

2023 年 05 月 17 日
航运

ESSENCE

行业动态分析

证券研究报告

海外油轮公司 2023 年一季报总结：行业景气向上，分红回购持续

截至 5 月 16 日，大部分海外油轮公司已发布 2023 年一季报。选取已发布业绩的 7 家公司，总结海外油轮公司一季报业绩及各公司表述，行业景气向上逻辑不变：

一季度业绩符合运价趋势，二季度锁价可观：2023Q1 各公司收入及利润表现基本符合运价变动趋势，7 家公司平均营收 2.92 亿美元，环比-12.57%，优于行业运价指数表现；7 家公司平均净利润 1.35 亿美元，环比-21.54%。当前净利润整体仍处于高位，呈现出淡季不淡特征。2023Q2 已锁定运价可观，其中原油锁定运价环比提升，成品油锁价基本持平。二季度即使即期运价淡季下滑，高锁定运价及锁定比例仍保障良好盈利水平。

需求向好，中国恢复超预期，下半年将逐渐进入旺季：1) 根据 IEA 月报，中国恢复超出预期，上调 2023 全年预测，下半年全球石油需求有望持续复苏。2) 预计 4 月炼厂检修产能达到高峰，5-7 月持续下降。由于上半年需求较弱，炼厂裂解价差持续下滑，炼厂检修节奏有所前移，看好检修减少后运输需求回升。3) 今年以来欧洲成品油库存高企，制裁后欧洲成品油进口量显著下滑，3-4 月库存持续消耗。5 月 ARA 柴油库存迎来拐点，看好欧洲成品油进口恢复。**2 月制裁落地后，成品油运距拉长逻辑逐步兑现：**目前已有超过 330 艘成品油轮运输俄油，占全球成品油轮的 11%。MR 运输俄油距离变化显著，2022 年 3 月至 2023 年 3 月，MR 运输俄油吨海里周转量增长三倍。

海外油轮公司资本计划仍围绕分红、回购、还债：一季度海外油轮公司资产负债率持续下降，两家公司发放特殊分红，DHT 更新回购计划，TNK 宣布 1 亿美元回购计划。**除现有订单外，各家海外公司均未有大量新增造船计划：**主要原因包括 1) 造船价高，2) 交付周期长，3) 技术路线不确定。电话会议中，多家公司均强调交付时间需等到 2026 年之后，环保新规下技术路线不确定等对造船意愿的影响，预计未来 2-3 年船队会出现负增长。

投资建议：

看好原油运价基本企稳，成品油运价持续回升，行业景气周期逻辑不变。1) 由于 OPEC+ 减产刺激，炼厂检修期到来，行业进入淡季，VLCC 运价高位回落，成品油运价企稳上涨。考虑减产及检修因素将逐渐减弱，中国引领全球需求回升，美国计划补充战略石油储备，供

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价（元） 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.6	-2.2	4.5
绝对收益	-4.3	-5.0	5.1

孙延 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040004

sunyan1@essence.com.cn

宋尚杰 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522050001

songsj@essence.com.cn

相关报告

原油运输深度：供需拐点已至，景气周期到来 2022-09-18

给新增交付即将快速减少，看好原油运价企稳。成品油制裁后真空期渡过，欧洲成品油进口开始回升，看好运价持续上行。2) 中期供需向好，行业景气周期明确：行业供给增长处历史低位，未来 20 岁以下运力供给将面临下滑，需求端疫情后自然复苏及补库存，叠加地缘冲突扰动带来运距拉长，景气周期明确。**重点推荐：中远海能、招商南油、招商轮船。**

目 风险提示：

海外经济衰退，油轮运输需求恢复不及预期；俄乌冲突地缘政治变化等不确定因素导致运距拉长取消；行业新增大量订单，且船台加速交付，供给超预期增长；假设不及预期。

目 录

1. 一季度随运价调整，海外油轮公司营收、净利环比下滑.....	4
2. 二季度锁定运价可观，供需持续向好.....	6
3. 资产负债率下降，分红、回购持续，造船订单仍将维持低位.....	9
4. 投资建议.....	11
5. 风险提示.....	12

目 录

图 1. BDTI 原油季度平均运价.....	4
图 2. BCTI 成品油季度平均运价.....	4
图 3. 2020-2023 海外油轮公司营业收入情况（亿美元）.....	5
图 4. 2020-2023 海外油轮公司净利润情况（亿美元）.....	6
图 5. 全球石油需求（百万桶/天）.....	7
图 6. OPEC 预测全球石油需求（百万桶/天）.....	7
图 7. 制裁前后俄罗斯成品油出口运输路线对比.....	7
图 8. 制裁前后欧洲成品油进口运输路线对比.....	7
图 9. MR 运输俄油距离变化.....	7
图 10. 欧洲 ARA 柴油库存情况.....	8
图 11. 2023 年炼厂检修情况.....	8
图 12. 原油行业在手订单占现有运力比.....	9
图 13. VLCC、苏伊士订单量.....	9
图 14. 2023 年成品油轮船龄结构.....	9
图 15. 2026 年成品油轮船龄结构.....	9
图 16. 2020-2023 海外油轮公司资产负债率.....	10
表 1: 各公司油运船队组成（截至 2023 年 5 月）.....	4
表 2: 2023Q1 海外公司船队运价情况（美元/天）.....	5
表 3: 2023Q2 海外公司船队锁定情况（美元/天）.....	6
表 4: 海外各公司 2023 年一季度分红情况.....	10
表 5: 各家公司电话会中关于分红、回购、还债的表述.....	10
表 6: 各公司造船相关表述.....	11

1. 一季度随运价调整，海外油轮公司营收、净利环比下滑

截至目前，大部分海外油轮公司已发布 2023 年一季报。选取已发布一季报 7 家公司中，EURN 与 DHT 专营原油运输，INSW、TNK 兼营原油与成品油运输，STNG、TRMD、ASC 专营成品油运输。一季度共有 4 家公司船队规模发生变动：EURN 新增 6 艘船舶，其中 VLCC 4 艘、苏伊士 2 艘；TNK 新增 8 艘船舶，其中苏伊士 1 艘、阿芙拉 6 艘、LR2 1 艘；TRMD 新增 6 艘 LR1 成品油船；INSW 减少一艘 MR 船只。

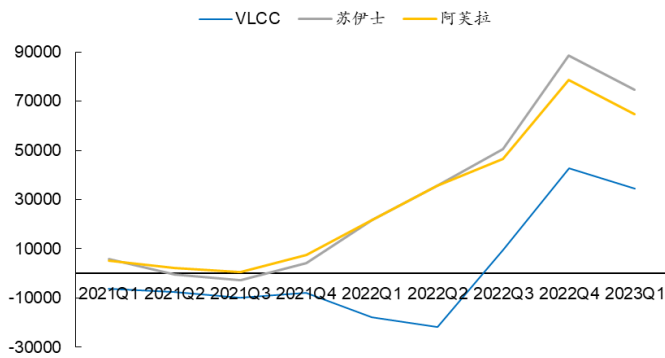
表1：各公司油运船队组成（截至 2023 年 5 月）

代码	公司	原油				成品油			
		VLCC	苏伊士	阿芙拉	LR2	LR1	MR	Handy 及以下	
EURN	Euronav	43	26						
DHT	DHT Holdings	23							
INSW	International Seaways	13	13	4	1	8	37		
TNK	Teekay Tankers	1	26	16	10				
STNG	Scorpio Tankers				39		60	14	
TRMD	TORM				13	15	57		
ASC	ASC						16	6	

资料来源：各公司公告，安信证券研究中心

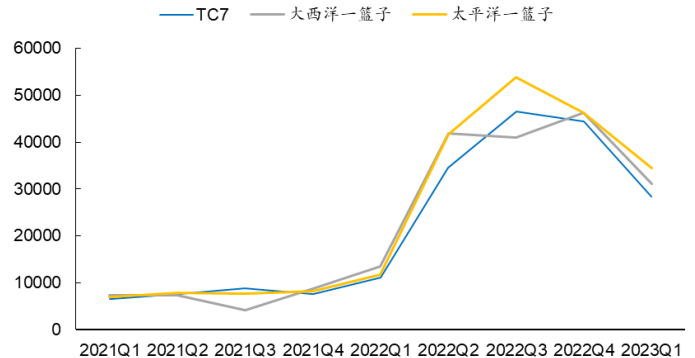
根据行业运价指数测算，23Q1 原油及成品油运价分别环比-18%、-31%。根据 BDTI 各船型及 BCTI 各航线运价，同时考虑不同船型运价传导至业绩时间（假设 VLCC、苏伊士、阿芙拉、成品油轮即期运价反映至上市公司报表分别需要 30、25、20、15 天），2023Q1 原油及成品油运价均环比下行，原油运价平均环比-18%，成品油运价平均环比-31%。

图1. BDTI 原油季度平均运价



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

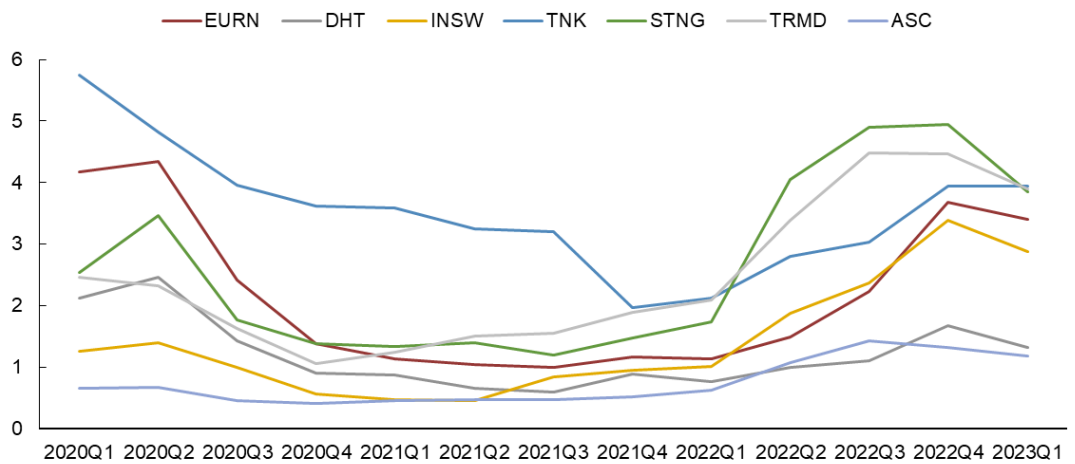
图2. BCTI 成品油季度平均运价



资料来源：克拉克森，安信证券研究中心

上市公司实际收入表现优于行业运价指数，平均营收环比-12.57%。2023 年一季度 7 家公司平均营收 2.92 亿美元，受行业淡季运价下滑影响环比-12.57%，优于行业运价指数。其中 TNK 由于主营苏伊士、阿芙拉等原油中小船及成品油中较大的 LR2 船型，2023Q1 营收环比略有增长，表现亮眼。

图3. 2020-2023 海外油轮公司营业收入情况 (亿美元)



资料来源: 各家公司公告, 安信证券研究中心

分船型看, 一季度原油苏伊士、阿芙拉及成品油 LR2、LR1 船型环比维持高位, VLCC 及 MR 船型环比有所下滑。一季度 VLCC 运价回落, 主要受行业旺季结束、原油制裁后真空期影响; MR 运价下滑, 主要受制裁后欧洲成品油进口减少影响; 苏伊士、阿芙拉及成品油 LR 船型运价维持高位, 主要原因为俄油制裁后欧洲地区原油中小船及成品油跨洋运输需求提升。具体来看, EURN 一季度 VLCC 平均即期运价 51400 美元/天, 环比-6000 美元/天, 苏伊士平均即期运价 70600 美元/天, 环比+12800 美元/天。DHT 一季度 VLCC 平均即期运价 54600 美元/天, 环比-9200 美元/天。INSW 一季度 VLCC、苏伊士、阿芙拉和 MR 平均即期运价环比均有所下滑, LR1 平均即期运价 70800 美元/天, 环比+6800 美元/天。

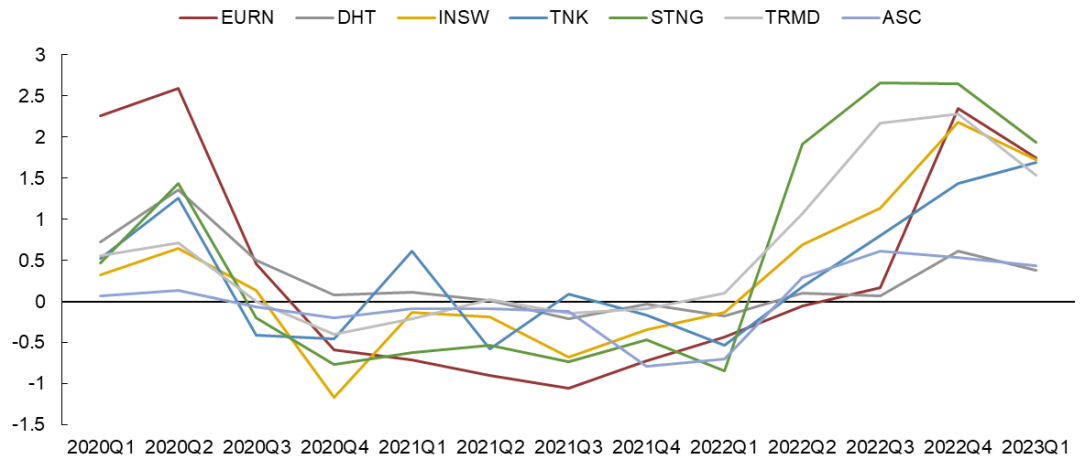
表2: 2023Q1 海外公司船队运价情况 (美元/天)

代码	公司	运价	VLCC	苏伊士	阿芙拉	LR2	LR1	MR	Handymax	船队平均
EURN	EURONAV	平均即期运价	51400	70600						
		平均期租运价	48500	31700						
DHT	DHT 控股	平均即期运价	54600							
		平均期租运价	35000							
TNK	TEEKAY TANKERS	平均即期运价		55900	67300					
STNG	SCORPIO TANKERS	平均运价				43292		33517	38349	
TRMD	TORM	平均运价						36461		41717
INSW	INTERNATIONAL SEAWAYS	平均即期运价	46400	58200	50800		70800	31500		
ASC	ARDMORE SHIPPING	平均运价						37506		

资料来源: 各家公司公告, 安信证券研究中心

一季度利润整体下滑, 回顾历史周期仍处高位。2023 一季度 7 家公司平均净利润 1.35 亿美元, 受运价下滑影响环比-21.54%。当前净利润整体仍处于高位, 与 2020 年一二季度水平相当, 呈现出淡季不淡特征。

图4. 2020-2023 海外油轮公司净利润情况 (亿美元)



资料来源: 各公司公告, 安信证券研究中心

2. 二季度锁定运价可观，供需持续向好

展望 2023Q2，原油锁定运价环比提升，成品油锁价基本持平。7 家公司中有 6 家公布二季度船队锁定情况，截至各家公告日期，原油及成品油轮均有约 45% 的营运天被锁定。受 3 月份原油运价大幅上行影响，VLCC 二季度已锁定运价环比大幅提升，EURN 和 INSW 的 VLCC 船队 Q2 已锁定运价分别为 67000、66100 美元/天。成品油方面 LR2、LR1、MR 船型二季度已锁定运价与一季度运价基本持平，符合运价趋势。

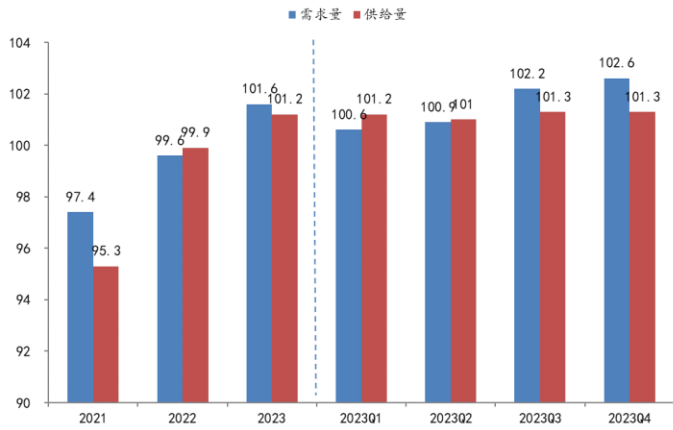
表3: 2023Q2 海外公司船队锁定情况 (美元/天)

公司	船队	锁定情况	VLCC	苏伊士	阿芙拉	LR2	LR1	MR	Handymax
EURN	EURONAV	运价	67000	62000					
		锁定率	62%	51%					
TNK	TEEKAY TANKERS-CLASS A	运价		62400	58500				
		锁定率		44%	41%				
STNG	SCORPIO TANKERS	运价				53000		37000	37000
		锁定率				39%		35%	34%
TRMD	TORM	运价				59197	45578	35804	
		锁定率				51%	62%	68%	
INSW	INTERNATIONAL SEAWAYS	运价	66100	55700	56300		79200	32400	
		锁定率	43%	45%	30%		33%	38%	
ASC	ARDMORE SHIPPING	运价						34000	
		锁定率						50%	

资料来源: 各公司公告, 安信证券研究中心

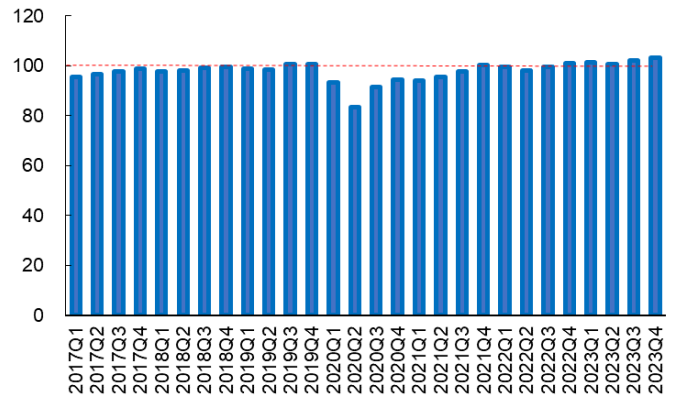
下半年全球石油需求有望持续复苏，IEA 上调需求预测。2023 年中国经济复苏带动全球石油需求增长，根据 IEA、OPEC 预测，下半年全球石油需求将逐季度增长。且根据 5 月 16 日 IEA 月报，中国需求恢复超出预期，3 月份创下 1600 万桶/日的历史新高，因此将 2023 年全球石油需求增长预期上调至 220 万桶/日，总需求将达到 1.02 亿桶/日，较 4 月预测多出 10 万桶/日。

图5. 全球石油需求 (百万桶/天)



资料来源: INSIW 公司公告, 安信证券研究中心

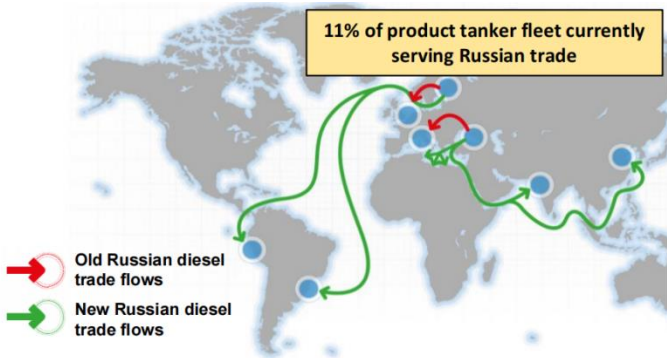
图6. OPEC 预测全球石油需求 (百万桶/天)



资料来源: OPEC, 安信证券研究中心

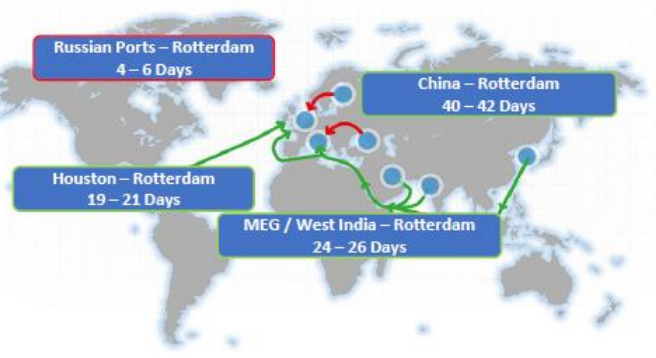
俄罗斯成品油制裁落地后，运距拉长逻辑逐步兑现。受 2023 年 2 月 5 日起俄罗斯成品油制裁影响，成品油轮运输俄油运距显著拉长。根据 ASC 公司公告，截至 2023 年 5 月，目前已有超过 330 艘成品油轮主要运输俄油，占全球成品油轮的 11%。其中 MR 运输俄油距离变化显著，2022 年 3 月至 2023 年 3 月，MR 运输俄油吨海里周转量增长三倍。

图7. 制裁前后俄罗斯成品油出口运输路线对比



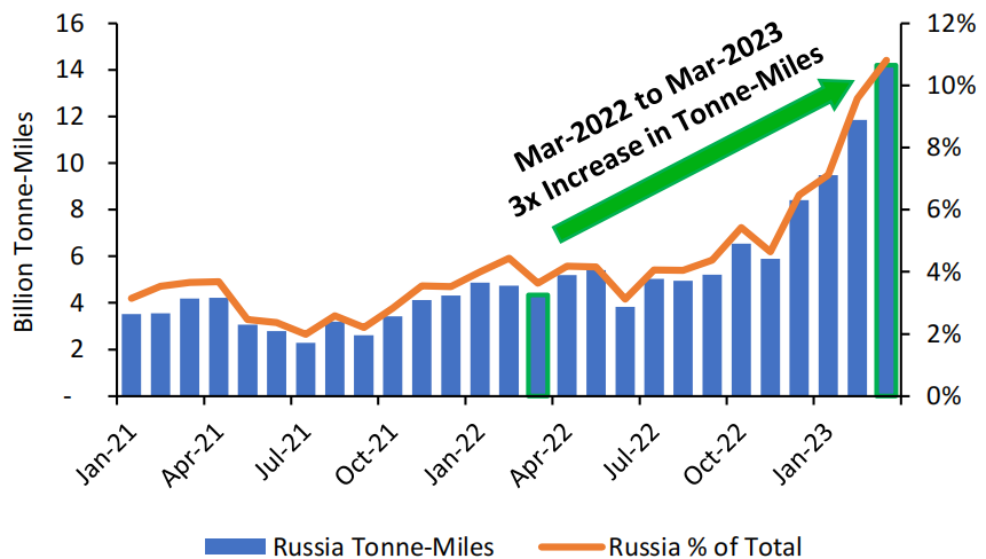
资料来源: ASC 公司公告, 安信证券研究中心

图8. 制裁前后欧洲成品油进口运输路线对比



资料来源: ASC 公司公告, 安信证券研究中心

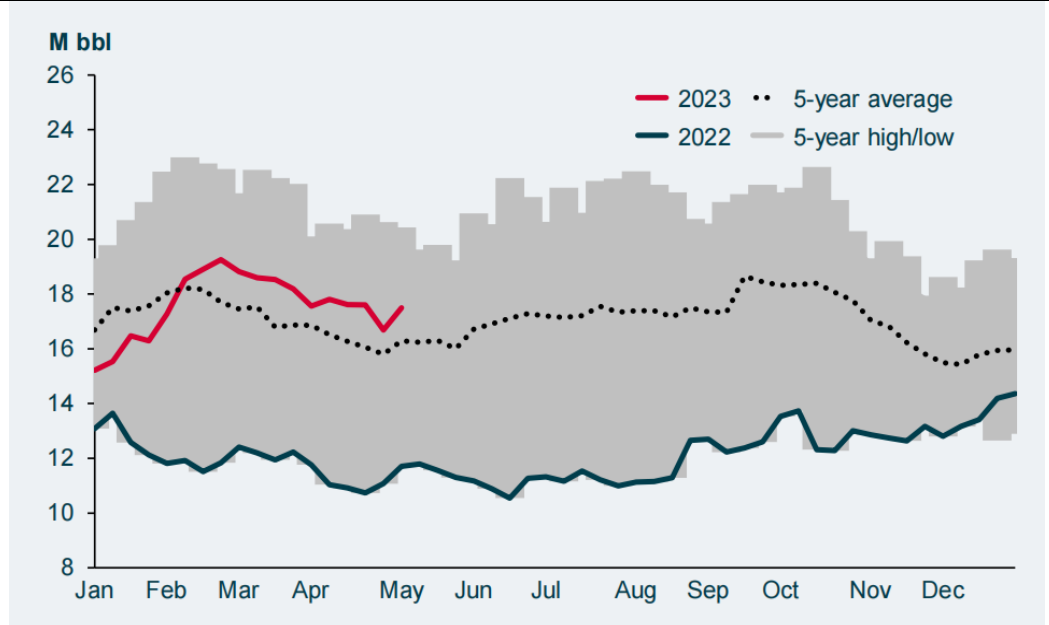
图9. MR 运输俄油距离变化



资料来源: ASC 公司公告, 安信证券研究中心

今年以来欧洲成品油库存高企，3-4月库存持续消耗，5月迎来拐点。随着2022年下半年至2023年2月欧洲成品油进口持续增加，以及2022年暖冬消耗量较少，ARA柴油库存增长30%以上。制裁后欧洲成品油进口量显著下滑，3-4月库存持续消耗。5月ARA柴油库存迎来拐点，看好欧洲成品油进口恢复，成品油运价持续回升。

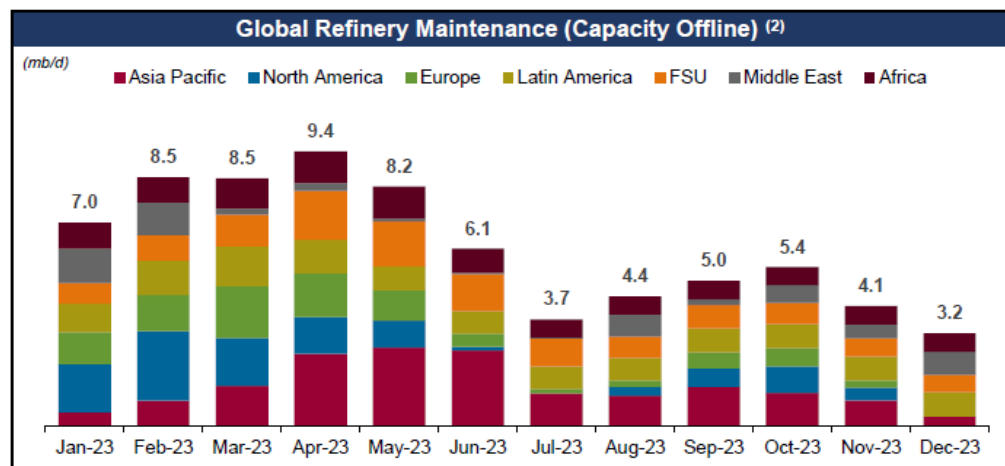
图10. 欧洲 ARA 柴油库存情况



资料来源：TRMD 公司公告，安信证券研究中心

炼厂检修方面，预计4月检修产能达到高峰，5-7月持续下降。根据 Energy Aspects 统计，今年炼厂检修4月达到峰值9.4百万桶/天，随后直至7月持续下滑，7月降至3.7百万桶/天。由于上半年需求较弱，炼厂裂解价差持续下滑，炼厂检修节奏有所前移，看好检修减少后运输需求回升。

图11. 2023 年炼厂检修情况



资料来源：STNG 公司公告，安信证券研究中心

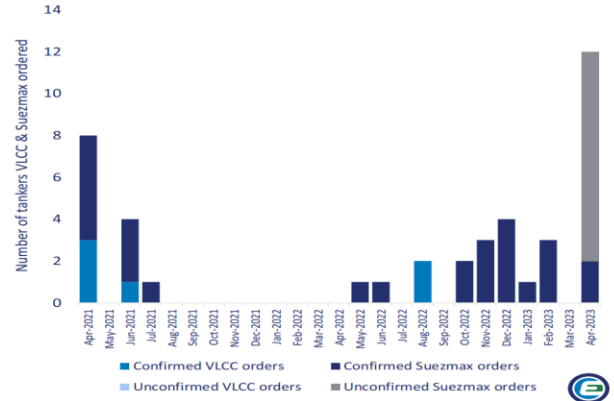
供给方面，原油轮在手订单量占现有运力比仍处历史低位。截至2023年5月，VLCC和苏伊士订单量占现有运力比仍处自1996年后的历史最低水平，仅为1.66%和3.34%。自2022

年后,有零散苏伊士新增订单出现,但VLCC仅在2022年8月运价略有好转后新增2条VLCC订单,随后直至目前VLCC仍无新增订单,供给端确定性持续。

图12. 原油行业在手订单占现有运力比



图13. VLCC、苏伊士订单量

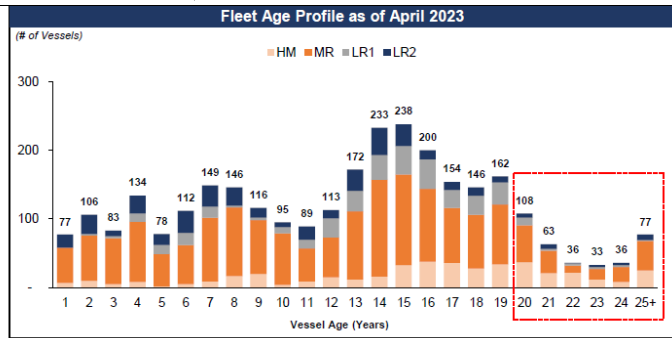


资料来源: EURN 公司公告, 安信证券研究中心

资料来源: EURN 公司公告, 安信证券研究中心

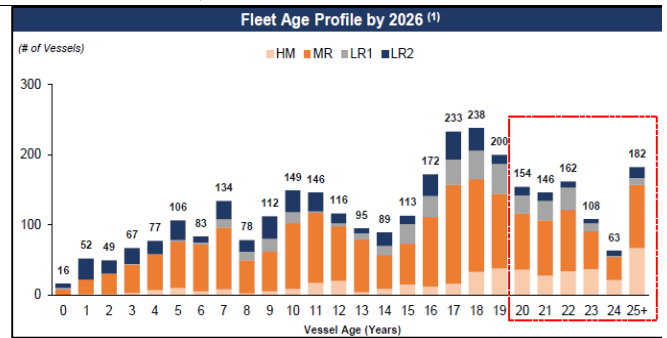
成品油轮新增运力不足,老龄化严重。2023年至2026年,成品油轮新交付船数持续走低,2026年预计仅交付16艘成品油轮。按照现有运力及在手订单计算,2026年后成品油轮船龄结构老龄化严重,20岁以上的船舶数量从2023年的353条增加至815条,占2026年成品油轮总数的26%。

图14. 2023年成品油轮船龄结构



资料来源: STNG 公司公告, 安信证券研究中心

图15. 2026年成品油轮船龄结构

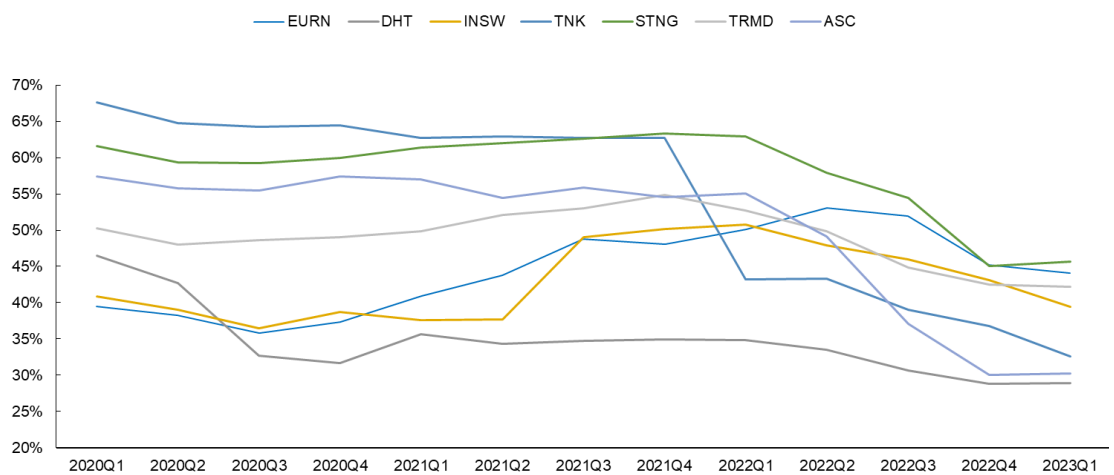


资料来源: STNG 公司公告, 安信证券研究中心

3. 资产负债率下降, 分红、回购持续, 造船订单仍将维持低位

海外公司资产负债率持续下降, 2023Q1 降至平均 37.56%。2022 年以来, 随油运市场景气度提升, 海外油轮公司资产负债率持续下降, 由 2022Q1 末平均 49.93% 下降至 2023Q1 末平均 37.56%。7 家公司中, TNK 2023 年一季度降幅最大, 由 2022Q4 36.73% 降至 2023Q1 32.55%, 降幅超 4%。

图16. 2020-2023 海外油轮公司资产负债率



资料来源：各公司公告、安信证券研究中心

2023 年一季度各公司分红持续，股息率、派息率可观。一季度海外各油轮公司基本维持此前的分红政策，此外，INSW 和 TNK 将于 6 月 13 日和 5 月 19 日发放特殊分红，股息分别为 1.5 美元/股和 1 美元/股。

表4：海外各公司 2023 年一季度分红情况

公司	股息 (美元)	除息日	除息日前一日股价/最新股价	股息率	派息率
EURN	0.7	2023/6/8	16.22	4.32%	80.78%
DHT	0.23	2023/5/17	8.35	2.75%	98.58%
INSW	1.62	2023/6/13	39.15	4.14%	46.35%
TNK	1.25	2023/5/19	41.73	3.00%	59.04%
STNG	0.25	2023/6/12	48.29	0.52%	7.76%
TRMD	1.46	2023/5/22	27.73	5.27%	78.78%
ASC	0.35	2022/5/30	12.84	2.73%	32.72%

资料来源：各公司公告、安信证券研究中心

注：表中未到除息日的公司，以最新股价计算股息率

海外油轮公司资本计划仍围绕分红、回购、还债。2023 年一季度海外油轮公司维持高盈利水平，资本计划仍围绕还债及股东回报。其中 TNK 宣布 1 亿美元回购计划，DHT 更新回购计划，STNG 表示偿债仍是优先选择，但会开始考虑分红。

表5：各家公司电话会中关于分红、回购、还债的表述

公司	表述
EURN	一季度分红率大约 80%，80%可作为一个指引，未来可能会上浮。
DHT	更新股票回购计划，1 亿美元，12 个月期限。
INSW	追加分红 1.5 美元/股。 继续平衡的资本配置战略，投资于船队，减少债务，向股东分红。
TNK	追加分红 1 美元/股，推出 1 亿美元回购计划。 公司财务状况优异，已经准备进行资本分配，以船队投资为主和分红为辅。
STNG	2023 年至今已回购 6% 的公司股票。虽然偿还债务仍是优先事项，但当公司财务状况改善后，会开始分红。
TRMD	分红需要考虑为 83 艘船预留资金，每艘船的保留金额为 180 万美元。
ASC	23Q1 派息率为 30%，在再投资和分红间取得平衡，这是公司资本配置政策的基石。

资料来源：各公司公告，各公司公开电话会议，安信证券研究中心

除在手订单外，油轮公司尚未有明确造船计划。各家海外公司均未有大量新增造船计划，主要原因有：1) 造船价高，2) 交付周期长，3) 技术路线不确定。电话会议中，多家公司均强调交付时间需等到 2026 年之后，环保新规下技术路线不确定等对造船意愿的影响，预计未来船队会出现负增长。

表6：各公司造船相关表述

公司	表述
EURN	建造成本和即将出台的法规正在限制供应,新燃料的采用比预期的要慢,船东们可能在寻找使用寿命更长的船舶。等董事会最终组成且稳定后,关于公司船队投资方面的计划会明晰。目前会继续等待价值上升后出售老船。 因为 VLCC 造船成本上升速度较快,公司会更关注苏伊士的造船机会。
DHT	目前没有新造船的资本支出。新造船交付期长,产生债务,造船价不会回落到二三年前的水平,未来很长一段时间,VLCC 造船订单不会很多。
INSW	未来两年,船厂忙于其它板块的订单,导致新船价格居高不下,影响下单。预计随着环保新规出台,进一步使造船订单减少,可能在未来会出现船队负增长。
TNK	新造船价格比二手船价值高,不会以现有价格进入造船市场。
STNG	目前订单量占现有运力水平接近历史低点,去年 12 月清洁油轮运价达到创纪录的水平,而订单量却处于历史最低点。因为考虑到运价景气和船队老龄化的问题,公司下了一些订单,但这些订单因船厂忙于其它行业工作,交付时间长,预计到 2026 年交付。目前比起建造成本,更多人担心技术路线问题,这确实制约订购船舶。

资料来源：各公司公告，各公司公开电话会议，安信证券研究中心

4. 投资建议

总结海外油轮公司一季报业绩及各公司表述，行业景气向上逻辑不变：

一季度业绩符合运价趋势，二季度锁价可观：2023Q1 各公司收入及利润表现基本符合运价变动趋势，7 家公司平均营收 2.92 亿美元，环比-12.57%，优于行业运价指数表现；7 家公司平均净利润 1.35 亿美元，环比-21.54%。当前净利润整体仍处于高位，呈现出淡季不淡特征。2023Q2 已锁定运价可观，其中原油锁定运价环比提升，成品油锁价基本持平。二季度即使即期运价淡季下滑，高锁定运价及锁定比例仍保障良好盈利水平。

需求向好，中国恢复超预期，下半年将逐渐进入旺季：1) 根据 IEA 月报，中国恢复超出预期，上调 2023 全年预测，下半年全球石油需求有望持续复苏。2) 预计 4 月炼厂检修产能达到高峰，5-7 月持续下降。由于上半年需求较弱，炼厂裂解价差持续下滑，炼厂检修节奏有所前移，看好检修减少后运输需求回升。3) 今年以来欧洲成品油库存高企，制裁后欧洲成品油进口量显著下滑，3-4 月库存持续消耗。5 月 ARA 柴油库存迎来拐点，看好欧洲成品油进口恢复。**2 月制裁落地后，成品油运距拉长逻辑逐步兑现：**目前已有超过 330 艘成品油轮运输俄油，占全球成品油轮的 11%。MR 运输俄油距离变化显著，2022 年 3 月至 2023 年 3 月，MR 运输俄油吨海里周转量增长三倍。

海外油轮公司资本计划仍围绕分红、回购、还债：一季度海外油轮公司资产负债率持续下降，两家公司发放特殊分红，DHT 更新回购计划，TNK 宣布 1 亿美元回购计划。**除现有订单外，各家海外公司均未有大量新增造船计划：**主要原因包括 1) 造船价高，2) 交付周期长，3) 技术路线不确定。电话会议中，多家公司均强调交付时间需等到 2026 年之后，环保新规下技术路线不确定等对造船意愿的影响，预计未来 2-3 年船队会出现负增长。

投资建议：

看好原油运价基本企稳，成品油运价持续回升，行业景气周期逻辑不变。1) 由于 OPEC+ 减产刺激，炼厂检修期到来，行业进入淡季，VLCC 运价高位回落，成品油运价企稳上涨。考虑减

产及检修因素将逐渐减弱，中国引领全球需求回升，美国计划补充战略石油储备，供给新增交付即将快速减少，看好原油运价企稳。成品油制裁后真空期渡过，欧洲成品油进口开始回升，看好运价持续上行。2) 中期供需向好，行业景气周期明确：行业供给增长处历史低位，未来 20 岁以下运力供给将面临下滑，需求端疫情后自然复苏及补库存，叠加地缘冲突扰动带来运距拉长，景气周期明确。**重点推荐：中远海能、招商南油、招商轮船。**

5. 风险提示

- 1) 海外经济衰退，油轮运输需求恢复不及预期；
- 2) 俄乌冲突地缘政治变化等不确定因素导致运距拉长取消；
- 3) 行业新增大量订单，且船台加速交付，供给超预期增长；假设不及预期。

目 行业评级体系 ■■■

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034