

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金石油化工指数	2878
沪深300指数	4239
上证指数	3285
深证成指	12035
中小板综指	12279

相关报告

- 1.《别对 OPEC+ 增产抱期望！-油气专题》，2022.6.5
- 2.《大炼化业绩或超预期！-中期策略报告》，2022.5.30
- 3.《警惕油品通胀风险！-油价报告》，2022.5.26
- 4.《本轮疫情影响多少原油需求？-疫情对国内原油消费影响测算》，2022.4.13
- 5.《油价远未见顶！-油价报告》，2022.4.10

许隽逸

分析师 SAC 执业编号: S1130519040001
xujunyi@gjzq.com.cn

陈律楼

联系人
chenlvlu@gjzq.com.cn

看好油价买啥？SPSIOP 指数探析！

行业观点

SPSIOPTR 的走势与油价长期保持高度相关，近期两者之间的相关性进一步得到强化，由于华宝油气 LOF 以 SPSIOPTR 为业绩基准，在有限的跟踪误差下，油价上涨最终反映到华宝油气 LOF 的收益中。虽然原油边际供应仍在增加，但由于海外出行需求远超预期，需求增速高于供给，原油供应大概率进一步出现缺口，进而带动油价上行，以 SPSIOPTR 为基准且与油价走势高度相关的华宝油气 LOF 大概率随着油价上行而受益。

- **SPSIOPTR 与油价走势存在高相关性：**我们发现，SPSIOPTR 的走势与国际油价长期存在高度相关性，在本轮油价上涨中两者相关性之高在历史上都是少见的。2005 年 12 月至今，SPSIOPTR 与布油现货价的相关系数为 0.77，在 2020 年 1 月 1 日至 2022 年 6 月 8 日期间两者的相关系数高达 0.96。油价上涨对 SPSIOPTR 存在明显的推动作用，这种推动作用在本轮油价持续上涨又达到了新的高峰，若油价进一步上涨，则将继续为 SPSIOPTR 打开向上空间。华宝油气 LOF 以 SPSIOPTR 为业绩基准，其走势与油价也高度相关，油价上涨将最终反映到华宝油气 LOF 的业绩中。
- **淡季去库存是今年以来油价上涨的底层逻辑：**通过追溯过去 11 年原油价格以及美国原油库存可以较为显著地发现：原油价格和库存呈较为显著的反向相关性。今年以来美国原油库存在补库阶段持续去库存且屡创新低是油价持续上涨的核心驱动。
- **欧美出行旺季到来或严重加剧供求紧张局面：**目前原油供应边际增量主要来自美国和 OPEC+ 增产以及 IEA 成员国释储，虽然原油供应有所增加，但由于国外出行需求持续超预期，全球原油供应紧张的基本面并未改变。终端需求边际增量优于供应端边际增量，推动全球原油价格持续上涨，在看好油价有望进一步上涨的基础上，以 SPSIOPTR 为基准且与油价走势高度相关的华宝油气 LOF 大概率持续受益。

风险提示

- 1.地缘政治扰乱全球原油市场；2.疫情爆发扰乱需求；3.美国持续释放战略库存增加边际供应；4.美联储加息或抑制终端需求；5.原油价格持续维持高位刺激油气公司修改勘探开发资本开支计划；6.卫星定位和油轮跟踪数据误差对结果产生影响；7.其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响；8.模型拟合误差对结果产生影响。

内容目录

1、油价上行背景下美国油气股投资价值突出	4
1.1、油价上行或将为 SPSIOP 打开上升空间	4
1.2、以 SPSIOPTR 为业绩基准，华宝油气 LOF 具备投资价值	6
2、油价中枢有望持续上行	8
2.1、资本开支与品位下滑双重影响，页岩油增量或低于预期	9
2.2、俄乌冲突持续影响俄罗斯原油供应能力	12
2.3、增产多次不及配额，OPEC 高油价诉求明显	13
2.4、油价全靠短期手段压制，中长期供求缺口不可忽视	14
3、风险提示	18

图表目录

图表 1：SPSIOP 基本信息	4
图表 2：SPSIOPTR 与 SPSIOP 走势对比（以 2010 年 5 月 21 日为基准）	4
图表 3：SPSIOPTR 与 SPSIOP 收益对比	5
图表 4：2005 年 12 月以来布伦特原油与 SPSIOPTR 走势	5
图表 5：2020 年 1 月以来布伦特原油与 SPSIOPTR 走势	6
图表 6：油价 7 轮牛熊中 SPSIOPTR 和油价相关系数	6
图表 7：华宝油气 LOF 基本信息	7
图表 8：2012 年 6 月以来布伦特原油与华宝油气 LOF 走势	7
图表 9：2020 年 1 月以来布伦特原油与华宝油气 LOF 走势	8
图表 10：美国原油库存及原油价格	8
图表 11：样本页岩油气企业经营活动现金流与 CAPEX	9
图表 12：样本页岩油气企业偿还长期借款所支付的现金	9
图表 13：样本页岩油气企业股利、回购额与原油价格	10
图表 14：样本页岩油气企业历史资本开支及 2022 年指引	10
图表 15：样本页岩油气企业历史原油产量及 2022 年指引	11
图表 16：Permian 产区三类油气井数量	11
图表 17：Permian 产区原油新钻井单井产油量	12
图表 18：俄罗斯原油产量（千桶/天）	12
图表 19：俄罗斯原油出口量（千桶/天）	13
图表 20：欧盟对俄罗斯第六轮制裁中与原油相关内容	13
图表 21：2021 年 8 月以来 OPEC10 生产配额与产量变化（千桶/天）	14
图表 22：美国战略石油储备（百万桶）	15
图表 23：美国原油库存	15
图表 24：美国汽油库存	16
图表 25：美国炼厂开工率	16
图表 26：出行指数-美国	17

图表 27：出行指数-英国.....	17
图表 28：出行指数-德国.....	17
图表 29：出行指数-意大利	17
图表 30：出行指数-西班牙	17
图表 31：出行指数-法国.....	17

1、油价上行背景下美国油气股投资价值突出

1.1、油价上行或将为 SPSIOP 打开上升空间

SPSIOP (S&P Oil & Gas Exploration & Production Select Industry Index, 标普石油天然气勘探及生产精选行业指数) 为由标普公司发布, 用于衡量石油和天然气勘探与生产行业表现的指数。SPSIOP 的成分股来自于标普油气勘探开发子行业, 截至 5 月 31 日包含 61 只成分股, 全部为美股上市公司。SPSIOP 为等权重指数, 以每季度最后一个月第二个周五的收盘价为参考对成分股进行调整, 在调整初期成分股的权重相等。

图表 1: SPSIOP 基本信息

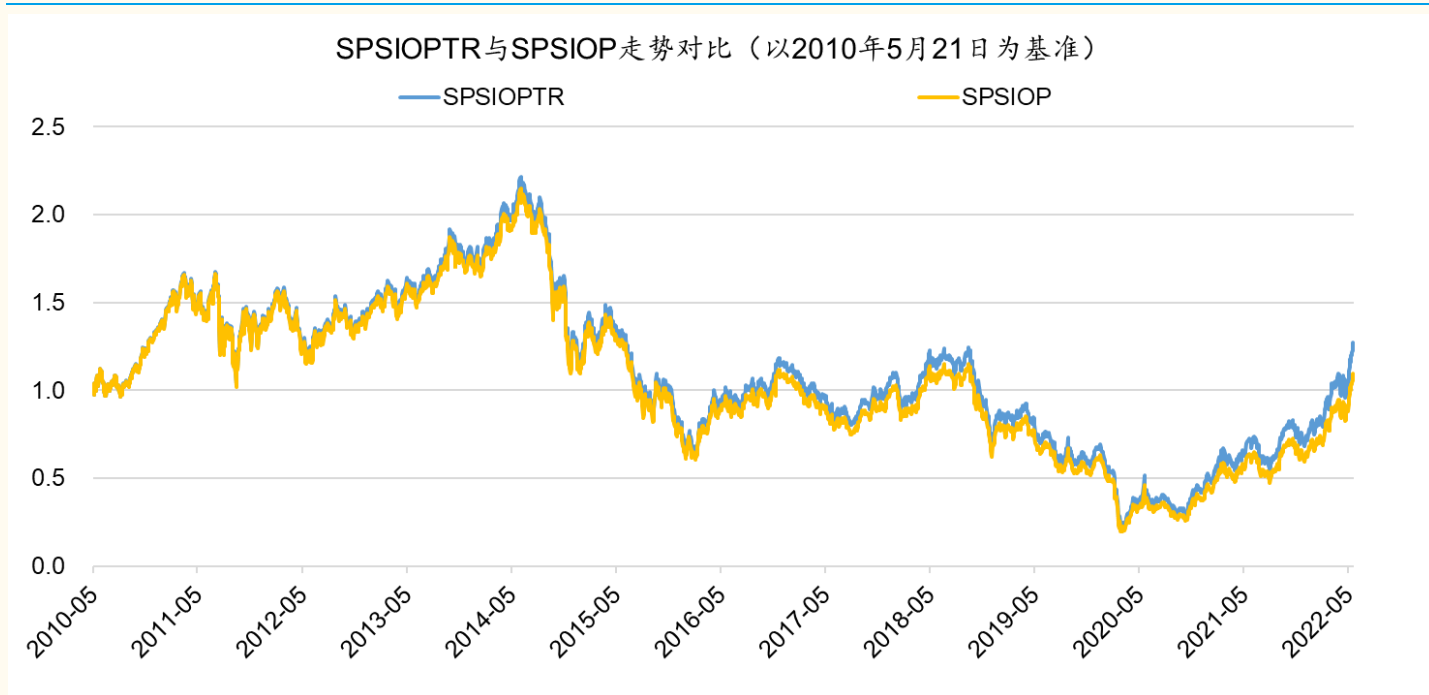
S&P Select Industry Indices			
加权方式	修正等权重		成分股数量
调整频率	每季度		61
计价单位	美元		EQT Corporation
发布日期	2006年6月19日		Southwestern Energy Co
系列指数	价格指数	SPSIOP	Antero Resources Co
	全收益指数	SPSIOPTR	Valero Energy Cop
	净收益指数	SPSIOPN	HF Sinclair Corporation
估值指标	历史市盈率	45.19	Marathon Oil Corp
	预期市盈率	7.03	Coterra Energy Inc
	市净率	2.58	PBF Energy Inc A
	股息率	1.43%	Hess Corp
	市销率	1.12	Marathon Petroleum Cop
	市现率	7.59	
		最大成分股持仓	3.30%
		前十大成分股持仓	26.90%

来源: S&P, 国金证券研究所

注: 表中数据截至 2022 年 5 月 31 日

SPSIOPTR 为 SPSIOP 对应的全收益指数, 价格指数仅计算了成分股股价的变化, 与价格指数相比, 全收益指数考虑了成分股分红的影响, 因此长期来看全收益指数的涨幅通常高于价格指数, 在油企普遍增加股东回报的背景下, SPSIOPTR 与 SPSIOP 收益率之间的差异或将进一步扩大, SPSIOPTR 较 SPSIOP 具备更高的投资价值。

图表 2: SPSIOPTR 与 SPSIOP 走势对比 (以 2010 年 5 月 21 日为基准)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：SPSIOPTR 与 SPSIOP 收益对比

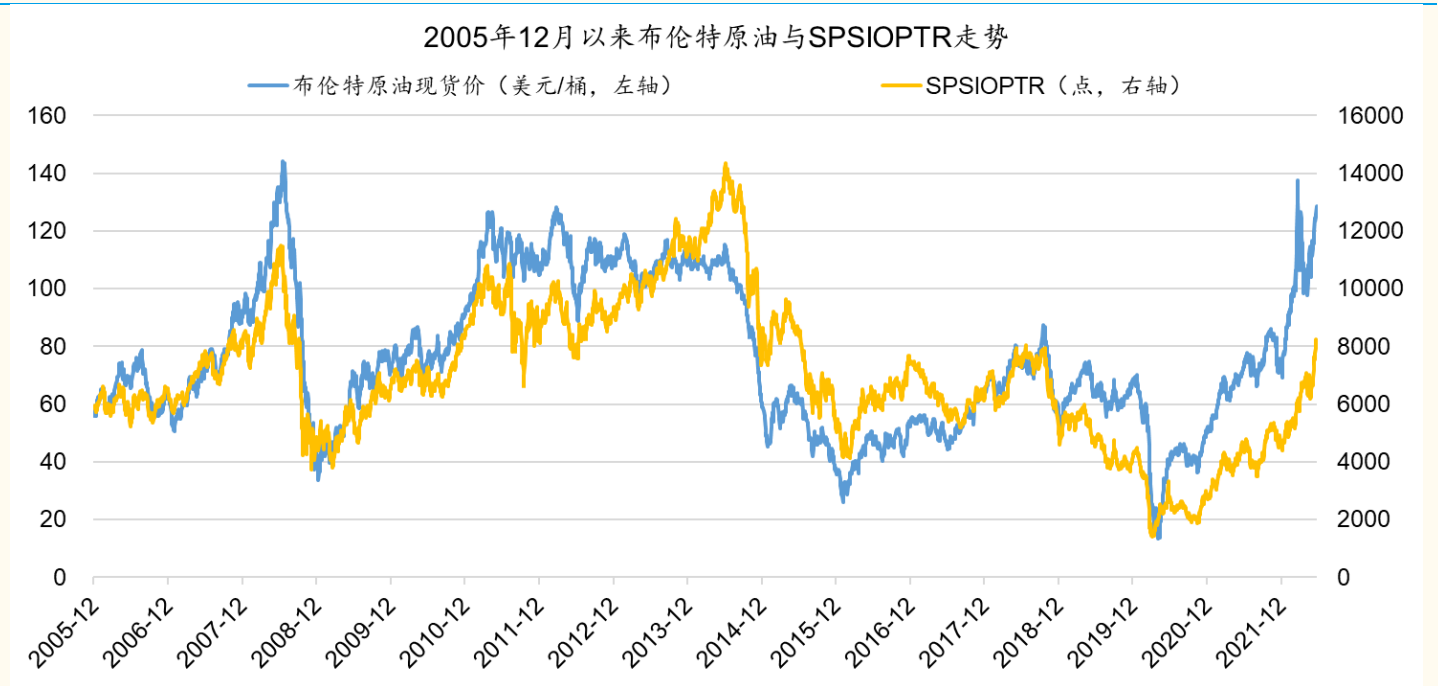
	收益			年化收益			
	1M	3M	YTD	1Y	3Y	5Y	10Y
SPSIOPTR	17.41%	32.85%	62.19%	77.34%	17.38%	5.37%	-0.62%
SPSIOP	16.99%	32.05%	60.76%	74.12%	14.99%	3.64%	-1.95%

来源：S&P，国金证券研究所

注：数据截至 5 月 31 日

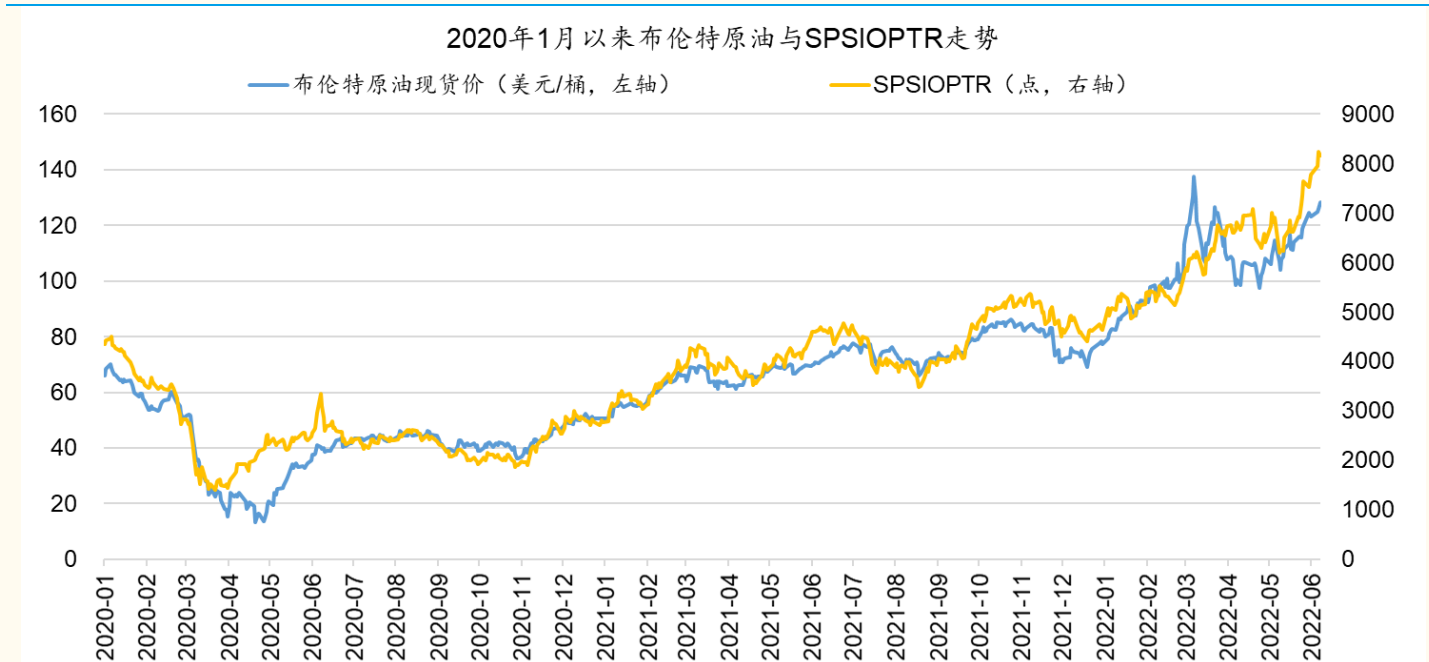
SPSIOPTR 走势与国际油价高度相关。2005 年 12 月以来，两者的相关系数为 0.77。在 2020 年 1 月 1 日至 2022 年 6 月 8 日期间，布伦特原油现货价格涨幅为 94.18%，SPSIOPTR 涨幅为 87.76%，两者的相关系数高达 0.96。2006 年以来油价共经历了 4 轮牛市和 3 轮熊市，本轮牛市中 SPSIOPTR 和油价的相关系数在历史 7 轮牛熊中排名第二。油价上涨对 SPSIOPTR 存在明显的推动作用，这种推动作用在本轮牛市中又达到了新的高峰，若油价进一步上涨，则将继续为 SPSIOPTR 打开向上空间。

图表 4：2005 年 12 月以来布伦特原油与 SPSIOPTR 走势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：2020 年 1 月以来布伦特原油与 SPSIOPTR 走势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：油价 7 轮牛熊中 SPSIOPTR 和油价相关系数

时间	SPSIOPTR和油价的相关系数	相关性排名
2006年底-2007年中	0.92	5
2007年中-2008年底	0.96	3
2008年底-2011年中	0.93	4
2014年中-2016年底	0.97	1
2015年底-2018年中	0.59	7
2018年中-2020年初	0.88	6
2020年初-2022年中	0.96	2

来源：Wind，国金证券研究所

1.2、以 SPSIOPTR 为业绩基准，华宝油气 LOF 具备投资价值

华宝油气 LOF 由华宝基金管理有限公司发行，其业绩比较基准为 SPSIOPTR，华宝油气 LOF 采取完全复制策略，投资目标为净值增长率与业绩比较基准之间的日均跟踪偏离度的绝对值不超过 0.5%，年化跟踪误差不超过 5%（以美元资产计价）。

在油企普遍加大股东回报力度的背景下，SPSIOPTR 与 SPSIOP 的收益差距将逐渐扩大，由于华宝油气 LOF 的业绩比较基准是 SPSIOPTR，因此其业绩目标比以 SPSIOP 为业绩比较基准更高，受油企增加分红的影响则较小。

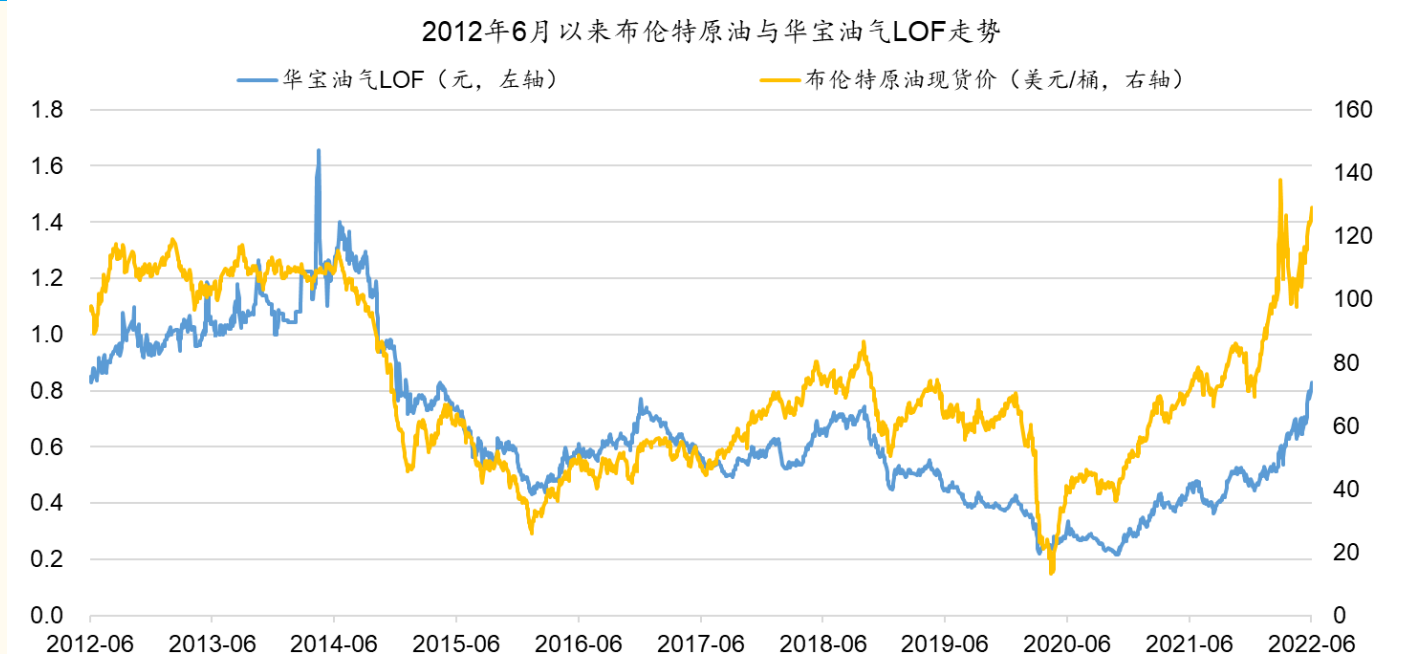
图表 7：华宝油气 LOF 基本信息

华宝标普石油天然气上游股票指数证券投资基金(LOF)			
基金简称	华宝油气	基金主代码	162411
基金运作方式	上市契约型开放式 (LOF)	基金经理	周晶、杨洋
基金管理人	华宝基金管理有限公司	基金托管人	中国建设银行股份有限公司
投资目标	通过严格的指数化投资策略, 实现基金投资组合对标的指数的有效跟踪, 力争控制净值增长率与业绩比较基准之间的日均跟踪偏离度的绝对值不超过 0.5%, 年化跟踪误差不超过 5% (以美元资产计价)。		
投资策略	本基金原则上采取完全复制策略, 即按照标的指数的成份股构成及其权重构建基金股票投资组合, 并根据标的指数成份股及其权重的变动进行相应调整。但在因特殊情况 (如股票停牌、流动性不足) 导致无法获得足够数量的股票时, 基金管理人将使用其他合理方法进行适当的替代, 追求尽可能贴近目标指数的表现。本基金还可能将一定比例的基金资产投资于与标的指数相关的公募基金、上市交易型基金, 以优化投资组合的建立, 达到节约交易成本和有效追踪标的指数表现的目的。		
业绩比较基准	标普石油天然气上游股票指数 (全收益指数)		
投资范围	(1) 标普石油天然气上游股票指数成份股、备选成份股; (2) 跟踪标普石油天然气上游股票指数的公募基金、上市交易型基金等; (3) 固定收益类证券、银行存款、现金等货币市场工具以及中国证监会允许本基金投资的其他产品或金融工具。本基金投资于标普石油天然气上游股票指数成份股、备选成份股的比例不低于基金资产净值的 80%, 投资于跟踪标普石油天然气上游股票指数的公募基金、上市交易型基金的比例不超过基金资产净值的 10%; 投资于现金 (不包括结算备付金、存出保证金、应收申购款等) 或者到期日在一年以内的政府债券的比例不低于基金资产净值的 5%。		

来源: Wind, 国金证券研究所

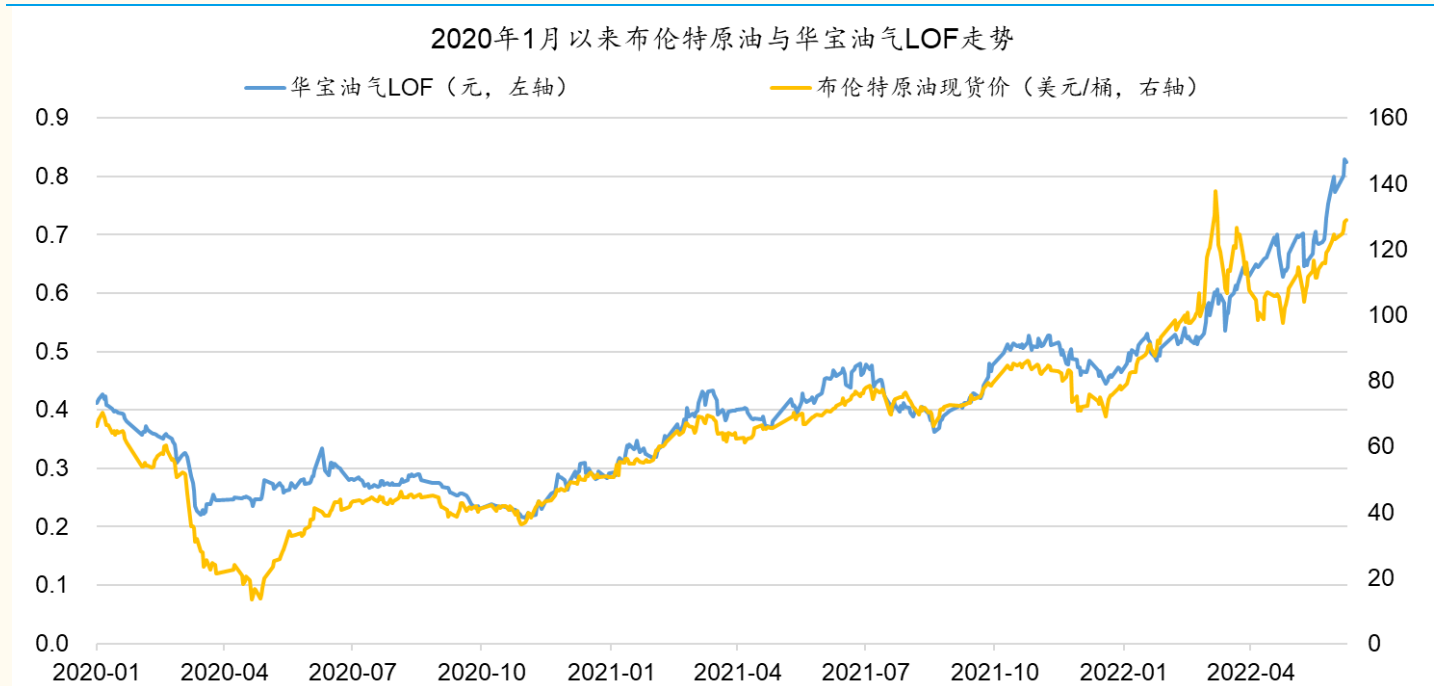
由于华宝 LOF 以 SPSOIPTR 为基准, 在有限的跟踪误差下, 其走势与国际油价同样高度相关。2012 年 6 月以来, 两者的相关系数为 0.76。在 2020 年 1 月 1 日至 2022 年 6 月 8 日期间, 布伦特原油现货价格涨幅为 94.18%, 华宝油气 LOF 涨幅为 101.46%, 两者的相关系数高达 0.95, 油价上涨最终也充分反映到了华宝油气 LOF 的收益中。

图表 8：2012 年 6 月以来布伦特原油与华宝油气 LOF 走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9：2020 年 1 月以来布伦特原油与华宝油气 LOF 走势

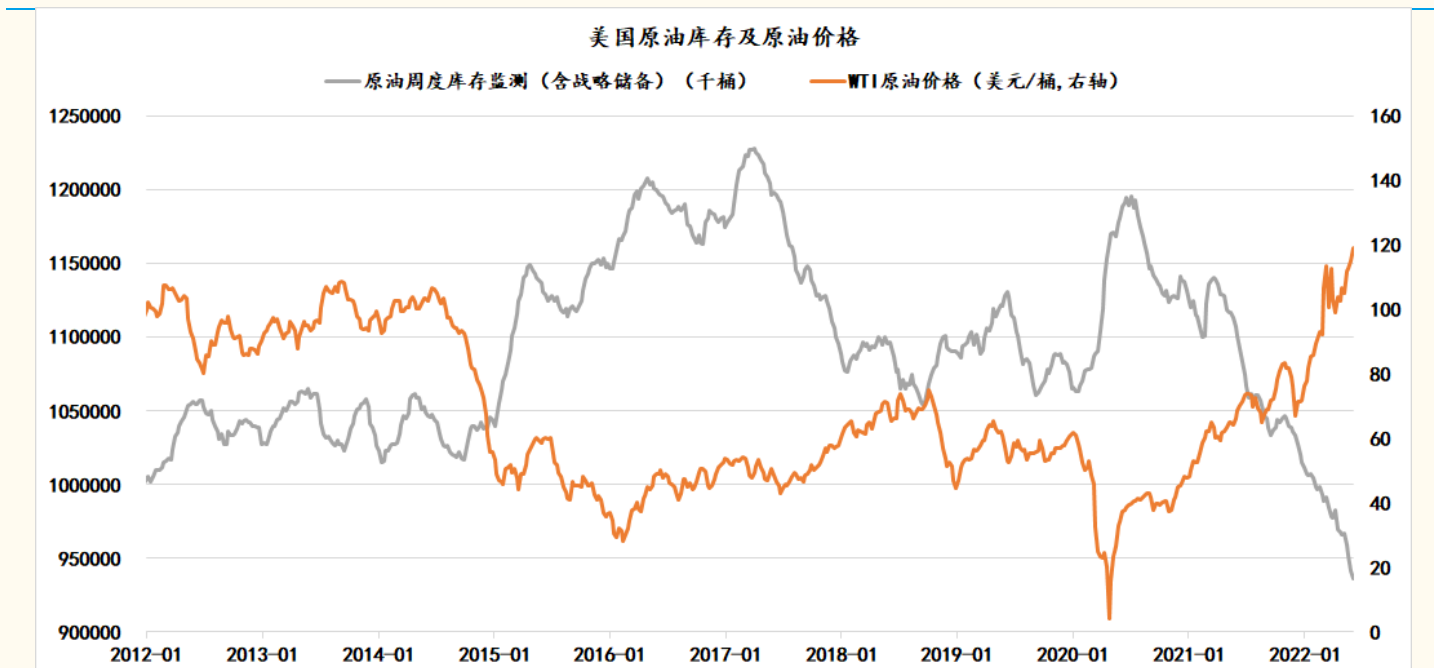


来源：Wind，国金证券研究所

2、油价中枢有望持续上行

长期以来，美国原油库存（含战略储备）与 WTI 原油价格之间存在明显的负相关性，随着成品油传统消费旺季的到来以及美国实施历史最大规模的释储，美国原油库存（含战略储备）或将进一步下降，油价则有较大概率将进一步超预期上涨。

图表 10：美国原油库存及原油价格

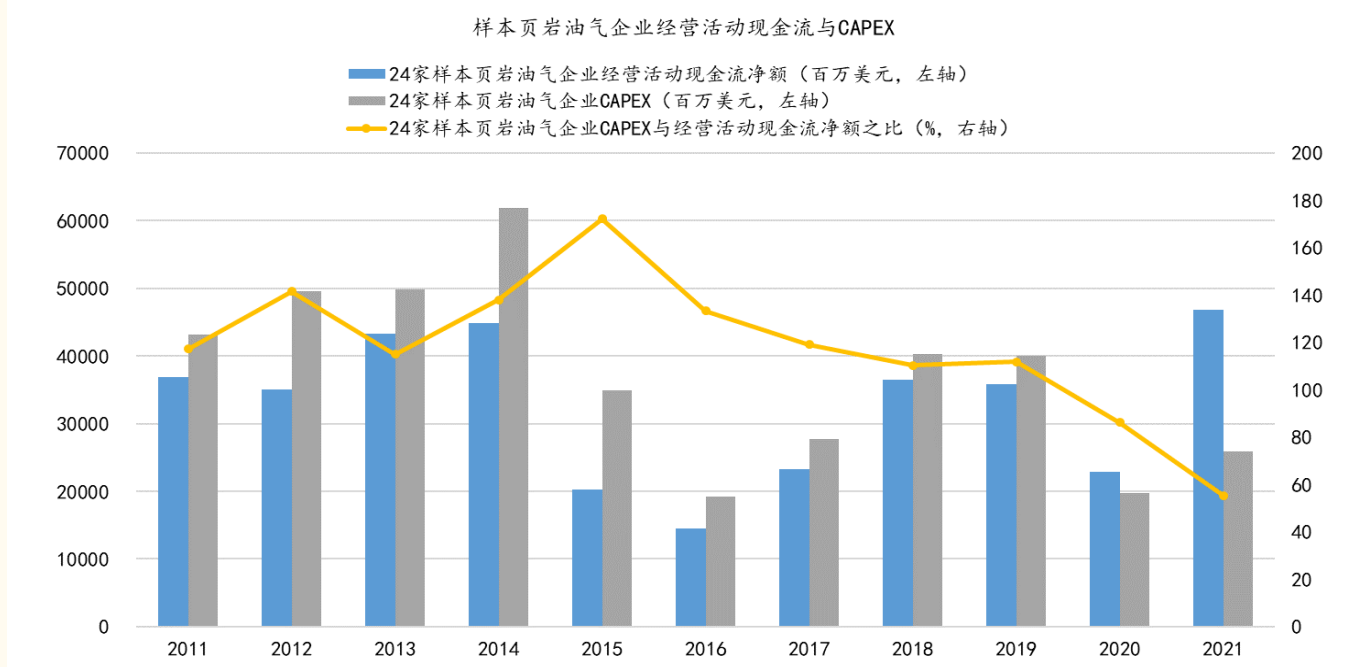


来源：EIA，国金证券研究所

2.1、资本开支与品位下滑双重影响，页岩油增量或低于预期

2020 年以后，受疫情、终端消费低迷等影响，油企资本开支与经营活动现金流净额之比下滑至 40% 左右，即使 2021 年全球原油需求及油价有较为显著的改善，油企资本开支依然增幅有限。

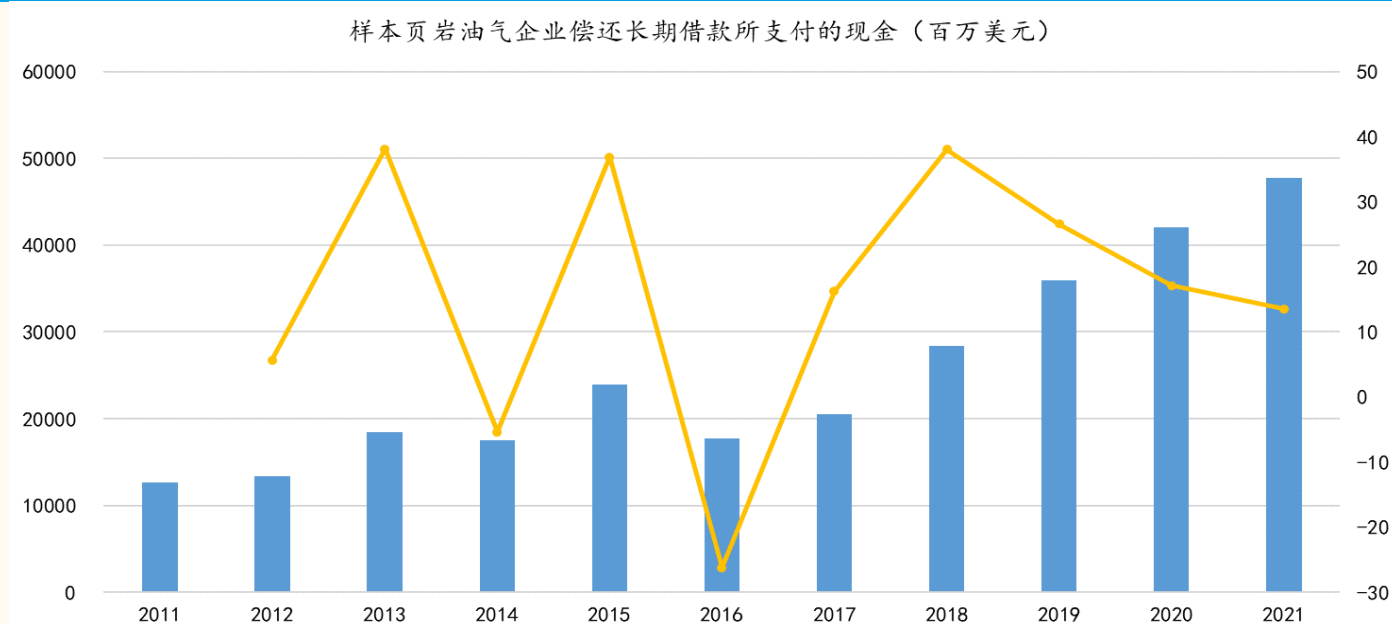
图表 11：样本页岩油气企业经营活动现金流与 CAPEX



来源：各公司公告，Reuters，Wind，国金证券研究所

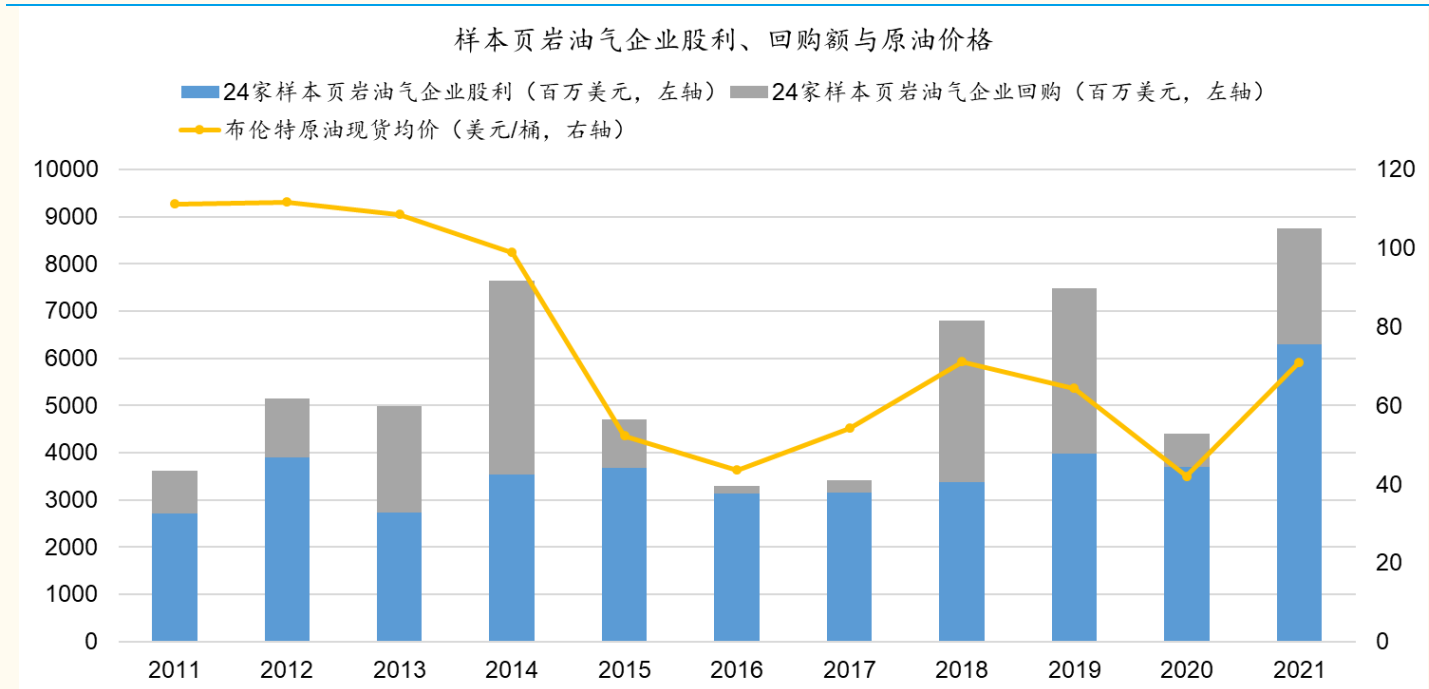
各大页岩油企业筹资活动现金流净额出现大规模流出，一方面是页岩油企业用于偿还长期债务现金流逐年上升，另一方面是页岩油企业增加了股东回报支出。因此，在油价上涨推动页岩油气企业经营活动现金流净额的充裕后，降杠杆，提高股东回报成页岩油企业优先选择。

图表 12：样本页岩油气企业偿还长期借款所支付的现金



来源：Reuters，国金证券研究所

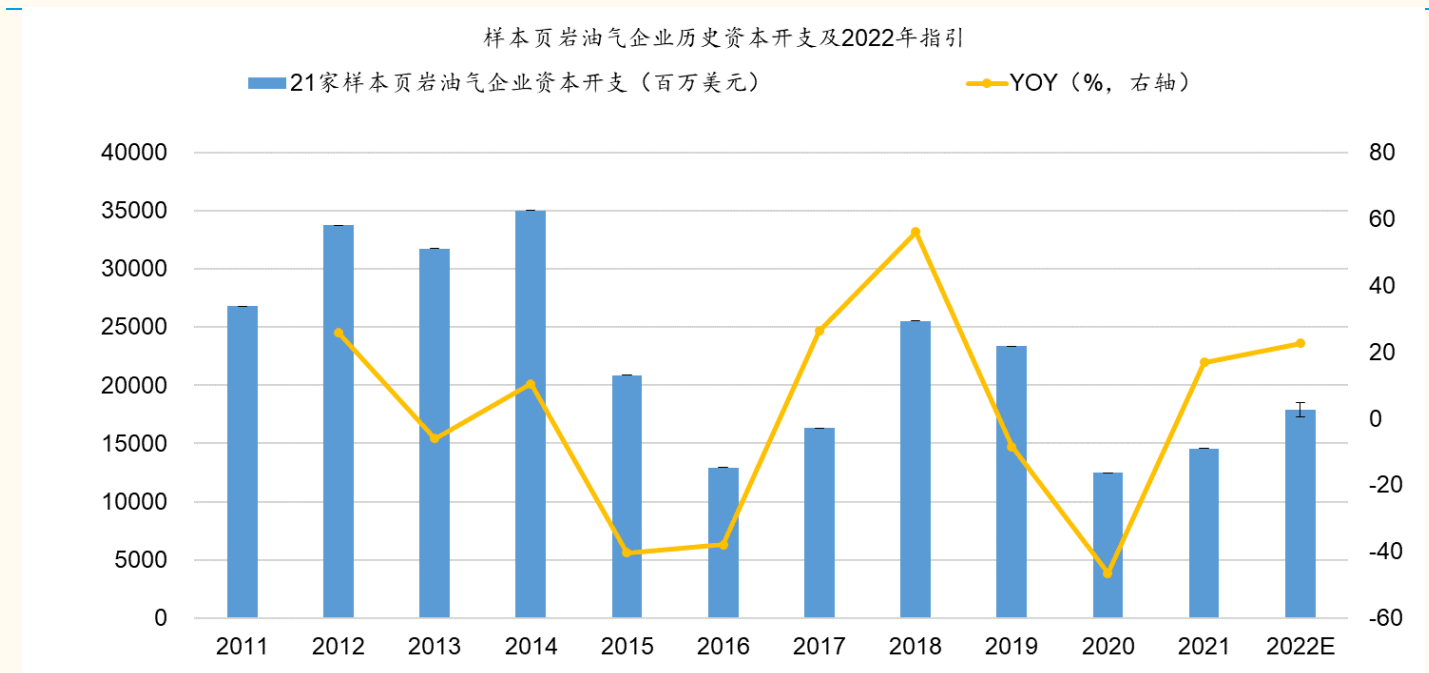
图表 13：样本页岩油气企业股利、回购额与原油价格



来源：各公司公告，Wind，国金证券研究所

我们统计了 21 家页岩油企业和 10 家综合油企 2022 年资本开支预算以及产量指引（部分企业由于暂未披露数据，样本企业数量相比前文略有差异）。可以发现，油价上涨后样本油企资本开支增幅较为有限，且资本开支指引涨幅高于原油产量指引，对于综合油企来说或意味着将增加油气行业以外的投资，对于页岩油企业来说降杠杆、增加股东回报成为经营活动现金流大幅上升后的优先选择。

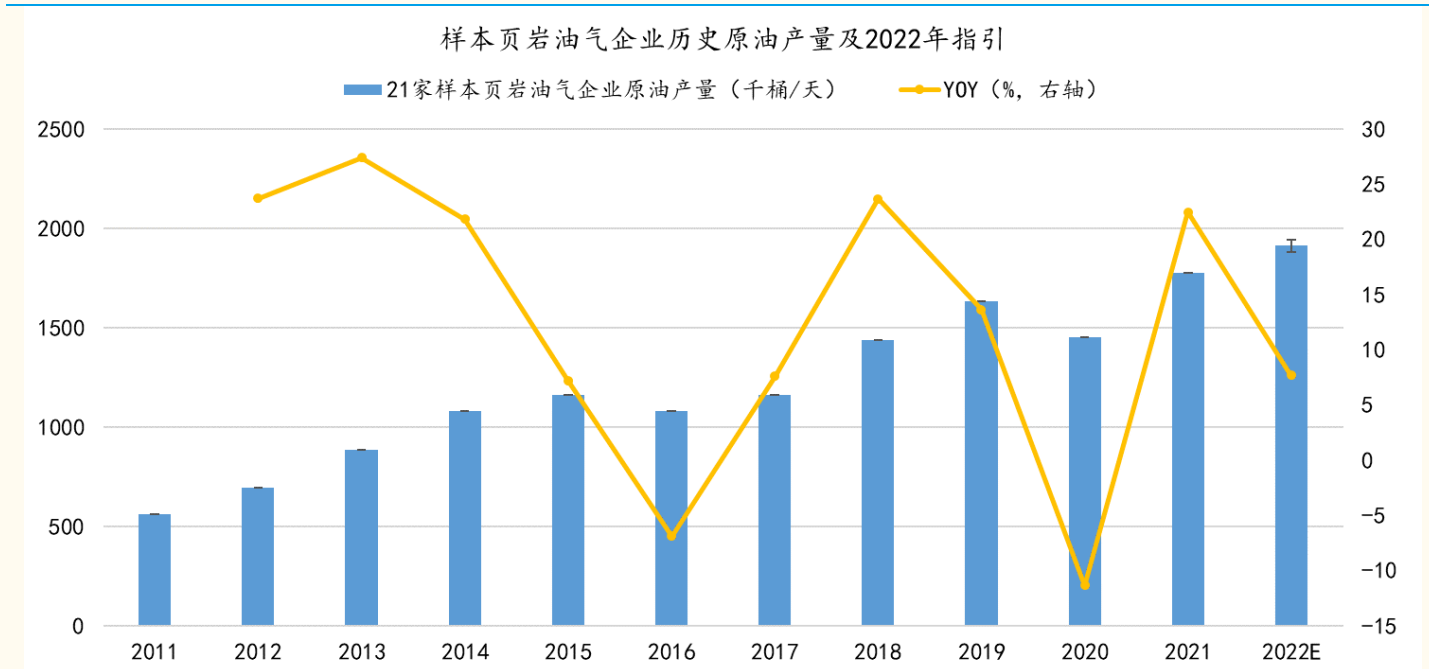
图表 14：样本页岩油气企业历史资本开支及 2022 年指引



来源：各公司公告，国金证券研究所

注：2022 年柱状图顶端的横线表示 2022 年企业 CAPEX 指引的上下限

图表 15: 样本页岩油气企业历史原油产量及 2022 年指引

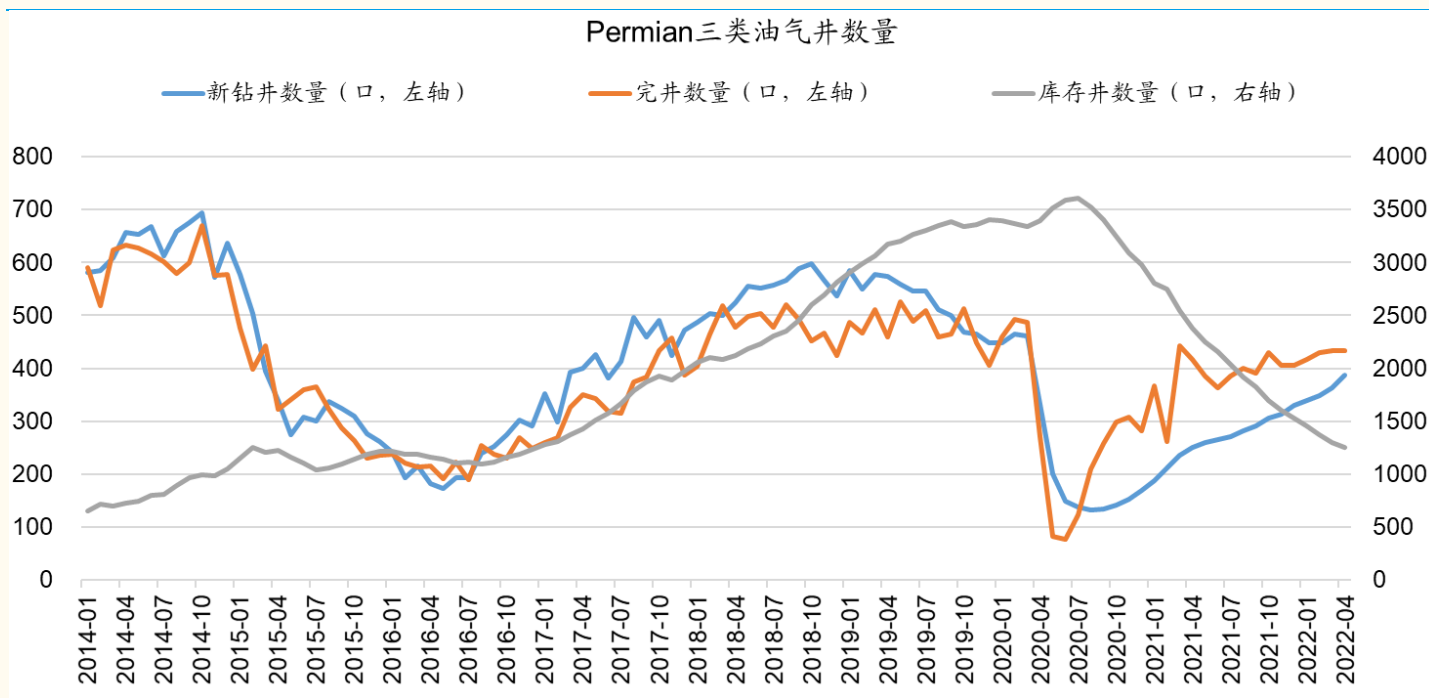


来源: 各公司公告, 国金证券研究所

注: 2022 年柱状图顶端的横线表示 2022 年企业原油产量指引的上下限, 部分企业原油产量指引通过液体燃料产量指引及 2021 年原油占比得到

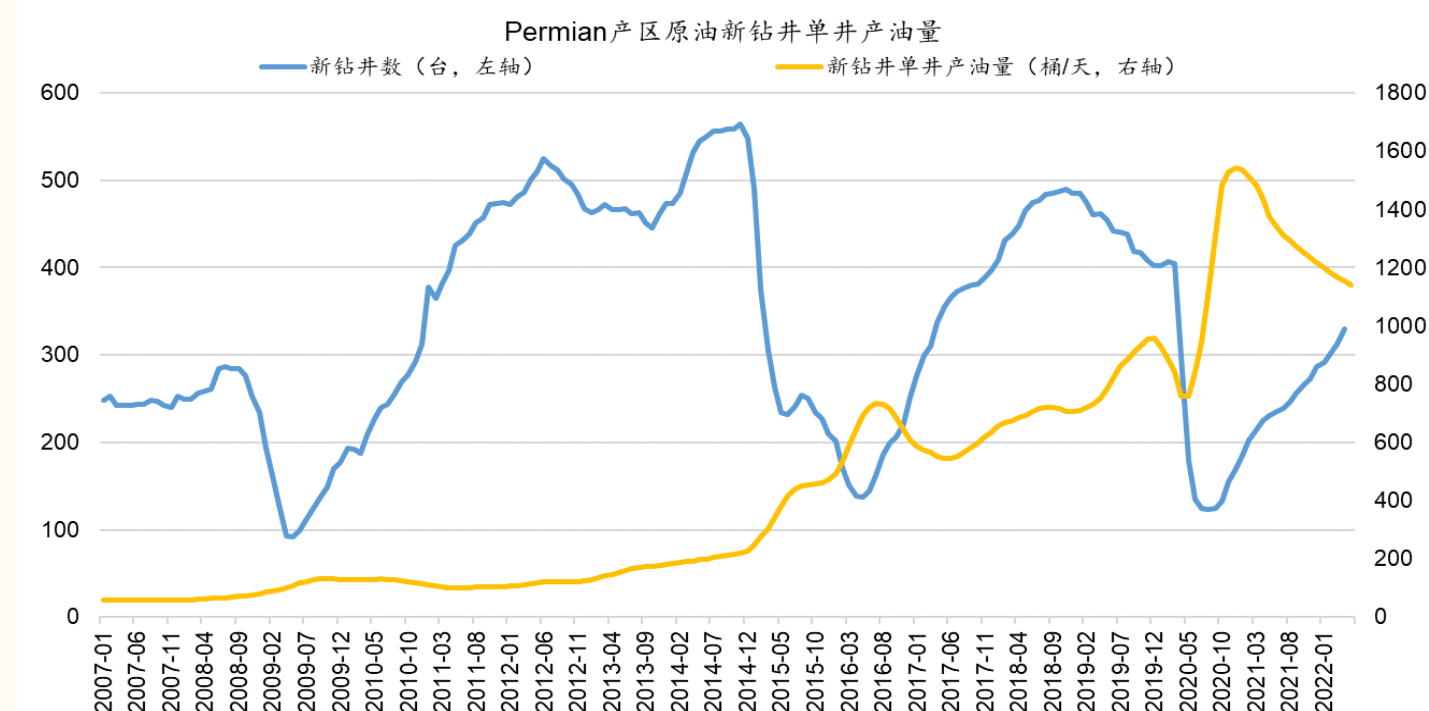
美国页岩油主产区 Permian 产区库存井数量已降至 2017 年的水平, 完井数量大于新钻井数量, 库存井持续消耗。相比 2021 年, Permian 产区当前的平均新打井产量下滑了约 25% (油) 和约 33% (天然气), 叠加样本页岩油企业 2022 年资本开支增速高于产量增速, 我们认为美国页岩油气新井的综合资源品位已出现下滑, 背后反映的是疫情过后页岩油气公司为了避免破产从而快速回收现金流过程中对品位最优区块的快速消耗。高品位资产的消耗叠加库存井持续减少, 页岩油气潜在增量可能持续低于预期。

图表 16: Permian 产区三类油气井数量



来源: EIA, 国金证券研究所

图表 17: Permian 产区原油新钻井单井产油量

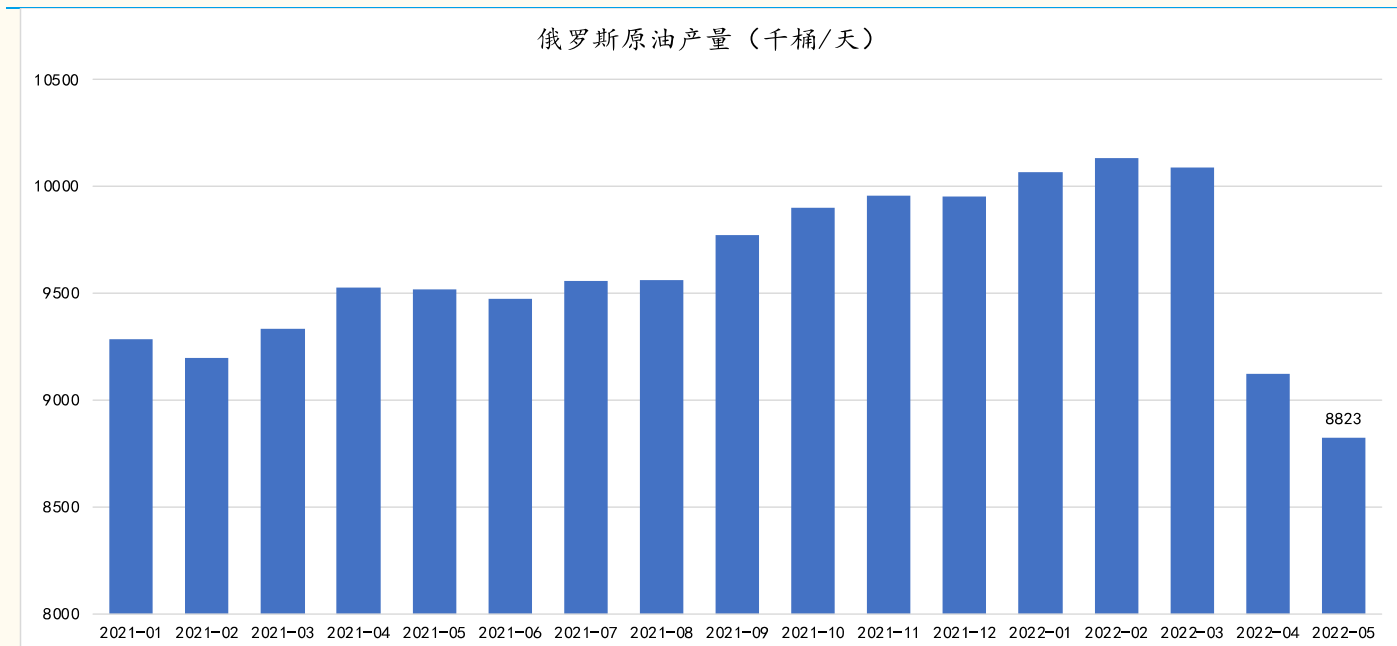


来源: EIA, 国金证券研究所

2.2、俄乌冲突持续影响俄罗斯原油供应能力

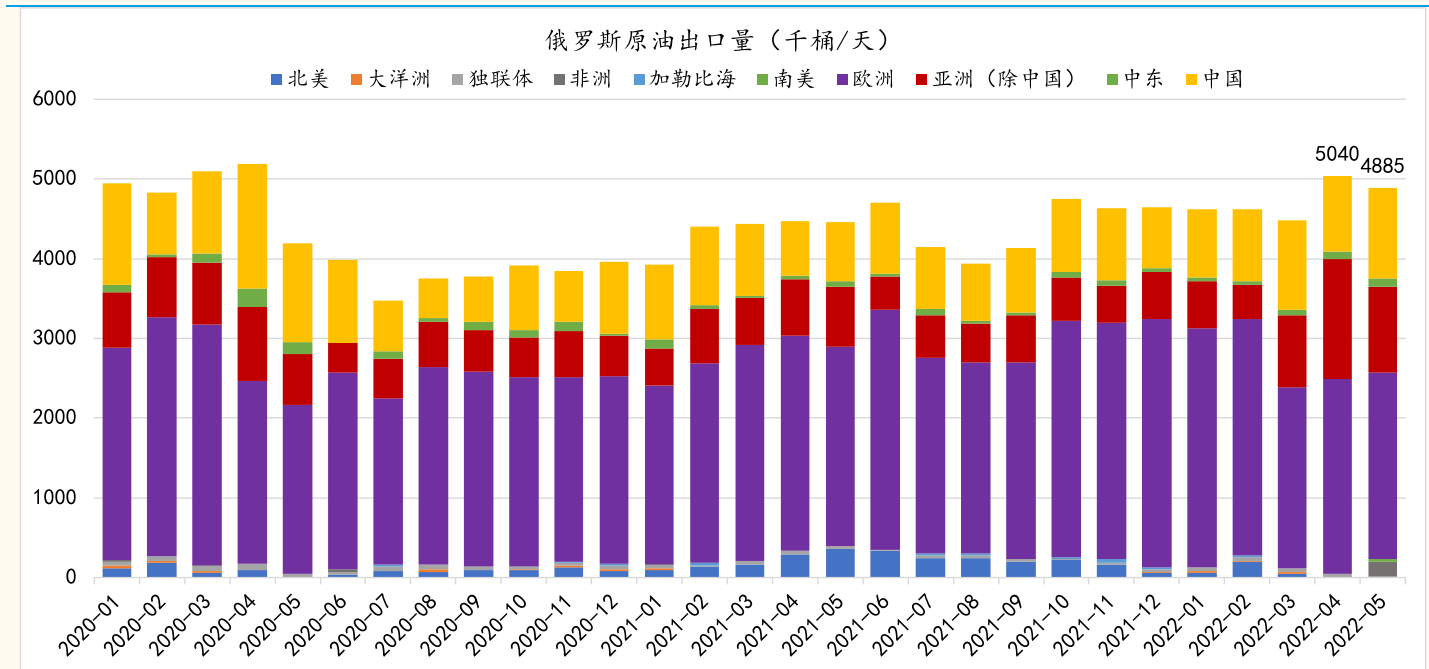
我们通过卫星大数据模型对俄罗斯原油产量以及俄罗斯原油出口数据监测, 我们较为显著的发现, 俄罗斯原油产量自 4 月起出现较为显著下滑, 且 5 月维持产量下滑趋势, 当前原油产量已从高点 1013 万桶/天下滑至 882 万桶/天。与此同时, 俄罗斯原油出口 4 月出现较为显著的飙升, 5 月出口数据虽相较 4 月略有回落但持续强劲, 欧盟潜在制裁还未对俄罗斯原油供应 (出口) 产生实质影响。

图表 18: 俄罗斯原油产量 (千桶/天)



来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表 19：俄罗斯原油出口量（千桶/天）



来源：Rystad Energy，国金数字未来 Lab，国金证券研究所

一旦欧盟制裁严格执行，或大幅加剧供需缺口。由于俄罗斯原油产量及出口量趋势存在较为显著的差异，俄罗斯原油持续处于去库存状态中，假使俄罗斯原油产量持续维持下滑趋势但出口维持当前强劲状态。与此同时，欧盟禁运制裁如果严格执行，或导致俄罗斯边际供应显著下降的可能性。更显著的库存去化或是禁运制裁导致俄罗斯原油供应边际大幅下滑，均可能推动油价迎来更大的上涨风险。

图表 20：欧盟对俄罗斯第六轮制裁中与原油相关内容

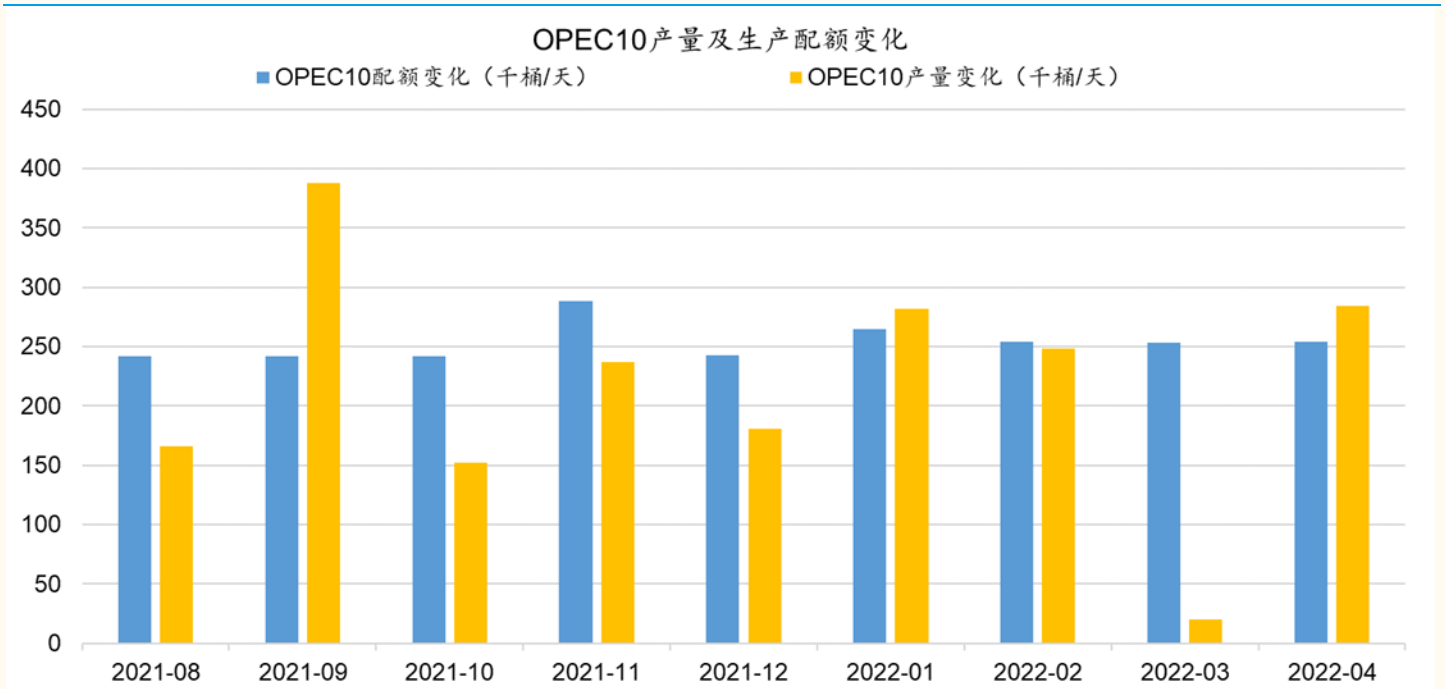
内容	具体内容	备注
石油禁运	欧盟将逐步停止对俄罗斯原油及石油产品的进口，海运原油的现货交易及执行现有合同的交易在6个月后将禁止，石油产品进口将在8个月后被禁止	管道原油进口将得到豁免，但得到豁免的成员国不得向第三国转售管道进口原油
石油运输服务	欧盟实体将在6个月后被禁止为向第三国运输原油提供保险和融资服务	

来源：EU，国金证券研究所

2.3、增产多次不及配额，OPEC 高油价诉求明显

OPEC+成员国增产意愿不强，边际增量存在不确定性。在 2021 年 8 月至 2022 年 4 月期间，OPEC10 在其中 6 个月的产量增长幅度低于配额增长，9 个月产量增量比配额增量低 32.4 万桶/天。2022 年 4 月 OPEC10 产量为 2446.4 万桶/天，生产配额为 2531.5 万桶/天，仍有 85.1 万桶/天的富余生产配额。

图表 21：2021 年 8 月以来 OPEC10 生产配额与产量变化（千桶/天）



来源：OPEC，国金证券研究所

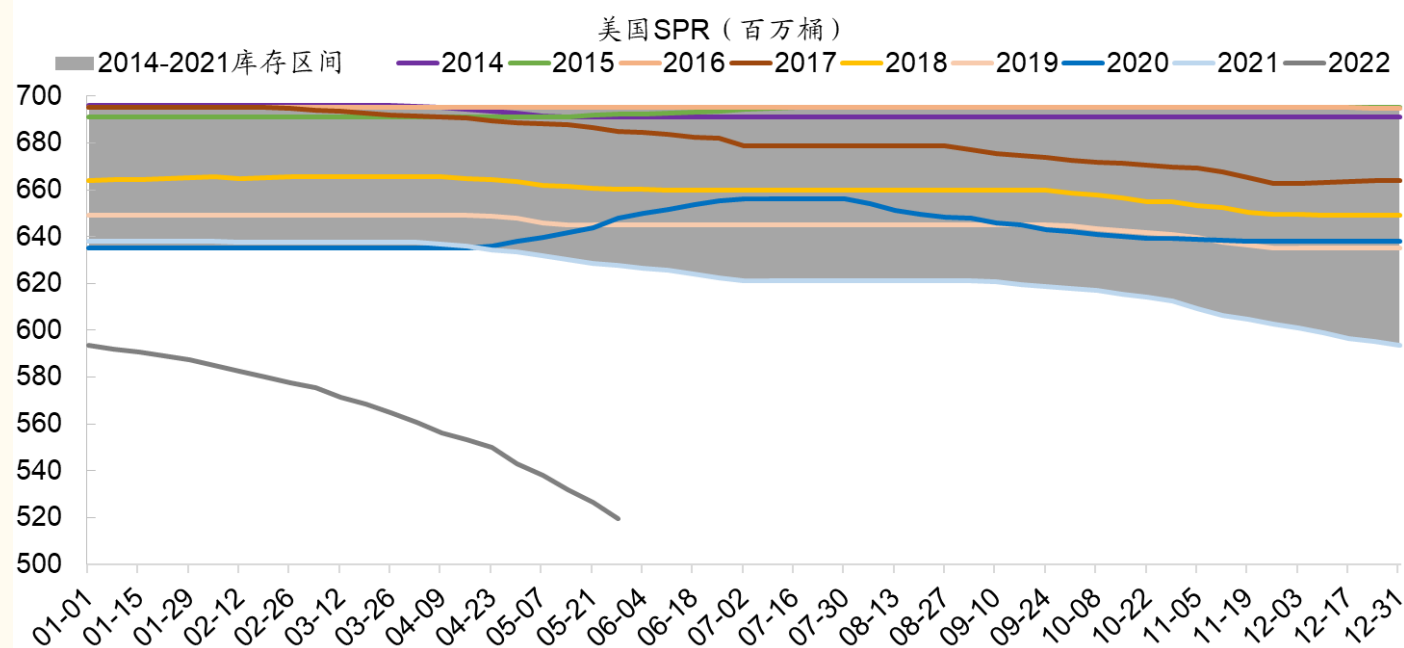
在最新的 6 月 OPEC+部长级会议中，OPEC+决定上调 7-8 月增产规划，从往期每月增产 43.2 万桶/天计划上调至 64.8 万桶/天，增产配额上调 21.6 万桶/天，相比之前规划上调 50%，但我们要强调的是，7-8 月合计额外增产的 43.2 万桶/天实际是通过将 9 月的 43.2 万桶/天前移，整体仅为增产节奏调整，并未增加额外配额。

在 7 月 OPEC+增产计划中，俄罗斯持续为增产“主力军”，而由于俄罗斯原油产量持续呈下滑趋势且俄罗斯原油对全球供应量在欧盟原油禁运政策下或存在边际下滑可能性，OPEC+增产规划实际执行率存在较为显著的落空风险。

2.4、油价全靠短期手段压制，中长期供求缺口不可忽视

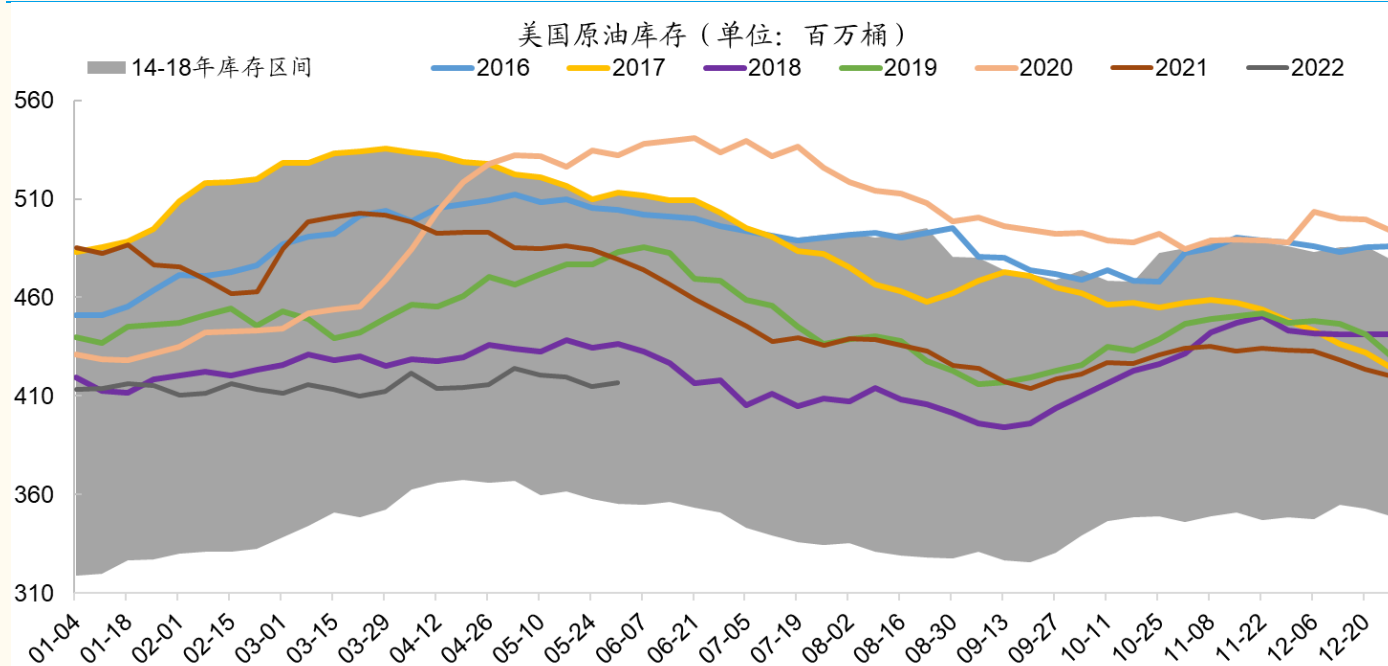
在全球原油供需持续偏紧情景下，IEA 和美国纷纷宣布释储，3 月 1 日，IEA 宣布在 30 天内释放 6270 万桶紧急石油库存，折合每天释放约 200 万桶。3 月 31 日，美国宣布将在 6 个月内释放 1.8 亿桶战略石油储备，即 100 万桶/天，为历史最大规模释储。4 月 1 日，为应对俄乌冲突带来的油价持续上行，IEA 再次在 6 个月内追加释放 1.2 亿桶石油战略库存，其中包含美国的 6055.9 万桶库存，这 6055.9 万桶库存同时也属于美国 3 月 31 日宣布释放的 1.8 亿桶储备之中，除去美国部分后折合每日释放约 33 万桶。总体来看，IEA 两次释储以及美国单独释储总规模达到 3 亿桶，在 3 月每日释放约 200 万桶，在 4-9 月每日释放约 133 万桶。IEA 两次释储共释放 1.8 亿桶石油库存，占 IEA 库存的 8.67%。美国目前战略石油储备为 5.65 亿桶，1.8 亿桶占其战略石油储备的 31.86%，本次释储规模较大，目前美国战略石油储备规模处于 2002 年以来新水平，若继续释放 1.8 亿桶储备，则其储备规模将下降至 3.85 亿桶，为 1984 年的储备水平。

图表 22：美国战略石油储备（百万桶）



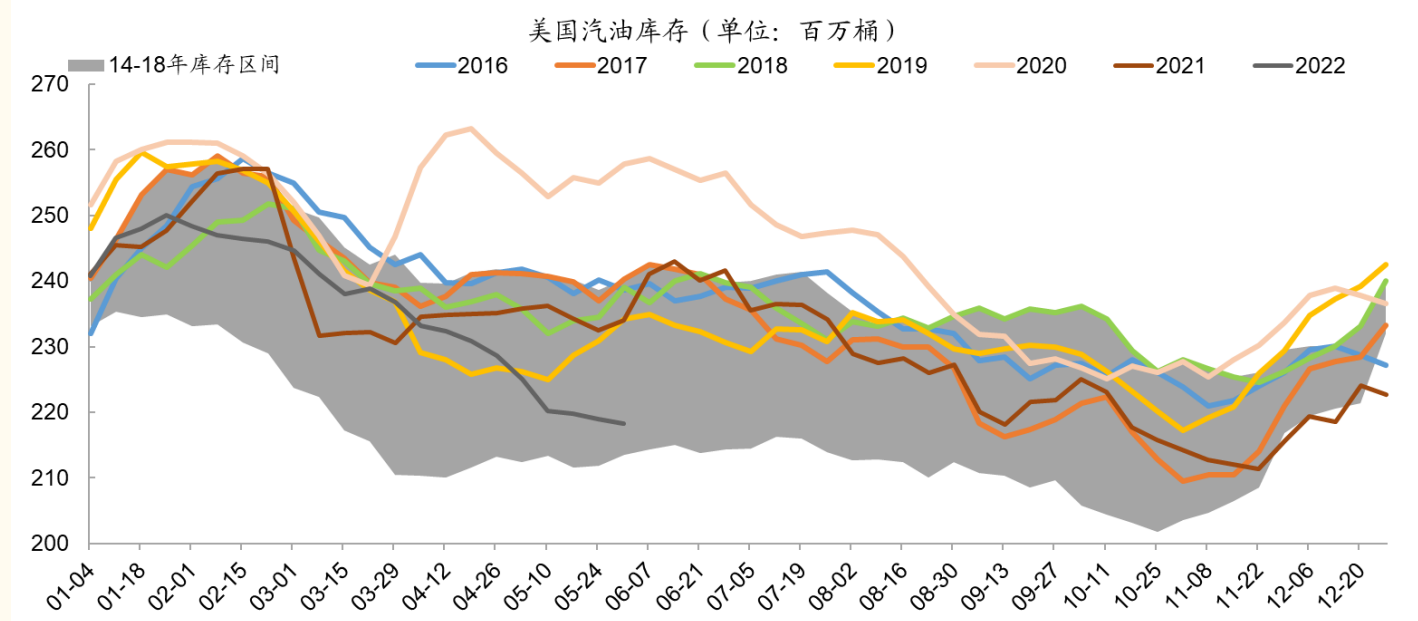
来源：EIA，国金证券研究所

图表 23：美国原油库存



来源：EIA，国金证券研究所

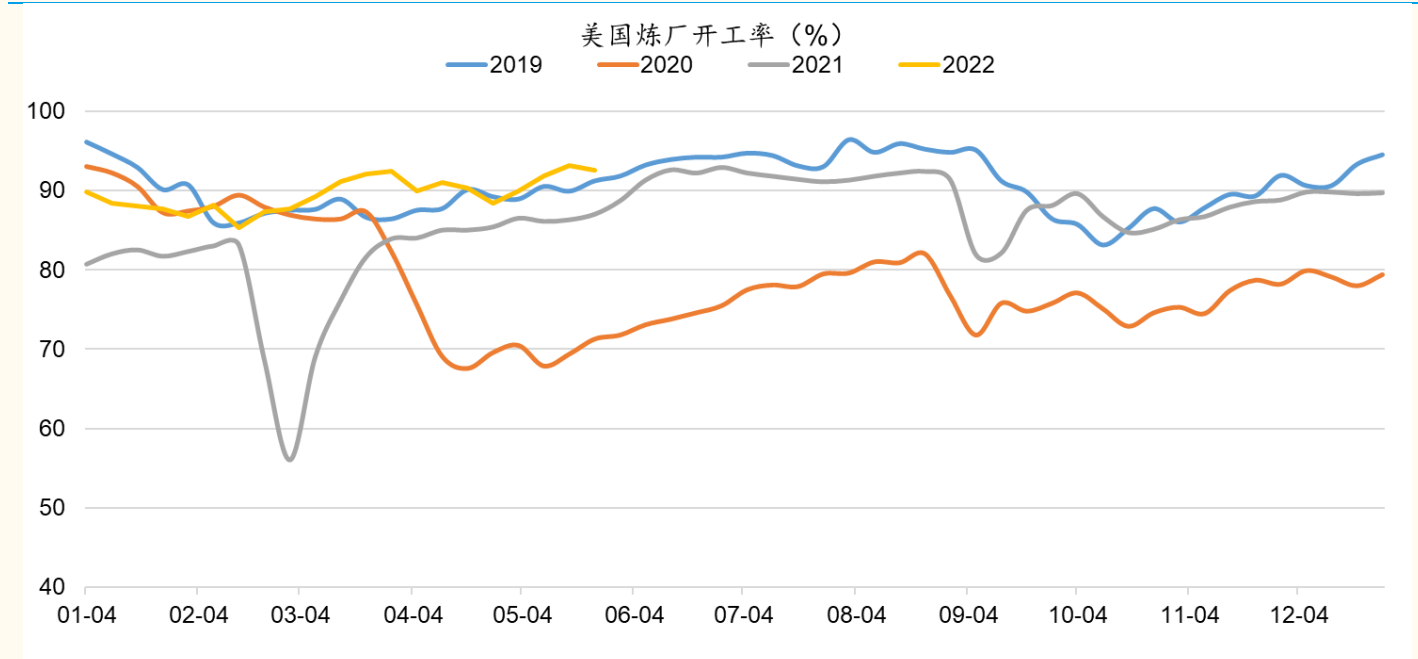
图表 24：美国汽油库存



来源：EIA，国金证券研究所

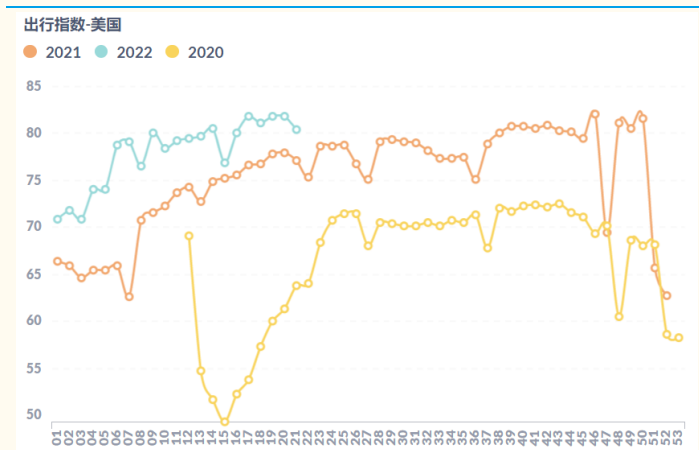
。2022 年 3 月以来美国炼厂开工率维持在近 4 年的最高水平，截至 5 月 13 日，美国炼厂开工率达到 91.8%，高于历史同期。通过对我们的独家卫星大数据进行监测，我们发现欧美出行已明显恢复。成品油消费旺季通常在 6-9 月，因此 6 月后炼厂开工率较大概率将进一步走高，目前炼厂开工率便已超过 90%，在成品油供应紧张及高利润的刺激下，我们预计 2022 年炼厂开工率将全年维持高位。

图表 25：美国炼厂开工率



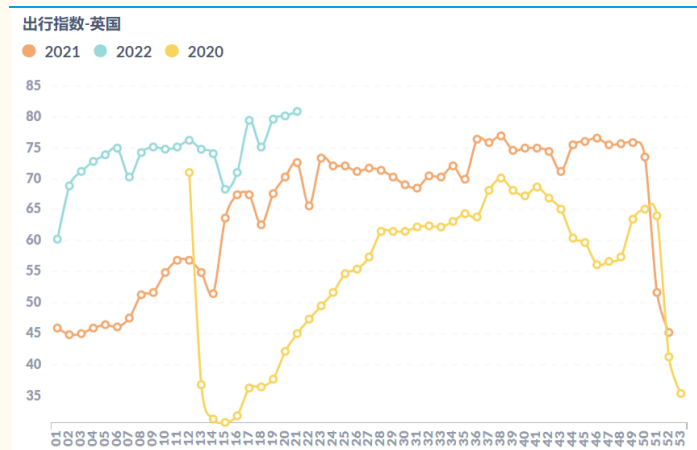
来源：EIA，国金证券研究所

图表 26：出行指数-美国



来源：国金证券研究所

图表 27：出行指数-英国



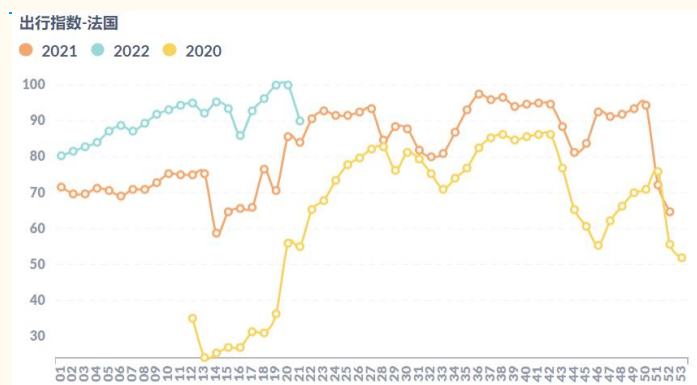
来源：国金证券研究所

图表 28：出行指数-德国



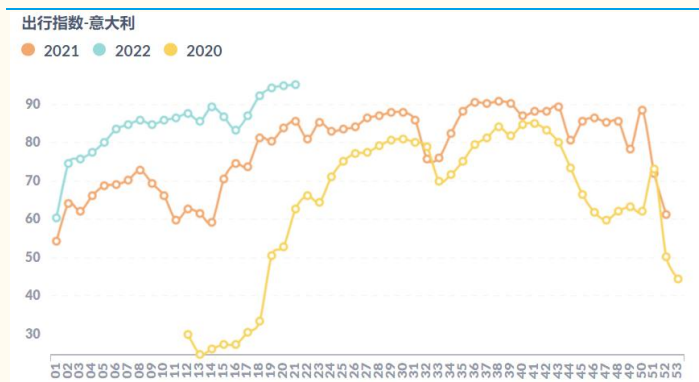
来源：国金证券研究所

图表 29：出行指数-意大利



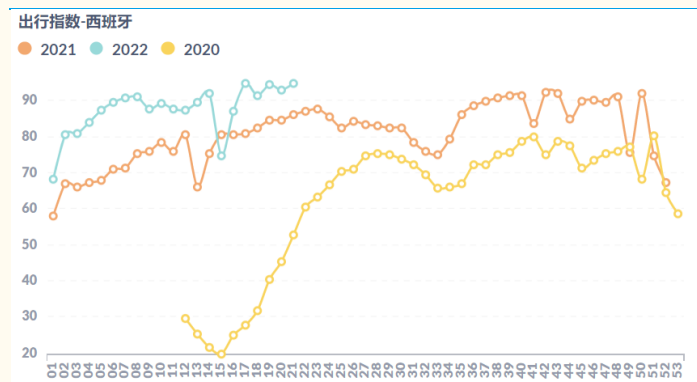
来源：国金证券研究所

图表 30：出行指数-西班牙



来源：国金证券研究所

图表 31：出行指数-法国



来源：国金证券研究所

目前原油供应边际增量主要来自美国和 OPEC+增产以及 IEA 成员国释储，需求端，欧美出行已基本恢复，且成品油消费旺季即将到来。根据我们在报告《警惕油品飙升风险！》中的测算，在未考虑俄罗斯原油产量受损的情况下，6-9月供需缺口或达 116 万桶/天，全球原油供需结构或持续偏紧。

3、风险提示

- 1、地缘政治扰乱全球原油市场：俄乌局势变化、伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件或造成供应端的不确定性，扰乱全球原油市场；
- 2、疫情爆发扰乱需求：当前奥密克戎对全球原油需求端影响已逐步减弱，但新型变种的出现存在对全球原油需求产生负面影响可能性；
- 3、美国持续释放战略库存增加边际供应：当前美国宣布释放 100 万桶/天战略原油库存，供应端或带来增量，后续如果美国持续增加战略库存释放量，或对全球原油供需平衡有所改善。
- 4、美联储加息或抑制终端需求：美联储加息或带动美元指数走强，而美元指数与原油价格通常为负相关走势，假使美联储加息或对原油价格产生扰动。
- 5、原油价格持续维持高位刺激油气公司修改勘探开发资本开支计划：全球原油供应短缺担忧叠加俄乌冲突推动原油价格快速上涨，如果原油价格持续维持高位，油气公司存在修改当前资本开支计划可能性；
- 6、卫星定位和油轮跟踪数据误差对结果产生影响：卫星数据误差包括与卫星定位直接有关的定位误差，以及与卫星信号传播和接收有关的系统误差。
- 7、其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响：由于第三方数据来源涉及联合国，各类商业机构，各国政府组织等，数据准确程度不一，从而有可能出现误差。
- 8、模型拟合误差对结果产生影响：由于数据体量较大，且数据并非完美，而模型也无法做到完美捕捉数据本身，从而导致误差。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402