



能源周观点

数据专题简报
证券研究报告

国金证券研究所

分析师：刘道明（执业 S1130520020004） 联系人：钱家洛

liudaoming@gjzq.com.cn

qianjialuo@gjzq.com.cn

油运制裁动真格，过剩预期大幅降低

原油

本周重大变化：山东港口停止接收受制裁油轮，美国加大对俄罗斯石油业制裁力度。

油价展望：**短期看涨，中期过剩预期已大幅缓解。**根据我们的估计，美国对俄罗斯的本轮制裁短期内或将导致 50-100 万桶/天的出口受损，长期影响取决于俄罗斯的应对方式。山东港口停止接收受制裁油轮的直接潜在影响也接近 60 万桶/天。这两个变化可有效缓解 2025 年 OPEC+增产导致的供应过剩预期。

本周行情：2025 年 1 月 10 日，布伦特期货价(连续)为 79.76 美元/桶，本周上涨 3.25 美元/桶。WTI 期货价(连续)分别收于 76.57 美元/桶，本周上涨 2.61 美元/桶。

供给端：短期看涨，中期偏空。俄罗斯和伊朗的出口或将受损，短期影响较大；到 2025 年下半年，在俄罗斯出口受损的基础上，OPEC+增产后供应将增加。

需求端：中性。国内炼厂开工率恢复，其他发展中国家近期需求回暖，这也导致了 11 月开始除中国以外的原油库存去库速度同比加快。

地缘政治：中性。

天然气

本周重大变化：无。

气价展望：**这个冬季仍看多。**NOAA 预测 1 月下旬美国全境将继续降温，俄罗斯经乌克兰对欧管道气运输已停运，目前正值冬季需求高峰，正在持续发挥影响。

本周行情：2025 年 1 月 10 日，TTF 连一为 13.64 美元/MMBtu，较上周上涨下跌 1.35 美元/MMBtu。JKM 连一为 14 美元/MMBtu，与上周持平。HH 连一为 3.99 美元/MMBtu，较上周下跌 0.64 美元/MMBtu。

供给端：美国中性，欧洲偏多。美国天然气基本完成复产，俄罗斯经乌克兰管道气停运将继续发挥影响。

需求端：在 2025 年 3 月前偏多。ECMWF 下调了对欧美冬季气温预测，利好供暖需求。

煤炭

本周行情：2025 年 1 月 10 日，秦皇岛 Q5500 动力煤平仓价为 768 元/吨，本周上涨 1 元/吨。

供给端：2024 年 11 月，全国原煤产量为 4.28 亿吨，同比+3.38%，中国煤炭海运进口量下降至年内均值。

需求端：在截至 2025 年 1 月 8 日的一周内，重点电厂煤炭日耗量为 578 万吨，近期耗煤量同比持平。

风险提示

气温变化不及预期的风险；经济增速不及预期的风险；天然气减产规模不足的风险；地缘政治变化的风险；其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响的风险。



内容目录

油气价或将继续上涨.....	4
贸易制裁可大幅缓解 2025 年供应过剩预期.....	6
制裁的关键在于油轮.....	6
潜在的直接影响或在 100-150 万桶/天.....	7
俄罗斯通过弥补措施或可将短期影响控制在 50-100 万桶/天.....	7
国内港口政策转变或将影响进口.....	8
原油数据更新.....	9
国内原油库存充足.....	9
国内炼厂开工有所恢复.....	9
美国成品油需求不温不火.....	10
OPEC+原油海运出口量仍较低.....	10
美国原油产量保持在高位.....	11
天然气数据更新.....	12
美国天然气复产完成.....	12
欧美天然气去库情况正常.....	12
欧洲天然气消费下降.....	12
美国天然气需求同比增长.....	13
煤炭数据更新.....	13
国内煤炭库存偏高.....	13
国内煤炭进口量下降.....	14
电厂耗煤量增速不及供应.....	14
风险提示.....	15

图表目录

图表 1: 油价结论: 贸易制裁将刺激油价上涨.....	4
图表 2: 原油期货价格(美元/桶).....	4
图表 3: 气价结论: 冬季欧美需求预期改善, 利好气价.....	5
图表 4: 全球气价(美元/MMBtu).....	5
图表 5: 全球煤价(元/吨).....	6
图表 6: 本轮受制裁油轮原油出口量中枢约 150 万桶/天.....	7
图表 7: 本轮受制裁油轮成品油出口量中枢约 15 万桶/天.....	7
图表 8: 2024 年 2 月受制裁油轮的出口量受到较大影响.....	7



图表 9: 2024 年 4 月受制裁油轮的出口量未受影响.....	7
图表 10: 受制裁的俄罗斯油轮运输量超过 50 万桶/天.....	8
图表 11: 受制裁的影子舰队运输量接近 100 万桶/天.....	8
图表 12: “价格上限”实施初期, 乌拉尔油与布油价差迅速扩大.....	8
图表 13: 不断有油轮新加入伊朗原油运输队伍.....	8
图表 14: 山东港口进口伊朗原油及成品油的中枢规模约在 60 万桶/天.....	9
图表 15: 较多受制裁油轮通过山东港口输送原油.....	9
图表 16: 国内原油库存处于高位.....	9
图表 17: 公路出行同比增长.....	10
图表 18: 航空出行维持高位.....	10
图表 19: 主营炼厂开工率降上升.....	10
图表 20: 山东地炼开工率仍较低.....	10
图表 21: 美国车用汽油消费量处于中等水平.....	10
图表 22: 美国馏分油消费量较差.....	10
图表 23: OPEC+原油海运出口量环比持平.....	11
图表 24: 沙特原油海运出口量环比持平.....	11
图表 25: 俄罗斯原油海运出口量下降.....	11
图表 26: OPEC+其他成员国原油海运出口量增长.....	11
图表 27: 美国原油产量处于高位.....	11
图表 28: 美国天然气产量下降.....	12
图表 29: 近期欧洲天然气库存下降较快.....	12
图表 30: 美国天然气去库速度放缓.....	12
图表 31: 欧洲主要国家天然气消费量同比下降.....	13
图表 32: 美国天然气需求同比增长.....	13
图表 33: CCTD 主流港口煤炭库存过剩有所缓解.....	14
图表 34: 国内电厂煤炭库存仍过高.....	14
图表 35: 国内原煤产量增长.....	14
图表 36: 中国煤炭海运进口量下降.....	14
图表 37: 近期电厂耗煤量同比持平.....	15



油气价或将继续上涨

美国对俄罗斯实施新制裁，为油市提供了久违的重大利好。本周在原油贸易端出现了两大利好：1) 美国对俄罗斯实施新制裁，2) 山东港口将停止接收受制裁油轮。根据我们的估计，美国对俄罗斯的本轮制裁短期内或将导致 50-100 万桶/天的出口受损，长期影响取决于俄罗斯的应对方式。山东港口停止接收受制裁油轮的直接潜在影响也接近 60 万桶/天。这两个变化可有效缓解 2025 年 OPEC+增产导致的供应过剩预期。

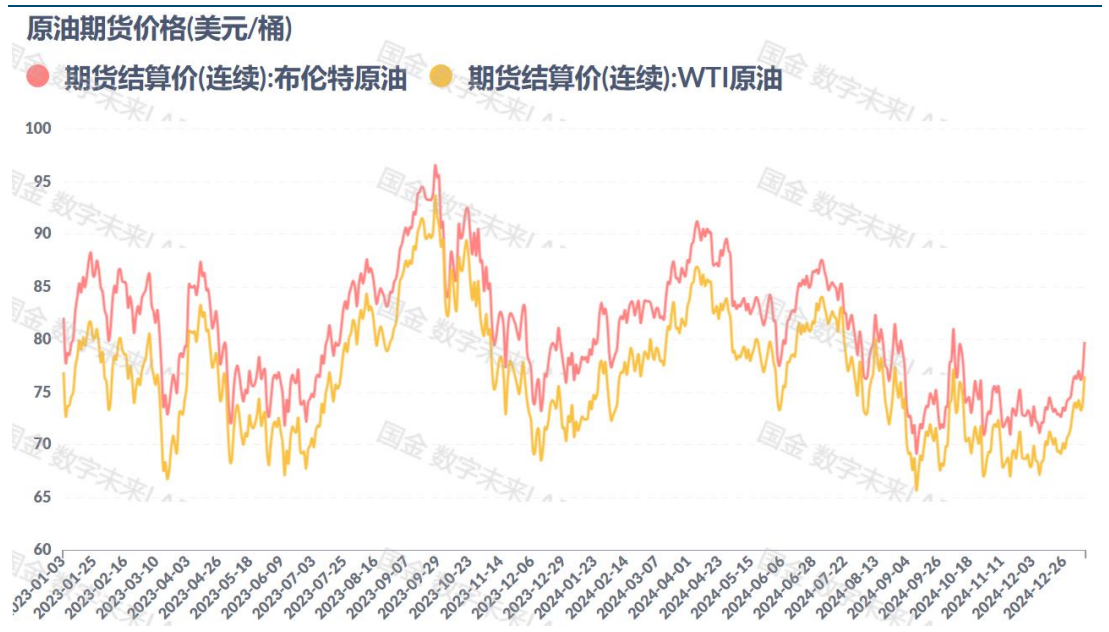
2025 年 1 月 10 日，布伦特期货价(连续)为 79.76 美元/桶，本周上涨 3.25 美元/桶。WTI 期货价(连续)分别收于 76.57 美元/桶，本周上涨 2.61 美元/桶。

图表1: 油价结论: 贸易制裁将刺激油价上涨

因素	多空	理由
库存(国内)	略看空	国内库存高于历史同期
库存(国外)	略看涨	国外库存去库速度较快
供应: 贸易	强烈看涨	本轮受美制裁的油轮规模较大, 伊朗原油出口或也将受损
供应: OPEC+(中期)	略看空	OPEC+的产量政策仍会导致供应过剩, 修改政策后过剩速度下降
需求	中性	国内炼厂开工率略回暖, 美国成品油需求无起色, 其他发展中国家需求有所增长
地缘政治	中性	本周地缘政治未激化

来源: 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表2: 原油期货价格(美元/桶)



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

这个冬季仍看多。目前 NOAA 最新天气预报显示 1 月下旬美国全境范围将继续降温，因此我们继续看好冬季气价。

2025 年 1 月 10 日, TTF 连一为 13.64 美元/MMBtu, 较上周上涨下跌 1.35 美元/MMBtu。JKM 连一为 14 美元/MMBtu, 与上周持平。HH 连一为 3.99 美元/MMBtu, 较上周下跌 0.64 美元/MMBtu。



图表3: 气价结论: 冬季欧美需求预期改善, 利好气价

因素	多空	理由
库存	中性	欧美库存下降速度正常
需求 (中期)	略看涨	2024年2月, 欧美气温非常偏暖, 2025年2月气温同比或有所下降, ECMWF下调了这个冬季欧美气温预测
需求 (短期)	略看涨	预计2025年1月下旬美国将继续降温
供应: 美国	中性	美国天然气复产目前基本结束
供应: 俄罗斯	略看涨	俄罗斯经乌克兰对欧管道气已停运, 目前还在发挥影响

来源: 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表4: 全球气价(美元/MMBtu)

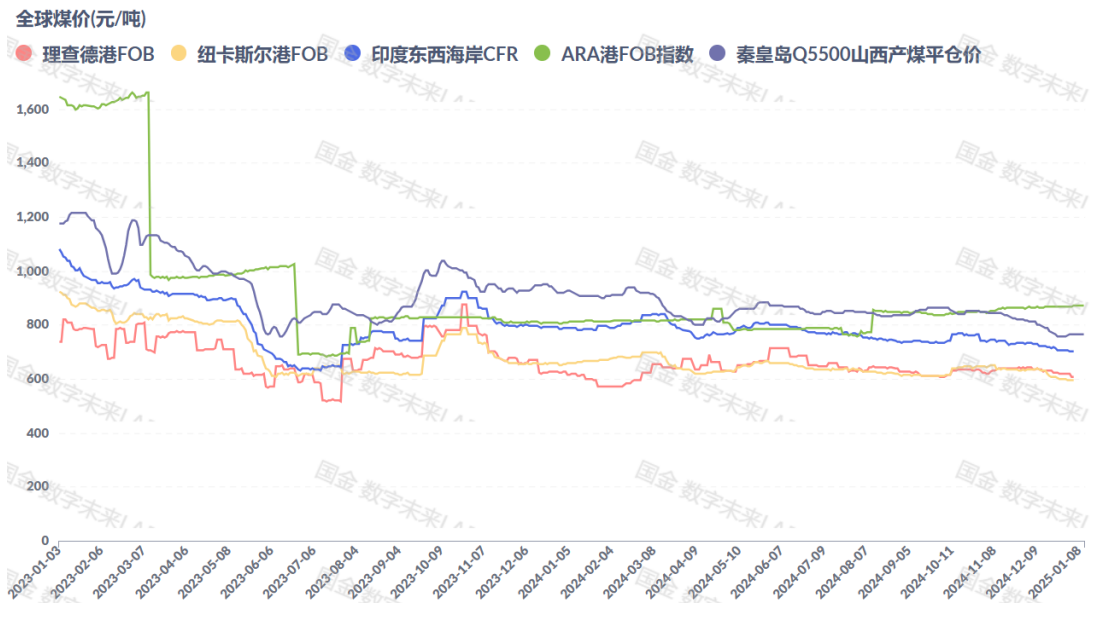


来源: Refinitiv, WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

2025年1月10日, 秦皇岛Q5500动力煤平仓价为768元/吨, 本周上涨1元/吨。



图表5: 全球煤价(元/吨)



来源: Refinitiv, WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

贸易制裁可大幅缓解 2025 年供应过剩预期

短期影响较大，长期影响取决于俄罗斯的应对方式。美国对俄罗斯石油业的本轮制裁力度较大，受制裁油轮数量超过 180 艘，涉及的原油及成品油运输规模超过 150 万桶/天。此前美国虽也制裁过俄罗斯油轮以及违反“价格上限”的影子舰队，但每次的制裁规模较小，和这次相比差距甚远。短时间内这些受制裁油轮会受到较多限制，或将导致运输量大幅下降。对俄罗斯油轮的制裁或将持续较长时间，但对影子舰队来说，只要不继续运输价格超过 60 美元/桶的俄罗斯原油，影子舰队可获得解除制裁的机会，这部分出口量未来或可恢复。若俄罗斯希望保持原油产量，其可采取的措施包括：1) 将出口原油价格降至 60 美元/桶；2) 原油出口转供国内；3) 重新打造贸易网络。其中将原油出口价格降至 60 美元/桶将是保证其出口长期稳定最有效的方式，见效也较快。**俄罗斯采取应对措施后，我们认为短期直接影响量或将达到 50-100 万桶/天的规模；中长期来看，若俄罗斯主要通过重建贸易网络的方式来维持产量，则恢复速度较慢，本轮制裁对油价的支撑将更为长久，2025 年 OPEC+ 增产导致的过剩预期减弱，而若俄罗斯降价保量，则出口恢复速度将更快一些，同时为市场提供了更低价的原油，这可能会转化为未来的看空机会。**

制裁的关键在于油轮

2025 年 1 月 10 日，美国财政部公布了新一批对俄罗斯石油业的制裁，范围涵盖船东、油轮、贸易商、油服公司等。2022 年以来，美国频繁制裁俄罗斯、伊朗、胡塞武装等地区相关油轮，但制裁规模均没有本轮大，因此本轮制裁引起了广泛的关注。2022 年 G7、欧盟等国成立了俄罗斯原油的“限价联盟”，规定对于价格在 60 美元/桶以内的俄罗斯海运原油，各方可为其提供服务，价格超过 60 美元/桶的货物则不允许为其提供服务。在本轮对油轮和船东的制裁中，受制裁油轮可分为两类，第一类为俄罗斯拥有的油轮，第二类为运输了超过价格上限俄罗斯原油的影子舰队。本轮制裁的具体内容包括：

- 1) 从 2025 年 2 月 27 日开始，禁止美国公司为俄罗斯提供服务。
- 2) 美国和英国制裁俄罗斯油企 Gazprom Neft、Surgutneftegas 及部分子公司。
- 3) 制裁了 183 艘游轮，其中大多属于影子舰队和俄罗斯船东运营的油轮。
- 4) 制裁了俄罗斯航运保险公司 Ingosstrakh Insurance Company 和 Alfastrakhovanie Group。
- 5) 制裁了为俄罗斯提供石油贸易服务的贸易公司。
- 6) 制裁了超过 30 家俄罗斯油服公司。

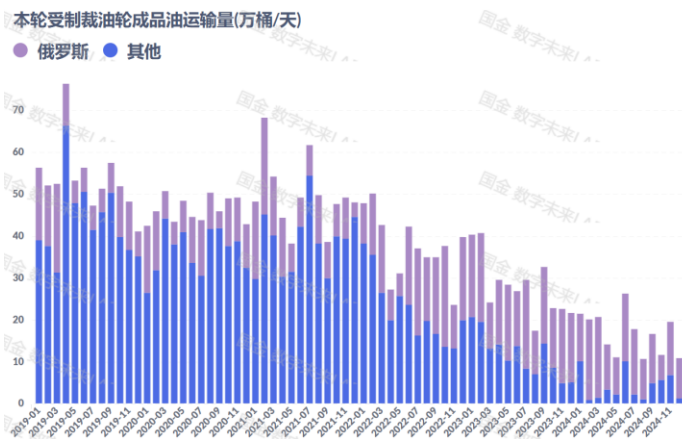
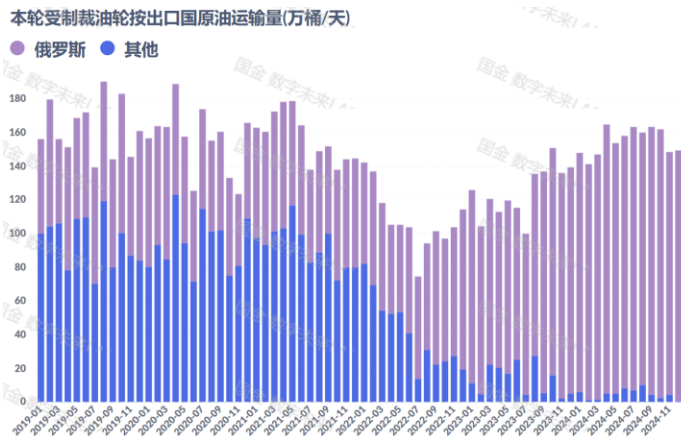


潜在的直接影响或在 100-150 万桶/天

我们统计了本轮受制裁油轮的原油及成品运输量，2024 年 12 月，本轮受制裁油轮的运输量为 149.34 万桶/天，成品油运输量为 10.82 万桶/天，这些油轮近期运输的几乎都是俄罗斯原油及成品油，本轮制裁的主要影响在于原油。

图表6: 本轮受制裁油轮原油出口量中枢约 150 万桶/天

图表7: 本轮受制裁油轮成品油出口量中枢约 15 万桶/天



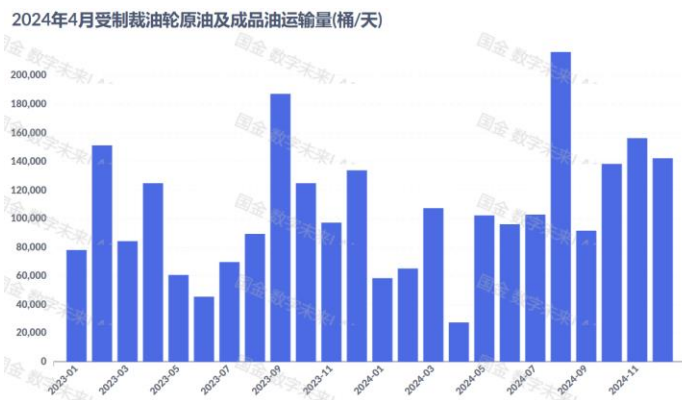
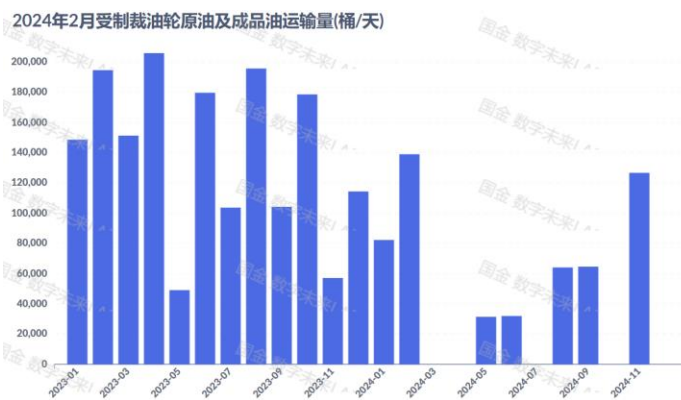
来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

不同制裁批次效果存在差异，俄罗斯油运输易受制裁影响。我们统计了 2021 年以来美国对油轮进行的每一轮制裁，以及受制裁油轮的原油和成品油运输量，我们发现每一轮制裁对油轮运输量造成的影响差别较大。部分被制裁的油轮在被制裁后会退出市场，而部分油轮则会无视制裁继续运输，俄罗斯相关油轮受制裁后更容易受影响。以 2024 年 2 月和 4 月受美国制裁的油轮为例，2 月受制裁的油轮包括 14 艘俄罗斯船东 Sovcomflot 旗下油轮及少量违反价格上限规定的影子舰队，2 月这批油轮受到了很大的打击，而 4 月制裁的都是为伊朗运输原油的油轮，截至 2024 年 12 月仍继续运输原油及成品油。从历史情况来看本轮制裁直接影响的出口量会在 100-150 万桶/天之间。

图表8: 2024 年 2 月受制裁油轮的出口量受到较大影响

图表9: 2024 年 4 月受制裁油轮的出口量未受影响



来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

俄罗斯通过弥补措施或可将短期影响控制在 50-100 万桶/天

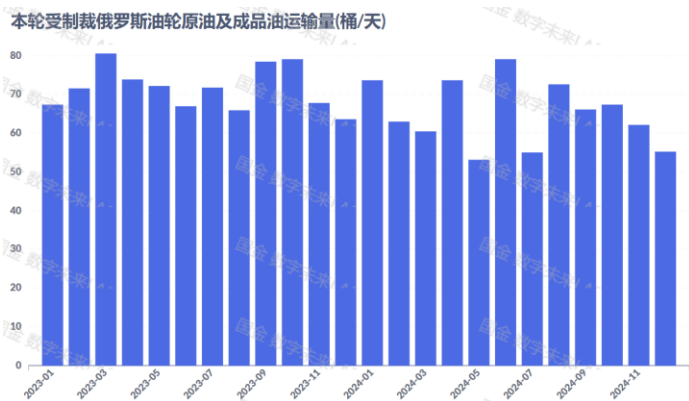
为了应对本轮制裁，俄罗斯可能会采取的措施包括：1) 降价保量，将出口原油价格降至 60 美元/桶；2) 重新打造贸易网络；3) 原油出口转供国内。俄罗斯或将面临“保价”和“保量”之间的抉择，若能再次将本国出口油价降至 60 美元/桶，则仍有大量油轮可为其提供服务，当前受制裁的影子舰队也可获得取消制裁的机会；若拒绝降价，其运输网络的重建会变得更加艰难。我们认为，受制裁的俄罗斯油轮或将长期离开市场，受制裁的影子舰队运输量在未来几个月内也将下降，长期能否恢复取决于俄罗斯是否愿意降价出售原油。若 1) 俄罗斯主要通过重建贸易网络的方式来维持产量，则其出口恢复速度将较慢，本轮制裁对油价的支撑将更为长久，2025 年 OPEC+ 增产导致的过剩预期大幅减弱；而若 2) 俄罗斯降价保量，则出口恢复速度将更快一些，这些影子舰队可以更快返回市场，其余油轮也可加入俄罗斯原油的运输队伍，本轮制裁的长期影响较弱。



1) **降价保量：降价可有效保证出口。**影子舰队油轮受到制裁的原因都是运送了价格超过60美元/桶的俄罗斯原油。美国财政部提供了解除制裁的机会，受制裁的俄罗斯油轮不易被解除制裁，但受制裁影子舰队只要停止运输超过价格上限的俄罗斯原油即可获得解除制裁的机会，对于其他运输俄罗斯原油的油轮来说，运输60美元/桶以下的俄罗斯原油仍是安全的。在“价格联盟”成立初期，俄罗斯乌拉尔油CFR价格出现暴跌，与布油价差迅速扩大，最高时有近30美元/桶的价差，2023年初布油价格在76-87美元/桶区间内震荡，而乌拉尔油CFR价格仅能维持在60美元/桶附近，因此俄罗斯或将出口价格降至60美元/桶以保证出口量。

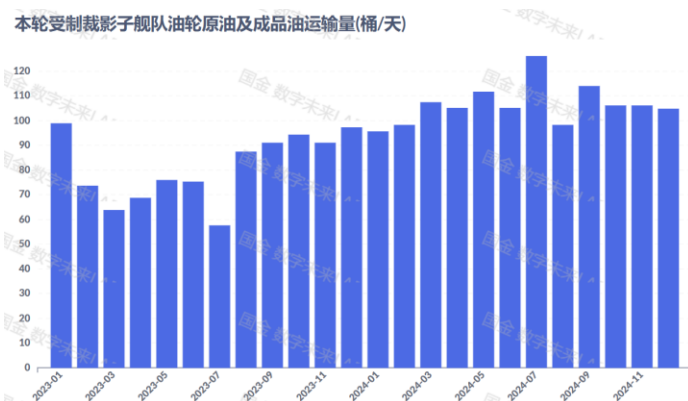
2) **重新打造贸易网络：或许仍会有油轮加入到俄罗斯原油运输队伍中，但难以弥补所有被制裁的运力。**以运输伊朗原油的油轮为例，虽然伊朗一直受到更严格的制裁，但每个月都会有油轮首次运输伊朗原油及成品油，对于俄罗斯原油运输来说也是如此，但考虑到俄罗斯出口规模更大，构建足够规模的影子舰队存在难度，因此新加入的油轮或许可以弥补部分被制裁的运力。

图表10: 受制裁的俄罗斯油轮运输量超过50万桶/天



来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表11: 受制裁的影子舰队运输量接近100万桶/天



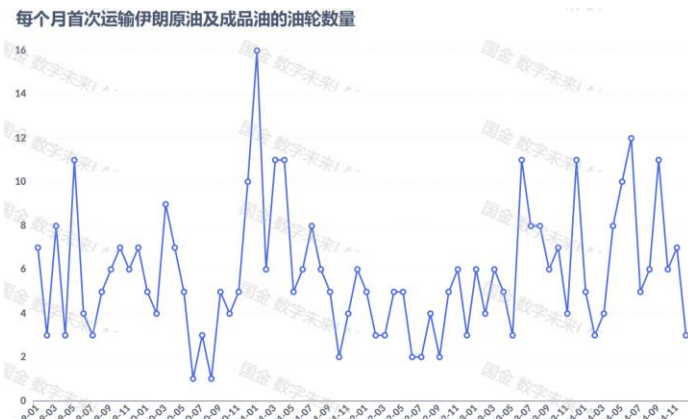
来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表12: “价格上限”实施初期，乌拉尔油与布油价差迅速扩大



来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表13: 不断有油轮新加入伊朗原油运输队伍



来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

3) **原油出口转供国内：供应转移可缓解出口压力。**此前俄罗斯出口未受制裁明显影响，跟随OPEC+减产导致对国内的原油供应量减少，若本轮制裁对俄罗斯出口能力形成有效限制，俄罗斯可将部分出口转为供应国内，满足国内成品油需求或出口成品油，通过这种方式也可以降低本轮制裁的影响。

国内港口政策转变或将影响进口

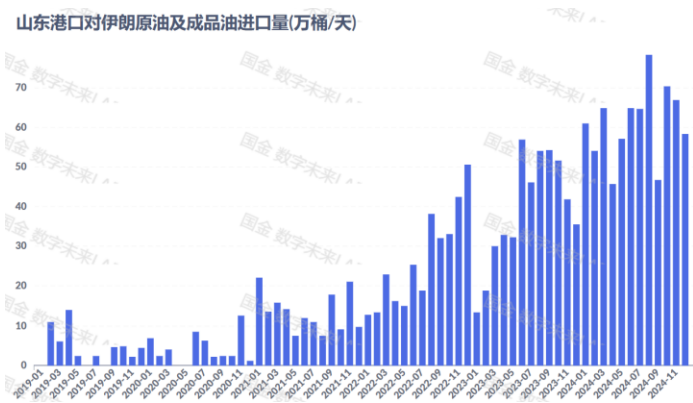
1月7日，山东港口集团发布通知称将禁止受美制裁船舶停靠，山东各港口是伊朗原油的重要入口，2024年12月，青岛港、日照港、烟台港进口的伊朗原油及成品油共58.36万



桶/天，若这些原油后续不再进入国内，也将造成较大影响。

图表14: 山东港口进口伊朗原油及成品油的规模约在60万桶/天

图表15: 较多受制裁油轮通过山东港口输送原油



来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

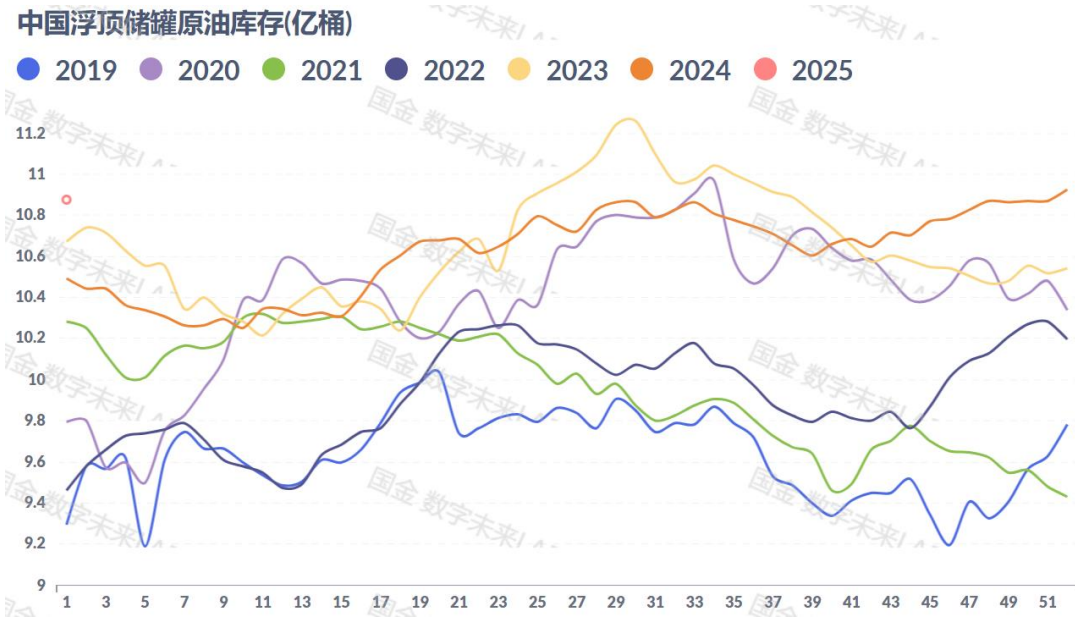
来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

原油数据更新

国内原油库存充足

在截至2025年1月10日的一周内，中国浮顶储罐原油库存平均为10.88亿桶，库存处于高位。

图表16: 国内原油库存处于高位



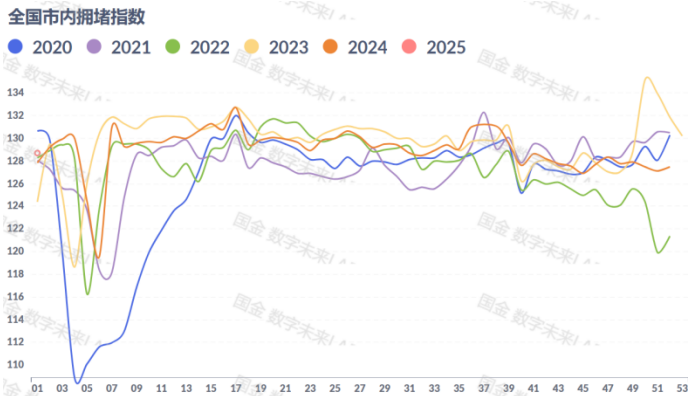
来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

国内炼厂开工有所恢复

在截至2025年1月11日和1月10日的一周内，全国市内拥堵指数为127.11，同比+0.63%，国内周均航班离港量为14855架次，同比+5.50%。在截至2025年1月9日和1月8日的一周内，主营炼厂和山东地炼开工率分别为76.31%和56.36%，主营炼厂开工率本周上升。

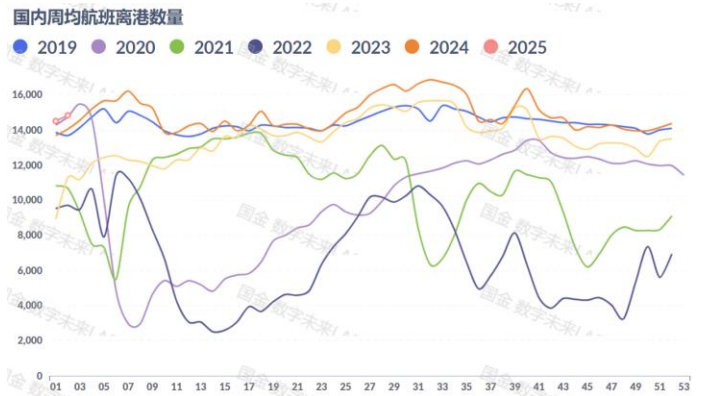


图表17: 公路出行同比增长



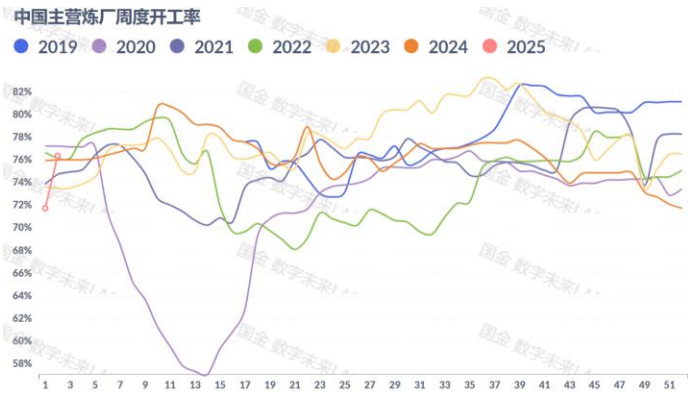
来源: 高德地图, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表18: 航空出行维持高位



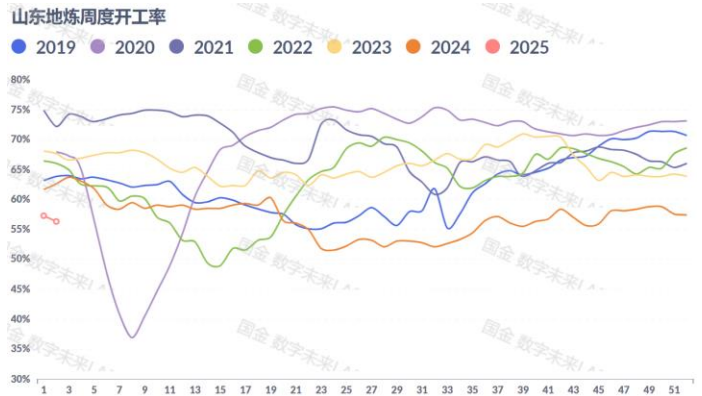
来源: 航班管家, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表19: 主营炼厂开工率降上升



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表20: 山东地炼开工率仍较低

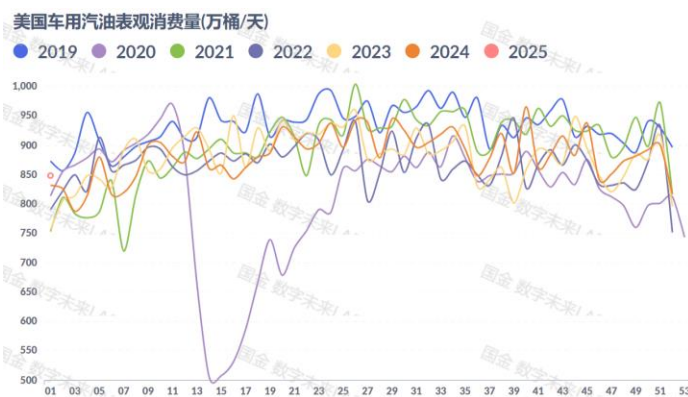


来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

美国成品油需求不温不火

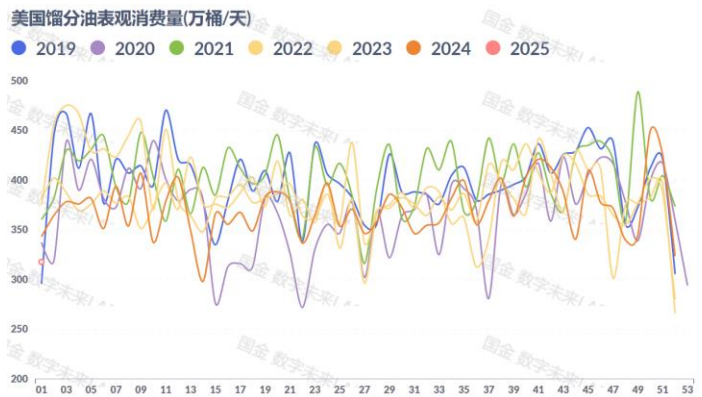
在截至2025年1月3日的一周内,美国车用汽油和馏分油表需分别为848.1和317.8万桶/天,车用汽油需求尚可,馏分油需求较差。

图表21: 美国车用汽油消费量处于中等水平



来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表22: 美国馏分油消费量较差



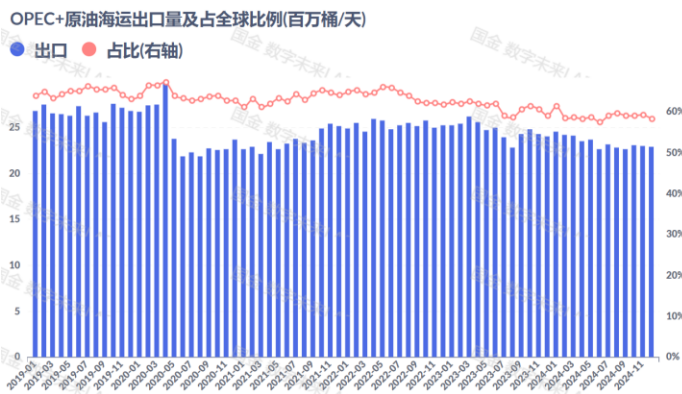
来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

OPEC+原油海运出口量仍较低

2024年12月, OPEC+原油海运出口量为2295万桶/天, 环比持平。



图表23: OPEC+原油海运出口量环比持平



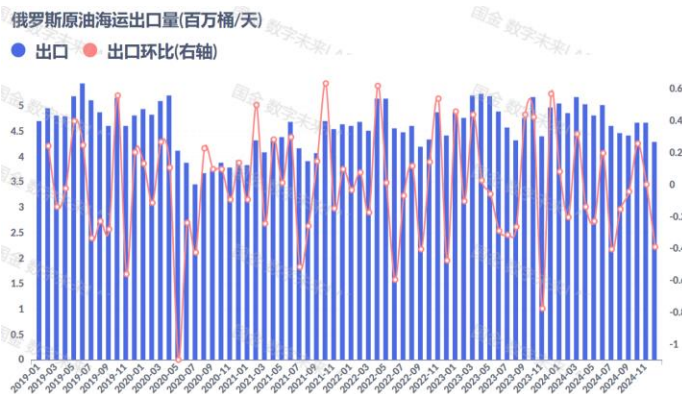
来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表24: 沙特原油海运出口量环比持平



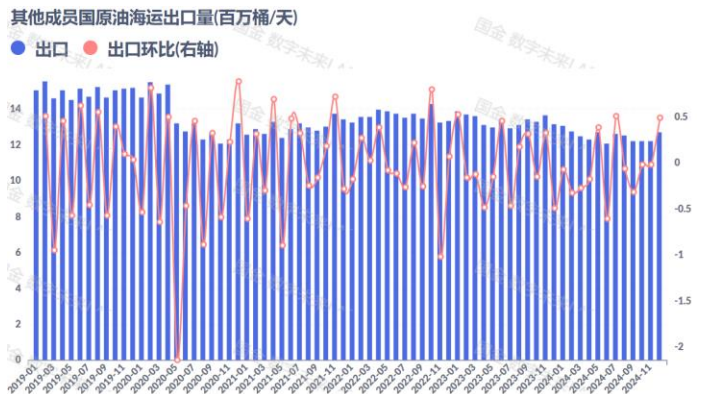
来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表25: 俄罗斯原油海运出口量下降



来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表26: OPEC+其他成员国原油海运出口量增长

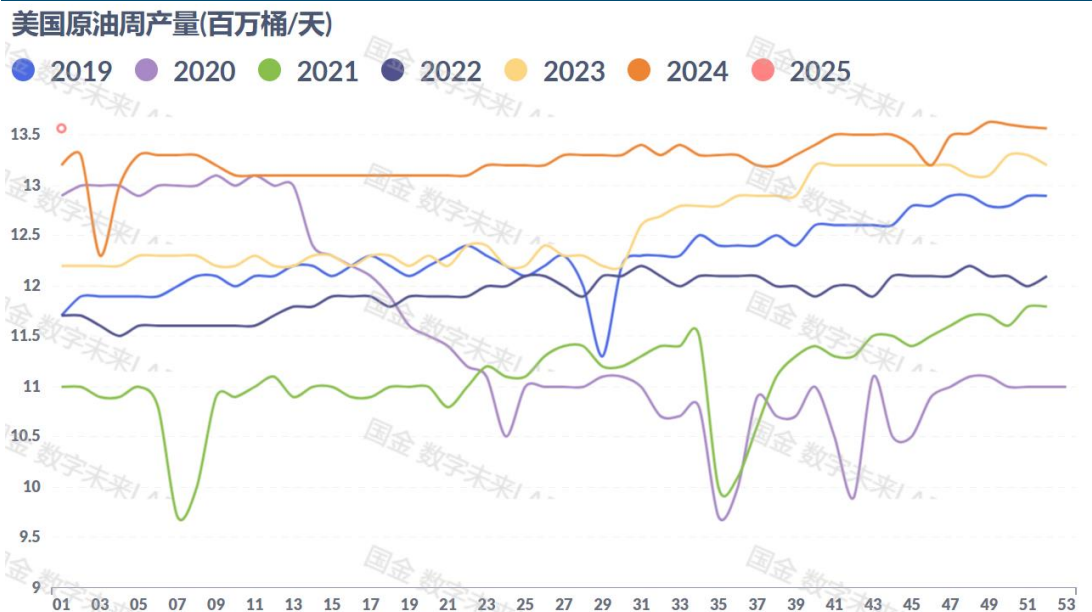


来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

美国原油产量保持在高位

在截至2025年1月3日的一周内, 美国原油产量为1356万桶/天, 产量处于高位。

图表27: 美国原油产量处于高位





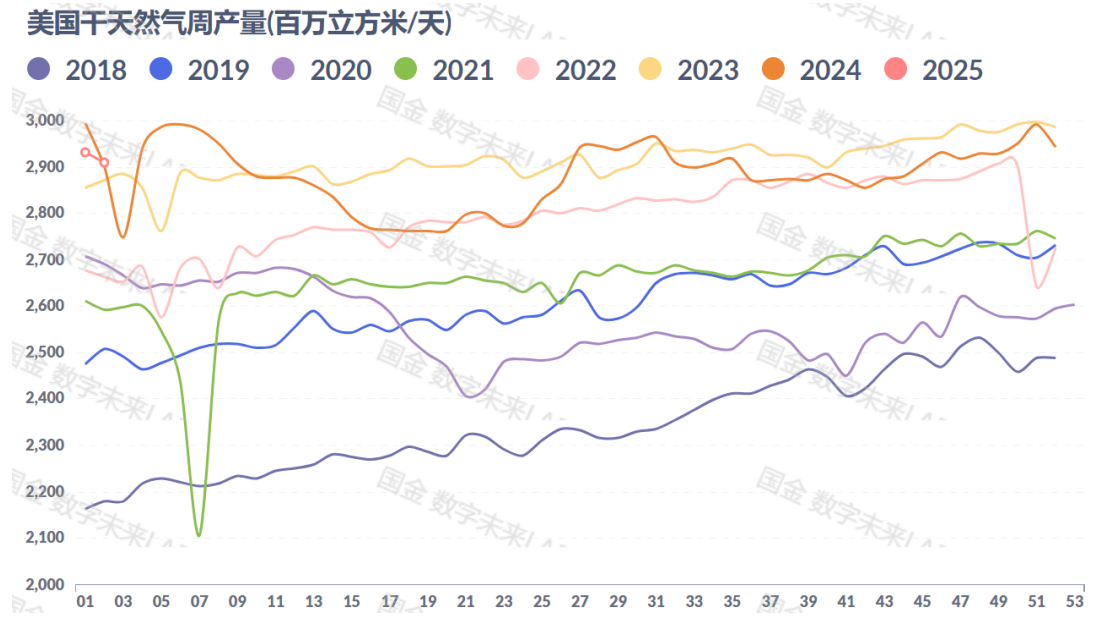
来源：EIA，国金证券研究所，国金证券数字未来实验室

天然气数据更新

美国天然气复产完成

在截至2025年1月11日的一周内，美国干天然气产量为29.10亿立方米/天，同比+0.33%，近4周产量略有下降，复产已完成。

图表28：美国天然气产量下降

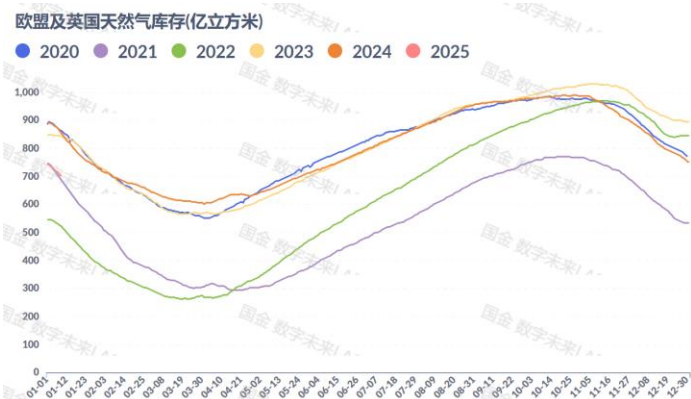


来源：Refinitiv，国金证券研究所，国金证券数字未来实验室

欧美天然气去库情况正常

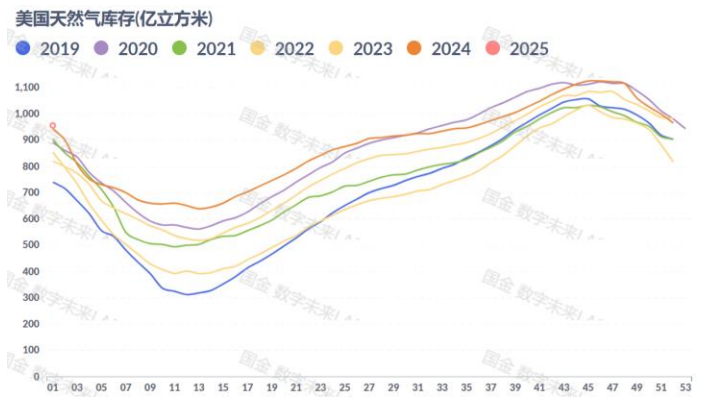
2025年1月9日，欧盟及英国天然气库存为702.81亿立方米，近期去库速度较快；2025年1月3日，美国天然气库存为955.25亿立方米，本周去库速度放缓。

图表29：近期欧洲天然气库存下降较快



来源：AGSI，国金证券研究所，国金证券数字未来实验室

图表30：美国天然气去库速度放缓



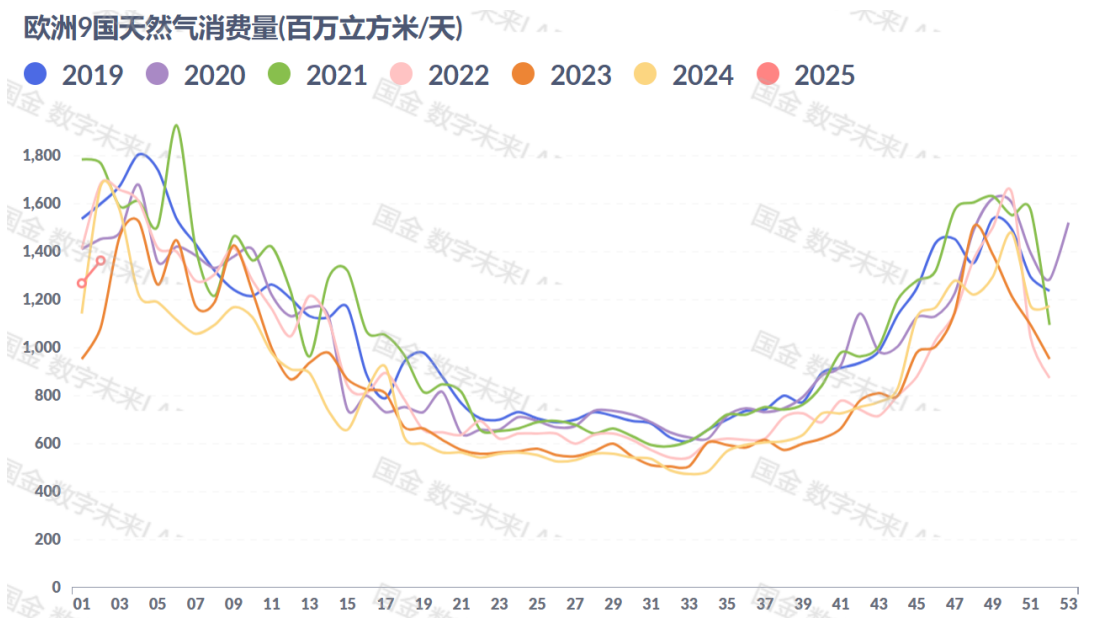
来源：EIA，国金证券研究所，国金证券数字未来实验室

欧洲天然气消费下降

在截至2025年1月9日的一周内，欧洲9国天然气消费量为13.64亿立方米/天，同比-18.32%。



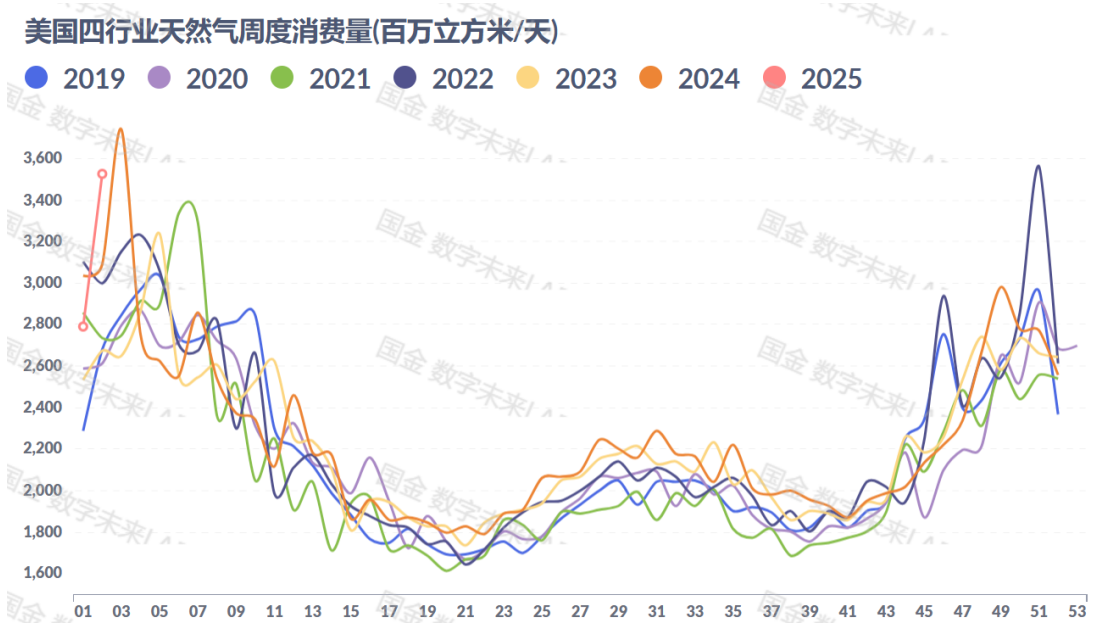
图表31: 欧洲主要国家天然气消费量同比下降



美国天然气需求同比增长

在截至 2025 年 1 月 10 日的一周内, 四行业天然气消费量为 35.26 亿立方米/天, 同比 +13.99%。

图表32: 美国天然气需求同比增长



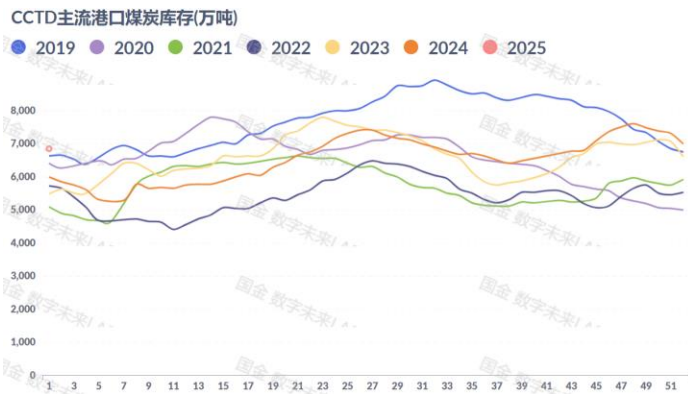
煤炭数据更新

国内煤炭库存偏高

港口和电厂煤炭库存均偏高。截至 2025 年 1 月 6 日, CCTD 主流港口库存为 6845.2 万吨, 同比+14.06%, 虽然近 5 周去库, 但仍高于历史同期; 截至 2025 年 1 月 8 日, 重点电厂库存为 1.26 亿吨, 同比+15.27%, 近 2 周开始下降。

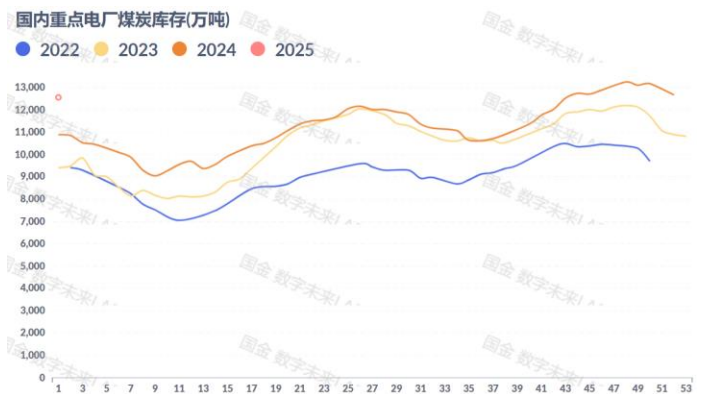


图表33: CCTD 主流港口煤炭库存过剩有所缓解



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表34: 国内电厂煤炭库存仍过高

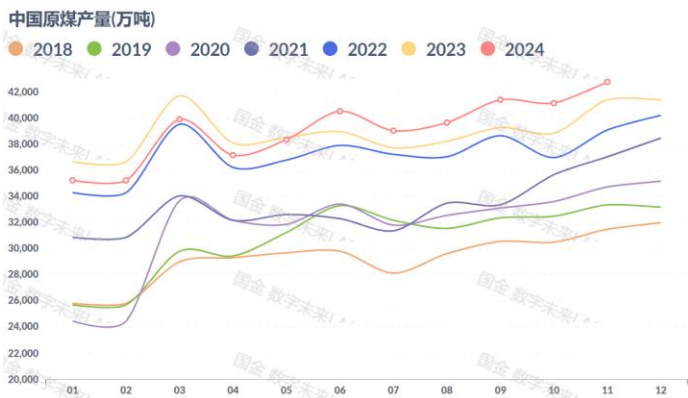


来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

国内煤炭进口量下降

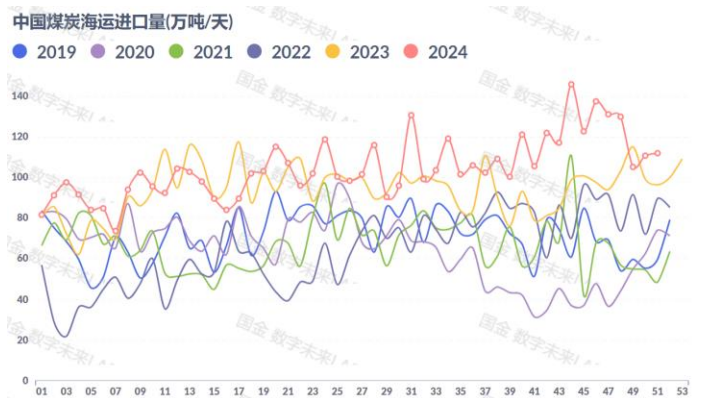
2024 年 11 月, 全国原煤产量为 4.28 亿吨, 同比+3.38%, 在截至 2024 年 12 月 28 日的一周内, 中国煤炭海运进口量为 112.2 万吨/天, 处于年内均值。

图表35: 国内原煤产量增长



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表36: 中国煤炭海运进口量下降



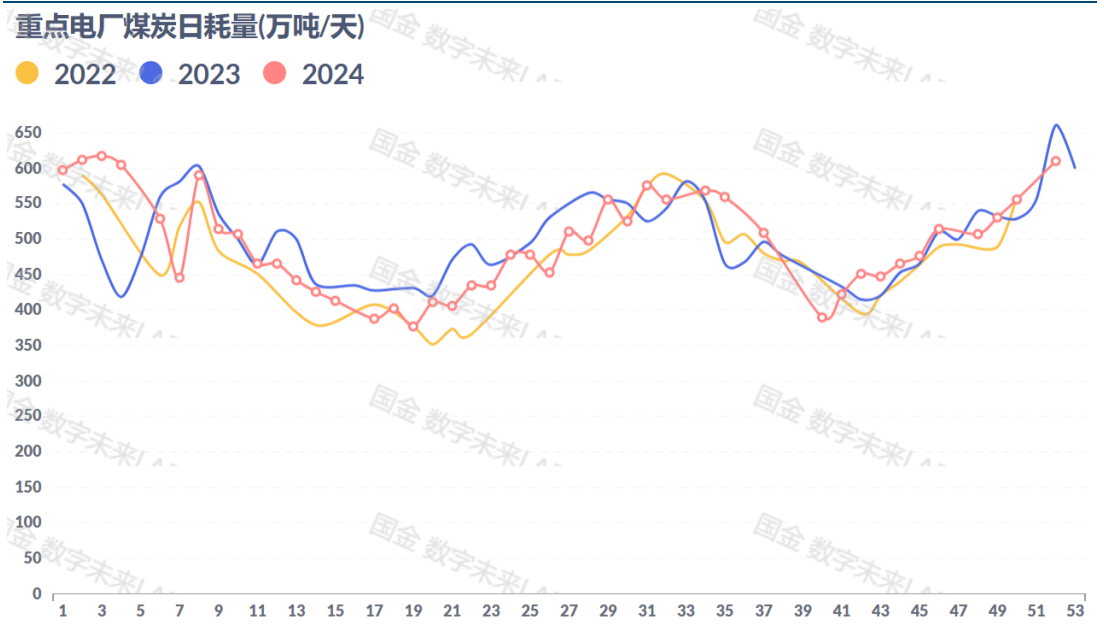
来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

电厂耗煤量增速不及供应

在截至 2025 年 1 月 8 日的一周内, 重点电厂煤炭日耗量为 578 万吨, 近期耗煤量同比持平。



图表37: 近期电厂耗煤量同比持平



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

风险提示

- 1、气温变化不及预期的风险: 冬季气温将影响天然气需求。
- 2、经济增速不及预期的风险: 当前宏观经济运行情况复杂, 若经济增速不及预期, 将影响能源需求。
- 3、地缘政治变化的风险: 地缘政治对油价有较大影响。
- 4、其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响的风险: 我们进行测算时使用的数据来自多个来源, 不同数据源的数据在准确度、统计口径上存在差别。



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。

任何形式的复制、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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】
国金证券研究服务**



**【公众号】
国金证券研究**