

## 行业研究

## 坚守长期主义之四：红海危机、对伊制裁加剧，继续看好油气产业链

——石油化工行业周报第 395 期（20250317-20250323）

## 要点

**特朗普从政策端支持传统能源发展，但短期内对页岩油增产影响有限。**2025年特朗普开启第二任期以来，延续了其强调美国能源独立、支持传统能源发展的立场。但是，低油价会抑制美国页岩油企业的增产行为。根据部分美国页岩油生产企业的24年报，当前美国页岩油生产成本中营业税金约为2-3美元/桶油当量，而达拉斯联储的调查显示美国页岩油企业增产的边际成本约为64美元/桶，我们认为特朗普如果无法和美国能源行业达成一致，仅通过放松政策审批，无法推动美国页岩油企业增产，因此短期内对页岩油增产影响仍有限。

**美国公布对伊朗新制裁，伊朗原油供给有望下滑。**3月20日，美国公布与伊朗有关的新制裁，制裁对象包括亚洲一家独立炼油厂，以及向这些炼油厂供应原油的实体和船只。本次制裁首次涉及炼厂，旨在通过制裁伊朗原油买家抑制伊朗石油出口。针对伊朗核问题，特朗普致信伊朗最高领袖哈梅内伊，提议就新的核协议进行谈判，并明确表示伊朗必须在两个月内达成协议。在美国的极限施压下，对伊朗制裁逐渐长期化，伊朗石油出口有望受到抑制。

**红海冲突加剧，地缘政治风险再度抬升。**近期红海危机再度加剧，3月15日美国总统宣布对胡塞武装采取“果断而有力的军事行动”，随后美国对也门展开空袭，宣布将继续对胡塞武装进行打击，3月17日胡塞武装宣布对美国航母发射导弹，称将把所有位于红海和阿拉伯海的美军军舰作为其袭击目标，并继续对以色列船只采取封锁行动。截至3月18日，亚丁湾原油轮运抵量较去年同期下降10%，苏伊士运河原油轮通过量较去年同期下降13%，地缘政治风险溢价的提升有望支撑油价。

**“三桶油”保障我国能源安全，油价波动期业绩韧性凸显。**2024年，我国原油进口依存度为72%，天然气进口依存度为43%，油气资源进口依存度较高。今年以来地缘政治局势不确定性较强，能源安全受到较多外部挑战。“三桶油”加强“增储上产”，24年前三季度中国石油、中国石化、中国海油油气当量产量分别同比增长2.0%、2.6%、8.5%，油气产量的增长有力保障了我国能源安全。动态角度来看，在油价波动背景下，我们依然坚定看好“三桶油”的长期投资价值。中国石油上游加强“增储上产”，炼化业务充分发挥自有资源优势，天然气产业链量效齐升，一体化优势凸显。中国石化加强降本增效工作，推动炼化转型升级，加速“一基两翼三新”布局。中国海油增量降本工作成效显著，油气产量快速增长有望提升公司长期盈利中枢，长期来看“三桶油”仍具备优异投资价值。

**投资建议：**受海外地缘政治缓和预期影响，近期油价震荡下行，我们认为在地缘政治仍存不确定的前提下，中长期原油供需格局仍具备景气基础，在长期主义视角下，我们持续坚定看好“三桶油”及油服板块。此外，能源价格下降利好下游炼化企业减轻成本压力，看好大炼化、煤化工、乙烯盈利向好。建议关注：（1）中国石油（A+H）、中国石化（A+H）、中国海油（A+H）；（2）“三桶油”下属油服工程企业，中海油服、海油工程、海油发展、中油工程、石化油服、中石化炼化工程（H股）。（3）炼化化纤产业链龙头，中国石化、恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣；（4）煤化工龙头，宝丰能源、华鲁恒升、阳煤化工、中国旭阳集团等；（5）乙烷制乙烯龙头，卫星化学。

**风险分析：**上游资本开支增速不及预期、原油和天然气价格大幅波动。

## 石油化工

## 增持（维持）

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：蔡嘉豪

执业证书编号：S0930523070003

021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

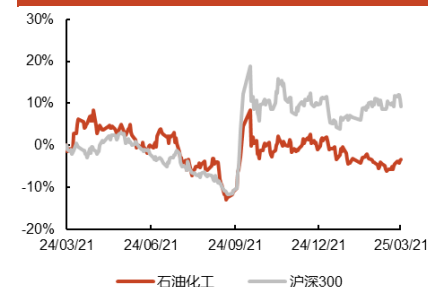
分析师：王礼沫

执业证书编号：S0930524040002

010-56513142

wanglimo@ebsecn.com

## 行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

坚守长期主义，“三桶油”及油服板块再迎布局良机——石油化工行业周报第391期（20250217-20250223）（2025-02-23）

坚守长期主义之二：俄乌冲突缓解，大炼化、煤化工板块再迎布局良机——石油化工行业周报第392期（20250224-20250302）（2025-03-02）

坚守长期主义之三：油价底部支撑仍存，“三桶油”H股显著低估——石油化工行业周报第394期（20250310-20250316）（2025-03-16）

# 目 录

1、红海危机、对伊制裁加剧，继续看好油气产业链 .....	3
2、原油行业数据库 .....	6
2.1 国际原油及天然气期货价格与持仓 .....	6
2.2 中国原油期货价格及持仓 .....	7
2.3 原油及石油制品库存情况 .....	8
2.4 石油需求情况 .....	9
2.5 石油供给情况 .....	10
2.6 炼油及石化产品情况 .....	11
2.7 其他金融变量 .....	12
3、风险分析 .....	13

# 1、红海危机、对伊制裁加剧，继续看好油气产业链

**特朗普支持传统能源发展，上任以来美国能源政策持续转向。**特朗普第一任期间，在能源气候政策方面主要体现了其“美国优先”的执政理念。特朗普在第一任期间力推传统化石能源的主导地位，通过政府直接干预或间接影响石油市场，同时降低对新能源的支持。在特朗普的第一任期，美国化石能源生产实现了飞跃式发展，2020年1月10日当周美国原油产量为1.3亿桶/日，较2017年1月6日当周的8946万桶/日增长45%。2025年特朗普开启第二任期以来，延续了其强调美国能源独立、支持传统能源发展的立场。本周特朗普宣称“将授权政府立即开始利用美丽、清洁的煤炭生产能源”，是其传统能源政策导向的延续。

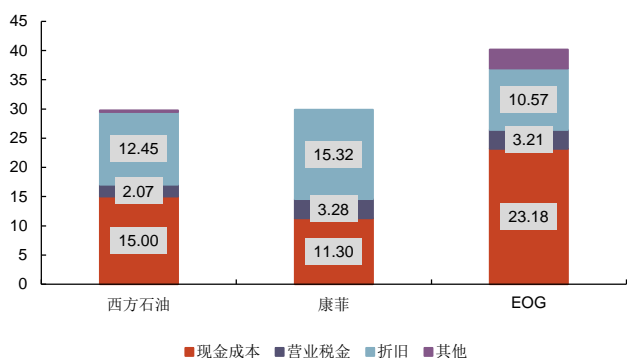
表 1：特朗普上一任期能源气候政策回顾

政策方向	政策内容
力推传统化石能源的主导地位	退出了《巴黎气候协定》，解除了煤炭开采临时禁令，降低了油气开采甲烷排放限制。期间，美国的油气产量快速提升，能源对外依存度持续下降。
政府直接干预或间接影响石油市场，将能源“武器化”	对伊朗、委内瑞拉等国实施制裁，限制其石油出口，同时大量输出本国石油以填补全球市场缺口，并要求中国从美国购买更多石油和 LNG，以削减中美贸易顺差；多次公开敦促 OPEC 增产降价以降低美国国内汽油价格。
降低对新能源的支持	废除了奥巴马时期的《清洁电力计划》，在联邦预算提案中削减能源效率与可再生能源部门的资金，针对风能、太阳能、电动汽车的补贴及资助项目被缩减或被取消。

资料来源：经济导刊，光大证券研究所整理

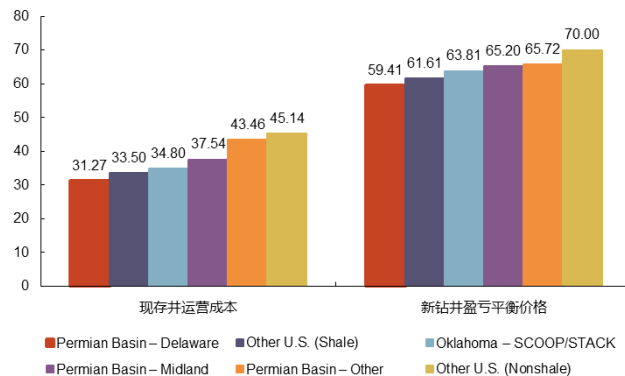
**特朗普与美国能源行业分歧仍存，短期内对页岩油增产影响有限。**特朗普及其盟友上台时曾誓言为饱受通胀困扰的美国民众降低能源价格，部分措施包括撤销一些环境监管规定以及加快许可审批。但是，更低的油价会抑制美国页岩油企业的增产行为，油价成为特朗普与美国能源行业最大的分歧。本周特朗普在白宫会见美国石油公司高管，会后白宫方面否认了原油价格目标可能设定为 50 美元的说法，宣称“会议没有讨论价格问题”，而是重点关注了加快许可审批时间以及确保项目审批具有持久性的必要性。根据部分美国页岩油生产企业的 24 年报，当前美国页岩油生产成本中营业税金约为 2-3 美元/桶油当量，而达拉斯联储的调查显示美国页岩油企业增产的边际成本约为 64 美元/桶，我们认为特朗普如果无法和美国能源行业达成一致，仅通过放松政策审批，无法提高美国页岩油企业增产的动力，因此短期内对页岩油增产影响仍有限。

图 1：部分美国石油企业 24 年桶油成本构成（美元/桶油当量）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理 注：康菲仅统计美国本土 48 州

图 2：24Q1 美国页岩油成本调查情况（单位：美元/桶）



资料来源：达拉斯联储，光大证券研究所整理 数据时间为 2024Q1

**美国公布对伊朗新制裁，伊朗原油供给有望下滑。**3月20日，美国公布与伊朗有关的新制裁，制裁对象包括亚洲一家独立炼油厂，以及向这些炼油厂供应

原油的实体和船只。自特朗普 2 月表示将重新对伊朗施加“最大压力”，包括努力将伊朗出口降至零以来，这是美国对伊朗石油销售实施的第四轮制裁，本次制裁首次涉及炼厂，旨在通过制裁伊朗原油买家抑制伊朗石油出口。针对伊朗核问题，特朗普致信伊朗最高领袖哈梅内伊，提议就新的核协议进行谈判，并明确表示伊朗必须在两个月内达成协议。在美国的极限施压下，对伊朗制裁逐渐长期化，伊朗石油出口有望受到抑制。

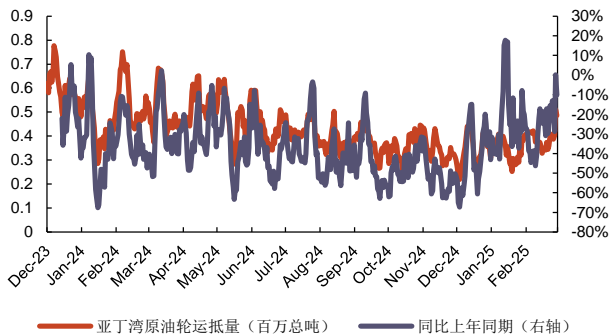
表 2: 2025 年 2 月以来美国对伊朗制裁措施

时间	制裁范围
2025/2/6	伊朗武装部队总参谋部下属的石油运输网络 Sepehr Energy，以及 5 艘油轮
2025/2/24	伊朗石油出口的相关个人、伊朗石油码头公司，以及 13 艘油轮
2025/3/12	为伊朗政权服务的瑞典黑帮及其头目
2025/3/13	伊朗石油部长、影子船队运营商，以及 13 艘油轮
2025/3/20	一家“茶壶”炼油厂，以及负责运输数百万桶伊朗石油的 19 个实体和船只

资料来源：美国财政部，光大证券研究所整理

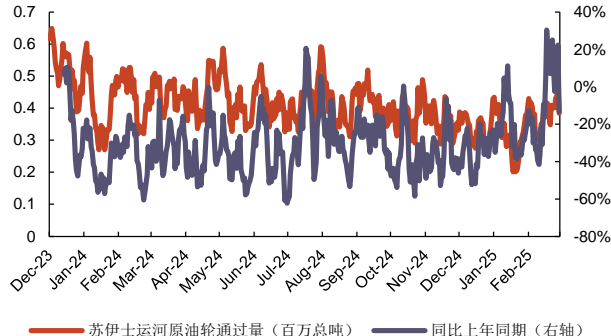
**红海冲突加剧，地缘政治风险再度抬升。**近期红海危机再度加剧，3 月 12 日也门胡塞武装宣布恢复对以色列船只的打击，3 月 15 日美国总统宣布对胡塞武装采取“果断而有力的军事行动”，随后美国对也门展开空袭，宣布将继续对胡塞武装进行打击，3 月 17 日胡塞武装宣布对美国航母发射导弹，称将把所有位于红海和阿拉伯海的美军军舰作为其袭击目标，并继续对以色列船只采取封锁行动。此前加沙停火协议宣布，红海冲突一度降温，本次红海冲突加剧再次对原油市场供给前景产生影响。截至 3 月 18 日，亚丁湾原油轮运抵量较去年同期下降 10%，苏伊士运河原油轮通过量较去年同期下降 13%，地缘政治风险溢价的提升有望支撑油价。

图 3: 亚丁湾原油轮运抵量 (百万总吨)



资料来源：Clarksons，光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-18

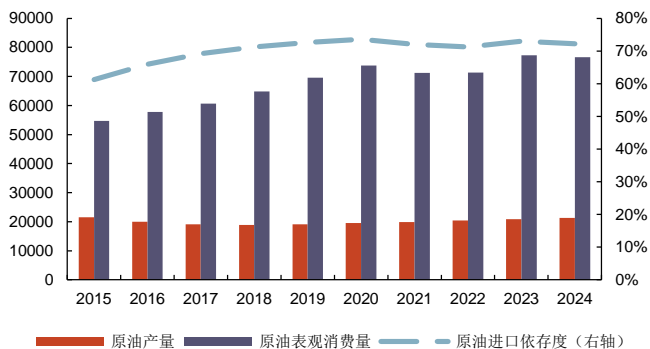
图 4: 苏伊士运河原油轮通过量 (百万总吨)



资料来源：Clarksons，光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-18

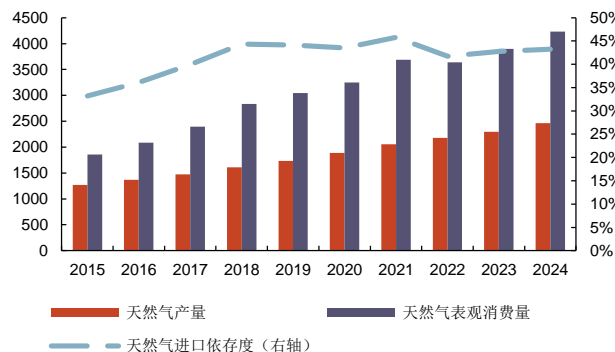
**“三桶油”保障我国能源安全，油价波动期业绩韧性凸显。**2024 年，我国原油进口依存度为 72%，天然气进口依存度为 43%，油气资源进口依存度较高。今年以来地缘政治局势不确定性较强，能源安全受到较多外部挑战。“三桶油”加强“增储上产”，24 年前三季度中国石油、中国石化、中国海油油气当量产量分别同比增长 2.0%、2.6%、8.5%，油气产量的增长有力保障了我国能源安全。动态角度来看，在油价波动背景下，我们依然坚定看好“三桶油”的长期投资价值。中国石油上游加强“增储上产”，炼化业务充分发挥自有资源优势，天然气产业链量效齐升，一体化优势凸显。中国石化加强降本增效工作，推动炼化转型升级，加速“一基两翼三新”布局。中国海油增量降本工作成效显著，油气产量快速增长有望提升公司长期盈利中枢，长期来看“三桶油”仍具备优异投资价值。

图 5：我国原油产量、表观消费量、进口依存度（单位：万吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 6：我国天然气产量、表观消费量、进口依存度（单位：亿方）

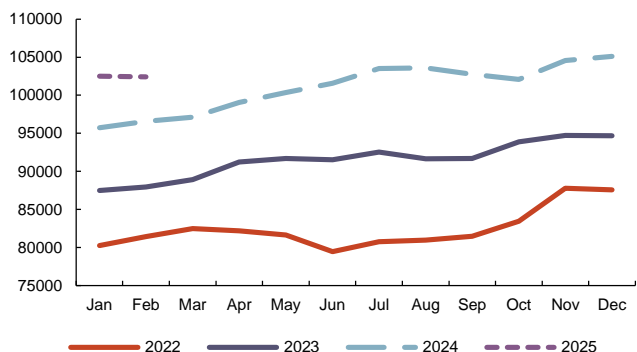


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

**海上油服企业夯实科技实力，奠定我国油气产量增长基础。**2024 年，在海洋油气勘探领域，深水高精度探测装备加快研发，产业数智化、低碳化加速推进，推动我国海洋油气产量规模持续提升，海洋原油、天然气产量比上年分别增长 4.7%和 8.7%。中海油服将“技术驱动”战略摆在首要位置，经过多年技术研发与突破，2024 年公司整体技术覆盖度提升到 81%，核心技术产品体系与技术服务能力不断精进。海油工程以数智技术赋能发展，2024 年天津智能制造基地二期工程投产，新增多项关键设施，生产能力大幅提升；建成工厂级数字孪生场景，大幅提升生产项目数字化管理能力。海油发展积极推进数字化、智能化转型，天津海洋装备智能制造基地项目于 2024 年 12 月底完成机械完工检查，标志着基地从现场安装调试转入试生产阶段，将进一步增强公司保障增储上产的能力。

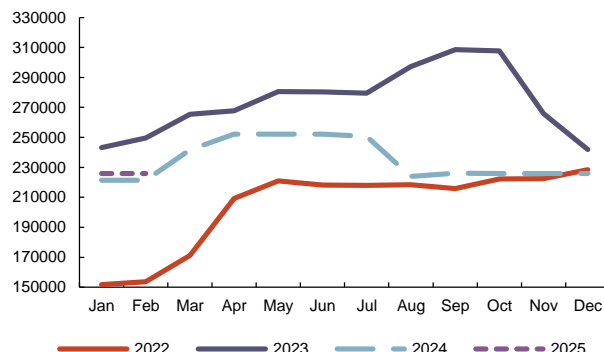
**油服景气维持高位，继续看好油服板块。**根据 S&P Global 统计，2024 年全球海上勘探开发投资同比增长 8.6%，陆上勘探开发投资同比下降 7.9%，预计 25 年全球上游资本开支恢复增长，有望达到 5824 亿美元以上，同比增长 5%，上游资本开支的持续扩增为油服景气奠定基础。钻井日费方面，2025 年 2 月自升式平台平均日费为 10.24 万美元/天，半潜式平台平均日费为 22.60 万美元/天，均位于 22 年以来高位。国内“三桶油”坚持增储上产，资本开支和产量持续增长，旗下油服企业有望持续受益，我们持续看好油服企业工作量的增长和盈利能力的改善。

图 7：自升式平台平均日费（美元/天）



资料来源：彭博，光大证券研究所整理 数据截至 2025-02

图 8：自升式平台平均日费（美元/天）

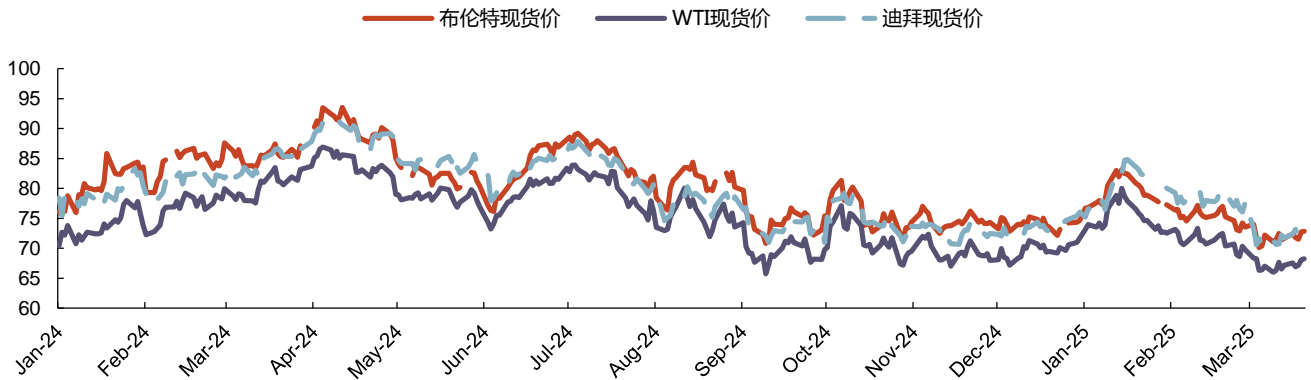


资料来源：彭博，光大证券研究所整理 数据截至 2025-02

## 2、原油行业数据库

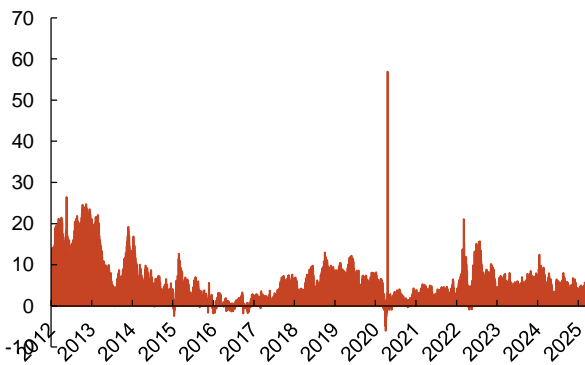
### 2.1 国际原油及天然气期货价格与持仓

图 9：原油价格走势（美元/桶）



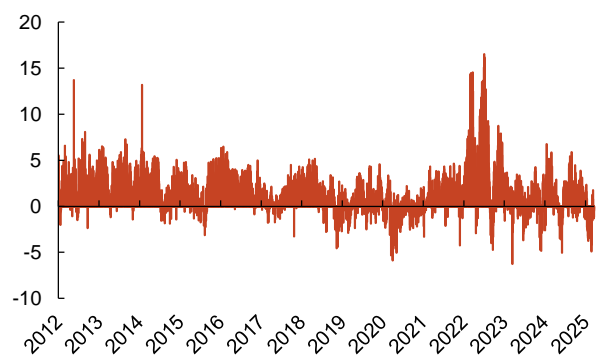
资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-21

图 10：布伦特-WTI 现货结算价差（美元/桶）



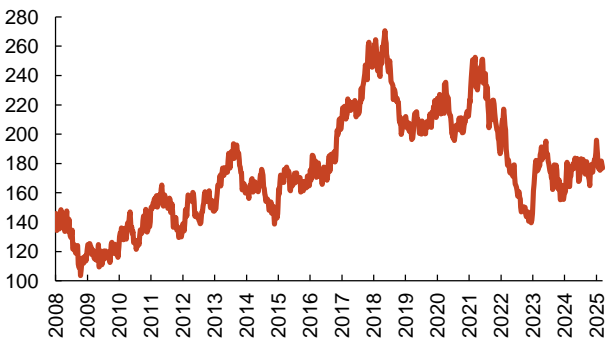
资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-21

图 11：布伦特-迪拜现货结算价差（美元/桶）



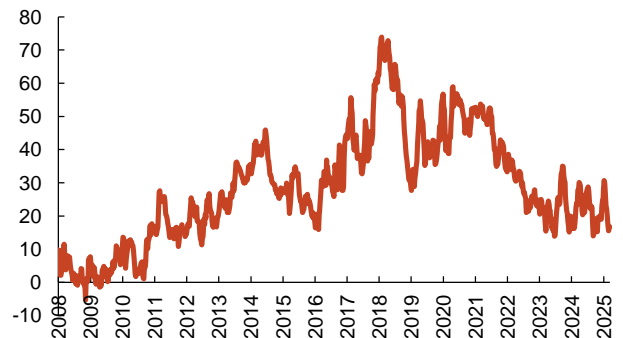
资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-21

图 12：WTI 总持仓（万张）



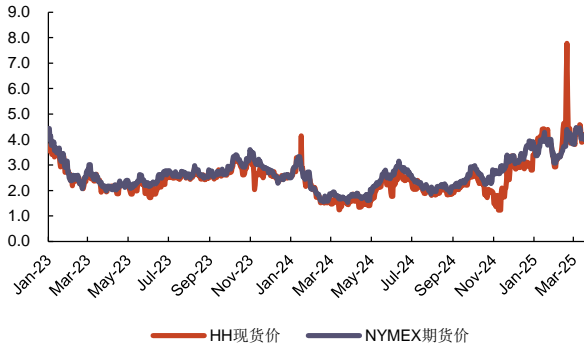
资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-18

图 13：WTI 净多头持仓（万张）



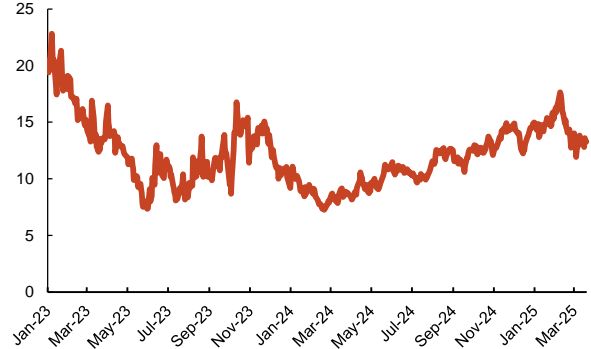
资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-18

图 14: 美国亨利港天然气价格 (美元/mmBtu)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-21

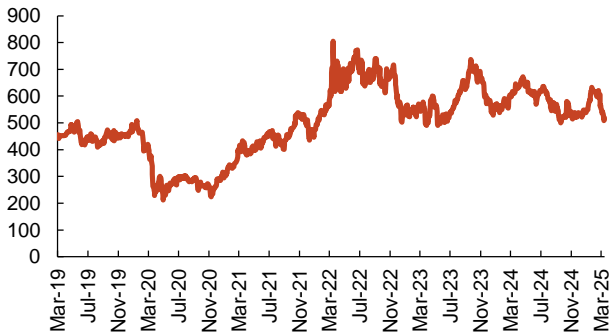
图 15: 荷兰 TTF 天然气期货价格 (美元/mmBtu)



资料来源: iFinD, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-21

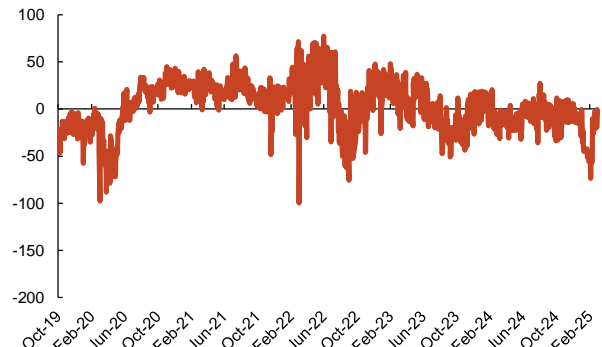
## 2.2 中国原油期货价格及持仓

图 16: 原油期货主力合约结算价 (元/桶)



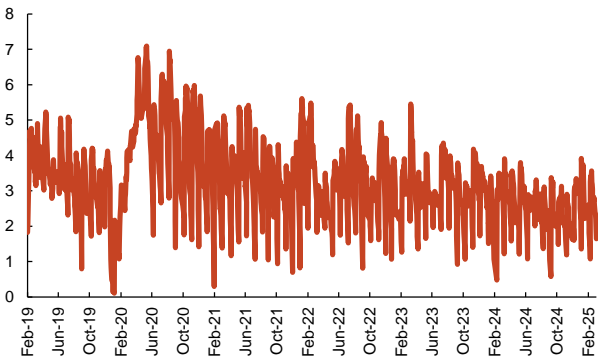
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-21

图 17: 布伦特原油期货主力合约价差 (人民币元/桶)



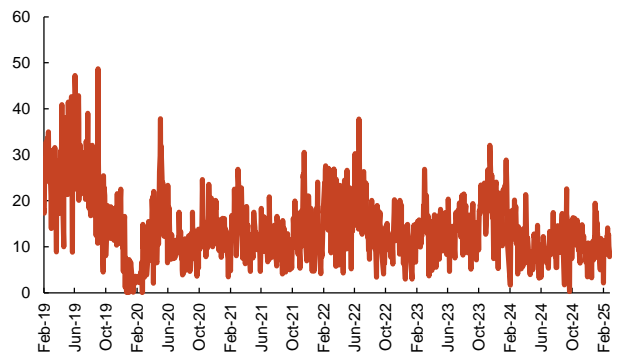
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-21

图 18: 原油期货主力合约总持仓量 (万张)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-21

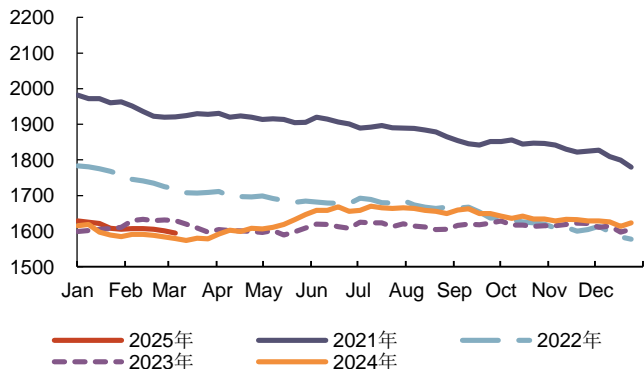
图 19: 原油期货主力合约成交量 (万张)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-21

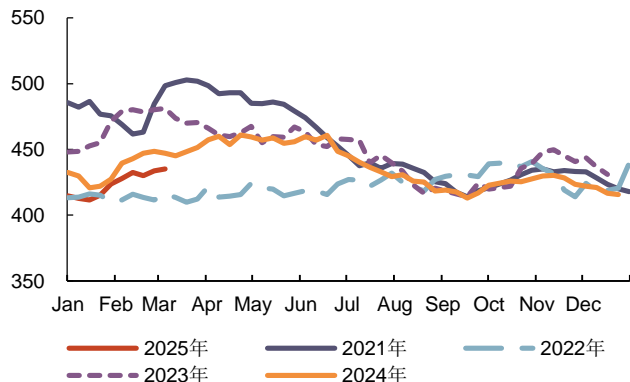
## 2.3 原油及石油制品库存情况

图 20: 美国原油及石油制品总库存 (百万桶)



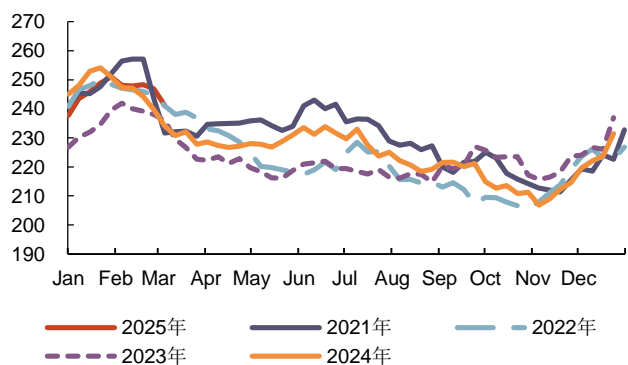
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 数据截至 2025-03-07

图 21: 美国原油库存 (百万桶)



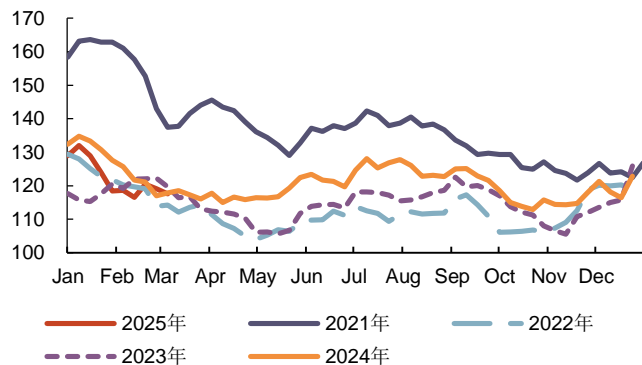
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 数据截至 2025-03-07

图 22: 美国汽油库存 (百万桶)



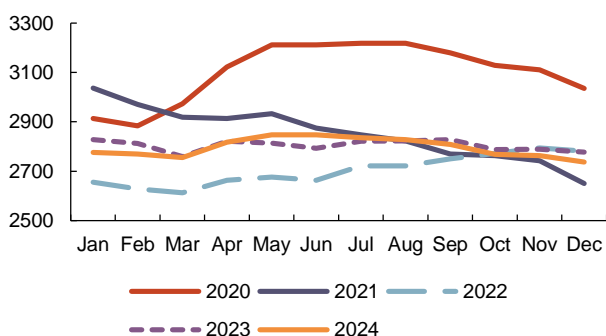
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 数据截至 2025-03-07

图 23: 美国馏分油库存 (百万桶)



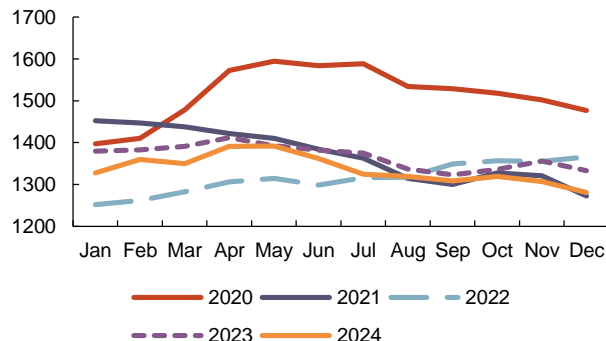
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 数据截至 2025-03-07

图 24: OECD 整体库存 (百万桶)



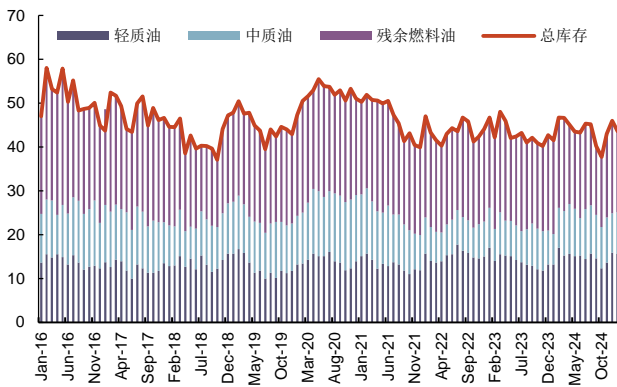
资料来源: Wind, OPEC, 光大证券研究所整理 数据截至 2024-12

图 25: OECD 原油库存 (百万桶)



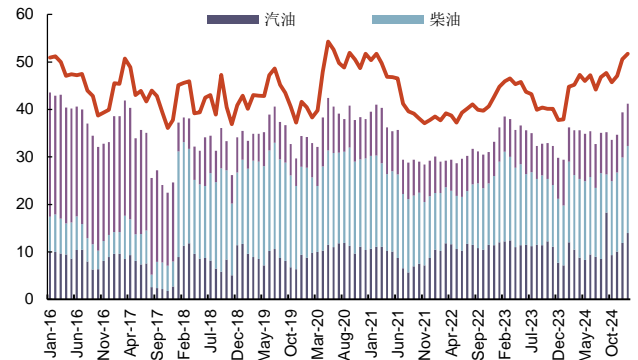
资料来源: Wind, OPEC, 光大证券研究所整理 数据截至 2024-12

图 26: 新加坡库存 (百万桶)



资料来源: iFinD, OPEC, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-01

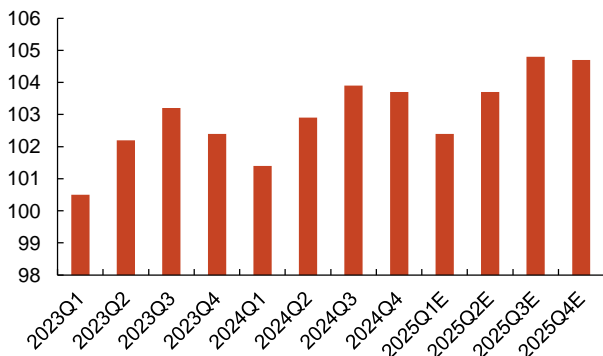
图 27: 阿姆斯特丹-鹿特丹-安特卫普 (ARA) 库存 (百万桶)



资料来源: iFinD, OPEC, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-01

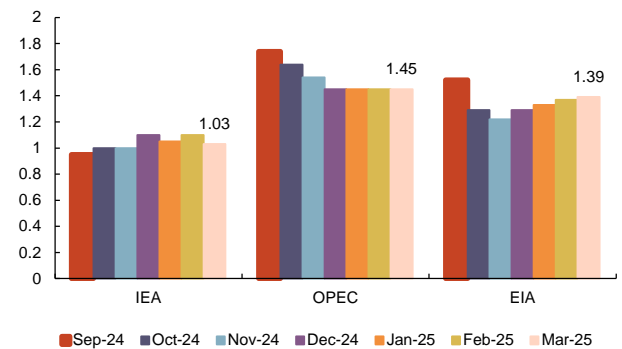
## 2.4 石油需求情况

图 28: 全球原油需求及预测 (百万桶/日)



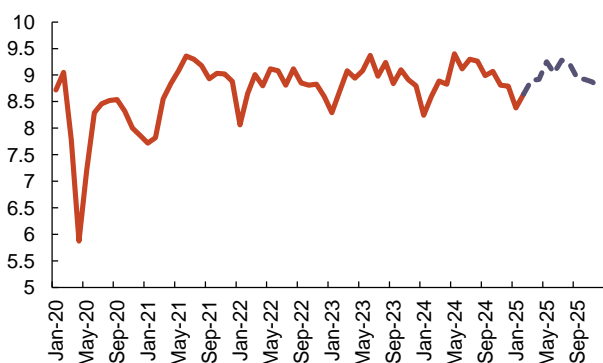
资料来源: IEA, 光大证券研究所整理 预测时间为 2025-01

图 29: 三大石油组织对 25 年原油需求增长的预测 (百万桶/日)



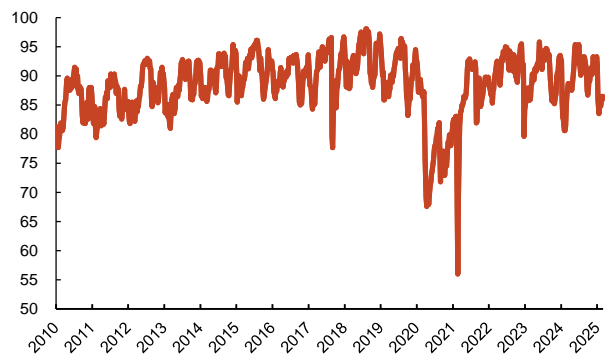
资料来源: IEA、OPEC、EIA, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-03

图 30: 美国汽油消费及预测 (百万桶/日)



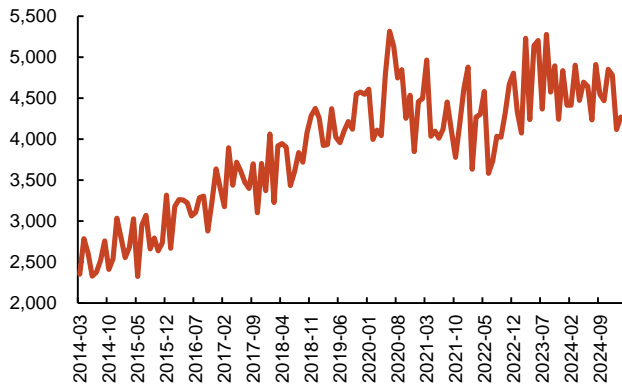
资料来源: EIA, 光大证券研究所整理 注: 数据截至 2025-02, 其他数据为 EIA 预测

图 31: 美国炼厂开工率 (%)



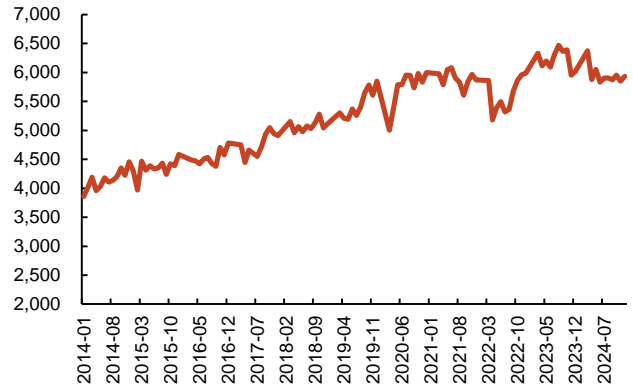
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-07

图 32：中国原油进口量（万吨）



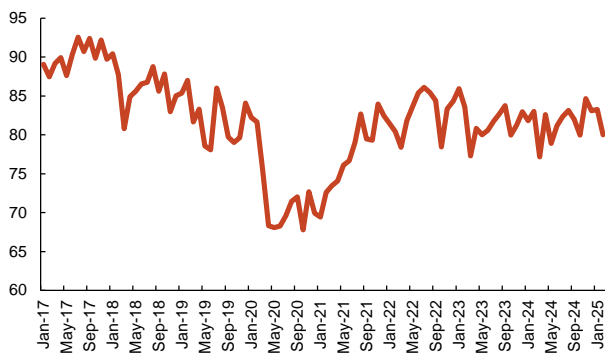
资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2025-02

图 33：中国原油加工量（万吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2024-12

图 34：欧洲炼厂开工率（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2025-02

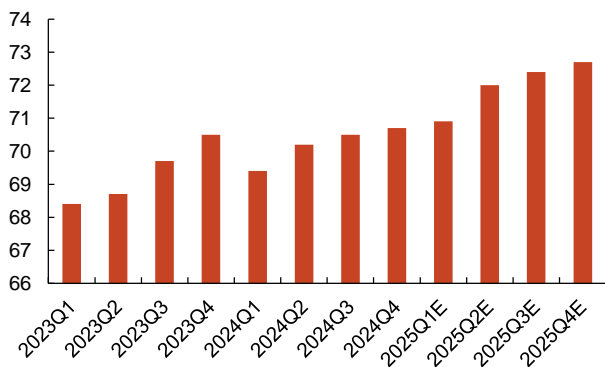
图 35：山东地炼开工率（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-20

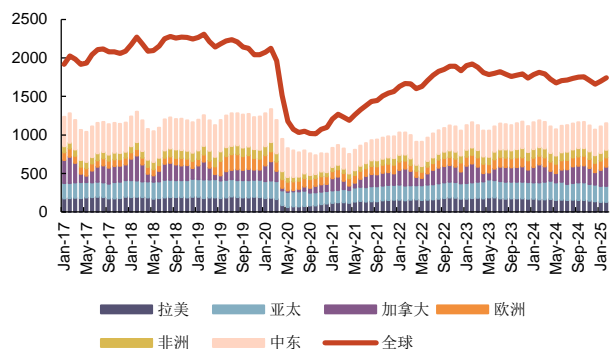
## 2.5 石油供给情况

图 36：非 OPEC 国家原油供给（百万桶/日）



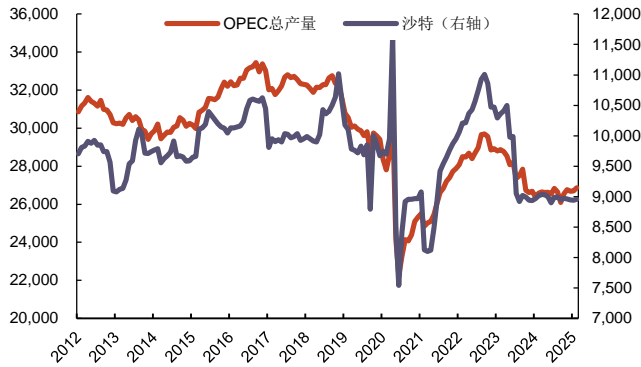
资料来源：IEA 预测，光大证券研究所整理

图 37：全球钻机数（座）



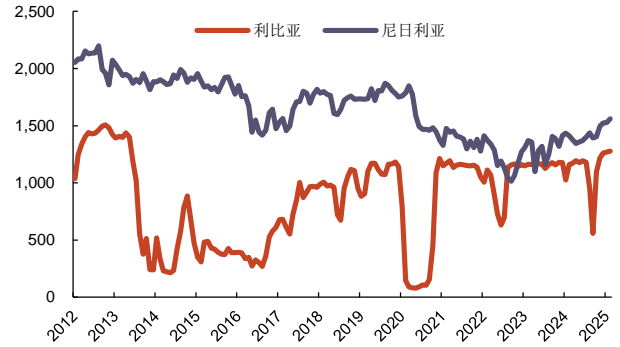
资料来源：Baker Hughes，光大证券研究所整理 数据截至 2025-02

图 38: OPEC 总产量及沙特产量 (千桶/日)



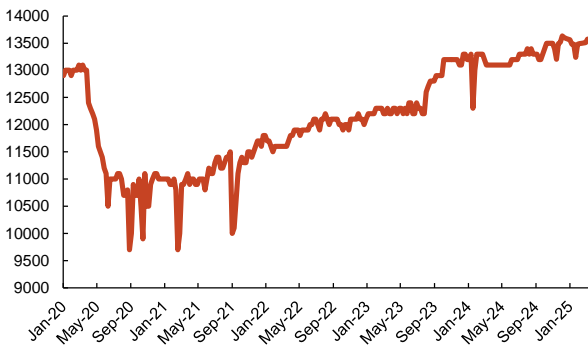
资料来源: OPEC, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-02

图 39: 利比亚、尼日利亚月度产量 (千桶/日)



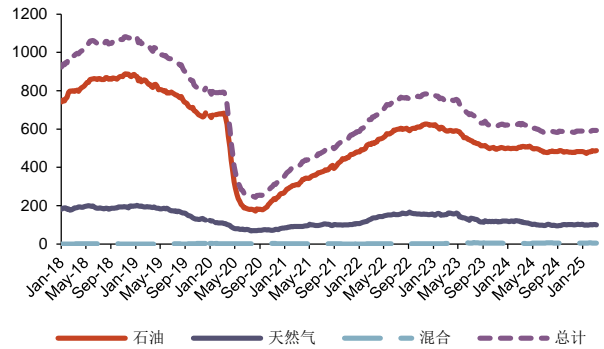
资料来源: OPEC, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-02

图 40: 美国原油产量 (千桶/日)



资料来源: EIA, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-14

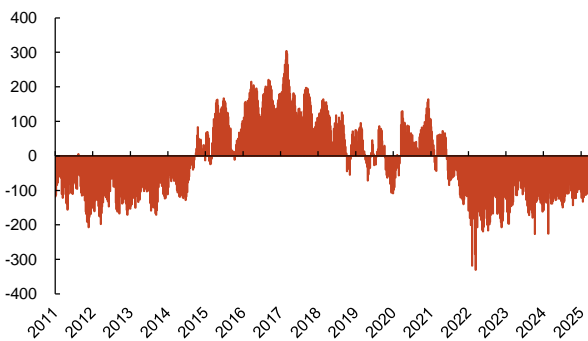
图 41: 美国钻机数 (座)



资料来源: EIA, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-14

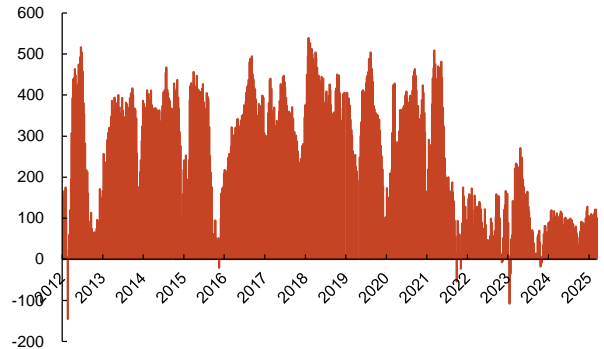
## 2.6 炼油及石化产品情况

图 42: 石脑油价差 (美元/吨)



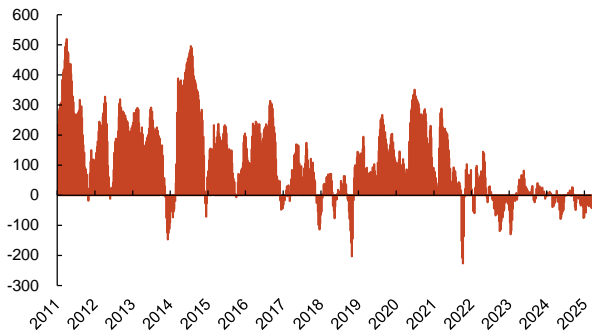
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-22

图 43: PDH 价差 (美元/吨)



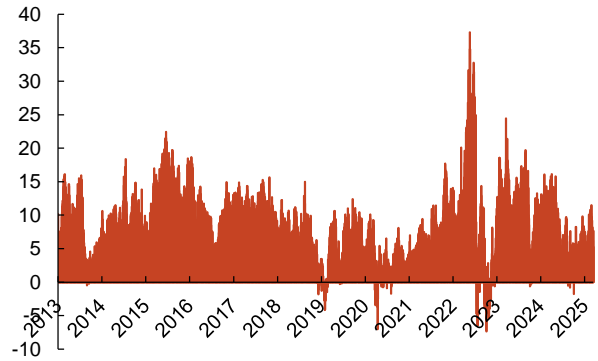
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-22

图 44: MTO 价差 (美元/吨)



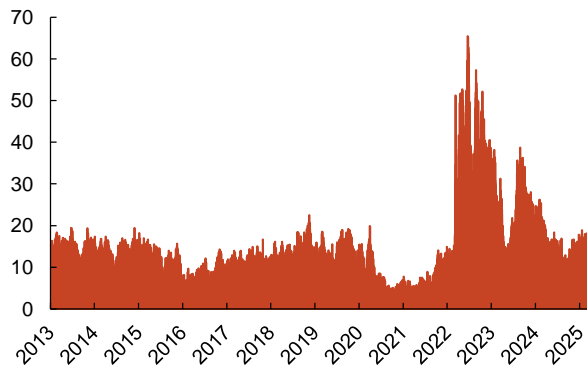
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-22

图 45: 新加坡汽油-原油价差 (美元/桶)



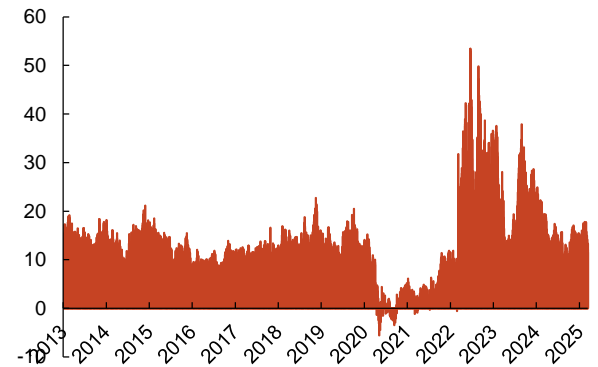
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-20

图 46: 新加坡柴油-原油价差 (美元/桶)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-20

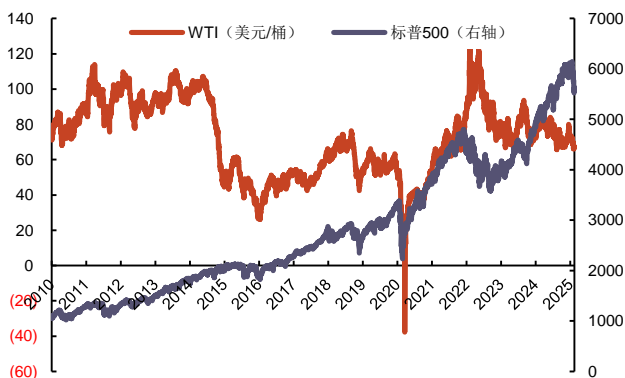
图 47: 新加坡煤油-原油价差 (美元/桶)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-20

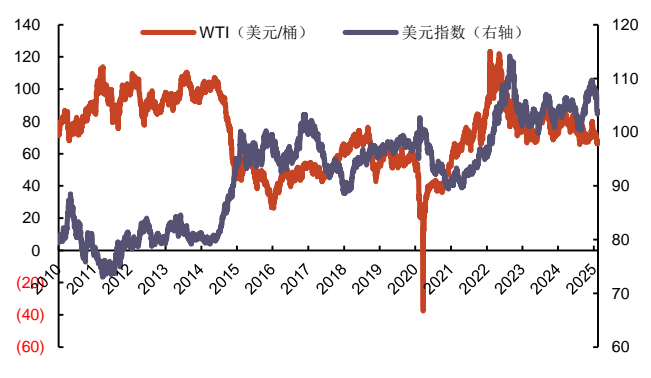
## 2.7 其他金融变量

图 48: WTI 与标普 500 指数



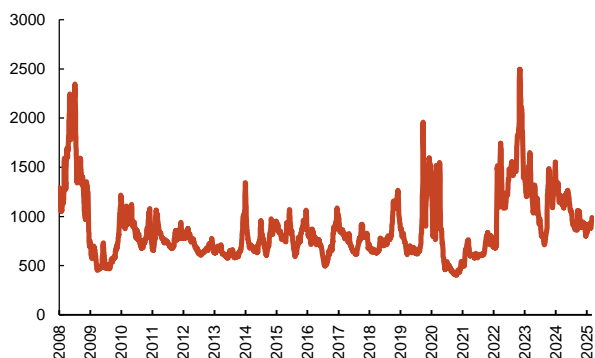
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-21

图 49: WTI 与美元指数



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-21

图 50: 原油运输指数 (BDTI)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理 数据截至 2025-03-21

### 3、风险分析

#### 上游资本开支增速不及预期

油气产储量与上游资本开支投入密切相关, 若上游资本开支增速不及预期, 可能造成全球油气产储量波动, 从而对石化行业的景气度造成影响。

#### 原油和天然气价格大幅波动

近期美联储维持利率不变, 降息节奏或将放缓, 可能小幅削弱原油需求增长前景, OPEC+维持产量计划, 俄罗斯能源面临进一步制裁, 全球能源市场面临波动。若油气供需格局出现大幅变化, 可能使油气价格大幅波动, 影响石化公司的盈利能力。

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
	无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明:</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数; 香港市场基准为恒生指数; 美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作, 光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格, 负责本报告在中华人民共和国境内(仅为本报告目的, 不包括港澳台)的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)成立于 1996 年, 是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一, 也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP