



下游或需求复苏，看好利润空间修复

原油及聚酯产业链月报（2025年1月）

证券分析师：张季恺 执业证书编号：S0630521110001

证券分析师：谢建斌 执业证书编号：S0630522020001

证券分析师：吴骏燕 执业证书编号：S0630517120001

邮箱：zjk@longone.com.cn

2025年1月10日



目 录

- 一、 油价回顾与展望**
- 二、 商品、利率及汇率**
- 三、 聚酯产业链**
- 四、 结论与投资建议**
- 五、 风险提示**

原油价格影响因素及预测

指标	展望	油价影响
油价判断	2024年12月布伦特原油维持震荡运行，月底收于75美元/桶左右。OPEC+国家延长220万桶/天自愿减产至2025年4月底，并延长165万桶/天的额外减产协议至2026年。美联储12月降息25bp，2025年1月或将暂停降息。综合来看，油价短期在65美元/桶之上具备地缘政治支撑；我们认为原油长期受需求面影响大，随着美联储在今年将进一步降息，原油回调风险增加；预计2025年全年布伦特在55-80美元/桶波动。	
全球石油供应	OPEC+的165万桶/天的额外减产协议将延长至2026年底，而220万桶的自愿减产协议将延长至2025年4月底。	++
全球经济（石油需求）	美国炼厂开工改善，商业原油库存继续减少。我国原油消费有所改善，2024年11月，我国规上工业原油加工同比增长0.2%，进口原油同比增长14.4%。	-
经济周期（利率/美元指数等）	截至2025年1月6日美国10年期国债收益率约4.62%。2024年12月，美联储继续降息25个基点，表明政策或将维持在“中性”水平。	--
通胀压力CPI、PPI等	2024年11月美国CPI同比上涨2.6%，前值2.7%，符合预期但创四个月新高；美国11月PPI（最终需求）同比上升3.0%，美国PPI涨幅仍高于美联储设定的2%长期通胀目标。	--
地缘政治	中东地缘政治预计继续恶化、全球贸易摩擦或将升级。	++
新发现油田/剩余产能	美国墨西哥湾的石油产量将达到创纪录的200万桶/日左右，主要得益于几个大型深水油田将于2025年投产。	--
钻机数及库存井	至2025年1月3日，美国钻机数589台，较去年同期减少32台；其中采油钻机数482台，较去年同期减少19台。	-
炼油加工量	2024年11月份，我国规上工业原油加工量同比增长0.2%，进口原油同比增长14.4%。美国炼厂开工率高于去年同期。	++
全球库存	至2024年12月27日当周，美国原油商业库存4.16亿桶，较去年同期减少1546万桶，库存比五年同期平均水平低5.26%左右；汽油库存2.31亿桶，较去年同期减少557万桶；馏分油库存1.23亿桶，较去年同期减少299万桶。	++
原油下游利润：RBOB-WTI价差等	美国RBOB汽油期货-WTI原油期货价差走低，已跌破过去20年的历史平均水平，国内成品油价差较上月改善且好于去年同期。	-
制造业PMI指数	2024年12月，我国制造业PMI为50.1，比上月下降0.2个百分点。美国12月ISM制造业PMI指数49.3，创2024年6月以来的最高水平。	+
相关能源（天然气/煤炭等）	预计2025年采暖季价格约为3.0美元/百万英热，主要原因为美国LNG出口能力增长，本土与欧洲价差收窄。预计2024年下半年美国天然气干产量将保持在104 Bcf/天左右，接近去年106 Bcf/天的记录。	++
期货结构/区域间套利	远月价格贴水，backwardation结构。自2023年11月以来，加拿大原油价格折扣已经收窄，Trans Mountain原油管道扩建计划将于2024年第二季度投产。沙特提升OSP不及预期，反映市场回调预期。	-

资料来源：Wind，EIA，IEA，OPEC，东海证券研究所

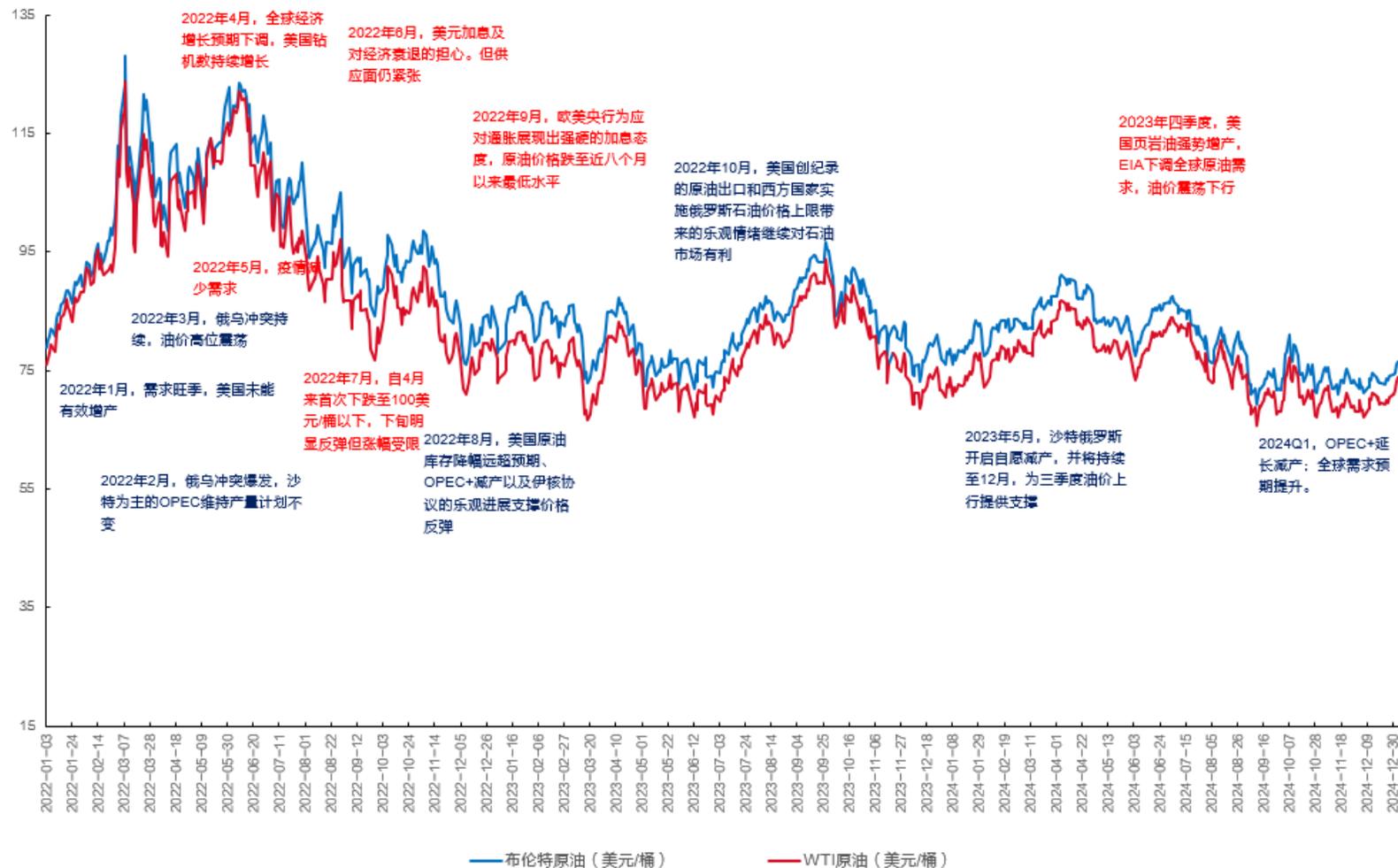
权威机构最新预测及观点

机构	预测日期	油价预测	供应	需求
EIA	Dec. 12, 2024	布伦特现货2025年下调至平均74美元/桶。	2024-2025年全球原油及液体产量分别增加57、164万桶/天。	2024-2025年全球液体需求分别增长88、130万桶/天。
IEA	Dec. 10, 2024		2024年全球供应量将增加63万桶/天，其中非OPEC+国家产量将增长150万桶/天；2025年全球供应预计增长190万桶/天。	2024-2025年石油需求增长84、110万桶/天。
OPEC	Dec. 11, 2024		2024-2025年非DoC液体及DoC的NGL供应分别增加140、120万桶/天。	2024-2025年全球石油需求分别增加160、140万桶/天。
OIES	Dec. 17, 2024	布伦特原油2025年预期上调至76.8美元/桶。	2024年石油市场缺口预计为51万桶/天，2025年则为13万桶/天。2024-2025年全球供应增长分别为40、170万桶/天。	2024-2025年全球石油需求增长分别为100、130万桶/天。
Rystad Energy	Oct. 29, 2024	预测2024年第三季度平均油价为82美元/桶，第四季度为87美元/桶，2025年油价平均为85美元/桶。	2024年市场供应缺口约为120万桶/日，2025年供应过剩170万桶/日。	2024-2025年全球石油需求增长分别为94、100万桶/天。

资料来源：EIA, IEA, OPEC, OIES, Rystad, 东海证券研究所

2022年以来的国际油价走势

- 2022年以来，地缘政治冲突加大，美国页岩保持资本开支纪律，OPEC+实际增产远低于配额增长。俄罗斯受制裁或影响长期原油产量。
- 2023年，沙特、俄罗斯及其他主要OPEC+主要产油国联合减产，对油价形成了有力的支撑。而随着委内瑞拉、伊拉克实际产量的反弹、美国页岩油强势增产、全球石油消费预期下调，油价进入震荡区间。
- 进入2024年，国际油价整体维持窄幅震荡，但是在OPEC+联合减产、全球经济恢复、美国低库存等背景下，原油价格仍然维持相对强势。



资料来源：Wind，东海证券研究所

油价预测：大宗商品之母，预计2025年在55-80美元/桶波动

原油价格主要影响因素假设及判断

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E	单位
全球GDP增速	-3.0%	6.0%	3.5%	3.3%	3.2%	3.2%	
美国联邦基金利率	0.25-1.25%	0.25%	0.5-4.5%	4.75-5.5%	5.5%-4.5%		
美元指数平均	96	92	103	103	104		
美国商业库存平均	497	455	420	445	434	436	百万桶
OECD库存	73.6	63.7	59.1	61.2	61.3	60.4	天
布伦特均价	43	71	99	82	60-90	55-80	美元/桶
OPEC剩余产能	5.18	5.08	2.41	3.68	4.53	4.30	百万桶/天
需求总计	91.7	97.5	100.1	102.1	103.0	104.3	百万桶/天
需求增量		5.8	2.5	2.1	0.9	1.3	百万桶/天
供应增量		95.7	100.2	102.0	102.6	104.2	百万桶/天
供应（含凝析油）							百万桶/天
OPEC国家	29	30	33	32	32	33	百万桶/天
加拿大	5	6	6	6	6	6	百万桶/天
墨西哥	2	2	2	2	2	2	百万桶/天
美国	19	19	20	22	23	23	百万桶/天
俄罗斯	11	11	11	11	11	10	百万桶/天
阿塞拜疆	1	1	1	1	1	1	百万桶/天
哈萨克斯坦	2	2	2	2	2	2	百万桶/天
阿根廷	1	1	1	1	1	1	百万桶/天
巴西	4	4	4	4	4	5	百万桶/天
哥伦比亚	1	1	1	1	1	1	百万桶/天
拉美其他	1	1	1	1	1	2	百万桶/天
其他非OPEC	20	19	19	19	19	20	百万桶/天
供应总计	93.9	95.7	100.2	102.0	102.6	104.2	百万桶/天
供应-需求	2.2	-1.9	0.1	-0.1	-0.4	-0.1	百万桶/天

资料来源：Wind, EIA, IEA, OPEC, 东海证券研究所

注：EIA统计口径

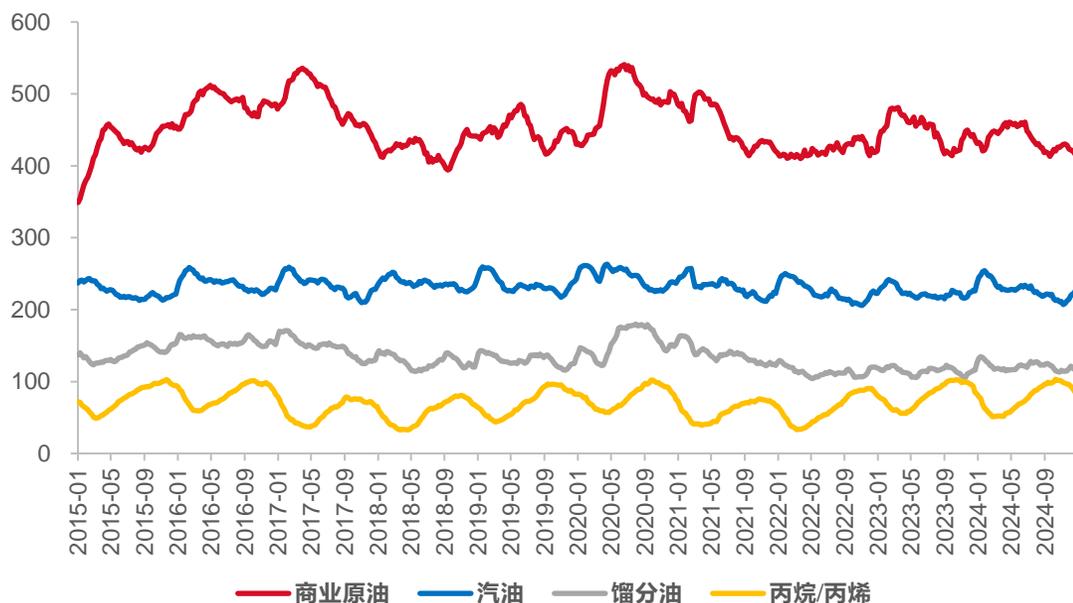
说明：

- 预计全球石油库存将在2025年年底回到当前水平。OPEC+减产的延续将导致2025年第一季度库存减少70万桶/天。随后的OPEC+产量增加以及其他地区供应增长将使库存增加10万桶/天，并对油价产生一定的下行压力，布伦特原油价格将从一季度的74美元/桶降至第四季度的72美元/桶，全年平均价格为74美元/桶。
- IEA预计2024年全球石油供应量平均将增加63万桶/日，其中非OPEC+国家将增加150万桶/日。2025年全球石油供应总量可能增加190万桶/日，其中非OPEC+国家将增加150万桶/日。
- EIA将美国GDP增长预测2024年实际GDP将增长2.7%，较11月份的预测持平。2025年GDP年增长率的预期2.1%，同样与上月持平。
- 其他原油影响因素：委内瑞拉、伊朗增产、利比亚减产；中东及俄乌地缘政治；美国加息尾声对经济的影响（衰退还是软着陆）。
- **油价预判：预计2025年布伦特原油全年在55-80美元/桶之间波动。**

原油供需基本面：美国及OECD的商业库存

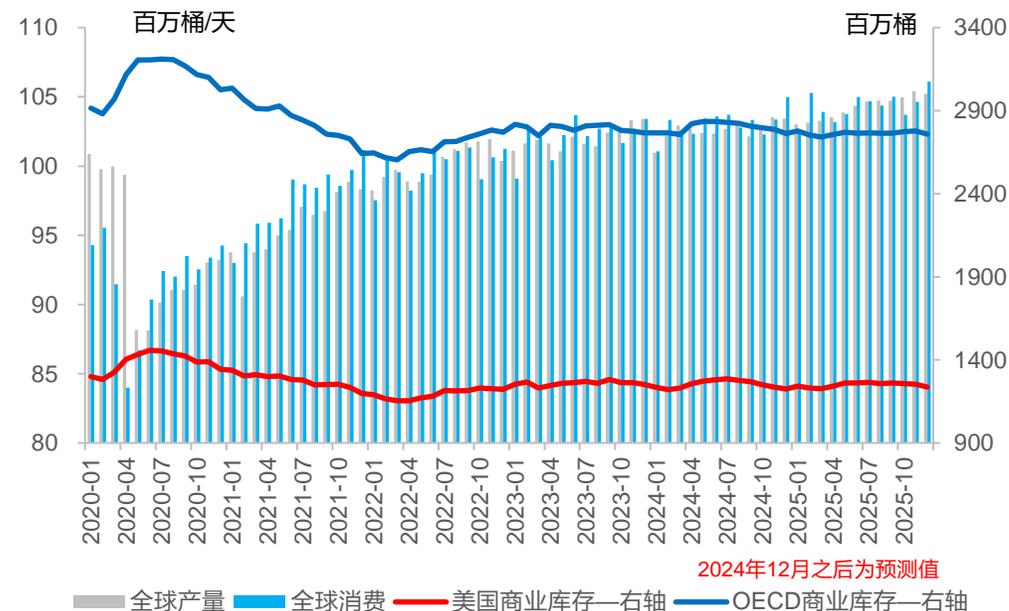
- 至2024年12月27日当周，美国原油商业库存4.16亿桶，较去年同期减少1546万桶，库存比五年同期平均水平低5.26%左右；汽油库存2.31亿桶，较去年同期减少557万桶；馏分油库存1.23亿桶，较去年同期减少299万桶。
- 至2024年12月，OECD的原油及液体商业库存为27.63亿桶，较去年同期减少373万桶。

美国原油及成品油库存（百万桶）



资料来源：EIA，东海证券研究所

石油及液体产品供需及库存

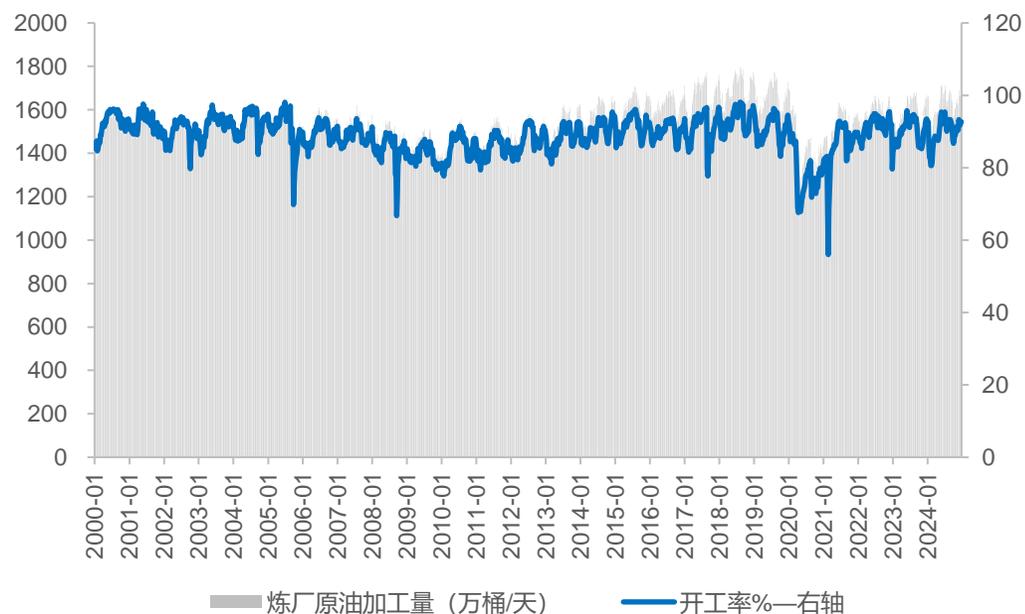


资料来源：EIA，东海证券研究所

原油供需基本面：炼厂开工及进出口

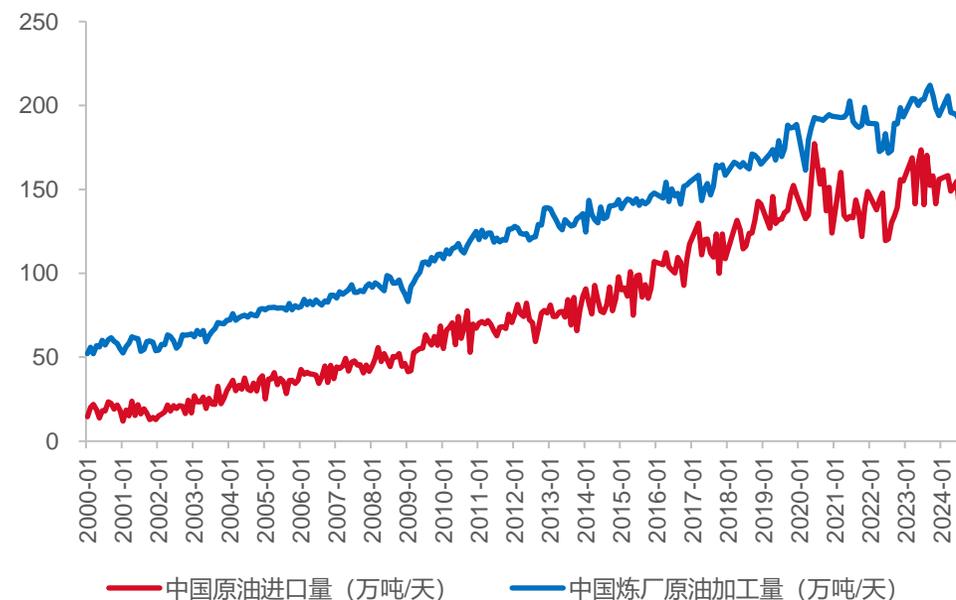
- 2024年12月，美国炼厂加工量在月底有所反弹，至12月27日为1686万桶/天，开工率为92.7%；2023年同期炼厂加工量为1668万桶/天。
- 2024年11月份，我国规上工业原油加工量5851万吨，同比增长0.2%，日均加工195万吨。11月份，我国进口原油4852万吨，同比增长14.4%。1-11月份，国内进口原油5.06亿吨，同比下降1.9%，规上工业原油加工量6.49亿吨，同比下降1.8%，降幅均收窄。

美国炼厂原油加工量及开工率



资料来源：EIA，东海证券研究所

中国原油进口及炼厂加工量

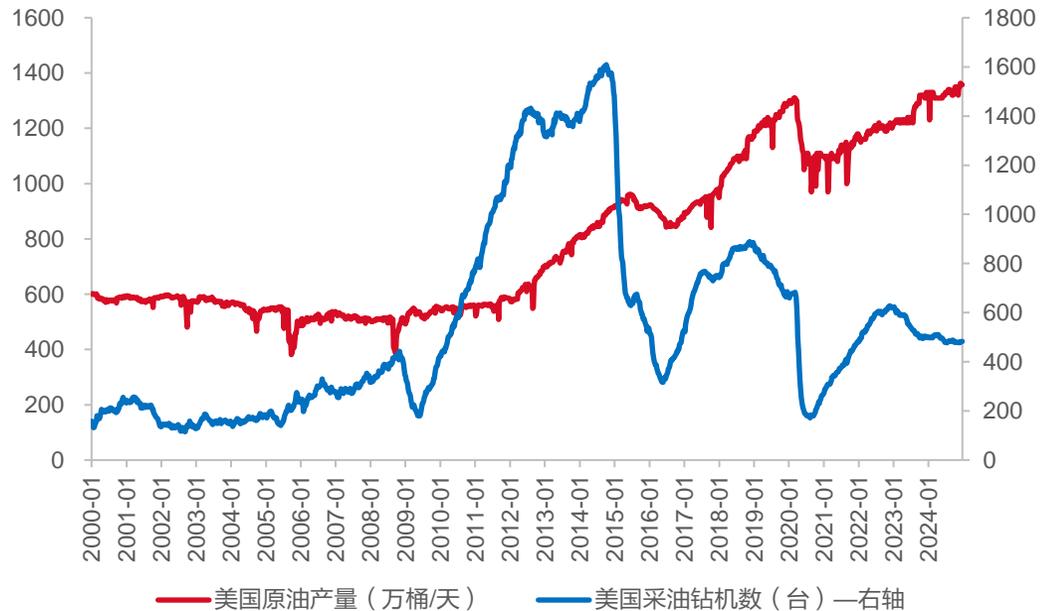


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

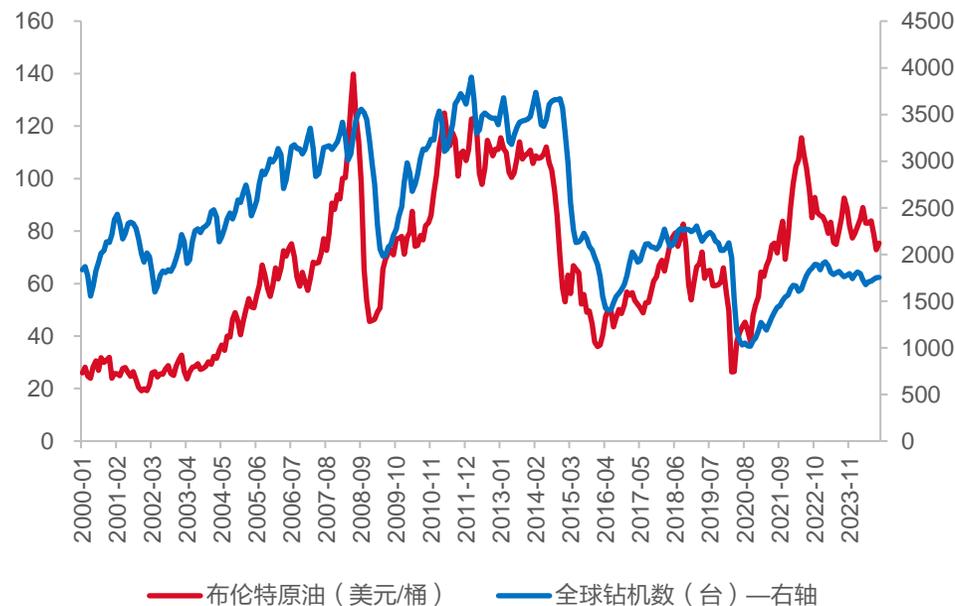
原油供需基本面：原油产量与采油钻机数

- 美国原油产量基本保持稳定，至2024年12月27日当周，美国原油产量1357万桶/天，较去年同期增加37万桶/天。
- 至2025年1月3日，美国钻机数589台，较去年同期减少32台；其中采油钻机数482台，较去年同期减少19台。

美国原油产量及采油钻机数



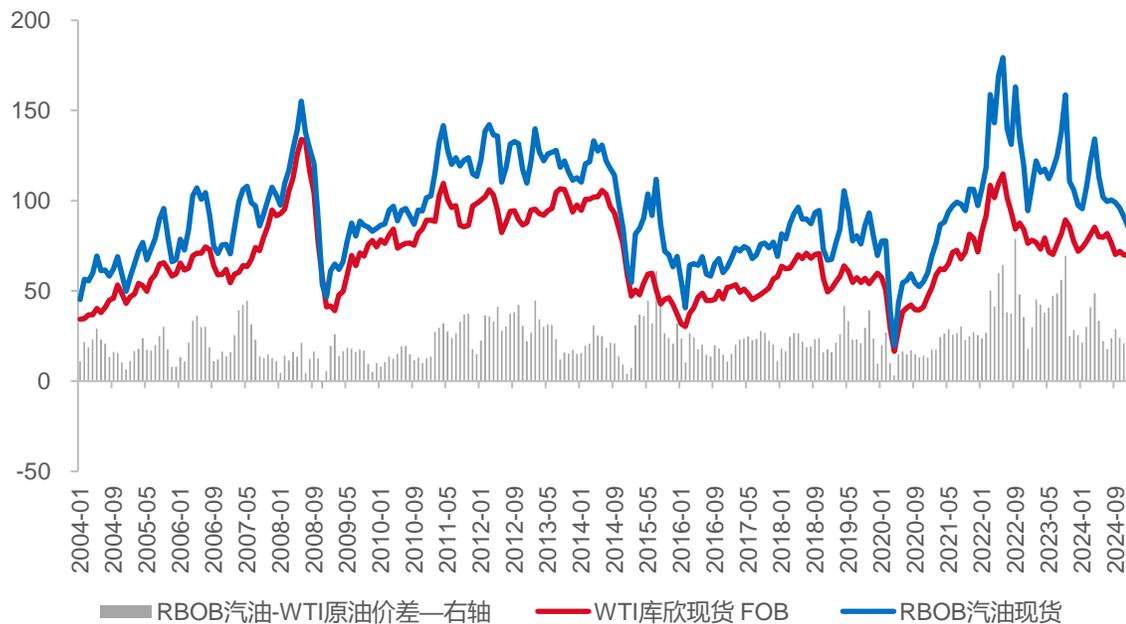
油价与全球钻机数



原油供需基本面：成品油价差改善

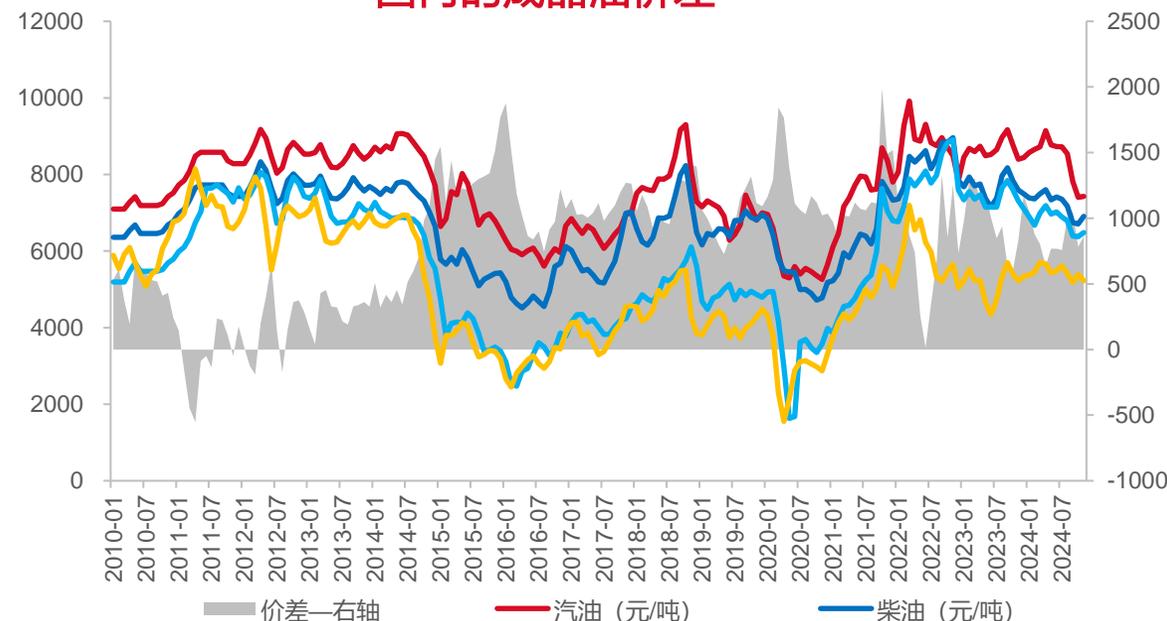
- 2024年12月美国RBOB汽油-WTI库欣现货价差为15.35美元/桶，近三月持续下行；目前低于2022-2023年平均42.5美元/桶之下，同时跌破了过去20年的历史平均23.4美元/桶。
- 2024年12月，国内成品油价差至939元/吨，较上月有所改善，也好于去年同期。

美国汽油与原油现货价差（美元/桶）



资料来源：EIA，东海证券研究所（1桶=42加仑换算）

国内的成品油价差



价差 = 0.2*石脑油+0.3*柴油+0.2*汽油+0.1*航空煤油-原油*VAT*汇率（未考虑副产品和除增值税外各项税）

资料来源：Wind，东海证券研究所

2024年12月，全球原油大事记

- 我国国务院将税号27101922和27101929两个燃料油类目合并为税号27101924，进口关税从1%上调至3%，自1月1日起生效。
- 我国35家合格的炼油厂已获得约1.90亿吨（382万桶/日）的原油进口配额，将比去年同期1.7682亿吨（354万桶/日）增加7.7%，有助于提振2025年原油进口。
- 2.5Bcf/天的Matterhorn管道自9月投入使用以来，流量迅速达到上限并成为二叠纪盆地重要的输出线路，其中一半流量进入州际管道，在11月初达到超过1.5Bcf/天的峰值，12月1日至18日期间平均约为1.3Bcf/天。
- 随着出口产能的扩大，加拿大西部原油产量增长。预计2025年加拿大西部原油出口供应量平均为480万桶/日，然后在2030年升至513万桶/日，高于2024年的450万桶/日。
- 美国墨西哥湾的石油产量将达到创纪录的200万桶/日左右，主要得益于几个大型深水油田将于2025年投产，包括：10万桶/天的Whale油田、12万桶/天的Shenandoah油田、7.5万桶/天的Ballymore油田、6.6万桶油当量/天的Salamanca枢纽、2.1万桶油当量/天的Dover油田、探明储量7500万桶油当量的Zephyrus油田。
- 因为季节性工厂维护结束导致其炼油厂的吞吐量增加，俄罗斯的海运原油出口在12月降至两年低点，这反过来又促进了燃料出口。12月俄罗斯港口的原油出货量平均为307万桶/日，较11月的354万桶/日下降46.4万桶/日，降幅13%。

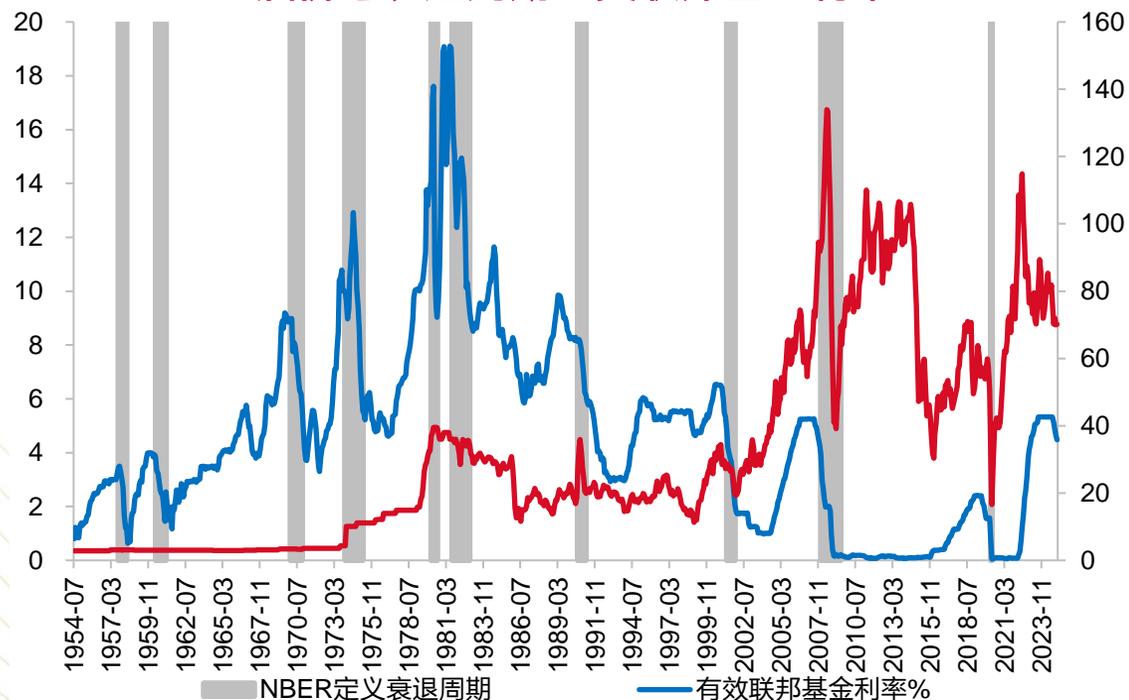
目 录

- 一、**油价回顾与展望**
- 二、**商品、利率及汇率**
- 三、**聚酯产业链**
- 四、**结论与投资建议**
- 五、**风险提示**

油价与利率

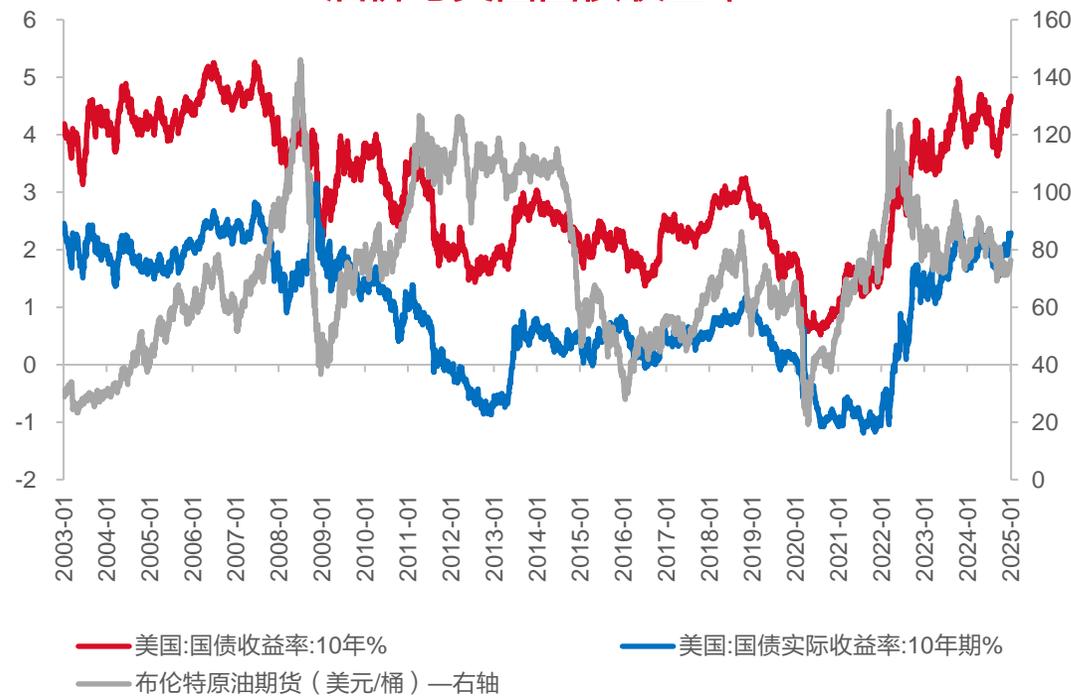
- 美联储自1954年起经历了13次完整的加息周期。1948年以来，NBER统计的衰退共有13次，而技术性衰退有11次；其判定的衰退起始日期往往领先于技术性衰退的判定。自20世纪80年代以来，美联储历次加息中，仅1995年加息未出现衰退。
- 截至2025年1月6日美国10年期国债收益率约4.62%。12月，美联储继续降息25个基点，表明政策或将维持在“中性”水平。

油价与衰退周期、美联邦基金利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

油价与美国国债收益率

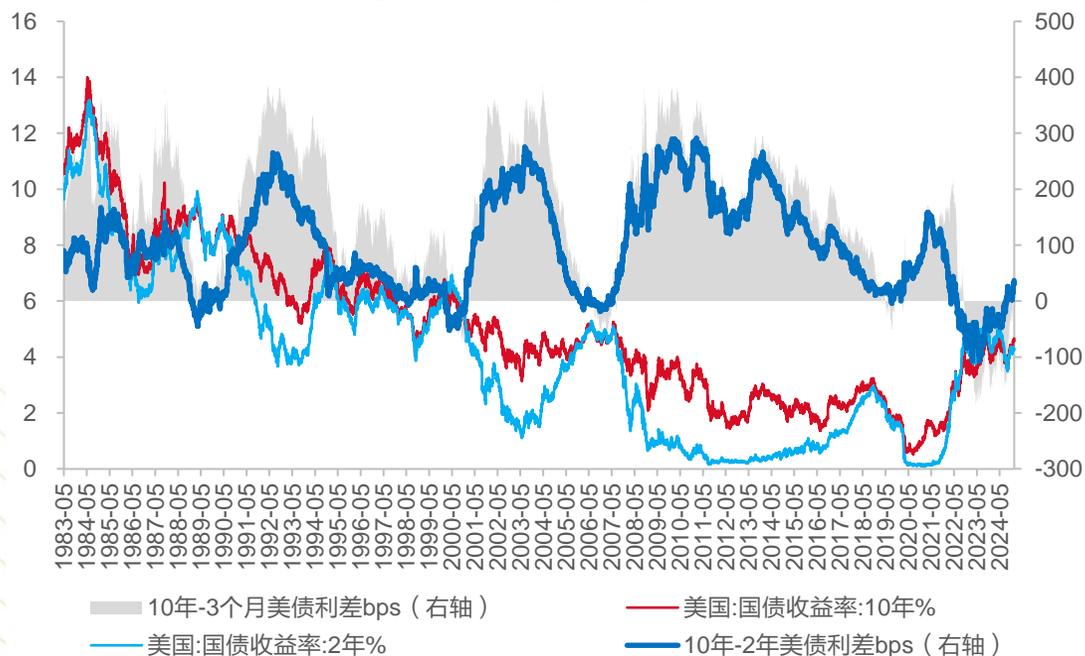


资料来源：Wind，东海证券研究所

油价与美债收益率曲线

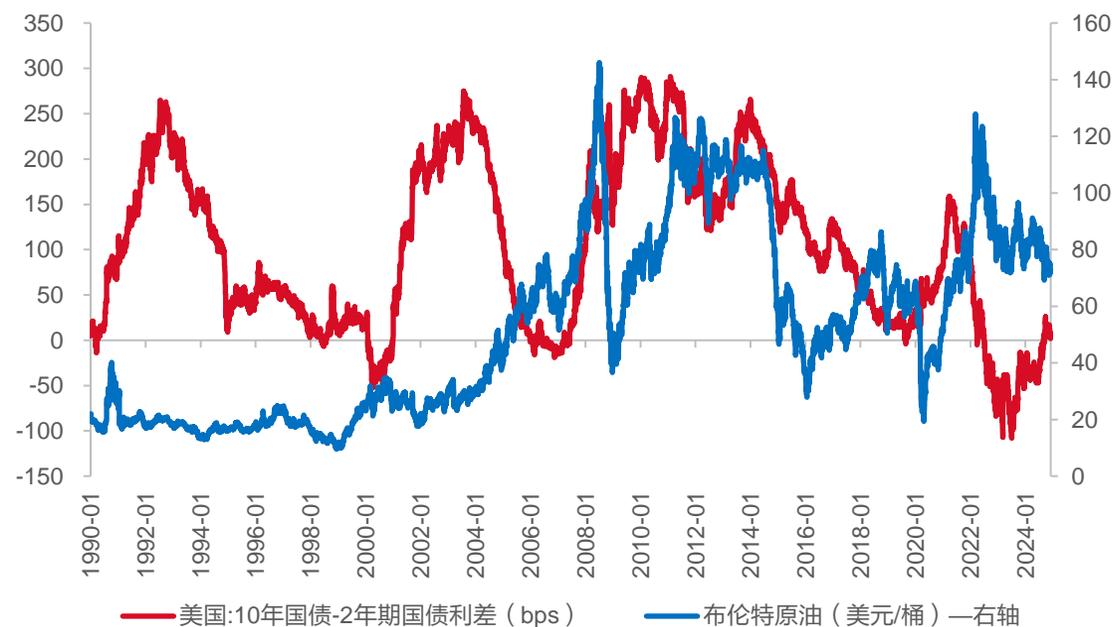
- 历次美国经济衰退前均伴随10年-2年美债利差的明显倒挂，倒挂指标平均领先时间为17个月左右。短端利率通常主要受到美联储货币政策的影响，而长端利率则由宏观经济、通胀水平、流动性溢价等因素对供求关系的共同影响。
- 目前美国2年期国债和10年期国债收益率曲线倒挂现象自2022年7月初持续至2024年8月末，目前已经基本结束倒挂，2024年11月底12月初再次出现利差收紧趋势，目前已再次走阔到30基点以上。

美债长短期收益率曲线



资料来源: Wind, 东海证券研究所

油价与美债期限利差

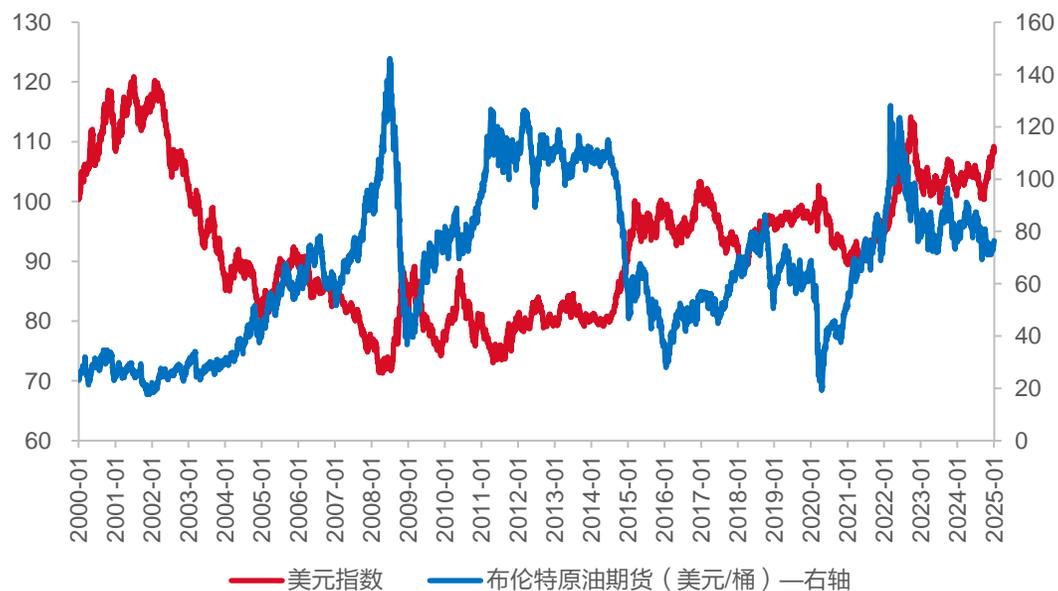


资料来源: Wind, 东海证券研究所

油价与美元指数、汇率

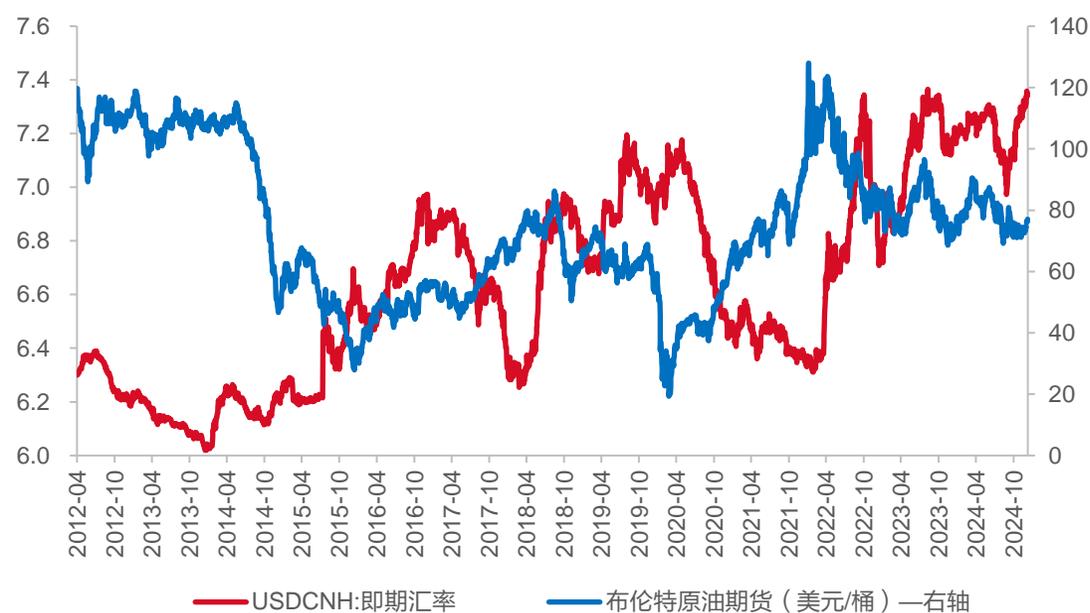
- 12月美元指数继续上行，收于108.5，较上月末上升2.56%；较去年同期上升7.01%。
- 12月离岸人民币相对美元有所贬值，收于7.34，较上月末贬值1.23%；较去年同期贬值2.98%。

油价与美元指数



资料来源：Wind，东海证券研究所

汇率与原油价格



资料来源：Wind，东海证券研究所

油价与通胀

- 11月美国CPI同比上涨2.6%，前值2.7%，符合预期但创四个月新高，止步“六连跌”，核心通胀环比增速连续三个月未见回落。
- 美国11月PPI（所有商品，非季调）同比上升0.2%，出现转正。美国11月PPI（最终需求）同比上升3.0%，美国PPI涨幅仍高于美联储设定的2%长期通胀目标。美国11月核心PCE物价指数同比增长2.82%，前值2.31%。这有助于解释政策制定者在降息方面采取更为谨慎的态度。

油价与美国PPI



资料来源：Wind，东海证券研究所

油价与美国CPI、PCE



资料来源：Wind，东海证券研究所

2024年全球主要经济体制造业PMI

- 2024年12月，我国制造业PMI为50.1%，比上月下降0.2个百分点。制造业PMI回升的主要驱动在于供需两端均有明显改善，背后可能是关税加征担忧下“抢订单”行为。
- 美国12月ISM制造业PMI指数49.3，创今年6月以来的最高水平，高于预期的48.3，11月前值为48.4。或表明美国制造业在经历了两年的低迷后正在企稳。
- 印度12月制造业PMI终值56.4%，维持高景气度。

2024年1月以来全球主要经济体的制造业PMI

	2024年2月	2024年3月	2024年4月	2024年5月	2024年6月	2024年7月	2024年8月	2024年9月	2024年10月	2024年11月	2024年12月	折线图
全球	50.3	50.6	50.3	51.0	50.8	49.7	49.6	48.7	49.4	50.0	49.6	
中国	49.1	50.8	50.4	49.5	49.5	49.4	49.1	49.8	50.1	50.3	50.1	
美国	47.8	50.3	49.2	48.7	48.5	46.8	47.2	47.2	46.5	48.4	49.3	
欧元区	46.5	46.1	45.7	47.3	45.8	45.6	45.8	45	46.0	45.2	45.1	
英国	47.5	49.9	49.1	51.2	50.9	52.1	52.5	51.5	49.9	48.0	47.0	
德国	42.5	41.9	42.5	45.4	43.5	42.6	42.4	40.6	43.0	43.0	42.5	
法国	47.1	46.2	45.3	46.4	45.4	44.1	43.9	44.6	44.5	43.1	41.9	
意大利	48.7	50.4	47.3	45.6	45.7	47.4	49.4	48.3	46.9	44.5	46.2	
印度	56.9	59.2	58.8	57.5	58.3	58.1	57.5	56.5	57.5	56.5	56.4	
东盟	50.4	51.5	51	50.0	51.7	51.6	51.1	50.5	50.5	50.8	50.7	
日本	47.2	48.2	49.6	50.4	50.0	49.1	49.8	49.7	49.2	49.0	49.6	
韩国	50.7	49.8	49.4	51.6	52.0	51.4	51.9	48.3	48.3	50.6	49.0	

资料来源：Wind，东海证券研究所

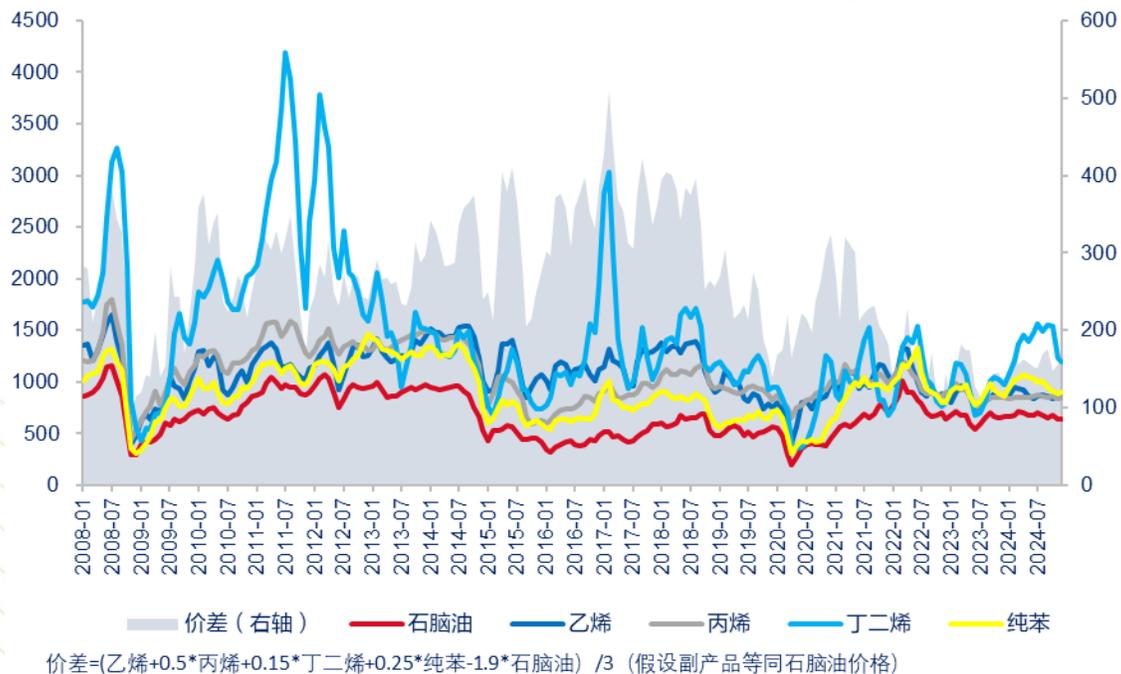
目 录

- 一、油价回顾与展望
- 二、商品、利率及汇率
- 三、**聚酯产业链**
- 四、结论与投资建议
- 五、风险提示

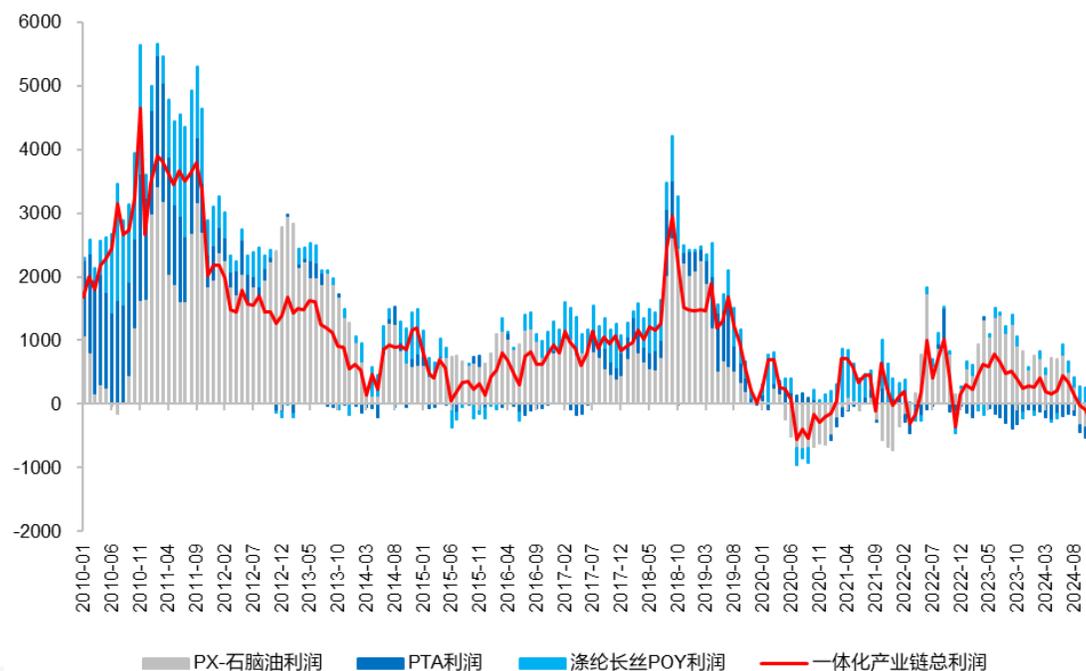
裂解乙烯价差及涤纶长丝产业链一体化利润

- 12月国际原油价格整体呈现上涨态势，但均价较11月小幅下跌；乙烯价格仍受供应短缺影响，12月上旬价格继续上行；石脑油、丁二烯月均价格环比下跌，丙烯、纯苯价格环比回升；以石脑油为原料的裂解乙烯价差为165美元/吨，环比上升9美元/吨。
- 12月原材料PTA价格震荡趋弱、乙二醇环比回升；12月涤纶长丝产销回暖，但月均价改善有限；PX-PTA-涤纶长丝全产业链利润约-412元/吨，环比-129元/吨，利润仍处于下降通道。

石脑油裂解乙烯价差（美元/吨）



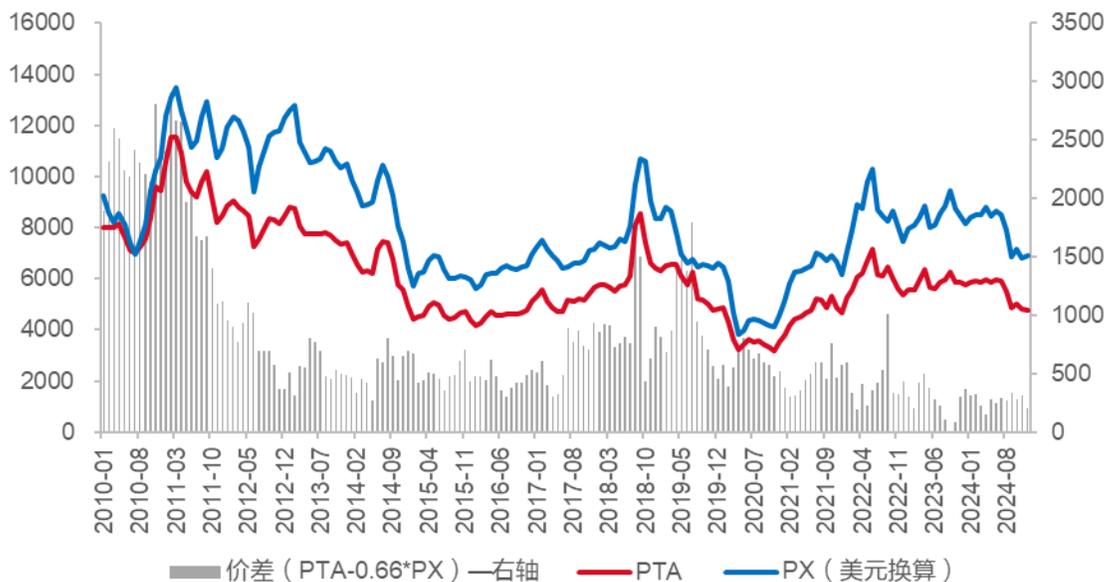
涤纶长丝产业链一体化总利润模拟（元/吨）



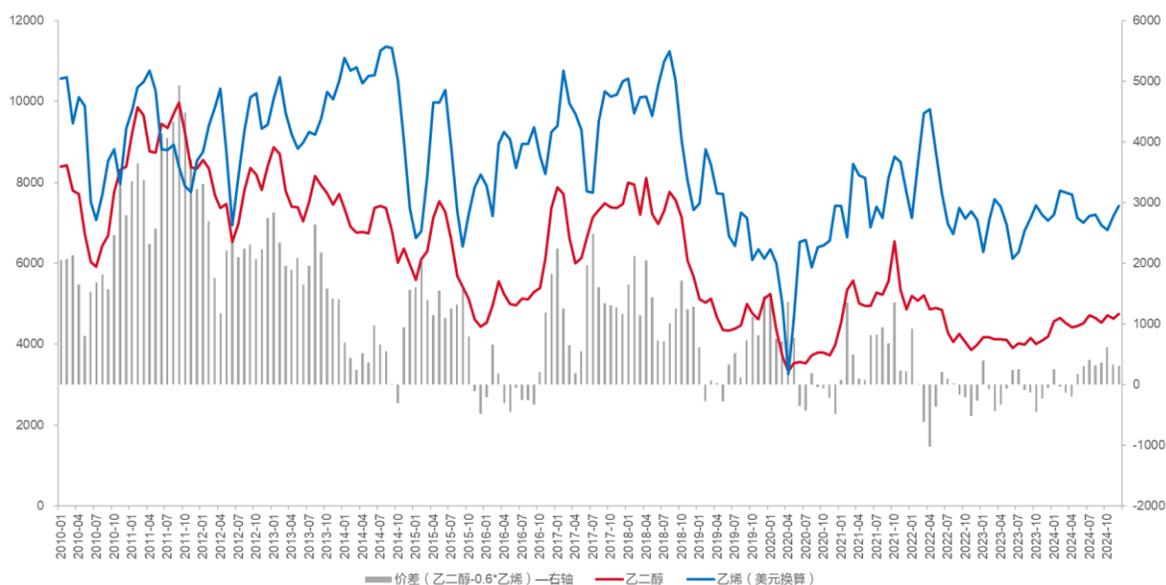
PTA-PX、乙二醇-乙烯价差

- 成本支撑弱，人民币贬值，且下旬新装置投产增加供应，12月PTA价格、价差环比下降，价差环比-111元/吨。
- 12月乙二醇价格环比上升，但乙烯价格回升，乙二醇与乙烯价差305元/吨，环比-26元/吨。

PTA-PX价差 (元/吨)



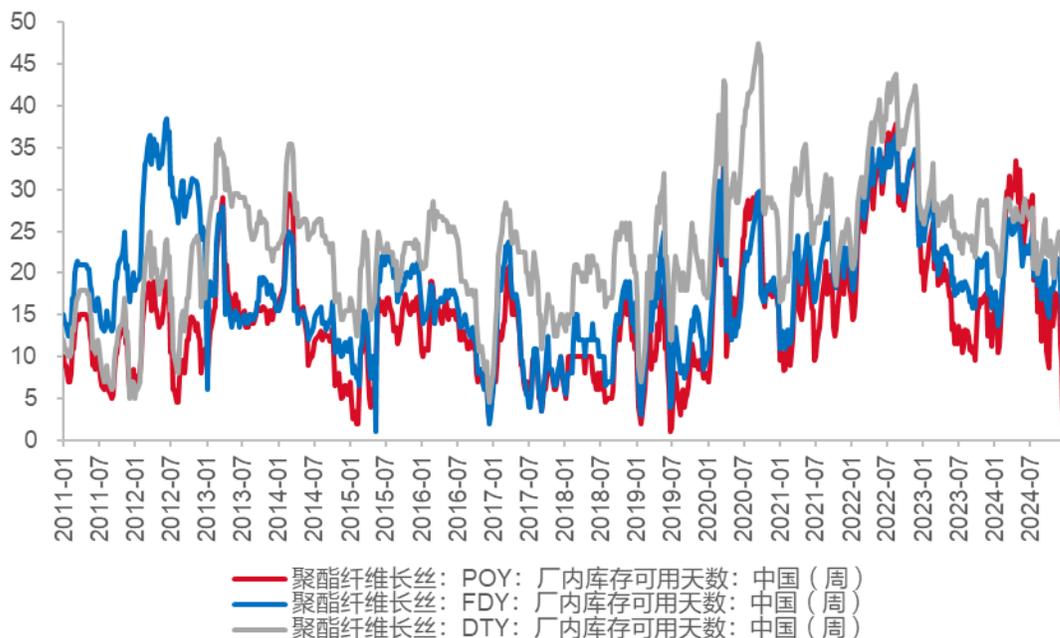
乙二醇-乙烯价差 (元/吨)



涤纶长丝产量、开工率与库存

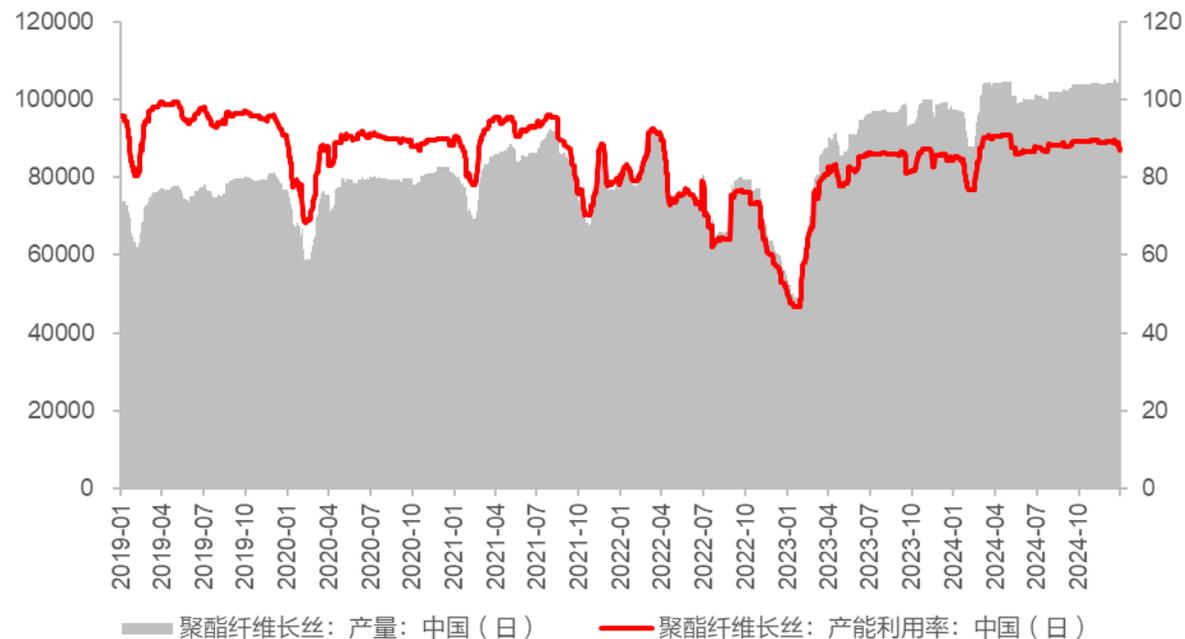
- 12月月内涤纶长丝多次促销活动，下游集中补仓，涤纶长丝库存大幅下降，部分规格告罄。
- 12月底盛元2期装置全部投产，涤纶长丝全国总产能基础上调至4225万吨/年。年末部分涤纶长丝生产企业陆续停车检修，12月检修规模超百万，行业产能利用率略下降。

涤纶长丝厂内库存（天）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

涤纶长丝日产量与开工率

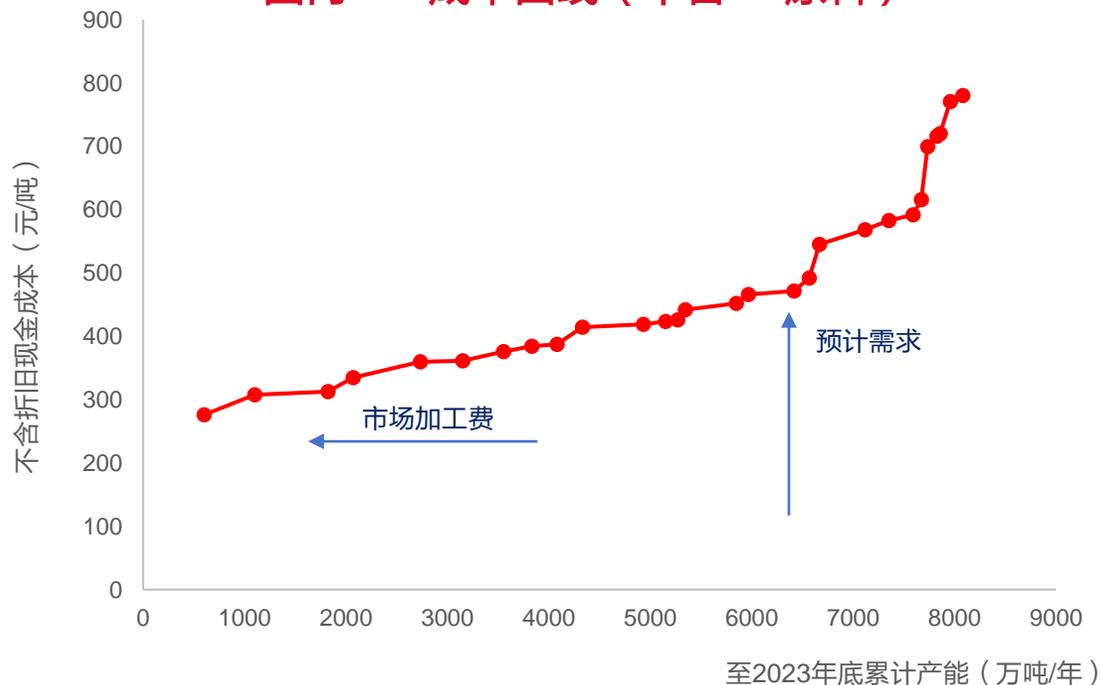


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

PTA成本曲线与市场判断

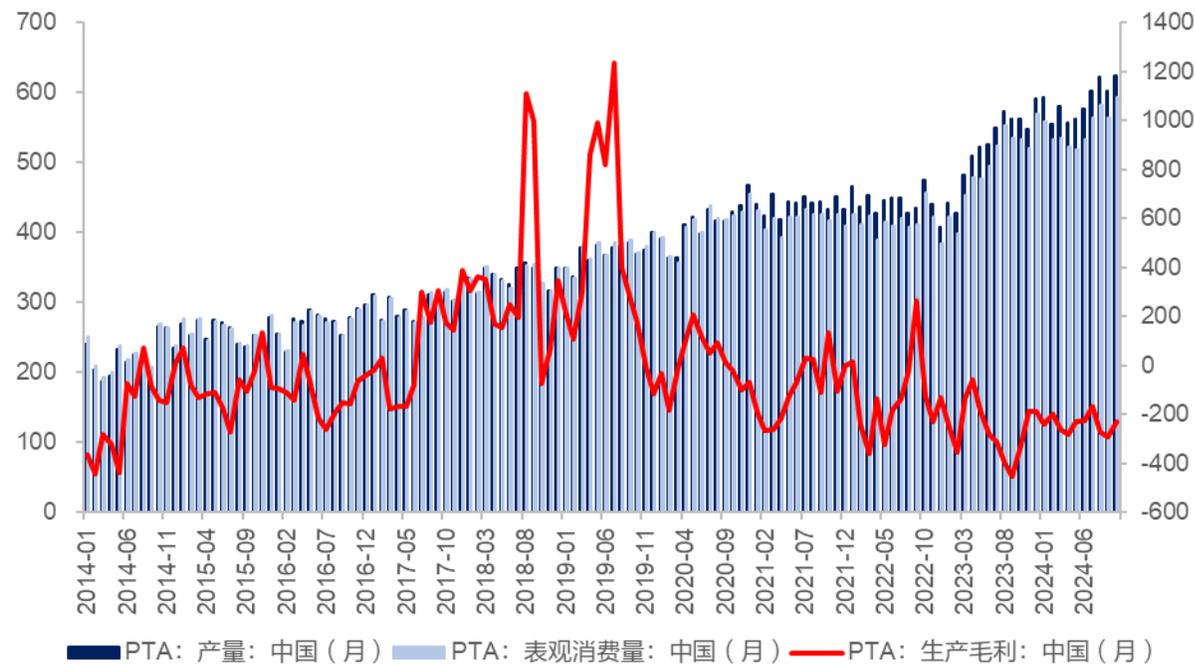
- 我们以2023年底的国内PTA产能为基数，计算各装置不含折旧的现金成本，目前行业仍然亏损状态，仅行业龙头或者一体化装置能够维持正的现金流。2024年12月PTA价格下跌，加工费收窄。
- 2023年国内PTA表观消费5958万吨，目前产能约8200多万吨，市场压力仍然较大。2024年1-11月国内表观消费6062万吨，同比增长12.5%。

国内PTA成本曲线（不含PX原料）



资料来源：Wind，东海证券研究所

国内PTA月度供需



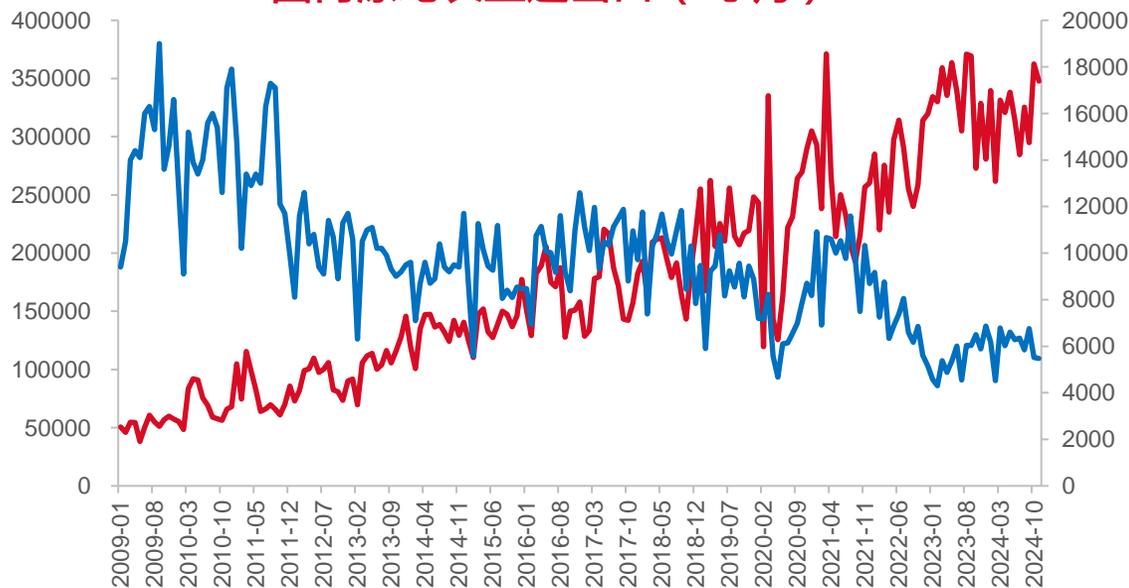
■ PTA: 产量: 中国 (月) ■ PTA: 表观消费量: 中国 (月) — PTA: 生产毛利: 中国 (月)

资料来源：钢联数据，东海证券研究所

11月国内涤纶长丝出口环比下降， 纺服出口同比上升

- 2024年11月中国涤纶长丝出口量环比下降，跌幅在4.09%；2024年1-11月，涤纶长丝出口量同比下降3.60%。
- 2024年11月，服装及衣着附件出口金额130.2亿美元，同比+3.8%；纺织纱线、织物及制品出口金额121.6亿美元，同比+9.3%。2024年1-11月，全国纺织品服装出口2730.6亿美元，同比增长2.0%，增幅较前十个月扩大0.5个百分点。

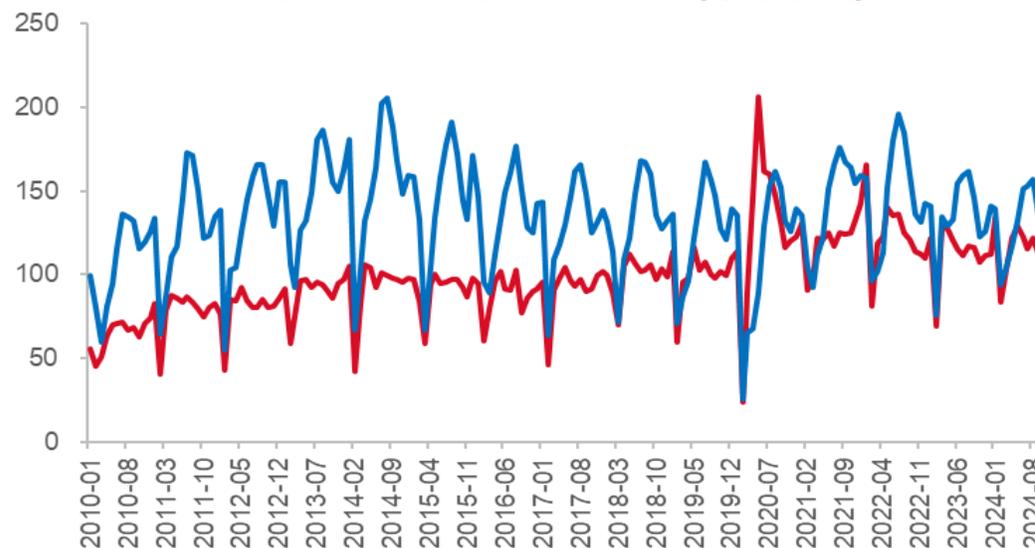
国内涤纶长丝进出口（吨/月）



— 聚酯纤维长丝：出口数量合计：中国（月） — 聚酯纤维长丝：进口数量合计：中国（月，右轴）

资料来源：钢联数据，东海证券研究所

国内月度纺服出口金额（亿美元）



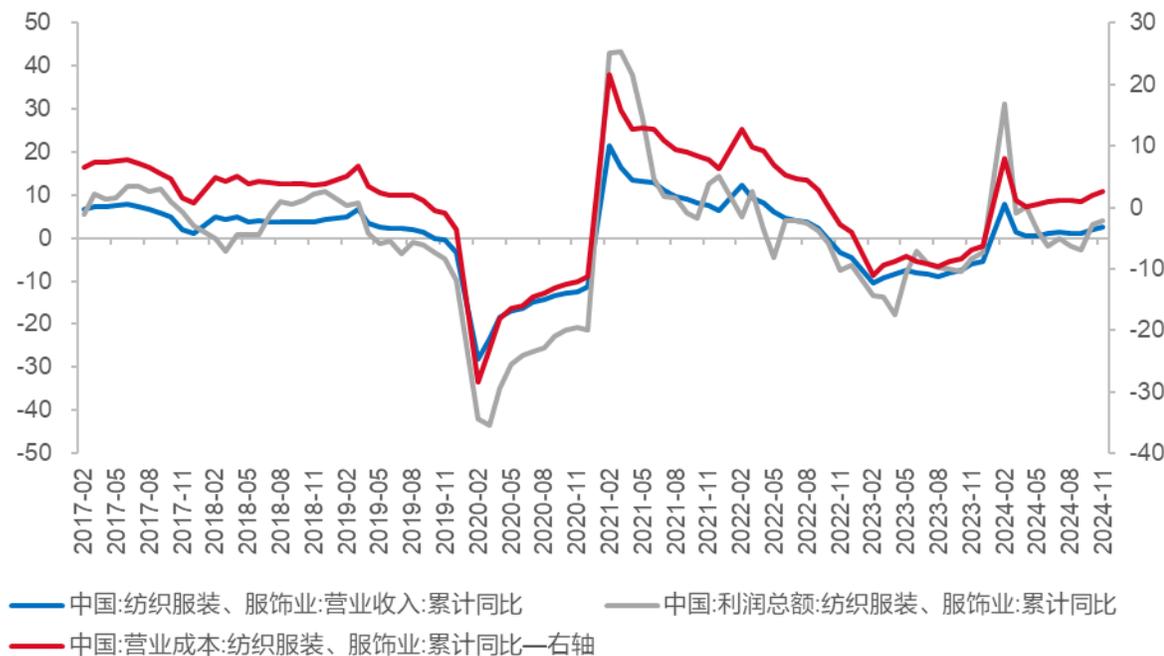
— 中国：出口金额：纺织纱线、织物及制品：当月值
— 中国：出口金额：服装及衣着附件：当月值

资料来源：Wind，东海证券研究所

1-11月我国纺织业利润累计同比维持正增长

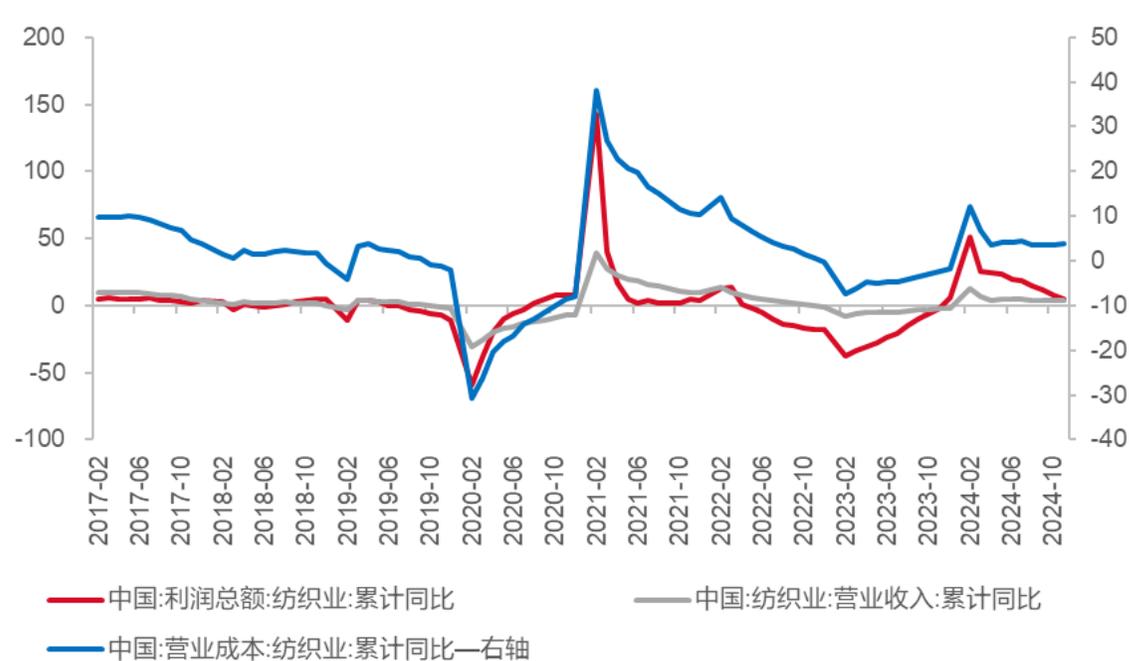
- 根据国家统计局公布的数据，1—11月份，全国规模以上工业企业实现利润总额66674.8亿元，同比下降4.7%；纺织业利润累计同比增长4.6%。纺织服装、服饰业利润总额累计同比回升，累计同比+3.9%。

国内纺织服饰、服饰业累计收入、成本、利润累计同比 (%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

国内纺织业累计收入、成本、利润累计同比 (%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

目 录

- 一、 油价回顾与展望
- 二、 商品、利率及汇率
- 三、 聚酯产业链
- 四、 结论与投资建议
- 五、 风险提示

结论与投资建议：看好上游资源、油服、及产业链稳定标的

核心观点：

- **利率、汇率：**美国经济仍有韧性，美国12月ISM制造业PMI指数49.3，创今年6月以来的最高水平，但12月通胀仍强。国内国债利率或仍有下行空间，汇率相对稳定（美联储大概率1月暂停降息，人民币短期承压，但出口及国内经济复苏对汇率形成支撑）。
- **商品：**海外或进入补库存周期，商品走势分化，有色、贵金属、原油等受供给+避险属性，预计仍有较强支撑。直接产业链产品或仍然承压。
- **权益：**继续看好国内消费复苏（往性价比方向）、出口高端化。

推荐：

- **油价维持相对高位，上游资源属性增强：**预计油价仍然维持相对高位，利好具有上游资源的标的，如**中国石油、中国海油**等。
- **油气开采稳步增长：**预计油服行业将会维持稳定的资本开支，国内持续增储上产。看好整体估值明显低位、海外市场潜力较大、技术处国际先进水平的上市油服公司，如**海油工程、中海油服**等。
- **炼化一体化成本优势，下游纺服行业需求弱复苏：**看好加氢裂化能力强，从炼油-PX-PTA-产业链一体化标的，如**恒力石化、荣盛石化、桐昆股份**等。
- **具备成本比较优势：**天然气价格持续低迷将利好国内轻烃一体化龙头，如**卫星化学**；高油价凸显煤制烯烃优势，如**宝丰能源**等。

目 录

- 一、油价回顾与展望
- 二、商品、利率及汇率
- 三、聚酯产业链
- 四、结论与投资建议
- 五、风险提示

风险提示

- **美国通胀回落速度不及预期。**美国当前劳动力市场依旧强劲，通胀水平仍处高位，若回落不及预期或引发美联储态度偏鹰，加息预期推迟引发需求、汇率波动等风险。
- **海外需求下跌，影响产品出口的风险。**中国始终保持着贸易顺差，出口也向高端装置制造方向发展。但是欧美等主要发达经济体仍然存在着衰退的风险，从而影响到海外市场的需求，进而导致我国出口受阻。
- **国际地缘政治影响。**地缘政治扰动或导致大宗商品生产贸易受阻或需求激增，进而引发大宗价格大幅波动，引发通胀上行、基本面大幅波动等风险。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

二、分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其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。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：(8621) 20333275

手机：18221959689

传真：(8621) 50585608

邮编：200125

东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：(8610) 59707105

手机：18221959689

传真：(8610) 59707100

邮编：100089