



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

每周油记：石油定价机制初探（一）止不住的泪水

石油开采行业研究

2015 年 09 月 07 日

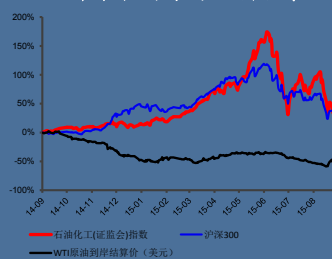
郭荆璞 能源行业首席分析师
王见鹿 研究助理
陶伊雪 研究助理

证券研究报告

行业研究——周报

石油开采行业

石油开采相对于原油价格表现



资料来源：信达证券研发中心

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 63081257

邮 箱：guojingpu@cindasc.com

王见鹿 研究助理

联系电话：+86 10 63081086

邮 箱：wangjianlu@cindasc.com

陶伊雪 研究助理

联系电话：+86 10 63081390

邮 箱：taoyixue@cindasc.com

相关研究：

《每周油记：加拿大油气投资（一）
并购与中国机遇 2015.08

每周油记：石油定价机制初探（一）止不住的泪水

2015 年第 36 周周报

2015 年 09 月 07 日

本期内容提要：

◆ 西班牙诗人洛尔迦曾经写道：

老妈妈，哪儿来的这么多咸的泪？
先生，我哭出的是海水。
心灵啊，哪儿产生的这么浓的苦味？
啊！这无比苦涩的是海水。

过去的 10 个月，油价从 100~110 美元/桶窄幅波动的区间，暴跌至 40 美元/桶，又经历 3 个交易日近 30% 的大幅反弹，石油生产商心中的苦楚堪比诗人笔下无尽如大海的泪水。

◆ 然而更像止不住的泪水的，是油气企业不断流出的现金。

◆ 在接下来几周的每周油记中，我们将从上游油气资源并购、中游基础设施投资及下游炼油及化工投资等三方面逐一分析在油价长期低于 50 美元成为“新常态”的当下，加拿大油气产业链上中国企业所面临的并购投资机遇及挑战。

◆ 风险提示：地缘政治与厄尔尼诺等因素对油价有较大干扰。

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编：100031

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

2

目 录

一、石油定价机制初探（一）止不住的泪水	4
1. 国际原油定价机制的改变	4
2. 生产成本测算	9
3. 油气并购的战略机会出现	10
二、EIA 周报数据分析	11
1. 库存数据分析	11
2. 产销数据分析	14
3. 价格数据分析	17
4. 周报数据全面解读	20

图 目 录

图表 1: 一般商品需求与供给曲线	4
图表 2: 原油需求与供给曲线	4
图表 3: 全球原油需求与需求增速	5
图表 4: 非 OPEC 国家原油产量及产量增速	6
图表 5: OPEC 国家原油产量及产量增速	6
图表 6: 全球原油供给缺口（修正后）与油价	7
图表 7: 异常的供给缺口及异常缺口变动方向	8
图表 8: 油价及变动速度与异常缺口变动方向	8
图表 9: 全球原油生产成本曲线（长期）	9
图表 10: 全球原油生产成本曲线（短期）	9
图表 11: 美国原油库存（百万桶）及合理区间	11
图表 12: 美国原油库存剔除趋势影响及油价涨幅	11
图表 13: 美国原油超常库存（百万桶）和原油价格（美元/桶）	11
图表 14: 美国汽油库存（百万桶）及合理区间	12
图表 15: 美国柴油库存（百万桶）及合理区间	12
图表 16: 美国天然气库存（十亿立方英尺）区间、库容能力和最大库容需求预测	13
图表 17: 美国天然气库存超常值、价格及油气比价	13
图表 18: 美国油品消费（千桶/日）及合理区间	14
图表 19: 美国油品消费剔除趋势影响及油价涨幅	14
图表 20: 美国油品超常消费（千桶/日）及原油价格	14
图表 21: 2004 年至今美国生产消费柴汽比	15
图表 22: 美国汽柴油进出口状况	15
图表 23: 美国炼厂开工率及合理区间	16
图表 24: 美国汽柴油-原油加权平均裂解价差（美元/桶）及合理区间	17
图表 25: 美国汽柴油-原油实际裂解价差（美元/桶）及合理区间	17
图表 26: 美国 2006 年至今汽柴油价差（美分/加仑）及盈利空间（美元/桶）	18
图表 27: 美国 2006 年至今汽油超常库存与汽油-原油价差	18
图表 28: 美国 2006 年至今柴油超常库存与柴油-原油价差	18
图表 29: 美国 2006 年至今成品油超常库存、炼油价差及开工率距平值	19

一、石油定价机制初探（一）止不住的泪水

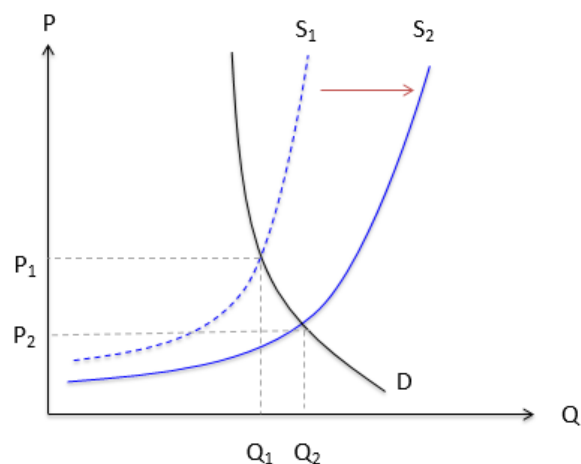
1. 国际原油定价机制的改变

8月24日，WTI原油期货价格大幅下跌5.46%，报收38.2美元/桶，创今年以来油价新低，然而到9月1日油价暴涨近30%，报收49.2美元/桶。如此博眼球的原油市场变动，让越来越多的投资者开始重视国际原油的定价机制与成本问题。

根据我们测算，原油价格在75美元/桶附近时，**油价每上升10美元，全球GDP对应下降0.2%**。若要保持全球GDP增速达到2%，则对应国际油价为50-60美元/桶。因此从全球总需求角度考虑，维持全球GDP1%左右增速产生的边际需求对应的油价应在100-110美元/桶左右。这也是过去5年油价在100-110美元/桶附近波动较小的原因。

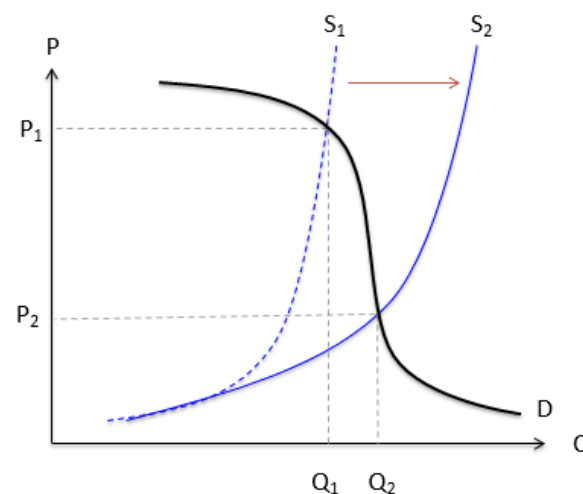
尽管全球原油产能高于需求，但由于原油需求刚性极强，需求曲线中的一段异常陡峭，使得OPEC得以通过对原油产量的限制，使原油的边际需求成为原油定价的决定因素，即所谓的边际需求定价机制。然而当OPEC决定放弃对原油产量的垄断，加之随后非OPEC国家原油产量的快速上涨以及页岩革命带来的原油产量大增，国际原油产量逐渐高于需求，原油的定价机制也由边际需求定价快速回归到边际成本定价。原油定价机制的改变，即从边际需求定价到边际成本定价，造成了油价在短时间内暴跌，而不是沿着成本曲线缓慢地移动。

图表 1：一般商品需求与供给曲线



资料来源：信达证券研发中心

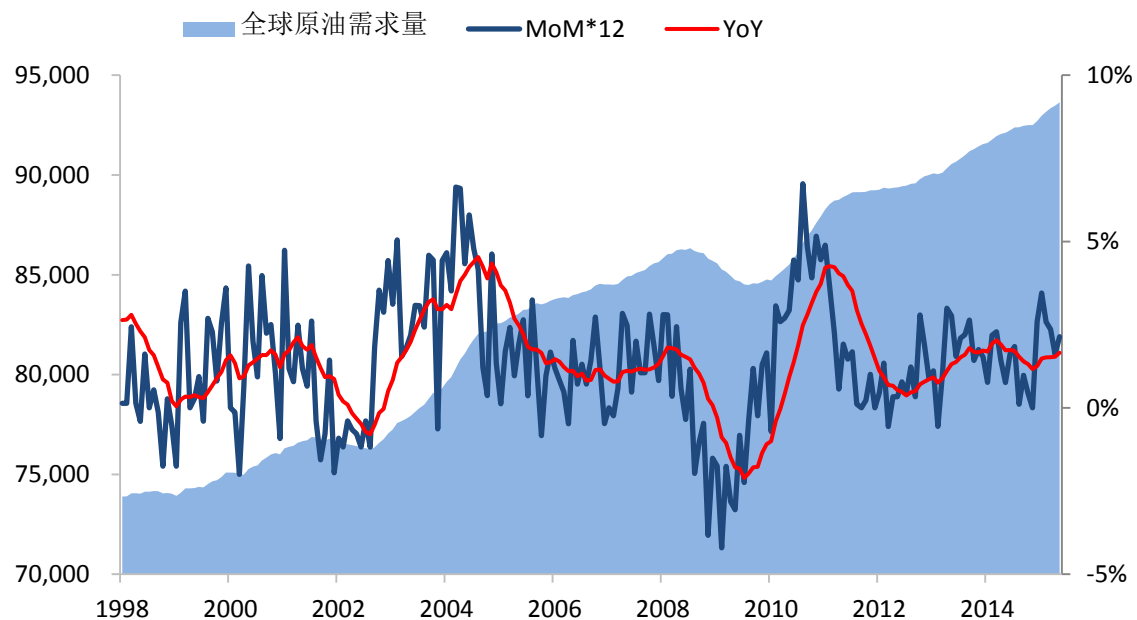
图表 2：原油需求与供给曲线



资料来源：信达证券研发中心

需求方面，市场上一些观点认为全球对原油需求的下降是影响国际原油价格大幅下跌的原因。然而数据显示，尽管目前全球经济走势不容乐观，但原油需求量自 2010 年至今也仍然保持上涨态势，目前需求增速仍然在 1~2% 的水平，而且随着油价下跌需求增长还有些微的加速态势。因此油价下跌并非全球或以中国为首的新兴市场对原油需求的下降所致。

图表 3: 全球原油需求与需求增速



资料来源：信达证券研发中心

单位：千桶/日

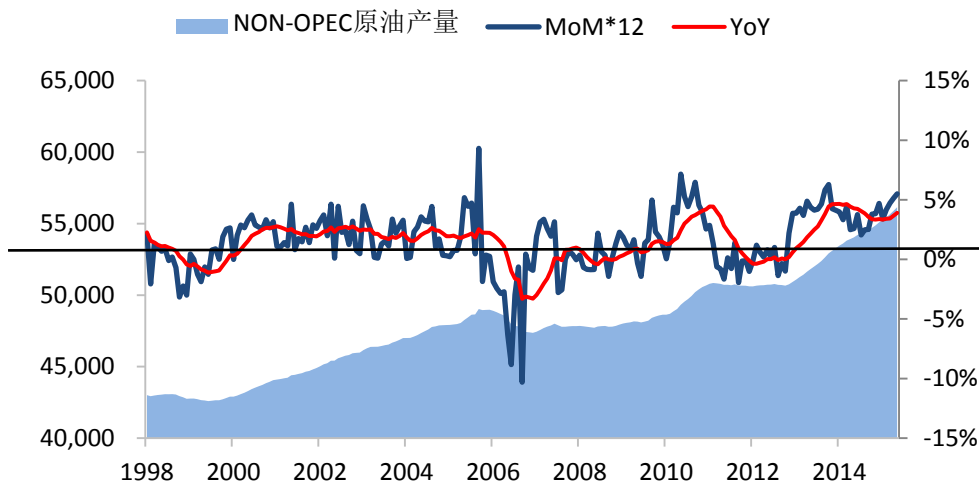
原油价格在 75 美元/桶附近时，油价每上升 10 美元，全球 GDP 对应下降 0.2%，全球经济稳定增长/OPEC 国家收支平衡的油价区间在 60~85 美元/桶，与 75 美元/桶长期油价估计相符。

从供给角度看，全球原油产量的快速上涨使得原油产量过剩，供给缺口变负，油价下跌。

从图 4 可以明显看出，非 OPEC 国家原油产量一直保持稳定增长，其中从 2012 年底起，其原油产量更是快速上升，增长率接近 5%，增长幅度远远超过同期 OPEC 国家的原油产量。

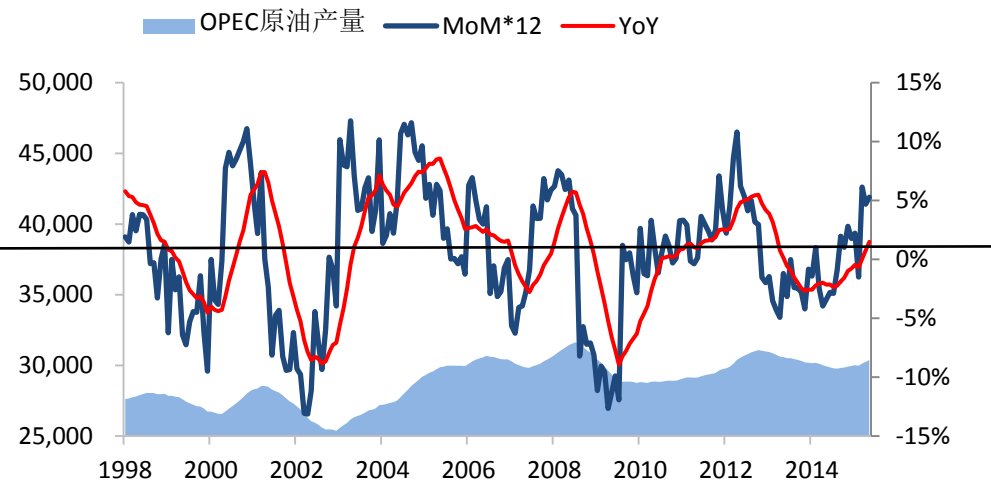
图表 4：非 OPEC 国家原油产量及产量增速

图表 5：OPEC 国家原油产量及产量增速



资料来源：信达证券研发中心

单位：千桶/日



资料来源：信达证券研发中心

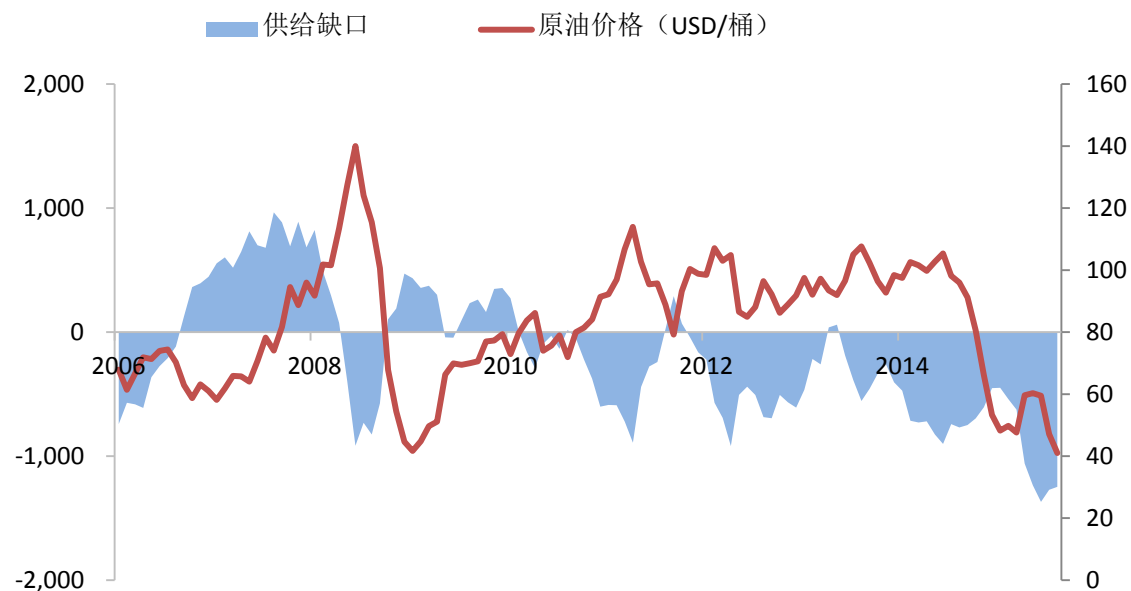
单位：千桶/日

从图 5 中可以看到，2014 年之后，OPEC 产量同样开始增长。

OPEC 不再限产加之页岩革命导致非 OPEC 的产量大增，因此从 2012 年起全球原油产量开始过剩，并形成负供给缺口。然而根据我们前文讨论，负供给缺口的形成并不是因为需求减少，而是略显不足的需求增长难以消化快速上涨的供给产量。

然而单纯用供给缺口，却无法有效解释油价的涨跌。

图表 6: 全球原油供给缺口（修正后）与油价



资料来源：信达证券研发中心

单位：千桶/日

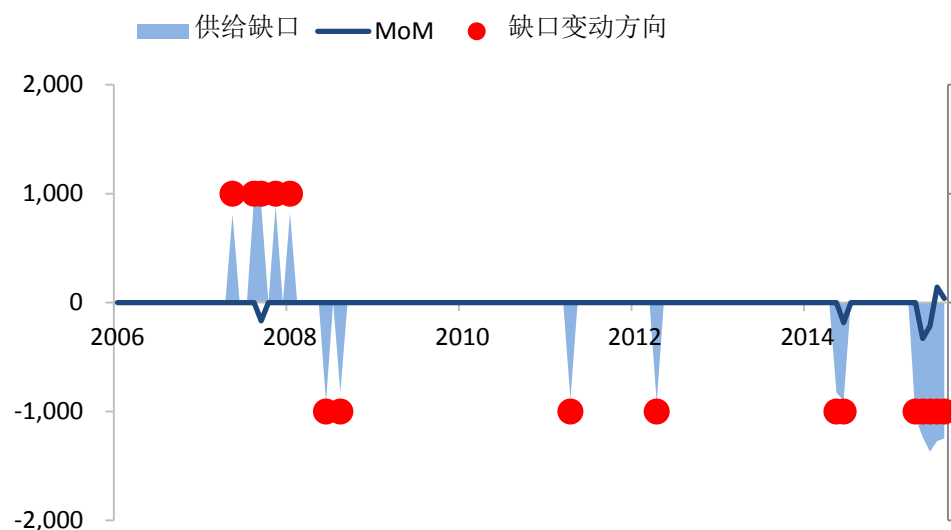
从图 6 中可以看到，当供给缺口为正，即供给小于需求时，原油价格大幅攀升（如 2006 年底至 2008 年初，及 2008 年底至 2010 年期间）；当供给缺口由正变负并持续下降时，原油价格往往有一定程度的下跌（如 2008 年初至年底，及 2014 年至今）。

然而在 2010 年至 2014 年间，尽管供给缺口一直为负，即原油供给大于需求，但原油价格却一直在高位震荡，因此供给缺口的变化并不能完全解释油价的变动情况。

我们随后观察了供给缺口、缺口变动方向、原油价格及油价变动速度的关系，发现当供给缺口的绝对值大到一定程度时（我们称之为出现**异常缺口**），缺口将向相反方向变动，并会对油价产生一定影响。当缺口变动速度为正时油价上升，缺口变动速度为负时油价下跌。

而缺口变动处于某种持续变动趋势时（如 2007 年底至 2008 年初，及 2014 年底至今），原油价格往往受供需关系影响，定价机制也由边际需求定价回归到边际成本定价，油价会出现突然的暴跌。

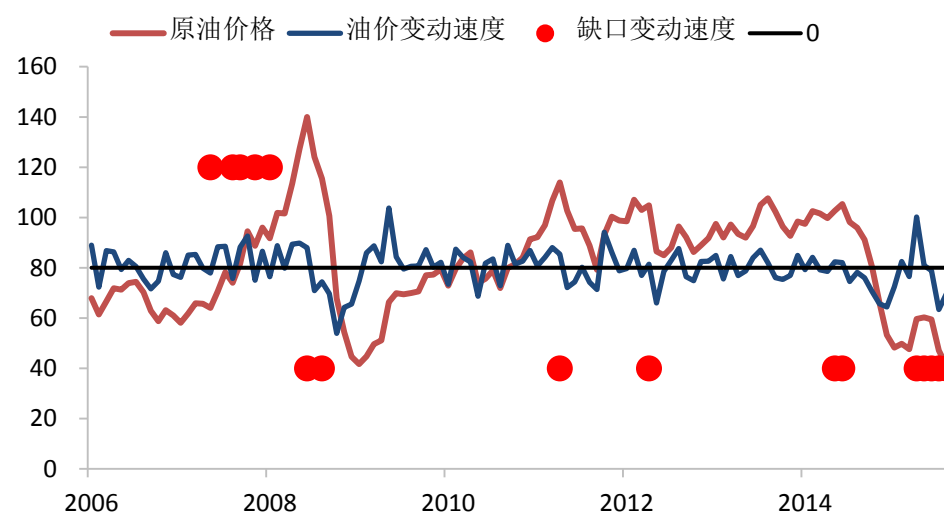
图表 7：异常的供给缺口及异常缺口变动方向



资料来源：信达证券研发中心

单位：千桶/日

图表 8：油价及变动速度与异常缺口变动方向



资料来源：信达证券研发中心

单位：美元/桶

2012 年两次缺口变动却并未给油价带来剧烈波动，主要因为 OPEC 在 2010-2012 年期间对原油产量的控制维持了原油价格的稳定。如前所述，原油的需求有着极强的刚性，即使油价在 07~09 年，60 到 140 再到 40 美元的过程中，原油需求的变化仅 1~2%。刚性需求意味着，边际需求的曲线是非常陡峭的，原油价格的波动率应该非常大，但是我们在较长的历史时期内，特别是在 09~13 年期间内，看到原油价格几乎没有波动性，这是因为 OPEC 的存在，供给端的波动被 OPEC 平滑了。

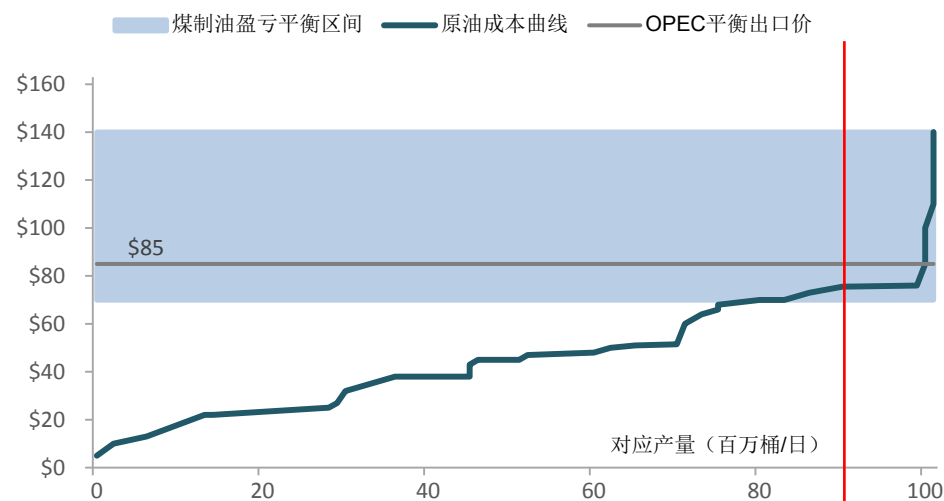
OPEC 拥有全球最大的剩余产能，一般在 100~1000 万桶/天之间，一般来说相当于原油供求平衡点的 5%，有能力平衡诸如战争等持续时间在几个月甚至几年量级的事件。OPEC 的剩余产能开启需要大约 60 天，在此期间的原油供给波动可以由以美国为首的 OECD 国家战略石油储备来平抑。

OPEC 在 2014 年主动将定价机制从边际需求定价切换到边际成本定价，导致了油价的暴跌。

2. 生产成本测算

测算原油的生产成本有多重标准，如井口现金盈亏平衡、钻头现金盈亏平衡、区块现金盈亏平衡、公司盈亏平衡等。其中以考虑资本开支的长期成本测算及只考虑现金成本的短期成本测算方式最常见。不同的测算方式会得到不同的成本（这些成本结果也许会相差很多达到一倍之差），这也是市场无法得到关于原油成本一致数据的原因。

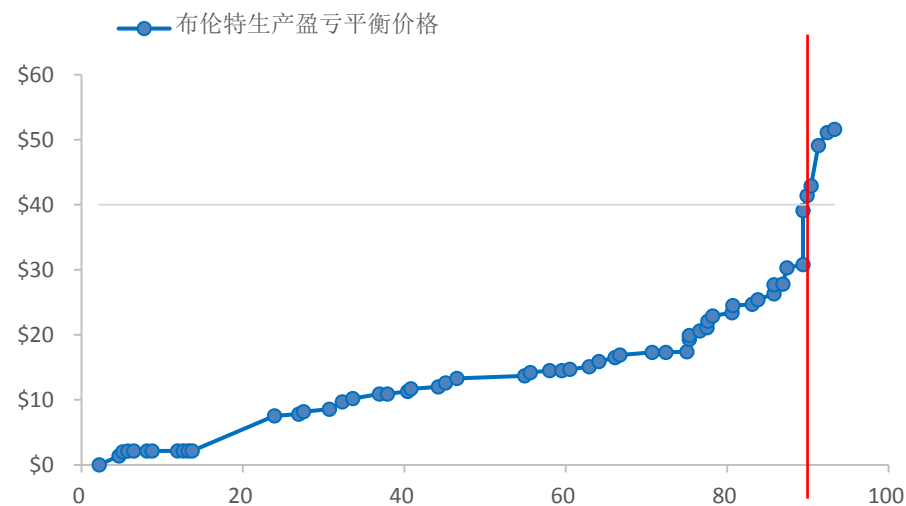
图表 9：全球原油生产成本曲线（长期）



资料来源：信达证券研发中心

单位：美元/桶

图表 10：全球原油生产成本曲线（短期）



资料来源：信达证券研发中心

单位：美元/桶

图 9、图 10 是对原油长期成本及短期成本的大致估算，可以看出，原油长期生产成本在 75 美元/桶附近，而短期生产成本在 40 美元/桶附近。至于测算方式及其他成本计算方式，我们会在下期报告中再做阐述。

3. 油气并购的战略机会出现

油价快速跌破 40 美元心理线之后，三个交易日的剧烈反弹，是供给过剩仍然较大时刻的一种反弹。短期来看，井口现金平衡的边际大约在 40 美元，构成了油价的底部。

长期来看，全球油田产生持续的自由现金流，行业投资规模稳定，石油产量稳定在目前水平对应的油价在 75 美元左右。我们在中期报告《高负债、低油价环境下的油气市场格局变化》中曾经论述，定价机制切换回到长期现金平衡，需要看到页岩油气企业垃圾债的崩盘，或者主权债务违约，部分油气企业/产油国的资产负债表重新构建。这种资产负债表的重构，将会带来投资油田的战略机会。

从我们了解到的情况来看，北美相当数量的区块要维持产量，在 40 美元的油价下已经出现困难，要依赖于油服企业牺牲其现金流，或者依靠在油价较高水平上锁定的套保合同。油价持续低迷会导致企业被迫出售资产组合中最优质的区块，以换取现金。因此我们判断，北美和世界其他主要产油区域，将陆续出现具备战略意义，井口现金平衡在 20~30 美元的区块出售，油田、油气企业的并购，可能出现十年一遇的战略机会。

现在是长线投资者进场的时刻，并不意味着油价会在短期内出现持续、大幅度的反弹，油气企业仍然需要抓住机会，通过套保锁定任何 50 美元以上的油价收入，具备区域定价能力的下游炼化企业仍然会维持目前较好的现金流状况。

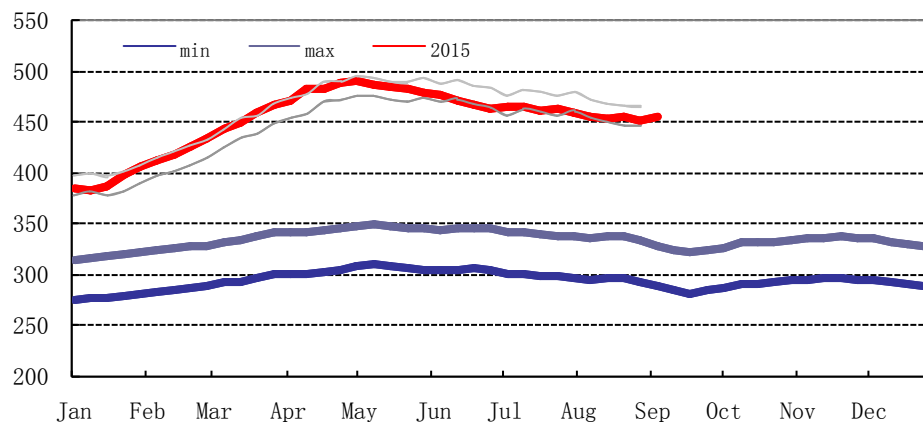
并购选择依次是井口/区块现金平衡在 20~30 美元的标的，天然气探矿权，周边中游设施，以及具备区域定价权的下游炼油企业和化工企业。

二、EIA 周报数据分析

1、库存数据分析

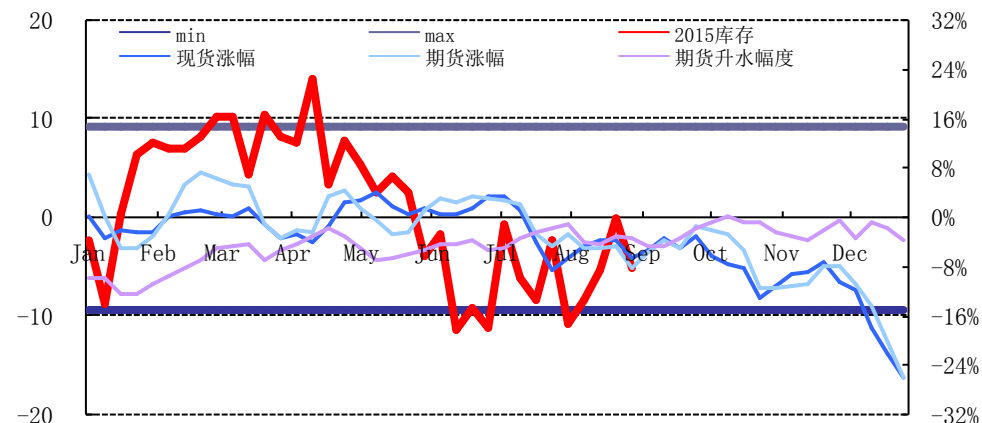
本周原油库存上升至 456.21 百万桶，较上一周上升 2.62 百万桶。

图表 11: 美国原油库存 (百万桶) 及合理区间



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

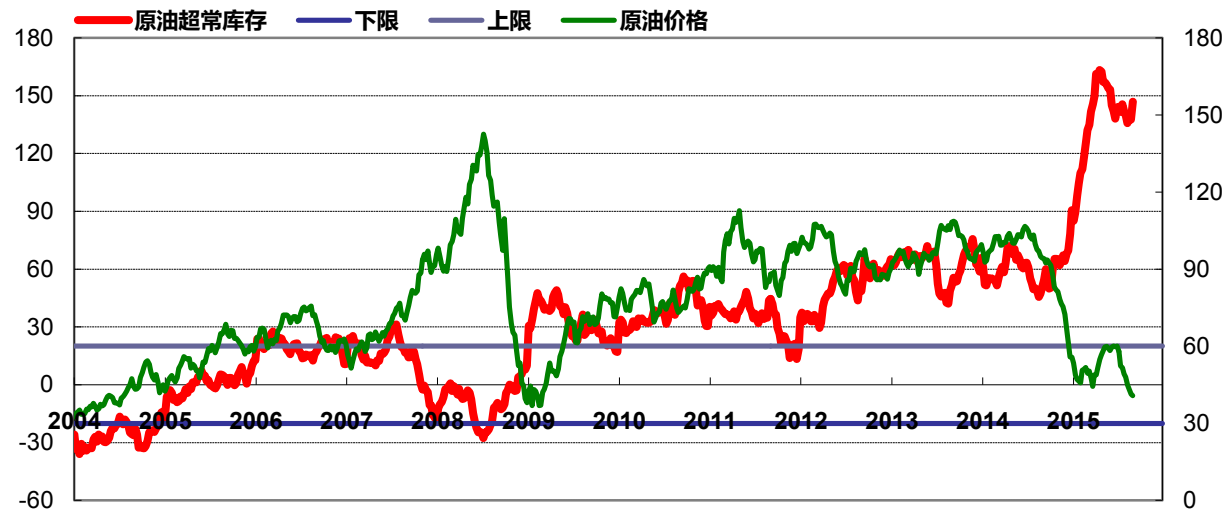
图表 12: 美国原油库存剔除趋势影响及油价涨幅



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

剔除趋势影响的原油库存回落在正常范围内，较上周出现一定程度的回落。

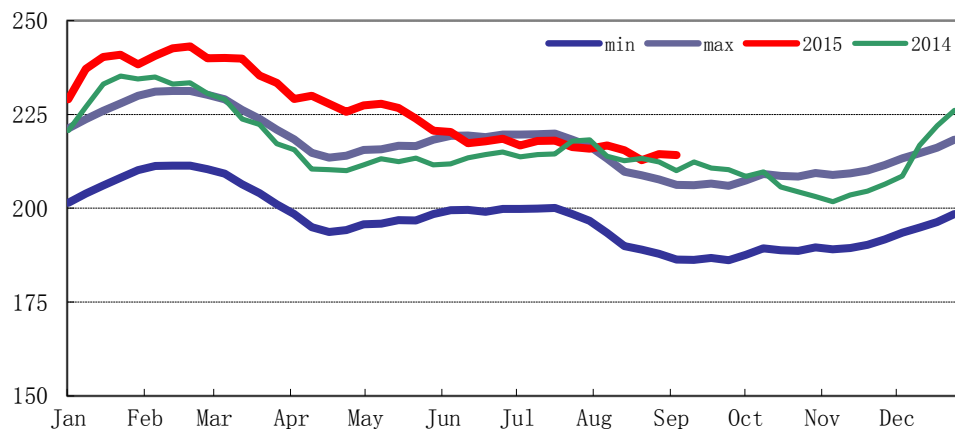
图表 13: 美国原油超常库存 (百万桶) 和原油价格 (美元/桶)



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

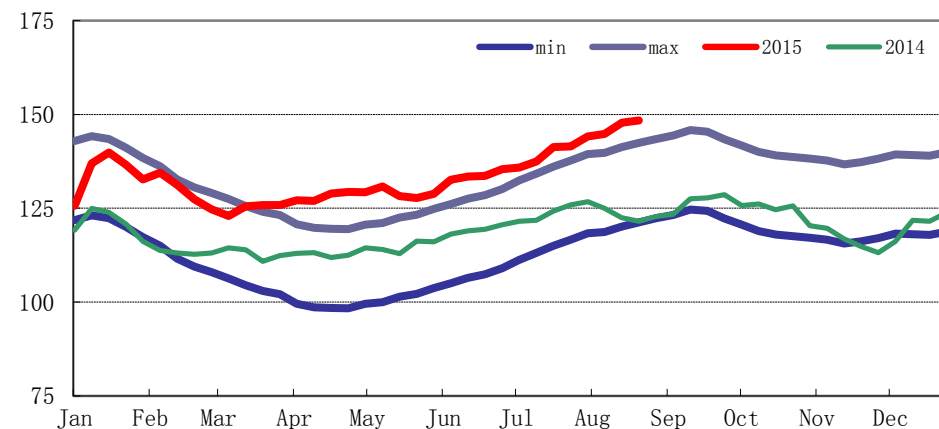
原油超常库存远高于合理区间上限, 且较上一周略有上升。汽油库存微升至 214.16 百万桶, 落在合理区间外。柴油库存微升至 149.95 万桶, 柴油库存仍落在合理区间外。

图表 14: 美国汽油库存 (百万桶) 及合理区间



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

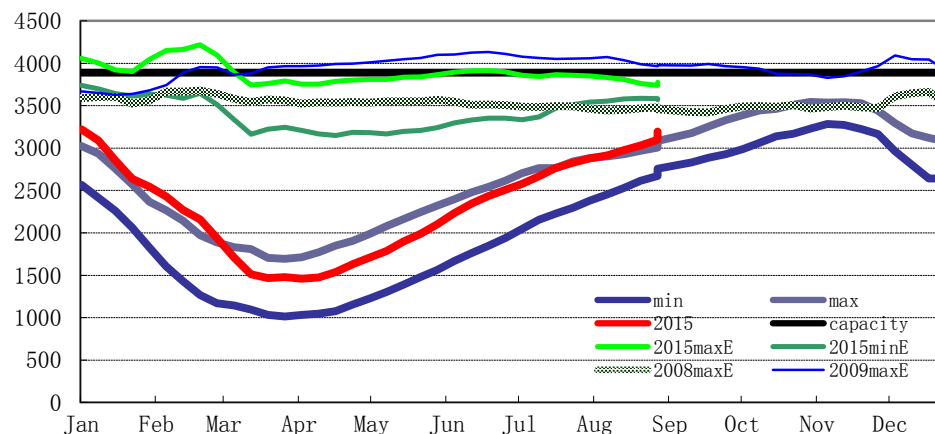
图表 15: 美国柴油库存 (百万桶) 及合理区间



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

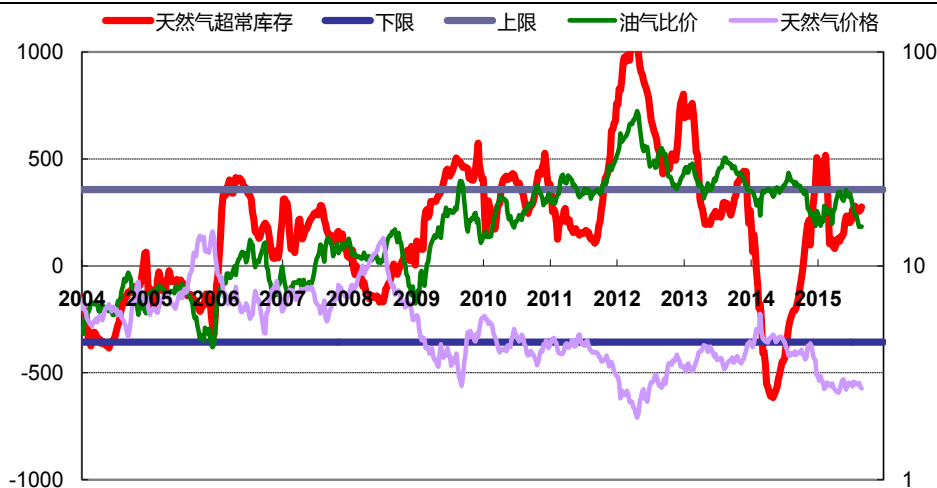
本周天然气库存上升 940 亿立方英尺，库存为 3.193 万亿立方英尺，落于合理区间之外。Henry Hub 天然气现货价格为 2.69 美元/百万 Btu。

图表 16: 美国天然气库存（十亿立方英尺）区间、库容能力和最大库容需求预测



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

图表 17: 美国天然气库存超常值、价格及油气比价

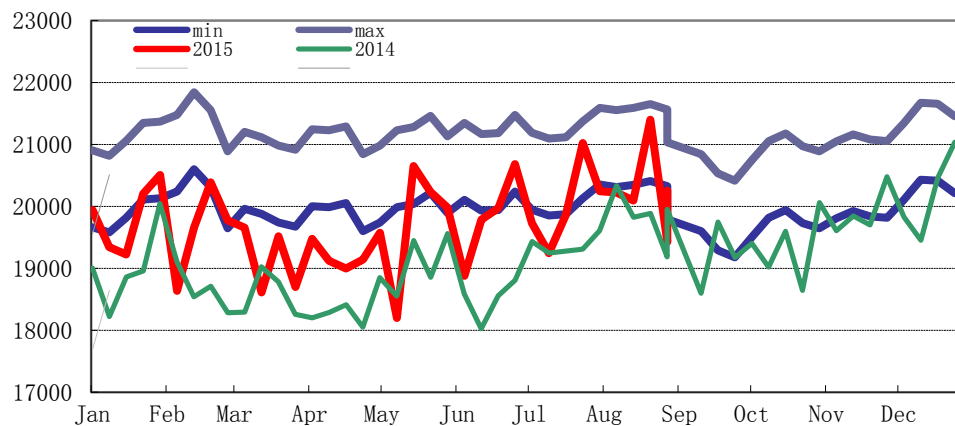


资料来源: EIA, 信达证券研发中心

2、产销数据分析

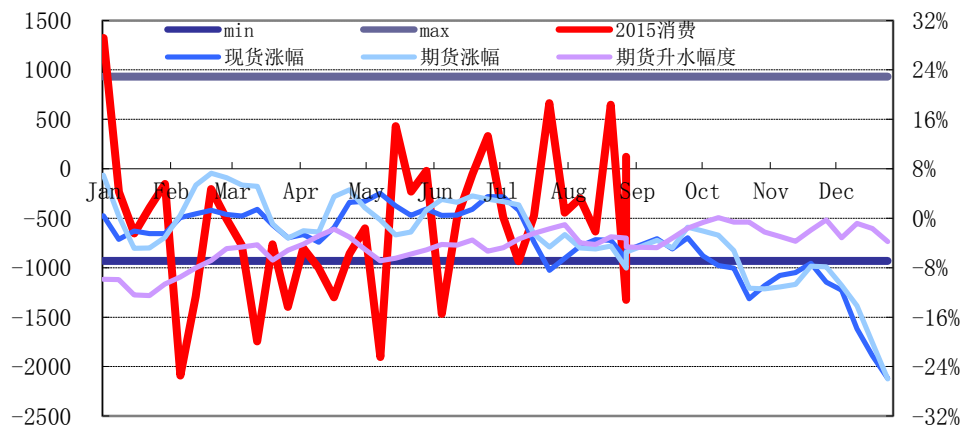
过去一周美国油品日均消费量上升 82.9 万桶/日，落在合理区间内。

图表 18: 美国油品消费（千桶/日）及合理区间



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

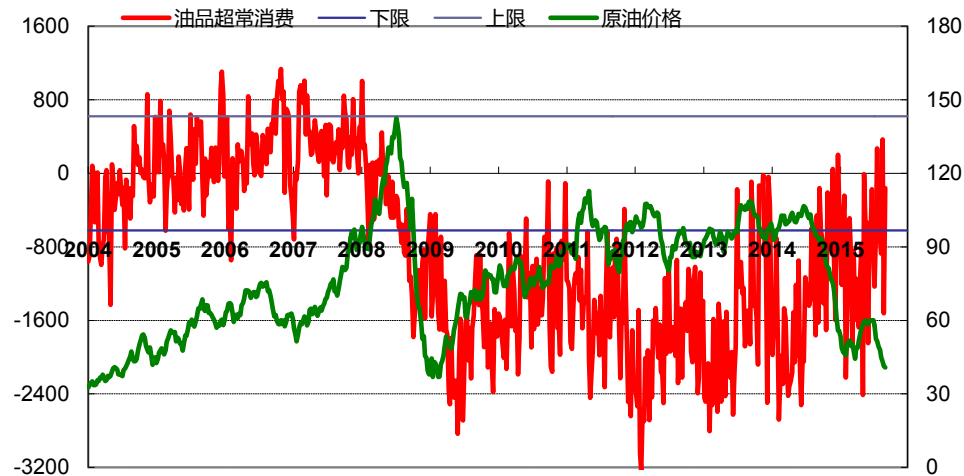
图表 19: 美国油品消费剔除趋势影响及油价涨幅



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

剔除趋势后的油品消费呈现大幅度反弹趋势。

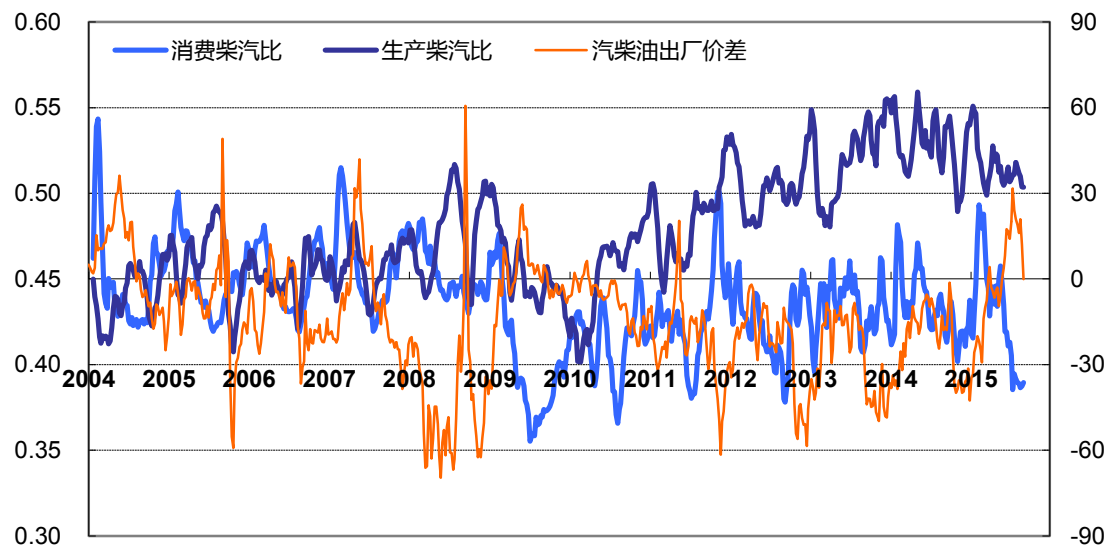
图表 20: 美国油品超常消费（千桶/日）及原油价格



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

目前美国 4 周平均消费柴汽比 0.389，4 周平均生产柴汽比 0.504，消费柴汽比明显低于生产柴汽比。柴油净出口是近年来美国国内过剩产能的主要消化途径。

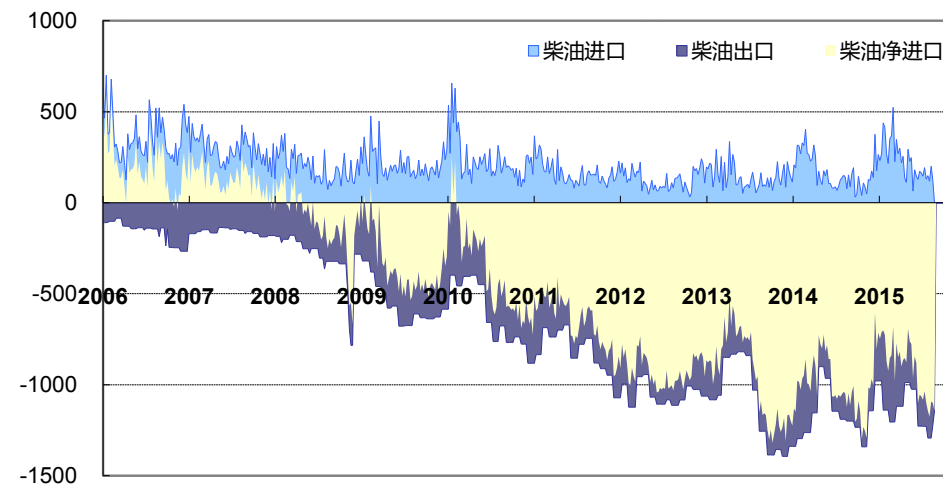
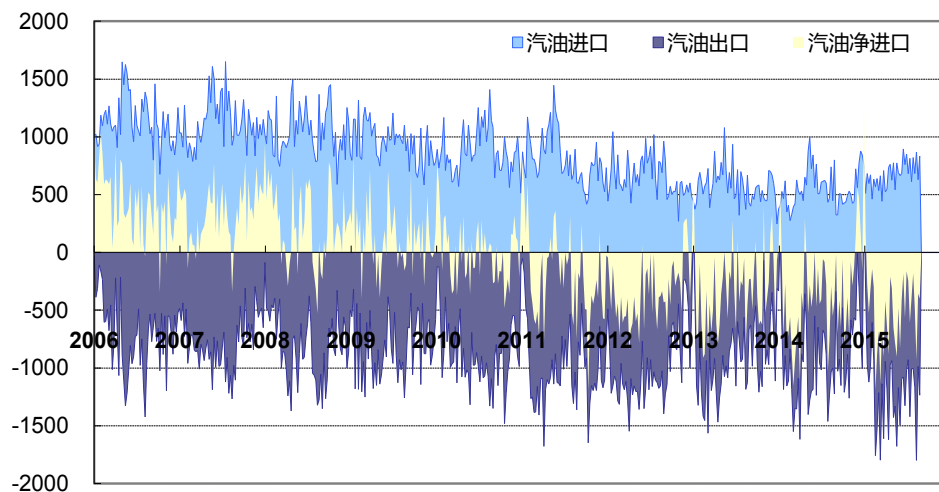
图表 21: 2004 年至今美国生产消费柴汽比



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

过去一周汽油净出口有较大幅度下降，柴油净出口略升。

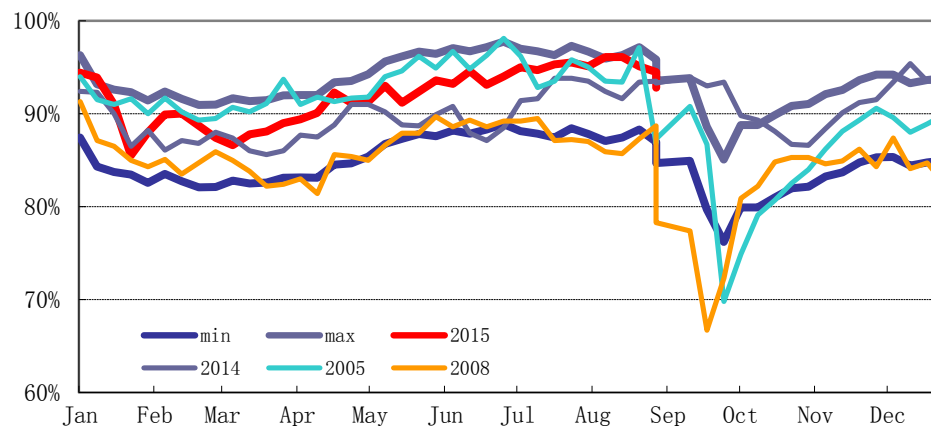
图表 22: 美国汽柴油进出口状况



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

过去一周美国炼厂开工率 92.8%，较上周下降 1.7 个百分点，落在合理区间内。原油输入量下降 26.9 万桶/日。

图表 23: 美国炼厂开工率及合理区间

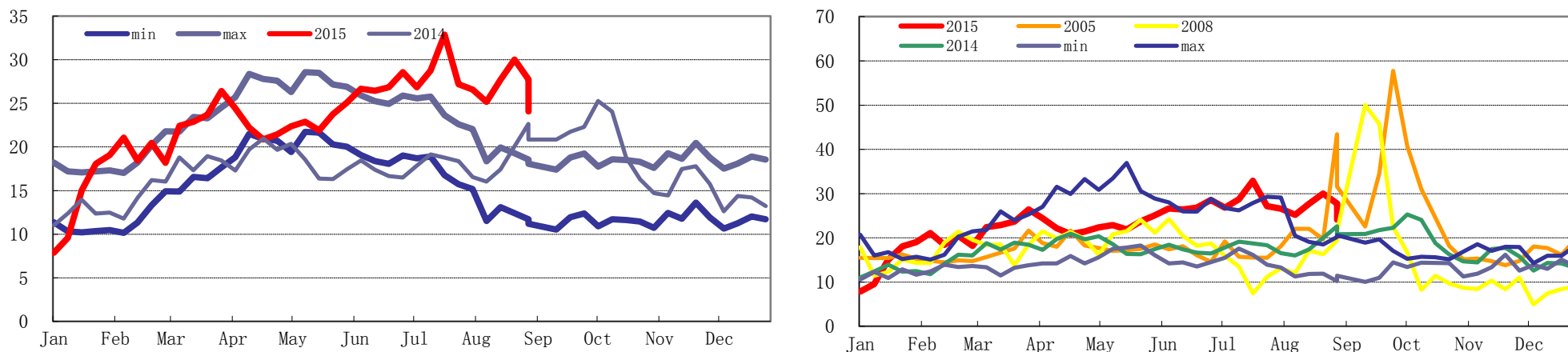


资料来源: EIA, 信达证券研发中心

3、价格数据分析

本周美国炼油加权价差 24.09 美元/桶，比上一周下降 3.70 美元/桶，相当于平均裂解价差率为 24.10%。

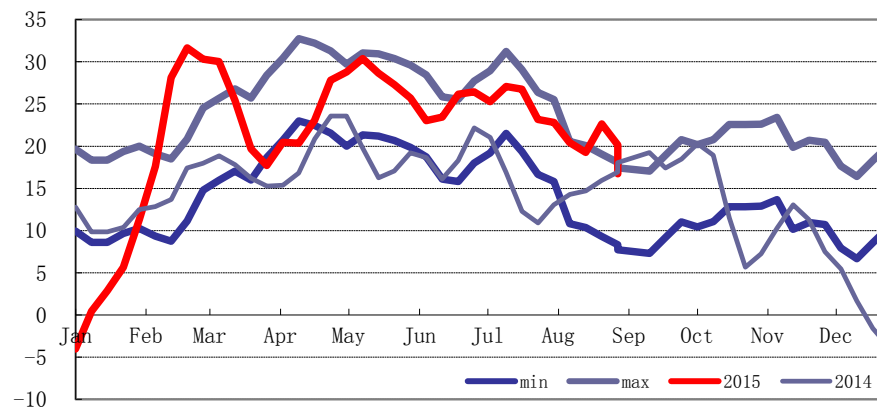
图表 24: 美国汽柴油-原油加权平均裂解价差 (美元/桶) 及合理区间



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

考虑炼厂从获得原油到炼制生产为成品油需要的 2~4 周库存周转时间，计算得到的炼厂实际价差为 16.72 美元/桶，较上周下降 3.43 美元/桶。

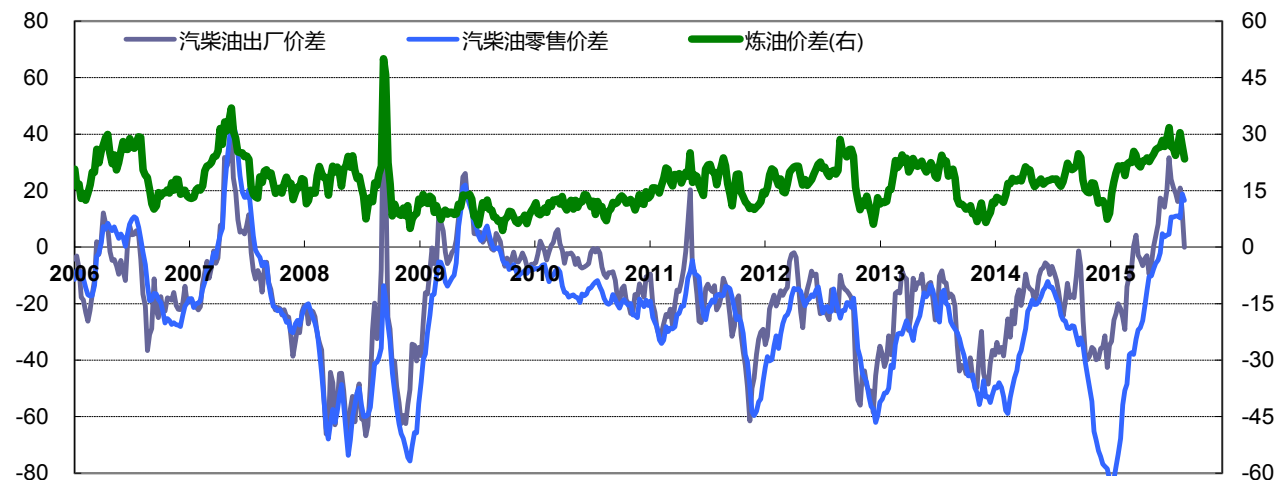
图表 25: 美国汽柴油-原油实际裂解价差 (美元/桶) 及合理区间



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

汽柴油之间的价差则为-0.1 美分/加仑,相当于-0.042 美元/桶。目前柴油对汽油溢价,两者零售价差由上周的折价扭转为溢价,价差幅度小于其出厂折价幅度。

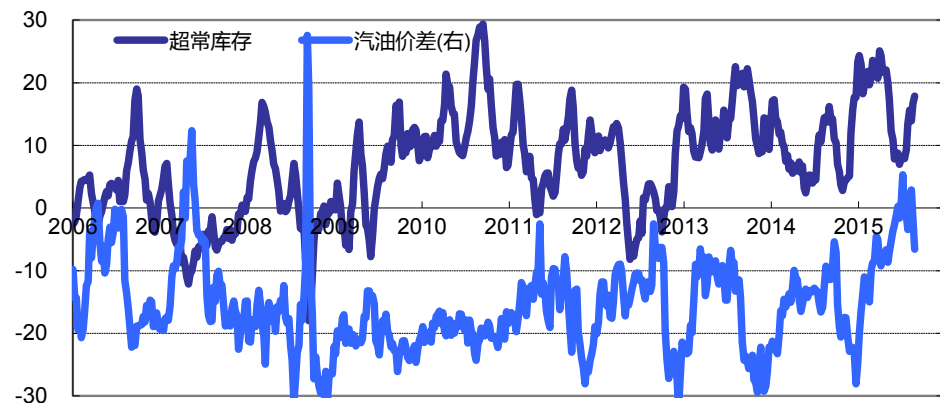
图表 26: 美国 2006 年至今汽柴油价差 (美分/加仑) 及盈利空间 (美元/桶)



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

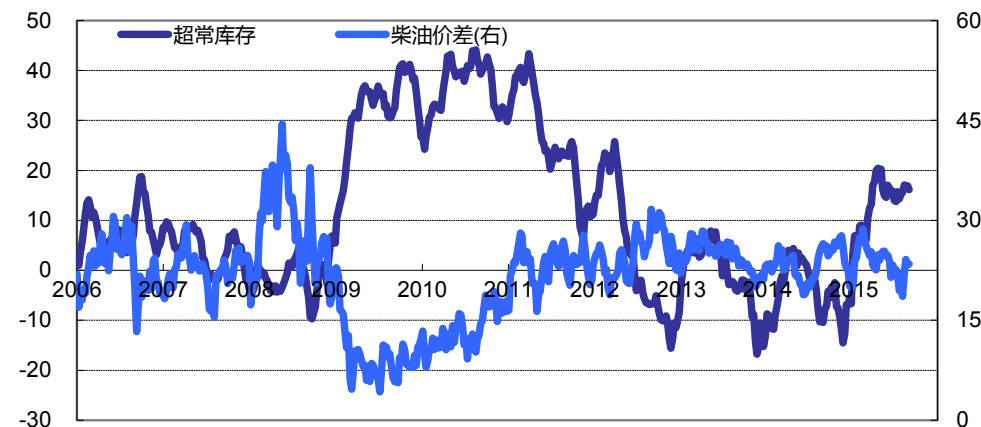
上周美国汽油超常库存上升 124.92 万桶,炼厂开工率 92.8%,较上周下降 1.7 个百分点。柴油超常库存下降 75.92 万桶。

图表 27: 美国 2006 年至今汽油超常库存与汽油-原油价差



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

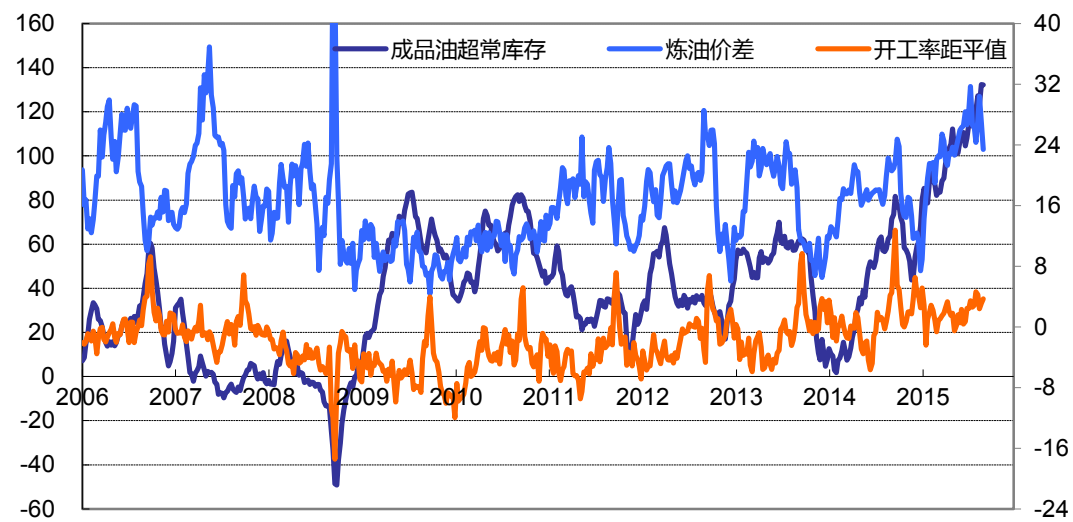
图表 28: 美国 2006 年至今柴油超常库存与柴油-原油价差



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

上周美国成品油超常库存下降 16.4 万桶。目前开工率距平值 3.68，显示高于平均水平。

图表 29：美国 2006 年至今成品油超常库存、炼油价差及开工率距平值

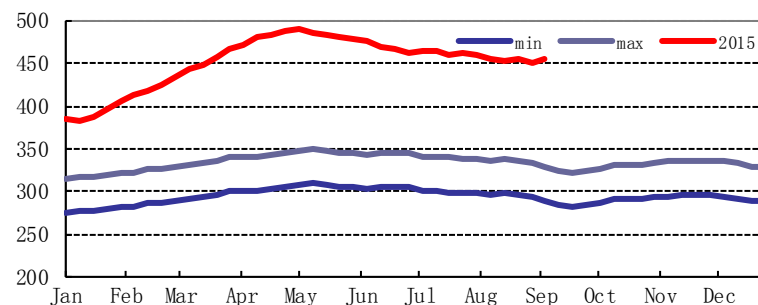


资料来源：EIA，信达证券研发中心

4、周报数据全面解读

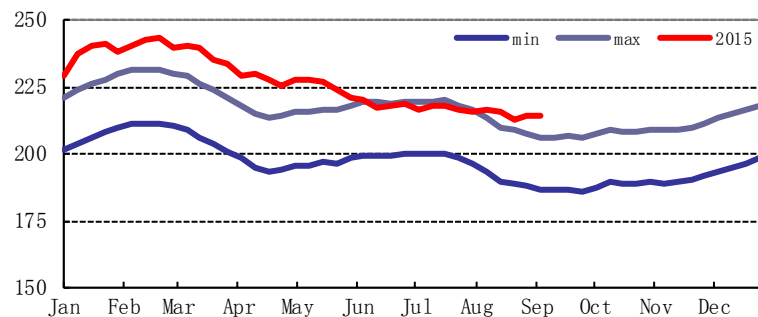
库存

原油库存



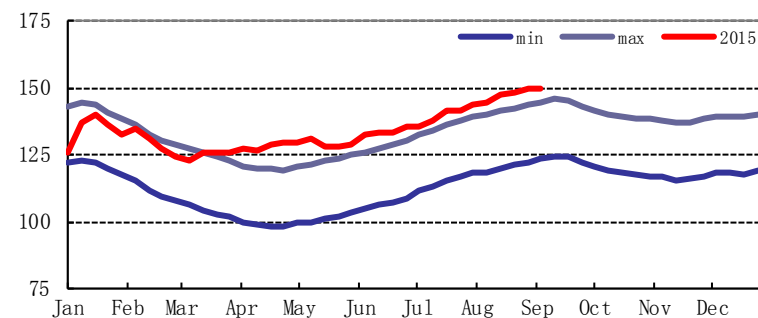
- 原油库存上升至455.43百万桶。

汽油库存



- 汽油库存下降至214.16百万桶，落在合理区间外。

柴油库存

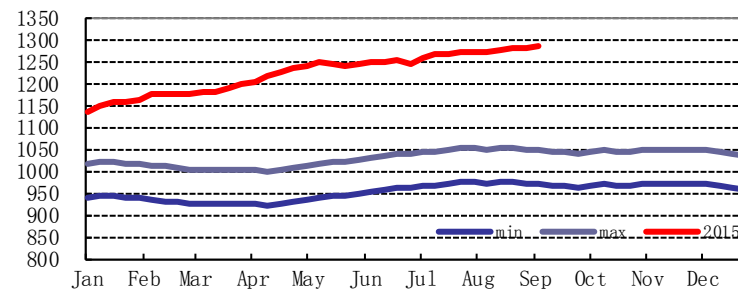


- 柴油及取暖油库存上升至149.95百万桶。

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

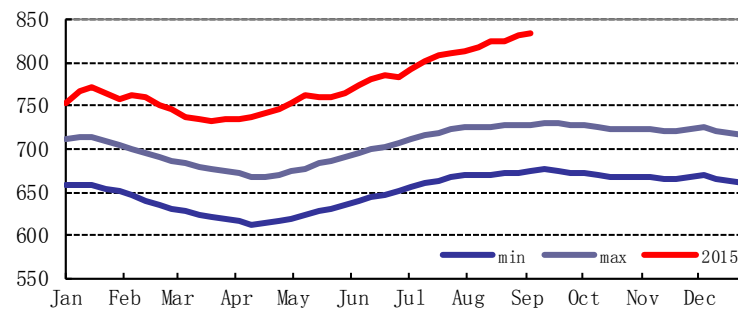
库存

油品库存



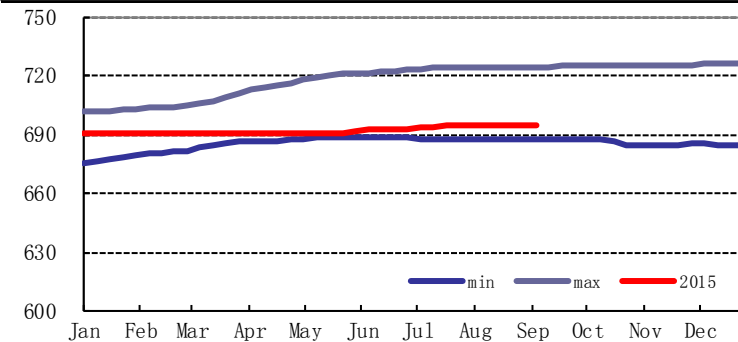
- 油品库存上升至1288.9百万桶，远高于合理区间。

成品油库存



- 成品油库存上升至833.48百万桶，高于合理区间。

战略库存

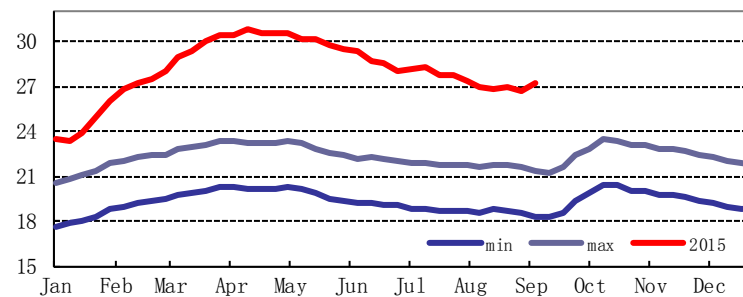


- 战略库存与上周持平，目前为库容能力的94.9%。

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

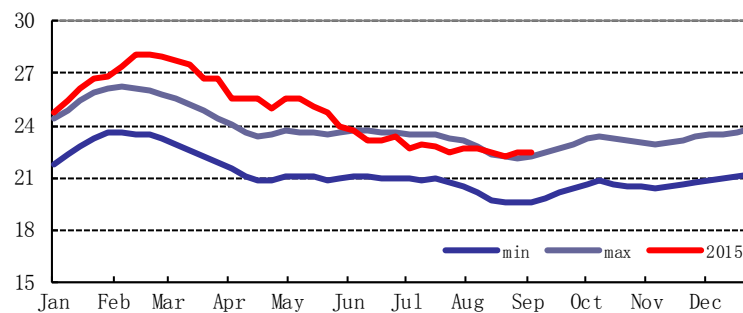
库存

原油储备天数



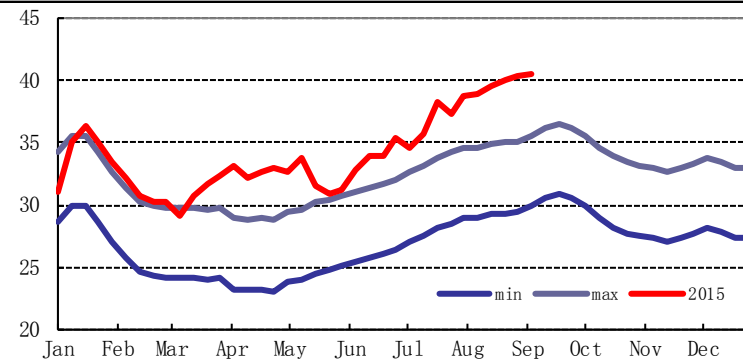
- 商储原油库存可供应全美需求27.3天，较上周下降0.6天。

汽油储备天数



- 汽油储备天数22.5天，较上周上升0.1天。

柴油储备天数

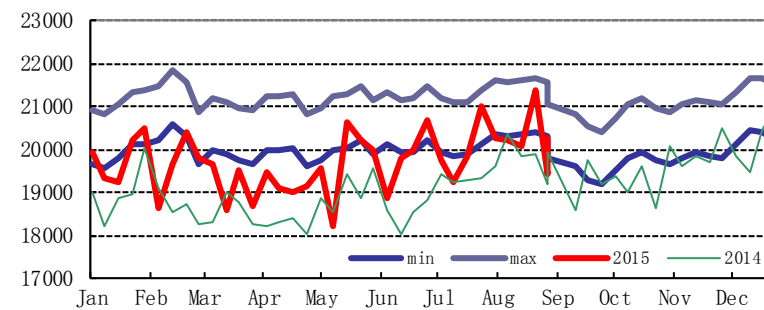


- 柴油储备天数40.5天，较上周上升0.1天。

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

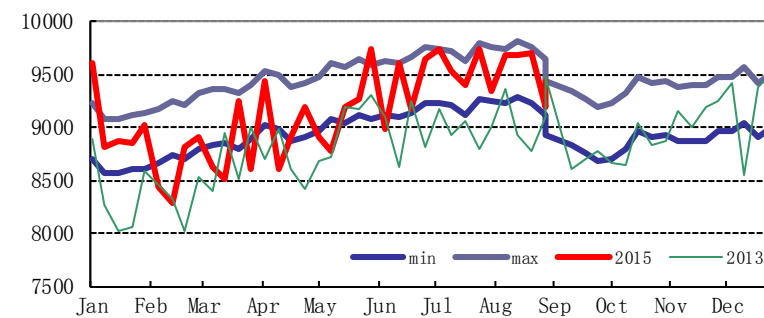
消费

油品消费



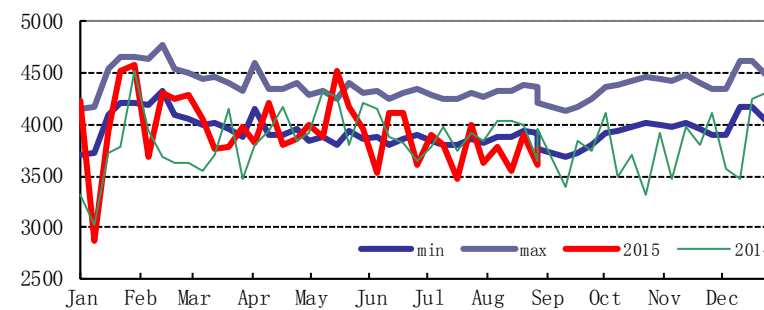
- 油品消费下降92.9万桶/日，落在合理区间内。

汽油消费



- 汽油消费上升24.9万桶/日。

柴油消费

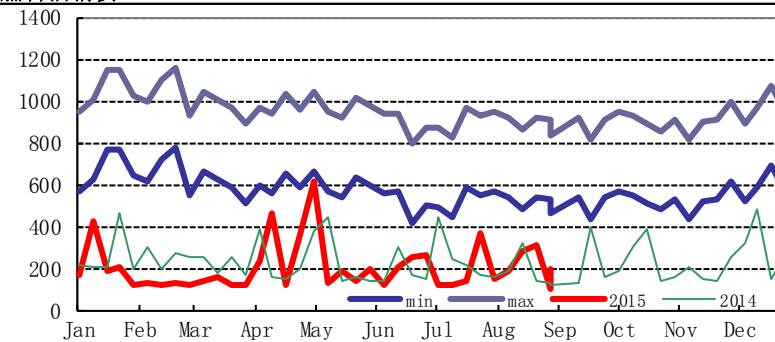


- 柴油消费上升16.0万桶/日。

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

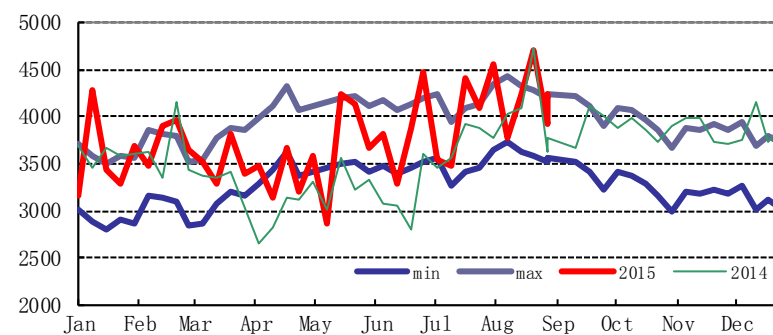
消费

燃料油消费



- 燃料油消费上升9.7万桶/日，仍远低于合理区间值。

其他油品消费

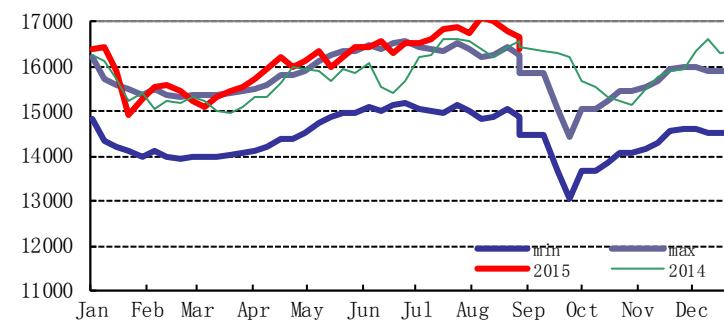


- 其他油品消费上升32万桶/日，接近合理区间上限。

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

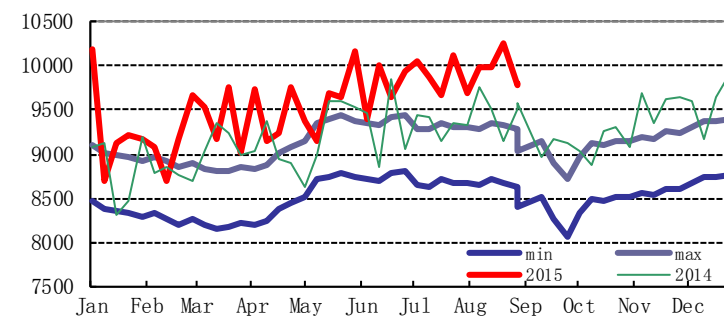
生产

原油输入



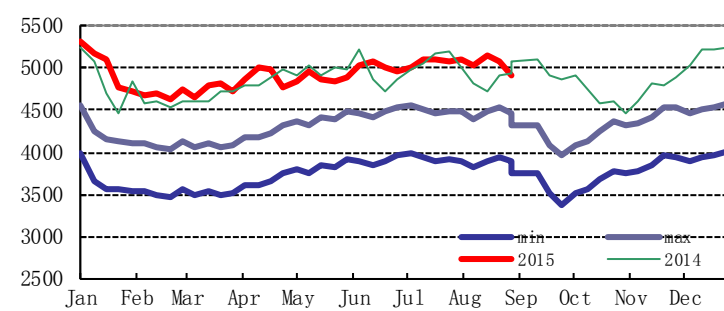
- 输入炼厂的原油量下降26.9万桶/日。

汽油产出



- 汽油产出上升1.7万桶/日。

柴油产出

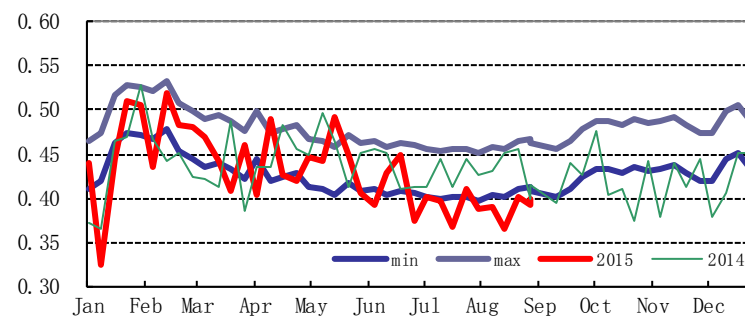


- 柴油产出上升1.7万桶/日。

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

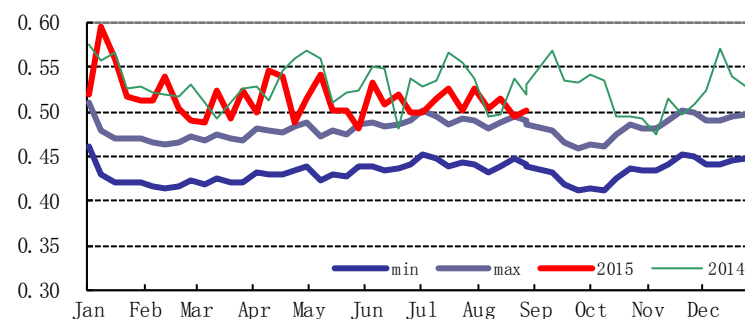
生产

消费柴汽比



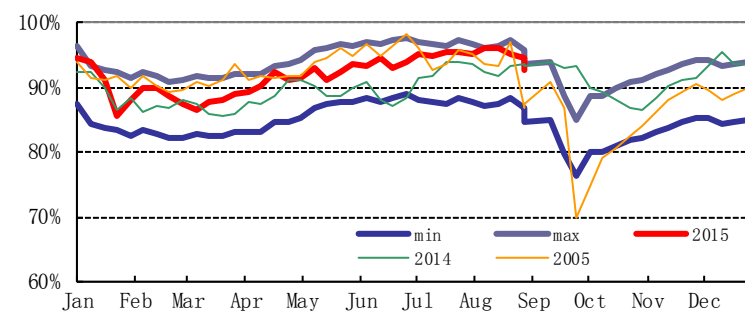
- 消费柴汽比0.399, 较上周上升0.7个百分点, 落在合理区间外。

生产柴汽比



- 生产柴汽比0.502, 较上周上升0.1个百分点。

炼厂开工率

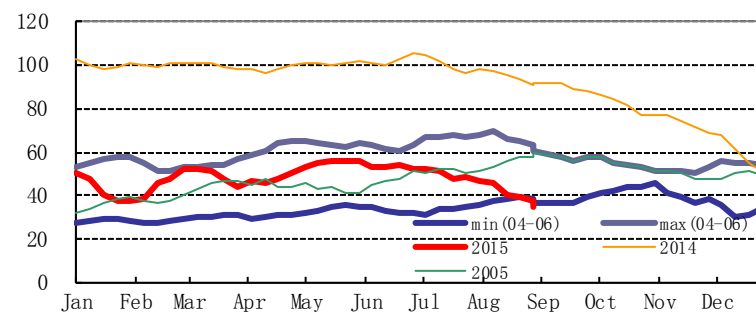


- 炼厂开工率为92.8%, 较上周下降1.7个百分点。

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

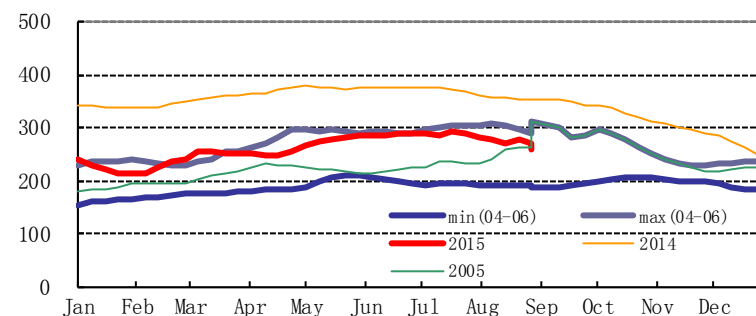
价格与价差

原油现货价格



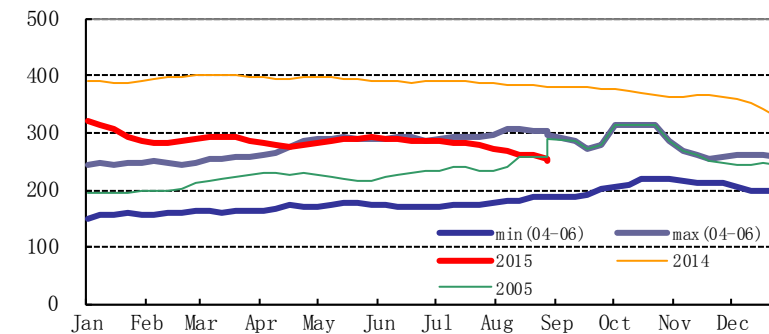
- 原油现货均价34.89美元/桶，下降2.47美元/桶。

汽油零售价格



- 汽油零售价格为每加仑260.2美分，下跌12.4美分，相当于每升4.27元人民币。

柴油零售价格

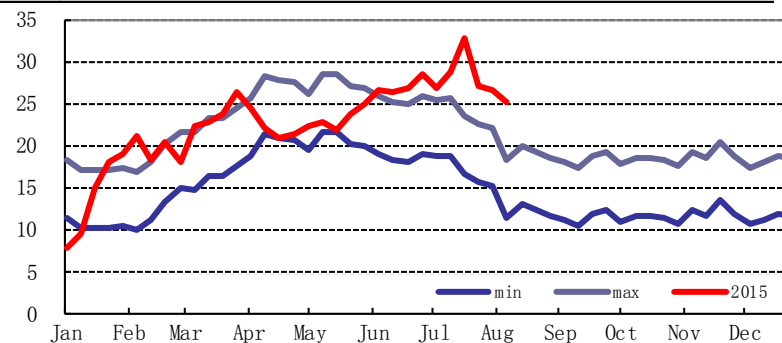


- 柴油零售价格为每加仑251.4美分，下跌4.7美分，相当于每升4.1人民币。

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

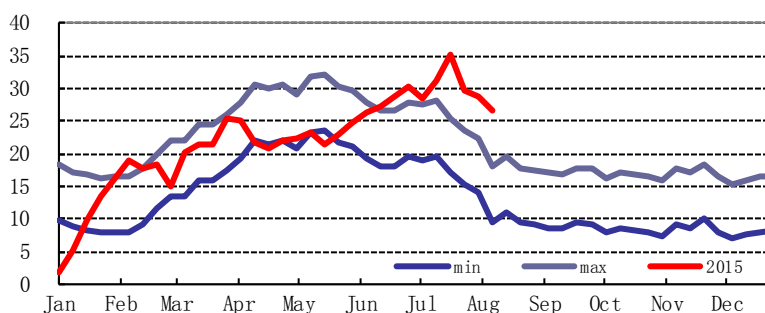
价格与价差

炼油价差



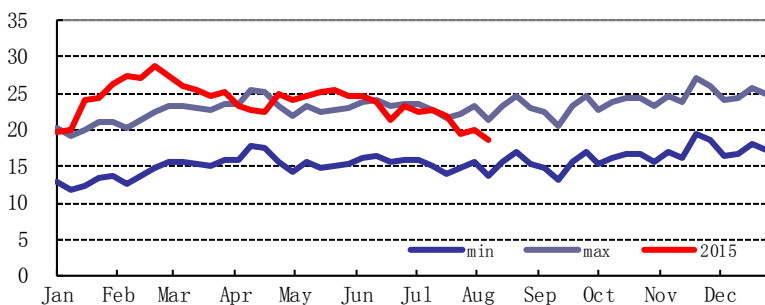
- 炼油业整体价差空间为每桶25.18美元/桶，下降1.39美元/桶。

汽油-原油价差



- 汽油出厂-原油现货价差为26.57美元/桶，下降2.21美元/桶。

柴油-原油价差

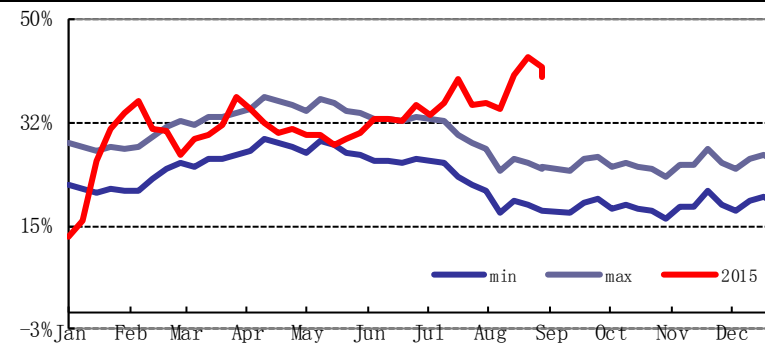


- 柴油出厂-原油现货价差为18.59美元/桶，较上周下降1.41美元/桶。

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

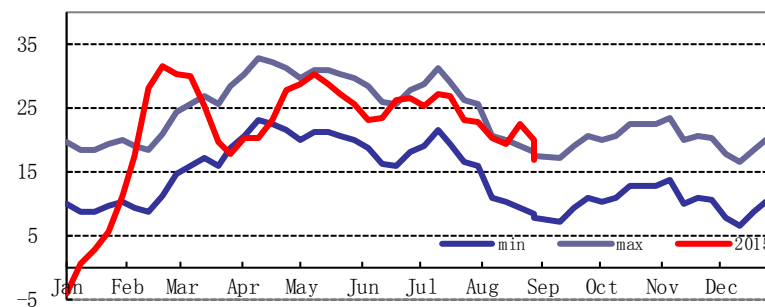
价格与价差

加权平均裂解价差率



- 汽柴油对原油加权裂解价差率40.2%，下降1.8个百分点。

实际炼油价差



- 根据2-4周原油周转时间计算的 actual 价差空间为每桶16.72美元/桶，较上周下降3.43美元/桶。

资料来源: EIA, 信达证券研发中心

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下的信达证券，任研究开发中心副总经理、首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

王见鹿，英国华威大学经济、政治与国际关系学毕业，2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事能源及消费行业研究。

陶伊雪，麦考瑞大学国际贸易与商法硕士，2014年12月正式加盟信达证券研究开发中心，从事能源化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。