



供应链专题分析报告

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：厉梦颖（执业 S1130526030001） 分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

limengying@gjzq.com.cn

songxuetao@gjzq.com.cn

霍尔木兹复航后的油价路径

市场对霍尔木兹危机的定价，正在从关闭冲击转向复航节奏。尽管协议预期已在一定程度上压缩了风险溢价的上行空间，但霍尔木兹复航的节奏与深度，才是决定未来油价路径的核心变量。

我们基设置了五种霍尔木兹通航恢复的情景。具体来看，S0 对应快速修复情景，美伊较快达成停火与通航安排，后续核问题、资产解冻和制裁解除谈判推进相对顺利。S1 对应基准修复情景，停火安排顺利执行，霍尔木兹在 6-7 月逐步恢复通行，通道约束逐步让位于产量爬坡和贸易流向修复。S2 对应低信用复航情景，海峡名义通行恢复，但核心议题推进偏慢，船东、保险和货主回流不足。S3 对应阶段复航后再受阻情景，停火窗口内有阶段性通行，但 30-60 天后谈判受阻，8 月后通行规则再度不稳，稳定复航可能推迟至年底或 2027 年初。S4 对应停火破裂、二次封锁情景，停火未能落地或执行失败，霍尔木兹重新进入阶段性封锁或准封锁，通道信用二次受损，尾部风险溢价可能延续至 2027 年上半年。

测算结果显示，2026 年油价压力主要集中在二季度和三季度，情景分化从三季度开始明显拉开。整体看，即便进入 2027 年上半年，除快速复航情景外，油价中枢仍明显高于危机前水平。

风险提示

地缘局势演化超预期；复航与复产节奏存在不确定性；模型参数与外生变量假设存在偏差。



内容目录

一、	霍尔木兹不会简单回到从前	3
二、	未来油价路径	6
	风险提示	9

图表目录

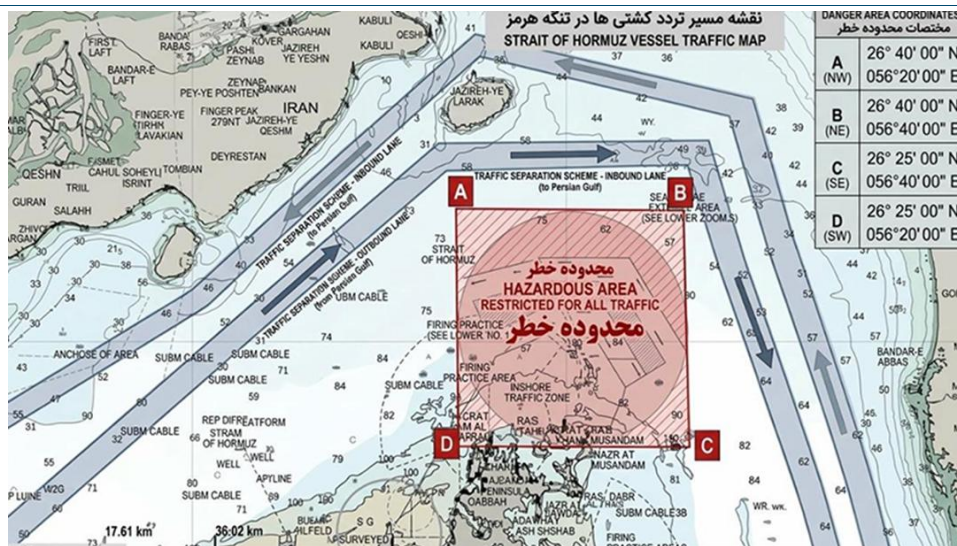
图表 1:	伊朗管控霍尔木兹海峡后，正式发布的获准船舶进出通行航线	3
图表 2:	红海船舶活动显示经由曼德海峡的原油油轮通行量有所抬升，但集装箱船通行量仍然非常有限	3
图表 3:	近期中东地区原油及凝析油减产规模达 1150 万桶/天	4
图表 4:	自冲突开始以来，海上基础设施和能源生产设施均遭到多起袭击	4
图表 5:	3 月初以来大部分船舶通行以驶出波斯湾为主	5
图表 6:	霍尔木兹海峡通行船舶仍以非合规为主	5
图表 7:	多重缓冲因素正在减轻霍尔木兹通行量损失带来的影响（单位：百万桶/日）	5
图表 8:	过去几周美国原油生产和出口小幅度上涨（单位：百万桶/日）	6
图表 9:	截止 5 月 24 日，东向（驶出波斯湾）霍尔木兹海峡原油油轮通行量（单位：百万桶，7 天移动平均）	6
图表 10:	截止 5 月 24 日，沙特原油经东西管道改道外运，近期延布港原油出口量保持在 400 万桶/日（单位：百万桶/日，7 天移动平均）	6
图表 11:	不同情境下的波斯湾复航和复产节奏	7
图表 12:	油价测算方法论	8
图表 13:	不同情景假设下的布伦特原油价格和净供应缺口	9



市场对霍尔木兹危机的定价，正在从关闭冲击转向复航节奏。

近期美伊协议框架一度接近落地。路透等媒体报道，按照目前披露的框架，协议并不是一次性解决所有问题，而是先把停火和海峡重开放在前面。拟议方案包括延长 60 天停火，伊朗将在协议后的 30 天窗口期内清除海峡水雷、重新开放霍尔木兹海峡、保障船舶自由通行，并承诺不向过往船舶收费。作为交换，美方将解除对伊朗港口的封锁，提供部分制裁豁免，并允许伊朗在一定条件下恢复石油出口。至于伊朗铀浓缩、高浓铀库存处置、资产解冻和后续制裁解除等更核心的问题，仍需要在停火窗口内继续谈判。

图表1：伊朗管控霍尔木兹海峡后，正式发布的获准船舶进出通行航线



来源：Lloyd's List, 国金证券研究所

一、霍尔木兹不会简单回到从前

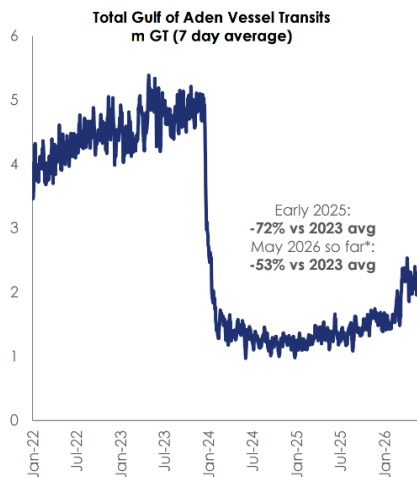
霍尔木兹复航预期较最恐慌阶段已有改善，油价风险溢价存在回吐空间，但协议尚未最终落地，且即便复航兑现，也不意味着油价会快速回到冲突前水平。

一方面，因为霍尔木兹海峡重新开放解决的只是物理通道问题，而真正需要修复的是通道信用。即便伊朗承诺不收费、不检查、不干预，船东、保险公司和货主仍需要时间重新评估航道安全、战争险费率和实际通行条件。

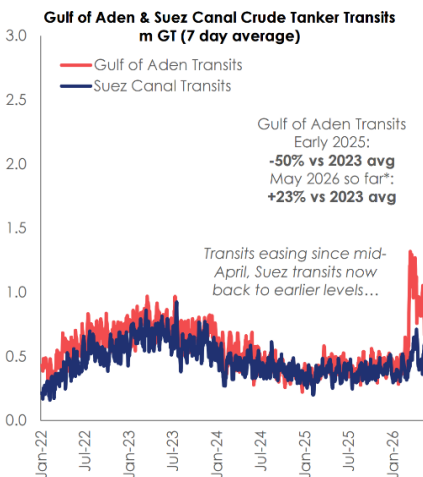
红海-曼德海峡的经验已经说明，即使航道风险缓和，主流航运公司并不会马上恢复原航线。2023 年底红海危机后，经由亚丁湾和曼德海峡的集装箱船通行量长期维持低位，2025 年初一度较 2023 年均值低 89%，截至 2026 年 5 月仍较 2023 年均值低 82%。原油油轮通行受沙特延布港装船更加带动而有所修复，2026 年 5 月经由亚丁湾和苏伊士的原油油轮通行量较 2023 年均值高 23%。

图表2：红海船舶活动显示经由曼德海峡的原油油轮通行量有所抬升，但集装箱船通行量仍然非常有限

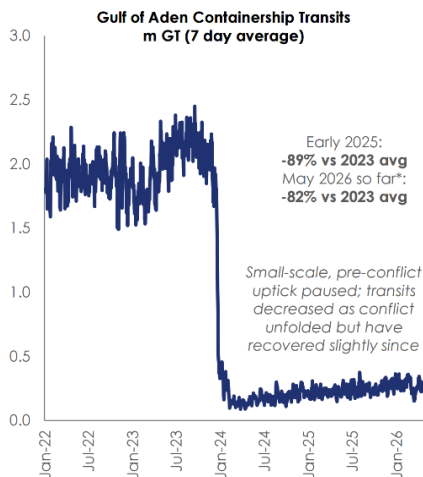
Transits through the Gulf of Aden had been trending gradually higher through 2025, but rose sharply in Mar/Apr and remain up



Crude tanker transits drove the increase as vessels headed to load crude from Yanbu; gains now easing back...



Containership transits dipped as conflict unfolded and carriers suspended early year Red Sea return plans...





来源：Clarksons Research，国金证券研究所

另一方面，霍尔木兹冲击已经从运输端传导到生产端。Clarksons Research 数据显示，截至 5 月 22 日，阿拉伯湾地区原油和凝析油减产约 1150 万桶/日，占 2025 年产量的 44%。

减产主因是外运受阻后的储油约束。海峡通行降至低位后，原油无法正常离港，储罐逐步接近满库，部分油田被迫降负荷甚至关停。与此同时，港口、管线等海上基础设施遭袭，则进一步削弱了部分生产和出口能力，也抬高了后续复产的不确定性。

因此，复航不能简单等同于复产。对于出口受阻、储罐满库导致的被动关井，恢复相对较快。IEA 在 4 月估计，约一半中东海湾油田具备足够油藏压力和流体条件，可在出口恢复后约两周内回到战前水平，这一比例在一个月后可升至约 80%。但这只是油田条件口径，不等于减产量会按同等比例恢复，原油流量的实际恢复还取决于安全形势、劳动力和承包商调动、供应链正常化、基础设施修复，以及船舶能否重新回到港口装货。

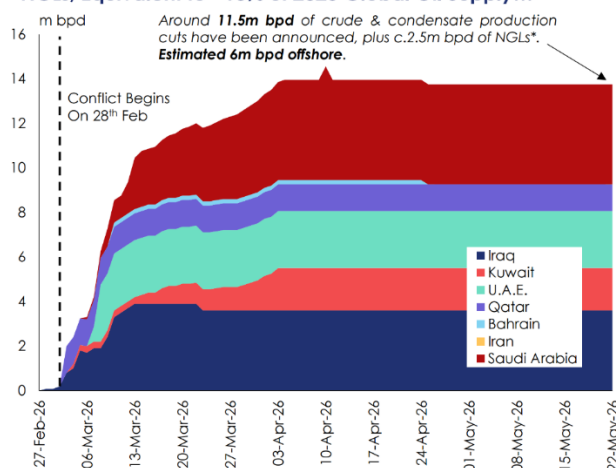
更慢的是已经完全关停、关停时间较长，或者油藏条件更复杂的油田。S&P Global 援引 CERA 研究称，受战争扰动的油田中约 90% 属于不易快速重启的类型，包括成熟油田、需要注水或注气维持压力的油田，以及海上油田。在霍尔木兹完全重开、港口恢复正常服务的前提下，若油田关停约一个月，恢复满产可能需要约 5 周至 7 个月，而随着关停延长至第二个月，重启周期可能拉长至 10 周至 7 个月。

若涉及生产设施和关键基础设施实质损坏，恢复时间可能进一步拉长。IEA 署长 Birol 曾表示，中东受损能源产出恢复至战前水平可能需要约两年。

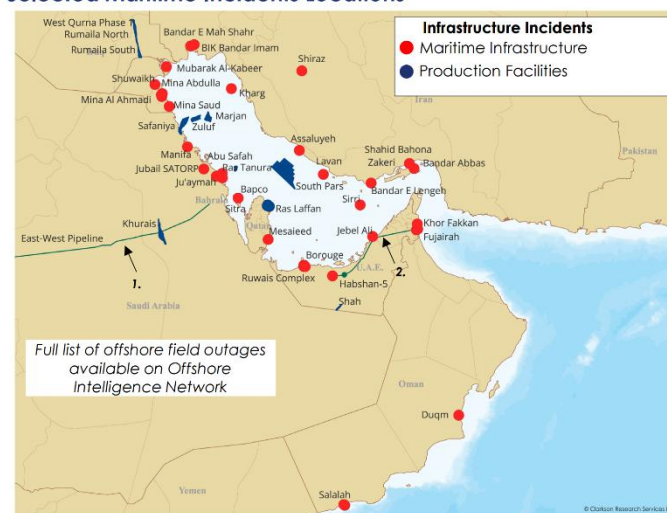
图表3：近期中东地区原油及凝析油减产规模达 1150 万桶/天

图表4：自冲突开始以来，海上基础设施和能源生产设施均遭到多起袭击

Reported Oil Production Cuts Total ~11.5m bpd + 2.5m bpd of NGLs, Equivalent to ~13% of 2025 Global Oil Supply...



Selected Maritime Incidents Locations



Notes:

1. Saudi Arabia increasing oil flows through East-West pipeline to Yanbu on Red Sea coast; up to 7m bpd capacity
2. Habshan-Fujairah oil pipeline in UAE, already used close to 1.8m bpd capacity

注：2025 年上述 7 个国家产量为 2589 万桶/日。

来源：Clarksons Research，国金证券研究所

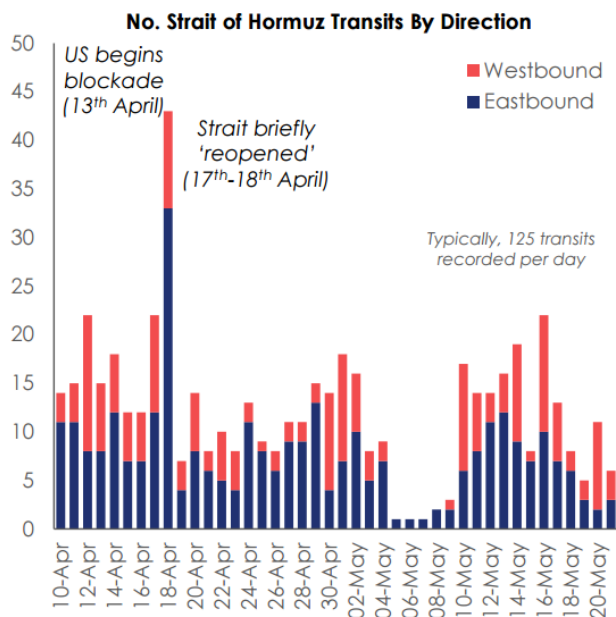
来源：Clarksons Research，国金证券研究所

从高频航运数据看，霍尔木兹实物流仍处于深度受限状态。Clarksons Research 数据显示，截至 5 月 22 日，过去 7 天霍尔木兹日均过境船舶约 10 艘，较冲突前约 125 艘/日下降逾 90%。原油外运同样处于低位，过去 7 天仅 3 艘原油油轮离开海湾，合计约 600 万桶，仅为正常周均约 1.05 亿桶的 5% 左右。过境船舶中约 65% 属于“非主流”船舶，显著高于冲突前约 22% 的占比，说明主流船东、保险公司和货主仍保持高度谨慎。

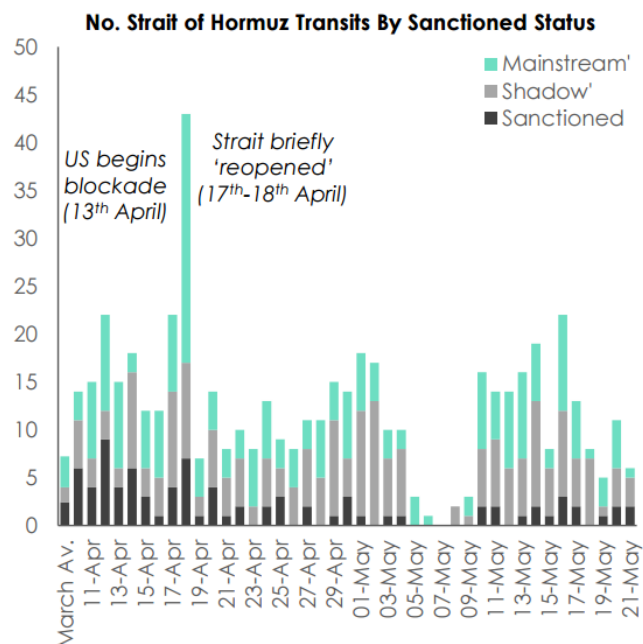
4 月 17 至 18 日曾出现短暂重开窗口——日均过境约 33 艘，但彼时美国对伊朗港口的封锁未撤、双方协议未成，随后过境量迅速回落至约 10 艘/日。这一插曲表明，临时性通行放松可以带来流量脉冲，但不能自动修复通道信用。这与前文所述的红海经验一脉相承。



图表5: 3月初以来大部分船舶通行以驶出波斯湾为主



图表6: 霍尔木兹海峡通行船舶仍以非合规为主



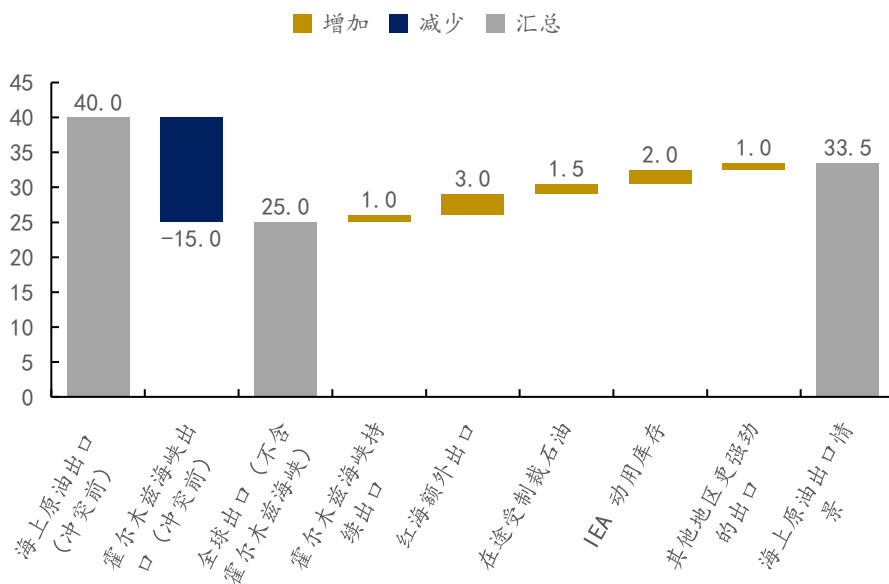
来源: Clarksons Research, 国金证券研究所

来源: Clarksons Research, 国金证券研究所

替代出口和库存释放在一定程度上缓冲了霍尔木兹外运受限的冲击。按 Clarksons Research 的海运原油贸易流量口径, 冲突前全球海上原油出口约 4000 万桶/日, 霍尔木兹受阻造成的外运损失约 1500 万桶/日。此后, 霍尔木兹方向仍保留约 100 万桶/日原油出口, 主要来自伊拉克、沙特和阿联酋。沙特通过东西管道将更多原油分流至红海, 带来约 300 万桶/日的额外出口。同时, IEA 库存释放、美国出口增加以及其他非霍尔木兹来源的短期流向调整, 共同补充了部分可用供应。

截止目前, 全球海运原油可用 3350 万桶/日, 较冲突前仍低约 650 万桶/日。替代供应缓和了最极端的短缺压力, 但尚不足以消除供应紧张, 市场仍依赖库存持续填补缺口

图表7: 多重缓冲因素正在减轻霍尔木兹通行量损失带来的影响 (单位: 百万桶/日)

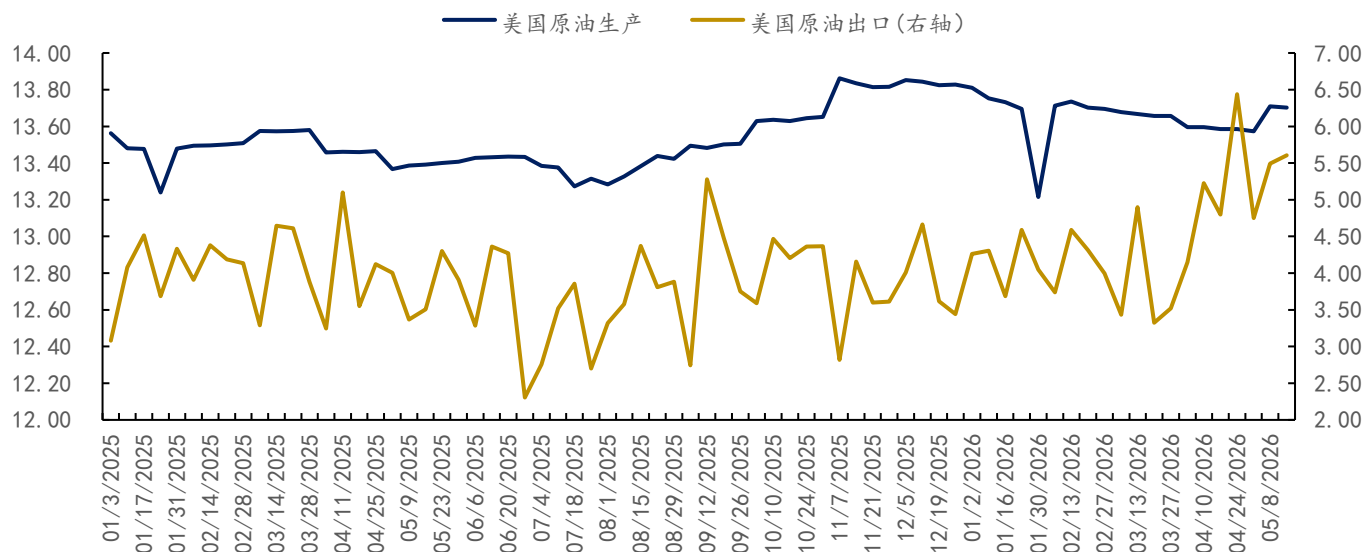


注: 数据截止 5 月 22 日。

来源: Clarksons Research, 国金证券研究所

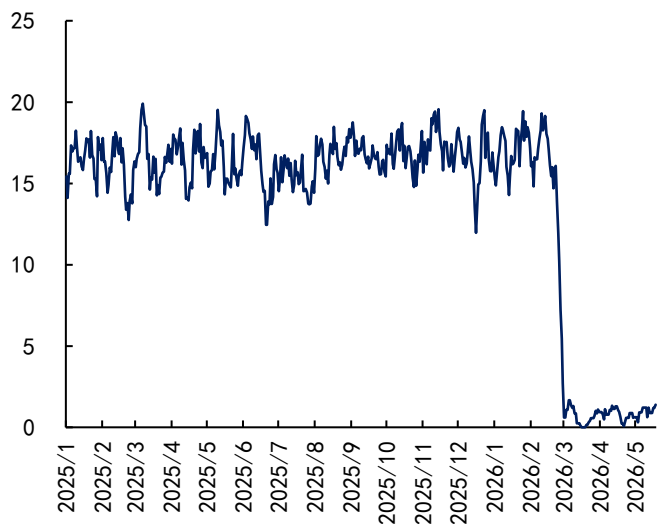


图表8：过去几周美国原油生产和出口小幅度上涨（单位：百万桶/日）



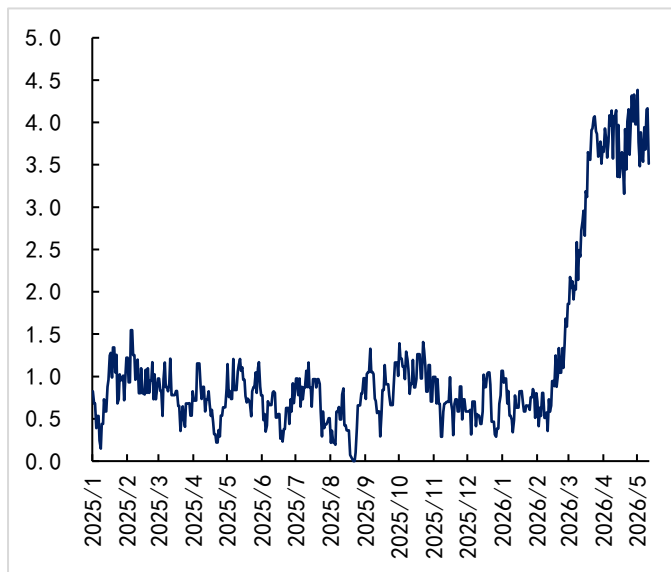
来源：EIA, 国金证券研究所

图表9：截止5月24日，东向(驶出波斯湾)霍尔木兹海峡原油油轮通行量（单位：百万桶，7天移动平均）



来源：Clarksons Research, 国金证券研究所

图表10：截止5月24日，沙特原油经东西管道改道外运，近期延布港原油出口量保持在400万桶/日（单位：百万桶/日，7天移动平均）



来源：Clarksons Research, 国金证券研究所

二、未来油价路径

尽管协议预期已在一定程度上压缩了风险溢价的上行空间，但霍尔木兹复航的节奏与程度才是决定未来油价路径的核心变量。

我们基于美伊谅解备忘录（MOU）的两阶段结构和60天停火窗口能否转化为持续通行，以及复产爬坡能否同步推进这个主要影响变量，设置了五种霍尔木兹通航恢复的情景。具体来看：

S0 对应快速修复情景，美伊较快达成停火与通航安排，后续核问题、资产解冻和制裁解除谈判推进相对顺利。虽然仍需经历单航道先行、清雷约30天、双航道恢复的过程，但协议可信度更高，风险溢价加速回落。

S1 对应基准修复情景，停火安排顺利执行，霍尔木兹在6-7月逐步恢复通行，通道约束逐步让位于产量爬坡和贸易流向修复。



S2 对应低信用复航情景，海峡名义通行恢复，但核心议题推进偏慢，船东、保险和货主回流不足，实际流量改善慢于 S1。

S3 对应阶段复航后再受阻情景，停火窗口内有阶段性通行，但 30-60 天后谈判受阻，8 月后通行规则再度不稳，稳定复航可能推迟至年底或 2027 年初。

S4 对应停火破裂、二次封锁情景，停火未能落地或执行失败，霍尔木兹重新进入阶段性封锁或准封锁，通道信用二次受损，尾部风险溢价可能延续至 2027 年上半年。

图表11：不同情境下的波斯湾复航和复产节奏

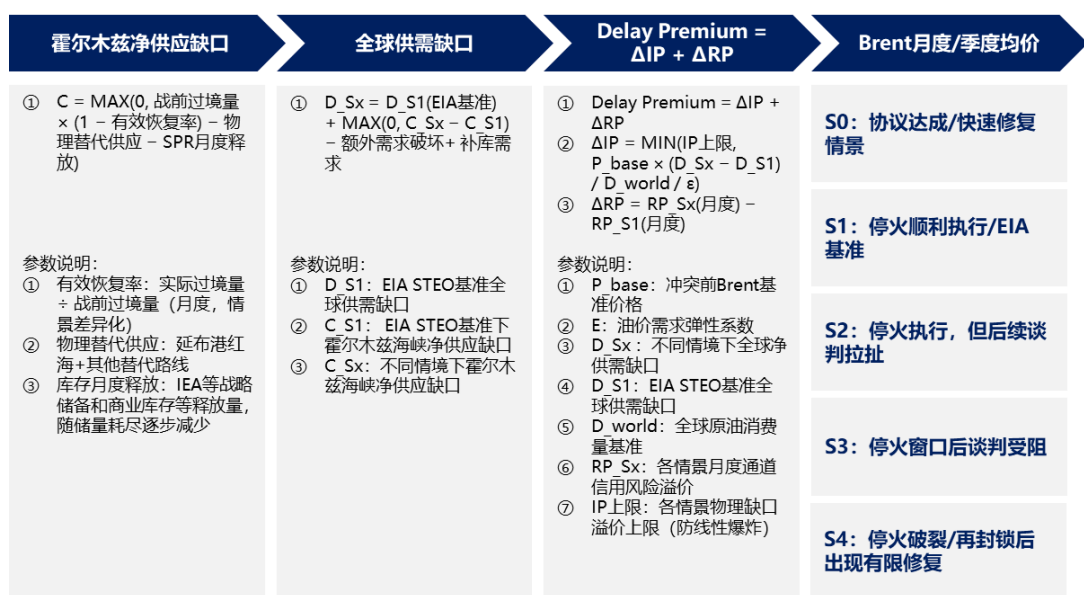
情景	事件路径	复航时间	复产时间
S0：协议达成/快速修复情景	美伊较快达成停火与通航安排，核问题、资产解冻和制裁解除等后续谈判推进顺利。市场对霍尔木兹长期受阻的担忧明显降温，船东、保险公司和贸易商提前恢复装船计划，风险溢价回落。	协议后经历“单航道先行—清雷约 30 天—双航道恢复”的两段式过程，但因协议可信度较高，保险、船东和买家回流快于 S1。6 月通行恢复力度更强，Q3 双航道恢复后通道物理约束基本解除。	6 月起装船、库存外运和港口周转随单航道开放率先恢复，被动关井更快修复；条件较好的油田可在出口恢复后约 2 周内回补。Q3 随着双航道恢复和贸易信用修复，复产爬坡明显快于 S1。
S1：停火顺利执行/EIA 基准	美伊达成初步 MOU，以 60 天停火作为第一阶段安排。6-7 月停火窗口内霍尔木兹重新开放，伊朗清雷并保障自由通行且不收费，美国解除港口封锁并提供部分制裁豁免。核心议题仍需继续谈判，但未明显扰动航运。	6 月逐步恢复，伊朗侧单航道先行，扫雷约 30 天后阿曼侧跟进；7 月通行趋稳，8 月后延续复航。多数生产、出口和贸易流向恢复仍需到 2026 年底或 2027 年初。	6 月起装船和库存外运恢复，满库导致的被动关井率先修复；部分油藏条件较好的油田可在出口恢复后 2 周至 1 个月内回补。复杂油田、海上油田和受损设施仍需数月修复，但复产爬坡从 6 月下旬至 7 月开始，三、四季度持续修复。
S2：停火执行，但后续谈判拉扯	初步 MOU 落地，6-7 月霍尔木兹名义放行；但核问题、制裁解除、高浓铀库存、资产解冻和海峡控制权推进偏慢，8 月后通行规则仍需再确认。	6 月名义放行，6-7 月低信用复航，8 月后通行规则仍需再确认，10 月后才逐步稳定。实际流量改善慢于 S1，Q3 是 S2 相对 S1 价差最大的阶段。	6-7 月虽可通行，但通道信用修复偏慢，主流船东和保险公司回流不足，库存去化和装船节奏不稳定；满库关井分批修复，复杂油田复产爬坡晚于 S1，主要在三季度后段至四季度展开。
S3：停火窗口后谈判受阻	初步 MOU 落地，6-7 月有阶段性通行；但 30-60 天后，核问题、制裁解除、高浓铀库存、资产解冻和海峡控制权谈判受阻，8 月后通行规则再度不稳。与 S2 不同，S3 不只是信用修复慢，而是规则本身反复。	6-7 月有限通行，8 月后恢复受阻；年底或 2027 年初才重新进入有效复航。相比 S2，S3 的通道信用修复更慢，Q3-Q4 仍维持较高霍尔木兹有效供应缺口。	6-7 月阶段性通行后，8 月后规则再度不确定，装船恢复受阻；复产爬坡被明显后移，复杂油田、海上油田和受损设施修复延至 2027 年。
S4：停火破裂/再封锁后出现有限修复	初步 MOU 未能落地，或 60 天停火执行失败；停火后核问题、制裁解除、港口封锁和海峡控制权谈判破裂，霍尔木兹进入阶段性封锁或准封锁，船东和保险公司再次退出。Q3 为压力峰值；2026Q4 至 2027H1，在外部斡旋、库存压力和消费国干预下可能有限修复。	复航路径被打断，Q3 进入阶段性封锁或准封锁状态。Q4 至 2027H1 重新出现有限通行，但主流船东、保险和装船节奏仍然偏谨慎，恢复过程不稳定。	复产路径被打断，部分已恢复产量可能重新下线。2026Q4 以后产量可能边际修复，但尾部恢复仍受设备修复、人员回流、出口终端安全和买家采购意愿约束，影响可能延续至 2027 年上半年以后。

注：S1 情景参考 EIA May STEO 的基准假设，霍尔木兹海峡在 5 月底或 6 月初开始恢复流量，但多数冲突前的生产和贸易模式要到 2026 年底或 2027 年初才恢复。

来源：国金证券研究所



图表12：油价测算方法论



注：本模型是情景测算模型，而非价格预测模型。主要局限包括 S1 基准路径依赖 EIA 假设；情景参数虽然具有经济含义，但仍需结合最新航运、保险、港口、产量和谈判信息动态修正；模型输出的是季度均价中枢，不刻画日度价格波动、盘中极端价格和金融市场拥挤交易带来的短期超调。

来源：国金证券研究所

测算结果显示，2026 年油价压力主要集中在二季度和三季度，情景分化从三季度开始明显拉开：

S0 快速复航情景下，协议快速落地，霍尔木兹通行和装船恢复超预期，布伦特二季度均价仍在 104.6 美元/桶，但三、四季度快速回落至 85.8 美元/桶和 85.7 美元/桶，全年均价约 89.1 美元/桶，对应风险溢价快速回吐、霍尔木兹净缺口基本消失的下行情形。

S1 情景下，布伦特二季度均价约 109.7 美元/桶，三、四季度分别回落至 99.0 美元/桶和 89.0 美元/桶，全年均价约 94.6 美元/桶。这一情景对应停火顺利执行，流量自 6 月起逐步恢复，但多数生产和贸易模式仍需到 2026 年底或 2027 年初修复。

S2 情景下，通道信用修复偏慢，三季度布伦特均价仍维持在 108.0 美元/桶，四季度回落至 98.3 美元/桶，全年均价约 99.3 美元/桶。

S3 和 S4 情景下，60 天窗口后谈判受阻或再封锁风险使高压状态延续更久，三季度布伦特均价分别升至 116.3 美元/桶和 118.2 美元/桶。四季度虽较高点回落，但仍分别维持在 109.3 美元/桶和 111.7 美元/桶，全年均价分别为 104.3 美元/桶和 105.5 美元/桶，反映复航不稳和复产滞后将显著放缓油价回落斜率。

进入 2027 年后，油价较 2026 年高点回落，但仍难以快速回到冲突前区间。S0 和 S1 下，2027 年一、二季度布伦特均价分别为 82.7/80.7 美元/桶和 84.0/81.0 美元/桶，S2 下分别为 86.6/81.7 美元/桶。S3 和 S4 下，通道信用折价与尾部复产约束更具黏性，一、二季度均价分别维持在 97.4/82.9 美元/桶和 104.7/100.0 美元/桶。

整体看，即便进入 2027 年上半年，除快速复航情景外，油价中枢仍明显高于危机前水平。

**图表13：不同情景假设下的布伦特原油价格和净供应缺口**

情景	指标	2026Q1	2026Q2	2026Q3	2026Q4	2026全年	2027Q1	2027Q2
S0	霍尔木兹净供应缺口	6.5	5.8	0.4	0.0	3.2	0.0	0.0
	全球供需缺口	-0.7	8.5	4.4	-2.0	2.6	-3.4	-2.6
	Brent季度均价	80.5	104.6	85.8	85.7	89.1	82.7	80.7
S1	霍尔木兹净供应缺口	6.5	6.5	2.3	0.0	3.8	0.0	0.0
	全球供需缺口	-0.7	8.5	4.4	-2.0	2.6	-3.9	-3.3
	Brent季度均价	80.5	109.7	99.0	89.0	94.6	84.0	81.0
S2	霍尔木兹净供应缺口	6.5	6.5	5.2	2.6	5.2	0.2	0.0
	全球供需缺口	-0.7	8.5	7.1	0.5	3.9	-3.3	-2.8
	Brent季度均价	80.5	110.3	108.0	98.3	99.3	86.6	81.7
S3	霍尔木兹净供应缺口	6.5	6.6	6.0	5.3	6.1	3.0	0.2
	全球供需缺口	-0.7	8.6	7.6	2.9	4.6	-0.8	-2.6
	Brent季度均价	80.5	110.8	116.3	109.3	104.3	97.4	82.9
S4	霍尔木兹净供应缺口	6.5	6.6	6.5	6.7	6.5	7.1	5.7
	全球供需缺口	-0.7	8.6	7.9	3.7	4.9	2.4	2.2
	Brent季度均价	80.5	111.3	118.2	111.7	105.5	104.7	100.0

注：缺口单位为百万桶/日，油价单位为美元/桶；正缺口表示供不应求/抽库压力，负缺口表示供给相对宽松/补库空间；油价反映季度中枢。全球净供需缺口已纳入补库需求项，补库并非复航即刻启动，而是在有效复航确认、价格和航运风险边际稳定后滞后出现；霍尔木兹净供应缺口为0，不代表霍尔木兹海峡流量恢复到从前。

来源：国金证券研究所

风险提示

地缘局势演化超预期：美伊 MOU、60 天停火窗口及后续谈判仍存在较大不确定性，若停火执行不及预期、霍尔木兹通行再度受阻，油价风险溢价可能重新抬升；反之，若协议推进快于预期，风险溢价也可能更快回吐。

复航与复产节奏存在不确定性：海峡物理通行恢复不等于有效流量完全恢复，船东、保险公司、货主回流节奏，以及装船、库存去化、油田复产和出口终端修复，均可能影响实际供应恢复速度。

模型参数与外生变量假设存在偏差：测算结果依赖对供应缺口、库存释放、需求变化、风险溢价衰减和复产爬坡节奏的假设；若供需条件发生变化，油价路径可能偏离模型结果。

**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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究