

2025年03月05日

标配

# 复盘油价与周期，2014-2015年间的国际油价波动启示与未来展望

——石油石化行业深度报告

证券分析师

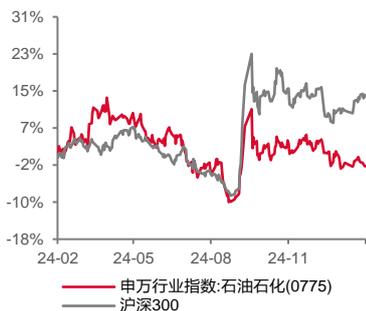
谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn



相关研究

- 原油延续震荡，下游有望迎来复苏行情——原油及聚酯产业链月报（2025年2月）
- 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）
- 博迈科（603727）：行业景气上行订单逐步释放，公司持续发力业绩迎来反转——公司深度报告

投资要点：

- **大宗商品之母，油价与经济周期息息相关。**作为大宗商品之母，国际油价的波动与经济周期息息相关，而影响油价的因素也较多。长周期而言，国际油价与定价权争夺、经济周期带来的需求波动、技术进步带来的开采成本下降等因素关联度较大。而短周期则受到库存、地缘政治、价格联盟、市场情绪、货币政策等因素扰动。而历史上每个阶段主导油价的因素也各不相同，以史为鉴，为新的趋势规律做出判断。
- **2014-2015年间的油价影响因素较为复杂，对当前油价的趋势的借鉴意义较大。**2008年金融危机后，在货币宽松、中国基建启动、国际地缘政治等因素影响下，国际油价快速反弹并在2013-2014年上半年长期保持在100-120美元/桶范围内波动，但终究在2014年下半年打破平衡，进入下跌过程，并于2016年初跌破30美元/桶的低点后企稳。此次油价波动的范围突破了合理的价格区间，价格的上限除受到货币宽松影响外，地缘政治、伊朗制裁也助推了油价空间；同样美国货币政策回归，页岩油的技术革命带来的长期供应宽松也使得油价跌破多数企业的成本线，也促成了OPEC+价格联盟在2016年底成立，从而影响了后期的原油新的定价权争夺。
- **规律：新的经济周期与国际油价展望。**2022年的俄乌冲突使国际油价达到新的高点，与此同时在2022年5月-2023年7月，美联储开始了仅次于1980年代初的力度加息；2024年9月开始，美联储进入降息周期。油价虽然影响因素复杂，但是需求仍是长期主线；美联储降息初期往往意味着需求较弱，以刺激下游，油价反而承压；同时，新能源车对于传统能源的替代也使得长期原油需求力度减弱；但是随着利率回到中性，全球经济复苏，油价再重新步入上行空间。
- **结论与投资建议。**我们认为2025年国际油价或呈V字型走势，美国因为降通胀及制造业回归需要，以及OPEC+减产放松，油价中短期承压；下半年美联储有望启动新的降息，以及在中国经济恢复带动之下，油价有望从底部反弹，全年波动范围在55-80美元/桶。由于有效资本开支不足，我们认为原油长期基本面仍然偏紧。油价在下跌过程中，下游的石化企业会有一定的库存跌价损失，但是以需求带动的底部上涨的过程中，下游价差则会扩大。看好目前估值处于低位，且下游化工品受益于经济复苏弹性大的标的，如恒力石化、荣盛石化、卫星化学、桐昆股份、东方盛虹、中国石油、中国石化等。
- **风险提示：**油价的影响因素复杂，除货币政策外，仍需要考虑到供需、技术进步等因素；国际油价的波动对于经济影响；历史的规律对于未来预测的不完全适用。

## 正文目录

<b>1. 油价与周期</b>	<b>4</b>
1.1. 长周期油价与定价权、需求、技术进步等因素相关	4
1.2. 自 2000 年以来的国际油价变化	5
1.3. 油价与美联储联邦基金目标利率关系	8
<b>2. 复盘 2014-2015 年间的国际油价表现</b>	<b>10</b>
2.1. 宏观背景与原油供需基本面分析	10
2.2. 地缘政治影响因素	11
2.3. 技术进步，美国页岩油产量的爆发	13
2.4. 利率及货币政策因素	15
<b>3. 以史为鉴：未来国际油价展望</b>	<b>17</b>
3.1. 全球宏观经济与供需	17
3.2. 货币政策与经济周期	18
3.3. 新能源车的发展替代影响	19
<b>4. 结论与投资建议</b>	<b>19</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>20</b>

## 图表目录

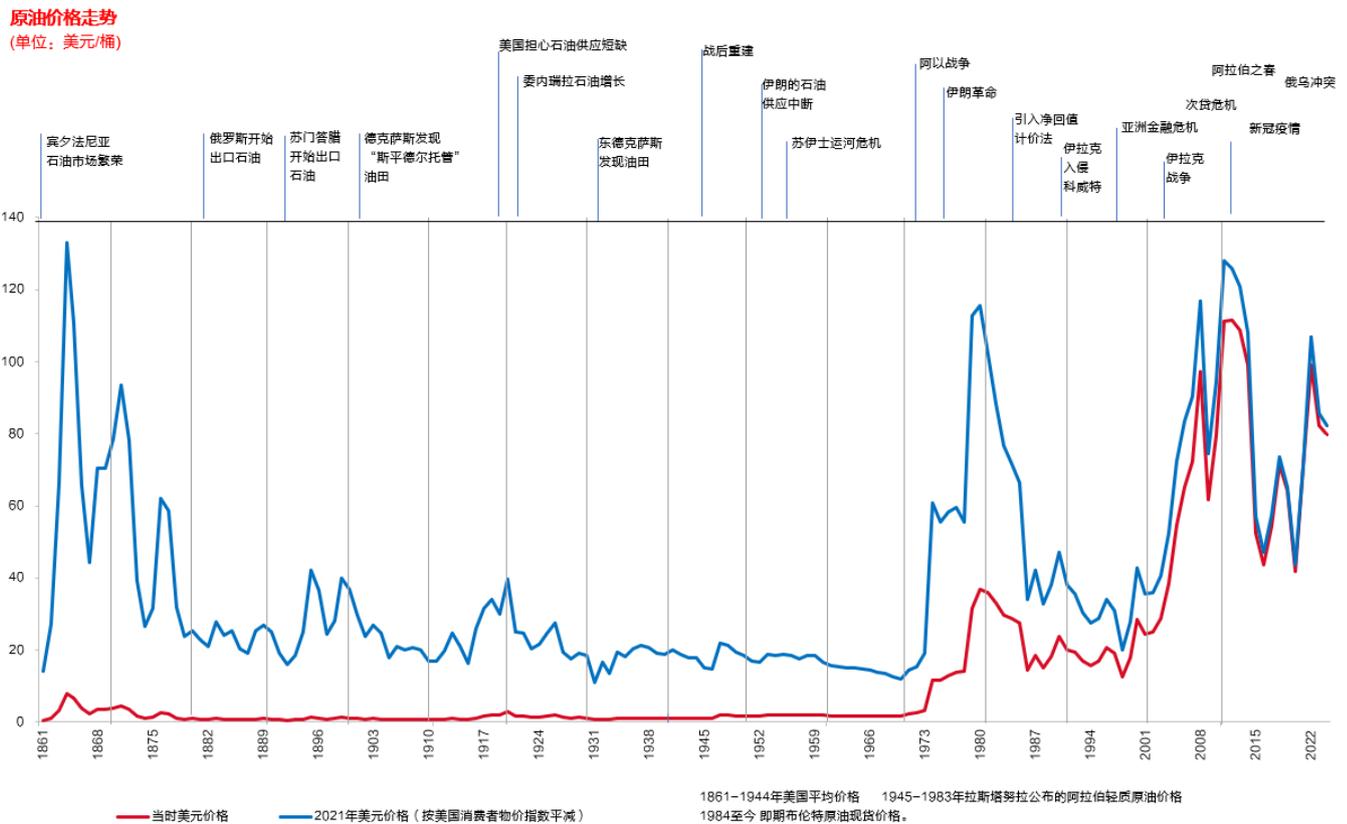
图 1 长周期油价走势 .....	4
图 2 2000 年以来的国际油价变化 .....	8
图 3 油价与利率走势 .....	10
图 4 全球石油供需增速 .....	11
图 5 全球原油及液体库存（百万桶） .....	11
图 6 油价与全球资本开支 .....	11
图 7 油价与全球钻机数 .....	11
图 8 全球石油供应中断 .....	12
图 9 伊朗的石油及液体产量、需求 .....	13
图 10 美国致密油（页岩油）产量 .....	14
图 11 美国致密油（页岩油）的产量占比逐渐提升 .....	14
图 12 美国各区块单台钻机对应的原油产量 .....	14
图 13 美国:国债收益率:10 年%与油价关系 .....	16
图 14 美元指数与国际油价关系 .....	17
图 15 全球 GDP 增速与布伦特油价走势 .....	18
图 16 全球石油供需 .....	18
图 17 美国 CPI 与核心 CPI 同比 .....	19
图 18 美国就业情况 .....	19
表 1 影响油价的主要指标 .....	4
表 2 新能源车对于汽油替代的敏感性分析 .....	19
表 3 公司覆盖表 .....	20

# 1. 油价与周期

## 1.1. 长周期油价与定价权、需求、技术进步等因素相关

作为大宗商品之母，国际油价的波动与经济周期息息相关，而其中影响油价的因素也较多。长周期而言，国际油价与定价权争夺、经济周期带来的需求波动、技术进步带来的开采成本下降等因素关联度较大。而短周期则受到库存、地缘政治、价格联盟、市场情绪、货币政策等因素扰动。而历史上每个阶段主导油价的因素也各不相同，以史为鉴，复盘油价与周期规律，为新的趋势判断提供依据。

图1 长周期油价走势



资料来源：BP 能源统计，Wind，东海证券研究所

表1 影响油价的主要指标

因素	指标	说明	影响周期
宏观因素	美元指数	反应美国经济的相对强弱；但是指数走强会使美元计价的商品承压	中长期
	美国联邦基金目标利率	宏观经济指标；也可以作为页岩的财务成本；	长期
	原油运输指数 (BDTI)	国际间航运价格；全球经济复苏等；	中短期
	通胀压力 CPI、PPI	统计局等；反应对油价的承受能力；	中期
政治属性	地缘政治	地缘紧张影响原油供应，风险溢价提升	短期

	政治平衡	美国用油价平衡中东、俄罗斯、中国等大国关系等	中长期
	OPEC 产量/剩余产能	OPEC 月度数据	中期
	美国原油产量	EIA 周报、月报等	
	页岩岩生产商现金流	各公司季报	长期
供给基本 面	全球原油供给	EIA、IEA、OPEC 月度等	
	全球钻机数（除美国）	Baker Hughes 周度、月度	
	美国采油钻机数	Baker Hughes 周度	中长期
	美国库存井 DUC	美国短期内增产的潜力	中短期
	OPEC 剩余产能	OPEC 争夺定价权，可以调节产量，月度	中期
	全球原油可采储量	近期指标弱化，但可以影响长期勘探资本开支	长期
	全球原油消费量		
	美国炼油加工量	美国原油消费需求	中短期
	美国库存（战略及商业库存）		中短期
需求基本 面	RBOB-WTI 价差	反应美国成品油的需求	短期
	中国原油进口量及加工量	与补库存、炼厂检修周期等因素有关	中期
	全球新能源汽车存量/汽车总量		长期
	制造业 PMI 指数	正相关	短期
相关能源	HH 天然气价格	有季节性，及长期能源替代性	中短期
	煤炭消费量	替代能源关系	
	乙醇汽油的使用	美国/中国对乙醇汽油政策	中期
	LPG/NGL 价格及需求	伴生，或部分替代性	
	期货持仓量	情绪面指标	短期
金融属性	VIX 指数	市场恐慌情绪	短期
	近远月价差	期限结构，Backwardation、Contango	短期
	CRB 指数	大宗商品指数	短期

资料来源：东海证券研究所整理

## 1.2.自 2000 年以来的国际油价变化

与石油化工行业相类似的是，2000 年以来，国际油价经历过三轮完整的周期。我们以布伦特每日交易的原油期货价格走势为复盘：

**1) 2001 年 11 月至 2008 年 12 月（周期 2597 天）：**布伦特油价从 2001 年 11 月的最低点 17.68 美元/桶开始启动，最终收于 2008 年 12 月的最低点 36.61 美元/桶，在 2008 年 7 月触及历史最高的 146.08 美元/桶。其中：中国于 2001 年 12 月 11 日正式加入世界贸易组织；2002-2008 年期间，全球 GDP 不变价年均同比增速为 4.3%。

- OPEC 在 2002 年 1 月 1 日的会议决定继续实施 150 万桶/天的额外石油生产配额削减，在全球石油需求疲软的情况下，OPEC 更倾向于支持价格，而不是维持市场份额。国际原油价格企稳并进入中长期上行空间。

- 2004 年全球石油需求高速增长, EIA 在 2005 年初对于 2004 年的石油需求增长数据为 260 万桶/天(当时对石油发电的需求急剧增加), 并对 2005-2006 年的平均需求增长预测约为 210 万桶/天, 仍是强劲增长。
- 2006 年 1 月的 EIA 展望, 世界石油需求增长预计将从 2005 年的 120 万桶/天增加到 2006 年的 160 万桶/天, 由于亚洲发展中国家的经济增长, 石油需求预计将在 2007 年进一步增加, 达到 190 万桶/天。
- 2007 年 1 月的 EIA 展望, 2007 年全球石油需求预计将增加 150 万桶/天, 比 2006 年的增幅高出 70 万桶/天。增长的大部分反映了美国需求的复苏, 中国约占世界石油需求预计增长的三分之一。
- 2007 年国际油价加速上行, 主要是全球石油需求超过供应, 其余基本面因素包括持续的地缘政治风险、经合组织库存紧张以及全球炼油瓶颈等。2008 年 1 月的 EIA 展望, 2008 年全球石油市场可能仍将保持供应紧张, 然后在 2009 年适度缓解; 全球石油需求在 2008、2009 年将增加 160 万桶/天。
- 2008 年上半年, 基本面紧张, 原油剩余产能不足, 加上几个石油出口国的供应担忧, 继续给世界原油价格带来上行压力。与此同时, 地缘政治紧张, 如土耳其入侵伊拉克北部打击库尔德叛军, 武装分子袭击尼日利亚的石油基础设施, 以及委内瑞拉因与埃克森美孚的争端威胁中断对美国的出口等, 都加剧了油价上涨的压力。高油价的负面效应已经体现, 权威机构不断下调 2008 年全年的石油需求增长预测。
- 2008 年 9 月, 夏季沙特石油产量增加, 加上对极高油价的需求反应, 以及信贷市场问题, 强化了全球石油平衡松动的情绪。由于全球经济恶化, 油价在 12 月份继续下跌, OPEC 的大幅减产的协议未能支撑价格。

**2) 2008 年 12 月至 2016 年 1 月 (周期 2584 天):** 布伦特原油价格从 2008 年 12 月的最低点 36.61 美元/桶, 期间反弹至 2011 年 4 月份的 126.65 美元/桶的区间高点, 后回落至 2016 年 1 月的低点的 27.88 美元/桶。2009-2015 年期间, 全球 GDP 不变价年均同比增速为 3.2%。

- 2009 年 1 月 EIA 展望, 由于全球经济低迷, 世界石油消费量继续向下修正。据估计, 2008 年全球石油消费量基本保持不变, 预计 2009 年将减少 80 万桶/天, 预计 2010 年将出现温和反弹。EIA 在 2009 年 2 月继续下调需求增长预期, 但 3 月起市场开始乐观, 全球经济开始复苏, 油价连续四个月上涨。
- 2009 年全球石油需求连续二年下降, 这是 1983 年以来首次出现。EIA 在 2010 年初预计复苏将在 2010 年和 2011 年持续, 全球石油需求增长分别为 110 万桶/天和 150 万桶/天。2010 年 4 月 20 日, Deepwater Horizon 钻井平台发生爆炸, 随后墨西哥湾发生漏油事故。2009 年全球石油消费增长强劲, 油价稳步上涨。
- 2011 年初 EIA 预计未来两年世界石油市场将继续趋紧, 消费量将以每年平均 150 万桶/天的速度增长。如果 OPEC 不随着全球消费复苏而增加产量, 油价可能会明显高于预测。利比亚原油出口中断以及其他中东和北非国家持续动荡已经突显出重大供应风险。尽管中国采取措施为经济降温, 但石油需求继续呈现强劲增长。
- 2012 年初 EIA 预测如果没有严重的石油供应中断, 全球石油市场的紧张局面将缓和。2012 年全球石油消费增长 130 万桶/天, 2013 年增长 150 万桶/天。也门和叙利亚的国内冲突继续影响着相当一部分的石油产量。美国和欧盟的最新一轮制裁导致伊朗在 2012 年第二和第三季度的产量下降。

- 2013年1月EIA预计,2013-2014年石油市场将趋于宽松,预计2013年全球石油供应量将增加100万桶/天,2014年将增加170万桶/天,其中大部分增长来自OPEC以外的国家。后于2013年全年石油需求有所上修,油价整体高位盘整。
- 2014年1月EIA预计,2014年OPEC以外国家的产量将同比增长190万桶/天,创历史新高,预计OPEC原油产量将下降50万桶/天,主要原因是一些产油国削减产量;预计未来两年美国和加拿大的石油产量将以年均6%的速度增长。6月份以来,供应的地缘政治风险已经减弱,全球需求疲软导致布伦特原油现货价格在9月份跌至平均97美元/桶,是两年多来月平均价格首次低于100美元/桶。之前中断的利比亚原油生产重返市场,以及美国致密油产量持续增长,11月起开始加速下跌,隐含波动率高,期货和期权合约的价值表明价格前景存在很大的不确定性。沙特仍表示,打算维持其出口市场份额,而不是通过减产来维持油价上涨。
- 2015年初EIA估计,2014年全球石油消费量增加90万桶/天,全年平均消费量为9140万桶/天;预计2015和2016年全球石油消费量将增加100万桶/天。4月2日,伊朗与联合国安理会五个常任理事国加上德国(P5+1)达成了一项框架协议,可能解除对伊朗的石油相关制裁。2015年,油价在四季度继续下跌,尽管原油价格较低,但产量的下降相对较小,因为在之前高油价时石油公司的投资项目维持了后期的产量水平。

**3) 2016年1月至2020年4月(周期1554天):**布伦特原油价格从2016年1月的最低点27.88美元/桶,期间反弹至2018年10月的86.29美元/桶的区间高点,后回落至2020年4月的低点19.33美元/桶。2016-2019年期间,全球GDP不变价年均同比增速为3.4%,而2020年因为新冠疫情导致全球GDP同比下降2.7%。

- 2016年1月,EIA估计2015年全球石油库存增加了190万桶/天,这是连续第二年库存增加,供应过剩导致油价跌至2004年年中以来的最低月平均水平;2015年全球石油和其他液体燃料的消费量增加了140万桶/天,预计2016年和2017年的增量仍为140万桶/天。美国钻机数量的加速减少,以及市场对OPEC/非OPEC可能冻结供应的消息的反应,为2月份以来的油价提供了支撑。5月4日,加拿大野火蔓延,影响到阿尔伯塔省的与油砂作业相关的基础设施。在11月30日的会议上,OPEC成员国宣布了大多数成员国削减供应的框架,一些非OPEC产油国也宣布了冻结或减产的打算,OPEC+联盟也随之成立。
- EIA在2017年1月预测,2016年全球石油和其他液体燃料的平均消费量为9560万桶/天,比2015年增加了140万桶/天,预计2017年和2018年的消费量增长分别约为160万桶/天和150万桶/天。3月初,由于美国原油库存达到数十年来的最高水平,同时美国原油产量上升,原油价格下跌;随之OPEC+自愿减产并延长,沙特宣布8月份限制该国的原油出口,进一步支撑了原油价格。12月,沙特和俄罗斯将共同主持一个监督委员会,旨在评估OPEC+遵守生产目标的情况。
- EIA在2018年1月预测,2017年全球石油和其他液体燃料的消费量增长了140万桶/天,达到9840万桶/天;预计2018年、2019年的消费量平均增长将达到170万桶/天。3月以来美国和全球石油库存持续减少,以及实际和潜在的供应中断,原油价格上行。5月初,美国宣布退出伊核问题全面协议,并重新对与伊朗有业务往来的公司实施制裁,推动原油价格继续上行。但从9月底到10月底,原油价格快速下跌;至11月,因为美国中期选举需要,降低通胀背景下,允许伊朗的一些最大客户在六个月内继续进口有限数量的原油;此外,对未来全球经济增长速度的担忧也引发了油价下跌。
- EIA在2019年1月预测,2018年全球石油和其他液体燃料的消费量增长了140万桶/天,全年平均消费量达到1亿桶/天;预计2019年和2020年的平均消费量

增长将略高于 150 万桶/天。1 月，OPEC+达成了减产 120 万桶/天的协议，推动油价连续四个月上涨。8 月 1 日，美国宣布对中国征收新关税后，原油价格当天下跌超过 7%。9 月 14 日，沙特阿美的 Abqaiq 原油加工设施遭到袭击，导致全球约 5% 的液体燃料供应中断，并导致原油价格在袭击发生后的第一个交易日大幅上涨。后期经济数据温和上行，供应方面 OPEC+深化减产，推动油价温和上行。

- 2020 年初，市场对于 2020 年全球经济较为乐观；由于对冠状病毒爆发导致的经济增长的担忧，价格下跌加速。3 月 9 日，布伦特原油近月期货价格跌破 35 美元/桶，日跌幅达 24%，是有记录以来的第二大单日跌幅；沙特发动价格战，将在 2020 年第二季度将原油产量提高到接近满负荷的水平。OPEC+在 4 月初达成了新的减产协议，全球需求复苏，加之产量的急剧下降，油价开始逐渐反弹。

图2 2000 年以来的国际油价变化



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 1.3. 油价与美联储联邦基金目标利率关系

自 1980 年代以来，美联储经历过 9 次加息周期，尤其是在 20 世纪 80 年代，加息多与高油价相关。其中：1980 年 8 月至 1980 年 12 月，联邦基金利率从 9.5% 加至 20%；1982 年 12 月至 1984 年 8 月，联邦基金利率从 8.5% 加至 11.5%；1986 年 1 月底至 1987 年 9 月，联邦基金利率从 5.88% 加至 7.31%；1988 年 3 月至 1989 年 5 月，联邦基金利率从 6.5% 加至 9.81%。主要源于通胀、石油供应紧张冲击、泰勒规则逐渐引入等原因。

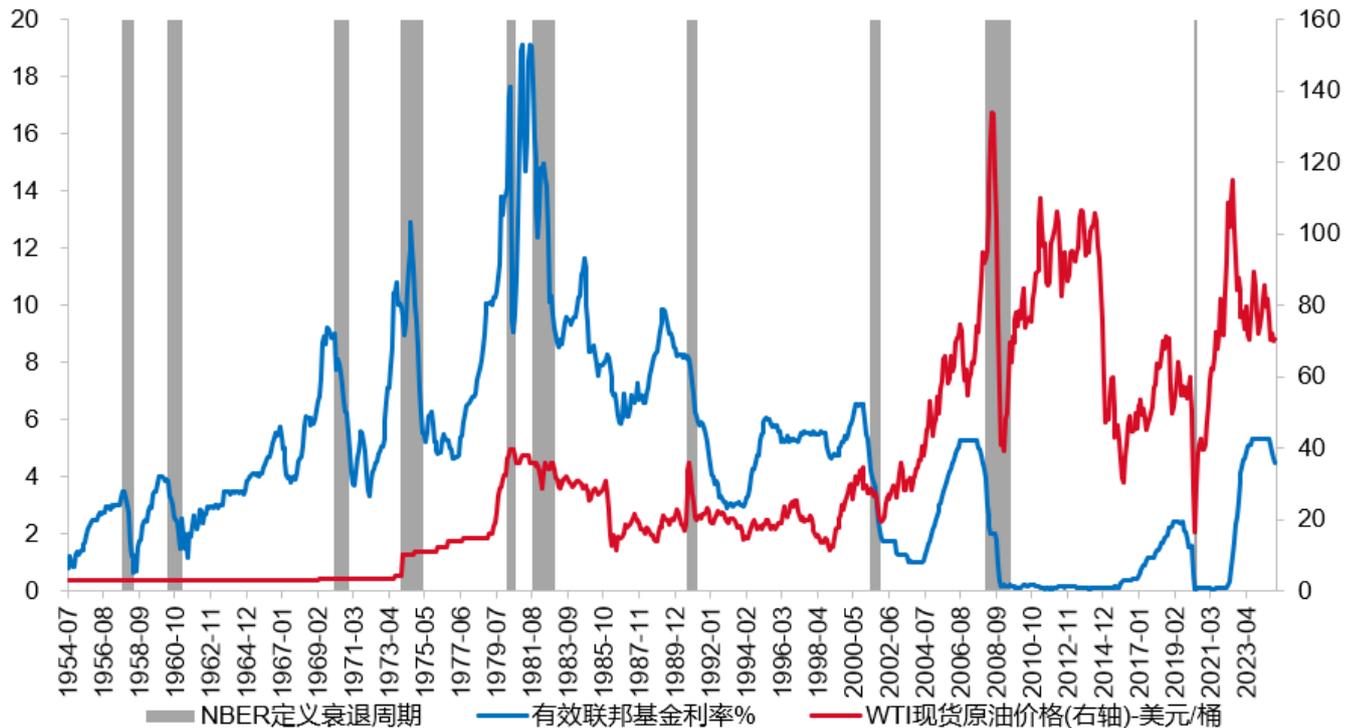
由于货币政策是先行性指标，油价的反应偏滞后；往往是加息的初期，因为经济过热抑制通胀需求，油价或仍维持高位；而降息因为刺激经济的需求，油价短期并不能完全反应经济的基本面向上，经常出现降息初期油价反而下跌的现象。

自 2000 年以来，联邦基金目标利率与油价的关系主要有：

1. 2001 年 1 月-2003 年 6 月的降息，联邦基金目标利率从 6.5% 降至 1%；其中布伦特油价从 25.03 美元/桶，收于 27.65 美元/桶。降息起因是制造业疲软背景下，通胀似乎在下降，防范风险。利润率的持续压力正在抑制投资支出，并通过股票财富的下降抑制消费。2001 年的“911”恐怖袭击，大大增加了本已疲软的经济的不确定性。2003 年 6 月，FOMC 认为由于通胀预期减弱，略微扩大的货币政策将进一步支持经济，并预计随着时间的推移，经济将有所改善，将联邦基金利率目标下调 25 个基点至 1%。

2. **2004年6月-2006年6月的加息，联邦基金目标利率从1%升至5.25%；其中布伦特油价从34.5美元/桶，收于72.88美元/桶。**加息的背景是产出继续以稳健的步伐扩张，劳动力市场状况有所改善，FOMC仍认为货币政策的立场是宽松的。尽管早些时候能源价格上涨，但通胀和长期通胀预期仍得到良好控制。2005年5月认为，近几个月来通胀压力有所上升，长期通胀预期仍得到良好控制。2005年12月FOMC认为，可能需要进一步适度收紧政策，以保持实现可持续经济增长和价格稳定的风险大致平衡。在经济增长的强劲步伐有所放缓，房地产市场的逐渐降温，以及考虑利率和能源价格上涨的滞后效应后，停止加息。
3. **2007年9月-2008年12月的降息，联邦基金目标利率从5.25%降至0.25%；其中布伦特油价从77.59美元/桶，收于44.56美元/桶。**降息的背景是旨在帮助预防金融市场混乱可能对更广泛经济产生的一些不利影响，并促进长期的温和增长。随后数据显示，经济增长正在放缓，反映出楼市调整加剧，企业和消费者支出有所放缓。2008年上半年，能源和一些大宗商品价格的持续上涨，通胀指标上升；但紧缩的信贷环境、持续的房地产市场萎缩以及能源价格的上涨可能会在未来拖累经济增长。2008年12月，美联储将动用一切可用工具，促进经济恢复可持续增长，并保持价格稳定；特别是，FOMC预计疲软的经济状况可能需要在一段时间内将联邦基金利率维持在极低水平。
4. **2015年12月-2018年12月的加息，联邦基金目标利率从0.25%升至2.5%；其中布伦特油价从37.19美元/桶，收于54.35美元/桶。**加息的背景是持续的就业增长和失业率下降，显示出进一步的改善，通货膨胀率继续低于委员会2%的长期目标；加息之后，货币政策的立场仍然是宽松的。FOMC随后在评估相对于其最大就业、2%通胀目标和预期经济状况中持续上调目标利率。
5. **2019年8月-2020年3月的降息，联邦基金目标利率从2.5%降至0.25%；其中布伦特油价从60.5美元/桶，收于30.05美元/桶。**降息的背景是贸易摩擦后，鉴于全球形势发展对经济前景的影响以及温和的通胀压力，决定利率下调。至2019年10月，尽管家庭支出一直在强劲增长，但企业固定资产投资和出口仍然疲软。2020年3月，新型冠状病毒对经济活动的影响，FOMC连续两次下调目标利率至0.25%。随后在利率低点，美联储通过继续购买国债和机构抵押贷款支持证券，支持流向家庭和企业的信贷。
6. **2022年3月-2023年7月的加息，联邦基金目标利率从0.25%升至5.5%；其中布伦特油价从106.64美元/桶，收于84.24美元/桶。**加息的背景是由于通胀远高于2%，且就业市场强劲，委员会预计很快就会适宜上调联邦基金利率目标区间。随后美国的经济表现仍是就业增长强劲、失业率保持在低位、通货膨胀仍然居高不下，俄乌冲突继续给通胀带来额外的上行压力。至2023年，通货膨胀有所缓解，FOMC力求实现最大的就业和通货膨胀率长期2%的目标。FOMC在考虑货币政策的累积收紧，货币政策对经济活动和通货膨胀影响的滞后性，以及经济和金融发展，停止进一步加息。2024年9月，就业增长放缓，失业率上升但仍保持在低位；通货膨胀率朝着委员会2%的目标进一步迈进但仍然有些高的背景下，美联储重新进入降息周期。

图3 油价与利率走势



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 2. 复盘 2014-2015 年间的国际油价表现

2014-2015 年间的国际原油价格从处于高位，到快速下跌，其中结合了地缘政治、货币政策预期、定价权的争夺、页岩技术革命等多重因素；其影响因素复杂，具有较强的非典型代表意义。

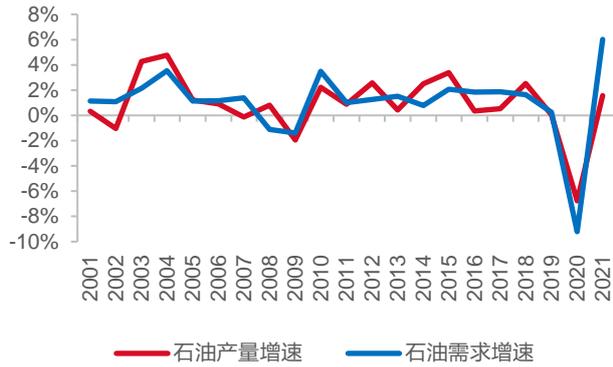
### 2.1. 宏观背景与原油供需基本面分析

国际油价从 2014 年 9 月份起开始快速下跌，至 2015 年初下跌幅度约 50%。从需求层面，虽然一些主要经济体（特别是新兴市场经济体）出现了意料之外的需求疲软，这种需求疲软也体现在工业金属价格下跌上；但油价下跌幅度大得多，说明石油供给因素起了重要作用，包括石油输出国组织在其他产油国（特别是美国）石油产量稳步增加的情况下仍决定维持现有产量。IMF 在 2015 年 10 月的《IMF 世界经济展望：大宗商品价格下跌环境下的调整》中，预计全球经济 2015 年将增长 3.1%，比 2014 年低 0.3 个百分点，比 2015 年 7 月“世界经济展望最新预测”的预测值低 0.2 个百分点。

根据 BP 能源统计数据，包括原油、页岩油、油砂、凝析油、NGL 等在内的石油产量在 2014-2015 年间的增速同比分别为 2.5%、3.4%；而对应的石油需求增速分别为 0.8%、2.1%；同期的全球 GDP 增速分别为 3.5%、3.4%。2014-2015 年间，美国及 OECD 的商业原油库存也在一直增加。

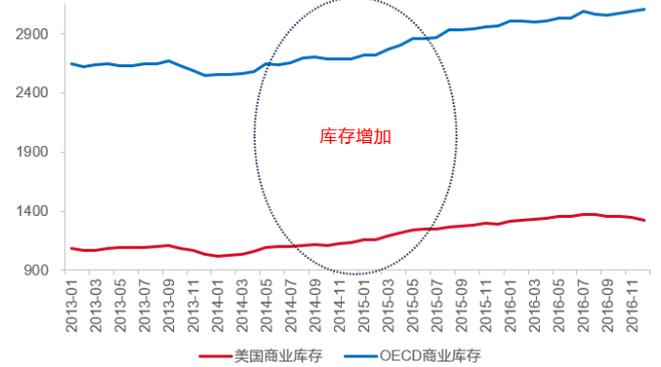
全球工业生产在 2014 年全年依然疲弱，与各主要经济体和国家的需求强劲程度参差不齐相一致。在 2015 年上半年，全球工业生产显著减速，不仅反映出库存在 2014 年晚些时候和 2015 年初有所积累，也反映出投资增长减速。2015 年上半年，世界贸易量增长也出现放缓。

图4 全球石油供需增速



资料来源：2022年BP能源统计，东海证券研究所

图5 全球原油及液体库存（百万桶）



资料来源：EIA，东海证券研究所

出于对高油价的预期，2014年全球上游油田设备及服务行业对应的资本开支创历史新高。2014年开始的油价下跌，至2015年尽管原油价格较低，但产量的下降相对较小，因为在油价较高的时候石油公司对应了大量的投资项目。后期尽管石油公司减少了投资，但大部分削减都是在资本勘探预算上，对产量水平的影响相对较小。

图6 油价与全球资本开支



资料来源：Spears&amp;Associates，东海证券研究所

图7 油价与全球钻机数



资料来源：Baker Hughes，东海证券研究所

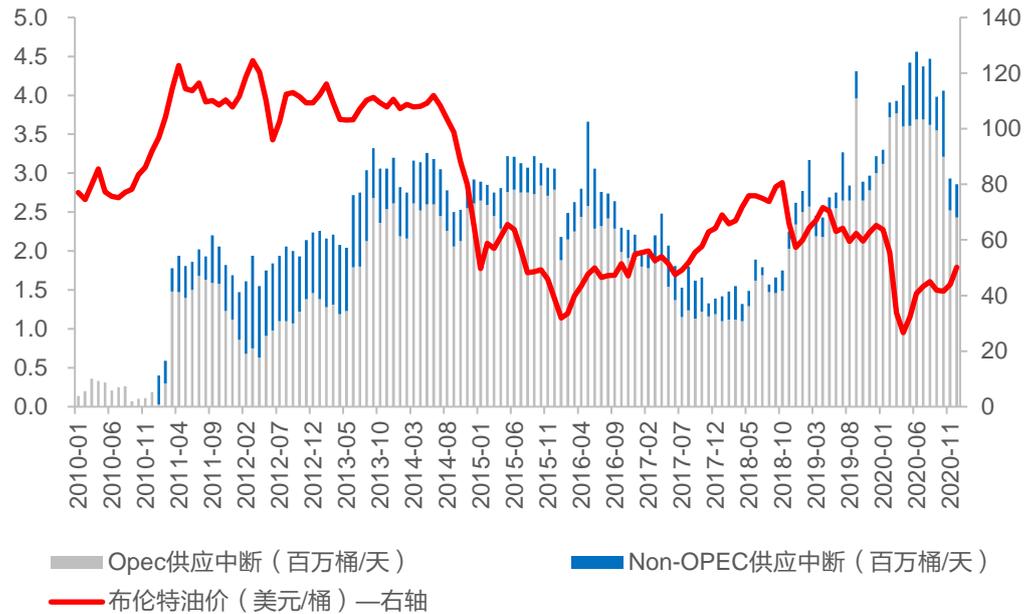
## 2.2.地缘政治影响因素

2011-2013年间的地缘政治因素较多，影响了相应的原油产量；包括从2010年12月份的“阿拉伯之春”开始，2011年的利比亚战争，2011年美军撤离伊拉克后的ISIL与政府的内战，伊朗制裁等。但是在2014-2015年间，地缘冲突减少，产油国产量增加。加上2014年的油价下跌之后，增加了中东和北非地区石油出口国调整财政政策的紧迫性，部分对于原油财政依赖度较高的国家被迫增产。

**利比亚的原油产量影响。**2011年，利比亚内战期间，利比亚的油气出口几乎完全中断，少量和零星的产量主要用于国内消费。虽然利比亚仅占全球供应的2%左右，但这种供应中断对市场的影响可能超出产量损失；利比亚对石油市场的重要性还源于其轻质、低硫的原油等级，一旦供应减少，一些炼油厂可能无法处理较重或较酸的替代品。利比亚的石油产量在2012年有所恢复，但仍低于内战前的水平。在2013年和2014年，利比亚的原油产量经历了重大波动，在2013年底跌至20万桶/天的内战以来的最低水平。2014年下半年，在达成协议重新开放一些港口后，石油产量有所恢复，但到2014年底，又发生了重大中断，产量没有恢复。从2015年1月到10月，利比亚的原油产量平均略高于40万桶/天，明显低于2010年的165万桶/天。

**伊拉克的原油产量影响。**2012年，伊拉克原油产量平均为300万桶/天，并在年底超过伊朗成为OPEC第二大原油生产国。伊拉克约四分之三的原产量来自南部油田，其余主要来自基尔库克附近的北部油田。2014年6月初，ISIL对伊拉克发动了袭击，占领了北部最大城市之一摩苏尔，随后又占领了附近的其他城镇，影响了伊拉克北部（不包括库尔德斯坦地区）的生产和炼油业务。ISIL最初占领了伊拉克北部一些较小的油田，包括Ajeel、Hamrin、Qayara、Balad、Ain Zalah、Batma和Najma，但在2014年8月初开始的以美国为首的空袭之后，ISIL失去了对其中一些地区的控制。伊拉克正在实施一项雄心勃勃的计划，开发油田并增加石油产量。伊拉克的原油产量从2011年的260万桶/天增加到2015年的近410万桶/天；这些产量估计包括伊拉克东北部由库尔德斯坦统治的半自治地区（KRG）。

**图8 全球石油供应中断**

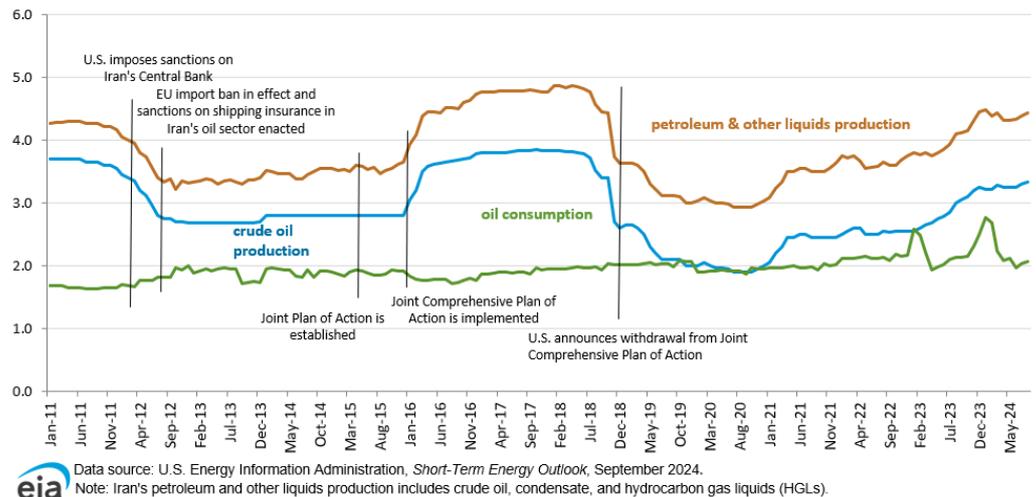


资料来源：EIA，东海证券研究所

**伊朗的原油产量影响。**伊朗在2023年是OPEC第四大原油生产国，在2022年是世界第三大天然气生产国。伊朗虽然是OPEC成员国，但由于其原油产量受到制裁的限制，因此根据OPEC+协议，伊朗不受减产限制。在1970年代，伊朗的石油产量很大，在1976、1977年间平均石油产量超550万桶/天。1979年革命之后，以及战争、投资减少、制裁、以及成熟油田的自然衰减，产量大幅下降。

2012年，伊朗生产大约350万桶/天的原油及液体，其中约300万桶/天为原油。但相较于2011年的420万桶/天水平已经下降17%，主要原因是制裁的加强。2012年，针对伊朗石油出口的核相关国际制裁阻碍了伊朗能源部门的进展，影响了石油和天然气项目的上游投资。2013年11月24日，伊朗与联合国安理会五个常任理事国（美国、英国、法国、俄罗斯和中国）以及德国（P5+1）签署了《联合行动计划》（JPOA）。《全面行动计划》于2014年1月开始实施，伊朗同意在谈判期间缩减或冻结部分核活动，以换取一些制裁的缓解。EIA估计，伊朗原油和凝析油出口量从2013年底开始增加，2014年平均出口量为140万桶/天，比2013年的水平高出近15万桶/天。

图9 伊朗的石油及液体产量、需求

Figure 4. Iran's petroleum and other liquids production and consumption, January 2011—August 2024  
million barrels per day

资料来源：EIA，东海证券研究所

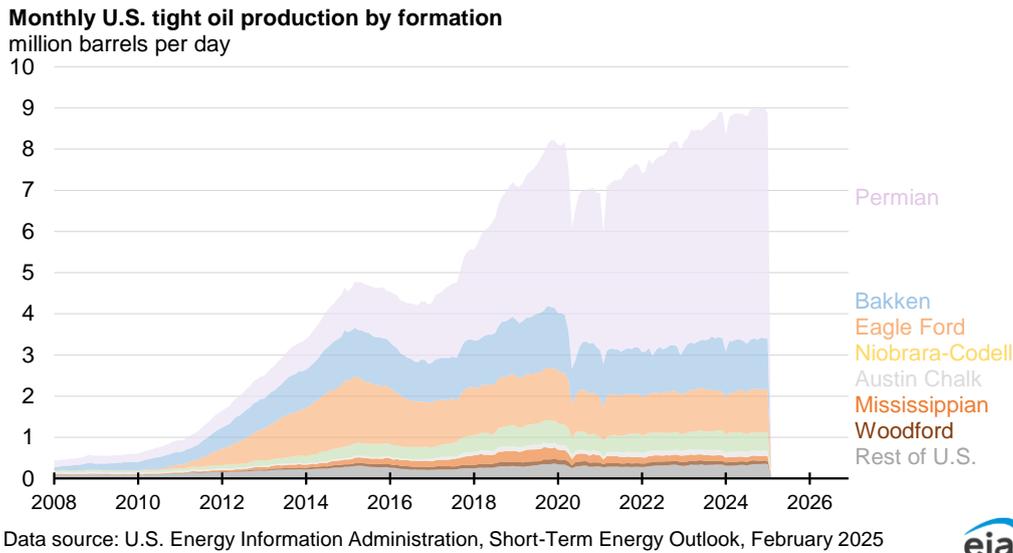
### 2.3. 技术进步，美国页岩油产量的爆发

**美国页岩油气的技术突破是划时代的革命。**页岩是一种细粒沉积岩，当淤泥和粘土大小的矿物颗粒被压实时形成，它很容易破碎成薄的平行层。黑色页岩含有可以产生石油和天然气的有机物质，这些物质被困在岩石的孔隙中。水平钻井与水力压裂相结合的使用，极大地提高了生产商从低渗透地质区（尤其是页岩区）开采天然气和石油的能力。尽管压裂技术的实验可以追溯到19世纪，但在20世纪50年代，压裂技术在提高油气产量方面的应用开始迅速发展。从20世纪70年代中期开始，私营运营商、美国能源部（DOE）及其前身机构和天然气研究所（GRI）合作，努力开发从美国东部相对较浅的泥盆纪页岩开采天然气的商业生产技术。直到米切尔能源和发展公司（Mitchell Energy & Development Corp.）在20世纪80年代和90年代进行试验，在德克萨斯州中北部的Barnett页岩中实现了深层页岩气的商业化生产，大规模页岩气生产才出现。2002年，Devon Energy公司以35亿美元的价格收购了Mitchell Energy & Development Corp.。

**水平钻入致密油和页岩气地层的井在美国原油和天然气产量中所占的份额不断增加。**致密油是指在渗透率非常低的储层中发现的油，包括但不限于页岩。渗透率是流体（如石油和天然气）穿过岩层的能力。2004年，水平井产量约占美国致密油地层原油产量的15%；到2018年底，这一比例已上升至97%。与垂直钻井相比，水平钻井与致密地层的地质层平行，可以让生产商接触到更多含油气的岩石。水平井的横向长度也在增加，单口井可以接触到更多产油和天然气的岩石。由于致密地层的渗透率非常低，这阻碍了油气流向井筒，因此使用水力压裂来增加渗透率，同时进行水平钻井，对于从这些地层中经济地开采油气是必要的。在技术进步的推动下，美国致密油和页岩气的产量从2010年到2015年显著增加，降低了钻井成本，提高了主要页岩区（如Bakken、Marcellus和Eagle Ford）的钻井效率。

由于页岩/致密油和页岩气资源已被证明能够以相对较低的成本大量快速开采，因此已经彻底改变了美国的石油和天然气生产，2012年致密油产量占美国原油总产量的32%；2015年致密油产量为467万桶/天，占美国原油总产量的52%；至2018年12月，美国致密油产量约720万桶/天，占美国总产量的60%。据EIA估计，2013年第四季度，美国致密油的平均产量为329万桶/天；至2024年底，美国致密油产量已经超900万桶/天。

图10 美国致密油（页岩油）产量



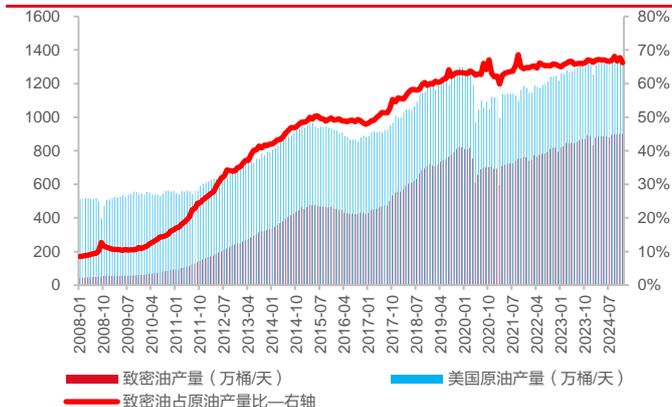
资料来源：EIA，东海证券研究所

对于页岩或致密油气井的钻井、完井和生产过程，技术进步与效率提升的应用在不断体现；即使在油价低于60美元/桶的环境下，仍然能够维持生产。从科学、技术进步和实验的结合，使整个页岩区块的生产率得到了广泛提高。2014-2015年的油价下跌之后，页岩油比最初预期的更具弹性，能迅速启动或关闭生产，生产商能够在几个月的低油价中保持相对较高的产量。

技术进步主要体现在：

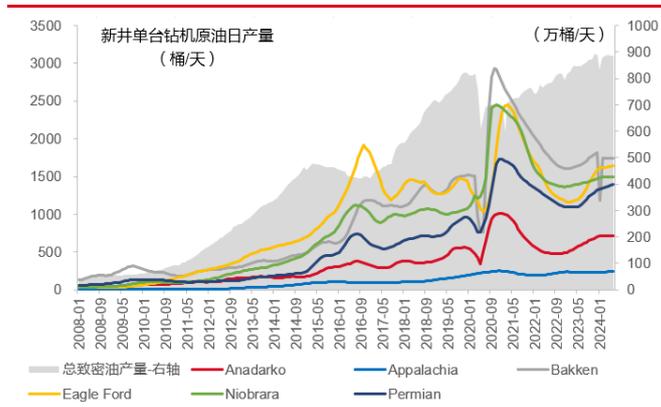
- 减少了钻至总深度的时间，同时提高了钻井精度；并能更准确地进入储层，后续的压裂处理更有效。
- 大量增加支撑剂（即砂）的数量，大量增加流体（slickwater）的数量，通过更紧凑的射孔簇间距，沿着井筒布置更多的裂缝。
- 运营商与服务公司合作，能够更好地确定最佳产层，并在其中更精确地着陆。
- 页岩或致密油井的平均水平段长度在很大程度上是逐年增加的，增加水平段长度将提高井的产能。
- 创新领域是提高采收率、数字仪器、机器学习、高级建模和克服子母井问题。
- 人工智能在评估地震测量、寻找地质甜点等方面的应用。

图11 美国致密油（页岩油）的产量占比逐渐提升



资料来源：EIA，东海证券研究所

图12 美国各区块单台钻机对应的原油产量



资料来源：EIA，东海证券研究所

## 2.4.利率及货币政策因素

美债利率是“全球资产定价之锚”，美联储的货币政策影响到全球的宏观经济走势，美债作为全球的大类资产之一，其利率走势也与资金面、市场风险偏好、大宗商品走势等因素息息相关。根据传统的美债利率研究框架，以10年期美债利率为例，可以拆分为：未来实际短期利率、通胀预期和期限溢价。通常情况下，美联储结束加息后，通胀趋势确认下行，10年期美债收益率将大概率进入下行周期；在经济危机期间，美债通常被视为“避险资产”，且因为流动性好，往往推高债券价格，收益率下行。

国际原油价格与美债收益率的影响互为相关，不同背景及阶段下，走势也不尽相同。整体而言：1) 10年美债收益率与国际油价走势正相关性较大，但是在面对经济下行风险时，美债收益率的趋势反应提前于油价。2) 油价高企，但是经济走弱时，市场风险偏好下降，美债具备避险功能，收益率下行，与油价反向。3) 油价高位回落，但是经济基本面良好的情况下，美债仍走高，与油价背离。2014-2015年间，美债收益率整体与油价波动趋势一致。美债收益率或提前反应了经济预期，但是油价的波动更大。

在经历了80年代初，美联储加息治理通胀，美债收益率触顶之后至2022年最新的美联储加息，美债收益率整体处于下行周期。美债收益率走势在历史上整体与通胀、以及经济基本面走势相关，但是在发生衰退时，即使通胀水平很高，美债具有避险功能，市场利率仍会下行。

- 2003-2007年，10年美债收益率整体高位震荡，整体上行为主，其中高点出现在2007年6月，为5.26%。美债的市场表现先行于美联储降息（2007年9月），先行于油价高点。期间整体经济基本面向上，但是自2007年2月，美国抵押贷款风险开始浮出水面。
- 2008-2012年，10年美债收益率整体向下。2008年开始，油价高企、通胀飙升、PMI和零售数据下滑、失业率持续攀升、消费者信贷违约现象加剧；2008年下半年，金融危机爆发，美债作为避险资产，利率下行，在2008年12月触及低点2.08%，稍领先于本轮的油价低点。2009年美债收益率与油价同步上行。但是在2011-2012年间，美债收益率与油价走势相反，市场对欧洲主权债务以及对持有这些主权债券的银行（主要在欧洲）的忧虑，美债具备避险功能。2012年，来自欧元区的负面溢出影响有限，已被避险资金流动引起的长期收益率下降部分抵消；由于其他风险资产下跌，而安全港（德国、日本、瑞士和美国）债券的收益也回到几十年来的低点。
- 2013-2016年，美债利率上行至回落，国际油价从高位震荡到大幅回落。2013年金融风险缓和，市场越来越认为，美国货币政策即将达到一个拐点，联邦储备委员会举行了年中政策会议并暗示会逐渐削减资产购买，市场参与者随后提高了政策利率预期，10年美债收益率至2013年12月触及阶段性高点3.04%。2014年主要先进经济体的长期政府债券收益率进一步下降，反映了“避风港”效应和一些经济体经济活动的减弱。2015年上半年，美债收益率上升部分反映了经济活动改善以及总体通胀触底回升；但下半年的油价下跌导致通胀预期进一步下滑，货币政策必须通过其他方式保持宽松，防止实际利率上升。美联储在2015年12月提高联邦基金利率之后暂停加息，因为油价下跌2016年上半年利率的下降在很大程度上反映了实际利率的下降。2016年下半年，10年期美国国债名义收益率上升了近一个百分点；原因是油价企稳后，美国的财政政策预计将变得更为扩张，未来需求的增强意味着通胀压力将上升，货币政策正常化过程将加快。

- 2017-2021 年，油价与美债利率基本同步，但走势大幅波动。2016 年中期以来，全球经济进入上行周期，2017 年全球经济增长前景改善，美国的天气事件、OPEC+ 限制石油产量协议延期以及中东地缘政治局势紧张对原油价格起到支持作用，市场预计美联储的政策利率走势趋于上升；10 年美债收益率在 2018 年 11 月触及阶段性高点 3.24%。2019 年经济下行，且多年低利率累积的金融脆弱性暴露出来；9 月，欧洲央行下调存款利率，并宣布重启量化宽松的货币政策。2020 年因为新冠疫情，利率下降，安全资产回报率走低和风险溢价收窄。
- 2022 年至今，虽然全球经济整体承压，但是美国经济基本面良好，美联储持续加息，美债收益率走高。2022 年因为俄乌冲突，推高油价。为了降低通胀，2022 年 3 月-2023 年 7 月期间，美联储 11 次加息，联邦基金目标利率从 0.5% 提高至 5.5%。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。2024 年美国中长期国债收益率有所上升，而其他主要发达经济体和新兴市场经济体的收益率则有所下降，利差扩大推高了美元兑主要货币的汇率。2024 年 9 月，美联储重新启动降息，且在特朗普重新当选美国总统后，美债收益率仍然飙升，或源于美国通胀粘性高致后续降息推迟、就业数据强劲、强美元政策、对美国加关税的预期反应等因素。

**图13 美国:国债收益率:10年%与油价关系**

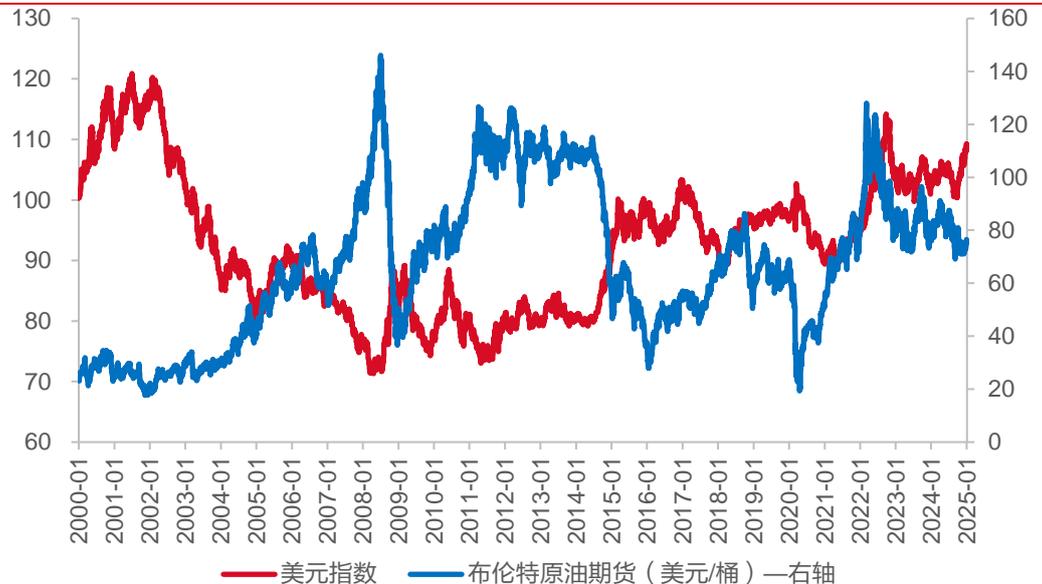

资料来源：Wind，东海证券研究所

20 世纪 70 年代，美国与沙特达成协议，确定把美元作为石油计价货币，并得到了 OPEC 其他成员国的同意，美元与石油紧密挂钩。美元指数 USDX 是六种货币对美元加权的几何平均汇率，其中欧元所占权重达到 57.6%，日元为 13.6%，英镑为 11.9%，加拿大元为 9.1%，瑞典克朗为 4.2%，瑞士法郎为 3.6%。美元指数在 1985 年 2 月达到 164.72 的高点，在 2008 年 4 月达到 71.31 的低点。至 2020 年 9 月 16 日，美元指数收于 93.11，这表明自 1973 年 3 月美元指数推出以来，美元兑一揽子组成货币的价值已经贬值。美元指数受到多重宏观经济因素的影响，包括美元和篮子中包括的外国货币的通货膨胀/通货紧缩以及这些国家的经济衰退和经济增长。

美元汇率与美联储货币政策及美债收益率紧密相关。理论上，美元指数整体与商品呈反向关系。当加息周期时，货币收缩，资金回流，美元指数较强，商品价格承压；当美元弱周期时，美联储倾向于采用宽松的货币政策，全球信用扩张致需求扩张，从而对大宗需求增加。

以 2014-2015 年间的美元指数与国家油价关系为例。美国经济在 2014 年第一季度收缩后，出现了早于预期的增长反弹，失业率进一步下降，而通胀压力进一步减弱，也反映美元升值和油价下跌的影响。欧元区 2014 年第三季度的增长比预期略弱，日本经济在 2014 年第三季度陷入技术概念上的衰退。各主要发达经济体的货币在于 2014 年 8 月-2015 年 3 月出现大幅度汇率变化，期间美元指数走强，随后变化相对温和，但是油价却出现了大幅下降，主要是中东石油出口的增加和发达经济体国内需求的增长。2015 年 12 月，美联储将处于零下限的联邦基金利率提高。

图14 美元指数与国际油价关系



资料来源：Wind，东海证券研究所

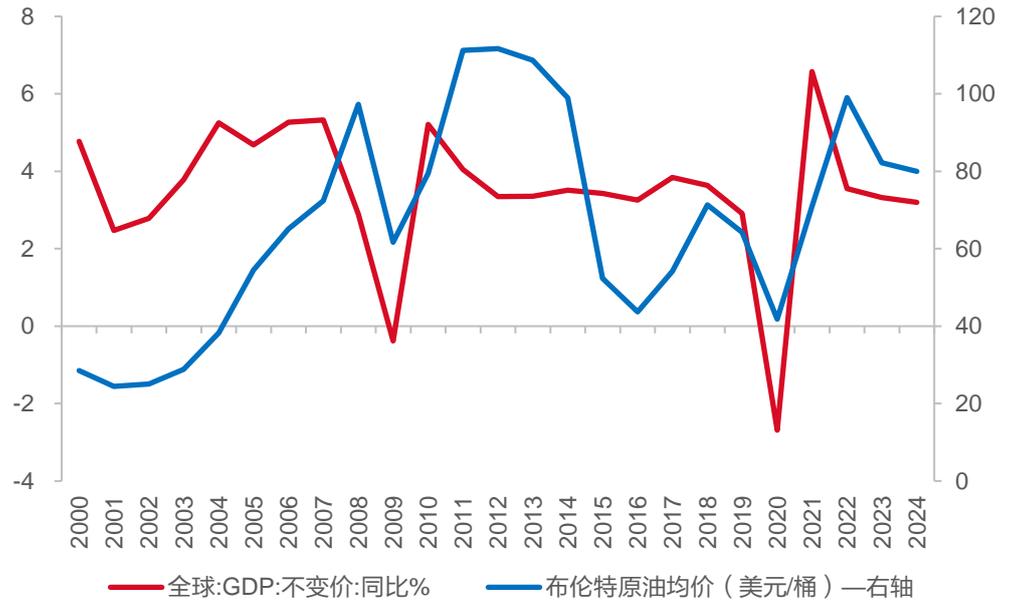
## 3.以史为鉴：未来国际油价展望

### 3.1.全球宏观经济与供需

油价的影响因素较多，但是整体受需求增速的影响较大，与 GDP 增速保持正相关。而在 2014-2015 年间因为油价下跌，推动了 2016 年的全球经济增长。我们复盘 2000 年以来的四次油价低点，其原因分别为：2008 年的次贷危机影响，2015 年的页岩革命与美联储货币政策转向，2018 年 10 月的美国中期选举要求 OPEC 国家增产，2020 年的新冠疫情引发石油价格战的因素。

根据 IMF2025 年 1 月 27 日的最新《世界经济展望》，2024 年全球 GDP 增速为 3.2%，预计 2025 年和 2026 年全球经济增长率均为 3.3%，低于历史（2000 - 2019 年）3.7% 的平均水平。由于 2024 年国际原油在历史上少见的窄幅范围内波动（布伦特在 70-90 美元/桶），宏观层面对于 2025-2026 年间的全球原油需求保持稳定。

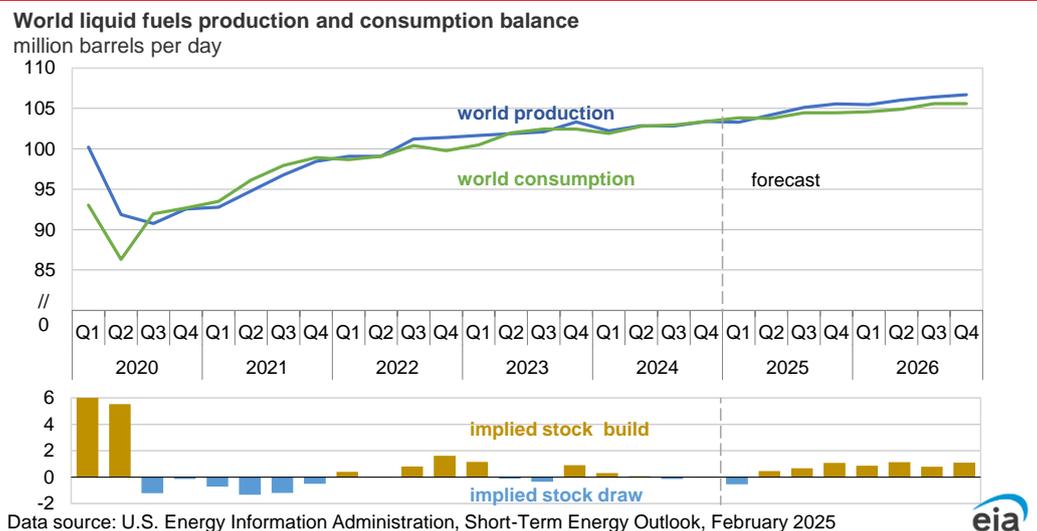
图15 全球 GDP 增速与布伦特油价走势



资料来源: IMF, 东海证券研究所

根据 EIA 在 2025 年 2 月份的 STEO 报告, 预计到 2025 年第一季度, OPEC+减产将减少全球石油库存, 并使原油价格保持在当前水平附近。在 2025 年下半年至 2026 年期间, 产量逐渐增加, 加上全球石油需求增长相对疲软, 全球石油库存将增加, 预测的剩余时间内, 油价将面临下行压力。预计布伦特原油的平均价格在 2025 年将达到 74 美元/桶, 然后在 2026 年降至 66 美元/桶。

图16 全球石油供需



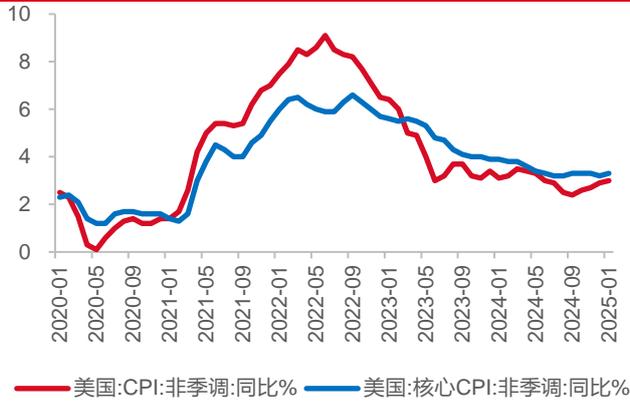
资料来源: EIA, 东海证券研究所

### 3.2. 货币政策与经济周期

预计美联储的利率决议, 仍在实现最大就业和通货膨胀率长期 2% 的目标之间平衡。美联储自 2024 年 9 月开启新的降息周期, 但美国目前经济数据仍强, 加之特朗普新任之后新的关税政策, 通胀仍有抬头的可能。目前市场预测 2025 年上半年维持利率的概率仍高。对于油价的影响主要有:

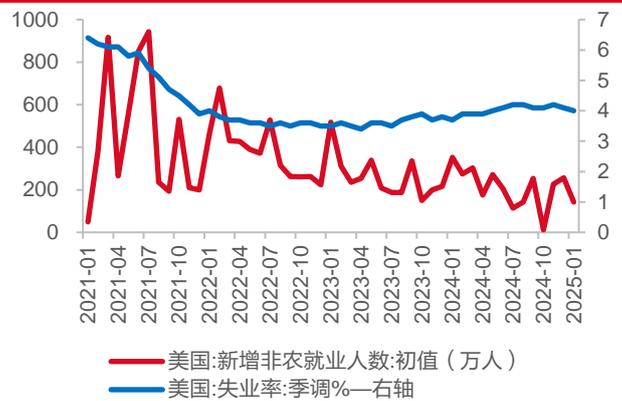
- 1) 降息初期或因为预防经济衰退, 往往油价承压; 但是降息后期, 因为刺激经济需求, 油价或迎来上涨。目前美债收益率相对处于高位, 美债的资产价格仍有较大的吸引力, 预计后期收益率有下行空间, 对油价整体影响偏负面。
- 2) 预计美国仍维持强美元政策, 美国相对于其他发达国家的经济基本面仍强; 但考虑到日本货币正常化过程, 美元指数或维持中高位, 对油价有一定的影响, 但是整体可控。

图17 美国 CPI 与核心 CPI 同比



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图18 美国就业情况



资料来源: Wind, 东海证券研究所

### 3.3. 新能源车的发展替代影响

2024 年, 中国国内出现了历史上少见的原油进口及加工量的下降。2024 年中国进口原油 55344 万吨, 同比下降 1.9%; 规上工业原油加工量 70843 万吨, 同比下降 1.6%。与此同时, 中国新能源汽车的渗透率不断提升; 根据中国汽车工业协会数据, 2024 年我国新能源汽车产销量分别完成 1288.8 万辆和 1286.6 万辆, 同比分别增长 34.4% 和 35.5%; 新能源新车销量达到汽车新车总销量的 40.9%。

公安部统计数据 displays, 2024 年, 全国新能源汽车保有量达 3140 万辆, 占汽车总量的 8.90%。与此对应的是, 2024 年, 我国成品油 (汽、煤、柴) 表观消费量 3.84 亿吨, 同比下降 0.8%。考虑到新能源车以插电混合的占比偏多, 假设 2000 万台车新能源汽车, 每年每台车行驶 2 万公里, 对应的汽油替代量超 2000 万吨。

表2 新能源车对于汽油替代的敏感性分析

		纯电动乘用车保有量 (万台)					
		汽油替代 (万吨)	2000	3000	4000	5000	6000
年行驶公里数 (万公里/年)	1	1184	1776	2368	2960	3552	
	2	2368	3552	4736	5920	7104	
	3	3552	5328	7104	8880	10656	
	4	4736	7104	9472	11840	14208	
	5	5920	8880	11840	14800	17760	

资料来源: 公开资料整理, 东海证券研究所

## 4. 结论与投资建议

我们认为 2025 年国际油价或呈 V 字型走势, 美国因为降通胀及制造业回归需要, 以及 OPEC+ 减产放松, 油价中短期承压; 下半年美联储有望启动新的降息, 以及在中国经济恢复带动之下, 油价有望从底部反弹, 全年波动范围在 55-80 美元/桶。由于有效资本开支不

足，我们认为原油长期基本面仍然偏紧。油价在下跌过程，下游的石化企业会有一些的库存跌价损失，但是以需求带动的底部上涨的过程中，下游价差则会扩大。看好目前估值处于低位，且下游化工品受益于经济复苏弹性大的标的，如中国石化、恒力石化、荣盛石化、卫星化学、桐昆股份、东方盛虹、中国石油、中国石化等。

**表3 公司覆盖表**

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS				PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600346	恒力石化	16.10	买入	0.98	1.01	1.34	1.62	13.43	16.01	12.02	9.96
002648	卫星化学	21.52	买入	1.42	1.81	2.04	2.6	10.37	10.41	10.55	8.26
002493	荣盛石化	8.91	买入	0.11	0.13	0.38	0.59	90.49	67.15	23.32	15.02
601233	桐昆股份	12.87	买入	0.33	0.58	0.97	1.34	45.77	22.37	13.26	9.58

资料来源：Wind 一致预期，东海证券研究所

注：截至 2025 年 3 月 4 日收盘

## 5.风险提示

1. **油价的影响因素复杂，除货币政策外，仍需要考虑到供需、技术进步等因素。**历史上油价与全球经济息息相关，原油既有商品属性，也有金融属性。对于原油的判断也难度较大，需要综合各方面的因素进行系统分析。
2. **国际油价的波动对于经济影响。**原油作为大类资产的重要组成，对于国民经济影响巨大。当油价出现上涨时，会推高下游成本，同时我国对原油需求缺口较大。而当原油价格出现大幅下跌时，下游产品的下降幅度或先行于原油，行业也会出现库存的跌价损失。
3. **历史的规律对于未来预测的不完全适用。**每个阶段的原油的价格影响因素不同，历史上的原油价格规律可能对于未来判断不适用。

## 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。

### 上海 东海证券研究所

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  
 座机：(8621) 20333275  
 手机：18221959689  
 传真：(8621) 50585608  
 邮编：200125

### 北京 东海证券研究所

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  
 座机：(8610) 59707105  
 手机：18221959689  
 传真：(8610) 59707100  
 邮编：100089