

航运行业报告

即期运价三十年新高，多因素下，超级油轮超级周期超预期而至

推荐（维持）

□ **数据更新:VLCC-TCE 即期报价 31 万美元，三十年新高。1) 运价更新:** 克拉克森数据显示,10月11日 VLCC 运价周环比大幅上行 260%达到 30.8 万美元,其中海湾至中国航线运价升至 33 万美元。Q4 旺季以来的两周均价超 12 万,进入极度景气位,且仍具上升趋势。同时将 19 年年度均价拉升至 2.95 万美元,意味着全年均值已经超过了船公司的盈亏平衡点,为 2016 年以来首次。**2) 受多因素影响,近期运价连续大幅超预期攀升:** a) 传统旺季到来叠加脱硫塔安装影响部分运力; b) 运力非常规受限: 9 月底,美国财政部将中远海能全资子公司大连中远海运油运入特别指认国民和被禁阻者名单; 同月又限制了 4 家关联委内瑞拉石油行业的企业和 4 艘运送委内瑞拉原油和石化产品的油轮; c) **区域局势及天气因素:** 中东地区海上运输的紧张局势以及日本区域超强台风来袭等因素也造成了市场价格走升。**3) 超级油轮超级周期拐点向上确立的判断进一步验证。**2018 年我们提出观点并发布数篇报告认为超级油轮周期拐点或提前至 18Q4 开启,今年 9 月我们发布报告从运价以及供需双重角度认为向上拐点已经确立。我们报告分析开启的超级周期是基于非常规低迷周期后的景气周期,同样可能具备非常规性,从现有走势看,确实存在这样的可能。

□ **当前油运在历史上处于什么位置? 1) 比较 1: 运费/货值比,处于中枢偏上。**以油价 60 美元,月度运价 12 万美金计算,45 天航程,对应目前即期运费/货值比例为 4.4%,近三十年均值 2.2%。从三十年不同周期下的峰值看,90-99 年峰值在 98 年 6 月,比例为 7.12%;00-09 年,峰值在 04 年 11 月,比例 9.32%;10-19 年,15 年 12 月峰值 6.85%。10%或意味着船东对运价的上行的接受程度,照此测算,在油价 60 美元/桶情况下可接受价格上限为 28 万美元(仅为理论测算值)。**2) 比较 2: 行业在手订单运力占比处于历史底部。**今年以来行业净增 48 艘,预计全年将达到近二十年最高水平,但并未冲击运价水平。在手订单运力合计 75 艘,占现有运力比重为 9.52%,为行业历史底部水平,意味着接下来的两年内行业运力将低速增长,预计维持 3%左右。**3) 比较 3: 国内能源运输龙头公司的规模不可同日而语。**当前按照运营的 VLCC 数量,招商轮船与中远海能(含租入)均为 52 艘,并列全球第一,合计份额占比 13%。因此发挥的影响与利润弹性与过去几轮周期已经不可同日而语。从敏感性角度看,不考虑运力受到限制的情况下,年运价均值每提升 1 万美元,将带来两家公司分别年化 12 亿人民币利润的增厚。

□ **投资建议: 持续看好油运双巨头。1) 我们认为行业周期向上另一个重要因素在于原油运输的格局重塑,即美国原油出口部分替代中东将推动海上周转量的提升。2) 持续看好油运双巨头: 招商轮船与中远海能。a) 招商轮船: 行业龙头,预计将享受运价向上弹性,公司即期运营船舶将有望明显受益于当前高涨的运价,假设 2020 行业运价均值 6 万美金,对应公司整体利润约 50 亿,增发之后对应目前估值 8.6 倍; b) 中远海能: 被美列入限制清单预计并非长期因素,而高涨的运价或存在以价补量消除部分影响。极端情况下,公司下属 26 艘船舶停运,则在 2020 年 6 万美金均价下,公司整体利润体量约 27 亿元,对应增发后 330 亿市值下,PE12 倍。但我们认为公司被限制或并非长期因素,随着中美关系的变化或存在解除可能,一旦公司船舶恢复正常运营,则在 6 万美金假设下,对应 2020 年 50 亿利润,PE 仅为 6.5 倍左右。当前 1 倍 PB 水平具备投资价值。3) 基于运价走势存在不确定性,我们暂不调整盈利预测。**

□ **风险提示:** 高运价难以持续,国际局势发生明显恶化影响能源运输。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
招商轮船	6.4	0.25	0.4	0.46	25.6	16.0	13.91	1.92	推荐
中远海能	7.15	0.36	0.74	0.97	19.86	9.66	7.37	1.02	强烈推荐

资料来源: Wind, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 10 月 11 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 吴一凡

电话: 021-20572539

邮箱: wuyifan@hcyjs.com

执业编号: S0360516090002

证券分析师: 刘阳

电话: 021-20572552

邮箱: liuyang@hcyjs.com

执业编号: S0360518050001

证券分析师: 王凯

电话: 021-20572538

邮箱: wangkai@hcyjs.com

执业编号: S0360519090002

联系人: 肖祎

电话: 021-20572553

邮箱: xiaoyi@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	10	0.27
总市值(亿元)	2,077.22	0.33
流通市值(亿元)	1,477.21	0.33

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	6.36	-8.45	38.77	
相对表现	6.83	-6.31	13.56	



相关研究报告

《超级油轮行业专项研究(二): 回顾历史船舶拆解周期,2018 有望成为新一轮拆解元年》

2018-06-24

《超级油轮专项研究(三): 以史为鉴回顾近三十年运价周期,强调观点新一轮景气周期有望提前至 18Q4 开启》

2018-08-12

《航运行业数据点评: VLCC-TCE 均价超 5 万,再创今年旺季新高,周期拐点已验证,巨头起舞更可期》

2018-12-02

目录

一、数据更新:VLCC-TCE 即期报价 31 万美元,三十年新高.....	4
(一) 多因素下,即期运价水平三十年新高.....	4
(二) 超级油轮超级周期拐点向上确立的判断验证.....	5
二、当前油运在历史上处于什么位置?	7
(一) 比较 1: 运费/货值比,处于中枢偏上.....	7
(二) 比较 2: 行业在手订单运力占比处于历史底部.....	8
(三) 比较 3: 国内能源运输龙头公司的规模不可同日而语.....	9
三、投资建议:持续看好油运双巨头.....	10
(一) 原油贸易格局重塑是另一个周期向上的重要因素.....	10
(二) 持续看好油运双巨头:招商轮船与中远海能.....	11
四、风险提示.....	12

图表目录

图表 1	VLCC 周度运价走势	4
图表 2	不同船型运价走势	4
图表 3	VLCC 季度运价比较	5
图表 4	VLCC 月度运价比较	5
图表 5	油运行业运价周期波动（按季度）	6
图表 6	VLCC 行业运价波动周期（年度）	6
图表 7	历史运价/货值比例	7
图表 8	2000-2009 年行业交付与拆解	8
图表 9	2004 年行业运价走势	8
图表 10	VLCC 历史交付与拆解数据	9
图表 11	VLCC 行业在手订单量	9
图表 12	VLCC 船队船龄	9
图表 13	全球 VLCC 玩家运力占比	10
图表 14	外贸油运弹性测算	10
图表 15	美国原油出口周度数据（千桶）	11
图表 16	美国原油出口量（百万吨）	11
图表 17	美国原油出口估算	11

一、数据更新:VLCC-TCE 即期报价 31 万美元, 三十年新高

(一) 多因素下, 即期运价水平三十年新高

根据克拉克森数据显示, 10月11日, VLCC 运价周环比大幅上行 260%, 达到 30.8 万美元, 其中海湾至中国航线运价升至 33 万美元。进入传统 Q4 旺季以来的两周, 油运市场均价超过 12 万, 进入极度景气位, 且仍具上升趋势。

受多因素影响, 近期运价连续大幅超预期攀升:

1) 传统旺季: 油运行业有典型的淡旺季分布, 通常四季度是一年中最为旺季, 而二三季度通常是淡季。(由于原油消费国集中在北半球, 国际原油运输具有季节性波动, 主要体现在一季度和四季度需求通常较为旺盛, 二季度和三季度通常为淡季。在二、三季度炼厂通常安排进行季节性检修, 船东也相应较多安排船舶进坞修理、升级、改装等, 导致航运市场成交活跃度下降。)

2) 运力受限: 9月底, 美国财政部海外资产控制办公室将中远海能全资子公司大连中远海运油品运输公司列入特别指认国民和被禁阻者名单; 同时也限制了 4 家关联委内瑞拉石油行业的企业和 4 艘向古巴运送委内瑞拉原油和石化产品的油轮。

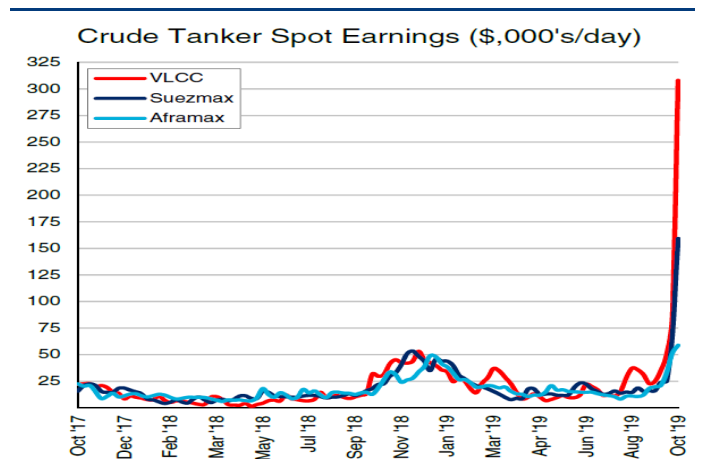
3) 区域局势以及天气因素: 中东地区海上运输的紧张局势以及日本区域超强台风来袭等因素均造成了市场价格走升。

图表 1 VLCC 周度运价走势



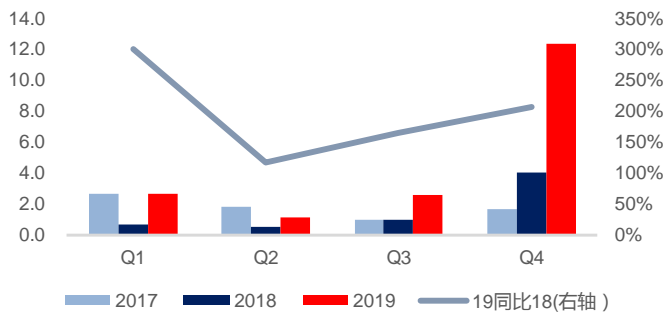
资料来源: 克拉克森, 华创证券

图表 2 不同船型运价走势

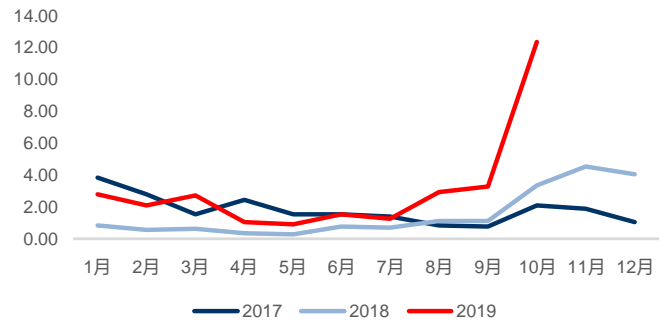


资料来源: 克拉克森, 华创证券

10月以来连续的运价拉动, 使得 19Q4 运价已经达到超过 12 万美元的水平, 同时将 19 年年度均价拉升至 2.95 万美元, 意味着全年均值已经超过了船公司的盈亏平衡点 (通常测算约 2.8 万美元), 为 2016 年以来首次。

图表 3 VLCC 季度运价比较


资料来源：克拉克森，华创证券

图表 4 VLCC 月度运价比较


资料来源：克拉克森，华创证券

(二) 超级油轮超级周期拐点向上确立的判断验证

2018 年中我们提出观点：认为超级油轮超期周期拐点或提前至 18Q4 开启。当年 6-8 月我们连续发布多篇超级油轮行业专项研究，分别从海上浮舱与原油期货升贴水的关联，船舶拆解周期以及历史角度回顾三十年运价周期，认为十年一周期，周期向上拐点或将提前至 18Q4 开启。

今年 9 月我们发布深度研究，认为一年过去，回顾行业运价表现，向上拐点已经确立，逻辑正在强化，并认为中远海能、招商轮船作为能源运输巨头预计将享受周期向上红利。

报告中我们认为从运价以及供需双重角度看，周期拐点已经确立：

1) 运价角度看，周期拐点已确立：此前我们复盘 30 年行业周期，发现 10 年一周期，2018-19 年处于十年低迷周期末端，18Q4 站上 4 万美元景气线，19 年各月均高于 18 年同期（18 年均值 1.56 万美元，1-9 月均值 1.1 万美元，19 年 1-9 月均值已经达到 2.2 万，同比翻倍。**注：10 月运价均值已经超过 12 万美元。**）；

2) 供需角度看，周期拐点确立。

供给端：交付高峰逐步度过，在手订单处于底部。截止 9 月，行业净增 VLCC 达到 48 艘（交付 52，拆解 4 艘），总船队数量 788 艘。拆船少，交付多，运价高于去年，说明景气复苏阶段首先复苏了船东信心。行业目前合计订单 75 艘，占行业运力比重不到 10%，处在历史较低水平。叠加低硫油公约的实施，环保压力也或带来运力的消耗。供给端的逐步收缩是每个景气周期的必要条件。

需求端：本轮周期最大不同在于运输版图变迁或构成周期向上重要因素。过往进口分布亚洲国家占比 63%，出口分布中东地区占比 51%，但美国原油出口大幅增加导致的格局变迁或成为本轮周期最大要素。制约美国原油出口的是其内陆原油运输管道，EIA 预期从 19 年 Q3 开始，19 年美国将有 100-150 万桶/天的管道产能释放，2020 年将会有另外 100 万桶管道产能修好，因美国运输至远东距离是中东到远东的 3 倍，不考虑增量，仅考虑替代，则美国每替代中东 1%，全球海运周转量提升 2%。假设 2019/2020 年全球原油海运量增速 2%，美国因素会使得周转增速增加至 3.6%/4.4%。

特别说明：我们报告分析推断开启的超级周期是基于非常规低迷周期后的景气周期，同样可能具备非常规性，从现有走势看，确实存在这样的可能。

2018 年 6 月我们在深度报告中通过对运价周期的研究，提出：油运运价十年一周期，2018-19 年正处于低迷周期的末端，我们对 1990 年至今近 30 年油运运价走向的复盘得出上述结论

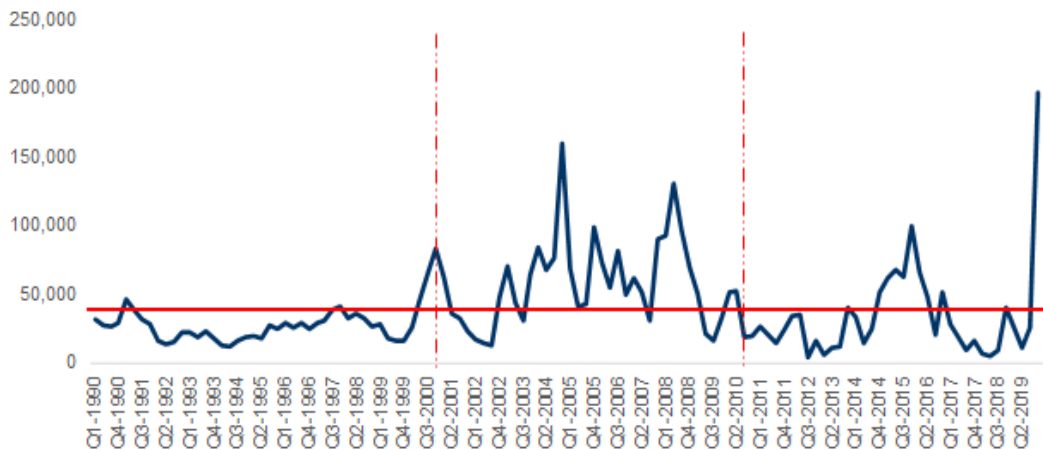
以 1990 年至今近三十年油运行业运价走向，若以运价均价 4 万美元作为景气周期分界线，可以划分为三个十年周期

低迷周期: 1990-1999 年，区间内几乎每年都低于 4 万美元；

景气周期: 2000-2009 年，行业运价创历史新高，周期内几乎均高于 4 万美元均价。峰值看，2004 年 12 月以及 2008 年 1 月分别达到 19.8 及 19.7 万美元的历史高点。

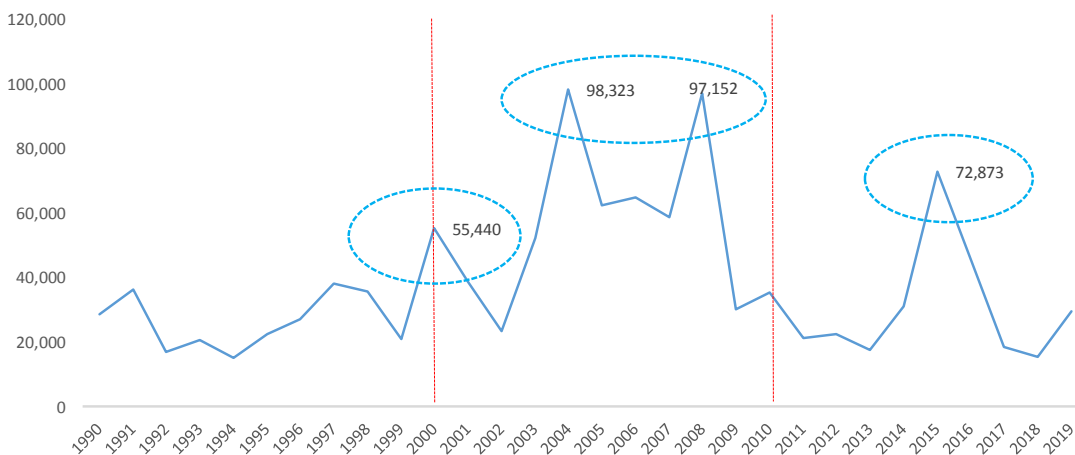
非常规的低迷周期: 2010 至今，整体处于低迷周期内，但出现过异常点，12Q3、13Q3、18Q1-Q2 均出现了低于 1 万美金的冰点价格，但也出现过异常点，如 2015 年 Q4 达到过 8.7 万美元。

图表 5 油运行业运价周期波动（按季度）



资料来源：克拉克森，华创证券

图表 6 VLCC 行业运价波动周期（年度）



资料来源：克拉克森，华创证券

二、当前油运在历史上处于什么位置？

（一）比较 1：运费/货值比，处于中枢偏上

从月度均值水平看，以目前油价 60 美元，运价 12 万美金计算，当前 45 天中东航线，对应目前即期运费/货值比例为 4.4%，近三十年均值 2.2%。

但行业有典型的淡旺季，从近三轮十年周期看：

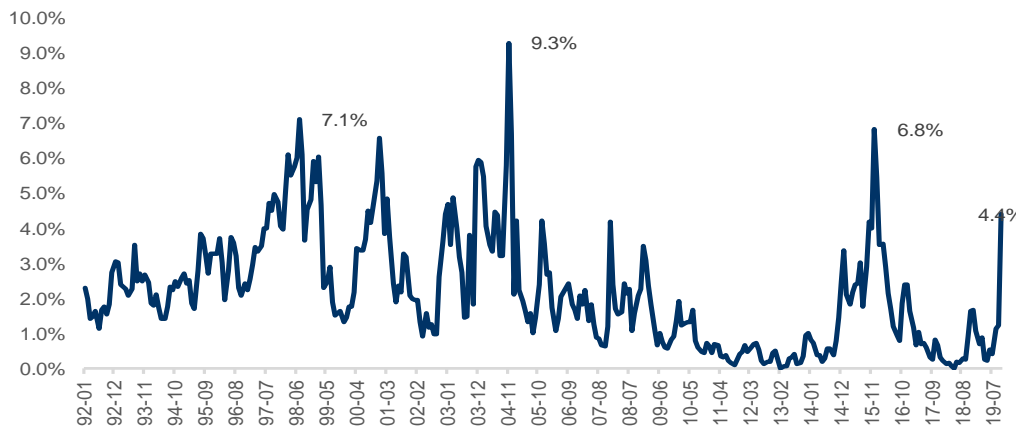
1990-1999 年，峰值出现在 1998 年 6 月，最高比例为 7.12%（布油 12 美元，运价 4 万）。

2000-2009 年，峰值出现在 2004 年 11 月，最高比例为 9.32%，（布油 43 美元，运价月度均值 18.8 万）。

2010-2019 年，15 年 12 月，峰值的运价/货值比例为 6.85%，（布油 38 美元，月运价均值 12 万美金）。

根据历史看，比重很难超过 10%，意味着船东对运价的上行均值存在一定的接受程度，按照 10% 测算，同时假设布油价格在 60 美元/桶，则 45 天中东航线的可接受价格上限为 28 万美元（仅为理论测算值）。

图表 7 历史运价/货值比例



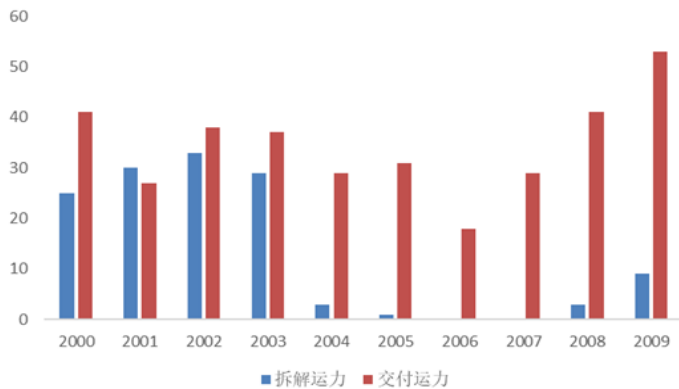
资料来源：克拉克森，华创证券

货值比最高的 2004 年背景：改善周期下的需求拉动

供给端：低迷周期后的大规模拆解周期：从 1999 年开始的持续 5 年拆解期，尤其 2000-2003 年累计拆解运力合计 117 艘，导致供给端运力增速下降，2001-2003 年 VLCC 运力增速分别为 -2.83%/0.17%/0.47%，为后续 2004 年行业的复苏创造了条件。

需求端：2003 年中国国内原油进口需求旺盛，进口原油量增速在当年达到 30% 以上，带动全球海上原油贸易量增长 7%。

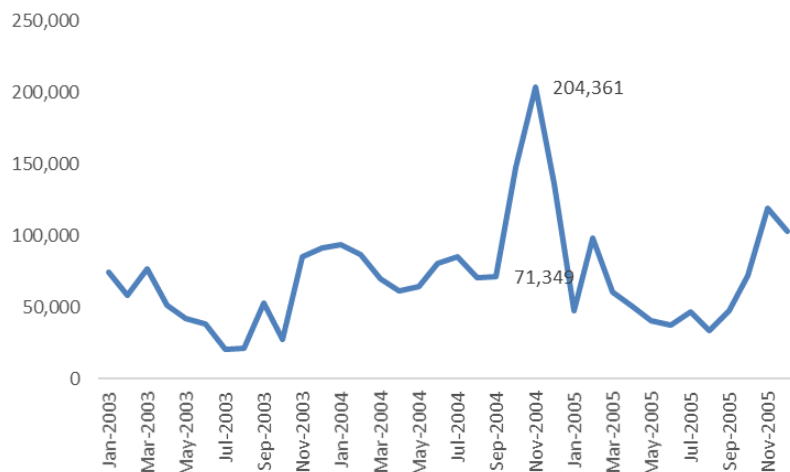
图表 8 2000-2009 年行业交付与拆解



资料来源：克拉克森，华创证券

2004 年 Q4 开始，12 月当月运价均值为 20 万美金。

图表 9 2004 年行业运价走势

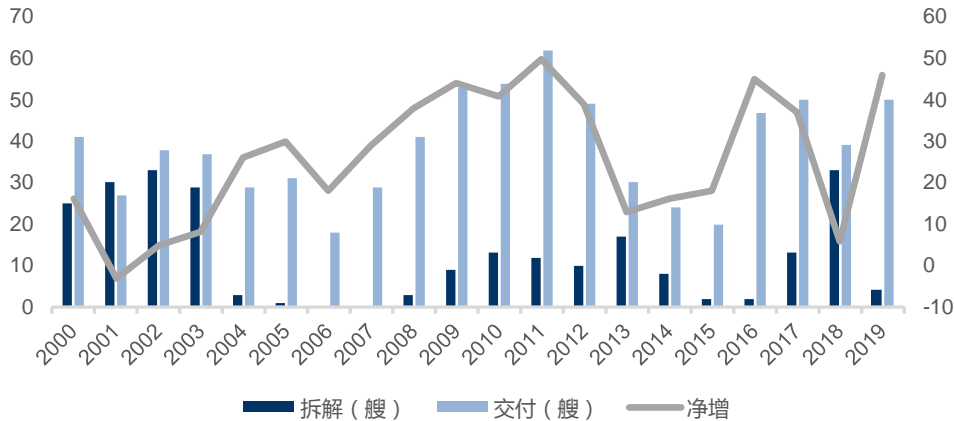


资料来源：克拉克森，华创证券

(二) 比较 2: 行业在手订单运力占比处于历史底部

今年以来 VLCC 市场呈现交付高峰特征，1-9 月全行业交付运力 52 艘，拆解运力 4 艘，行业净增运力合计 48 艘，运力较年初增长 6.5%，预计 19 年剩余 15 艘待交付，全年合计交付 67 艘，将达到 20 年最高水平。但值得关注的是：并未对市场运价造成显著冲击，反而运价水平高于 2018 年，证明行业的基本盘与船东的信心在恢复。

图表 10 VLCC 历史交付与拆解数据

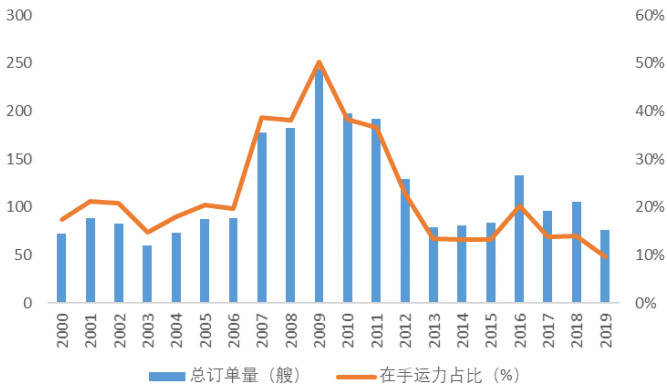


资料来源: 克拉克森, 华创证券

资本开支趋于理性, 行业在手运力比处于低位

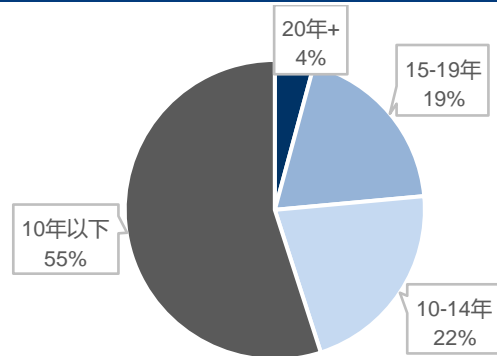
行业玩家资本开支逐步理性, 新造船订单同比去年处在较低水平。行业今年 1-9 月新签订单合计 21 艘, 目前在手订单运力合计 75 艘, 占现有运力比重为 9.52%。

图表 11 VLCC 行业在手订单量



资料来源: 克拉克森, 华创证券

图表 12 VLCC 船队船龄



资料来源: 克拉克森, 华创证券

预计明后年行业新增交付压力远小于今年, 交付高峰逐步度过, 行业进入低迷供给增速期。

行业运力净增速将逐步放缓至 3%, 并且新订单短期难以实现交付, 将保证油运行业 2-3 年的低运力增速水平。

(三) 比较 3: 国内能源运输龙头公司的规模不可同日而语

VLCC 市场格局: 国内双巨头处于世界领先地位

按照 VLCC 数量算, 行业前五大船东分别为: 招商轮船、中远海能 (含租入船) 各 52 艘, 比利时油运 (Euronav)、沙特阿拉伯国家船舶公司 (Bahri) 各 44 艘、希腊 Angelicoussis Group 40 艘, 前 10 大玩家运力合计占比为 46%,

按照载重吨计算, 行业前 10 大船公司占比 47%, 市场集中度高。行业进入门槛高于其他航运子行业。

图表 13 全球 VLCC 玩家运力占比

	VLCC数量	载重吨 (万)	份额
招商轮船	52	1603	6.6%
中远海能	52	1578	6.5%
Euronav NV	44	1372	5.7%
Bahri	44	1369	5.6%
Angelicooussis Group	40	1264	5.2%
伊朗油运	38	1176	4.9%
Mitsui OSK Lines	31	954	3.9%
DHT Holdings	27	837	3.5%
SK Shipping	18	567	2.3%
Ocean Tankers	18	566	2.3%
TOP10	364	11288	46.5%
总计	786	24250	

资料来源：公司公告，华创证券

国内龙头公司的规模扩张之路使得当前的影响力与过去几轮周期已经不可同日而语，正在发挥更大的作用。

不考虑海能船舶被美国制裁情况下，海能与招轮 52 艘船舶，外贸油运弹性为年运价均值每提升 1 万美元，将带来年化 12 亿人民币利润的增厚。

图表 14 外贸油运弹性测算

业务	参数假设				
外贸油运	运营天数	330	330	330	330
	平均汇率	7	7	7	7
	保本TCE (万美元)	2.8	2.8	2.8	2.8
	市场运价 (万美元)	3	5	6	10
	净利润 (亿元)	2	26	38	86

资料来源：Wind，华创证券测算

三、投资建议：持续看好油运双巨头

(一) 原油贸易格局重塑是另一个周期向上的重要因素

我们认为行业拐点向上确立的另一个因素在于我们分析认为需求端原油贸易格局迎来重塑。

从 2010 年以来看，原油需求量整体较为平稳，周转率年均 2.8% 增速，贸易量年均 1.3%，由此可得出运距年均 1.5% 的提升。

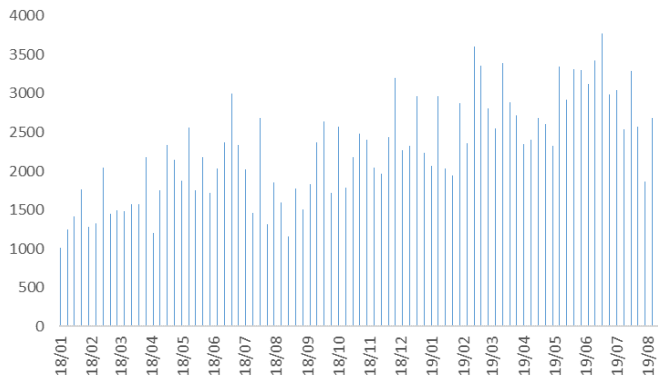
从周转量角度看进口：亚洲国家是需求的大头，占比 63%，其中中国占全球原油周转量的 29%，中国需求可以视为重要因素。**而出口端，**中东地区占比了 51% 的份额。

旧格局下，油运行业长期受到中东 OPEC 地区的影响，OPEC 的减产增产活动将影响油运行业的需求变化。

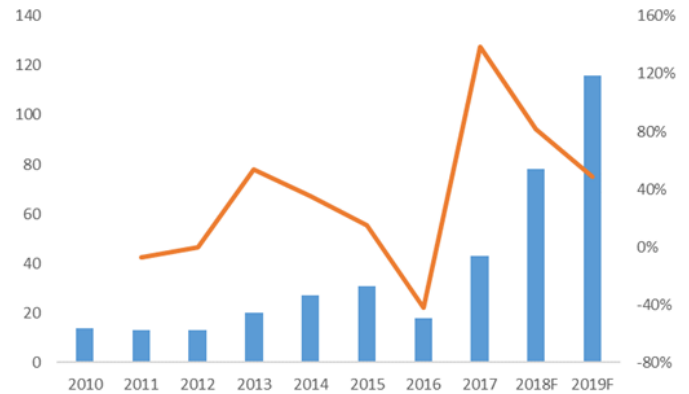
但在美国原油出口持续提升下，新的原油贸易格局到来

2018 年开始，美国原油出口产量实现大幅度提升，2018 年底美国原油产量超过俄罗斯与沙特，同时美国从原油进口

国转变为出口国，美国原油出口量提升快速。在当前制约美国原油出口的是其内陆原油运输管道，EIA 预期从 19 年 Q3 开始，19 年美国将有 100-150 万桶/天的管道产能释放，2020 年将会有另外 100 万桶管道产能修好；

图表 15 美国原油出口周度数据（千桶）


资料来源：EIA，华创证券

图表 16 美国原油出口量（百万吨）


资料来源：克拉克森，华创证券

图表 17 美国原油出口估算

万桶	2017	2018	2019E	2020E
全球原油出口	4484	4581	4626	4673
美国原油出口	101	223	350	450
占比	2.25%	4.87%	7.56%	9.63%
油运需求增速			3.6%	4.4%

资料来源：克拉克森，华创证券

美国增产影响测算：美国运输至远东距离是中东到远东的 3 倍。

美国每替代中东 1%，全球海运周转量提升 2%。（2019 年初美国原油出口 250 万桶，OPEC 地区出口约为 2350 万桶。）假设 2019/2020 年全球原油海运量增速 2%，美国因素会使得运输需求分别增加至 3.6%/4.4%。

（二）持续看好油运双巨头：招商轮船与中远海能

招商轮船：行业龙头，预计将享受运价向上弹性

公司船队规模 VLCC 目前合计 52 艘，即期运营船舶将有望明显受益于当前高涨的运价；

散货板块：锁定部分，公司与淡水河谷签订了 14 艘 VLOC 战略合作协议，从 2018 年上半年开始贡献利润，预计每艘可贡献 3500 万利润左右，长期稳态下，14 艘对应 4.9 亿元；浮动部分，公司自有散货船与并购的长航国际，预计贡献业绩 1.5 亿，故散货板块预计贡献 6.4 亿利润

LNG 业务：目前合计 CLNG 项目船舶总计 21 艘，预计每艘 LNG 船可贡献业绩 0.6 亿元，则 15 艘考虑权益占比可在稳态下长期贡献 2.8 亿元。

因此相对稳定部分收益年贡献预计可达 9.2 亿左右。

弹性假设测算：

假设 2020 行业运价均值 6 万美金，对应公司外贸油运与其他业务合计贡献净利润约 50 亿，增发之后对应目前估值

8.6 倍。(公司拟非公开发行不超过 12.1 亿股, 募集资金不超过 41 亿元, 增发后对应 429 亿市值)

中远海能: 被美列入限制清单预计并非长期因素, 而高涨的运价或存在以价补量消除部分影响

业务结构上: 内贸油运+LNG 贡献稳定收益, 外贸油运享受运价弹性

内贸油运: 预计公司内贸市场每年贡献净利润约为 7.5 亿元。

LNG: 预计到 2020 年年末公司共同投资 LNG 的船舶合计约为 38 艘, 考虑不同项目所占权益比例(单艘 LNG 船投资回报率为 15%), 预计 LNG 船队贡献业绩 6 亿元。

外贸油运弹性部分:

全部 52 艘 VLCC 船舶处于正常运营下, 公司与招轮有相似的运价弹性。

目前公司旗下子公司大连油运被美国财政部列入限制清单, 该事件的影响当前存在不确定性(当前未涉及其他子公司以及中远海能母公司, 同时未涉及制裁特定船舶资产, 故其中是否存在业务腾挪尚未可知; 若可通过航线、客户结构、业务调整, 可将相关影响降至最低), 待公司进一步做好应对; 在运价水平推高情况下, 抑或存在以价补量消除负面影响的可能。

弹性假设测算:

极端情况下, 公司下属 26 艘船舶停运, 则在 2020 年 6 万美元均价下, 外贸板块可贡献利润约 13 亿元, 则整体公司利润体量约 27 亿元, 对应增发后 330 亿市值下, PE12 倍(拟非公开发行 8.1 亿股, 募集资金不超过 42 亿元)。

我们认为公司被限制或并非长期因素, 随着中美关系的变化或存在解除可能, 一旦公司船舶恢复正常运行, 则在 6 万美元假设下, 对应 2020 年 50 亿利润, PE 仅为 6.5 倍左右。

四、风险提示

高运价难以持续, 国际局势发生明显恶化影响能源运输。

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016年加入华创证券研究所。2015年金牛奖交运行业第五名，2017年金牛奖交运行业第五名。

分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

研究员：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

助理分析师：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜·沙吾列塔依	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

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。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500