

欧洲天然气价格连续 12 周下跌；中美需求改善，油价震荡上行

——欧美能源市场数据跟踪周报 (0227-0303)

核心观点

● 欧洲天然气价格自上限协议达成连续 12 周回落

截至 2023 年 3 月 3 日，欧盟 27 国的天然气在库储量达到 670TWh，为最大储量的 59.72%，较前一周-2.95pct，较上月-12.35pct，较去年同期+31.72pct，天然气库存加速消耗。德国方面，截至 3 月 3 日，天然气在库储量达到 169TWh，为最大储量的 67.94%，较前一周-3.14pct，较上月-10.66pct，较去年同期+41.17pct。

价格方面，上周 (02/27~03/03)，美国 HenryHub、英国 NBP、荷兰 TTF 次月交割的天然气期货合约周内均价分别为 2.83\$/MMBtu (+25.7%)、14.00\$/MMBtu (-6.7%) 和 14.51\$/MMBtu (-7.1%)。荷兰 TTF 天然气价格自 12 月 16 日欧盟达成限价协议以来已连续 12 周下跌，已恢复至 2022 年初俄乌冲突前水平。

● 中美市场需求均有改善，油价震荡上行

上周公布的中国制造业和服务业采购经理人指数均较此前有所回升，市场预期持续改善。另外美国劳工部近期公布的数据显示，截至 2 月 25 日的一周，首次申请失业救济金的人数为 19 万人，较此前一周减少 2000 人，好于预期。受中美需求持续改善，叠加市场对俄罗斯 3 月原油减产 50 万桶/天的担忧影响，上周国际原油价格震荡上行。上周 (02/27~03/03) WTI 原油期货和布伦特原油期货结算均价分别为 77.65 (+2.31%) 和 84.25 (+1.97%) 美元/桶。

● 国际动力煤市场继续回落

2 月 17 日~2 月 24 日，国际动力煤市场价格继续回落，南非理查德港现货 FOB 价 146.4 美元/吨 (+0.3%)、欧洲 ARA 三港动力煤现货 FOB 价 238.5 美元/吨 (0.0%)、反映亚太市场的澳大利亚纽卡斯尔港动力煤现货 FOB 价为 173.9 美元/吨 (-7.2%)。

● 欧美电价持续分化

电力市场方面，欧洲主要国家电力市场日前交易价格均出现反转，丹麦转降，其他国家转升。上周均价来看，丹麦 70.34EUR/MWh (-22.0%)、芬兰 131.66EUR/MWh (+26.8%)、法国 136.23EUR/MWh (+19.8%)、荷兰 154.98EUR/MWh (+9.3%)、德国 133.97EUR/MWh (+7.9%)、英国 154.25EUR/MWh (+5.4%)。

美国方面，上周美国主要电力市场成交的次月交割电力期货合约价格分化。四大市场周均价为 41.45\$/MWh，较前周下跌 11.9%。其中得州 ERCOT 周均价 35.70\$/MWh (+25.4%)、南加州 SOCAL 周均价 43.62\$/MWh (-18.8%)、新英格兰 NEWPOOL 周均价 43.38\$/MWh (-24.7%)、纽约周均价 43.08\$/MWh (-10.9%)。

投资建议与投资标的

● 欧洲能源危机预计将加快欧洲能源转型步伐，全球传统能源品价格若持续走高将使可再生能源更具吸引力，光伏及储能产业链有望受益。欧洲和美国是全球重要的光伏和储能市场，中国企业是欧洲及美国光伏、储能产业链主要供货商，有望在欧洲及美国能源结构调整带来的市场高速增长中受益，看好在欧美市场有出货的相关企业。建议关注以下环节：户用储能、硅料、逆变器、一体化组件。

风险提示

● 地缘风险可能恶化；欧美新能源政策推进速度可能不及预期，加剧对传统能源的依赖；欧洲电力市场改革进展若较慢或出现负面因素。

行业评级

看好 (维持)

国家/地区

中国

行业

公用事业行业

报告发布日期

2023 年 03 月 06 日



证券分析师

卢日鑫 021-63325888*6118

lurixin@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515100003

周迪 zhoudi1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860521050001

联系人

李少甫 lishaofu@orientsec.com.cn

相关报告

新能源配储技术导则出台，配储比例设置有标准：——公用事业行业周报 (0220-0224)	2023-02-28
OPEC 上调原油需求预期，下调原油供给预期，预计供需趋紧：——欧美能源市场数据跟踪周报 (0213-0217)	2023-02-20
2022 年我国风电光伏新增装机 1.25 亿千瓦；已投运新型储能 870 万千瓦：——公用事业行业周报 (0213-0217)	2023-02-20

目 录

1、天然气行情回顾	4
2、石油行情回顾	5
3、煤炭行情回顾	6
4、电力市场行情回顾	7
5、重要行业资讯	9
6、风险提示	11

图表目录

图 1: 欧美主要市场天然气期货滚动次月合约成交价格 (\$/MMBtu)	4
图 2: 欧盟 27 国天然气现有库存比例 (%)	5
图 3: 德国天然气现有库存比例 (%)	5
图 4: WTI 原油期货结算价格 (连续, 美元/桶)	5
图 5: 布伦特原油期货结算价格 (连续, 美元/桶)	5
图 6: 美国原油总库存量、战略石油库存量及单周战略石油储备释放量 (右轴)	6
图 7: 美国汽油库存量 (亿桶) 及单周库存释放量 (右轴)	6
图 8: 煤炭市场主要港口参考价格 (FOB, 美元/吨)	6
图 9: 主要港口海运费 (巴拿马型, 美元/吨)	6
图 10: 巴拿马型船平均租船价格 (美元/天)	7
图 11: 欧洲部分主要国家电力市场 (Nordpool) 日前交易成交价 (EUR/MWh)	8
图 12: 美国电力期货滚动次月合约价格 (\$/MWh)	8
表 1: 截至 2023 年 3 月 3 日, 欧盟部分主要国家天然气库存 (%)	5
表 2: 欧洲部分主要国家上周 (0227-0305) 电力日前市场成交均价及环比变化汇总	7
表 3: 美国主要电力市场次月交割电力期货合约周均值及环比	8

1、天然气行情回顾

自 2021 年起，欧盟国家饱受能源之苦，叠加 2022 年 3 月起地缘冲突加剧，将欧盟的天然气焦虑推向风口浪尖。近半年来，欧盟国家在市场中苦寻天然气替代来源以补充各自天然气库存。补库存的进展也成为国际能源市场甚至欧洲经济走势的重要风向标。

随着天然气消费旺季的临近，自 7 月起欧洲能源市场上的天然气次月交割的天然气价格开始攀升。叠加北溪管道停供影响，至 8 月底，英国 NBP 次月交割的天然气期货价格一度超过 640 便士/色拉姆（约合 75.2 美元/百万英热单位），为 2021 年同期的近 6 倍；荷兰 TTF 次月交割的天然气期货价格也一度超过 300 欧元/兆瓦时（约合 99.1 美元/百万英热单位），为 2021 年同期的 7.5 倍。

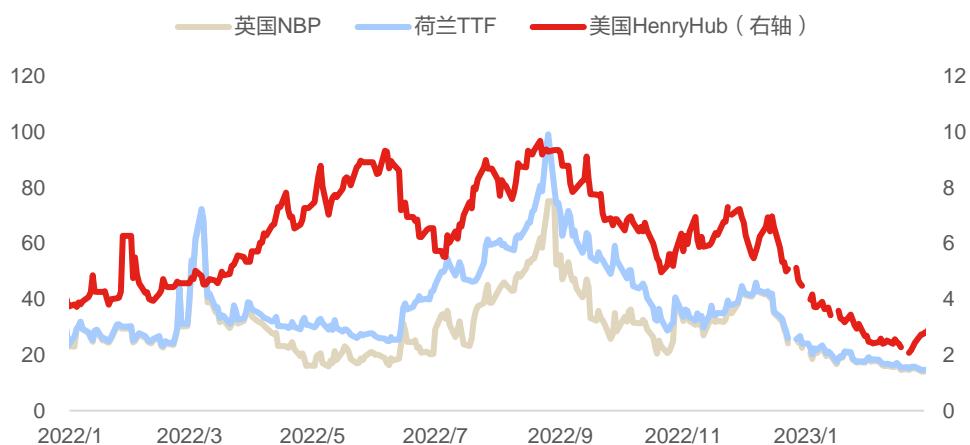
据欧洲天然气基础设施公司（GIE）数据显示，截至 8 月 29 日，欧盟 27 国的天然气在库储量超过最大储量的 80%，天然气库存压力得到缓解，近月天然气期货价格也随之开始回落。10 月，欧洲气温整体较温和，供暖需求较淡，叠加补库力度持续加大库存高企，天然气价格进入下行通道。11 月起，随着多国气温逐渐转凉，供暖需求开始显现，天然气库存开始消耗，价格也出现回升的迹象。

12 月 19 日，欧盟能源部长在布鲁塞尔举行会议，努力就天然气价格上限定在每兆瓦时 180 欧元 (MWh) 达成协议。据新方案，这项天然气限价机制的触发条件为，作为欧洲天然气基准价格的荷兰所有权转让中心 (TTF) 天然气期货价格连续三天超过每兆瓦时 180 欧元，远低于 11 月欧盟委员会提出的每兆瓦时 275 欧元。叠加欧洲多地暖冬趋势明显，天然气消耗速度放缓，至今，荷兰 TTF 天然气期货价格已连续 10 周回落。

价格方面，上周（02/27~03/03），美国 HenryHub、英国 NBP、荷兰 TTF 次月交割的天然气期货合约周内均价分别为 2.83\$/MMBtu (+25.7%)、14.00\$/MMBtu (-6.7%) 和 14.51\$/MMBtu (-7.1%)。荷兰 TTF 天然气价格自 12 月 16 日欧盟达成限价协议以来已连续 12 周下跌，已恢复至 2022 年初俄乌冲突前水平。

截至 2023 年 3 月 3 日，欧盟 27 国的天然气在库储量达到 670TWh，为最大储量的 59.72%，较前一周-2.95pct，较上月-12.35pct，较去年同期+31.72pct，天然气库存加速消耗。德国方面，截至 3 月 3 日，天然气在库储量达到 169TWh，为最大储量的 67.94%，较前一周-3.14pct，较上月-10.66pct，较去年同期+41.17pct。

图 1：欧美主要市场天然气期货滚动次月合约成交价格（\$/MMBtu）



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

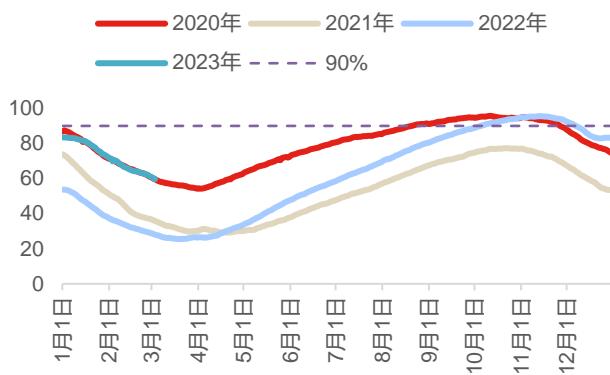
数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

注: 英国、荷兰相关合约价格使用当日 Bloomberg 综合报价汇率转换为美元、能量单位转换为百万英热单位, 以便横向对比

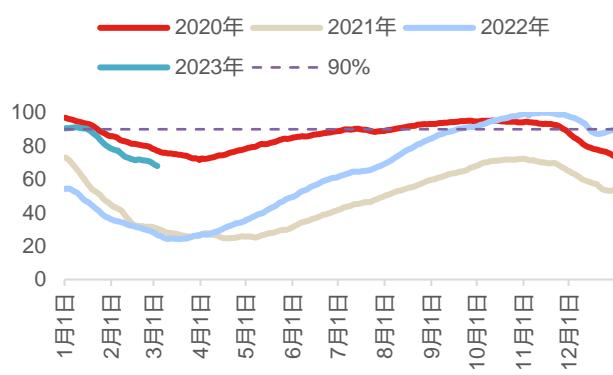
表 1: 截至 2023 年 3 月 3 日, 欧盟部分主要国家天然气库存 (%)

	库存比例 (%)	较上周 (pct)
欧盟 27 国	59.72	-2.95 ↓
德国	67.94	-3.14 ↓
意大利	59.01	-2.51 ↓
荷兰	61.58	-1.99 ↓
西班牙	80.21	-2.62 ↓

数据来源: GIE, 东方证券研究所

图 2: 欧盟 27 国天然气现有库存比例 (%)


数据来源: GIE, 东方证券研究所

图 3: 德国天然气现有库存比例 (%)


数据来源: GIE, 东方证券研究所

2、石油行情回顾

石油方面, 上周公布的中国制造业和服务业采购经理人指数均较此前有所回升, 市场预期持续改善。另外美国劳工部近期公布的数据显示, 截至 2 月 25 日的一周, 首次申请失业救济金的人数为 19 万人, 较此前一周减少 2000 人, 好于预期。受中美需求持续改善, 叠加市场对俄罗斯 3 月原油减产 50 万桶/天的担忧影响, 上周国际原油价格震荡上行。上周 (02/27~03/03) WTI 原油期货和布伦特原油期货结算均价分别为 77.65 (+2.31%) 和 84.25 (+1.97%) 美元/桶。

图 4: WTI 原油期货结算价格 (连续, 美元/桶)
图 5: 布伦特原油期货结算价格 (连续, 美元/桶)



数据来源: IPE, wind, 东方证券研究所



数据来源: IPE, wind, 东方证券研究所

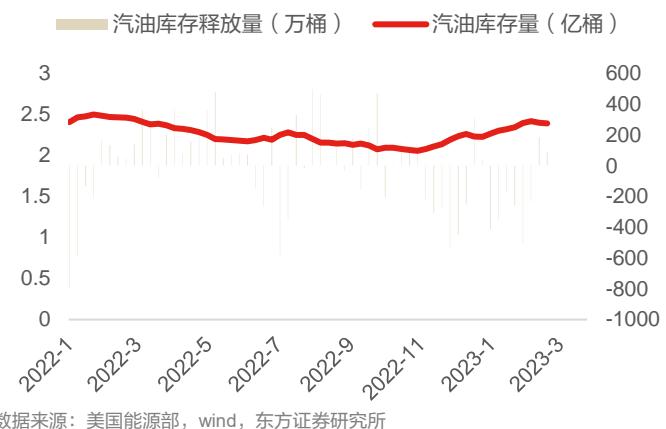
据美国能源部数据显示，战略储备原油库存停止释放，原油库存量回升。截至2月24日，原油总库存量为8.52亿桶，较前一周增加116.6万桶，连续8周上升。其中战略石油储备3.72亿桶，连续8周持平。汽油方面，上周末汽油总库存量下降至2.39亿桶，较前一周减少87万桶。

图6: 美国原油总库存量、战略石油库存量及单周战略石油储备释放量(右轴)



数据来源: 美国能源部, wind, 东方证券研究所

图7: 美国汽油库存量(亿桶)及单周库存释放量(右轴)



数据来源: 美国能源部, wind, 东方证券研究所

3、煤炭行情回顾

2月17日~2月24日，国际动力煤市场价格继续回落，南非理查德港现货FOB价146.4美元/吨(+0.3%)、欧洲ARA三港动力煤现货FOB价238.5美元/吨(0.0%)、反映亚太市场的澳大利亚纽卡斯尔港动力煤现货FOB价为173.9美元/吨(-7.2%)。

国际煤炭海运费保持平稳，船租有所回升，上周澳大利亚纽卡斯尔港至青岛巴拿马型船海运费均价为12.10美元/吨，较上一周上涨0.60美元/吨；南非理查德港至中国巴拿马型船海运费均价为13.50美元/吨，较上一周上涨1.00美元/吨。上周巴拿马型船平均租船价格为13110.6美元/天，较前一周上涨4408美元/天(+50.7%)。

图8: 煤炭市场主要港口参考价格(FOB, 美元/吨)

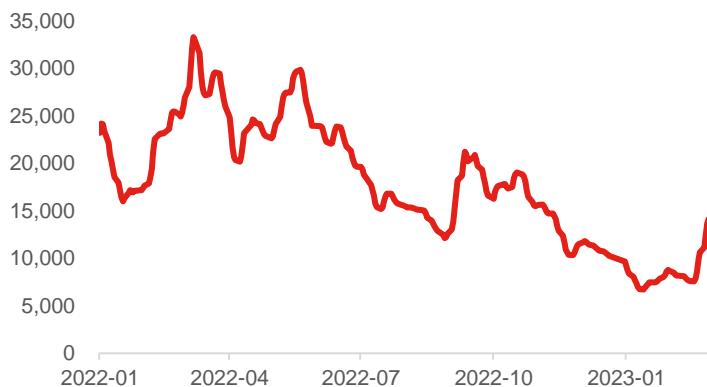
图9: 主要港口海运费(巴拿马型, 美元/吨)



数据来源：GlobalCoal, wind, 东方证券研究所



数据来源：wind, 东方证券研究所

图 10：巴拿马型船平均租船价格（美元/天）


数据来源：wind, 东方证券研究所

4、电力市场行情回顾

电力市场方面，据欧洲电力市场交易商 Nordpool 数据显示，欧洲主要国家电力市场日前交易价格均出现反转，丹麦转降，其他国家转升。上周均价来看，丹麦 70.34EUR/MWh (-22.0%)、芬兰 131.66EUR/MWh (+26.8%)、法国 136.23EUR/MWh (+19.8%)、荷兰 154.98EUR/MWh (+9.3%)、德国 133.97EUR/MWh (+7.9%)、英国 154.25EUR/MWh (+5.4%)。

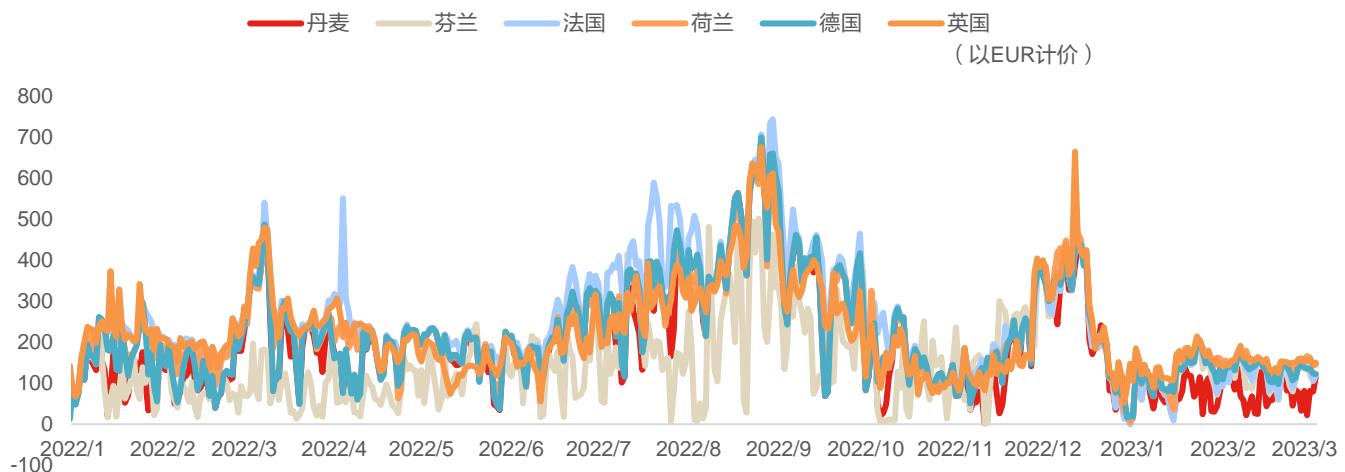
表 2：欧洲部分主要国家上周 (0227-0305) 电力日前市场成交均价及环比变化汇总

	上周均价 (EUR/MWh)	较前一周均价环比 (%)
丹麦	70.34	-22.0
芬兰	131.66	+26.8
法国	136.23	+19.8
荷兰	154.98	+9.3
德国	133.97	+7.9
英国	154.25	+5.4

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源: Nordpool, 东方证券研究所

图 11: 欧洲部分主要国家电力市场 (Nordpool) 日前交易成交价 (EUR/MWh)



数据来源: Nordpool, 东方证券研究所

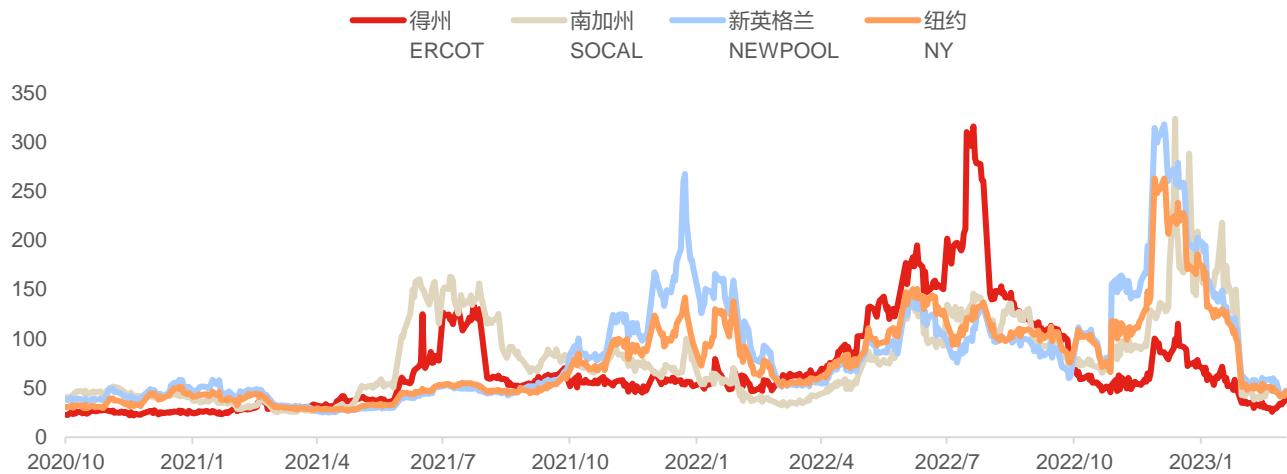
美国方面，上周美国主要电力市场成交的次月交割电力期货合约价格分化。四大市场周均值为 41.45\$/MWh，较前周下跌 11.9%。其中得州 ERCOT 周均值 35.70\$/MWh (+25.4%)、南加州 SOCAL 周均值 43.62\$/MWh (-18.8%)、新英格兰 NEWPOOL 周均值 43.38\$/MWh (-24.7%)、纽约周均值 43.08\$/MWh (-10.9%)。

表 3: 美国主要电力市场次月交割电力期货合约周均值及环比

	周均值 (0227-0303, \$/MWh)	周均值环比 (%)
得州-ERCOT	35.70	+25.4
南加州-SOCAL	43.62	-18.8
新英格兰-NEWPOOL	43.38	-24.7
纽约	43.08	-10.9
四市场合计	41.45	-11.9

数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 12: 美国电力期货滚动次月合约价格 (\$/MWh)



数据来源：Bloomberg, 东方证券研究所

5、重要行业资讯

德国 2030 年前将花费万亿美元应对能源危机

据央视新闻报道，当地时间 2 月 26 日，彭博社援引德国智库阿戈拉能源转型智库的数据报道称，到 2030 年，德国政府将花费超过 1 万亿美元（约合人民币 6.96 万亿元），以应对能源危机带来的风险和挑战，巨大的支出主要包括对该国电网进行现代化改造的投资、逐步淘汰核电站和燃煤电厂等方面的开销。德国权威经济研究机构德国经济研究所所长弗拉茨舍尔近日表示，2022 年德国的能源价格比前一年上涨了 34.7%，这直接导致德国 2022 年损失了 1000 亿欧元（约合人民币 7340 亿元），几乎相当于德国 2022 年国内生产总值的 2.5%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1758954711324517188&wfr=spider&for=pc>

荷兰特大油田开采被指引发近 1600 次地震

据央视新闻报道，当地时间 2 月 24 日，荷兰议会发布的关于荷兰北部格罗宁根气田开采的调查报告指出，过去 60 年来，格罗宁根气田产生的利润达 4290 亿欧元，其中 3630 亿欧元流入荷兰财政部，660 亿欧元流入共同经营气田的能源巨头壳牌和埃克森美孚。但在这 60 年间，当地记录到了 1600 多次地震，其中 1594 次地震是由气田开采引起的，造成约 8.5 万栋房屋受损。报告称，有些地震的级别达到里氏 3.9 级，并且由于开采引发地震的震源深度很浅，其实际震感已接近 5 级以上地震。报告称，无论是生活还是心理，成千上万的当地居民都受到了巨大的影响。但政府和油气企业用于加固建筑和赔偿的资金只有 100 亿欧元，并且只有 30% 真正惠及居民。

<https://news.cri.cn/toutiaopic/2ad93bb2-15ef-3e8d-a6ee-25bd7c3d5f8e.html>

俄罗斯石油管道运输公司停止向波兰供应石油

俄罗斯卫星通讯社 2 月 27 日消息，俄罗斯国家石油管道运输公司总裁顾问兼新闻秘书伊戈尔 · 杰明表示，该公司本应在 2 月底向波兰炼油厂输送俄石油，但相关方面未支付路线指示单，因此对波兰的石油供应被排除在俄能源部批准的出口计划之外，俄管道石油运输公司目前未向该国供油。另据参考消息网 2 月 26 日报道，波兰国营能源集团波兰奥伦石油公司证实，俄罗斯已停止通过“友谊”输油管道向波兰输送石油。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

<https://mp.weixin.qq.com/s/hKLxTUsKaw3at24pRVOlQ>

意大利反对欧洲 2035 年禁售燃油车新规

据央视新闻报道，当地时间 2 月 28 日，意大利环境和能源安全部发布公告称，意大利将在布鲁塞尔举行的欧盟国家大使会议上反对最近欧洲议会通过的 2035 年起禁售燃料发动机车法令，认为应通过经济可持续和社会公平的过渡方式实现环境目标。公告称，必须考虑到不同国家实际情况，允许成员国循序渐进地达成交通去碳化目标。意环境和能源安全部部长吉尔贝托·皮凯托·弗拉廷表示，燃油车和可再生能源的配合使用将有助于减少排放，且无需民众作出不可行的经济牺牲。

http://auto.youth.cn/xw/202303/t20230302_14355839.htm

巴西出台燃油税临时措施，规定原油出口税率为 9.2%

当地时间 2 月 28 日，巴西政府颁布了为期 120 天的燃油税临时措施。从 3 月 1 日起到 6 月底，在巴西出售的每升汽油和每升乙醇燃料将分别被征收 0.47 雷亚尔（1 雷亚尔约合 1.33 元人民币）和 0.02 雷亚尔的税项。此外，巴西政府还决定针对巴西的原油出口征收 9.2% 的税收，以鼓励本国公司在巴西境内进行石油炼化活动。据悉，这些临时措施在 6 月底到期之后，巴西国会将决定是否将临时措施变为正式法规。

https://m.gmw.cn/2023-03/01/content_1303298357.htm

俄罗斯能源部批准了监测俄罗斯石油出口价格的新程序

俄罗斯能源部 3 月 1 日发布公告表示，该部批准了监测俄罗斯石油出口价格的新程序。为落实俄罗斯总统普京就不友好国家对俄石油及石油产品出口实施价格上限采取特别经济措施的总统令，俄能源部制定了相关命令，并已在俄司法部登记。

2022 年 12 月，俄罗斯总统普京签署了一项关于就西方对俄罗斯石油实施价格上限采取反制措施的总统令。总统令中指出，如供销合同中以直接或间接方式使用价格上限机制，则禁止向外国法人和自然人供应俄罗斯石油和石油产品。该总统令自 2023 年 2 月 1 日起生效，有效期至 2023 年 7 月 1 日。

俄罗斯能源部部长舒利吉诺夫表示，新的石油价格监测程序可以监测俄罗斯石油销售的真实成本，确保俄石油不会因不友好国家引入的价格上限而降价销售。监测程序将使用圣彼得堡国际商品原料交易所（SPIMEX）、国际能源及大宗商品价格评估机构阿格斯（Argus Media）和俄联邦海关总署提供的数据。

<https://mp.weixin.qq.com/s/EUlrVhXAz6NpDOu2fjhOwQ>

国际能源署：欧洲去年从美国进口液化天然气总量飙升

当地时间 2 月 28 日，国际能源署发布报告称，由于俄罗斯天然气受制裁，欧洲国家从俄罗斯进口天然气总量下降，欧洲国家去年液化天然气进口量飙升 63%。报告称，欧洲国家去年液化气进口量增加 660 亿立方米，其中三分之二来自美国。

此前有媒体披露，俄乌冲突的始作俑者美国在对欧出口液化气方面大赚特赚，美国在对欧洲出口液化气的过程中，每艘大型运输船都能赚取上亿美元的暴利收入。受此影响，国际能源署公布的天然气市场分析显示，尽管去年全球天然气销量仅增长 5.5%，但是全球液化气销售额却翻了一倍，达到约 4500 亿美元。

<https://m.gmw.cn/baijia/2023-03/02/1303299075.html>

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

美国加州冬季风暴肆虐，超 7.5 万用户断电

据央视新闻，美国冬季风暴仍在持续。受冬季风暴影响，常年以温暖著称的美国加利福尼亚州经历了罕见的寒冷天气和降雪。

截至本月 1 日，加州的降雪量已经超过了 213 厘米。厚厚的积雪给当地居民的生活带来了诸多不便，道路因积雪无法通行，超过 7.5 万个家庭和企业因此断电。

美国国家气象局发布了针对加州北部地区的冬季风暴警告，建议当地居民非必要不要出行。气象部门预计，此次冬季风暴带来的降雪将一直持续到本月 6 日。

<https://finance.sina.com.cn/jjxw/2023-03-04/doc-imyiseuh1390411.shtml>

6、风险提示

- (1) 地缘风险可能恶化，将导致传统能源品市场价格波动；
- (2) 欧美新能源政策推进速度可能不及预期，加剧对传统能源的依赖，传统能源品价格不确定性可能增强；
- (3) 欧洲电力市场改革进展若较慢或出现负面因素，可能加剧传统能源品市场价格波动。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业 的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话： 021-63325888

传真： 021-63326786

网址： www.dfq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。