产。2017 年新增 105 万吨, 2018 年新增 170 万吨, 2019 年新增 60 万吨, 2020 年新增 110 万吨。新增产能主要来自龙头企业, 包括万凯 (新增 115 万吨)、逸盛 (新增 160 万吨)、三房巷 (新增 50 万吨)、澄高 (新增 120 万吨)。

在日本对中国的 PET 瓶片开始反倾销以后, 中国出口至日本的 PET 瓶片明显下降, 而韩国、印度尼西亚、泰国、越南则减少了对欧洲的出口, 增加了对日本的出口。而相应的, 中国则增加了对欧洲的出口, 尽管存在 6.5% 的关税, 但当地需求坚挺。同时, 2017 年底, 中国禁止进口塑胶废碎料等影响了约 220 万吨的塑料废碎料进口, 提升了对本国塑料的需求。

## 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，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

**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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。