

化工行业

原油市场走出至暗时刻

核心观点:

- **原油市场走出至暗时刻, 价格逐步回升。**随着 OPEC+减产协议的执行, 美国等非 OPEC 国家的产量在低油价影响下出现下滑等因素, 供给端从大幅增产转向大幅收缩, 同时各国积极复工复产刺激需求端回暖, 供需压力逐步缓解, 国际油价逐渐走出底部回到 3 月初水平。
- **供需变动节奏错配, 上行趋势形成。**原油价格的波动从基本面角度来看来自于供需变动速度错配。年初以来的下行期, 供给作为慢变量, 需求作为快变量, 变动节奏错位, 库存迅速累积, 价格加速下行。5 月以来的上行期, 供给作为快变量, 需求作为慢变量, 供需变动速度再次错位, 供大于求压力加速缓解, 库存增幅放缓, 上行趋势形成。
- **我们预计合力减产或将在三季度带来供需缺口。**根据我们的测算, 供给端基础数据我们参考 OPEC 月报与 EIA 月报, 假设 OPEC 在 5 月开始的减产中能够按照达成的协议履行减产, 美国产量继续跟随钻机变动趋势下降, 需求端按照 Rystad Energy 预测的数据, 5 月开始逐步恢复, 则 2020Q3 开始原油市场或将出现供需缺口。
- **上行不会一蹴而就, 但阻力恐弱于市场担忧。**我们认为需求端的恢复存在不确定性, 价格上行难以一蹴而就, 但上行阻力仍弱于市场的担忧: (1) 我们认为页岩油的再次大规模释放产能需要原油价格回升到平衡成本区间, 相比 2016 年, 本轮波动中页岩油产量或将下行较快, 上行较慢; (2) OPEC+国家减产诉求再次回归原油价格, 而当前价格距离舒适区间仍然较远; (3) 航空用油的需求恢复较慢, 部分发展中国家疫情处于快速发展期, 但这部分需求占全球石油需求的比例不大。
- **北美以外活跃石油钻机数同样大比例下降, 或将带来长期问题。**本轮油价下跌导致全球石油开采活跃度下降, 2020 年 3 月美国以外活跃石油钻机数为 1059 座, 4 月降至 915 座, 我们预计 5 月恐将继续下降。美国以外的活跃石油钻机数下降恐将带来更长期的供给问题。
- **投资建议: 走出至暗时刻, 化工行业配置正当时。**原油价格逐步上行, 需求端缓慢恢复, 我们认为从基本面改善的顺序来看石化行业上游领先于中下游。原油价格上行过程中我们建议关注三类投资机会。(1) **上游资源行业**, 直接受益于原油价格回升, 产业链标的包括中国海洋石油(H)等。(2) **中游化工行业**, 从库存与经营利润两个角度看, 中游行业逐渐走出至暗时刻, 景气度有望逐季抬升, 产业链相关标的包括: 万华化学, 恒力石化, 荣盛石化, 恒逸石化, 桐昆股份等。(3) **煤化工行业与轻烃路线**, 原油价格回升有望从成本端推升化工产品价格, 产业链相关标的包括: 卫星石化, 华鲁恒升, 宝丰能源等。
- **风险提示。**疫情发展导致需求超预期萎缩或供给端不可抗力。

行业评级

买入

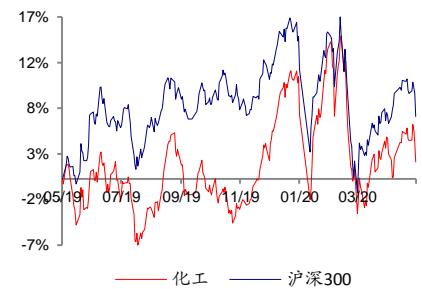
前次评级

买入

报告日期

2020-05-24

相对市场表现



分析师:

郭敏



SAC 执证号: S0260514070001



SFC CE No. BPB539



021-60750613

gzguomin@gf.com.cn

分析师:

吴鑫然



SAC 执证号: S0260519070004



0755-88286915



wuxr@gf.com.cn

请注意, 吴鑫然并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 化工行业: 化工品价格稳中有涨, 乳酸行业发展前景可期 2020-05-17
- 化工行业: 油价上涨带动石化产品价格上行, 20Q1 机构持股情况分析 2020-05-10
- 化工行业: 下游需求一般, 化工品价格跌多涨少 2020-05-05

联系人:

何雄 021-60750613

hexiong@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
昊华科技	600378.SH	CNY	18.98	2020/5/6	买入	26.40	0.66	0.74	28.9	25.6	23.6	19.3	8.6	8.4
新宙邦	300037.SZ	CNY	38.90	2020/5/5	买入	49.57	1.24	1.53	31.4	25.4	25.3	20.3	13.2	14.0
万华化学	600309.SH	CNY	44.70	2020/4/26	买入	43.18	2.54	4.38	17.6	10.2	11.0	6.8	15.1	21.2
新和成	002001.SZ	CNY	25.00	2020/4/28	增持	32.50	1.81	2.21	13.8	11.3	11.5	9.4	20.1	21.1
苏博特	603916.SH	CNY	24.34	2020/4/28	买入	27.95	1.40	1.72	17.4	14.1	11.3	9.5	15.4	15.9
桐昆股份	601233.SH	CNY	11.50	2020/4/28	买入	17.05	1.55	1.99	7.4	5.8	8.4	5.4	12.8	13.6
广信股份	603599.SH	CNY	15.44	2020/4/28	买入	18.00	1.20	1.67	12.8	9.3	8.5	5.7	9.5	11.0
安迪苏	600299.SH	CNY	11.59	2020/4/23	增持	14.54	0.63	0.74	18.3	15.7	8.8	7.6	10.6	11.1
利尔化学	002258.SZ	CNY	13.69	2020/4/21	买入	17.80	0.89	1.30	15.3	10.5	7.4	5.8	11.6	13.8
万润股份	002643.SZ	CNY	13.64	2020/4/19	买入	17.98	0.62	0.81	21.9	16.8	12.5	9.6	10.6	12.2
利安隆	300596.SZ	CNY	28.18	2020/4/19	买入	41.56	1.66	2.11	17.0	13.4	12.7	10.2	15.2	16.1
醋化股份	603968.SH	CNY	13.54	2020/4/19	买入	19.56	1.30	1.54	10.4	8.8	6.2	5.4	14.9	15.0
百合花	603823.SH	CNY	28.22	2020/4/18	增持	33.14	1.33	1.63	21.3	17.3	13.0	10.6	15.6	16.3
卫星石化	002648.SZ	CNY	13.15	2020/4/12	买入	18.34	1.31	2.51	10.1	5.2	8.8	4.5	11.9	17.1
金禾实业	002597.SZ	CNY	21.72	2020/3/15	买入	28.06	1.65	1.96	13.2	11.1	8.7	7.2	18.1	18.7
阳谷华泰	300121.SZ	CNY	6.96	2020/3/11	买入	11.52	0.64	0.81	10.9	8.6	7.0	5.4	12.9	14.1
雅克科技	002409.SZ	CNY	50.30	2020/2/6	买入	39.05	0.71	0.88	71.3	56.9	46.6	37.8	6.9	7.9
三友化工	600409.SH	CNY	4.26	2020/1/19	买入	7.35	0.47	0.51	9.1	8.4	4.5	3.8	7.6	7.6
广信材料	300537.SZ	CNY	15.34	2020/1/13	买入	24.48	0.76	0.97	20.3	15.8	10.4	9.3	9.6	11.0
鲁西化工	000830.SZ	CNY	7.17	2020/1/13	买入	13.90	1.50	1.71	4.8	4.2	2.0	1.4	15.3	14.8
道氏技术	300409.SZ	CNY	11.22	2019/10/10	买入	16.24	0.58	0.74	19.3	15.2	12.1	10.1	9.9	11.2

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、原油市场逐渐走出至暗时刻	5
二、回升不会一蹴而就，但趋势已然确立	5
（一）回顾下跌，供给慢变量，需求快变量，库存显著抬升。	5
（二）展望上涨，供给快变量，需求慢变量，库存增幅放缓。	6
三、合力减产或将在三季度带来供需缺口	8
（一）合力减产或将在 2020Q3 带来供需缺口	8
（二）油价上行到什么位置会刺激供给再次释放？	9
（三）需求端回暖存在的一些阻碍	11
四、投资建议	12
五、风险提示	12

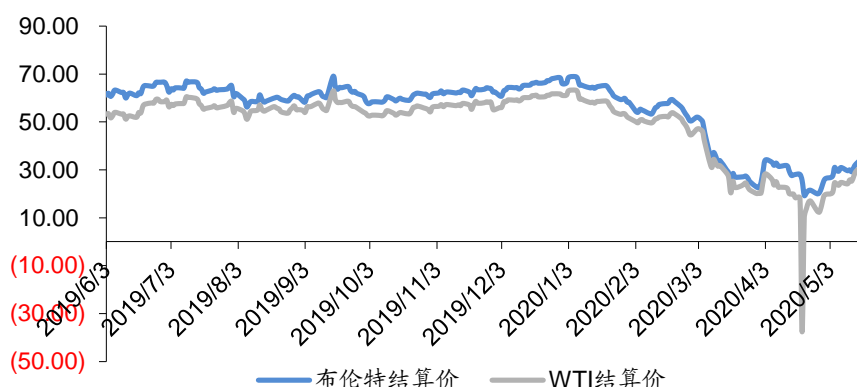
图表索引

图 1: 国际油价逐步回升至 3 月初水平 (美元/桶)	5
图 2: 供需关系恶化导致美国商业原油库存迅速提升 (千桶)	6
图 3: 美国石油活跃钻机数大幅下降 (座)	7
图 4: 页岩油钻井与完井数大幅下降 (口)	7
图 5: 美国成品油消费逐步回暖 (千桶/日)	7
图 6: 美国炼厂加工量触底 (千桶/日)	7
图 7: 国内城市拥堵指数平均值回升至正常区间	7
图 8: 地方炼厂开工率大幅回升 (%)	7
图 9: 美国原油库存增幅放缓 (千桶)	8
图 10: 当前减产框架下合力减产或将在 2020Q3 带来供需缺口 (百万桶/日)	9
图 11: 美国各页岩油区块平衡成本 (美元/桶)	9
图 12: 美国个页岩油区块新井平衡成本 (美元/桶)	9
图 13: 石油生产商成本下降空间较小	10
图 14: 页岩油各区块单井产量进入平台区间 (桶/日)	10
图 15: 美国原油产量与活跃石油钻机数 (2014-2018)	10
图 16: 美国原油产量与活跃石油钻机数 (2018~)	10
图 17: 中东部分产油国的财政平衡成本 (美元/桶)	11
图 18: 美国以外活跃石油钻机数 (座)	11
图 19: 疫情在巴西, 俄罗斯, 印度等国仍在快速发展	12
图 20: 巴西等国占全球石油需求比例 (2018)	12

一、原油市场逐渐走出至暗时刻

国际油价底部回升，回升至3月初水平。年初以来国际原油价格在全球疫情影响，OPEC+增产价格战等因素的影响下大幅下跌，近期随着OPEC+减产协议的执行，美国等非OPEC国家产量在低油价影响下出现下滑，供给端从大幅增产转向大幅收缩，以及疫情第一波冲击逐步过去，各国积极复工复产刺激需求端逐渐回暖，供需压力逐步缓解，国际油价逐渐走出底部，布伦特原油以及WTI原油结算价均回到3月初水平。

图1：国际油价逐步回升至3月初水平（美元/桶）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

二、回升不会一蹴而就，但趋势已然确立

原油价格的波动从基本面角度来看来自于供需错配，新冠疫情导致原油需求出现快速下滑，而供给端收缩相对缓慢，甚至在3月初OPEC+未能达成减产协议后，各方竞争性增产，供需两端变动方向与节奏的错配导致库存迅速增长，价格大幅下行。

4月份，供给端OPEC+各国竞争性增产以及美国等非OPEC国家产量收缩速度较慢，导致供给不降反升，需求端受疫情全球蔓延影响，各国采取不同程度封锁措施，导致原油需求断崖式下滑，供需压力达到极致，库存紧缺，原油价格一度跌至负值。

5月以来，供给端OPEC+重新达成减产协议，美国等非OPEC国家一方面主动减产，另一方面受低价影响，美国页岩油勘探开采活动收缩，供给压力迅速缓解。需求端疫情发展最严峻阶段逐步过去，生产经营活动逐渐恢复，石油需求也从低位逐步回暖，供需压力有所缓解。

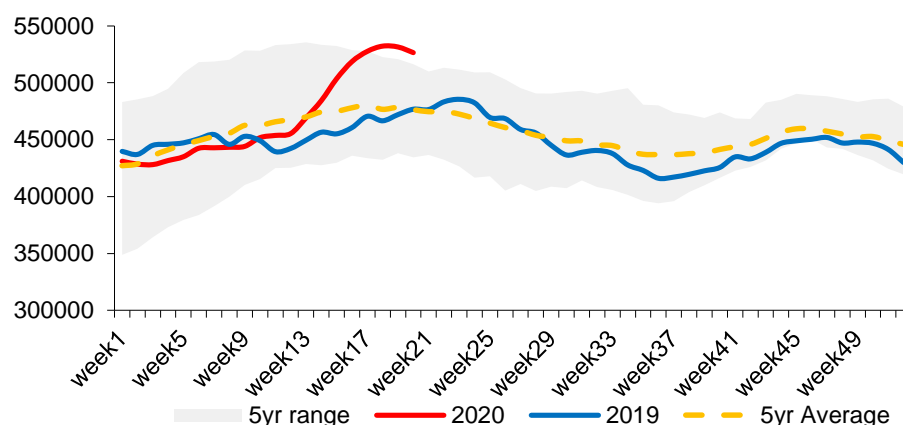
（一）回顾下跌，供给慢变量，需求快变量，库存显著抬升。

供给慢变量，3月初OPEC+未达成减产协议。3月初OPEC+未能达成减产协议以及随后的各方竞争性增产，为原油市场供给端带来较大的压力。从OPEC月报披露的产量数据看，2020年2月OPEC原油产量为2779.2万桶/日，3月增至2861.5万桶/日，4月增至3041.2万桶/日。俄罗斯石油产量从2月的1038万桶/日增至1129万桶/日。美国周度原油产量3月维持在1310万桶/日，4月底降至1210万桶/日。

需求快变量，新冠疫情突发导致需求迅速下滑。需求端受疫情影响出现快速下滑，我们以美国数据为例，美国石油产品消费量3月初为2187.5万桶/日，4月初断崖式下滑至1443.7万桶/日，4月平均消费量约为1452.5万桶/日，区间下滑幅度达到36.9%。其他国家在疫情控制的压力下，同样面临需求快速下滑的问题。

供需节奏错配叠加主动增产，库存迅速提升。供需节奏错配导致原油市场供大于求压力迅速加大，原油库存迅速增长。同样以美国为例，从美国周度数据来看，美国商业原油库存从3月初的4.52亿桶增长至4月底的5.28亿桶，增幅达到7585万桶。

图2：供需关系恶化导致美国商业原油库存迅速提升（千桶）



数据来源：EIA，广发证券发展研究中心

（二）展望上涨，供给快变量，需求慢变量，库存增幅放缓。

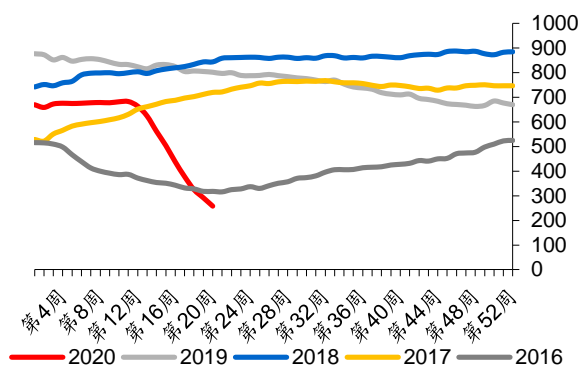
供给快变量，OPEC+达成协议并积极释放减产预期。4月9-12日OPEC与非OPEC国家再次达成减产协议，计划自2020年5月1日起至2020年6月30日减产970万桶/日，自2020年7月1日至2020年12月31日减产770万桶/日，自2021年1月1日至2022年4月30日减产580万桶/日。减产基数为2018年10月产量，同时沙特与俄罗斯产量基数设置为1100万桶/日。供给端从竞争性增产转变为联合减产，供给端压力大幅减轻。

供给快变量，钻机与完井数量变动传导至生产端。从页岩油数据看，3月份美国原油产量维持稳定，但作为前瞻指标的活跃石油钻机数出现大幅下降。4月以来美国原油产量开始出现下降，且钻机数与钻完井数量继续保持大幅下滑趋势，我们认为钻机与钻完井数量下滑将逐渐传导至生产端，后续美国原油产量将进入加速下降阶段。

需求慢变量，疫情冲击最大阶段已过，全球需求逐步恢复。需求端在恢复期视为慢变量，随着整体疫情冲击最大阶段过去，全球各地区石油需求在逐步恢复。从美国的成品油消费数据看，4月前两周美国汽油消费数据降至506-508万桶/日的极低水平之后开始回升，5月8日当周恢复到了740万桶/日的水平，上周又有所下降降到了679万桶/日，基本相当于正常水平的72-78%左右。航空煤油消费量还在下降，降到了35万桶/日，基本相当于正常水平的20%，航煤占整个成品油消费量的7.8%左右，比例不算大。柴油消费基本持平，4月初降到了276万桶/日，现在已经恢复到了382万桶/日，恢复到了90%以上的水平。炼厂炼油量降到1238万桶/日的水平，基本在正常水平的74%。我国汽柴油需求恢复情况也较好，汽柴油裂解价差与地方炼厂开工率均处于较高水平，同时从各城市平均拥堵系数来看，主要城市道路拥堵情况恢复至正常水平区间。

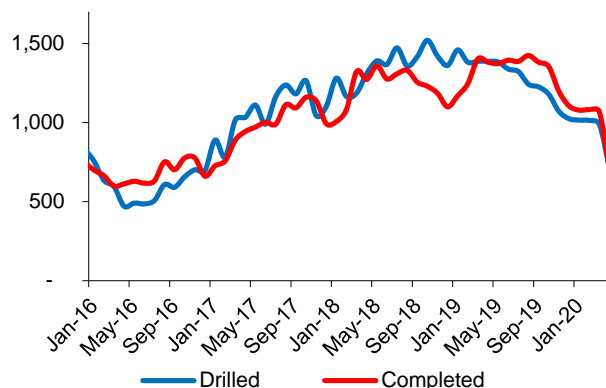
供需压力缓解, 库存增幅放缓。我们认为5月以来, 随着供给与需求两端的共同作用, 全球原油市场的供需压力在迅速缓解, 反映到库存上我们可以看到美国石油产品总库存增幅开始放缓, 而商业原油库存累积幅度也大幅放缓, 过去两周出现去库存现象。

图3: 美国石油活跃钻机数大幅下降 (座)



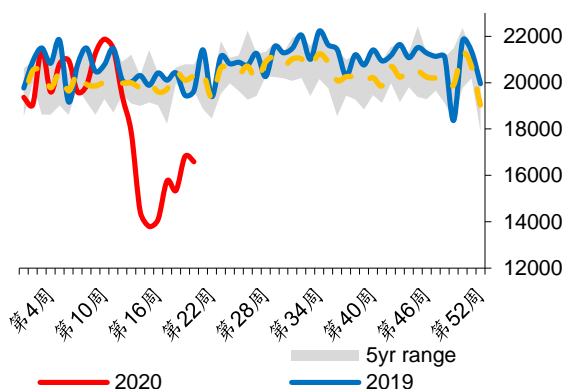
数据来源: EIA, 广发证券发展研究中心

图4: 页岩油钻井与完井数大幅下降 (口)



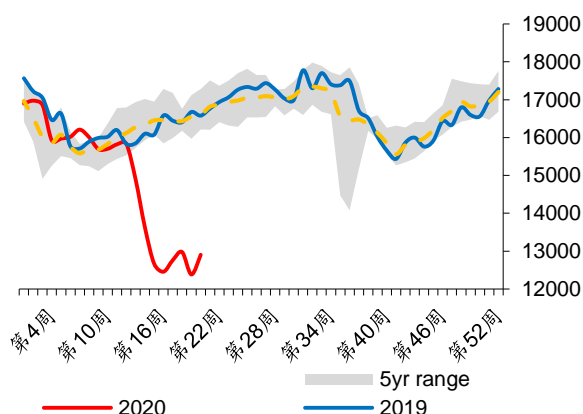
数据来源: EIA, 广发证券发展研究中心

图5: 美国成品油消费逐步回暖 (千桶/日)



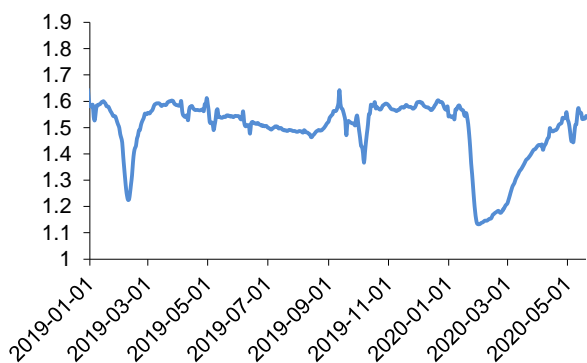
数据来源: EIA, 广发证券发展研究中心

图6: 美国炼厂加工量触底 (千桶/日)



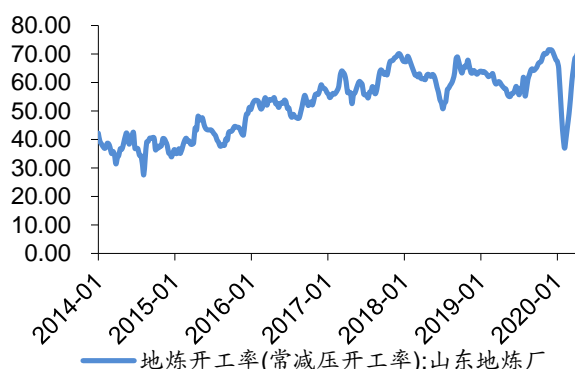
数据来源: EIA, 广发证券发展研究中心

图7: 国内城市拥堵指数平均值回升至正常区间



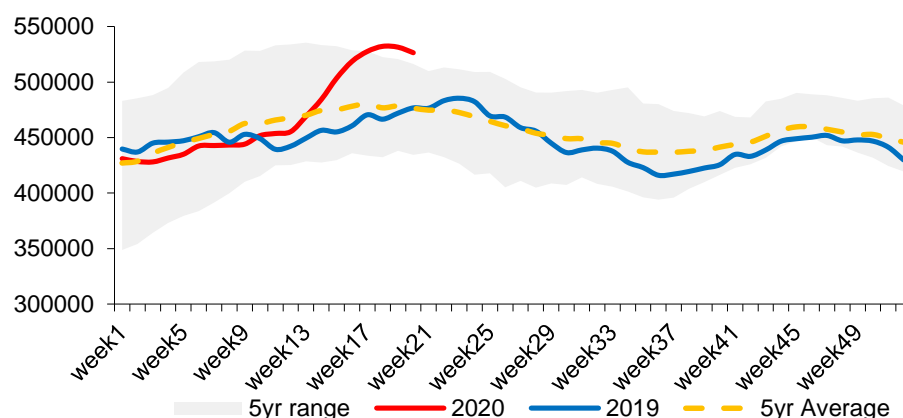
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图8: 地方炼厂开工率大幅回升 (%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图9：美国原油库存增幅放缓（千桶）



数据来源：EIA，广发证券发展研究中心

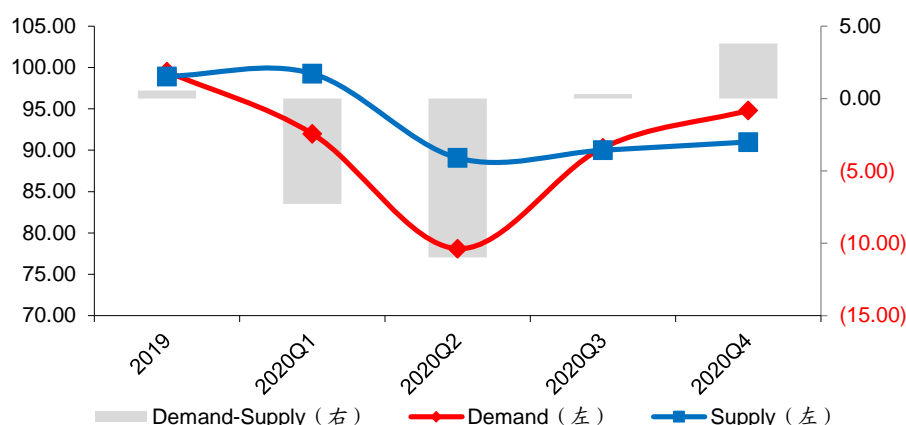
三、合力减产或将在三季度带来供需缺口

（一）合力减产或将在 2020Q3 带来供需缺口

Rystad Energy预计需求将逐步恢复，Q3全球石油需求恢复至90.3百万桶/日。疫情冲击过后，全球石油需求逐步回暖，根据Rystad Energy的预测数据4月为冲击最大月份，全球石油需求下降27.1%至71.8百万桶/日，5月将恢复至77.6百万桶/日，降幅21.4%，6月将恢复至83.7百万桶/日，降幅14.9%。分季度看，2020Q2全球石油需求预计为78.1百万桶/日，2020Q3全球石油需求预计恢复至90.3百万桶/日，2020Q4恢复至94.8百万桶/日。

假设OPEC+按照达成的减产框架执行，2020Q3原油市场或将迎来供需缺口。供给端基础数据我们参考OPEC月报与EIA月报。假设OPEC在5月开始的减产中能够按照达成的协议履行减产，合计产量2季度降至2327万桶/日，3季度2460万桶/日，俄罗斯石油产量2季度降至950万桶/日，3季度1000万桶/日。美国原油产量2季度降至1130万桶/日，3季度降至980万桶/日。我们预计如果OPEC+按照达成的减产框架执行，同时美国产量受钻机数量下滑影响而在2季度与3季度下降，则2020Q3开始原油市场或将出现供需缺口。

图10: 当前减产框架下合力减产或将在2020Q3带来供需缺口 (百万桶/日)

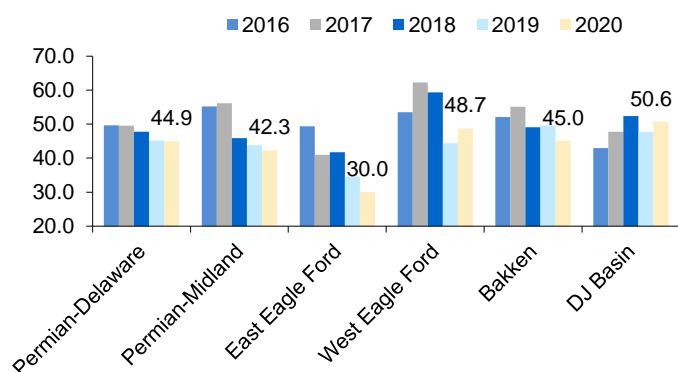


数据来源: EIA, OPEC, Rystad Energy, 广发证券发展研究中心

(二) 油价上行到什么位置会刺激供给再次释放?

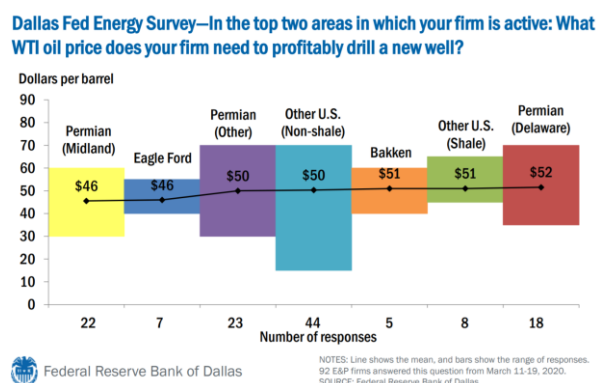
页岩油企业的平衡油价区间。我们认为页岩油的再次大规模释放产能需要原油价格回升到平衡成本区间。从BTU的分析数据看，2020年页岩油主要区块的盈亏平衡成本在30-50.6美元/桶，其中核心产区Permian产区的成本区间在42.3-44.9美元/桶。从达拉斯联储的调查数据看，页岩油生产商平均新井盈亏平衡成本在45-52美元/桶。

图11: 美国各页岩油区块平衡成本 (美元/桶)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图12: 美国个页岩油区块新井平衡成本 (美元/桶)

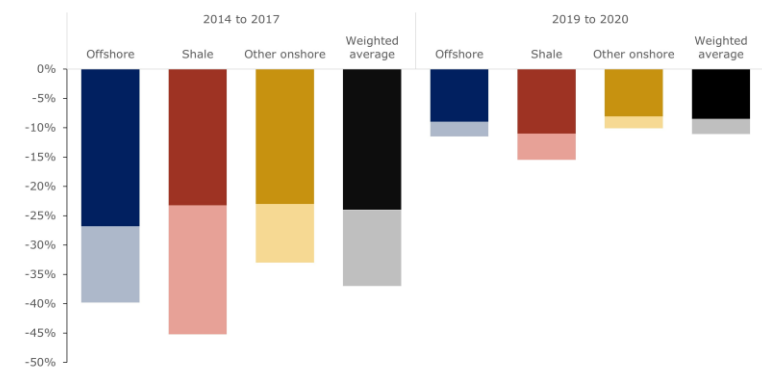


数据来源: DalasFed, 广发证券发展研究中心

相比2016年，本轮波动中页岩油产量或将下行较快，上行较慢。相比于2016年，我们认为本轮原油价格波动过程中页岩油产量表现将有所不同，在油价下行期，页岩油产量的响应速度较快，在油价上行期页岩油产量的相应速度较慢。我们认为核心原因之一在于成本下降的空间与钻机效率的提升空间。2014年的油价下行过程中，页岩油生产商的开采成本大幅压缩，页岩油开采成本压缩幅度达到45%，但自此之后成本继续下行的难度加大。从单井产量角度看，2014-2018年页岩油各区块单井产量迅速提升，开采效率与资金效率对应提升，而从2019年开始单井产量进入平台期，难以继续增长。

图13: 石油生产商成本下降空间较小

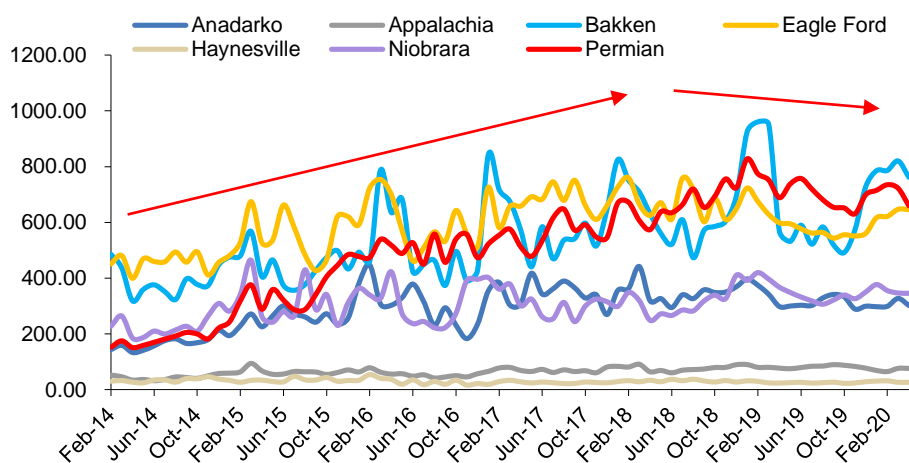
Cost compression now and then
Percentage by segment



Source: Rystad Energy Cost Service Analytics

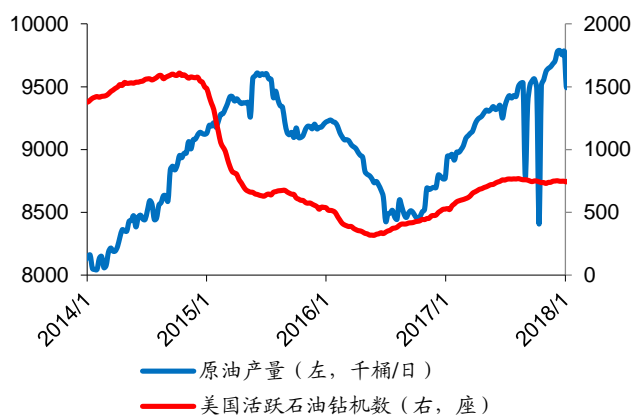
数据来源: Rystad Energy, 广发证券发展研究中心

图14: 页岩油各区块单井产量进入平台区间 (桶/日)



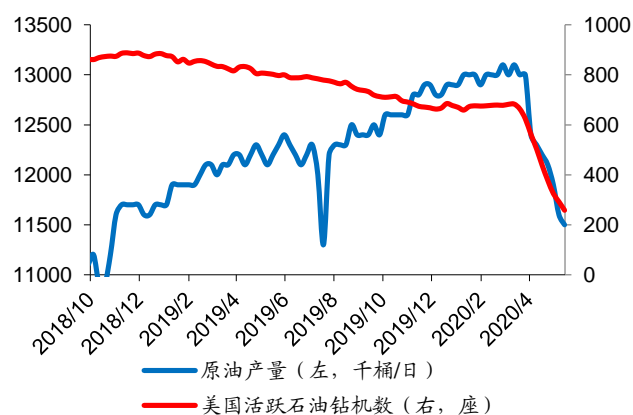
数据来源: EIA, 广发证券发展研究中心

图15: 美国原油产量与活跃石油钻机数 (2014-2018)



数据来源: EIA, 广发证券发展研究中心

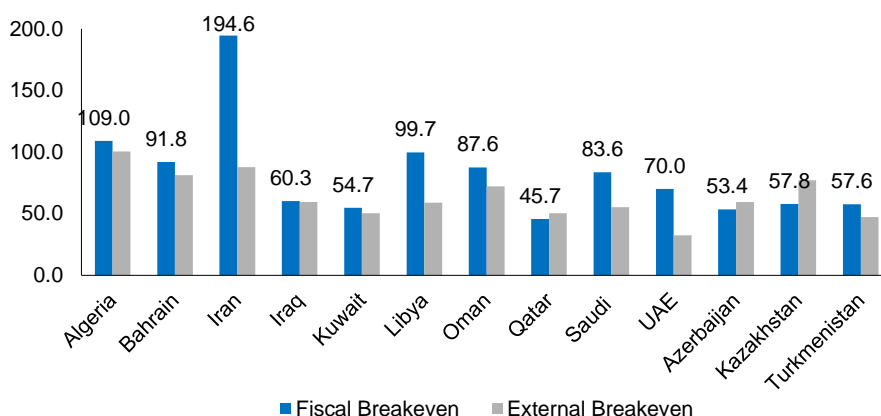
图16: 美国原油产量与活跃石油钻机数 (2018~)



数据来源: EIA, 广发证券发展研究中心

OPEC+国家诉求再次回归原油价格。对于OPEC+减产国家来说，我们认为在美国大幅降息的基础上，页岩油企业的破产周期将会拉长，需要更长期的低油价才能够实现页岩油企业的破产出清，而OPEC+产油国恐难以承受。另一方面当前的经济环境，各资源国的财政压力加大，对于原油价格的诉求将会有所加强。我们认为，综合各方面因素，OPEC+减产国家当前核心诉求再次回到原油价格上，而从中东产油国的财政平衡成本来看，恐怕原油价格需要回到较高位置才会刺激其增产。

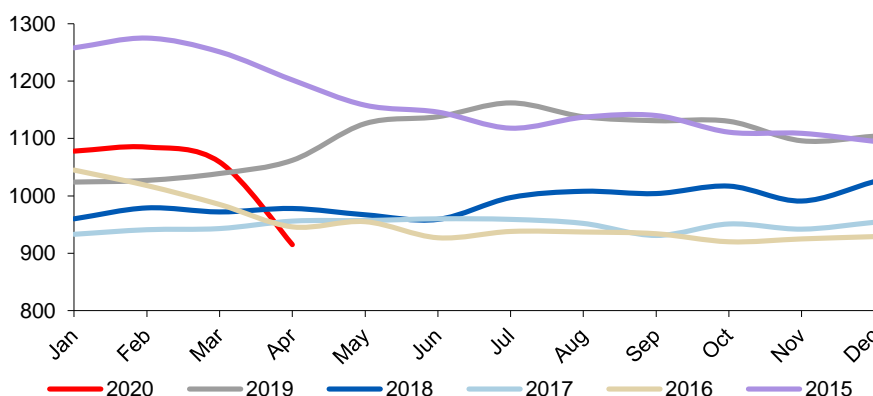
图17：中东部分产油国的财政平衡成本（美元/桶）



数据来源：IMF，广发证券发展研究中心

北美以外钻机数同样大幅下降，或将带来长期问题。本轮油价下跌导致全球石油开采活跃度下降，美国以外活跃钻机数也结束过去几年升势，出现大幅下跌，2020年3月美国以外活跃钻机数为1059座，4月已降至915座，我们预计5月活跃钻机数恐将继续下降。北美以外的活跃钻机数下降恐将带来更长期的供给问题。

图18：美国以外活跃石油钻机数（座）



数据来源：Baker Hughes，广发证券发展研究中心

（三）需求端回暖存在的一些阻碍

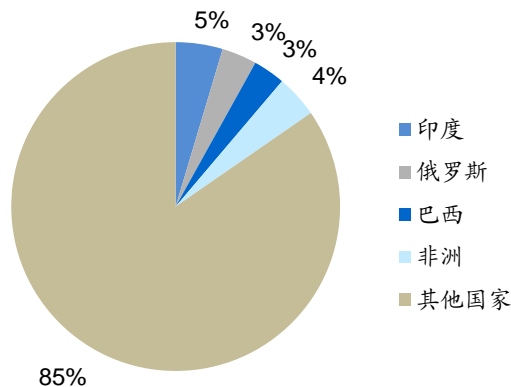
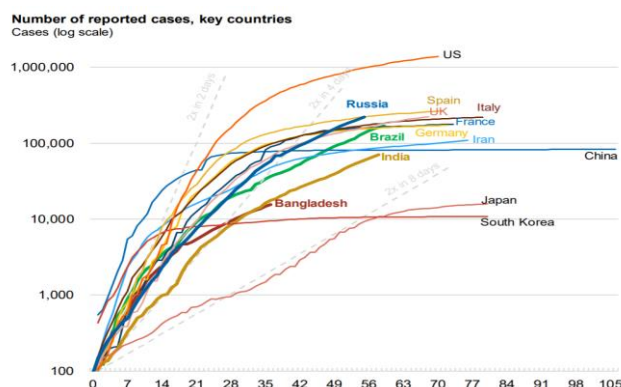
航空需求的回暖速度较慢，但航空用油占石油需求的比例不大。疫情预计将对航空用油的需求产生较长时间的影响，Rystad Energy认为2020年全球商业航空飞行的班次量将较2020年下降34.4%，2019年全球航班量为99700班次/天。Rystad Energy进一步预计全球航空燃料需求4月将降至210万桶/日，5月将进一步缩减至190万桶/

日，6月将恢复至300万桶/日。航空用油的恢复预计将较道路用油需求更为缓慢，但航空用油需求占石油需求比例相对较小，2019年航空用油需求占石油需求总量的比例为7.25%。

疫情处于爆发期的发展中国家。从当前新增病例数据看，疫情在俄罗斯，巴西以及印度仍处于快速发展阶段。2018年OPEC数据显示，印度占全球石油制品需求比例的5%，俄罗斯占3%，巴西占3%，非洲4%，合计占比仅15%。相比于疫情发展已经进入平稳期的美国以及西欧地区的20.7%以及13.5%影响相对较小。

图19：疫情在巴西，俄罗斯，印度等国仍在快速发展

图20：巴西等国占全球石油需求比例（2018）



数据来源：Rystad Energy，广发证券发展研究中心

数据来源：OPEC，广发证券发展研究中心

四、投资建议

我们认为当前原油价格仍处低位，后续随着供需端压力逐渐缓解，价格存在上行动力，当前阶段价格上行的特点属于快变量供给端驱动大于慢变量需求端驱动，对于石化行业的影响在产业链不同环节存在差异。

在原油价格逐步上行，需求端缓慢恢复的当前我们认为从基本面改善的顺序来看石化行业上游领先于中下游。因此原油价格上行过程中我们建议关注三类投资机会。（1）上游资源行业，直接受益于原油价格回升，产业链标的包括**中国海洋石油（H）**等。（2）中游化工行业，从库存与经营利润两个角度看，库存损失最大的时间点已过，后续随着原油价格回升，库存增值效应将逐步体现。需求端一方面随着国内经济活动恢复，成品油与化工产品需求环比将逐渐恢复，企业经营压力逐渐减轻。炼化企业有望实质性受益原油价格低位带来的利润扩张与原油价格底部回暖带来的库存增值。中游化工企业在需求回暖过程中经营利润也将持续改善。中游化工行业逐渐走出至暗时刻，行业景气度有望逐季抬升，产业链相关标的包括：**万华化学，恒力石化，荣盛石化，恒逸石化，桐昆股份**等。（3）煤化工行业与轻烃路线，原油价格回升有望从成本端推升化工产品价格，煤化工行业受益于原油价格回升，油煤价差扩大带来的利润增长。轻质原材料制烯烃同样受益于原油价格上行带来的价差扩大，产业链相关标的包括：**卫星石化，华鲁恒升，宝丰能源**等。

五、风险提示

疫情发展导致需求萎缩超预期：如果全球疫情发展情况超出预期，对全球经济产生

重大不利影响，则化工品需求恐将大幅受损。

疫情发展导致供给端出现不可抗力：如果疫情发展导致供给端出现不可抗力，且影响产能较大的话，则化工品短期供需局面恐将出现剧烈变化。

广发基础化工行业研究小组

郭 敏：首席分析师，同济大学材料学硕士，7 年基础化工和新材料行业研究经验，2014 年进入广发证券发展研究中心，2019 年新财富能源开采行业第一名。

吴 鑫 然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

何 雄：联系人，剑桥大学材料化学博士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。