



Research and
Development Center

复盘美联储加息对全球石化板块的影响

2022年6月23日

左前明 能源行业首席分析师
执业编号: S1500518070001
联系电话: 010-83326712
邮 箱: zuoqianming@cindasc.com

陈淑娴 石油化工行业首席分析师
执业编号: S1500519080001
联系电话: +86 21 61678597
邮 箱: chenshuxian@cindasc.com

证券研究报告

行业研究

点评报告

左前明 能源行业首席分析师
执业编号: S1500518070001
联系电话: 010-83326712
邮箱: zuoqianming@cindasc.com

陈淑娴 石化行业首席分析师
执业编号: S1500519080001
联系电话: +86 21 61678597
邮箱: chenshuxian@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

复盘美联储加息对全球石化板块的影响

2022年6月23日

- **美联储六轮加息对全球石化板块的影响有限。**我们回顾了历史上美联储六轮加息周期中,油价和石化板块股票的表现。我们将股票分为三类:(1)一体化石油巨头企业包括英国石油(BP)、雪佛龙(CHEVRON)、中国石油和中国石化;(2)上游石油公司包括西方石油(OCCIDENTAL)、康菲石油(CONOCOPHILLIPS)和中国海油;(3)下游炼厂公司包括瓦莱罗能源(VALERO)、马拉松原油(MARATHON)和PHILLIPS 66。根据我们的分析,历史上美联储六轮加息周期对油价和石化板块股票价格变化趋势的影响有限。其中在第一、二轮加息周期中油价呈平稳,全球一体化石油巨头和上游石油公司股价均呈上涨趋势。第三轮加息周期中,油价依旧保持上涨态势,一体化石油巨头股价上涨,上游石油公司股价保持平稳。在第四、五轮加息周期中油价仍维持原有的上升态势,一体化石油巨头、上游石油公司和下游炼油公司石化板块股价也整体呈现上升趋势。第六轮加息周期大多数时间,油价整体呈上涨态势,一体化石油巨头、上游石油公司和下游炼油公司股价整体呈上升趋势,但在本轮加息期最后两个月,因特朗普豁免伊朗原油出口,油价和石化板块股价均有回落。
- **我们认为,影响能源价格大幅变动的因素主要还是市场供求关系,加息政策对能源价格的影响并不大,尤其对于供给产能周期性短缺带来的价格上涨更是如此。**我们认为这一轮能源资源的通胀类似**2002-2007年**,目前相当于**2004年**前后,都同是一轮真正意义上的产能周期,此轮加息类似第五轮加息**2004-2006年**,油价和石化板块股票仍将保持上升趋势。本轮能源通胀实际上是供给产能周期为根本,叠加长期货币超发为助推下的一轮。投资机会方面,未来**3-5年**能源资源有望处在景气度向上的周期,行业形势由过去数年的震荡向下,改为未来数年的震荡向上,继续坚定看好本轮能源大通胀,继续坚定看好能源资源在产能周期下的历史性配置机会。
- **第一轮加息期间(1983.3-1984.9)原油价格基本趋于稳定,一体化石油巨头和上游石油公司股价同步上涨,加息政策影响有限。**1983年3月到1984年9月期间,美联储加息13次,大幅上调275bps。但即便是在短短的一年半的时间内有如此频繁且大幅的加息政策,原油价格仍然维持相对稳定。虽然原油价格变化幅度小于一体化石油巨头和上游石油公司的股价变化幅度,但是整体上的变化方向基本保持同步。反观本次加息的前因和后续,1979-1980年爆发的两伊战争导致全球石油供给短缺,国际油价飙升引发通胀,而之后1985年的原油价格战引发原油价格大幅下跌。由此可见,影响国际油价的主导因素是市场的供需关系,而加息政策的影响是有限的。
- **第二轮加息期间(1987.1-1989.7)原油价格基本趋于平稳,全球石化板块企业股价整体上涨。**里根政府出台了一系列促进贸易的政策而引发通胀,1986年年末通胀率从2%上升至4%。美联储开始加息,基准利率在

1989 年最终上调至 9.8%。一体化石油巨头和上游石油公司的股价基本和原油价格保持同步变化。反观之前 1983-1985 年期间，美国和沙特为了削弱各自对手的经济，扩大原油产量及出口，使得原油价格一度从 31.72 美元/桶跌至 10.42 美元/桶，跌幅达 67%。由此可见，市场供求关系仍为影响国际油价的主要因素。

- **第三轮加息期间（1994.2-1995.2）原油价格依旧呈上升态势，全球石化板块企业股价也同步上升，加息政策影响有限。**90 年代初美国经济逐渐恢复，而后金融市场出现过热迹象。为控制通货膨胀，美联储开启了第三轮加息，但对原油价格的上升态势未产生有效抑制作用，期间石化板块各企业股价基本和原油价格保持同步增长。
- **第四轮加息期间（1999.6-2000.5）原油价格整体上涨，全球石化板块企业股价小幅下落后回升，加息政策影响有限。**1999 年美联储开启第四次加息周期，以预防之前宽松的经济政策所可能带来的经济过热的情况。本次加息政策对于控制核心通胀率有一定的作用，但原油价格不降反增，这证明了加息政策对于原油价格影响的重要性水平是有限的。一体化石油巨头、上游石油公司和下游炼厂公司股价均在加息初期小幅回落，并在末期有所回升。反观 1990-1998 年期间，中东地区增产导致原油价格一度从 40 美元/桶下跌至 10.72 美元/桶，降幅达 73.2%。由此可见供求关系才是影响原油价格的重要因素。
- **第五轮加息期间（2004.6-2006.6）加息政策对于抑制整体通胀的效果有限，原油价格及全球石化板块各企业股价依旧大幅上涨。**彼时的美国因为此前的大幅降息激发了房地产泡沫，2003 年下半年经济强劲复苏，需求快速拉动通胀。2004 年美联储开始加息，连续 17 次加息 25bps，基准利率从 1% 上调至 5.25%。但原油供给端短缺，油价继续大幅上涨，本次加息政策对于通胀率的抑制效果相对有限。从整体上来说，一体化石油巨头股价、上游石油公司和下游炼油公司的股价变动走势和原油价格也同样基本保持同步。反观 2002-2007 年伊拉克和美国等地出现罢工、战争和自然灾害导致原油产量和出口量大幅下降，国际油价上扬，这证明了供求关系失衡是导致中长期原油价格变动的主要因素。
- **第六轮加息期间（2015.12-2018.12）加息政策对于抑制整体通胀作用相对有限，原油价格和全球石化板块各企业股价整体依旧上行，期末略有回落。**2016 年石油输出国组织决定降低生产目标，较之前减产约 120 万桶/日，导致原油价格攀升。在此背景下，加息政策对整体通胀控制有限。在此轮加息大多数时间（2015.12-2018.10），石化板块股价和油价同步上涨。在加息期期末，2018 年 10 月，特朗普豁免伊朗原油出口，导致油价暴跌，石化板块股价和油价同步下跌。由此可见，供求关系依旧主导着原油价格的波动，而加息政策影响的重要性水平相对较小。整体上来看，一体化石油巨头股价、上游石油公司股价、炼厂公司股价和原油价格走势几乎保持同步。
- **风险因素：**疫情反复、经济波动的风险；地缘政治风险

目录

一、美联储六轮加息对全球石化板块的影响有限 5
二、六次加息情况具体回顾 6
风险因素 10

表目录

表 1: 六轮加息对应油价和石化板块股票价格变化 5

图目录

图 1: 一体化石油巨头股价和原油价格变化情况 6
图 2: 上游石油公司股价和原油价格变化情况 6
图 3: 一体化股、石油股和原油价格变化情况 6
图 4: 一体化石油巨头股价和原油价格变化情况 7
图 5: 上游石油公司股价和原油价格变化情况 7
图 6: 一体化股、石油股和原油价格变化情况 7
图 7: 一体化石油巨头股价和原油价格变化情况 8
图 8: 上游石油公司股价和原油价格变化情况 8
图 9: 一体化股、石油股和原油价格变化情况 8
图 10: 一体化石油巨头股价和原油价格变化情况 8
图 11: 上游石油公司股价和原油价格变化情况 8
图 12: 炼厂公司股价和原油价格变化情况 9
图 13: 一体化股、石油股、炼厂股和原油价格变化情况 9
图 14: 一体化石油巨头股价和原油价格变化情况 9
图 15: 上游石油公司股价和原油价格变化情况 9
图 16: 炼厂公司股价和原油价格变化情况 9
图 17: 一体化股、石油股、炼厂股和原油价格变化情况 9
图 18: 一体化石油巨头股价和原油价格变化情况 10
图 19: 上游石油公司股价和原油价格变化情况 10
图 20: 炼厂公司股价和原油价格变化情况 10
图 21: 一体化股、石油股、炼厂股和原油价格变化情况 10

一、美联储六轮加息对全球石化板块的影响有限

我们回顾了历史上美联储六轮加息周期中，油价和石化板块股票的表现。我们将股票分为三类：（1）一体化石油巨头企业包括英国石油 (BP)、雪佛龙 (CHEVRON)、中国石油和中国石化；（2）上游石油公司包括西方石油 (OCCIDENTAL)、康菲石油 (CONOCOPHILLIPS) 和中国海油；（3）下游炼厂公司包括瓦莱罗能源 (VALERO)、马拉松原油 (MARATHON) 和 PHILLIPS 66。

根据我们的分析，历史上美联储六轮加息周期对油价和石化板块股票价格变化趋势的影响有限。其中在第一、二轮加息周期中油价呈平稳，全球一体化石油巨头和上游石油公司股价均呈上涨趋势。第三轮加息周期中，油价依旧保持上涨态势，一体化石油巨头股价上涨，上游石油公司股价保持平稳。在第四、五轮加息周期中油价仍维持原有的上升态势，一体化石油巨头、上游石油公司和下游炼油公司石化板块股价也整体呈现上升趋势。第六轮加息周期大多数时间，油价整体呈上涨态势，一体化石油巨头、上游石油公司和下游炼油公司股价整体呈上升趋势，但在本轮加息期最后两个月，因特朗普豁免伊朗原油出口，油价和石化板块股价均有回落。

表 1：六轮加息对应油价和石化板块股票价格变化

时间段	时间跨度 (月)	加息次数 (次)	加息幅度 (bp)	价格	起始价	终止价	区间振幅	能源价格 变动方向
第一轮				WTI (美元/桶)	29.29	29.66	1.26%	平稳
1983.3-	18	13	275	一体化石油巨头均价 (美元/股)	0.57	0.83	45.26%	上涨
1984.9				上游石油公司均价 (美元/股)	2.28	3.24	41.80%	上涨
第二轮							WTI (美元/桶)	18.13
1987.1-	30	21	344	一体化石油巨头均价 (美元/股)	1.60	2.47	54.73%	上涨
1989.7				上游石油公司均价 (美元/股)	3.25	5.07	55.95%	上涨
第三轮							WTI (美元/桶)	15.92
1994.2-	12	7	300	一体化石油巨头均价 (美元/股)	4.29	4.70	9.64%	上涨
1995.2				上游石油公司均价 (美元/股)	5.79	5.80	0.30%	平稳
第四轮							WTI (美元/桶)	16.34
1999.6-	11	6	175	一体化石油巨头均价 (美元/股)	17.65	19.45	10.18%	上涨
2000.5				上游石油公司均价 (美元/股)	8.86	12.32	39.00%	上涨
				下游炼油公司均价 (美元/股)	2.94	4.36	48.33%	上涨
第五轮				WTI (美元/桶)	42.33	73.93	74.65%	上涨
2004.6-	24	17	425	一体化石油巨头均价 (美元/股)	11.69	16.13	38.00%	上涨
2006.6				上游石油公司均价 (美元/股)	15.68	30.37	93.67%	上涨
				下游炼油公司均价 (美元/股)	10.64	41.71	292.21%	上涨
第六轮				WTI (美元/桶)	39.94	45.41	13.70%	上涨
2015.12-	36	9	225	一体化石油巨头均价 (美元/股)	29.07	34.81	19.77%	上涨
2018.12				上游石油公司均价 (美元/股)	57.90	58.43	0.91%	平稳
				下游炼油公司均价 (美元/股)	46.77	49.74	6.35%	上涨

资料来源：万得，信达证券研发中心

我们认为，影响能源价格大幅变动的原因主要还是市场供求关系，加息政策对能源价格的影响并不大，尤其对于供给产能周期性短缺带来的价格上涨更是如此。我们认为这一轮能源资源的通胀类似 2002-2007 年，目前相当于 2004 年前后，都同是一轮真正意义上的产能周期，本轮加息类似第五轮加息 2004-2006 年，油价和石化板

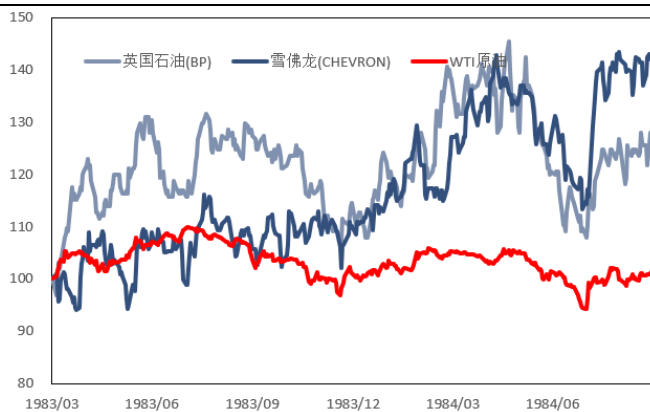
块股票仍将保持上涨趋势。本轮能源通胀实际上是供给产能周期为根本，叠加长期货币超发为助推下的一轮。投资机会方面，未来 3-5 年能源资源有望处在景气度向上的周期，行业形势由过去数年的震荡向下，改为未来数年的震荡向上，继续坚定看好本轮能源大通胀，继续坚定看好能源资源在产能周期下的历史性配置机会。

二、六次加息情况具体回顾

第一轮加息期间（1983.3-1984.9）原油价格基本趋于稳定，一体化石油巨头和上游石油公司股价同步上涨，加息政策影响有限。1983 年 3 月到 1984 年 9 月期间，美联储加息 13 次，大幅上调 275bps。但即便是在短短的一年半的时间内有如此频繁且大幅的加息政策，原油价格仍然维持相对稳定。虽然原油价格变化幅度小于一体化石油巨头和上游石油公司的股价变化幅度，但是整体上的变化方向基本保持同步。

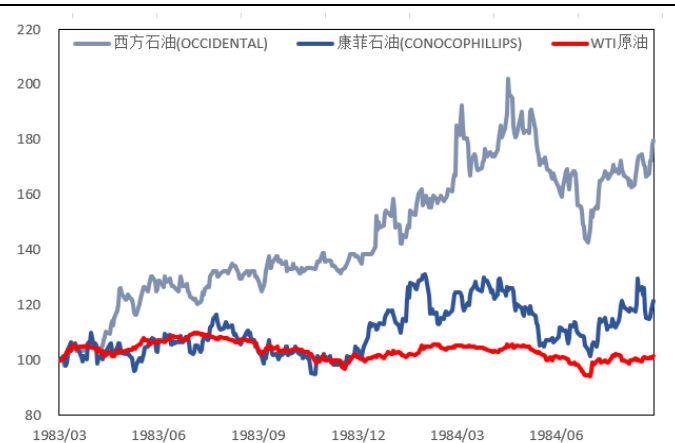
反观本次加息的前因和后续，1979-1980 年爆发的两伊战争导致全球石油供给短缺，国际油价飙升引发通胀，而之后 1985 年的原油价格战引发原油价格大幅下跌。由此可见，影响国际油价的主导因素是市场的供需关系，而加息政策的影响是有限的。

图 1：一体化石油巨头股价和原油价格涨跌幅（%）



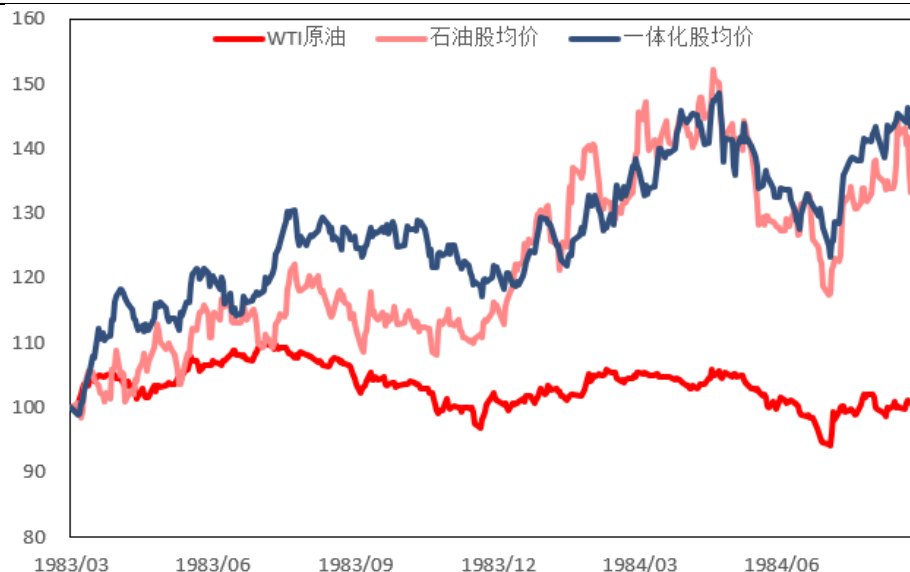
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：上游石油公司股价和原油价格涨跌幅（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：一体化股、石油股和原油价格涨跌幅（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

第二轮加息期间（1987.1-1989.7）原油价格基本趋于平稳，全球石化板块企业股价整体上涨。里根政府出台了一系列促进贸易的政策而引发通胀，1986年年末通胀率从2%上升至4%。美联储开始加息，基准利率在1989年最终上调至9.8%。一体化石油巨头和上游石油公司的股价基本和原油价格保持同步变化。

反观之前1983-1985年期间，美国和沙特为了削弱各自对手的经济，扩大原油产量及出口，使得原油价格一度从31.72美元/桶跌至10.42美元/桶，跌幅达67%。由此可见，市场供求关系仍为影响国际油价的主要因素。

图 4：一体化石油巨头股价和原油价格涨跌幅（%）



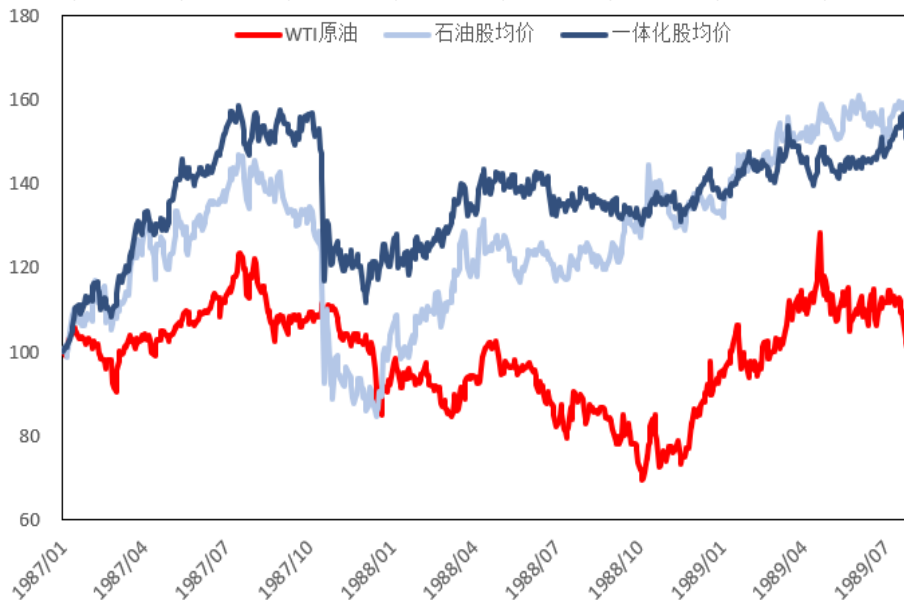
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：上游石油公司股价和原油价格涨跌幅（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：一体化股、石油股和原油价格涨跌幅（%）

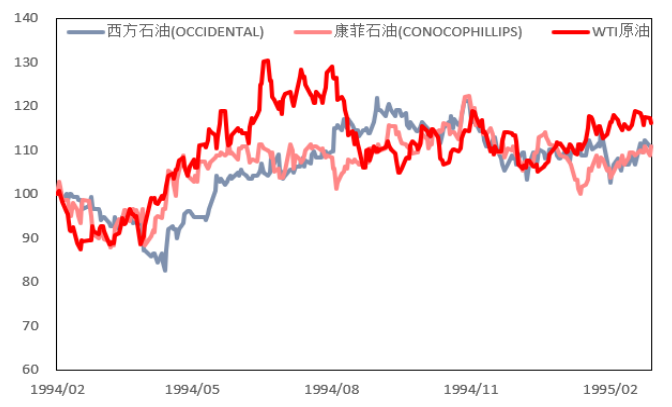


资料来源：万得，信达证券研发中心

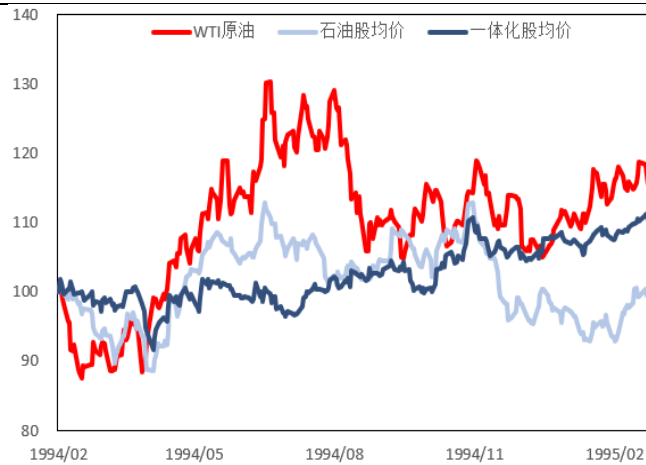
第三轮加息期间（1994.2-1995.2）原油价格依旧呈上升态势，全球石化板块企业股价也同步上升，加息政策影响有限。90年代初美国经济逐渐恢复，而后金融市场出现过热迹象。为控制通货膨胀，美联储开启了第三轮加息，但对原油价格的上升态势未产生有效抑制作用，期间石化板块各企业股价基本和原油价格保持同步增长。

图 7：一体化石油巨头股价和原油价格涨跌幅（%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：上游石油公司股价和原油价格涨跌幅（%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：一体化股、石油股和原油价格涨跌幅（%）


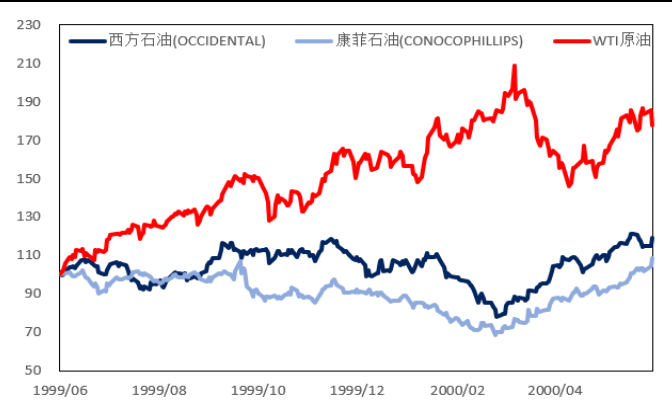
资料来源：万得，信达证券研发中心

第四轮加息期间（1999.6-2000.5）原油价格整体上涨，全球石化板块企业股价小幅下落后回升，加息政策影响有限。1999 年美联储开启第四次加息周期，以预防之前宽松的经济政策所可能带来的经济过热的情况。本次加息政策对于控制核心通胀率有一定的作用，但原油价格不降反增，这证明了加息政策对于原油价格影响的重要性水平是有限的。一体化石油巨头、上游石油公司和下游炼厂公司股价均在加息初期小幅回落，并在末期有所回升。

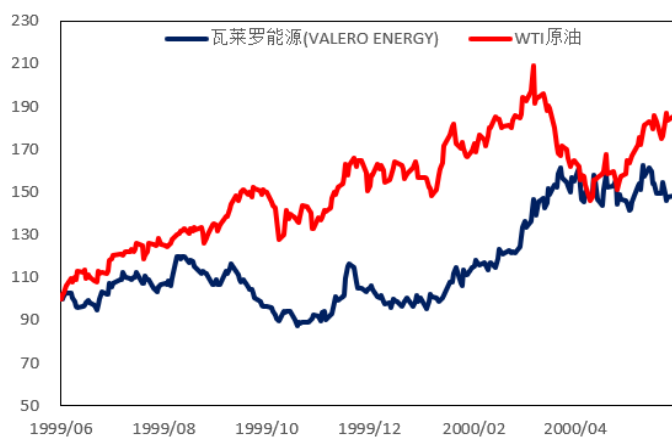
反观 1990-1998 年期间，中东地区增产导致原油价格一度从 40 美元/桶下跌至 10.72 美元/桶，降幅达 73.2%。由此可见供求关系才是影响原油价格的重要因素。

图 10：一体化石油巨头股价和原油价格涨跌幅（%）

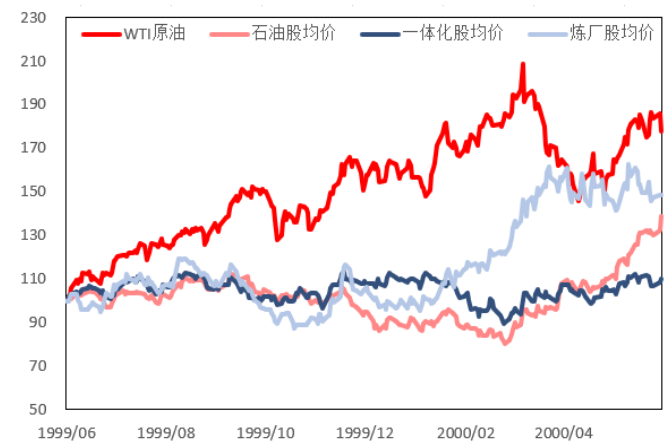

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：上游石油公司股价和原油价格涨跌幅（%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 12: 炼厂公司股价和原油价格涨跌幅 (%)


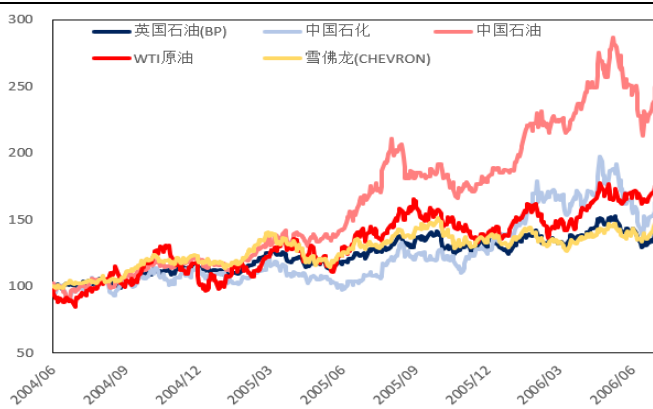
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13: 一体化股、石油股、炼厂股和原油价格涨跌幅 (%)


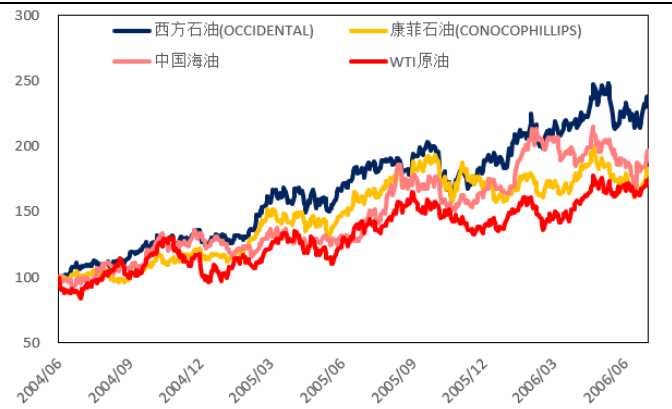
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

第五轮加息期间(2004.6-2006.6)加息政策对于抑制整体通胀的效果有限,原油价格及全球石化板块各企业股价依旧大幅上涨。彼时的美国因为此前的大幅降息激发了房地产泡沫,2003年下半年经济强劲复苏,需求快速拉动通胀。2004年美联储开始加息,连续17次加息25bps,基准利率从1%上调至5.25%。但原油供给端短缺,油价继续大幅上涨,本次加息政策对于通胀率的抑制效果相对有限。从整体上来说,一体化石油巨头股价、上游石油公司和下游炼油公司的股价变动走势和原油价格也基本保持同步。

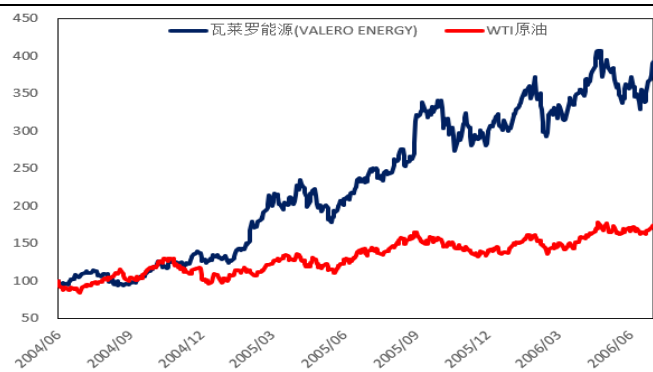
反观2002-2007年伊拉克和美国等地出现罢工、战争和自然灾害导致原油产量和出口量大幅下降,国际油价上扬,这证明了供求关系失衡是导致中长期原油价格变动的主要因素。

图 14: 一体化石油巨头股价和原油价格涨跌幅 (%)


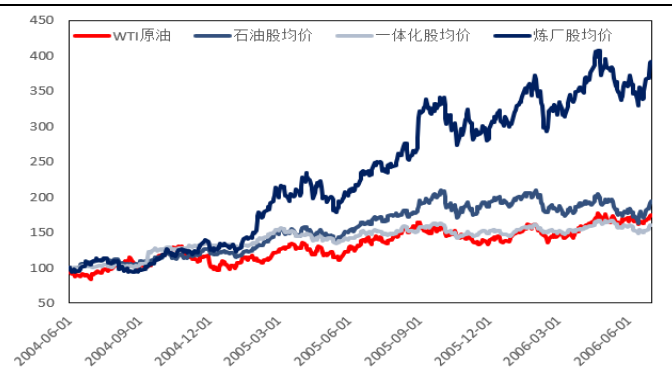
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 15: 上游石油公司股价和原油价格涨跌幅 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 16: 炼厂公司股价和原油价格涨跌幅 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

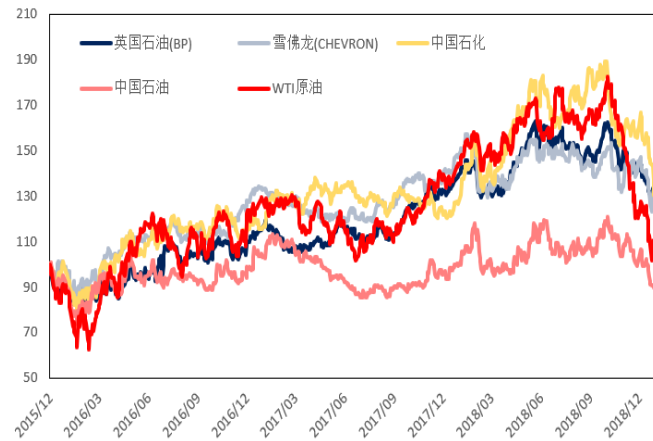
图 17: 一体化股、石油股、炼厂股和原油价格涨跌幅 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

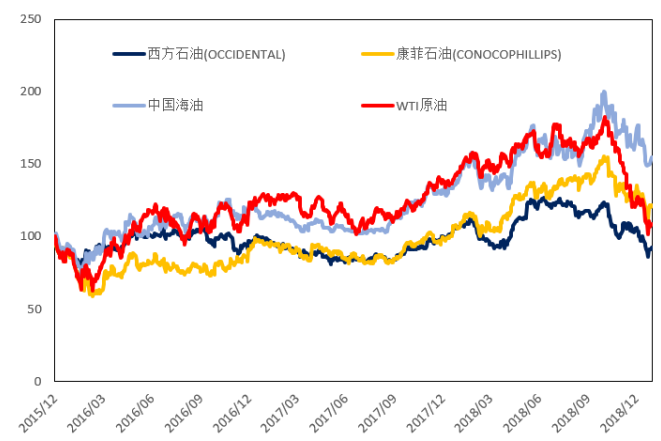
第六轮加息期间（2015.12-2018.12）加息政策对于抑制整体通胀作用相对有限，原油价格和全球石化板块各企业股价整体依旧上行，期末略有回落。2016年石油输出国组织决定降低生产目标，较之前减产约120万桶/日，导致原油价格攀升。在此背景下，加息政策对整体通胀控制有限。在此轮加息大多数时间（2015.12-2018.10），石化板块股价和油价同步上涨。在加息期期末，2018年10月，特朗普豁免伊朗原油出口，导致油价暴跌，石化板块股价和油价同步下跌。由此可见，供求关系依旧主导着原油价格的波动，而加息政策影响的重要性水平相对较小。整体上来看，一体化石油巨头股价、上游石油公司股价、炼厂公司股价和原油价格走势几乎保持同步。

图 18：一体化石油巨头股价和原油价格涨跌幅（%）

图 19：上游石油公司股价和原油价格涨跌幅（%）



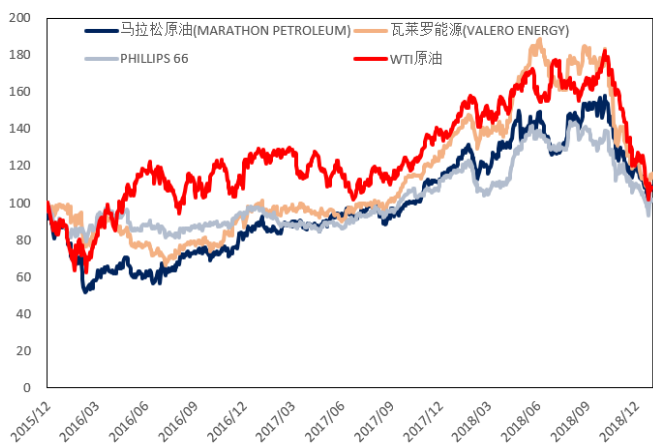
资料来源：万得，信达证券研发中心



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 20：炼厂公司股价和原油价格涨跌幅（%）

图 21：一体化股、石油股、炼厂股和原油价格涨跌幅（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

- 1、疫情反复、经济波动的风险：**近期新冠病毒变种在国内外多个地区和国家出现，市场仍没有放松警惕，局部地区疫情反复仍将抑制全球生产经营活动，并且对原油市场需求产生不利影响。
- 2、地缘政治风险：**伊朗制裁、俄乌冲突等地缘政治因素加剧油价波动。

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，信达证券研究开发中心副总经理，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，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，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十余年，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。

陈淑娟，CFA，石化行业首席分析师。北京大学数学科学学院金融数学系学士，北京大学国家发展研究院经济学双学士和西方经济学硕士。2017年加入信达证券研究开发中心，主要负责原油价格、油田开采、石油加工、炼化聚酯等产业链研究以及中国信达资产管理公司石化类项目的投资评估工作。2021年荣获第19届新财富最佳分析师能源开采行业第五名，第9届Wind金牌分析师石化行业第一名，第3届新浪金麒麟最佳分析师石化行业第三名，第3届CEIC与EMIS杰出成就分析师和非凡影响力团队；2020年入围第18届新财富能源开采行业最佳分析师，荣获第2届新浪金麒麟新锐分析师采掘行业第一名，第8届Wind金牌分析师石化行业第四名，21世纪金牌分析师评选能源与材料领域最佳产业研究报告；2019年荣获第7届Wind金牌分析师石化行业第二名。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@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。