

穿越通胀迷雾

海通证券2021年中期投资策略报告会

2021 INTERIM INVESTMENT STRATEGY, HAITONG SECURITIES CO.,LTD.



证券研究报告

(优于大市, 维持)

海外通胀预期升温, 油价震荡上行

邓 勇 (SAC号码: S0850511010010)

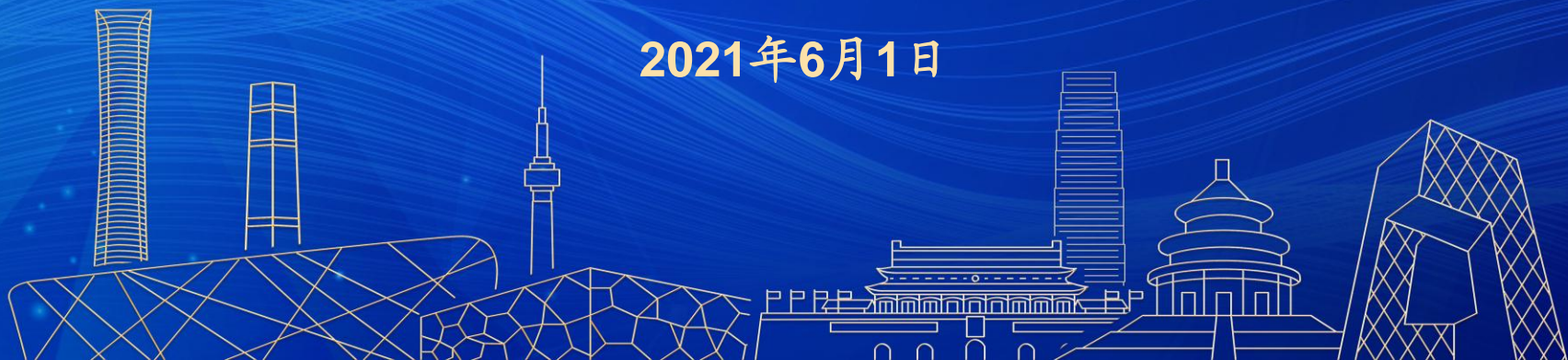
刘 威 (SAC号码: S0850515040001)

朱军军 (SAC号码: S0850517070005)

胡 歆 (SAC号码: S0850519080001)

张 璇 (SAC号码: S0850520110001)

2021年6月1日



- 宏观环境：全球通胀压力集中在美国
- 油价：供需改善，震荡上行
- 投资建议
- 风险提示

全球通胀压力集中在美国

美国4月CPI创新高，能源、交运板块贡献大；
预计美国通胀压力从商品转向服务。

拜登财政救助计划带动美国需求增长

为抗击新冠疫情，重启经济，2021年3月11日下午，1.9万亿美元新冠纾困法案已通过国会批准，并由美国总统拜登正式签署。该法案生效后，美国人每人可获得最多1400美元的现金补助，且每周300美元的失业保险将延长至9月6日。2021年3月，美国年化个人总收入同比上涨29.01%，年化人均可支配收入同比上涨28.96%，均为2000年以来最高值，这也带动了美国国内居民消费需求增长，消费支出增加。

图 美国人均可支配收入上升

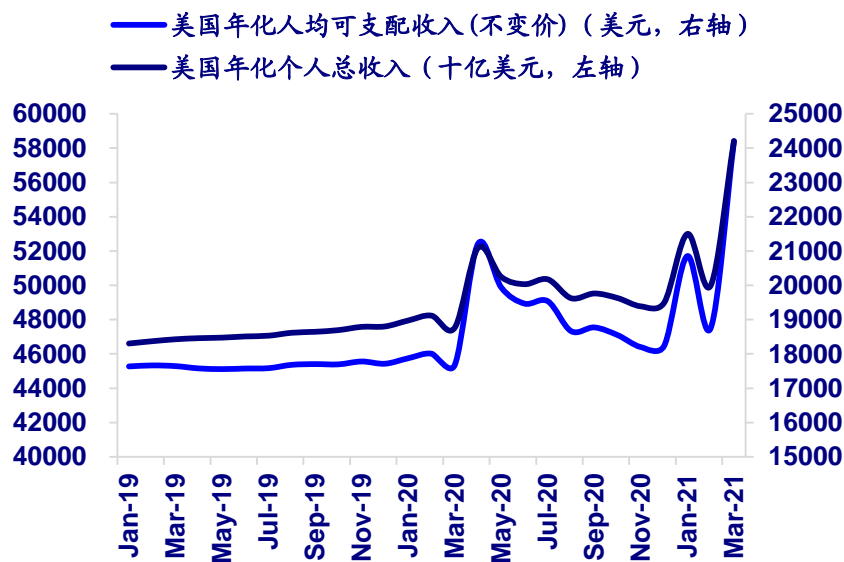
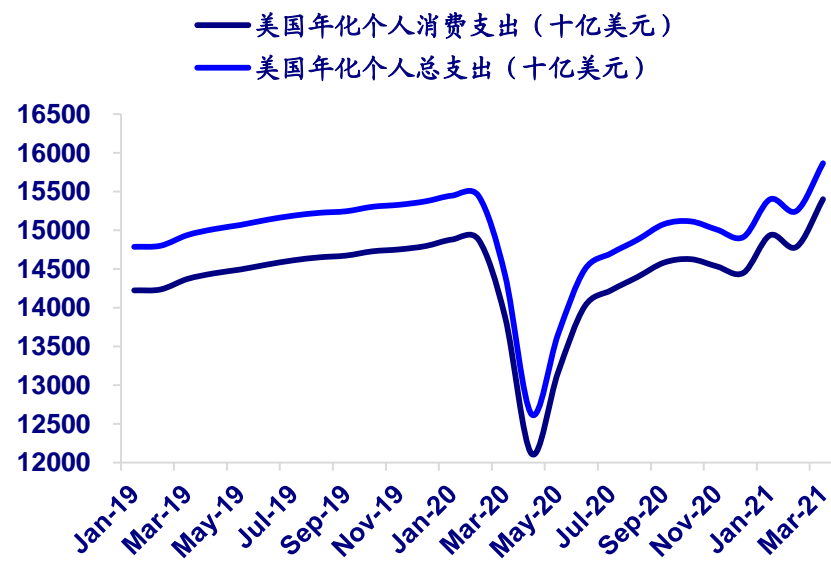


图 美国个人消费支出增加



资料来源: Wind, 海通证券研究所

美国延续宽松货币政策

为应对疫情，提振需求，美联储自**2020年3月**开始大幅降息，并实施量化宽松政策。今年美联储延续去年的超宽松货币政策，截至**2021年5月20日**，美国联邦基金利率仅为**0.06%**；**3月底美国M2货币供应量同比增加24.26%**，为近年来最高值。

图 2015年以来美国联邦基金利率（%）

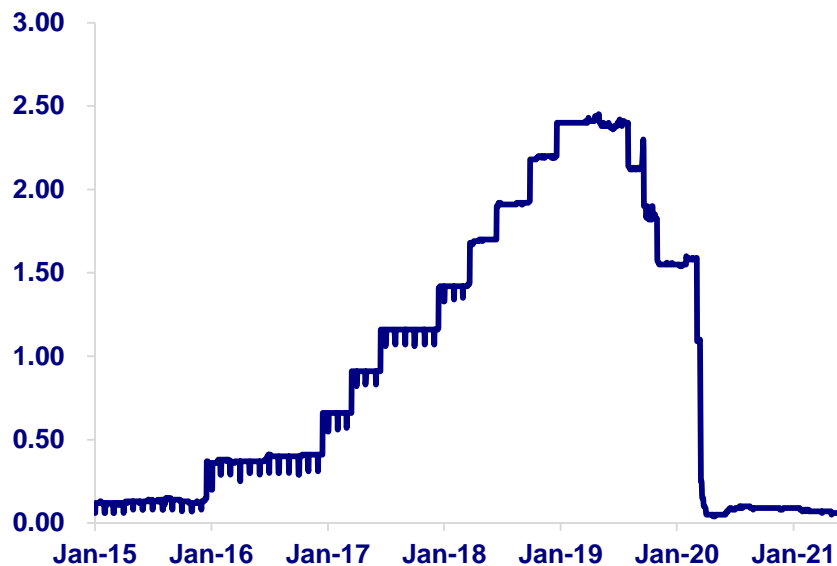
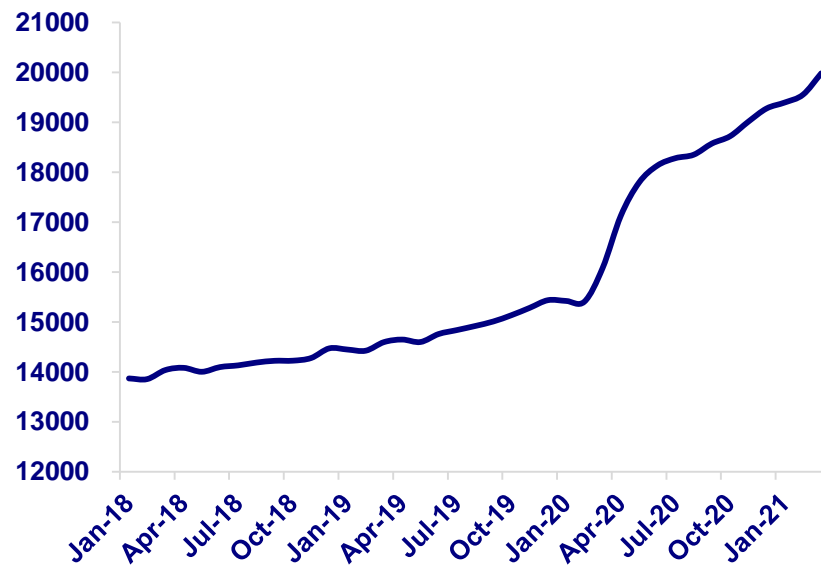


图 美国M2货币供应量（十亿美元）

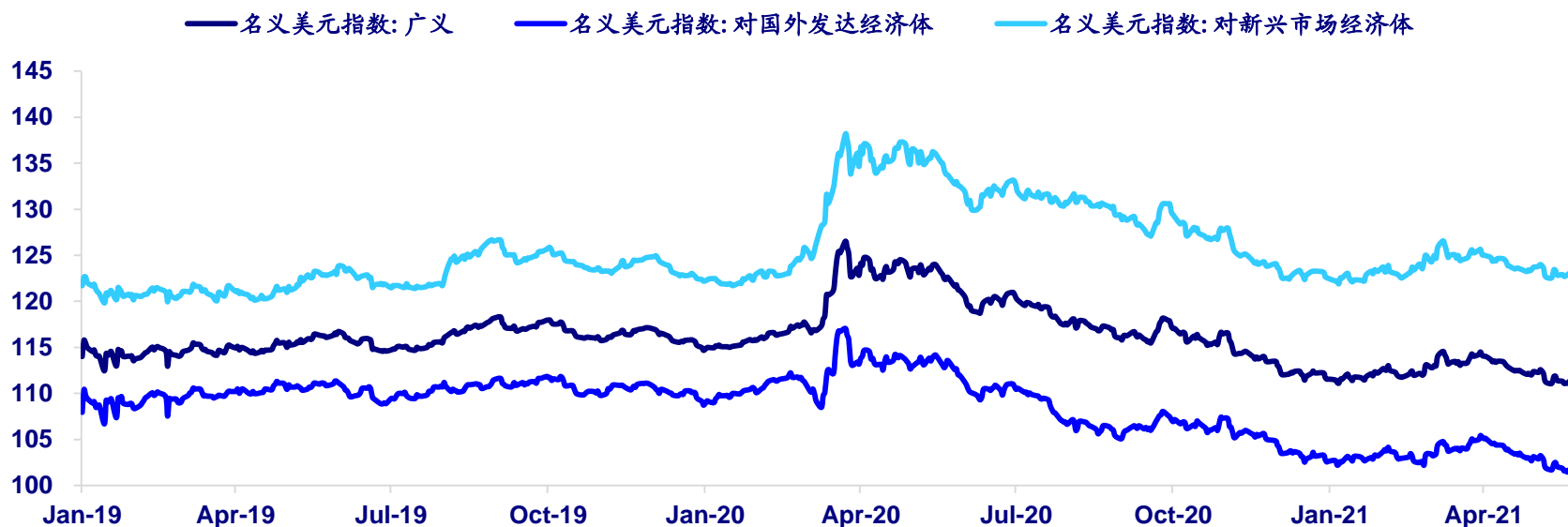


资料来源：Wind，海通证券研究所

货币超发引起美元贬值

据新华网援引美国《国会山报》报道，疫情在美爆发以来，美联储通过加大购债等方式向美国经济注入近4万亿美元流动性。自去年3月以来，美国累计出台总额逾5万亿美元的经济刺激措施。在财政收入无法支撑财政计划的背景下，美国开始印钞，货币超发，美元贬值，名义美元指数下滑。

图 2020年3月以来名义美元指数呈下滑趋势



资料来源: Wind, 海通证券研究所

海外主要经济体通胀预期处于高位

由于美元为石油、有色等大宗商品结算货币，超发美元流入其他经济体，多国受到波及，自2020年3月以来物价指数开始上涨。作为实际通胀水平的重要先行指标，ZEW通胀指数反映位于德国的欧洲经济研究中心对未来实际通胀水平的预期，从4月数据来看，其对全球主要经济体的通胀预期值处于高位。

图 各大经济体CPI同比

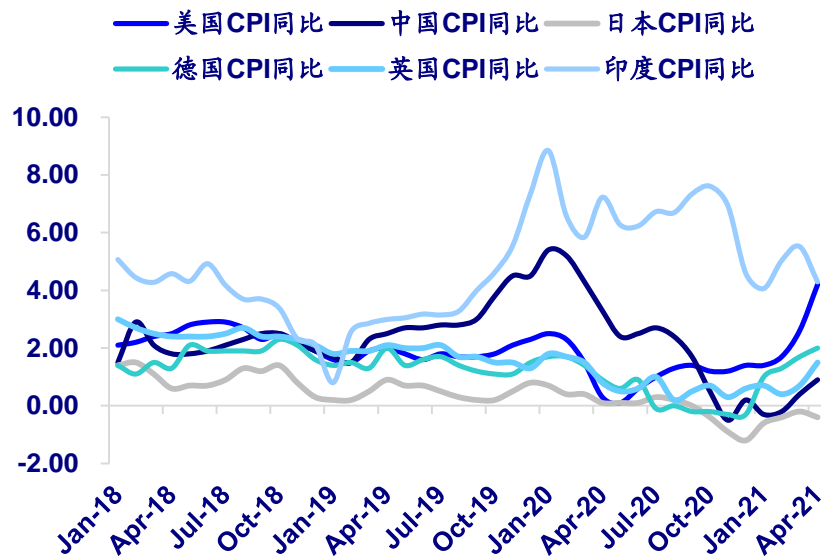
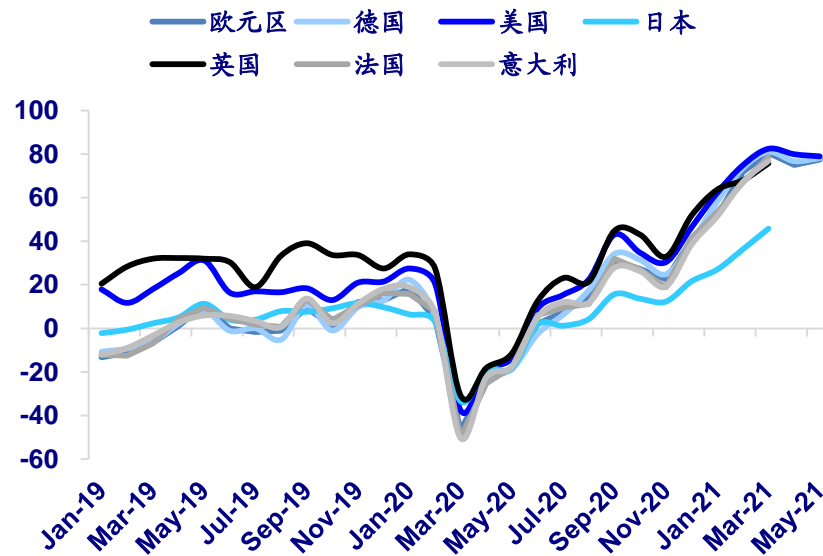


图 ZEW通胀指数 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

2021年4月，美国CPI同比创2008年9月以来新高



货币超发叠加国内需求增长，美国国内开始出现通货膨胀。根据美国劳工部数据，2021年4月，美国CPI同比上升至4.2%，创2008年9月以来新高；CPI环比上升0.80%，超市场预期（彭博：经济学家预期0.2%）；核心CPI（剔除食品和能源）同比上升至3.0%。

图 2021年4月，美国CPI创新高

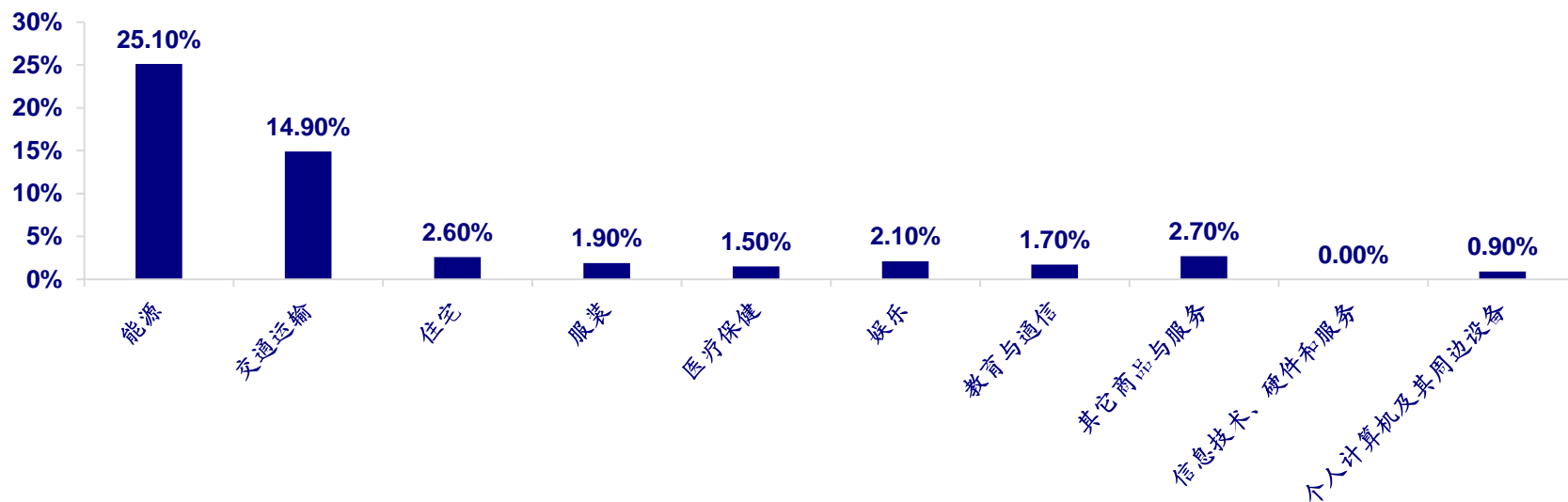


资料来源：Wind，海通证券研究所

美国CPI上涨主要源于能源和交通运输板块

4月，能源板块CPI同比上涨至**25.10%**，交通运输板块CPI同比上涨至**14.90%**，而其他板块的CPI同比增速基本持平。因此，我们认为美国4月CPI同比上涨的主要推动力为能源和交通运输板块。

图 2021年4月各板块CPI同比增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

二手车价格及机票价格回暖

2021年4月，受芯片供给有限影响，美国汽车产量有限，二手汽车和卡车的CPI同比上涨至21%。而受去年疫情下机票价格较低，以及美国旅行规则放宽的影响，机票的CPI同比上涨至9.6%。

图 二手汽车和卡车CPI同比上升

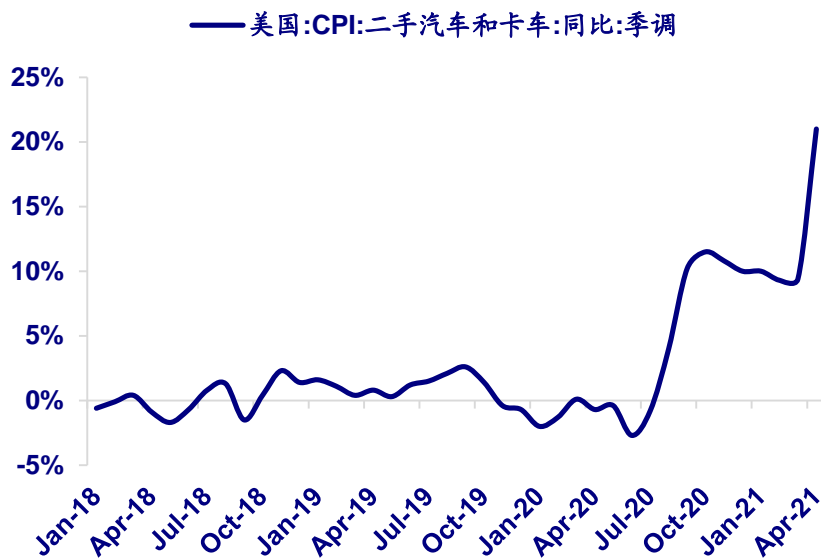
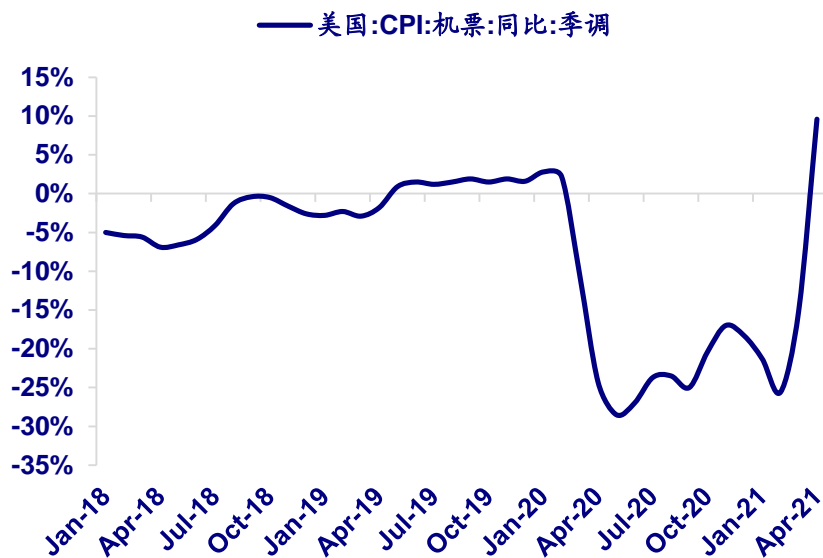


图 机票CPI同比上升

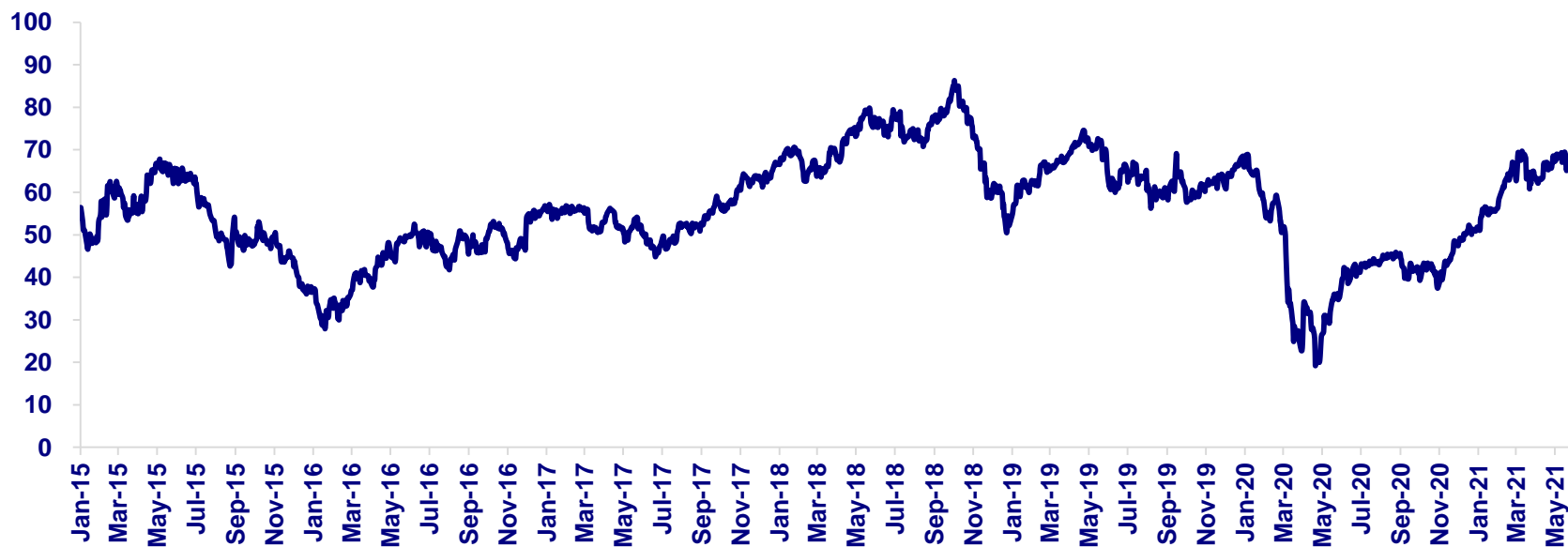


资料来源: Wind, 海通证券研究所

油价上行推动美国汽柴油价格上涨

美国的汽油价格主要有四个部分组成：原油价格，炼油利润，零售分销和营销成本以及税收。由于汽油税和零售分销成本通常保持稳定，因此汽油价格的变化主要是原油价格和炼油成本变化的结果。原油成本在柴油零售价格中占比较高，因此柴油价格与原油价格高度相关。**2020年11月以来**，国际油价震荡上行，推动美国汽柴油价格上涨。

图 布伦特油价走势（美元/桶）



资料来源：Wind，海通证券研究所

柴油、汽油价格恢复疫情前水平

2021年4月，美国2号柴油平均零售价格为3.13美元/加仑，同比增加25.56%；汽油常规零售平均价格为2.77美元/加仑，同比增加61.00%。我们认为，汽柴油价格上涨是导致交通运输成本上涨的主要原因，并可能间接导致食品、日用品等终端零售产品的价格提高。

图 2号柴油零售价（美元/加仑）



图 汽油常规零售价格（美元/加仑）



资料来源: Wind, 海通证券研究所

预计美国通胀压力从商品通胀转向服务通胀

2021年4月，美国服务业的CPI（剔除能源）升至2.5%。根据海通宏观预计，随着疫苗接种，美国服务业需求大幅改善，但服务业供给恢复较慢，且服务业消费品很难从海外进口，美国通胀压力逐渐从商品类转向服务类。

图 美国服务类通胀升高

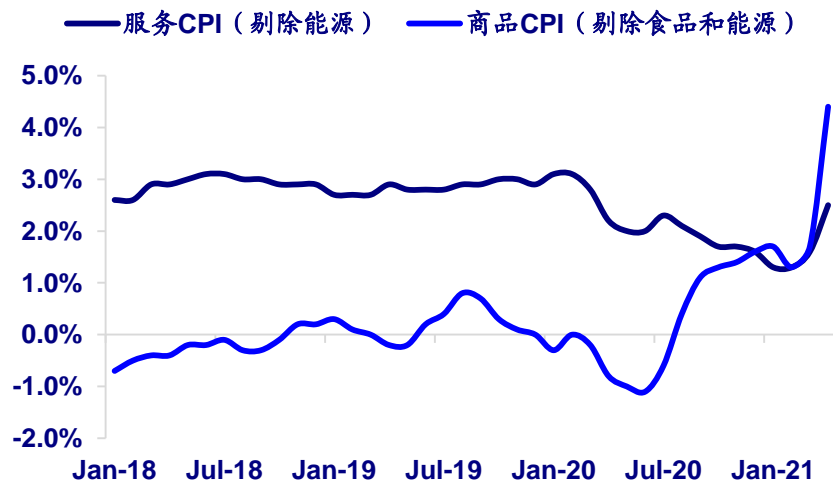
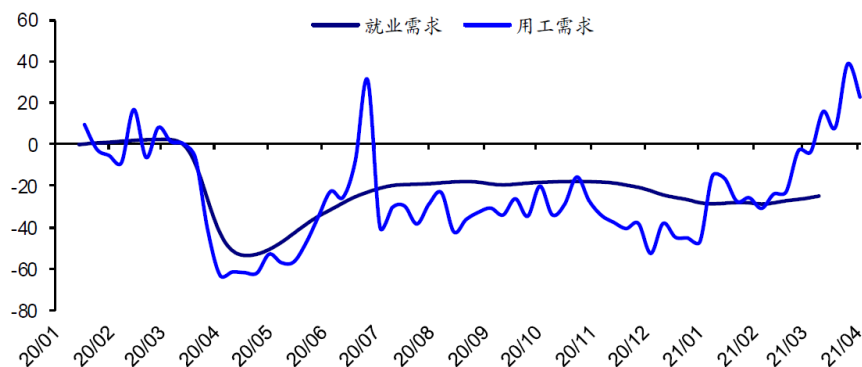


图 美国休闲和酒店业就业和用工需求缺口仍高（相对2020年1月，%）



资料来源：Wind，Tracktherecovery，海通证券研究所

油价：供需改善，震荡上行

供给分析：OPEC+减产限制产量增速；

需求分析：2021年原油需求改善；

其他因素：库存、美元指数、地缘政治。

2021年以来油价震荡上行

2020年11月以来，国际油价震荡上行，布伦特油价从不到40美元/桶涨至目前接近70美元/桶。我们认为此轮油价上涨主要由于供需格局改善的预期。

图 布伦特油价走势（美元/桶）



资料来源：Wind，海通证券研究所

根据国际机构预测，**2021**年全球原油需求复苏对原油市场仍有较强支撑，尤其是下半年的需求复苏。三大机构预计**2021**年全球原油需求同比增长**540-595**万桶/天。

表 IEA、OPEC、EIA全球原油需求同比增速预测（万桶/天）

机构	2020年	2021年	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
IEA	-840	+540	-	-	-	-
EIA	-863	+542	-65	+1208	+560	+463
OPEC	-947	+595	-22	+1171	+669	+554
平均	-883	+559	-44	+1190	+615	+509

资料来源：IEA、EIA、OPEC，海通证券研究所

需求：我国已基本恢复正常水平

2021年4月，我国原油加工量**5790万吨**，成品油表观消费量**2355万吨**，已基本恢复到疫情前同期水平。

图 我国原油加工量（万吨）

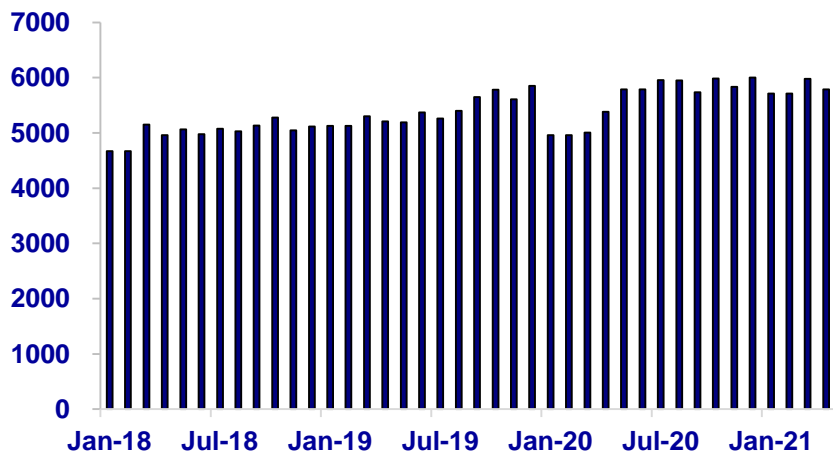
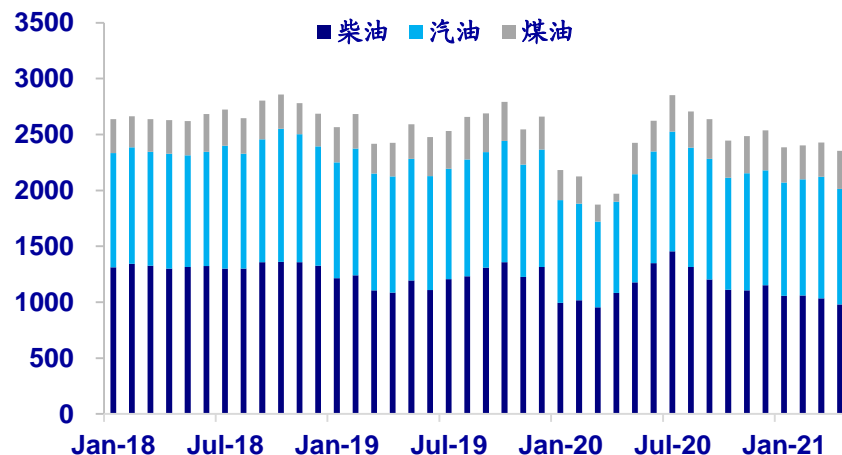


图 我国成品油表观消费量（万吨）



资料来源：Wind，海通证券研究所

需求：海外需求仍有待恢复

目前，海外主要经济体对于石油产品整体需求尚未完全恢复，尤其欧美，较疫情前同期水平仍有**10%以上**缺口。从下游具体产品看，受制于疫情下人员流动管控，航空煤油需求恢复进度最慢，美国、日本、印度仅恢复至约七成，欧洲四大国（英、德、法、意）仅恢复不到一半。全球航空煤油需求占石油需求比例约**8%**，航空煤油需求复苏有助于全球原油需求进一步改善。

表 主要经济体石油产品需求恢复情况（万桶/天）

石油产品	占石油下游需求比例（2019年）	美国		欧洲四国		日本		印度	
		Feb-2021	较2019年同期	Feb-2021	较2019年同期	Mar-2021	较2019年同期	Mar-2021	较2019年同期
LPG	13.8%	270	-21.1%	45	-17.9%	39	-4.6%	88	0.1%
石脑油	6.9%	13	-39.0%	58	-15.1%	76	-2.8%	42	17.0%
汽油	24.8%	774	-13.6%	84	-27.3%	77	-7.2%	80	5.7%
航空煤油	8.1%	112	-30.8%	37	-53.9%	43	-23.6%	19	-30.9%
柴油	28.4%	395	-8.8%	322	-3.1%	76	-6.6%	178	-1.2%
燃料油	7.1%	26	-13.6%	15	-30.9%	26	14.0%	25	-0.8%
其他	10.9%	184	10.3%	39	-35.1%	35	-1.4%	50	-16.0%
合计	100%	1773	-13.6%	601	-18.0%	371	-6.8%	483	-1.8%

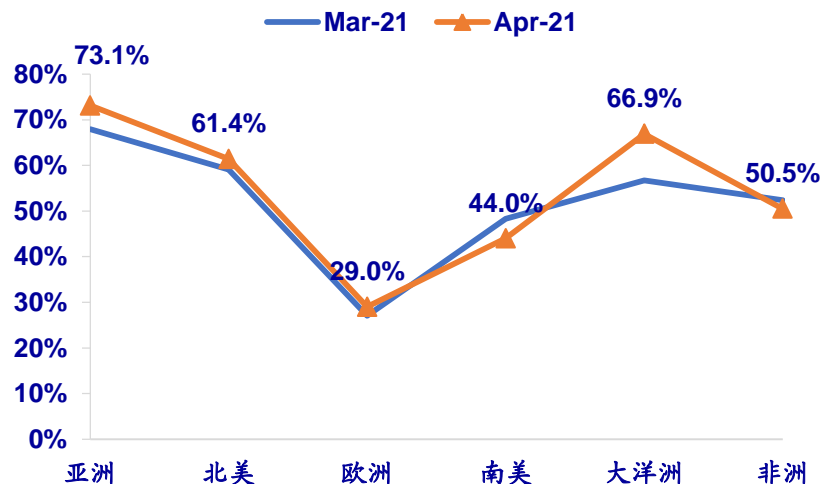
注：欧洲四国指英国、德国、法国、意大利。

资料来源：OPEC月报（2020年5月，2021年5月），BP能源统计，海通证券研究所

需求：全球航班量仍有待完全恢复

截止到2021年4月，亚洲航班整体恢复率最高，约为2019年同期73%；其次为大洋洲、北美，航班恢复率分别为67%、61%；欧洲恢复率最低，仅29%。从国家看，中国大陆是全球唯一航班量超过2019年同期水平的地区；其他原油消费大国美国、印度、日本恢复率均还只有60%-70%。

图 2021年3-4月各大洲航班恢复率



注：航班恢复率=当月航班量/2019年同期航班量
资料来源：航班管家，海通证券研究所

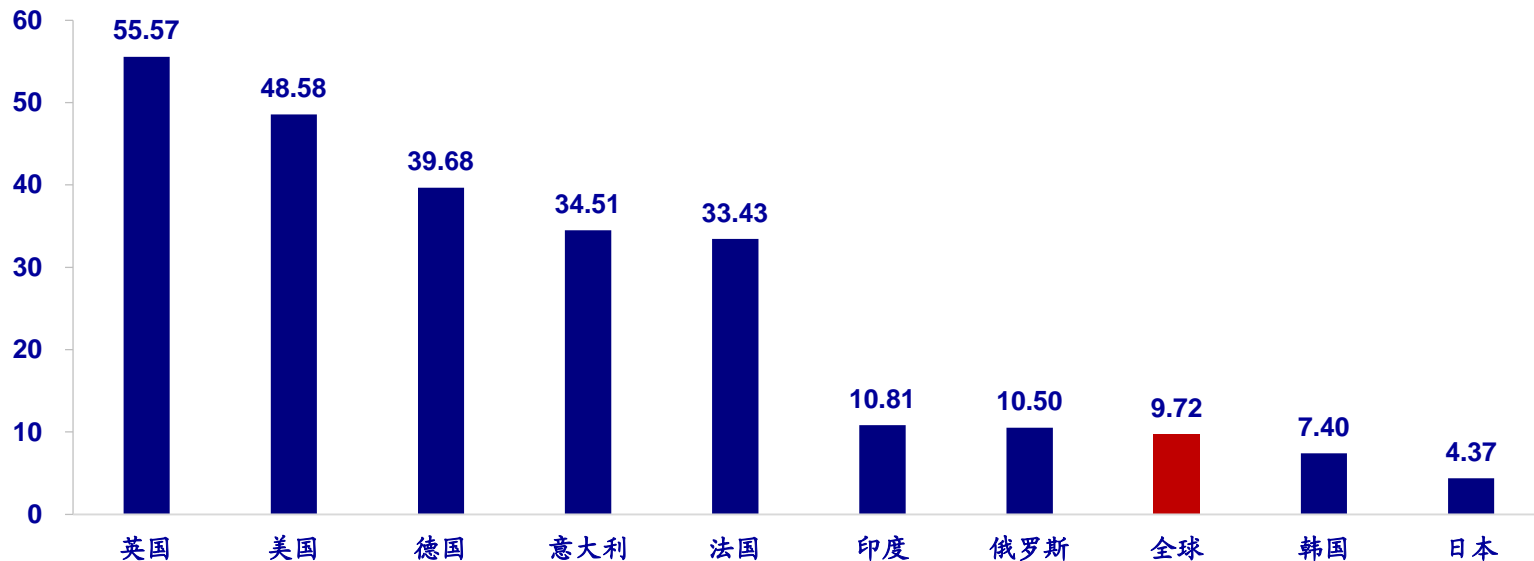
图 重点国家航班恢复率（2021年4月）



需求：疫苗接种有助于原油需求改善

截至2021年5月22日，全球新冠疫苗接种人数（至少一剂次）占比近10%，英国、美国分别占比56%、49%。随着疫苗不断接种，我们认为原油需求有望逐步改善。

图 主要经济体新冠疫苗接种人数占比（至少一剂次，%）



注：数据截至2021年5月22日。

资料来源：Wind，海通证券研究所

供给：OPEC+严格减产限制产量增速

2020年5月以来，OPEC+维持较高的减产执行力度，减产执行率基本在100%以上。根据EIA预计，2021年全球原油产量同比增长仅248万桶/天，低于500万桶/天以上的需求增速，供需格局改善。

表 OPEC原油产量数据（千桶/日）

OPEC国家	减产基准 (Oct-18)	Jan-21	Feb-21	Mar-21	Apr-21
阿尔及利亚	1060	866	875	873	867
安哥拉	1530	1161	1116	1156	1140
刚果	330	267	272	271	270
赤道几内亚	130	115	101	107	112
加蓬	190	180	179	185	185
伊拉克	4650	3837	3892	3914	3920
科威特	2810	2322	2333	2328	2326
尼日利亚	1830	1328	1477	1473	1548
沙特阿拉伯	11000	9077	8126	8098	8132
阿联酋	3170	2611	2611	2609	2614
OPEC减产国	26680	21764	20982	21014	21114
减产执行率	-	108%	125%	124%	122%
OPEC总计	32340	25503	24844	25057	25083

资料来源：OPEC月报（2021年4月，2021年5月），海通证券研究所

供给：美国页岩油产量回落

2021年美国主要页岩油企业资本支出计划仍相对谨慎。除先锋自然资源通过收购扩张规模外，西方石油、EOG、马拉松石油等页岩油企业2021年资本支出计划同比相对稳定。

表 美国主要页岩油企业资本支出

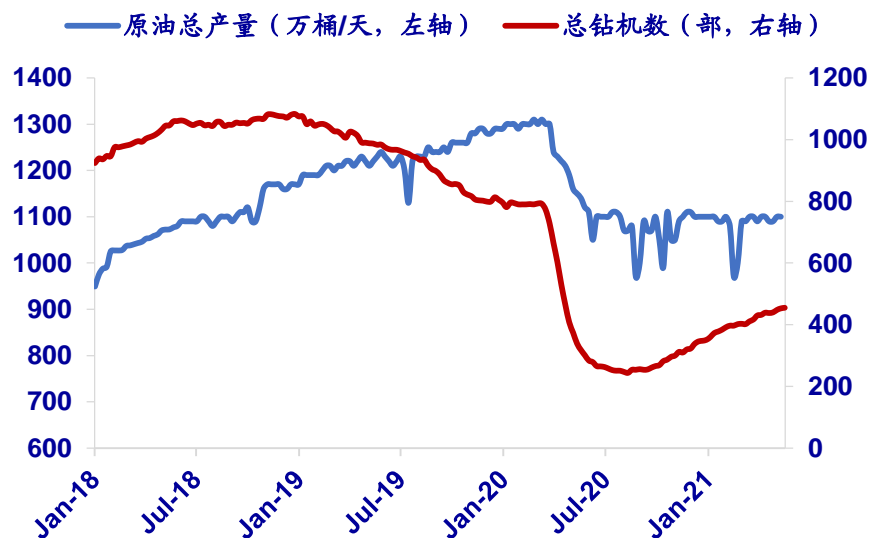
页岩油企业	资本支出（亿美元）			2020年原油产量 （万桶/天）	主要产地
	2019	2020	2021E		
西方石油	63.55	25.35	29.00	72.1	Permian、DJ 盆地、墨西哥湾
EOG 能源	64.23	34.65	37-41	41.0	Eagle Ford、Delaware Basin
先锋自然资源	32.20	17.27	29.5-32.5	21.0	Permian
马拉松石油	25.50	13.43	10.00	18.9	Bakken、Eagle Ford、Olkahoma
响尾蛇能源	36.97	20.44	16-17.5	18.1	Midland Basin、Delaware Basin
大陆能源	28.61	15.14	14.00	16.1	Bakken

资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

供给：美国页岩油产量回落

美国钻机数稳步回升，从去年底部**244部**恢复至**455部**，但较**2020年初**水平仍有**43%**下滑；原油产量维持在**1100万桶/天**附近震荡。根据**EIA**和**OPEC**预测，**2021年**美国原油产量**1100万桶/天**左右，同比去年下滑近**30万桶/天**。

图 美国原油钻机数及产量



资料来源：EIA，贝克休斯，OPEC月报（2021年5月），海通证券研究所

表 2021年美国原油产量预测（万桶/天）

美国原油	2019	2020	2021E
(1) 页岩油	776	732	704
其中：Permian	373	387	397
Bakken	142	118	117
Eagle Ford	123	106	102
Niobrara	51	45	37
其他	87	74	51
(2) 墨西哥湾	190	166	171
(3) 陆上常规	259	234	229
合计	1225	1131	1104

供给：民主党或制约美国页岩油产量增速

传统上美国民主党政府更加注重清洁能源发展，拜登上台后重返巴黎协定，取消部分石油管道投资协议，并禁止联邦土地新的油气租赁许可行政命令。我们预计在新一届民主党任期内，美国页岩油发展速度或将受到一定制约，**OPEC**在油市话语权有望提升。

表 特朗普和拜登关于原油生产的主要政策对比

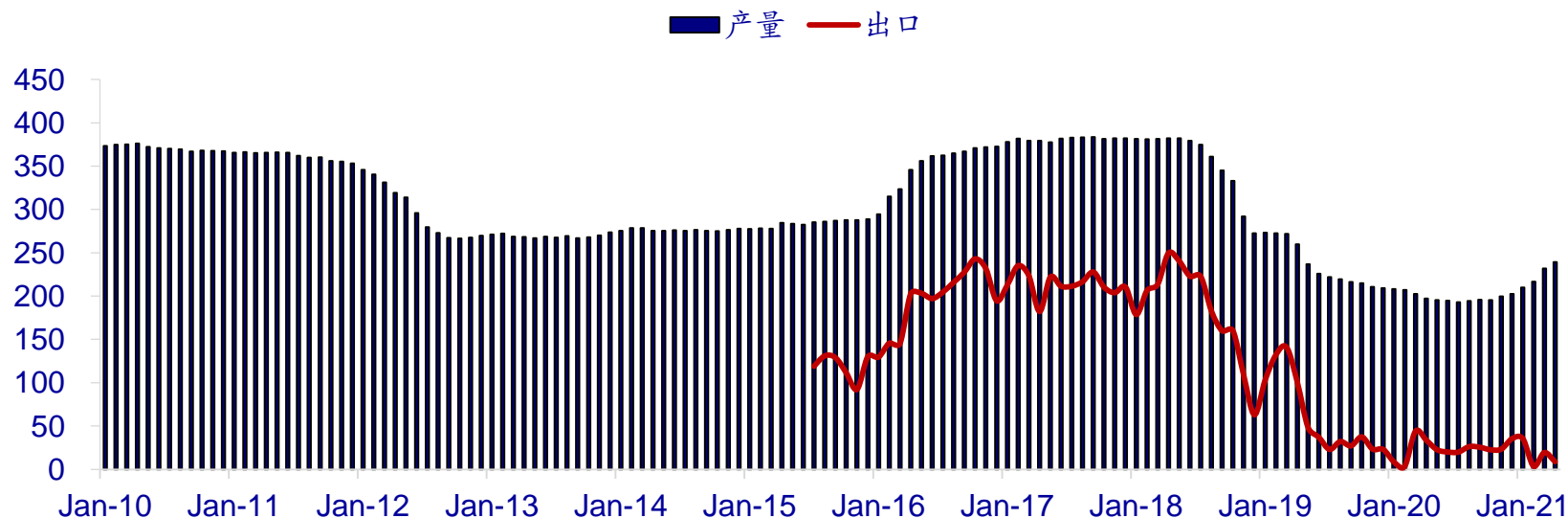
领域	特朗普（共和党）	拜登（民主党）
（1）《巴黎协定》及环保承诺	退出《巴黎协定》；在交通部门推出《安全合理高效的机动车规则》，替代奥巴马政府时期交通部颁布的燃油经济性标准和环境保护署颁布的轻型车辆温室气体排放标准。	重返“巴黎协定”，提出大力发展清洁能源，并承诺将在长期逐步减少油气消费，投资2万亿元修建清洁能源基础设施，还将在2035年实现无碳发电，于2050年达到“碳中和”目标。
（2）油气基础设施建设	加快放行油气管道、油气出口终端等基础设施建设，简化联邦行政审批程序，先后批准了Dakota Access、Keystone XL、New Burgos等管道建设。	取消特朗普执政期间与加拿大政府签订的Keystone XL石油管道协议。
（3）油气开采范围	向油气行业扩大开放联邦土地和水域，增加联邦陆地和海上油气开发租赁合同数量。	签署在60天内禁止美国联邦土地范围内的油气租赁许可行政命令。

资料来源：Oilprice，PBS，人民网，新浪财经，IER，中央纪委国家监委网站，Foxbusiness，海通证券研究所

供给：美伊关系为潜在变量

2018年5月美国制裁伊朗后，伊朗原油产量从382万桶/天降至最低200万桶/天左右，出口从240万桶/天降至平均20-30万桶/天。截至今年5月初，美伊正在针对核协议进行谈判，我们认为，若谈判后解除对伊朗制裁，伊朗原油产量有望逐步释放。参考上一次美国取消对伊制裁后（2015年7月），伊朗原油产量经过一年半时间从285万桶/天提升至378万桶/天（增长近100万桶/天）。2021年以来，伊朗原油产量呈现增长趋势，4月最新产量239万桶/天，较去年底已增长37万桶/天。

图 伊朗原油产量及出口量（万桶/天）



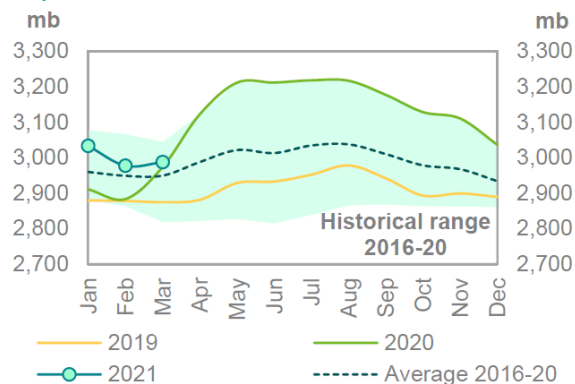
资料来源：Wind，Bloomberg，海通证券研究所

库存：原油库存降至五年均值水平

截至2021年5月21日，美国商业原油库存4.84亿桶，已回到五年均值水平。我们预计原油库存进一步下降，将对油价形成支撑。

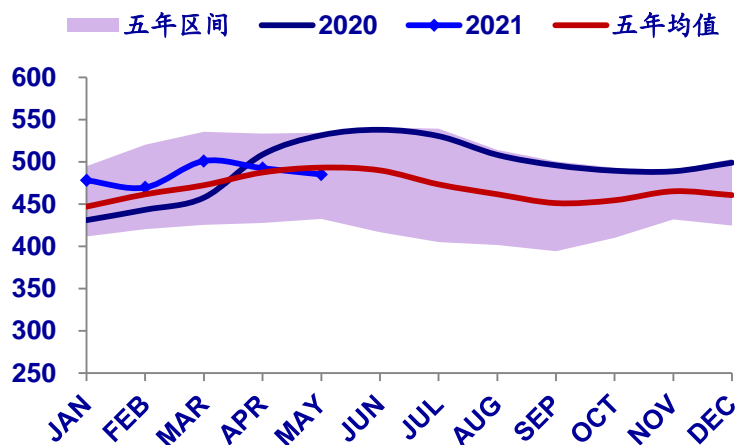
图 OECD石油库存（百万桶）

Graph 9 - 1: OECD commercial oil stocks



Sources: Argus, EIA, Euroilstock, IEA, METI and OPEC.

图 美国原油商业库存（百万桶）

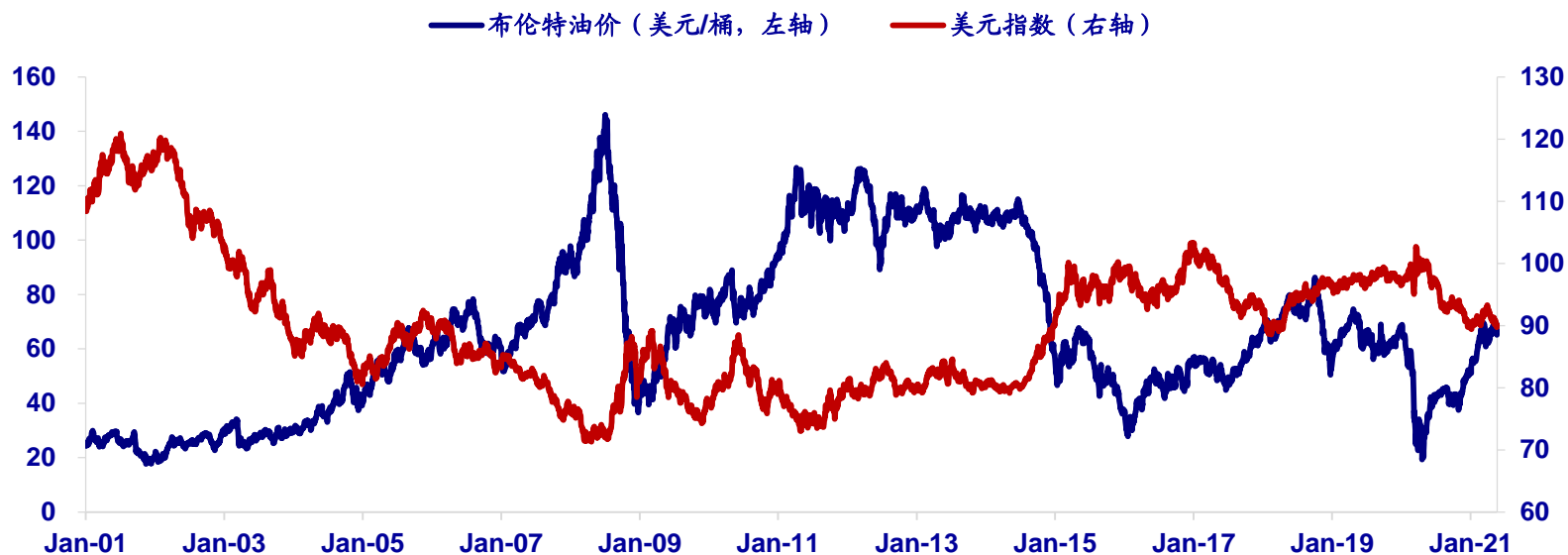


资料来源：EIA，OPEC月报（2021年5月），海通证券研究所

美元指数：美元贬值对油价形成支撑

作为美元标价的大宗商品，长期看原油价格与美元指数负相关。**2021年4月以来**，美元指数下行，对油价形成支撑。我们认为若未来美国通胀压力加大，美元贬值，则有助于支撑油价。

图 布伦特油价与美元指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

油价：供需改善，支撑油价震荡上行。

油价支撑因素：

- 需求：疫情缓解，需求复苏，预计2021年同比增长**540-595**万桶/天；
- 供给：**OPEC+**严格执行减产限制产量增速，预计2021年同比增长**248**万桶/天；
- OPEC**话语权有望提升，财政收支平衡点在**65**美元/桶以上；
- 地缘政治风险。

油价压力因素：

- 美国解除伊朗制裁；
- 海外疫情反复对需求端的扰动；
- 页岩油产量增长。

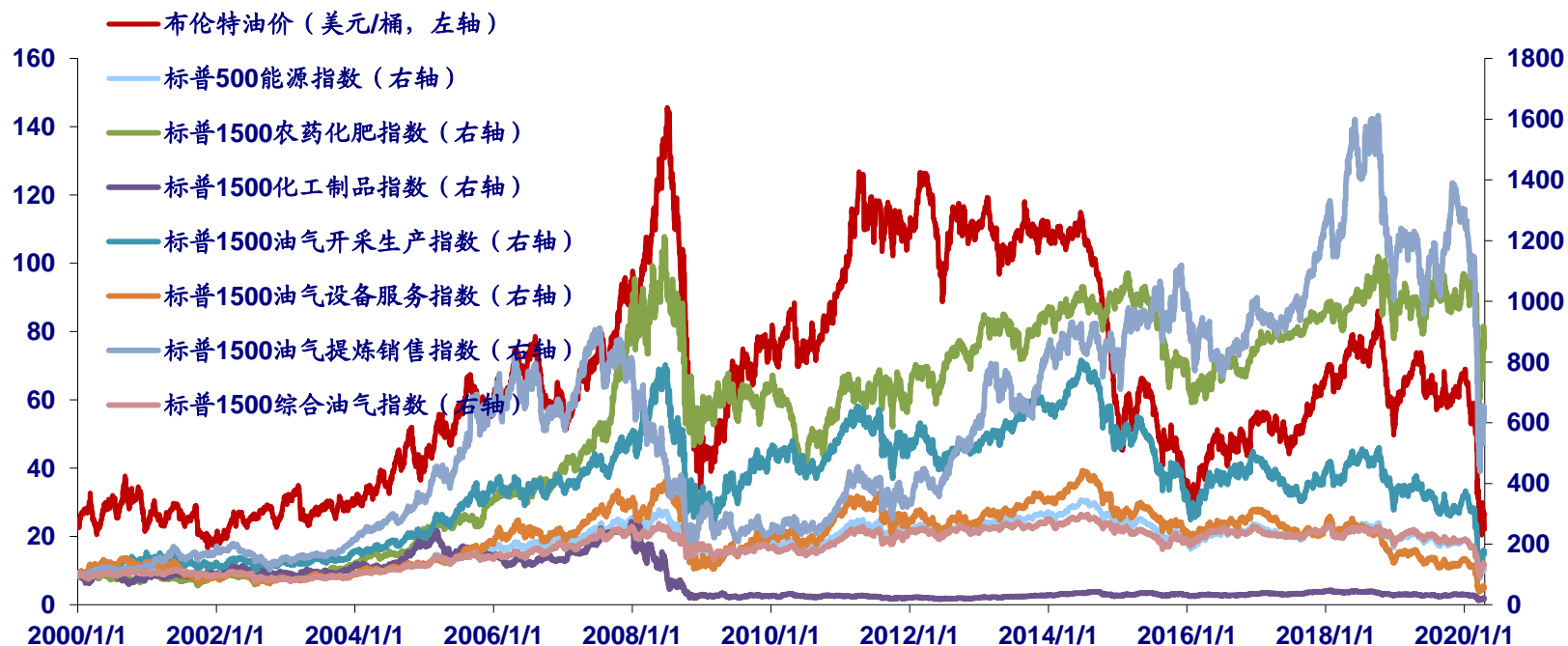
投资建议

油价震荡上行有利于石化行业；
民营炼化具有盈利与成长优势；
民营炼化仍是**2021**年石化重点关注板块。

石化行业与油价正相关

石化行业收入、利润与油价正相关。2021年油价震荡上行，关注石化行业投资机会。

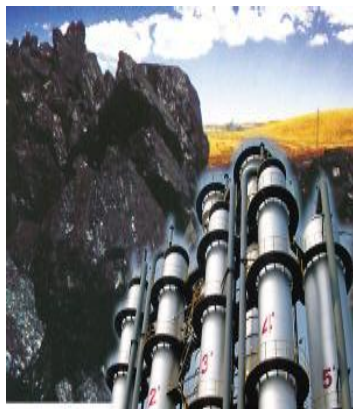
图 油价与石化各子行业指数走势



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

油价反弹的投资机会

五条投资主线：（1）油气开采、（2）民营炼化、（3）油服、（4）煤化工、（5）综合油气。



油气开采
中国海洋石油

民营炼化
卫星石化
东方盛虹
恒力石化
荣盛石化
桐昆股份
恒逸石化

油服与设备
中海油服
杰瑞股份

煤化工
华鲁恒升
宝丰能源

综合油气
中国石化
中国石油

规模

- 民营炼化单套装置规模1000万吨
- 主营炼厂装置平均规模近750万吨

效率

- 2000万吨民营炼化装置配备2000人
- 同等规模主营炼厂配备近10000人

协同

- 民营炼化产业链更长、成本更优化
- 主营炼厂在循环利用等方面还有提升空间

产品

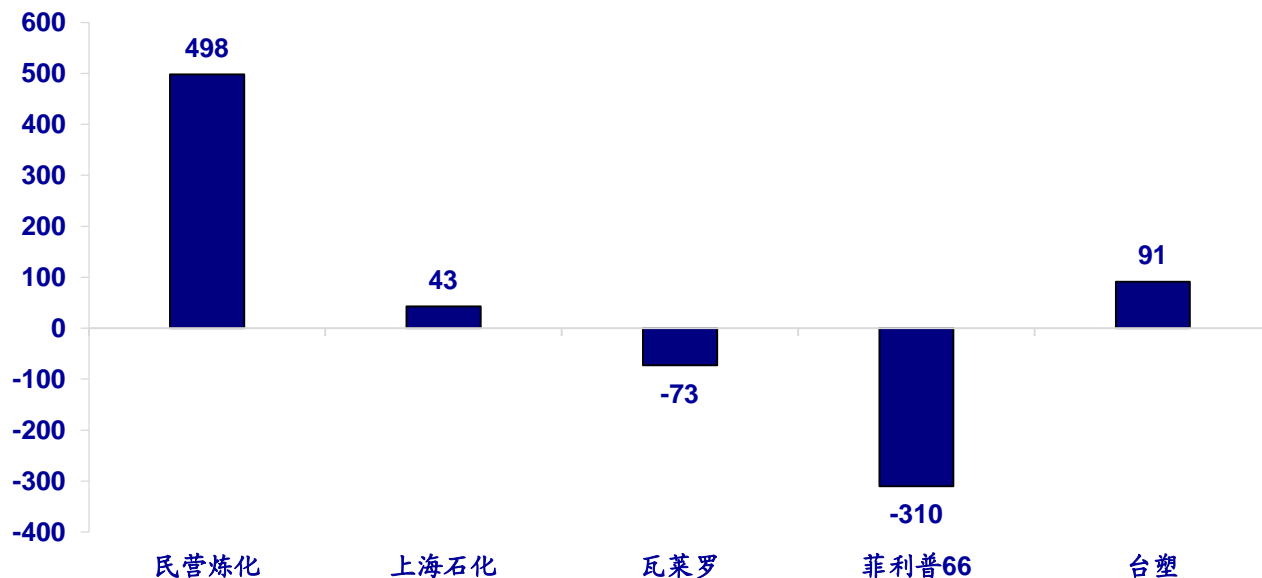
- 民营炼化成品油收率较低，化工品收率高
- 主营炼厂成品油收率在60%以上

资料来源：《2017年国内外油气行业发展报告_中石油经济技术研究院》、浙石化环评报告书、中国石化2019年报等，海通证券研究所

民营炼化：盈利与成长优势

民营炼化盈利在全球具有竞争力。2020年受油价下跌、需求下滑影响，国内外炼厂盈利明显下滑，民营炼化仍实现近500元/吨的较好单吨净利润水平。

图 2020年国内外炼厂单吨净利润对比（元/吨）



资料来源：Wind，Bloomberg，海通证券研究所

民营炼化：盈利与成长优势

民营炼化规划项目推动业绩稳定增长，贡献新的利润增长点。

表 民营炼化后续项目规划

	现有炼化项目	后续增量项目规划
卫星石化	125万吨乙烷制乙烯一期项目（2021年5月20日开车成功）	乙烷制乙烯（二期）125万吨项目（我们预计2022年投产）、EAA项目、平湖新能源新材料一体化项目等
东方盛虹	-	1600万吨/年炼化项目（控股77.7%，公司预计2021年底投料）、拟收购斯尔邦（240万吨/年甲醇制烯烃装置）等
荣盛石化	控股51%的浙石化，已投产4000万吨炼化项目（二期2000万吨第一批装置于2020年11月投运）	600万吨/年PTA项目（参股50%）、聚酯薄膜扩建、盛元化纤二期等
恒力石化	2000万吨/年炼油+150万吨/年乙烯项目	500万吨/年PTA项目、拟新增聚酯产能（含民用丝、工业丝、聚酯薄膜、可降解塑料）合计超过700万吨/年
桐昆股份	持股20%浙石化，已投产4000万吨炼化项目（二期2000万吨第一批装置于2020年11月投运）	500万吨/年PTA项目、480万吨/年涤纶长丝项目
恒逸石化	控股70%文莱炼化，已建成800万吨炼化一期项目	拟新增1400万吨/年文莱炼化二期炼油、PTA产能850万吨/年（含文莱炼化二期）、聚酯纤维产能75万吨/年、聚酯瓶片产能100万吨/年（文莱炼化二期）

资料来源：卫星石化《关于连云港石化有限公司一阶段项目一次开车成功的公告20210521》，卫星石化、东方盛虹、荣盛石化、恒力石化、桐昆股份、恒逸石化2020年报等，海通证券研究所

重点公司盈利预测及估值

	EPS（元）				PE（倍）			
	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
卫星石化	1.35	2.40	3.35	5.48	33.00	18.56	13.30	8.13
东方盛虹	0.07	0.34	1.05	1.67	262.00	53.94	17.47	10.98
恒力石化	1.91	2.19	2.38	2.58	15.30	13.34	12.28	11.33
荣盛石化	1.08	1.66	2.22	2.41	25.39	16.52	12.35	11.38
桐昆股份	1.24	2.65	3.13	3.52	17.85	8.35	7.07	6.29
恒逸石化	0.83	1.40	1.46	1.49	15.30	9.07	8.70	8.52
新奥股份	0.74	0.97	1.15	1.36	23.00	17.55	14.80	12.51
东华能源	0.73	0.89	0.92	1.22	16.15	13.25	12.82	9.66
齐翔腾达	0.51	0.98	1.00	1.12	22.12	11.51	11.28	10.07

注：2021-2023年EPS为海通预测，收盘价为2021年5月27日。

资料来源：Wind，海通证券研究所

原油价格趋势性回落。

石化产品价格、价差下降。

投资项目进度低于预期。

分析师声明

邓勇、刘威、朱军军、胡歆、张璇

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

海通证券石油化工研究团队:

邓 勇

SAC执业证书编号: S0850511010010

电 话: 021-23219404

Email: dengyong@htsec.com

胡 歆

SAC执业证书编号: S0850519080001

电 话: 021-23154505

Email: hx11853@htsec.com

朱军军

SAC执业证书编号: S0850517070005

电 话: 021-23154143

Email: zjj10419@htsec.com

张 璇

SAC执业证书编号: S0850520110001

电 话: 021-23219411

Email: zx12361@htsec.com

投资评级说明

	类 别	评 级	说 明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下, 本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 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波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其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并进行交易, 还能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。