

石油化工行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

石油化工组

分析师：许隽逸（执业 S1130519040001） 分析师：陈律楼（执业 S1130522060004）

xujunyi@gjzq.com.cn

chenlou@gjzq.com.cn

80 美金油价保底？

事件

近日欧佩克+宣布自5月起额外自愿减产超过160万桶/日，并维持产量配额至2023年底。其中沙特自愿减产50万桶/日；俄罗斯自愿减产50万桶/日；伊拉克自愿减产21.1万桶/日；阿联酋自愿减产14.4万桶/日；科威特自愿减产12.8万桶/日；哈萨克斯坦自愿减产7.8万桶/日；阿尔及利亚自愿减产4.8万桶/日；阿曼自愿减产4万桶/日。

事件点评

1、OPEC 额外自愿减产，高油价诉求显著。2023年年初OPEC+计划维持2022年计划的200万桶/天原油减产计划至2023年底，伴随市场对于金融危机的担忧，原油价格一度跌至73美元/桶后有所回升。在此情景下，OPEC+重点产油国宣布在2022年底决定减产配额基础上额外从5月开始减产超160万桶/天原油产量，并维持至2023年底。参考重点产油国2月原油产量与5月生产配额差异，2023年5月起预计OPEC+重点产油国实际减产或达111.5万桶/天，OPEC+在油价跌破80美金/桶后提出额外自愿减产计划，高油价诉求较为显著。

2、海外出行强度维持稳健，印度复苏远超预期。通过对欧美区域及重点国家的出行指数追踪，当前欧美出行指数依然维持历史相对高位，整体优于2020-2022年出行水平，暂未出现市场对于衰退预期带来的需求减少，欧美发达国家当前原油消费需求整体维持稳健，而亚太区域的印度出行强度已恢复至19年同期，远超预期。

3、中国出行&航空持续恢复，需求有望边际增加。2023年春节过后我国公路出行强度持续复苏，带动汽油消费需求上涨，2023年2月我国汽油表观消费量为354.13万桶/天，环比增加12.85%，近五年内仅低于2021年同期水平。当前航空出行指数持续恢复，国内航班出行指数已超过2019年同期水平，自中国始发的国际航班仍处于恢复初期，但相较于2020-2022年显著恢复，伴随着国际航空出行指数的持续恢复，中国航空煤油消费有望持续复苏。伴随着经济活跃度的恢复，中国出行以及航空指数持续恢复，中国原油消费需求有望边际增加。OPEC+原油供应自2023年5月开始出现边际减少，欧美出行维持稳健，中国原油需求有望伴随经济恢复边际增加，全球原油价格中枢有望上抬，持续维持中高位震荡。

4、页岩油增产乏力，欧美对冲减产的手段几乎用尽。根据我们的监测，2023年3月美国原油产量为1122.81万桶/天，相比2月份增加0.02%，严重低于预期，且美国页岩油核心产品Permian钻机数已经连续数月维持在350台左右，未有明显增量，且2022年底阶段美国新钻井数持续恢复，但完井数并未出现显著增长，美国页岩油完井环节或存在产能瓶颈，2023年美国原油供应边际增量或相对有限。与此同时，美联储加息或接近尾声，且美国原油战略储备已经降至3.72亿桶，继续抛储对美国能源安全负面影响极大。

风险提示

(1) 地缘政治事件造成供应端不确定性的风险；(2) OPEC+减产执行强度不及预期风险；(3) 加息超预期抑制终端需求的风险；(4) 卫星定位跟踪数据误差对结果产生影响的风险；(5) 其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响的风险；(6) 模型拟合误差对结果产生影响；(7) 其他不可抗力因素

内容目录

1、OPEC+额外自愿减产，高油价诉求显著.....	4
2、海外出行强度维持稳健，印度复苏远超预期.....	12
3、中国出行&航空逐步恢复，需求或边际增长.....	13
4、页岩油增产乏力，欧美对冲减产的手段几乎用尽.....	16
5、风险提示.....	20

图表目录

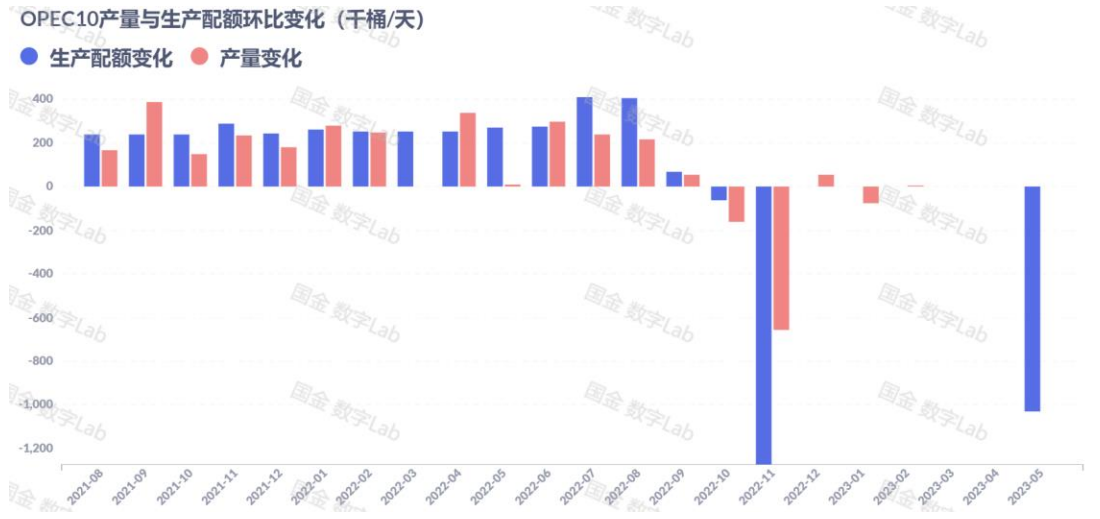
图表 1： OPEC10 生产配额环比减少 103.1 万桶/天.....	4
图表 2： OPEC+原油生产配额减少 164.9 万桶/天.....	4
图表 3： 5 月起 OPEC+原油减产超过 160 万桶/日.....	5
图表 4： 2023 年 3 月全球原油产量环比减少 1.12%.....	5
图表 5： 2023 年 3 月 OPEC 原油产量环比减少 0.11%.....	6
图表 6： 2023 年 3 月俄罗斯原油产量环比减少 7.50%.....	6
图表 7： 2 月 OPEC10 原油产量（千桶/天）.....	7
图表 8： OPEC10 在 2 月的原油产量与 5 月配额差额（千桶/天）.....	7
图表 9： OPEC10 实际减产量测算（千桶/天）.....	8
图表 10： 2 月 Non-OPEC 原油产量（千桶/天）.....	8
图表 11： Non-OPEC 在 2 月的原油产量与 5 月配额差额（千桶/天）.....	9
图表 12： Non-OPEC 实际减产量测算（千桶/天）.....	9
图表 13： OPEC+实际减产量为 111.5 万桶/天.....	10
图表 14： OPEC 在 2023 年原油边际供应增量较为有限.....	10
图表 15： 2023 年 2 月 OPEC 原油出口量为 22.59 百万桶/天.....	11
图表 16： 2023 年俄罗斯原油对外供应量或出现边际减少.....	11
图表 17： 2023 年 2 月俄罗斯原油出口量为 4.58 百万桶/天.....	11
图表 18： 北美出行指数.....	12
图表 19： 欧洲出行指数.....	12
图表 20： 美国出行指数.....	12
图表 21： 法国出行指数.....	12
图表 22： 德国出行指数.....	12
图表 23： 英国出行指数.....	12
图表 24： 西班牙出行指数.....	12
图表 25： 意大利出行指数.....	12

图表 26: 亚洲出行指数.....	13
图表 27: 大洋洲出行指数.....	13
图表 28: 印度出行指数.....	13
图表 29: 泰国出行指数.....	13
图表 30: 日本出行指数.....	13
图表 31: 菲律宾出行指数.....	13
图表 32: 2023 年公路出行强度持续复苏.....	14
图表 33: 汽油表观消费量环比增加 12.85%.....	14
图表 34: 国内航空出行持续复苏.....	15
图表 35: 国际航空出行持续复苏.....	15
图表 36: 航煤表观消费量环比增加 19.35%.....	16
图表 37: 通胀在各能源供应商财报出现次数大幅上升.....	16
图表 38: 能源通胀与资本开支增长接近, 限制美国原油产量增长.....	17
图表 39: 2023 年 3 月美国原油产量环比增加 0.02%.....	17
图表 40: 美国 Permian 产区活跃钻机数.....	17
图表 41: 美国页岩油核心产区新钻井单井产量持续滑坡.....	18
图表 42: 美国完井环节或存在产能瓶颈.....	18
图表 43: 2023 年 2 月美国原油出口量为 3.96 百万桶/天.....	19
图表 44: 美国原油库存最近一周出现下跌.....	19
图表 45: 美国商业原油库存.....	19
图表 46: 当前美国原油战略储备为 3.72 亿桶.....	20

1、OPEC+额外自愿减产，高油价诉求显著

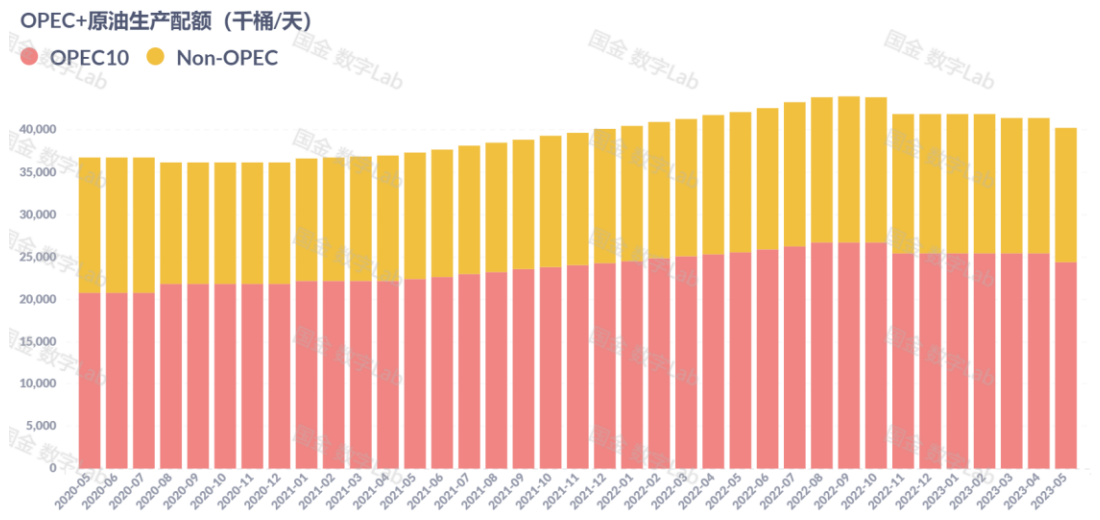
近期欧佩克+宣布石油减产超过 160 万桶/日。沙特自愿减产 50 万桶/日；俄罗斯自愿减产 50 万桶/日；伊拉克自愿减产 21.1 万桶/日；阿联酋自愿减产 14.4 万桶/日；科威特自愿减产 12.8 万桶/日；哈萨克斯坦自愿减产 7.8 万桶/日；阿尔及利亚自愿减产 4.8 万桶/日；阿曼自愿减产 4 万桶/日。减产时间均从 5 月开始，持续到 2023 年底。

图表1：OPEC10 生产配额环比减少 103.1 万桶/天



来源：OPEC，国金数字未来 Lab，国金证券研究所

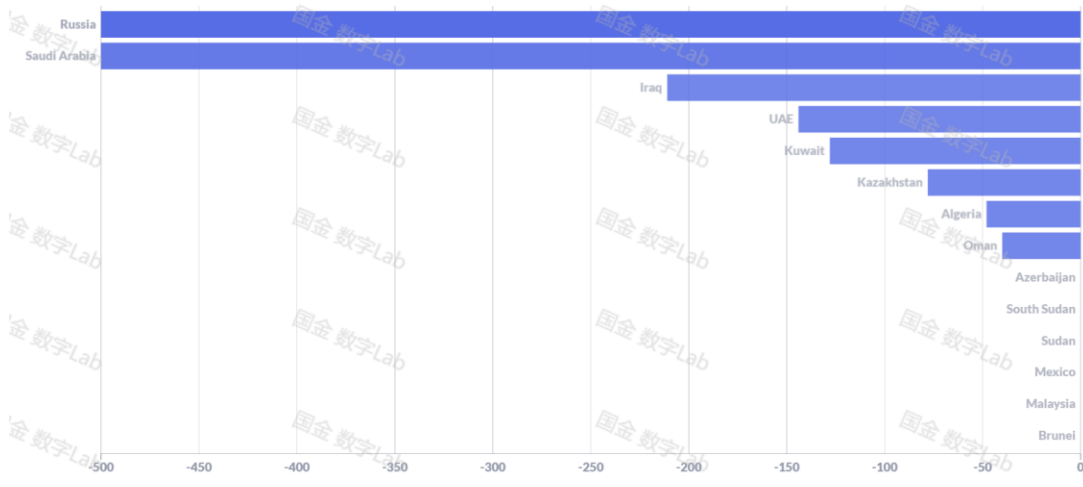
图表2：OPEC+原油生产配额减少 164.9 万桶/天



来源：OPEC，国金数字未来 Lab，国金证券研究所

图3: 5月起 OPEC+原油减产超过 160 万桶/日

OPEC+成员国2-5月生产配额变化 (万桶/天)

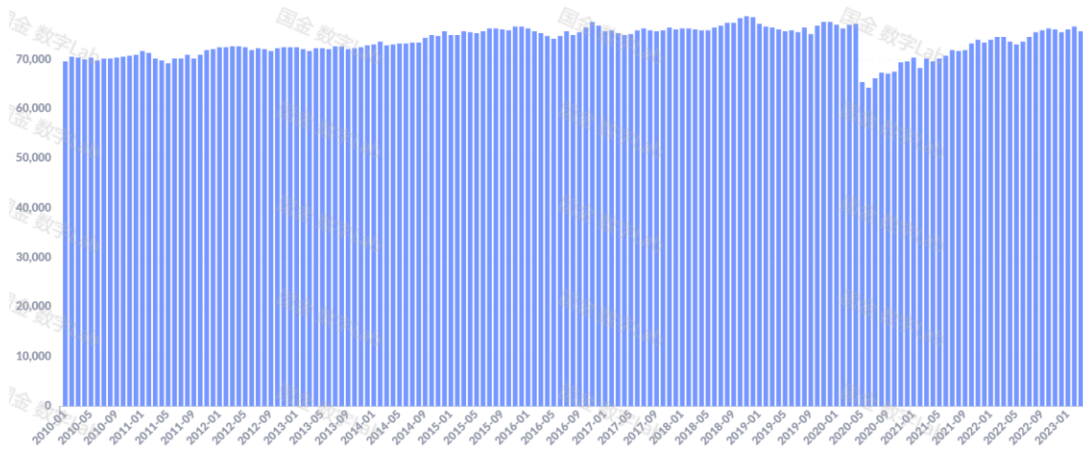


来源: OPEC, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

当前全球能源紧缺背景下，原油供应边际增量较为稳定。2023 年 3 月全球原油产量为 7572.96 万桶/天，相比 2 月份略有下降，全球原油产量持续维持稳定，但仍未达 2019 年产量峰值，考虑到 OPEC+重点产油国自 5 月起额外自愿减产，全球原油供应或出现边际减少。根据我们卫星大数据监测的初步测算，2023 年 3 月 OPEC 原油产量或为 2868.00 万桶/天左右，相比 2 月份减少 0.11%；3 月俄罗斯原油产量为 923.54 万桶/天，相比 2 月份减少 7.5%。

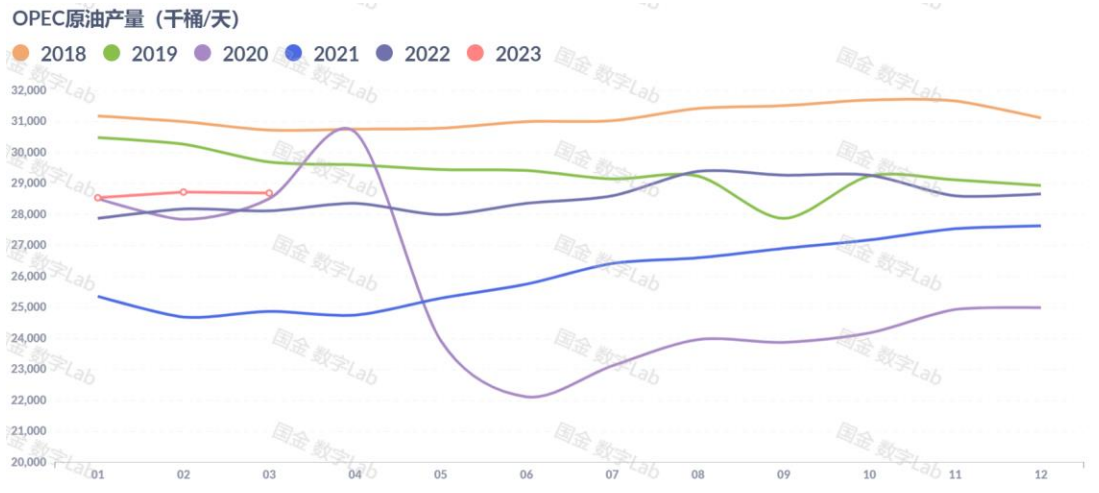
图4: 2023 年 3 月全球原油产量环比减少 1.12%

全球原油产量 (万桶/天)



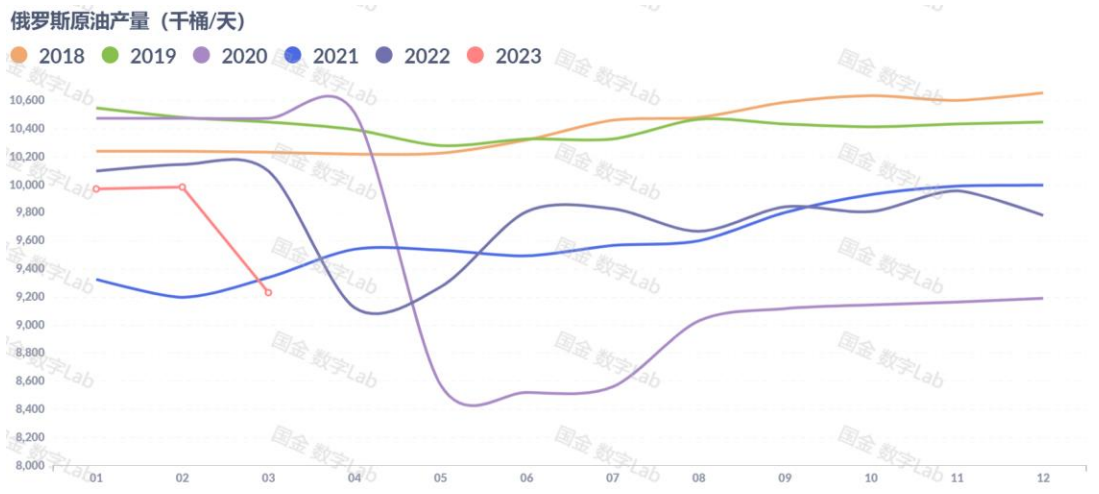
来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表5: 2023年3月OPEC原油产量环比减少0.11%



来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表6: 2023年3月俄罗斯原油产量环比减少7.50%

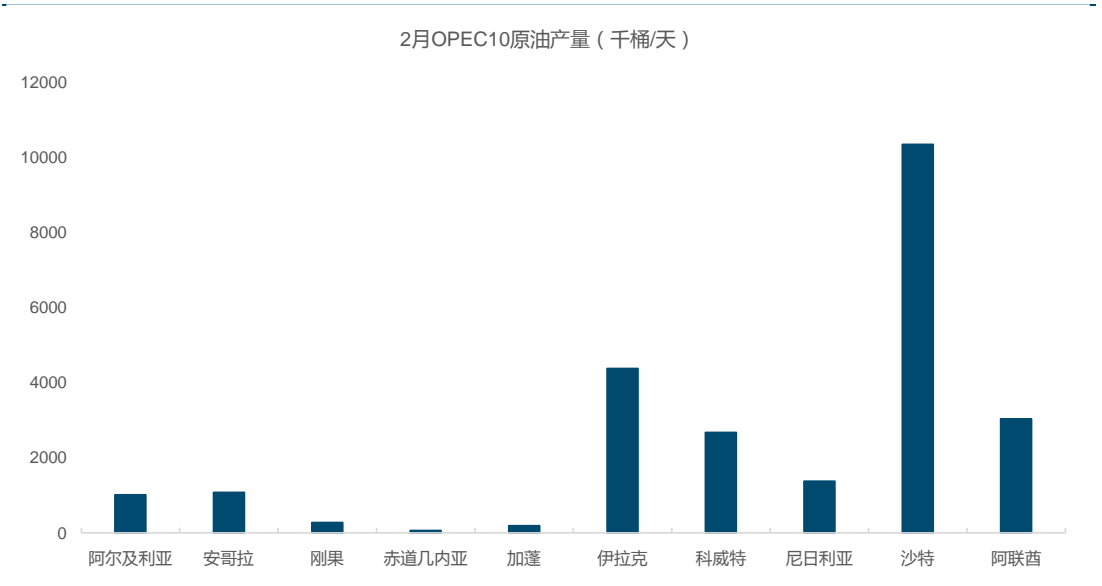


来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

通过对5月生产配额中的OPEC10和Non-OPEC最新原油产量数据的梳理,当前部分国家当前产量已处于低于5月生产配额状态,因而OPEC+的实际减产量不足165万桶/天。

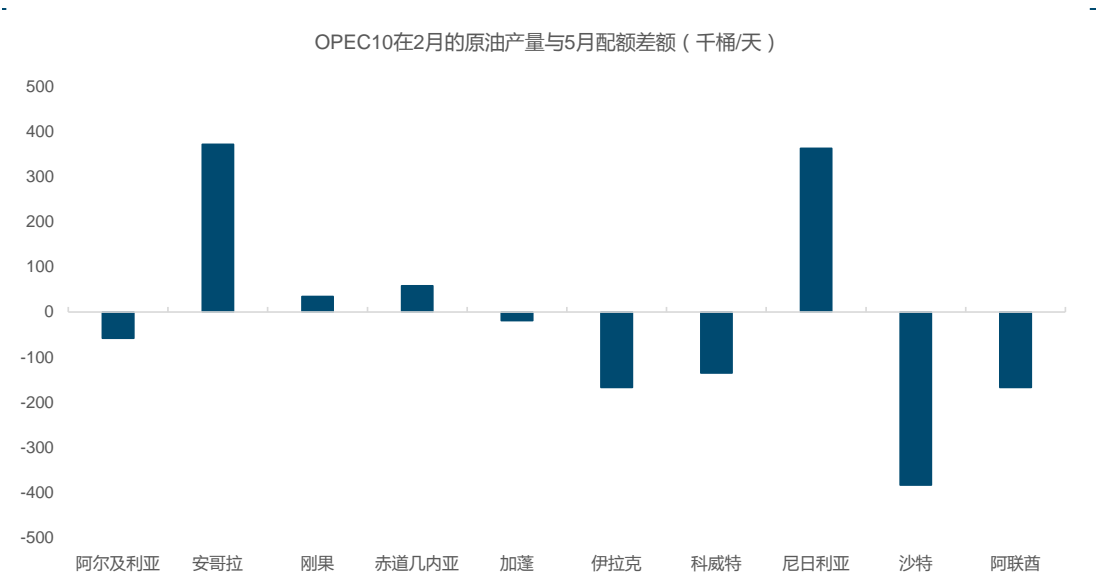
其中OPEC10大多数国家2月原油产量数据高于5月配额水平,是最新一轮的减产主力军,在仅考虑产量高于5月配额国家减产的情景下,OPEC10国家2月产量与5月生产配额差异约为92.9万桶/天。

图7: 2月 OPEC10 原油产量 (千桶/天)



来源: OPEC, Rystad Energy, 国金证券研究所

图8: OPEC10 在 2 月的原油产量与 5 月配额差额 (千桶/天)



来源: OPEC, Rystad Energy, 国金证券研究所

注: 负值代表 2 月产量大于 5 月产量配额, 需要进行减产。

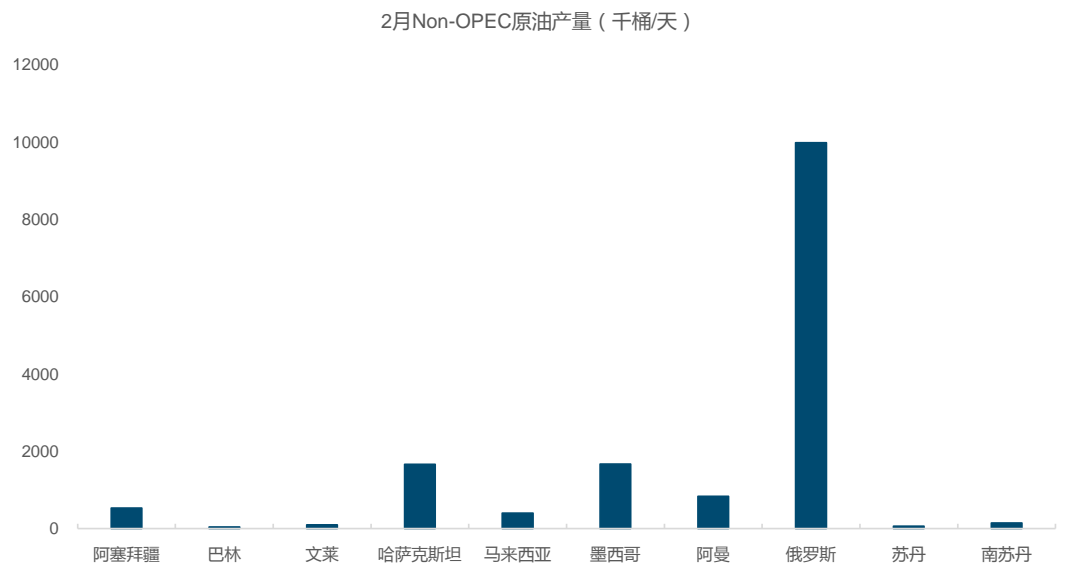
图9: OPEC10 实际减产量测算 (千桶/天)

OPEC10	2月产量 (千桶/天)	5月生产配额 (千桶/天)	2月产量与5月生产配额差额 (千桶/天)
阿尔及利亚	1017	959	-58
安哥拉	1084	1455	371
刚果	276	310	34
赤道几内亚	63	121	58
加蓬	196	177	-19
伊拉克	4387	4220	-167
科威特	2683	2548	-135
尼日利亚	1380	1742	362
沙特	10361	9978	-383
阿联酋	3042	2875	-167
合计实际减产量 (千桶/天) -仅考虑减产			-929

来源: OPEC, Rystad Energy, 国金证券研究所

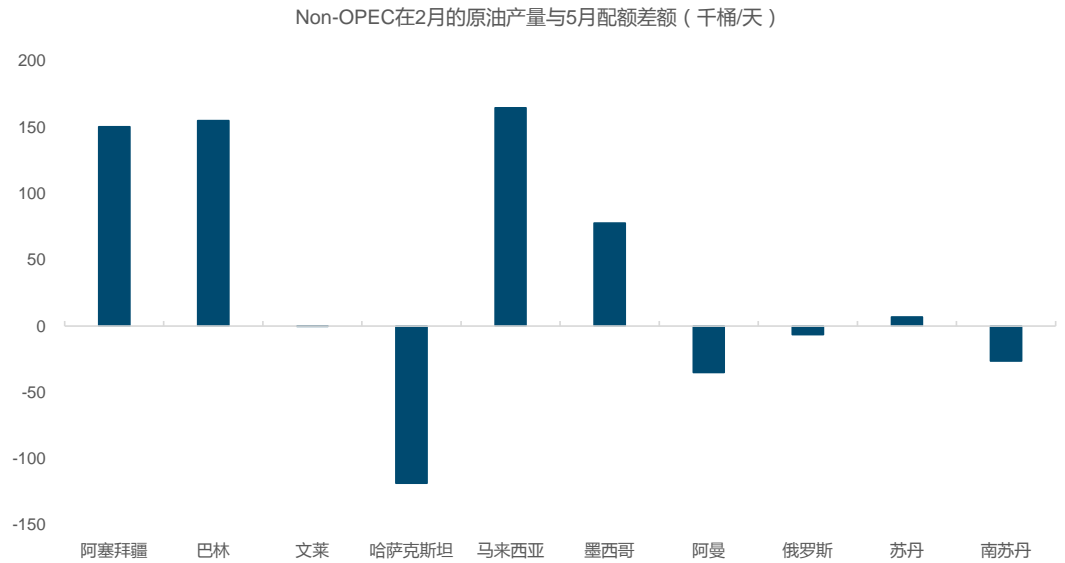
而 Non-OPEC 多个国家 2 月产量不及 5 月配额水平, 无法在新一轮减产周期实现实质性减产, 仅有哈萨克斯坦、阿曼、南苏丹、俄罗斯能提供少量的实质性减产, 合计 Non-OPEC 国家与 5 月生产配额差异约为 18.6 万桶/天。

图10: 2月 Non-OPEC 原油产量 (千桶/天)



来源: OPEC, Rystad Energy, 国金证券研究所

图表11: Non-OPEC 在 2 月的原油产量与 5 月配额差额 (千桶/天)



来源: OPEC, Rystad Energy, 国金证券研究所

注: 负值代表 2 月产量大于 5 月产量配额, 需要进行减产。

图表12: Non-OPEC 实际减产量测算 (千桶/天)

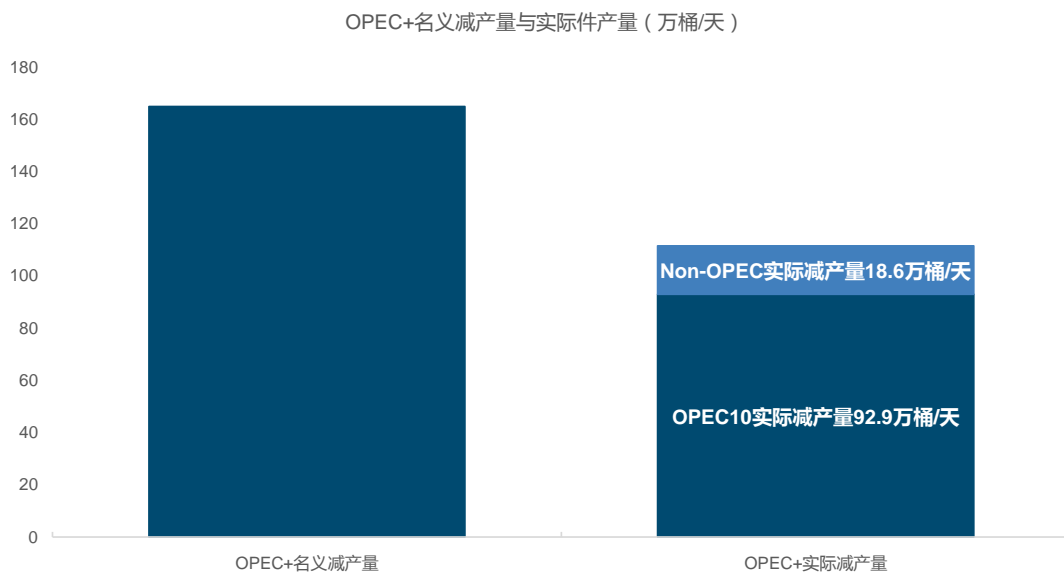
Non-OPEC	2月产量 (千桶/天)	5月生产配额 (千桶/天)	2月产量与5月生产配额差额 (千桶/天)
阿塞拜疆	534	684	150
巴林	41	196	155
文莱	97	97	0
哈萨克斯坦	1669	1550	-119
马来西亚	402	567	165
墨西哥	1675	1753	78
阿曼	836	801	-35
俄罗斯	9984	9978	-6
苏丹	65	72	7
南苏丹	150	124	-26
合计实际减产量 (千桶/天) -仅考虑减产			-186

来源: OPEC, Rystad Energy, 国金证券研究所

注: 俄罗斯减产自 3 月份已经开始, 预计持续到 2023 年底。

OPEC10 预计实质性减产量为 92.9 万桶/天, Non-OPEC 国家预计实质性减产量为 18.6 万桶/天, 合计 3-5 月份 OPEC+实质性减产量约为 111.5 万桶/天。OPEC+在原油价格出现下滑情景下提出额外自愿减产计划, 高油价诉求较为显著。

图表13: OPEC+实际减产量为111.5万桶/天

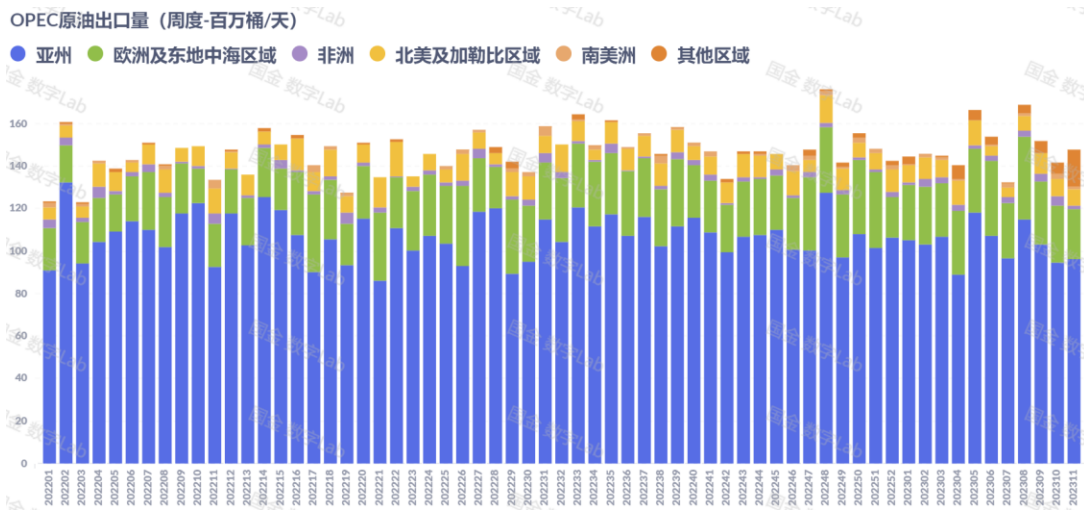


来源: OPEC, Rystad Energy, 国金证券研究所

当前 OPEC 原油对外出口量基本恢复至 2019 年疫情前水平, 伴随 OPEC 计划维持 200 万桶/天的原油减产配额及最新重点产油国自 5 月起至 2023 年年底的额外自愿减产, OPEC 原油出口或边际减少。俄罗斯原油供应自 2022 年开始逐步增加对亚洲供应量, 而减少欧洲供应量, 实际对外原油供应并未出现显著下滑, 基本维持在历史中高位水平, 但考虑到俄罗斯宣布 3 月减产 50 万桶/天并维持至 2023 年底, 后续俄罗斯原油对外供应量或出现边际减少。

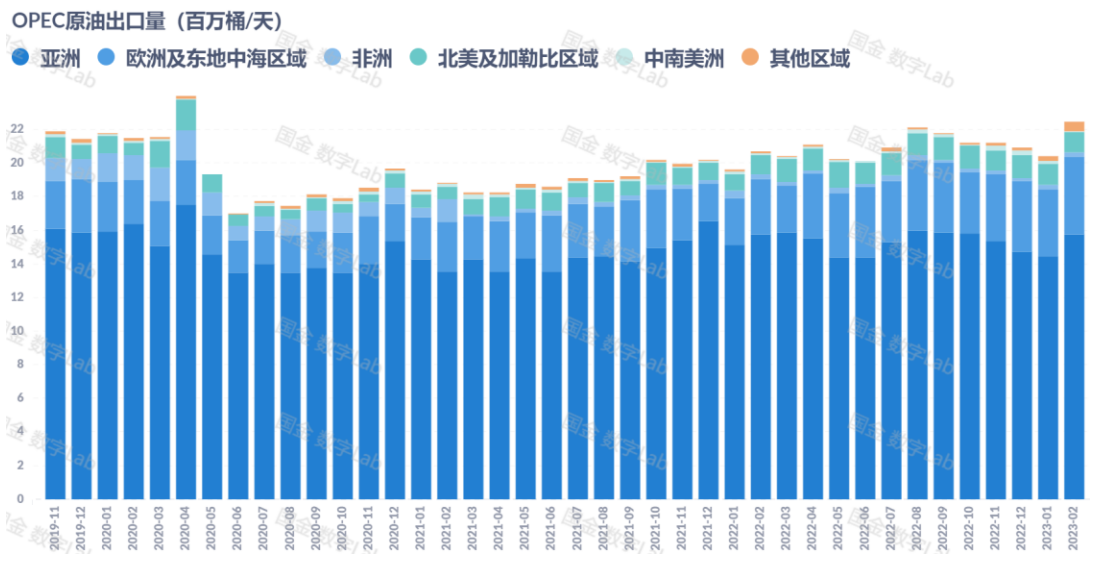
2023 年 2 月 OPEC 原油出口量为 22.59 百万桶/天, 同比增加 9.03%; 俄罗斯 2 月原油出口量为 4.58 百万桶/天, 同比增加 3.01%。

图表14: OPEC 在 2023 年原油边际供应增量较为有限



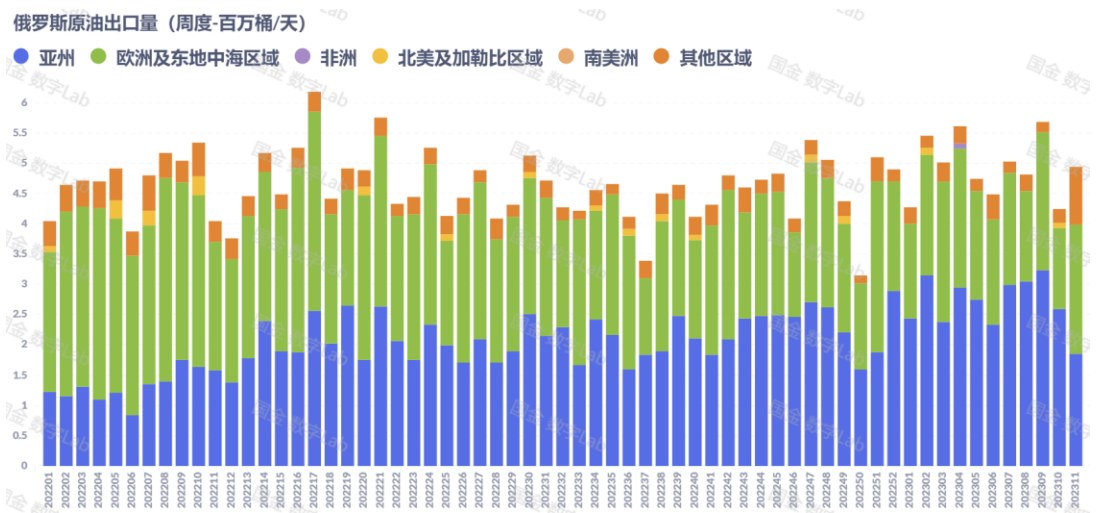
来源: Refinitive, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表15: 2023年2月OPEC原油出口量为22.59百万桶/天



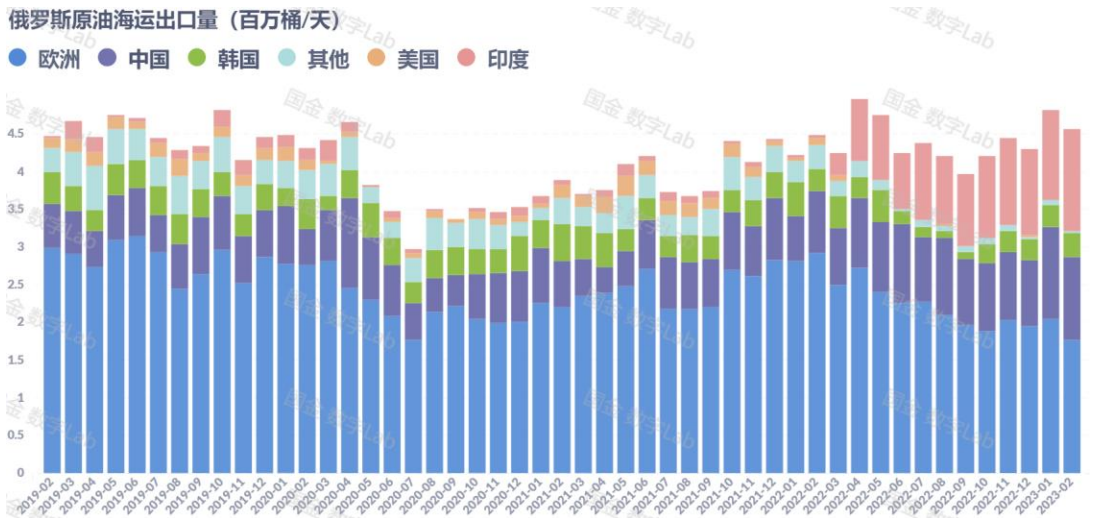
来源: Refinitive, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表16: 2023年俄罗斯原油对外供应量或出现边际减少



来源: Refinitive, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表17: 2023年2月俄罗斯原油出口量为4.58百万桶/天



来源: Refinitive, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

2、海外出行强度维持稳健，印度复苏远超预期

美联储连续 9 次加息，市场存在较为显著的需求悲观预期，但整体海外出行强度持续维持复苏趋势，2023 年第一季度欧美出行指数基本维持或高于 2021-2022 年同期水平，伴随美联储加息结束，需求预期回暖，海外原油需求或将持续维持较为稳健的态势。

图表 18: 北美出行指数



来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表 19: 欧洲出行指数



来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表 20: 美国出行指数



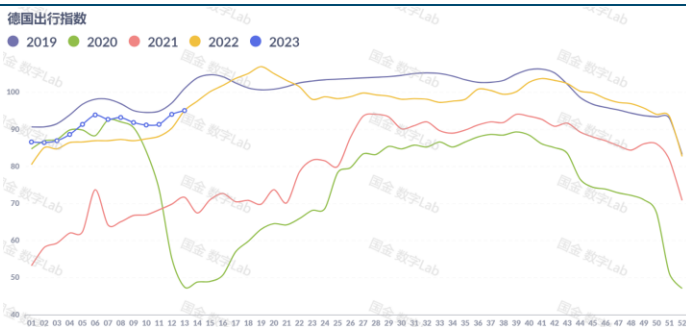
来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表 21: 法国出行指数



来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表 22: 德国出行指数



来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表 23: 英国出行指数



来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表 24: 西班牙出行指数



来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表 25: 意大利出行指数



来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

东南亚及其他重点亚太国家出行强度持续维持强劲的恢复态势，其中印度出行强度已恢复

至 2019 年同期水平，远超预期，其余重点亚太国家出行强度也仅次于 2019 年同期水平，亚太地区出行强度恢复持续强劲或将推动亚太地区各类油品边际需求持续增加。

图表26: 亚洲出行指数



来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表27: 大洋洲出行指数



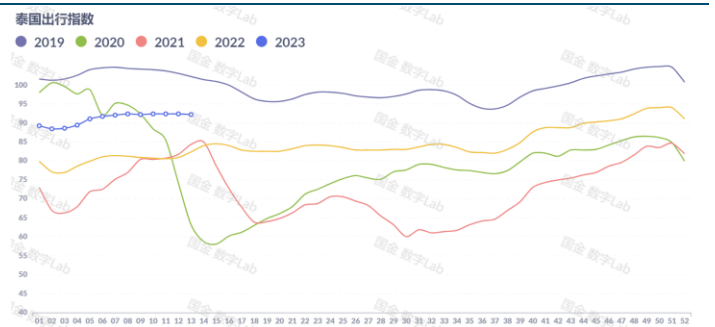
来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表28: 印度出行指数



来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表29: 泰国出行指数



来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表30: 日本出行指数



来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表31: 菲律宾出行指数

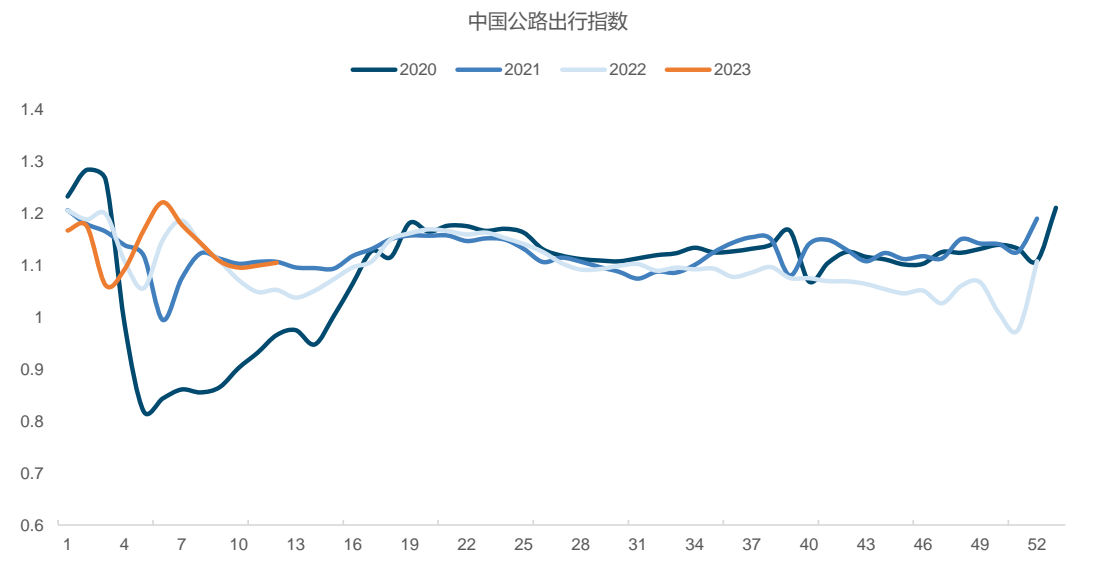


来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

3、中国出行&航空逐步恢复，需求或边际增长

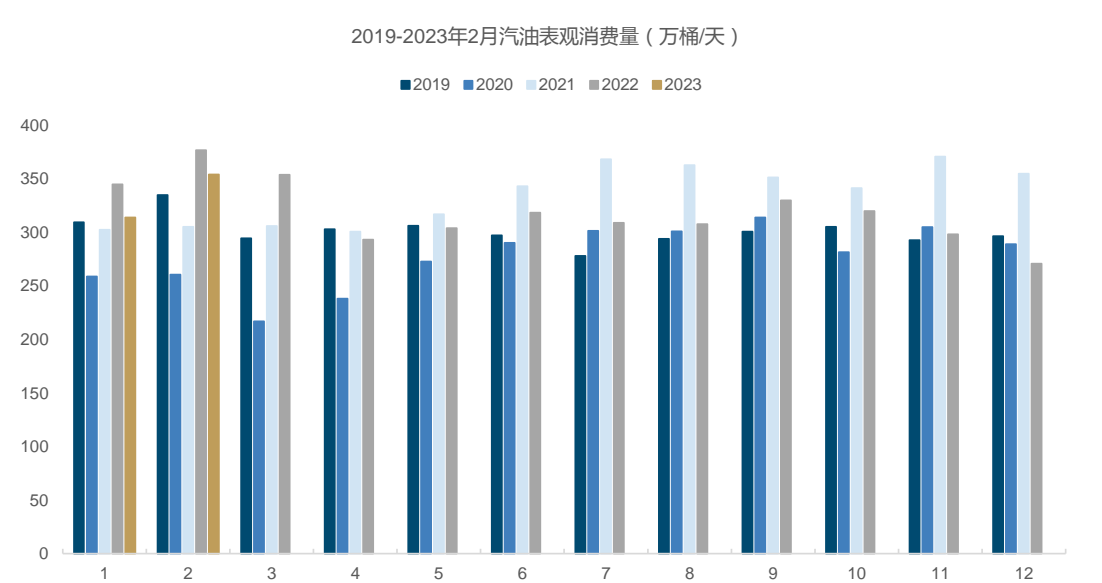
2023 年我国出行强度持续复苏，成品油消费需求或将显著改善。2023 年春节过后我国公路出行强度持续复苏，带动汽油消费需求上涨，2023 年 2 月我国汽油表观消费量为 354.13 万桶/天，环比增加 12.85%，近五年内仅低于 2021 年同期水平。

图表32: 2023年公路出行强度持续复苏



来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

图表33: 汽油表观消费量环比增加 12.85%



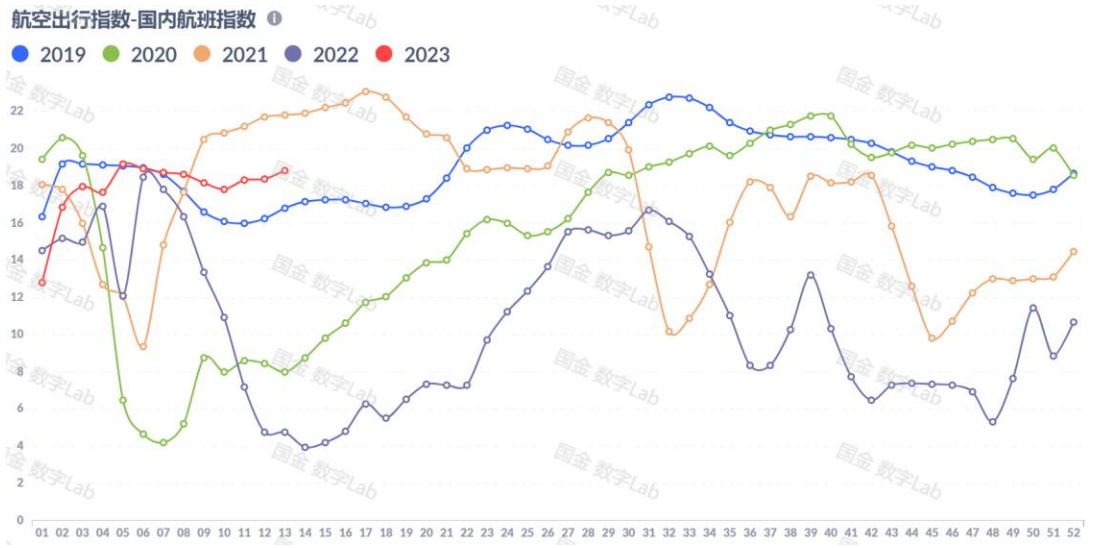
来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

注: 汽油桶吨比按 8.73 计算。

当前航空出行指数持续恢复, 国内航班出行指数已超过 2019 年同期水平, 自中国始发的国际航班仍处于恢复初期, 但相较于 2020-2022 年显著恢复, 伴随着国际航空出行指数的持续恢复, 中国航空煤油消费有望持续复苏。

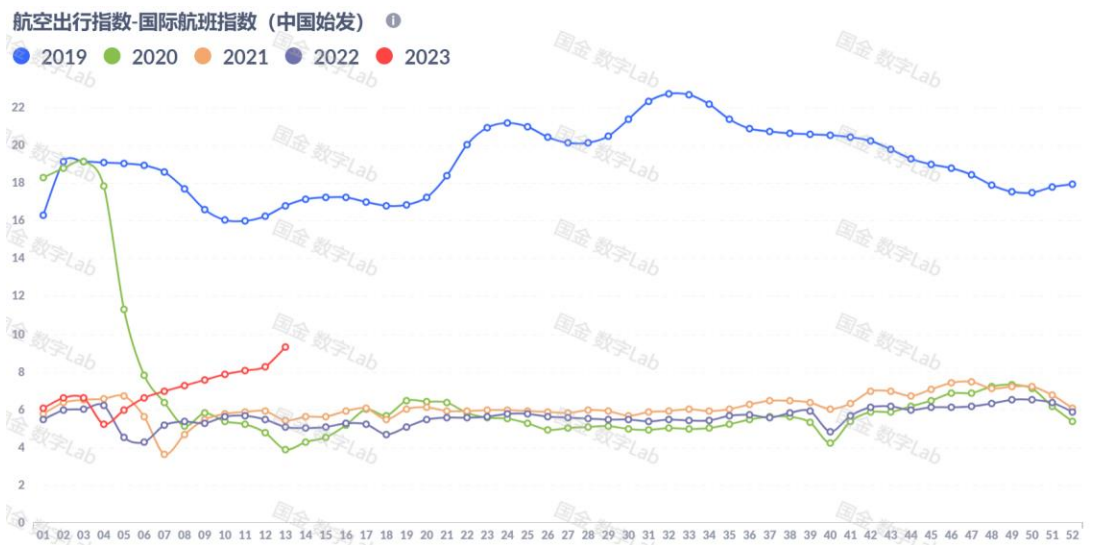
航空出行持续复苏, 航煤消费需求预期提升明显。2023 年 2 月我国航煤表观消费量为 61.41 万桶/天, 环比增加 19.35%, 已恢复至 2022 年同期水平。

图表34: 国内航空出行持续复苏



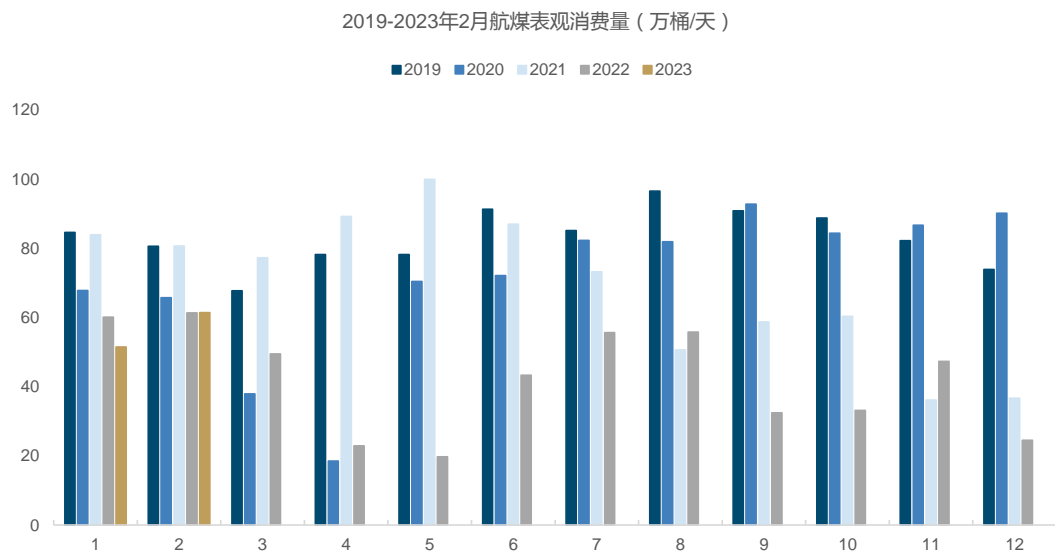
来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表35: 国际航空出行持续复苏



来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表36: 航煤表观消费量环比增加19.35%



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

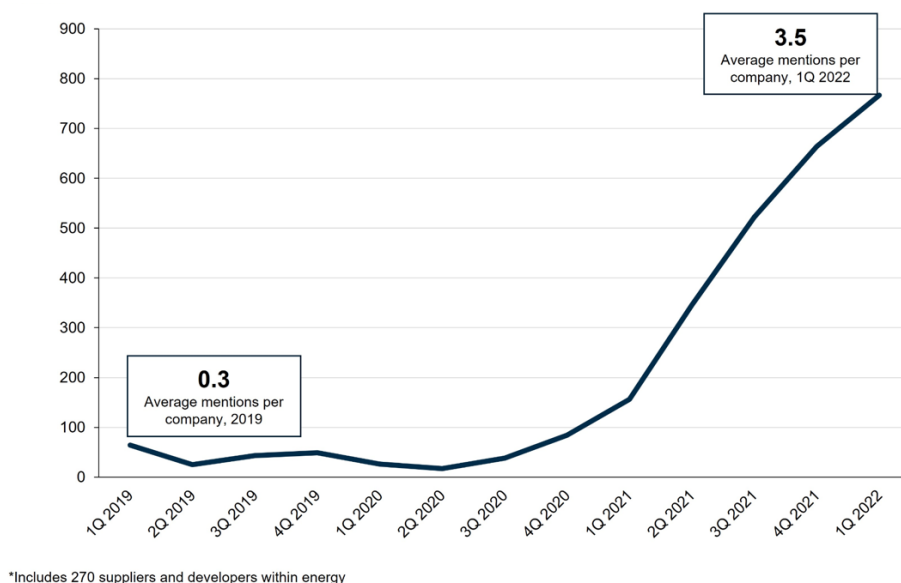
注: 航煤桶吨比按 7.85 计算。

伴随疫情政策放开后交通出行用油需求大幅提升, 我国成品油消费需求显著提升, 带动原油消费边际出现显著增量, 与此同时欧美出行强度持续维持稳健态势, 全球原油需求或将存在边际增加可能。叠加全球原油供给偏紧, OPEC+对全球原油市场的供应或有边际减少, 油价中枢有望获得上升支撑动力。

4、页岩油增产乏力, 欧美对冲减产的手段几乎用尽

2023年3月美国原油产量为1122.81万桶/天, 相比2月份增加0.02%。我们要说明的是, 虽然2022年美国油气企业资本开支增长较为显著, 但受制于能源通胀高企带动原油开采成本上升, 实际原油产量边际增量较为有限。当前, 美国页岩油核心产品 Permian 产区钻机数已经连续数月维持在350台左右, 未有明显增量, 且2022年底阶段美国新钻井数持续恢复, 但完井数并未出现显著增长, 美国页岩油完井环节或存在产能瓶颈, 2023年美国原油供应边际增量或相对有限。

图表37: 通胀在各能源供应商财报出现次数大幅上升



来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

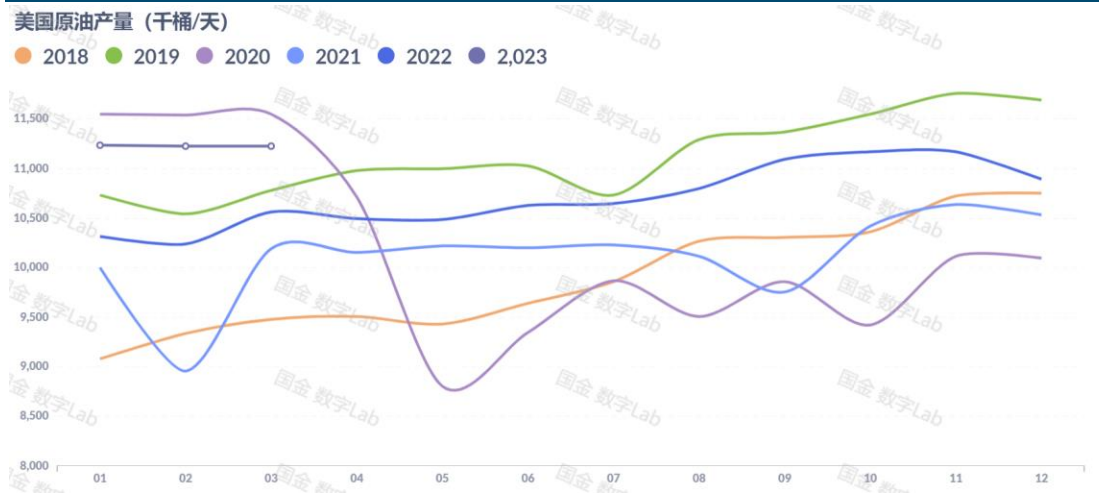
图表38: 能源通胀与资本开支增长接近, 限制美国原油产量增长

Sector	Investment growth	Inflation growth
Upstream O&G	High	High
Midstream & downstream	Modest	High
Solar	High	Very high
Onshore wind	High	High
Offshore wind	High*	Very high
Hydrogen	Very high	High
Batteries	Very high	Extremely high
CCS	Very high	Very high

Extremely high: >50%
Very high: 20-50%
High: 5-20%
Modest: 0-5%

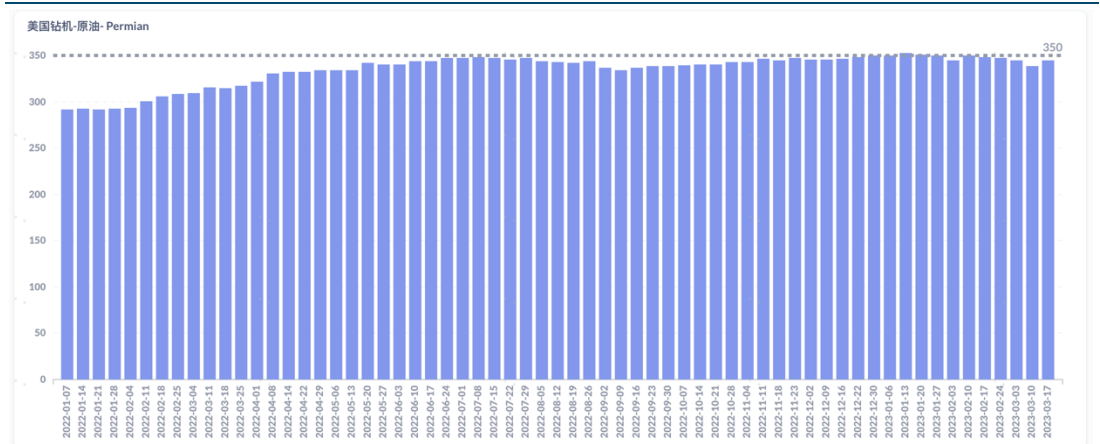
来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表39: 2023年3月美国原油产量环比增加0.02%



来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表40: 美国 Permian 产区活跃钻机数



来源：Baker Hughes, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表41：美国页岩油核心产区新钻井单井产量持续滑坡



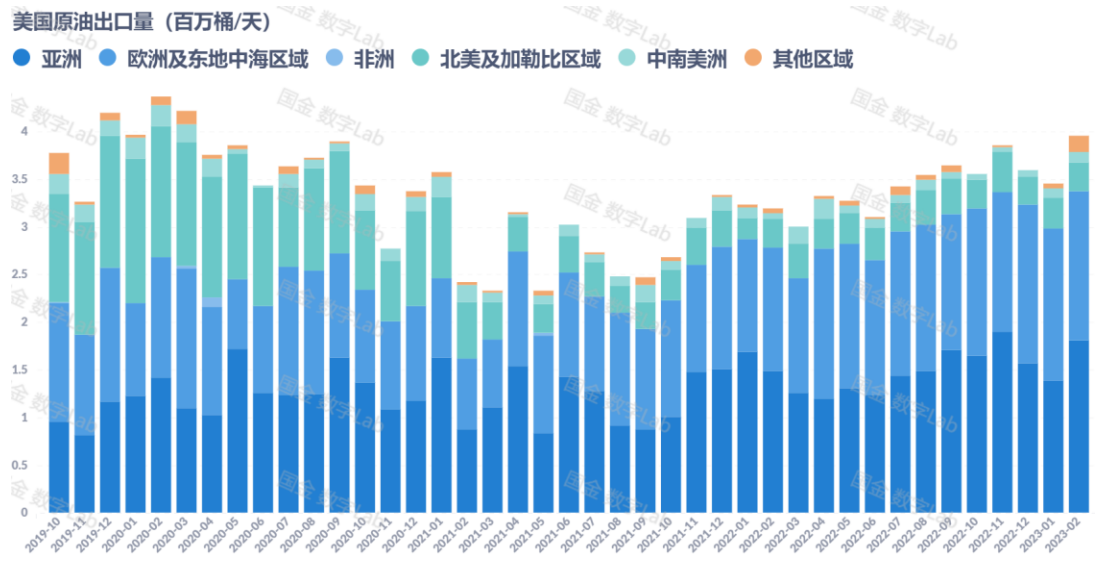
来源：EIA, 国金证券研究所

图表42：美国完井环节或存在产能瓶颈



来源：EIA, 国金证券研究所

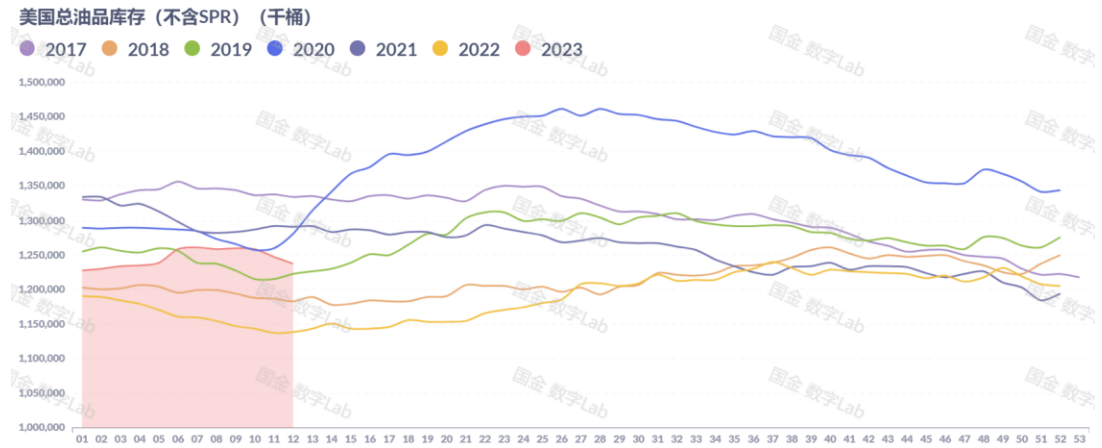
图表43: 2023年2月美国原油出口量为3.96百万桶/天



来源: Refinitive, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

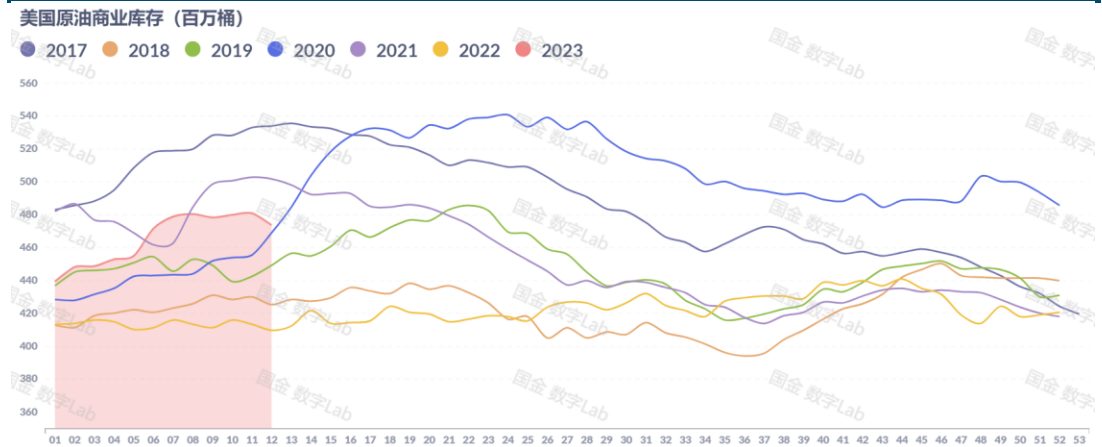
当前美国原油战略储备为 3.72 亿桶, 为 1983 年 12 月至今近 40 年以来最低水平, 继续抛储对美国能源安全负面影响极大。

图表44: 美国原油库存最近一周出现下跌



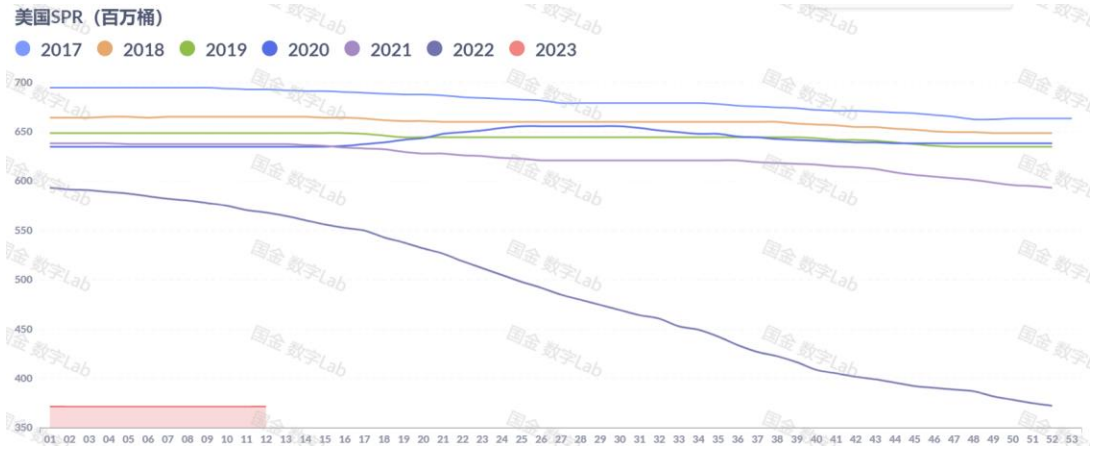
来源: EIA, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表45: 美国商业原油库存



来源: EIA, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表46：当前美国原油战略储备为3.72亿桶



5、风险提示

- 1 俄乌局势变化、伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件造成供应端不确定性的风险：伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件或造成原油供应端的不确定性，俄乌局势变化或造成俄罗斯对欧洲天然气、原油、煤炭等多种化石能源供应端存在不确定性风险。
- 2 OPEC+减产执行强度不及预期风险：OPEC+减产计划是全球原油供应边际减少重大影响因素，假使OPEC+减产执行力度不及预期，或影响当前供应端测算结果。
- 3 加息超预期抑制终端需求的的风险：美联储加息或带动美元指数走强，而美元指数与原油价格通常为负相关走势，假使美联储加息或对原油价格产生扰动。欧洲央行加息或在一定程度上抑制能源需求。
- 4 卫星定位跟踪数据误差对结果产生影响的风险：卫星数据误差包括与卫星定位直接有关的定位误差，以及与卫星信号传播和接收有关的系统误差。
- 5 其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响的风险：由于第三方数据来源涉及联合国，各类商业机构，各国政府组织等，数据准确程度不一，从而有可能出现误差。
- 6 模型拟合误差对结果产生影响：由于数据体量较大，且数据并非完美，而模型也无法做到完美捕捉数据本身，从而导致误差。
- 7 其他不可抗力因素。

行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402