

超级油轮专项研究（三）

以史为鉴回顾近三十年运价周期，强调观点新一轮景气周期有望提前至 18Q4 开启

推荐（维持）

□ 以史为鉴，回顾近三十年油运行业运价周期，若以 4 万美元运价水平作为景气周期分界线，我们发现：

1) 十年一周期。低迷周期：1990-1999 年，区间内几乎每年都低于 4 万美元；景气周期：2000-2009 年，行业运价创历史新高，整个周期内几乎均高于 4 万美元均价。按峰值看，2004 年 12 月以及 2008 年 1 月分别达到 19.8 及 19.7 万美元的历史高点。非常规的低迷周期：2010 至今，整体处于低迷周期内，12Q3，13Q3，18Q1-Q2 均出现了低于 1 万美金的冰点价格，但也出现过异常点，如 2015 年 Q4 达到过 8.7 万美元。

2) 国际局势、行业应对，危机到繁荣，各有异同。a) 相同的是危机与应对。第一个十年间，遭遇了第三次石油危机与 1998 年亚洲金融危机，第二个十年间遭遇了 911 事件以及 08 年全球金融危机，经济增速下滑均导致油运需求下降，油运运价低迷。而行业应对措施主要为拆船。包括 92-95 年以及 99-03 年持续性的两轮大规模拆解船舶周期，前者使得 94-98 年油运出现了上升期，后者使得 03-07 年运价持续走高，终结者均为遭遇金融危机。b) 不同的是需求增量的变化。2003 年我国国内原油进口需求旺盛，当年达到 30% 以上，带动全球海上原油贸易量增长 7%，行业运价提升至 2004 年的 8 万以上。2014-15 年油价暴跌刺激储油需求，同时海上浮仓数量提升（接近 10% 的运力被分配到储油活动市场），导致行业短期运力紧缺，催生运价从 1 万快速上涨至 12 万。

3) 油价与运价的周期关联度。在前两个 10 年周期内，运价价格与油价有一定的正向关联度，但在 2010 年至今的时间内，两者走势已经相悖。

4) 若按照十年周期看，2018-2019 年属于低迷周期的末端，而我们此前报告综合研判事件催化及行业变化，提出观点：新一轮景气周期或提前至 18Q4 开启。

□ 新一轮景气周期有望提前至 18Q4 开启

1) 此前报告我们分析 2018 年或是新一轮拆解周期的起点，与历史上面临运价低迷行业采取拆船以应对的局面极为相似。

2) 关注事件：关注美国对伊朗单边“制裁”如何影响伊朗油运业。

事件进展：今年 5 月，美国退出“伊核协议”，8 月美国宣布恢复对伊朗首轮单边制裁。而 11 月 5 日有可能重启对伊朗剩余部分制裁，即涉及伊朗港口运营商，能源、航运和造船行业，石油类交易。

事件影响：一旦 11 月对伊朗航运、能源制裁，或导致伊朗油运船队退出全球油运市场（占比 5% 运力），从而造成供需紧张。

3) 关注现象：原油升贴水与海上浮仓的变化

4) 一旦新景气周期开启，招商轮船弹性巨大。假设运价水平每提升 1 万美元/天，运行天数 350 天，招商轮船船队合计增加人民币约 9 亿元。

5) 运价更新：截至 8 月 10 号，VLCC-TCE 报 9339 美元/天，自 5 月 11 号触及 1357 美元的历史低点后，运价逐步反弹，其间最高到达过 14597 美元，同时为 2017 年 12 月以来最高点。但离 2 万美元的保本点仍有距离。

□ 风险提示：目前油运市场仍处于运价低谷期，预计三季度仍然承压。今年以来 VLCC 市场运价持续低谷，全年目前平均运价为 6522 美元/天，同比下滑 68%（17 年 1-8 月平均运价 2 万美元），三季度虽有所起色均价在 9018 美元，但预计业绩仍承压。此外风险在于全球石油需求下降、供给退出不及预期等。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
招商轮船	3.56	0.16	0.25	0.33	22.25	14.24	10.79	1.42	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2018 年 08 月 10 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552

邮箱：liuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518050001

联系人：肖祎

电话：021-20572553

邮箱：xiaoyi@hcyjs.com

联系人：王凯

电话：021-20572538

邮箱：wangkai@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	9	0.25
总市值(亿元)	1,446.01	0.27
流通市值(亿元)	1,098.4	0.28

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	5.9	-14.52	-30.44
相对表现	5.97	-3.17	-23.8



相关研究报告

《超级油轮行业专项研究（一）：海上浮舱与原油期货升贴水的关联，维持观点——超级油轮周期有望提前至四季度开启》

2018-06-13

《超级油轮行业专项研究（二）：回顾历史船舶拆解周期，2018 有望成为新一轮拆解元年》

2018-06-24

目 录

一、以史为鉴，回顾近三十年油运行业运价周期.....	4
（一）十年一周期	4
（二）低迷周期：1990-1999 年——石油危机、金融危机导致油运需求下滑，运价低迷.....	6
（三）景气周期：2000-2009 年——危机与繁荣交替下的兴与衰.....	7
（四）非常规的低迷周期：2010 至今——短暂的储油需求难以掩盖行业低迷趋势.....	9
二、当前处于低迷周期末端，新一轮景气周期有望提前至 18Q4 开启.....	11
（一）2018 年有望是新一轮拆解周期起点：	11
（二）新的景气周期有望提前至 18Q4 开启.....	13
三、风险提示：目前油运市场仍处于运价低谷期，预计二季度仍然承压	14

图表目录

图表 1	油运行业运价周期波动（按季度）	5
图表 2	VLCC 行业运价波动周期（年度）	5
图表 3	VLCC 行业运价与布伦特油价（年度）	6
图表 4	1990-99 年 VLCC 行业运价与布伦特油价（季度）	7
图表 5	1990-1999 年行业运力交付与拆解	7
图表 6	2000-09 年 VLCC 行业运价与布伦特油价（季度）	8
图表 7	2000-2009 行业拆解与交付运力情况	8
图表 8	2000-2009 行业供需增速	9
图表 9	国内原油进口需求旺盛	9
图表 10	2014-2016 年 VLCC 市场运价上升迅速	9
图表 11	海上浮仓数量变动	9
图表 12	2010-18 年 VLCC 行业运价与布伦特油价（季度）	10
图表 13	2010-2018 年油运行业交付与拆解运力	10
图表 14	2010-2018 年行业供需走势	11
图表 15	VLCC 市场船龄结构数量	11
图表 16	VLCC 市场船龄结构占比	11
图表 17	今年以来拆解船龄结构下降	12
图表 18	VLCC 市场拆解单位价格（美元/ldt）	12
图表 19	VLCC 船舶残值价格（百万美元）	12
图表 20	行业在手订单运力比位于低位	13
图表 21	拆解船舶船龄降低	13
图表 22	行业船舶可供拆解运力	13
图表 23	新船订单与 15 年以上老旧船舶比值处于低位	13
图表 24	VLCC-TCE 分季度比较	14
图表 25	VLCC-TCE 一周变动	14

一、以史为鉴，回顾近三十年油运行业运价周期

（一）十年一周期

1. 航运业属于长周期行业，一个景气或低迷周期通常会以十年为单位，油轮运输作为航运三大子行业之一，同样具备该特征。

我们研究 1990 年至今近三十年油运行业运价走向，发现：若以运价均价 4 万美元作为景气周期分界线，同样可以划分为三个十年周期。

分别为：

低迷周期：1990-1999 年，区间内几乎每年都低于 4 万美元；

景气周期：2000-2009 年，行业运价创历史新高，整个周期内几乎均高于 4 万美元均价。分季度看，分别在 2004 年达到 16 万美元，在 2008 年达到 13 万美元；按峰值看，2004 年 12 月以及 2008 年 1 月分别达到 19.8 及 19.7 万美元的历史高点。

非常规的低迷周期：2010 至今，整体处于低迷周期内，但出现过异常点，如 2015 年 Q4 达到过 8.7 万美元，而 12Q3，13Q3、18Q1-Q2 均出现了低于 1 万美金的冰点价格，甚至于 2018 年 5 月出现了 1357 美元的历史最低点。

2. 国际局势、行业应对，危机到繁荣，各有异同。

1) 相同的是危机与应对。

第一个十年间，遭遇了第三次石油危机与 1998 年亚洲金融危机，

第二个十年间遭遇了 911 事件以及 08 年全球金融危机，经济增速下滑均导致油运需求下降，油运运价低迷。

而行业应对措施主要为拆船。包括 92-95 年以及 99-03 年持续性的两轮大规模拆解船舶周期，前者使得 94-98 年油运出现了上升期，后者使得 03-07 年运价持续走高，终结者均为遭遇金融危机。

2) 不同的是需求增量的变化。

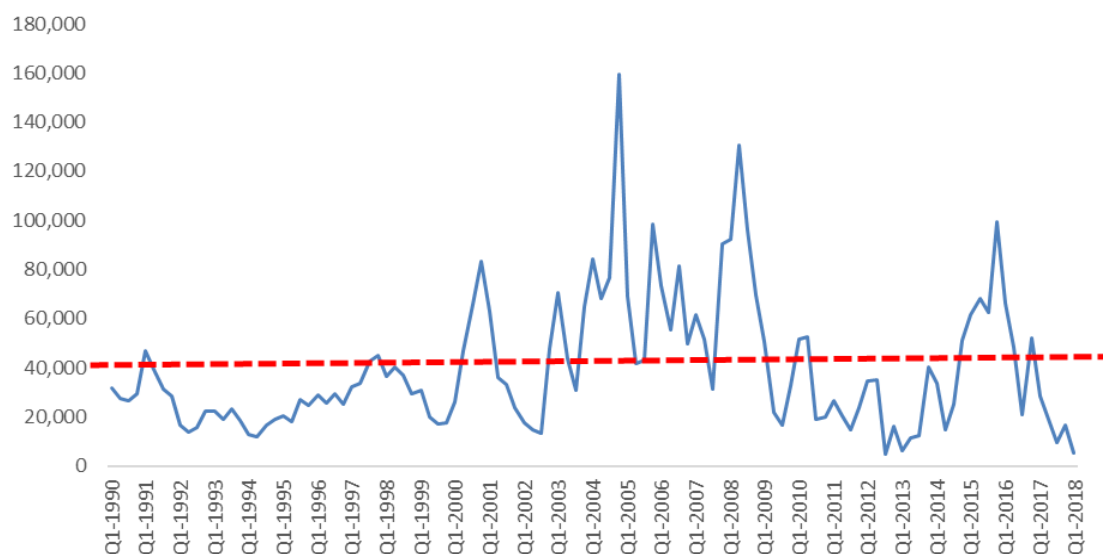
2003 年我国国内原油进口需求旺盛，当年达到 30% 以上，带动全球海上原油贸易量增长 7%，行业运价提升至 2004 年的 8 万以上。

2014-15 年油价暴跌刺激储油需求，同时海上浮仓数量提升（接近 10% 的运力被分配到储油活动市场），导致行业短期运力紧缺，催生运价从 1 万快速上涨至 12 万。

3. 油价与运价的周期关联度。在前两个 10 年周期内，运价价格与油价有一定的正向关联度，但在 2010 年至今的时间内，两者走势已经相悖。

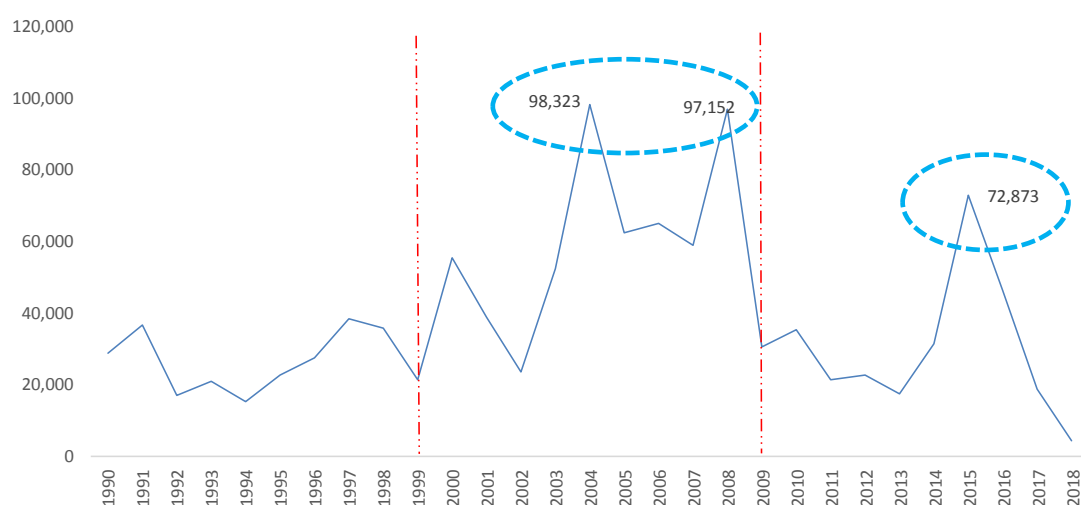
若按照十年周期看，2018-2019 年属于低迷周期的末端，而我们此前报告综合研发事件催化及行业变化，提出观点：**新一轮景气周期或提前至 18Q4 开启**

图表 1 油运行业运价周期波动（按季度）



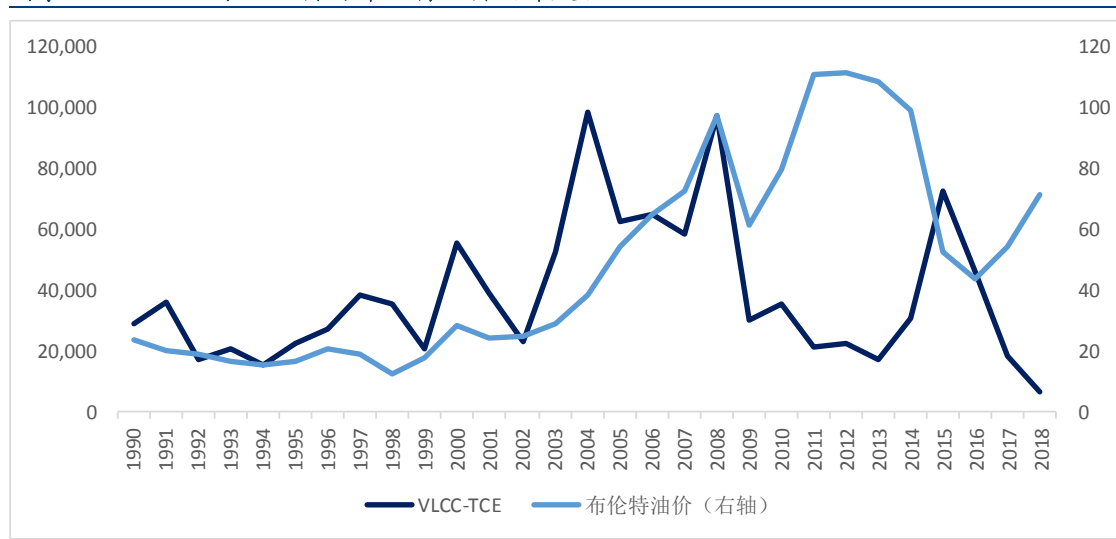
资料来源：克拉克森，华创证券

图表 2 VLCC 行业运价波动周期（年度）



资料来源：克拉克森，华创证券

图表 3 VLCC 行业运价与布伦特油价（年度）



资料来源：克拉克森，Wind，华创证券

（二）低迷周期：1990-1999 年——石油危机、金融危机导致油运需求下滑，运价低迷

国际局势：第三次石油危机和亚洲金融危机

1) 1990 年，海湾战争导致短暂的第三次石油危机。而伊拉克发动战争遭到制裁，其原油供应中断，国际油价短期迅速冲高（14 美元到 40 美元/桶），刺激了油运运价上行（3 万到 3.5 万美金），随后国际能源机构启动了应急计划将储备原油投入市场，沙特也迅速增产，稳定了石油价格。但美国经济的衰退拖累了世界经济增速，全球 GDP 在 91 年跌破 2%，油运需求低迷，油运运价迅速跌落至 2 万美金之下，至 94 年跌至 1.5 万美金。

2) 1998 年亚洲金融危机再度导致油运市场低迷，运价再度跌至 2 万美金。

行业应对：94-95 年行业出现大规模拆解船舶，导致运价上行，但依旧难以突破 4 万美元。

低迷之下，行业开始了一轮去产能，

1992-1995 年行业拆解合计运力 120 条 VLCC，油运市场船舶老龄化严重，船东用新船舶替代老旧船舶，这段期间的交付运力合计 108 艘，基本与油运拆解数据持平，

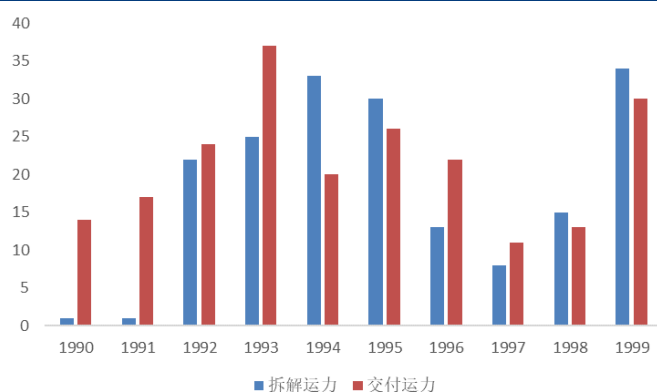
但在 1994-95 年，连续两年拆解运力大于交付运力，（94 年拆船 33 条，交付 20 条，95 年拆船 30 条，交付 26 条），1994 年的净减少 13 条船，相当于当时全球运力的 3%。

由于供给负增长，缓解了行业供需矛盾，随后运价在 1994-1998 年出现一轮上升期（1.5 万到 3.8 万美金），但随之 1998 年亚洲金融危机，运价迅速跌至 2 万美金。

图表 4 1990-99 年 VLCC 行业运价与布伦特油价（季度）



图表 5 1990-1999 年行业运力交付与拆解



（三）景气周期：2000-2009 年——危机与繁荣交替下的兴与衰

危机与复苏：2001 年“911”事件

由于 98 年亚洲金融危机后，拆船的大规模出现，到 2000 年运价到达了 6 万美元的景气区间，

随后 2001 年美国 911 事件后，原油需求下降，欧佩克为稳定油价连续三次减产，油轮需求连续两年负增长，行业运价从 2000 年初 6 万美金下跌至 2002 年 2 万美金以下。

行业应对：持续的大规模拆解活动

从 1999 年开始的持续 5 年拆解期，尤其 2000-2003 年累计拆解运力合计 117 艘，导致供给端运力增速下降，2001-2003 年 VLCC 运力增速分别为 -2.83%/0.17%/0.47%，为后续 2004 年行业的复苏创造了条件。

同时，在 2003 年我国国内原油进口需求旺盛，进口原油量增速在当年达到 30% 以上，带动全球海上原油贸易量增长 7%，行业运价提升至 2004 年的 8 万以上。

在这个十年周期内，从 02-08 年原油价格几乎是单边上涨，占当时运力 10% 的 VLCC 被租赁去浮仓储油，导致真正实现运输功能的船舶运力遭遇减少。。

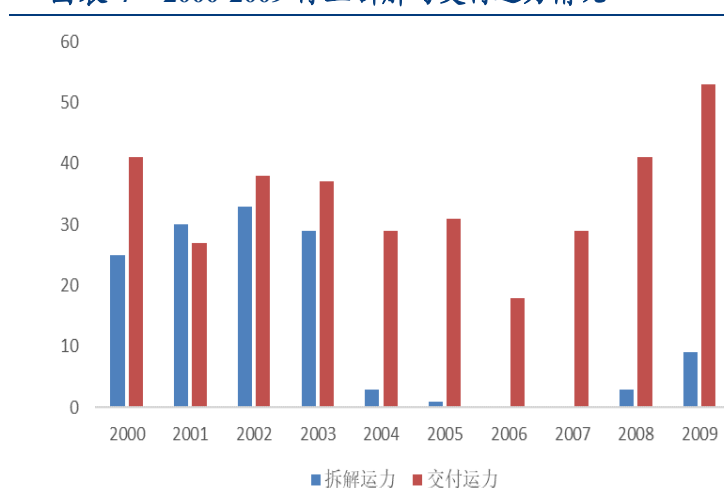
随后行业储油活动回归理性，当储油运力重新回到运输市场，同时前期订单进入交付期，供给端增速在 2009 年高达 9.34%；需求端，全球遭遇金融危机，原油需求不振，需求增速在 09 年下降至 -4.4%。

图表 6 2000-09 年 VLCC 行业运价与布伦特油价（季度）



资料来源：克拉克森，Wind，华创证券

图表 7 2000-2009 行业拆解与交付运力情况



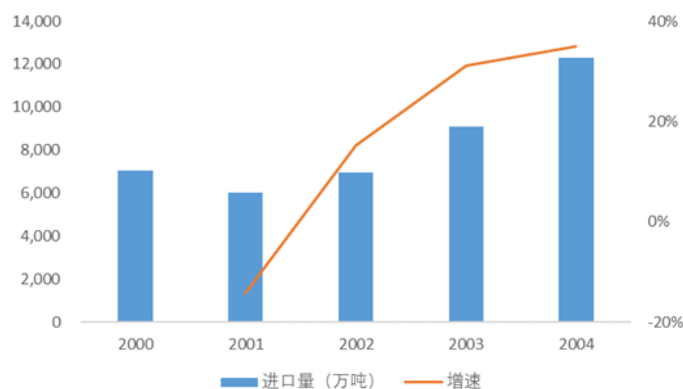
资料来源：克拉克森，华创证券

图表 8 2000-2009 行业供需增速



资料来源：克拉克森，华创证券

图表 9 国内原油进口需求旺盛



资料来源：克拉克森，华创证券

（四）非常规的低迷周期：2010 至今——短暂的储油需求难以掩盖行业低迷趋势

2010 年后行业运价整体低迷，交付运力远远大于拆解，2013 年运价跌破盈亏点（2 万美金），

异常点：2014-15 年，油价暴跌刺激储油需求推动需求大增。

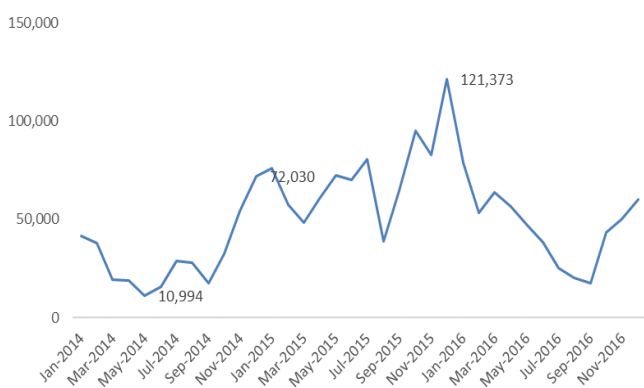
2014 年 8 月起，国际油价从 100 美元高位急速下跌，到 14 年底仅为 60 美元上下，到 2015 年进一步跌至 40 美元以下，国际油价急速下跌至低位催生了储油需求，同时 2014-15 年海上浮仓数量提升（接近 10% 的运力被分配到储油活动市场），导致行业短期的运力紧缺，催生运价从 1 万快速上涨至 12 万。

回归低迷的常态：伊朗解除经济制裁，储油船舶回归现货运营。

2016 年后，随着储油活动回归正常，尤其是伊朗石油船队解除禁运限制，大量运输运力回到运输市场，行业的供需格局再一次恶化，并且由于 2011 年以来行业供需的持续失衡拖累行业的利用率水平，运价在 2017 年 Q4 旺季不旺，并且在 2018 年 Q1 创下 20 年的历史低位。

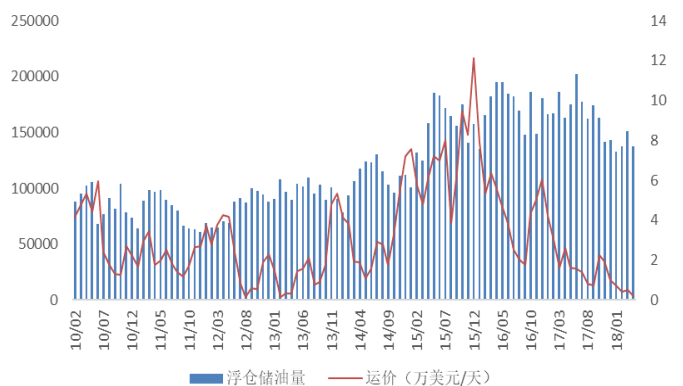
与油价的关联度：与前两个 10 年周期，运价与油价有一定关联度不同的是，在这个 10 年周期里，出现了相悖的走势。这也是这个周期我们认为是非常规周期的特征。

图表 10 2014-2016 年 VLCC 市场运价上升迅速



资料来源：克拉克森，华创证券

图表 11 海上浮仓数量变动



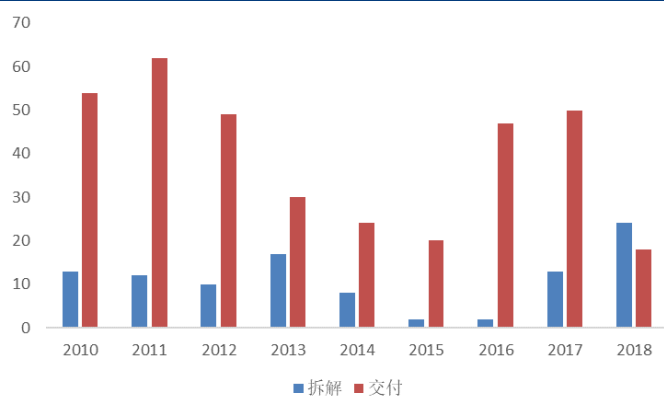
资料来源：克拉克森，华创证券

图表 12 2010-18 年 VLCC 行业运价与布伦特油价（季度）



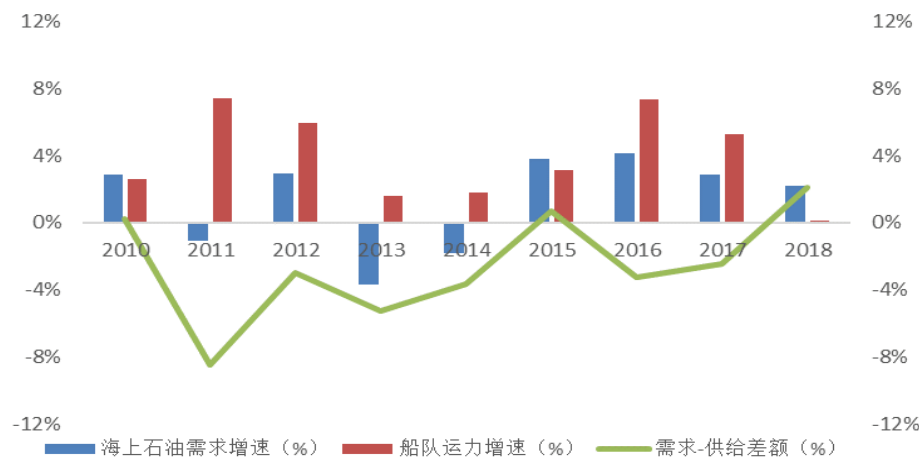
资料来源：克拉克森，Wind，华创证券

图表 13 2010-2018 年油运行业交付与拆解运力



资料来源：克拉克森，华创证券

图表 14 2010-2018 年行业供需走势



资料来源：克拉克森，华创证券

二、当前处于低迷周期末端，新一轮景气周期有望提前至 18Q4 开启

（一）2018 年有望是新一轮拆解周期起点：

超级油轮专项研究二中我们分析 2018 年有望成为新一轮拆解周期起点，系因老旧船舶的不经济更是刺激拆解的因素。

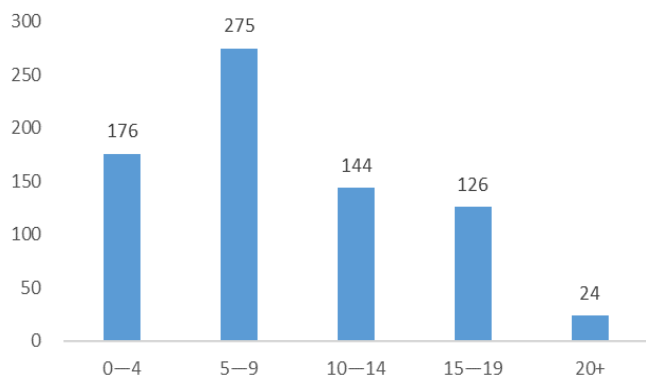
目前油轮船队明显老龄化，按船舶数量以及载重吨统计，

15 年以上船龄的油轮 150 艘，占整个油轮船队的 21%，其中 20 岁以上船龄为 24 艘（占比 3.3%），

过往经验看，行业运价持续低迷下，20 岁以上船舶有望完全退出市场进入拆解，但我们观察一季度以来拆解的船龄在明显下降。

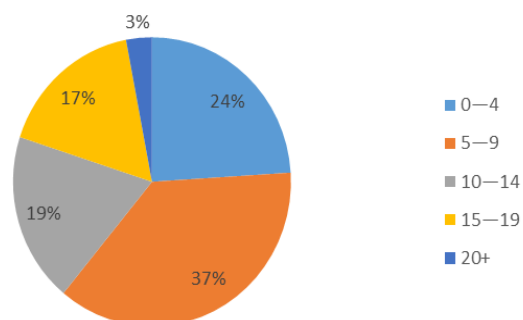
2018 年一季度以来全球原油轮拆解量为 1982 年以来单季最高水平，船舶拆解量大幅增加的同时，拆解船龄明显下降。今年拆解的船舶中，只有 4 条船舶是 20 岁以上船龄，大部分船舶船龄结构在 15-20 岁，拆解船龄更加年轻预示行业的低迷程度高于历史同期。据德鲁里数据统计，今年第一季度拆解船舶的船龄平均仅为 19.5 年，而 2017 年平均为 22 年。

图表 15 VLCC 市场船龄结构数量



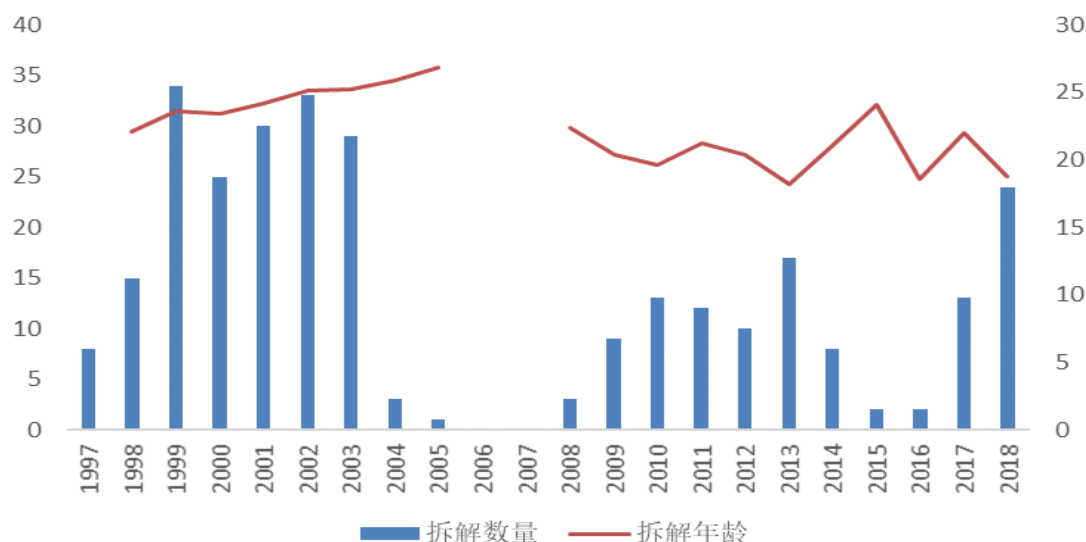
资料来源：克拉克森，华创证券

图表 16 VLCC 市场船龄结构占比



资料来源：克拉克森，华创证券

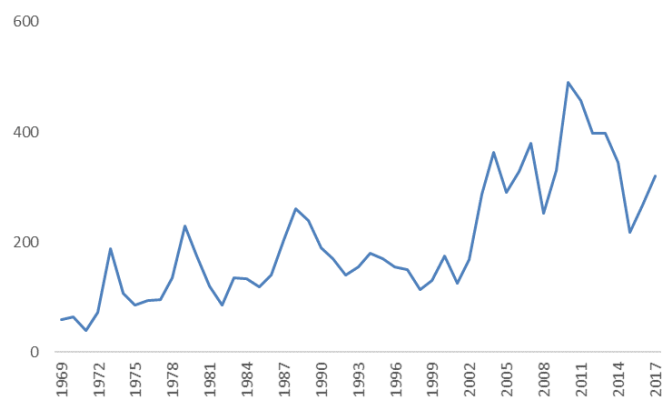
图表 17 今年以来拆解船龄结构下降



资料来源：克拉克森，华创证券

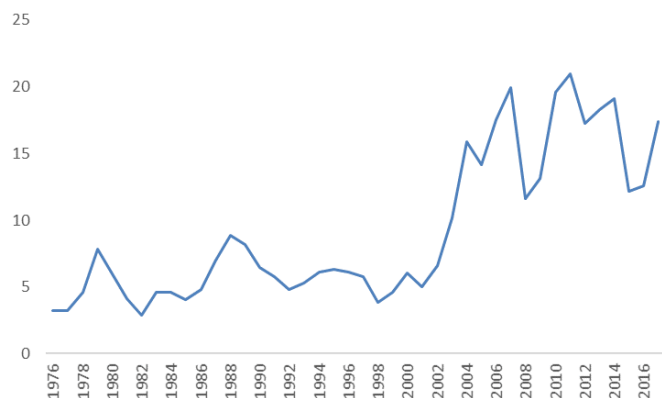
除了老龄化外，我们还观察到目前船舶废钢价格与 VLCC 船舶残值水平均处于相对高位，拆解船舶更加有利缓解企业恶化的现金流。

图表 18 VLCC 市场拆解单位价格（美元/ldt）



资料来源：克拉克森，华创证券

图表 19 VLCC 船舶残值价格（百万美元）



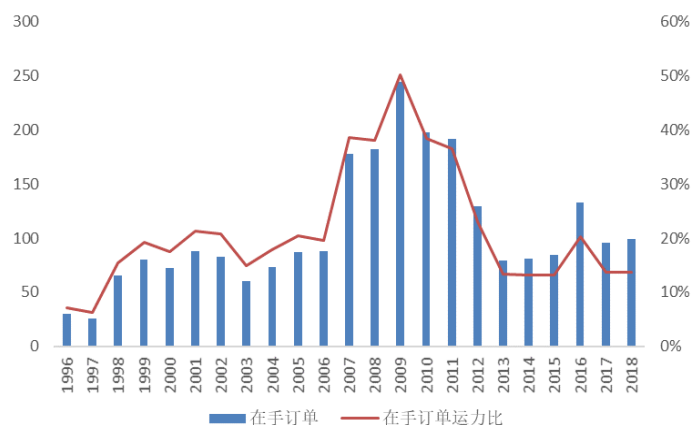
资料来源：克拉克森，华创证券

综上，我们认为行业有望逐步进入去除产能拆解高峰期，回顾历史的三次拆解高峰，此轮拆解存在着低迷运价船舶老龄化更新的共性，但同时也有拆解船舶年龄年轻化的特性。

假设市场进入新一轮的拆解高峰期，拆解力度等同于 2000 年市场的年均拆解幅度，预计 2018-19 年会有年均 30 艘的退出力度。

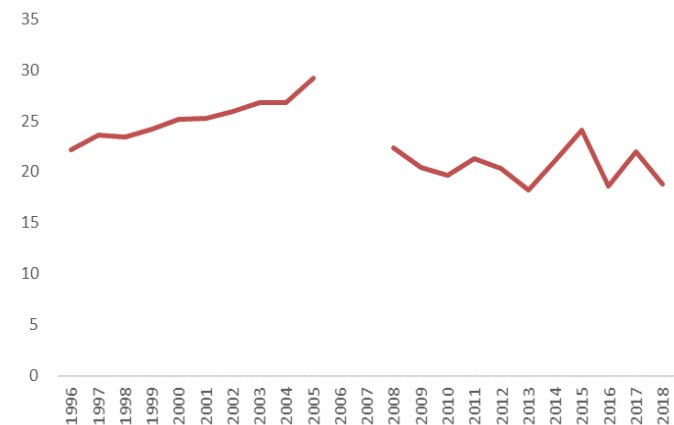
同时，行业在手订单运力比也是历史低位，行业未来的交付压力远低于过去几年，目前行业的在手订单运力占比约为 15%。

图表 20 行业在手订单运力比位于低位



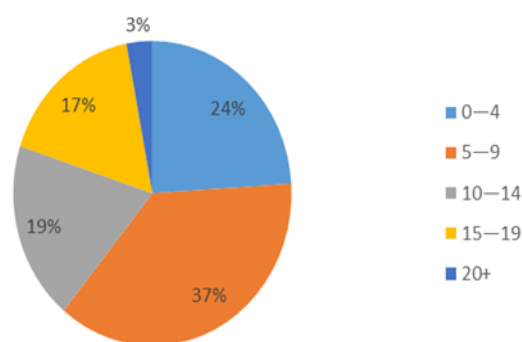
资料来源：克拉克森，华创证券

图表 21 拆解船舶船龄降低



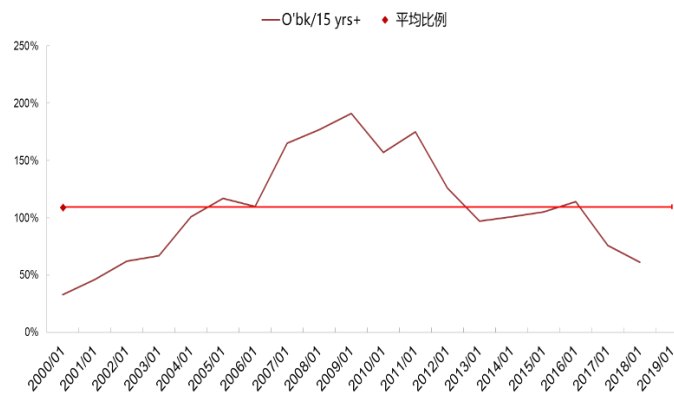
资料来源：克拉克森，华创证券

图表 22 行业船舶可供拆解运力



资料来源：克拉克森，华创证券

图表 23 新船订单与 15 年以上老旧船舶比值处于低位



资料来源：克拉克森，华创证券

（二）新的景气周期有望提前至 18Q4 开启

此前报告我们综合研判各事件的演绎，行业基本面的变化，我们认为，超级油轮周期有望提前至今年四季度开启。

1) 此前报告我们分析 2018 年或是新一轮拆解周期的起点，与历史上面临运价低迷行业采取拆船以应对的局面极为相似。

2) 关注事件：关注美国对伊朗单边“制裁”如何影响伊朗油运业。

事件进展：今年 5 月，美国退出“伊核协议”，8 月美国宣布恢复对伊朗首轮单边制裁。而 11 月 5 日有可能重启对伊朗剩余部分制裁，即涉及伊朗港口运营商，能源、航运和造船行业，石油类交易。

事件影响：一旦 11 月对伊朗航运、能源制裁，或导致伊朗油运船队退出全球油运市场（占比 5% 运力），从而造成供需紧张。

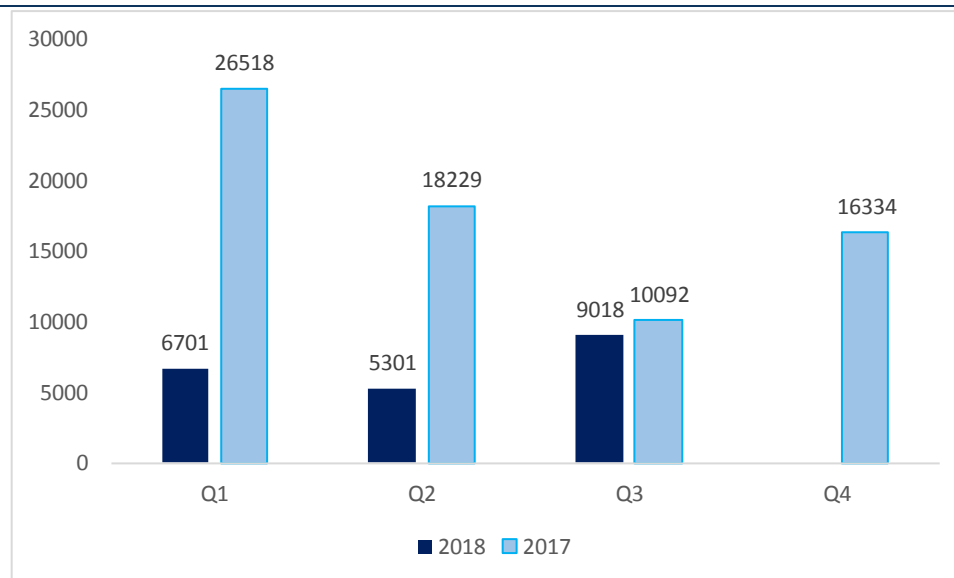
3) 关注现象：原油升贴水与海上浮仓的变化

4) 一旦新景气周期开启，招商轮船弹性巨大。假设运价水平每提升 1 万美元/天，运行天数 350 天，招商轮船船队

合计增加人民币约 9 亿元。

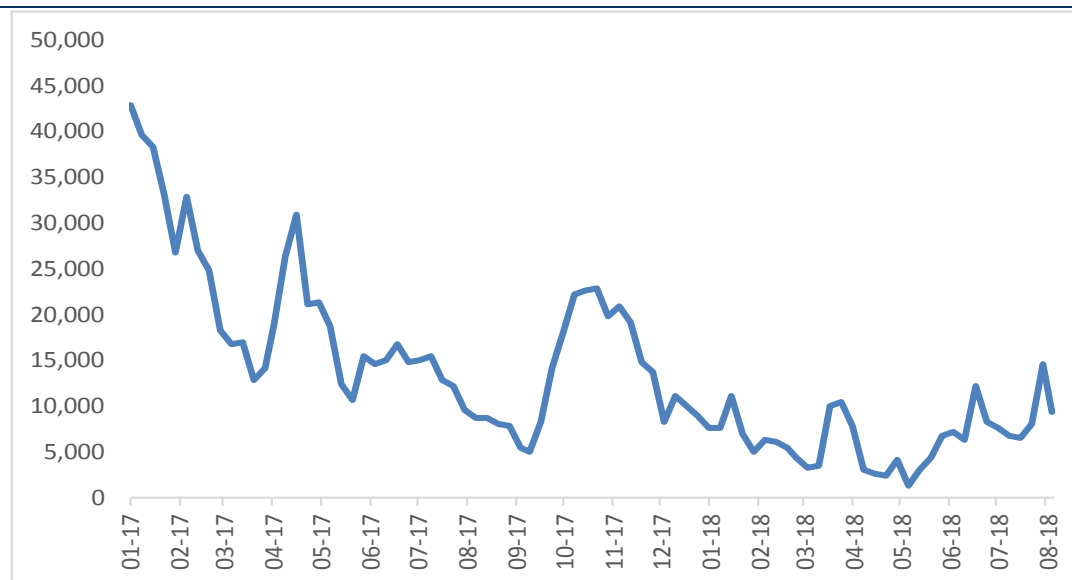
5) 运价更新：截至 8 月 10 号，VLCC-TCE 报 9339 美元/天，自 5 月 11 号触及 1357 美元的历史低点后，运价逐步反弹，其间最高到达过 14597 美元，同时为 2017 年 12 月以来最高点。但离 2 万美元的保本点仍有距离。

图表 24 VLCC-TCE 分季度比较



资料来源：Clarksons，华创证券

图表 25 VLCC-TCE 一周变动



资料来源：Clarksons，华创证券

三、风险提示：目前油运市场仍处于运价低谷期，预计二季度仍然承压。

今年以来 VLCC 市场运价持续低谷，全年目前平均运价为 6522 美元/天，同比下滑 68%（17 年 1-8 月平均运价 2 万美元，全年均价 1.78 万美元），二季度运价创下最近 10 年运价新低，三季度有所起色，均价在 9018 美元，但预计三季度业绩仍承压。

此外风险在于全球石油需求下降、供给退出不及预期等。

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2015 年金牛奖交运行业第五名，2017 年金牛奖交运行业第五名。

分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

助理研究员：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

助理研究员：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	侯春钰	销售助理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500