



中东冲突致海峡受阻、恢复后或将“一V难求”

——航运船舶行业系列（二十）

证券分析师

姓名：孙延

资格编号：S1350524050003

邮箱：sunyan01@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：曾智星

资格编号：S1350524120008

邮箱：zengzhixing@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：王惠武

资格编号：S1350524060001

邮箱：wanghuiwu@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：张付哲

资格编号：S1350525070001

邮箱：zhangfuzhe@huayuanstock.com

联系人

姓名：高树根

邮箱：gaoshugen@huayuanstock.com

■ 中东冲突导致海峡通行几乎中断，中东原油出口受阻。

- 2026年2月末中东军事冲突升级，伊朗封锁霍尔木兹海峡。该海峡承载全球约35%原油贸易、20%全球原油供应，其中90%供给亚洲市场，是全球关键能源要道。封锁后海峡通航近乎停滞，中东原油出口流量由冲突前约1500万桶/日骤降，原油输出严重受限。

■ 中东管道与大西洋补充难掩海峡缺口，原油库存持续下降。

- 霍尔木兹海峡封锁引发原油供应大幅缺口，沙特、阿联酋、伊拉克通过内陆管道绕行的最大出口能力仅670万桶/日。为应对供应危机，国际能源署3月宣布将释放4亿桶战略石油储备，大西洋地区多地也同步增产，但增量仅能覆盖约1/3中东原油供应缺口，无法扭转供应短缺的格局。原油基本面持续偏紧推高国际油价，终端用油需求随之收缩，IEA预测2026Q2全球油需求或下降245万桶/日。全球陆上库存持续消化，至4月底已累计去库3.78亿桶，5月全球原油去库量或将升至5.55亿桶（假设维持4月570万桶/日去库速度）。
- 若海峡持续封锁并维持4月去库速度，全球原油库存或将在6月触及运营压力线（约76亿桶），石油体系开始出现显著运行压力；在11月或将触及运营底线（约68亿桶），石油实体基础设施或将开始失效。

■ 油运长航线替代难掩中东货量缺口，海峡外运价进入新稳态。

- 霍尔木兹海峡通航受阻，5月全球VLCC合规原油海运货量较2月大幅减少696万桶/日、降幅约35.71%。从合规运力需求看，中东原油通过管道绕行从红海航线出口，叠加大西洋长航线需求增加，对冲了部分海峡航线需求减量，运力需求仅下降13.7%（约76船VLCC需求）。
- 从供给端看，海峡封锁致使大量VLCC滞留海湾内部或海峡外锚地待航。截至5月21日，共计88艘 VLCC 受通航约束闲置，相当于全球VLCC船队出清10%。
- VLCC供需双缩，市场从5月进入相对稳态，大西洋航线运价及VLCC一年期期租租金稳定在10万美元/日上下。



■ 若海峡通航恢复，VLCC或将“一船难求”

- **短期看通航：**若海峡在6月通航恢复，合规VLCC需求有望在通航后2-3个月恢复至冲突前水平，叠加“长锦因素”，届时合规VLCC或将“一船难求”。若美国对伊朗油制裁随封锁一并解除，合规VLCC运力利用率有望再增加8-10%，VLCC运价或将持续冲高。
- **中期看增产：**若海峡在6月通航恢复，2026年末中东货源逐步修复，2027年国际油价中枢或回落80美元/桶以内，全球原油需求预计新增159万桶/日；此前冲突带来的高油价带动非OPEC美洲增产，油价下行又倒逼OPEC及中东产油国增产放量。中东、美洲增产共振叠加全球原油消费需求增加，预计2027年合规VLCC新增需求105艘，持续强化运力紧张格局。
- **运力成补库瓶颈：**若海峡在6月通航恢复，合规VLCC运力利用率或将在2026Q4突破100%并在2027年维持，限制补库活动。根据测算，全球库存或可在2027Q3恢复到冲突前水平，但因运力限制，或将推后至2028年初。

■ 投资分析意见

- 油运基本面持续向好，叠加“长锦因素”和地缘变局催化，“油运大时代”有望来临。我们认为，在海峡受阻的压制下，大西洋运价与一年期期租租金仍能维持10万美元/日上下的历史高位，本质是油运强基本面与市场强信心的体现。中东冲突导致的海峡受阻终将结束，届时VLCC有望“一船难求”，VLCC运价高度以及高运价的持续性均有望大超预期。我们持续看好油运行业的景气度与持续性，其上游造船行业亦明显受益，建议关注：
 - 油运标的：招商轮船、中远海能、招商南油
 - 造船标的：中国船舶、中国动力、中船防务、松发股份（恒力重工）

■ 风险提示：霍尔木兹海峡通航推迟、中东油产量恢复与增产不及预期、宏观经济恢复不及预期、老船出清不及预期。

主要内容

1. 中东冲突导致海峡通航近乎停滞
2. 海峡封锁导致原油供应短缺，库存快速下降
3. 海峡封锁导致油运供需双缩，市场进入新稳态
4. 若海峡通航恢复，VLCC或将“一船难求”
5. 投资建议&风险提示

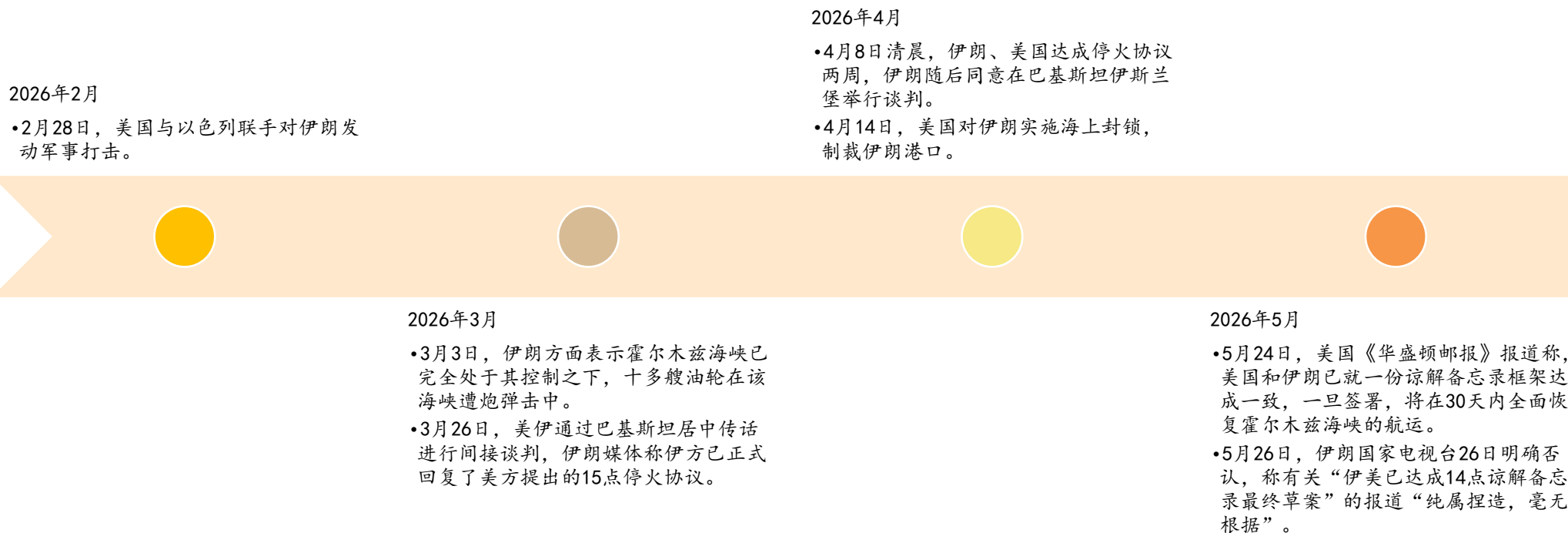


華源証券
HUAYUAN SECURITIES

美以突袭伊朗，中东冲突再次爆发

- 2026年2月28日，美国与以色列联手对伊朗发动军事打击。袭击发生后，伊朗迅速展开大规模报复，随即封锁霍尔木兹海峡。
- 截至6月4日，美伊仍处于阶段性谈判阶段，但以色列仍在黎巴嫩方向施压，局势持续胶着。

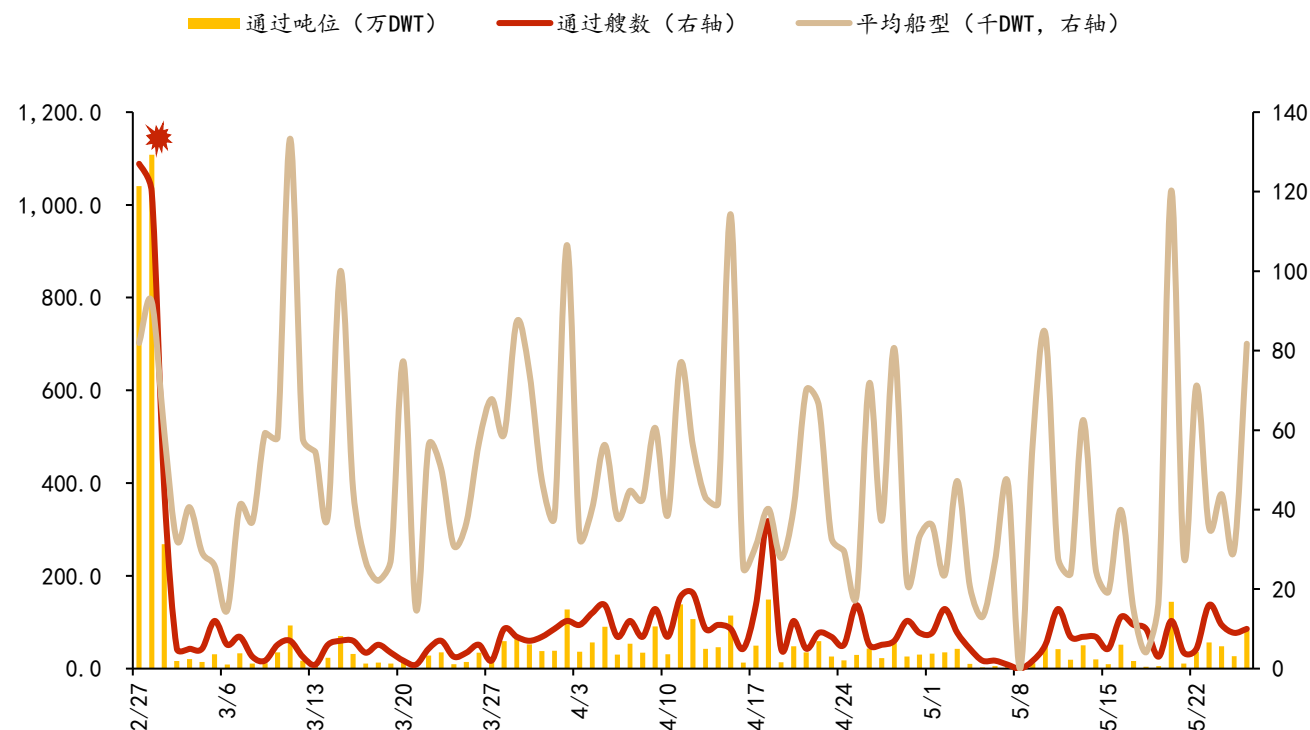
图表：美伊冲突局势持续胶着





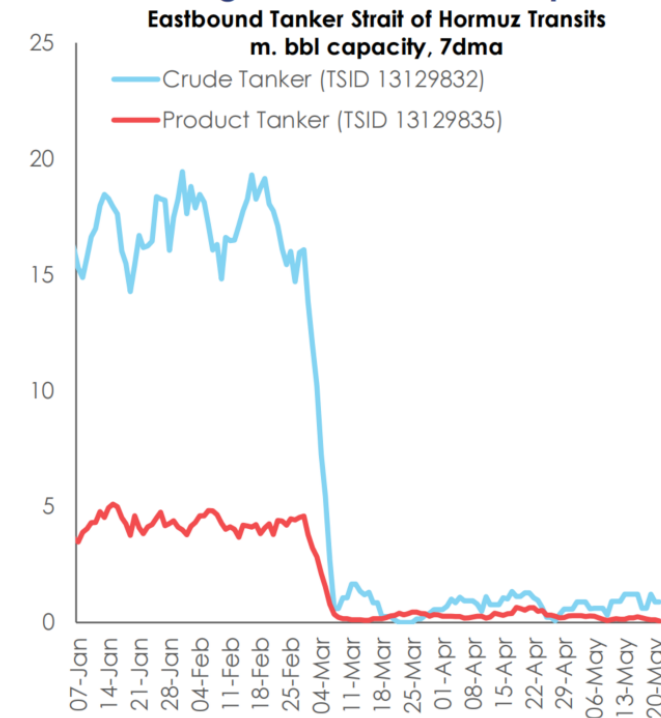
- 冲突前，霍尔木兹海峡通航量处于高位，单日通过吨位超1000万DWT，通过艘数近130艘，大型船舶通行稳定；受冲突冲击后，通航量断崖式下跌，3-5月整体持续处于低位，吨位、艘数均远低于战前水平。
- 冲突前，海湾东行原油油轮运力稳定在15-20百万桶/日，成品油轮运力在3-5百万桶/日，石油出口通道运行正常；封锁后石油出口流量大幅萎缩，虽5月数据略高于4月末低点，但原油、成品油轮通行运力仍维持在极低水平，出口通道持续受限。

图表:受冲突事件冲击，海峡通航量出现断崖式下跌;3-5月间，通航情况有所波动，但整体仍处于低位



图表: 霍尔木兹海峡封锁后，海湾石油出口流量受限

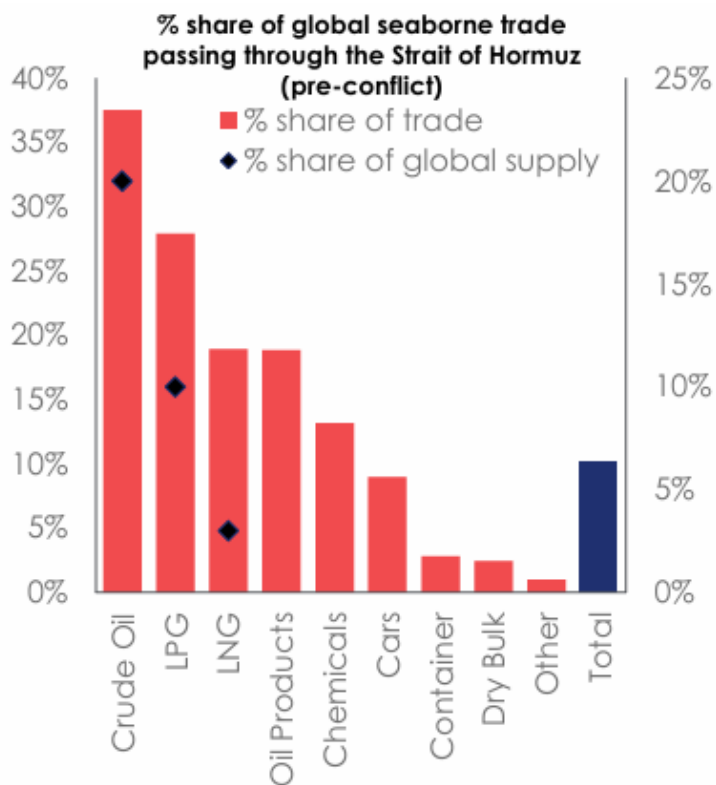
Oil flows out the Gulf have remained limited, though now above late-Apr lows



華源証券 HUAYUAN SECURITIES 霍尔木兹海峡关系全球能源稳定

- 全球超35%的海运原油、28%的LPG以及近20%的LNG贸易周转需依托霍尔木兹海峡完成，货品主要流向东亚、东南亚与部分欧洲国家。
- 其中，原油是该海峡运输量最大的品类。全球约35%的海运原油经由该海峡外运，对应占到全球原油总供应量的20%，经由海峡输出的原油中九成最终销往亚洲市场。

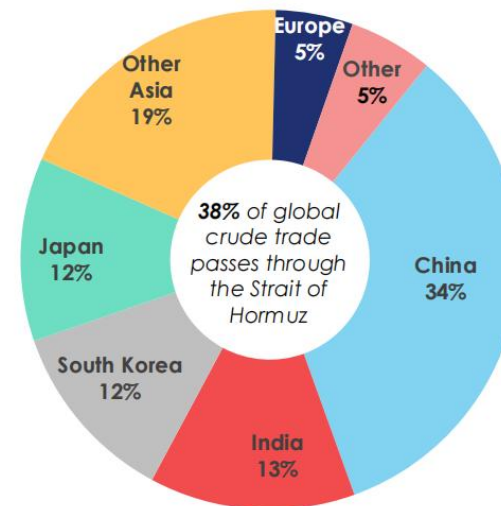
图表：全球原油供应约2成和海运量约35%通过霍尔木兹海峡
(原油约1500万桶/日)



图表：经霍尔木兹运输的原油主要流向中国、印度、韩国、日本等亚洲地区

Crude imports split across Asian buyers, with Chinese share notable; Japan, South Korea and India also key importers

Importer Share of Crude Exports via the Strait of Hormuz



20% of total global oil supply

主要内容

1. 中东冲突导致海峡通航近乎停滞
2. 海峡封锁导致原油供应短缺，库存快速下降
3. 海峡封锁导致油运供需双缩，市场进入新稳态
4. 若海峡通航恢复，VLCC或将“一船难求”
5. 投资建议&风险提示



華源証券
HUAYUAN SECURITIES

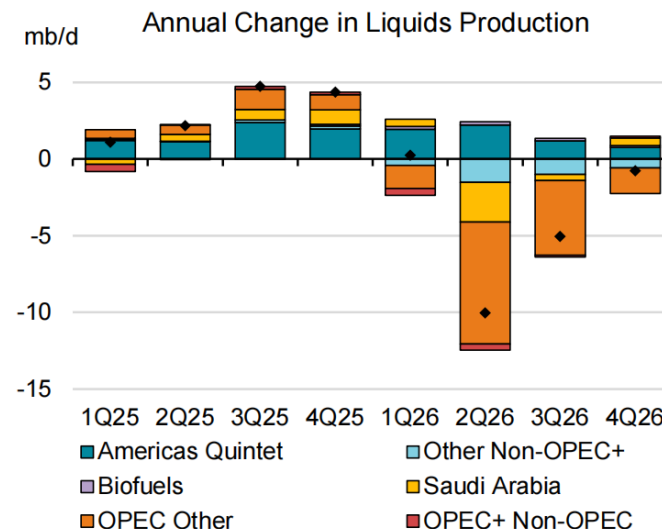
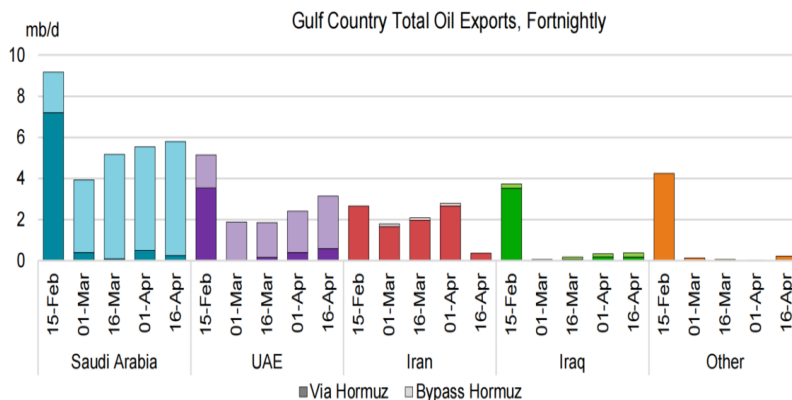
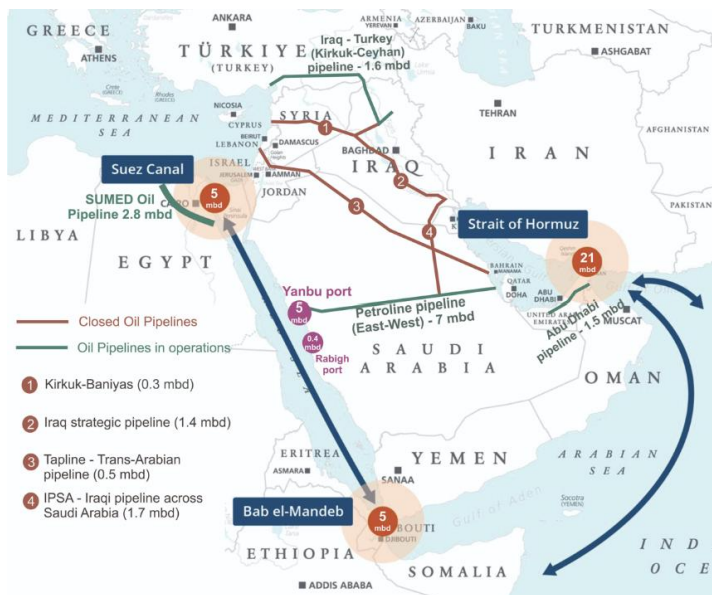
海峡受阻，中东管道运力不足，中东多国被迫大规模减产

- 沙特、阿联酋等通过管道绕过霍尔木兹海峡的替代出口方案最大容量仅为670万桶/日，远低于原本约1500万桶/日的海运货量。中东原油出口严重受阻，沙特以及其他中东产油国因此大规模减产，中东石油供应量大幅减少1440万桶/日。

图表：海峡封锁后，仅有沙特、阿联酋及伊拉克仍可用管道出口原油

图表：其他中东国家缺少替代路线，出口大幅减少

图表：石油产量下跌完全由沙特及其他中东OPEC产油国的大规模减产主导，同比减产规模约1000万桶/天



注：IEA预测假设霍尔木兹海峡通航或将从6月开始恢复。

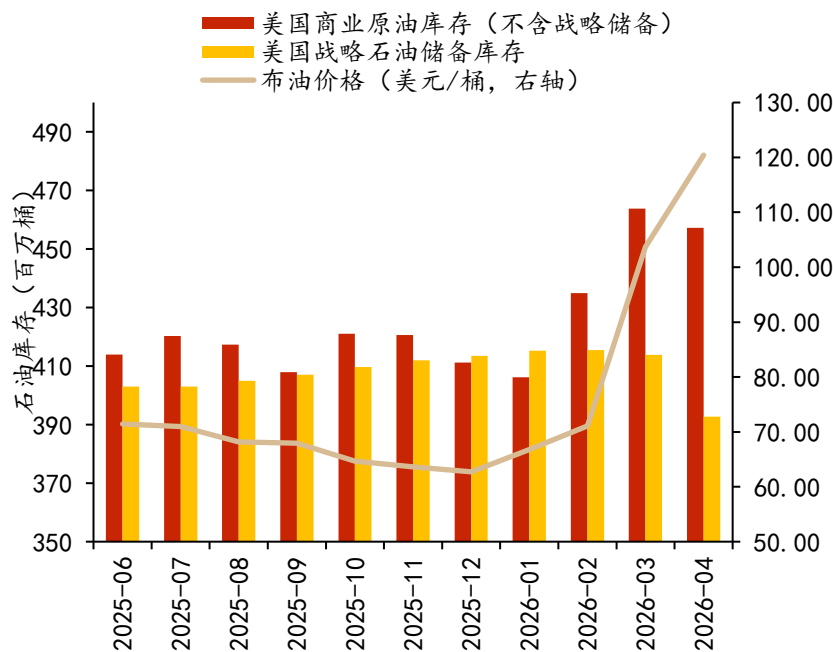


華源証券
HUAYUAN SECURITIES

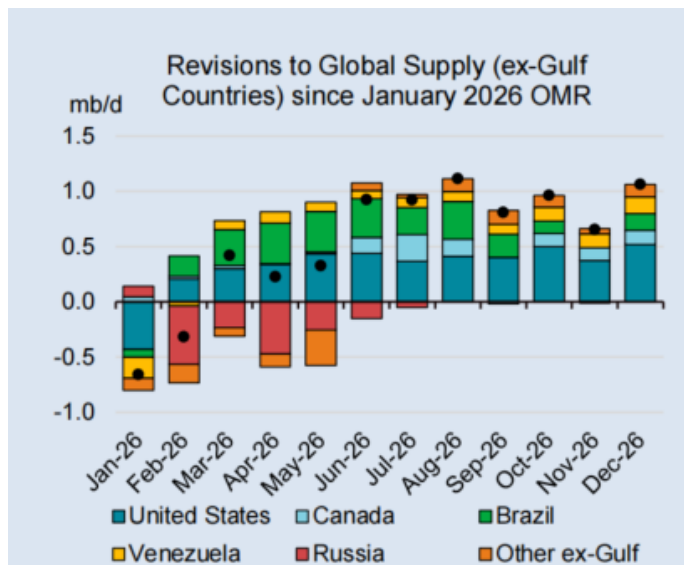
中东海峡供油受限，大西洋释库+增产弥补全球原油缺口

- 国际能源署（IEA）3月11日发表声明，32个成员国同意释放4亿桶战略石油储备，以应对全球石油供应紧张的局面。IEA的成员国主要包括欧洲、北美和日韩等发达经济体。截至5月初，已投放政府库存9000万桶，行业合规库存7400万桶；后续仍有2.1亿桶储备将持续投放市场。其中，美国能源部于3月11日宣布将释放1.72亿桶战略石油储备，预计需要120天完成交付（折143.33万桶/日）。
- 除战略储备释放外，大西洋产油地区（美国、巴西、委内瑞拉以及部分南非欧佩克+国家）短期增产亦补充了少量缺口。在冲突爆发后，美国、巴西、加拿大与委内瑞拉产量预期已较年初合计上调68万桶/日。
- 在释库与增产的推动下，大西洋盆地海运出口增加了350万桶/日，但仅能覆盖中东缺口的约1/3。

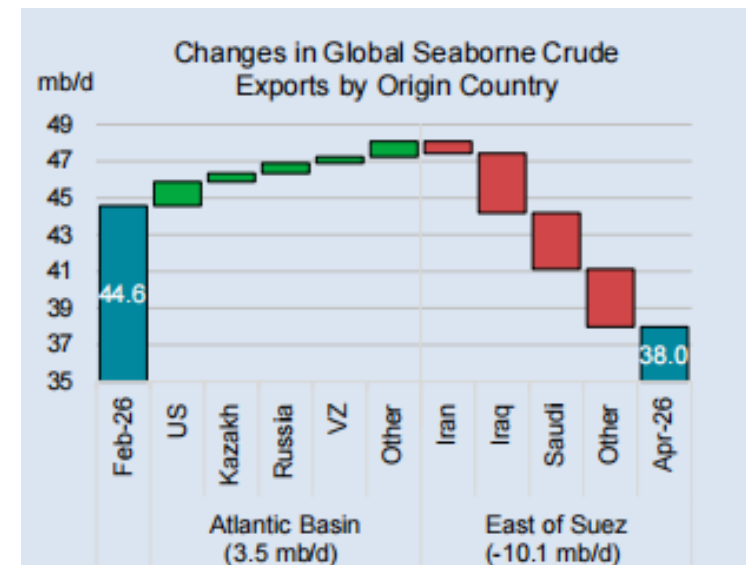
图表：美国战略石油储备库存在4月释放约2110万桶石油（折70.3万桶/日）



图表：以美国、巴西为主的美洲地区的增产亦补充了一部分中东缺口



图表：美国库存释放与美洲增产推动大西洋盆地海运出口增长350万桶/日

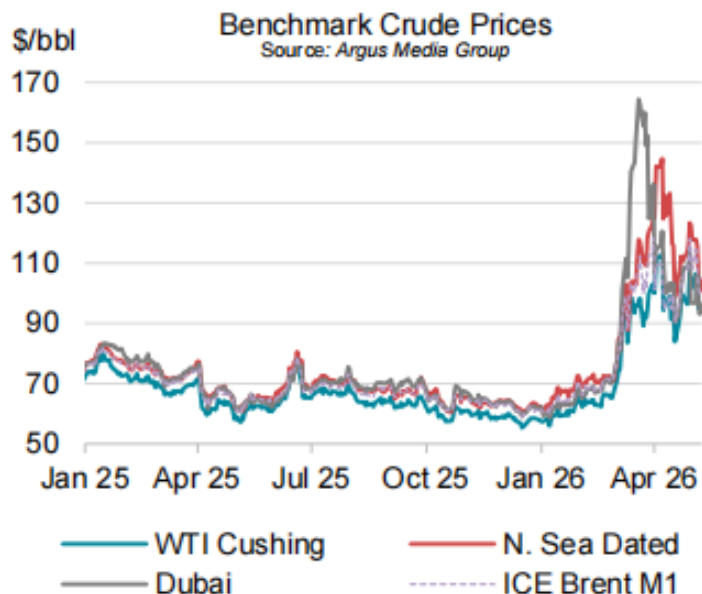


注：IEA预测假设霍尔木兹海峡通航或将从6月开始恢复。

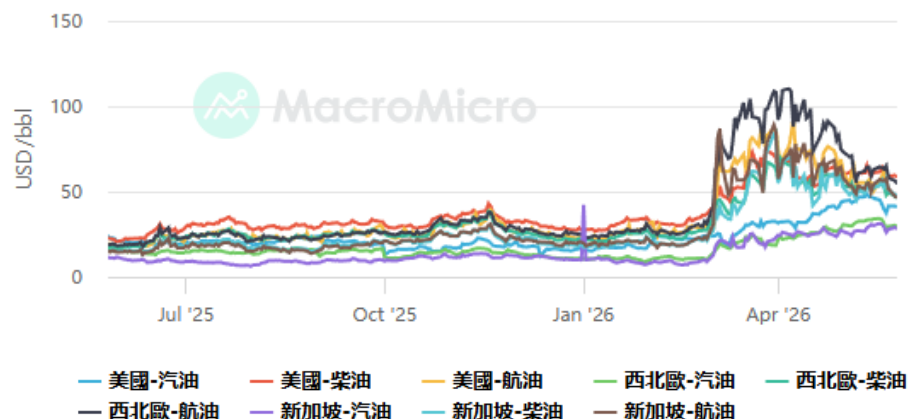
華源証券 HUAYUAN SECURITIES 原油成品油价格高企，全球油品需求显著收缩

- 自3月起国际基准原油价格大幅冲高：年初主流原油价格约70美元/桶，3—4月行情快速拉涨，峰值突破150美元/桶；后续伴随中东局势小幅缓和，油价虽有所回落，但整体依旧运行于80—120美元/桶的高位区间。
- 本轮行情下成品油与原油裂解价差大幅走阔，峰值超100美元/桶；即便后续油价回调带动价差收窄，当前仍显著高于冲突前水平。
- 对比冲突前水平，4月化工、运输、航空等核心终端行业用油需求同步走弱，全球石油需求同比收缩。根据IEA数据，2026Q2全球油需求预计同比下降245万桶/日。

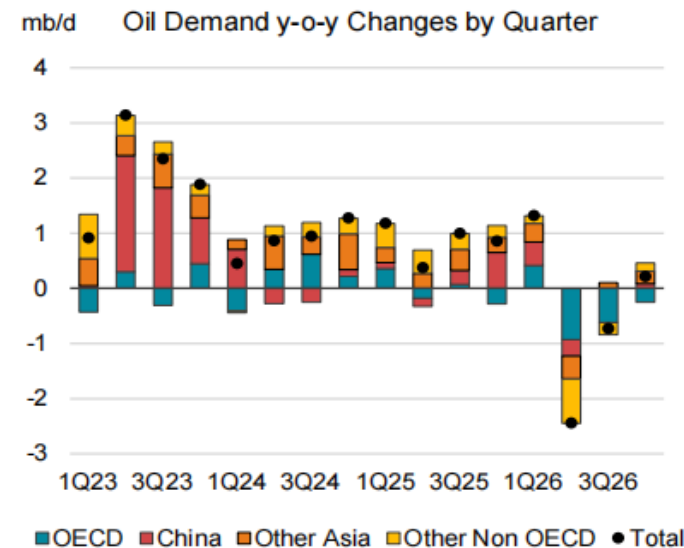
图表：油价大幅冲高，突破150美元/桶，当前仍维持在历史高位区间



图表：冲突之后，欧美亚地区的柴油、航煤裂解价差同步飙升



图表：油价大涨导致下游需求收缩

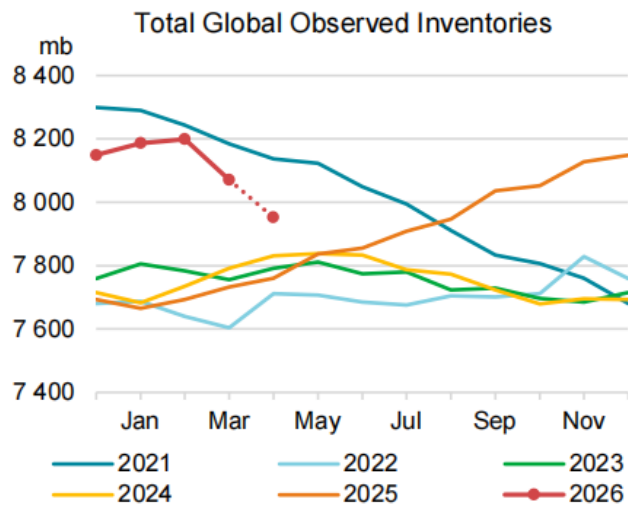


注：IEA预测假设霍尔木兹海峡通航或将从6月开始恢复。

華源証券 全球原油庫存持續大幅去庫

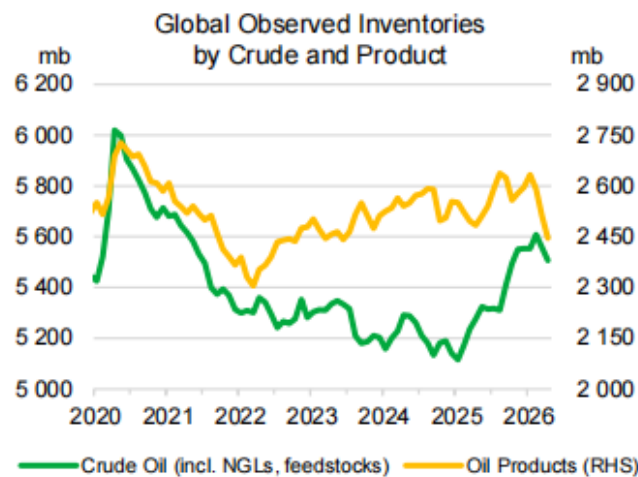
- 全球原油库存在冲突发生后持续大幅去库。3月受海峡封锁制约，除海湾地区外，海外进口国库存日均去库660万桶；4月多国加速投放战略石油储备，陆上库存日均去库570万桶。相较于3月，4月海上原油库存（在途+浮仓）反弹，但更多受中东绕行、大西洋出口增多拉长海运航程的影响，实际原油供给并未宽松。
- 冲突以来，海湾以外的全球油库存至4月底已累计去库3.78亿桶。若5月维持4月去库速度，海湾以外的全球油库存累计去库或将达到5.55亿桶。
- 若海峡持续封锁并维持4月去库速度，全球原油库存或将在6月触及运营压力线（约76亿桶），石油体系开始出现显著运行压力；在11月触及运营底线（约68亿桶），石油实体基础设施或将开始失效。

图表：2026年3月起全球石油总库存出现暴跌



Sources: IEA, Kayrros, Kpler, FEDCom/S&P Global Platts, Enterprise Singapore.

图表：原油、成品油库存同步回落，成品油累计去库幅度高于原油



Sources: IEA, Kayros, Kpler, FEDCom/S&P Global Platts, Enterprise Singapore.

图表：OECD陆上库存从4月开始大幅下降

项目（单位：万桶/日）	2026年1月	2026年2月	2026年3月	2026年4月
全球原油供需差	226	146	-563	-531
OECD行业库存	-70	50	-70	-280
OECD政府库存	-10	0	-20	-207
非 OECD 国家原油库存	180	90	70	-44
其中：中国原油库存	30	90	130	-23
海上原油	30	-110	-380	180

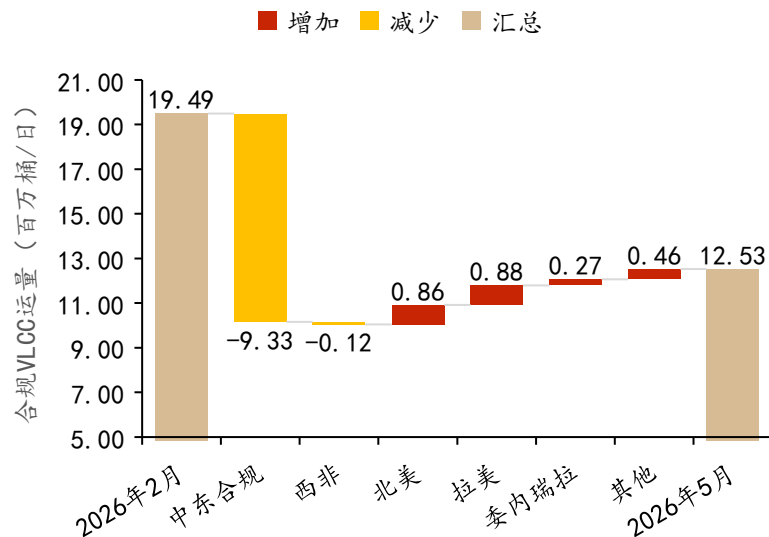
主要内容

1. 中东冲突导致海峡通航近乎停滞
2. 海峡封锁导致原油供应短缺，库存快速下降
3. 海峡封锁导致油运供需双缩，市场进入新稳态
4. 若海峡通航恢复，VLCC或将“一船难求”
5. 投资建议&风险提示

華源証券 HUAYUAN SECURITIES VLCC航程拉长难对冲运量缺口

- 2026年5月较2月，全球合规VLCC原油运量缩减696万桶/日，降幅约35.71%。但受航线航程拉长的对冲效应，全球油轮实际运力需求降幅有限。中东原油改经沙特管道运至红海延布港再发往亚洲，航程增加约800海里；亚洲从北美、拉美进口原油的海运距离也大幅提升，运输距离拉长拉高了单批原油的运力占用时长，对冲了货量减少带来的运力收缩，2026年5月较2月，全球VLCC需求下降幅度仅为13.7%。

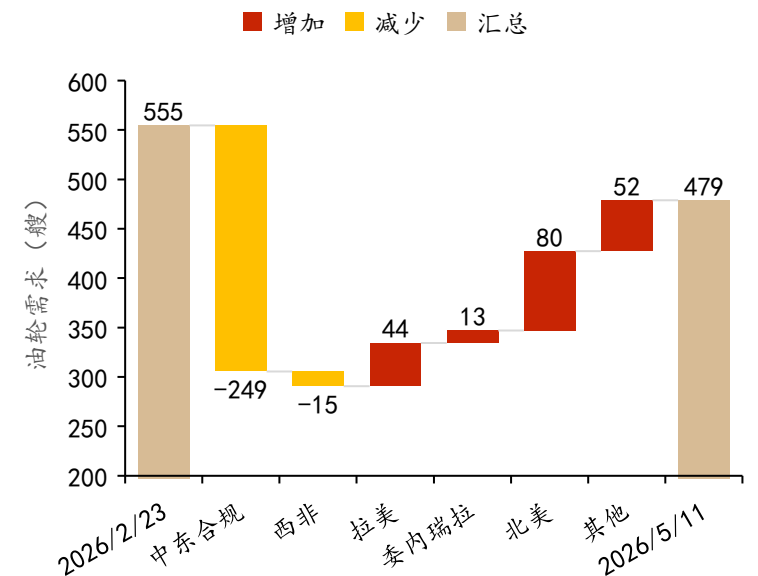
图表：5月与2月相比，海峡封锁导致合规VLCC运量大幅下滑，美洲货量补充较为有限



图表：通过管道绕行后的原油和大西洋出口的原油，作为替代航线显著拉长亚洲原油平均运输距离



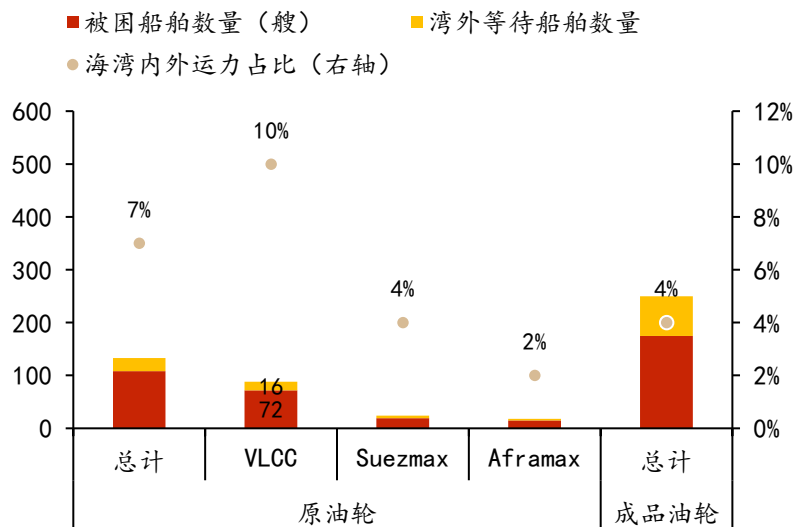
图表：受航程拉长影响，油运需求下降幅度仅为13.7%



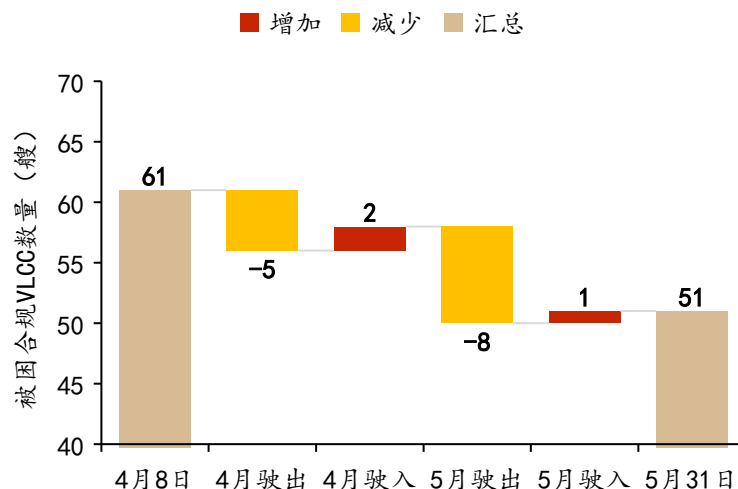
華源証券 HUAYUAN SECURITIES 海峽封鎖部分船舶，長錦商船策略轉變

- 霍尔木兹海峡通行受阻导致部分船舶被困在海湾内外。5月21日数据显示，72艘VLCC被困湾内，叠加湾外等待的16艘VLCC，合计88艘VLCC受影响，占全球VLCC运力的10%，直接导致现货市场可用运力收缩。4-5月仅13艘合规VLCC驶出海峡，至5月31日仍有51艘合规VLCC滞留湾内。
- 长锦商船的VLCC船队原本在冲突前大量闲置以支撑运价。冲突爆发后，长锦商船的闲置VLCC迅速回归市场。后随着航运市场供需逐步进入新稳态，市场VLCC供给过剩压力逐步显现，长锦商船二次调整策略，再次闲置部分运力，以托底现货运价。

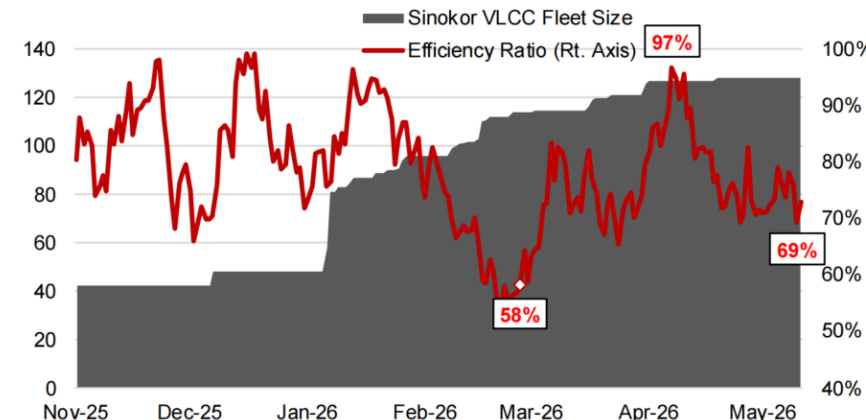
图表：海峽通航中斷導致大量油輪被困波斯灣，以及部分油輪在灣外等待（圖表數據截至5月22日）



图表：隨著通航略有恢復，部分被困合規VLCC已駛出海峽，而仍有51艘合規VLCC被困灣內



图表：3月衝突爆發後，長錦商船的閑置VLCC迅速回歸市場；4月市場走弱後，長錦收縮VLCC供給支撐運價



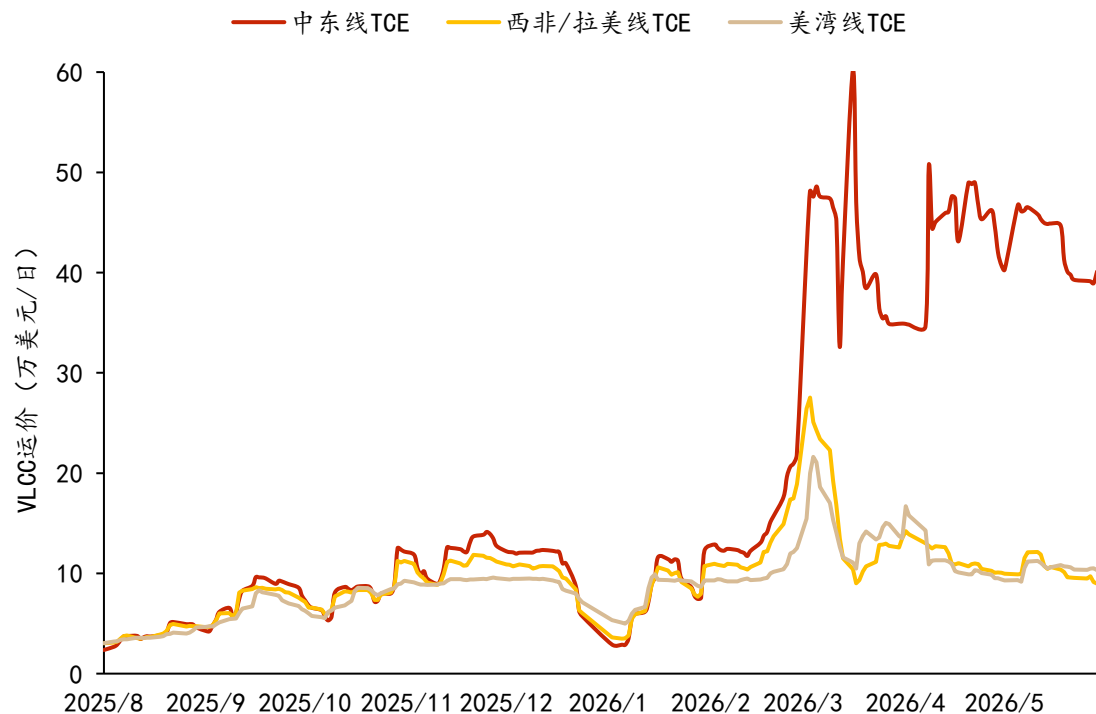


華源証券
HUAYUAN SECURITIES

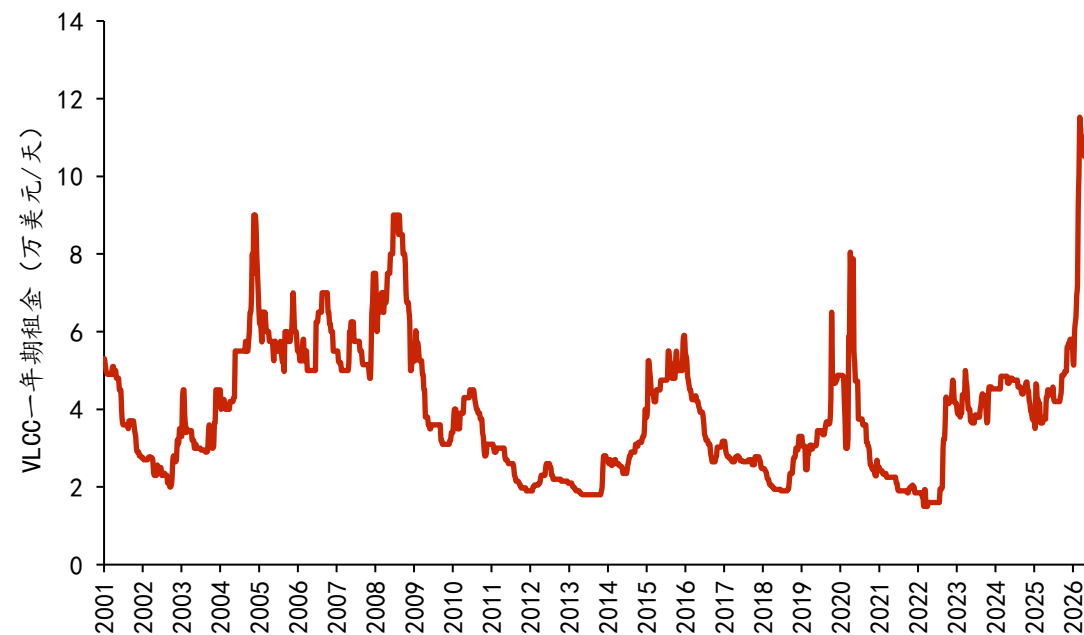
VLCC运价与期租租金进入新稳态，处在历史较高水平

- 中东航线运价受地缘局势催化，催生高额风险溢价，但该价位高价租单实际成交稀少，不足以判断行业真实供需。大西洋航线更反应当下海峡外油运实际供需情况，西非/拉美、美湾航线运价在短期冲高后回归基本面，持续保持强势。
- 远期租船市场方面，VLCC 一年期长约租金突破二十年历史高点后持续高位运行，表明了市场对原油海运中长期供需基本面的乐观预期。

图表：VLCC中东线TCE短期暴涨冲高至60万美元/日，实际成交稀少，仅为地缘情绪溢价；大西洋航线短期冲高后回归基本面，当前运价稳定在10万美元/日上下



图表：VLCC一年期租租金达11万美元/日，处于历史高位



主要内容

1. 中东冲突导致海峡通航近乎停滞
2. 海峡封锁导致原油供应短缺，库存快速下降
3. 海峡封锁导致油运供需双缩，市场进入新稳态
4. 若海峡通航恢复，VLCC或将“一船难求”
5. 投资建议&风险提示

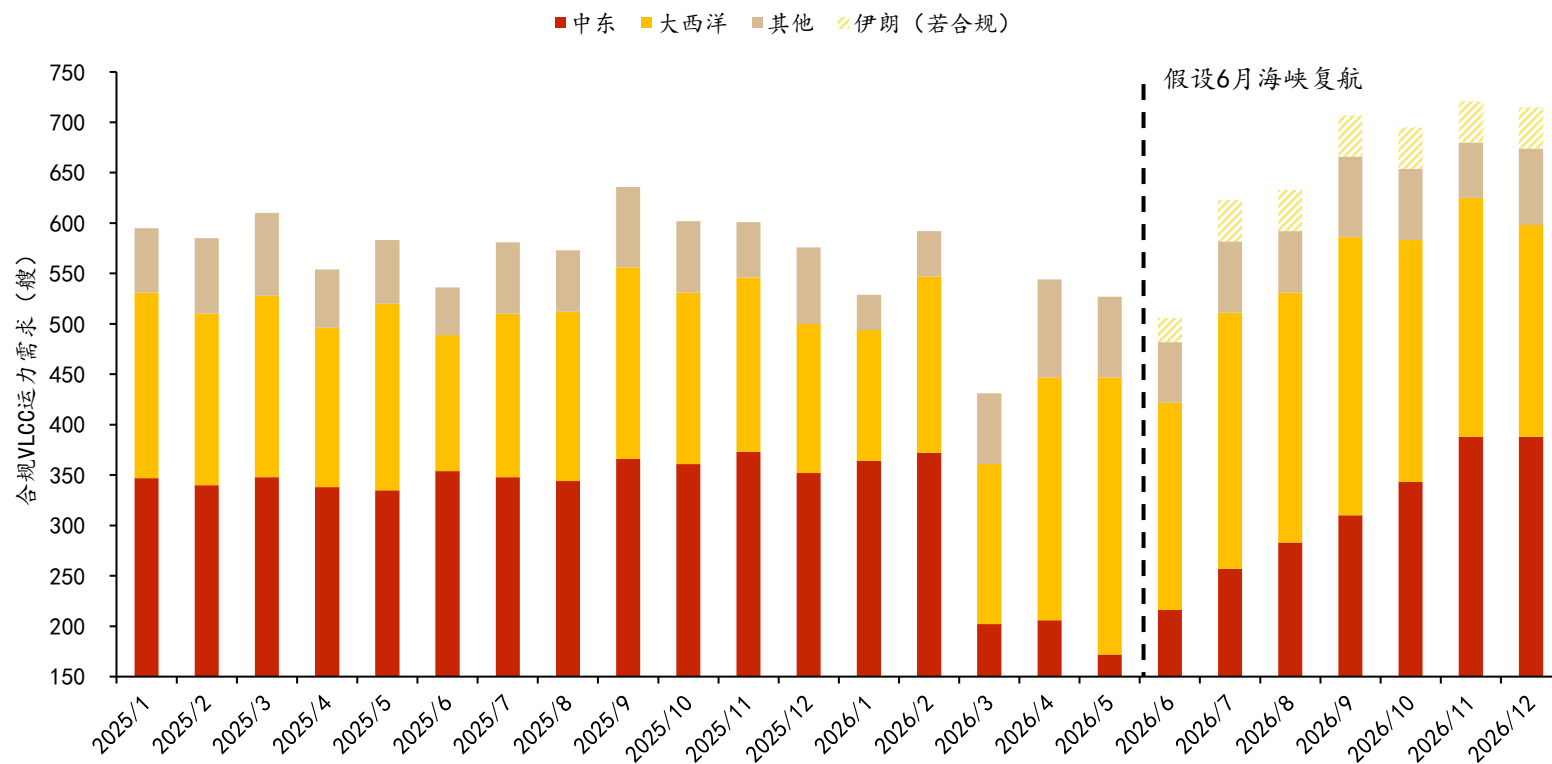


華源証券
HUAYUAN SECURITIES

短期看通航：中东货量恢复或让VLCC“一船难求”

- 一旦霍尔木兹海峡完全通航，中东货量或将迅速恢复，合规VLCC需求有望在通航后2-3个月恢复至冲突前水平，叠加“长锦因素”，届时合规VLCC或将“一船难求”。若美国对伊朗油制裁随封锁一并解除，合规VLCC运力利用率有望再增加8-10%，VLCC运价或将持续冲高。
- 即使霍尔木兹海峡有限通航，经过海峡运输的原油量或将达到300-600万桶/日，相当于合规VLCC需求增加88-176艘，合规VLCC运力利用率有望超过2025Q4水平。

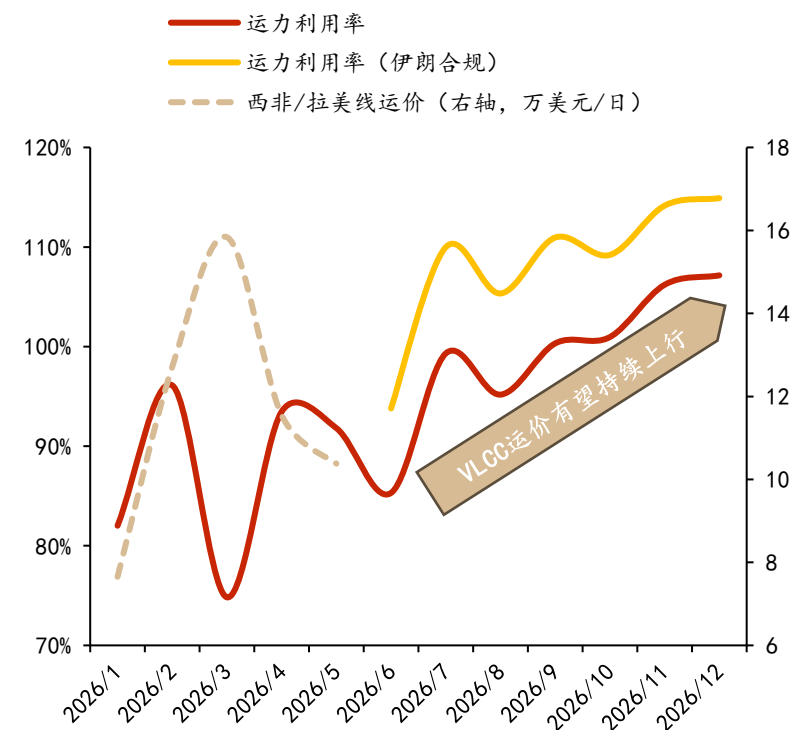
图表：若2026年6月海峡完全复航，短期看，中东货量回归有望带来可观需求边际增量，推涨VLCC市场



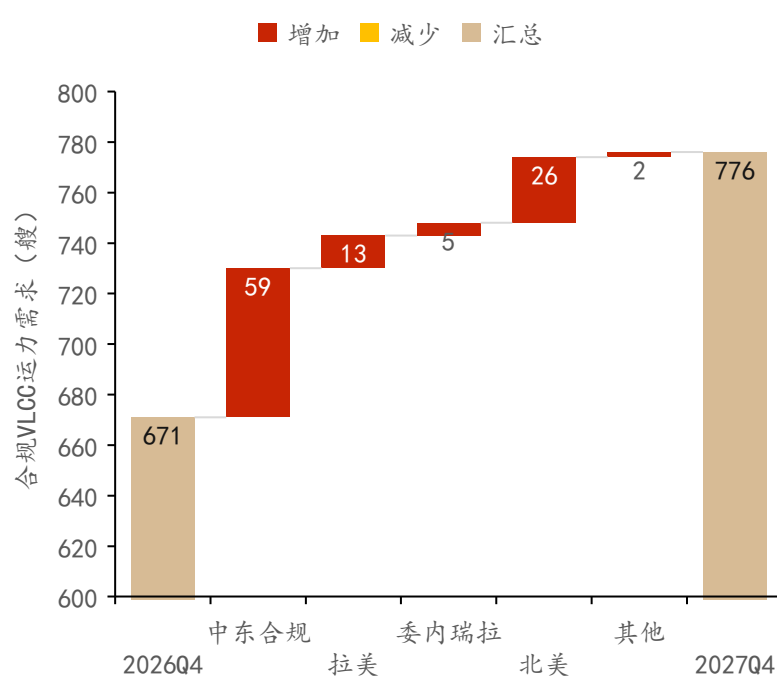
注：左右图表测算均假设2026年6月霍尔木兹海峡完全通航。

资料来源：Oceanbolt、克拉克森、华源证券研究整理

图表：海峡完全通航叠加“长锦因素”或将让合规VLCC一船难求，VLCC运价有望持续上行



- 图表：EIA预计非OPEC美洲地区或将在2027年进一步增产148万桶/日



19

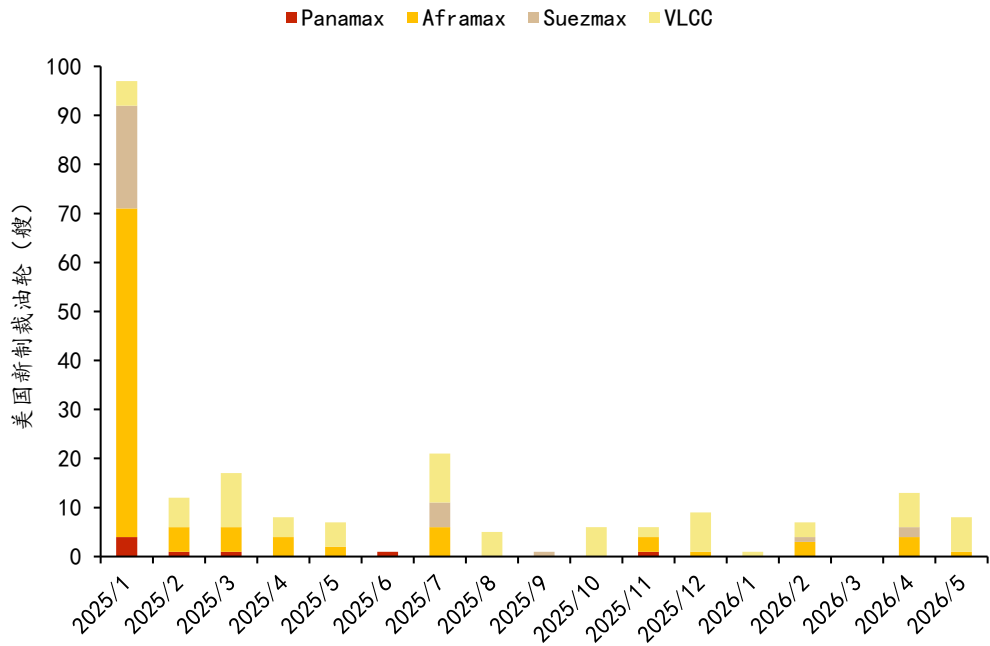
華源証券

HUAYUAN SECURITIES

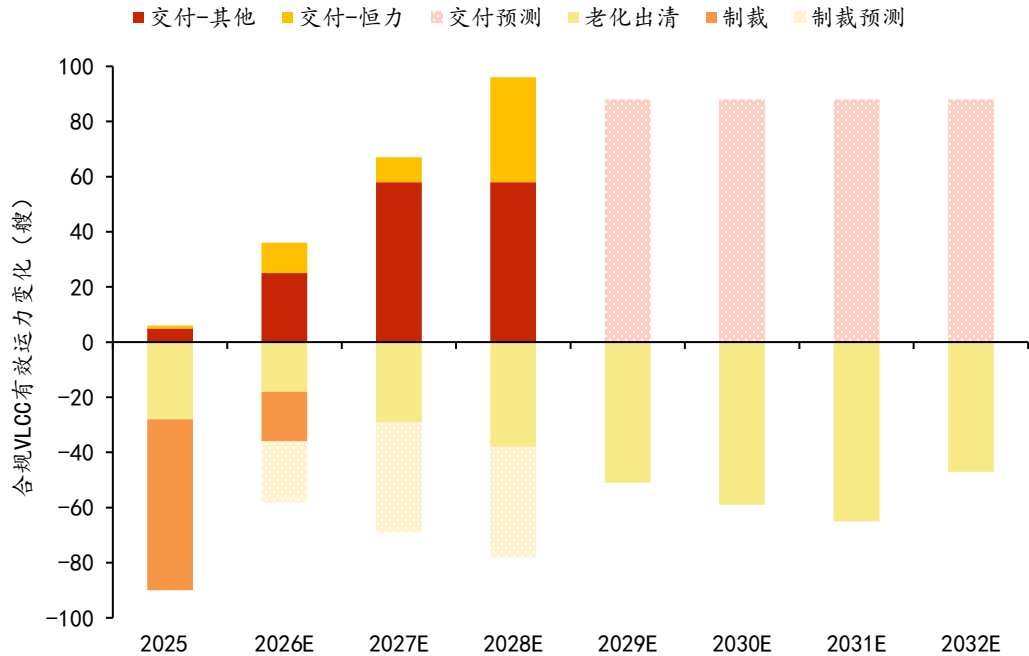
VLCC运力增长受限于船队老化

➤ 未来数年全球VLCC新船交付量逐年抬升，其中恒力造船产能落地带来显著新增运力供给；但船队老旧船舶的自然老化出清，叠加可能的美国对伊原油航运制裁，合规运力实际增长或将受限。

图表：截至2026年5月，美国仍在持续制裁影子油轮



图表：受到老化出清及美国制裁影响，未来几年合规VLCC运力增长或受限

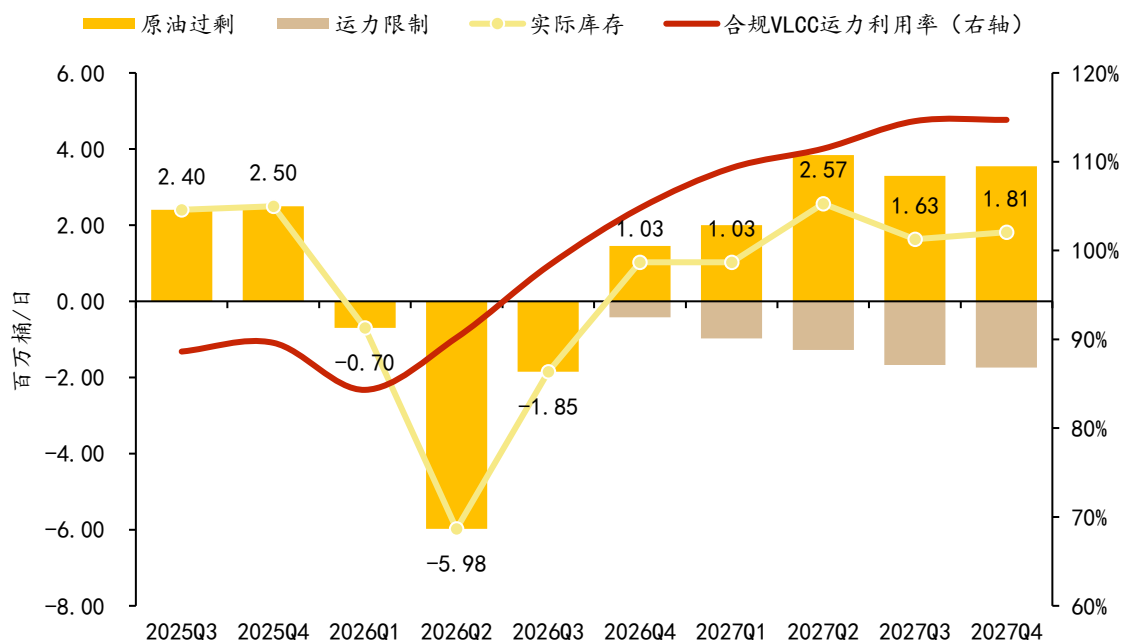


注：若美国对伊朗制裁延续，美国或将每年制裁约40艘涉伊VLCC，导致合规运力加速出清。

華源証券 HUAYUAN SECURITIES 合规VLCC运力持续饱和，拉长原油库存修复周期

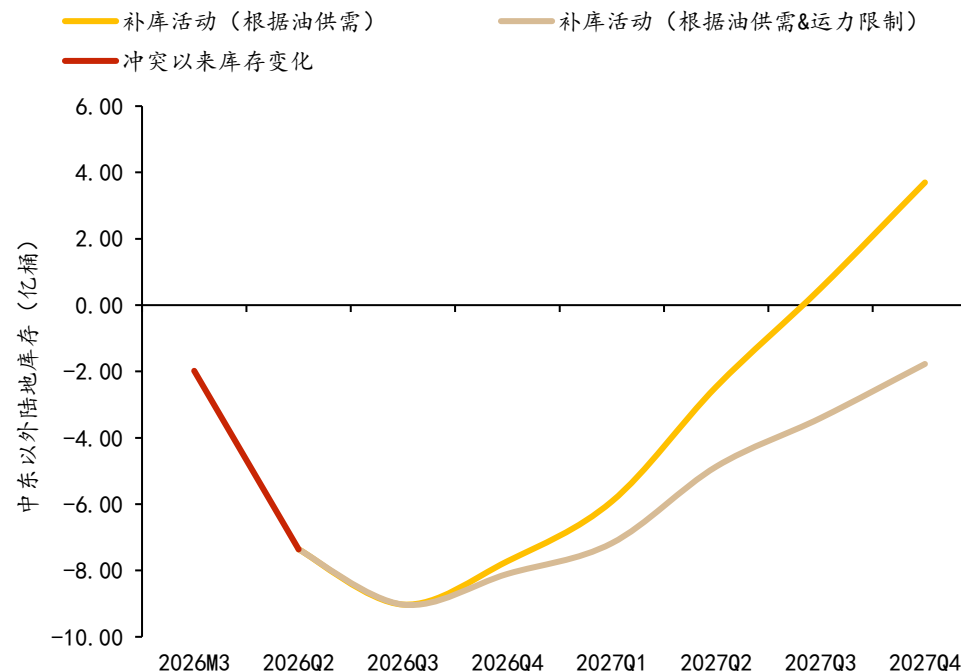
- 若6月海峡通航，全球原油供给端富余将形成可观的补库空间。合规VLCC运力利用率预计从2026年四季度开始飙到100%以上，并在2027年维持，或限制全球原油贸易，导致实际补库速度受限。受运力限制，2027年全球原油平均补库速度仅176万桶/日。
- 仅从供需缺口测算，全球库存或于2027年三季度修复至2026年2月地缘冲突爆发前的库存水平；考虑海运运力限制后，实物运输受阻拉长补库进程，库存回归基准水平或将推迟至2028年初。

图表：合规VLCC运力利用率或将从2026Q4-2027持续超过100%，或将限制原油贸易



注：不考虑伊朗油合规化影响。

图表：受VLCC运力限制，库存回归冲突爆发前水平或将推迟至2028年初



主要内容

1. 中东冲突导致海峡通航近乎停滞
2. 海峡封锁导致原油供应短缺，库存快速下降
3. 海峡封锁导致油运供需双缩，市场进入新稳态
4. 若海峡通航恢复，VLCC或将“一船难求”
5. 投资建议&风险提示



■ 投资分析意见

- 油运基本面持续向好，叠加“长锦因素”和地缘变局催化，“油运大时代”有望来临。我们认为，在海峡受阻的压制下，大西洋运价与一年期期租租金仍能维持10万美元/日上下的历史高位，本质是油运强基本面与市场强信心的体现。中东冲突导致的海峡受阻终将结束，届时VLCC有望“一船难求”，VLCC运价高度以及高运价的持续性均有望大超预期。我们持续看好油运行业的景气度与持续性，其上游造船行业亦明显受益，建议关注：
 - 油运标的：招商轮船、中远海能、招商南油
 - 造船标的：中国船舶、中国动力、中船防务、松发股份（恒力重工）

- **霍尔木兹海峡通航推迟：**霍尔木兹海峡是全球原油的能源要道，若海峡持续封锁，直接影响宏观经济和油运市场。
- **中东油产量恢复与增产不及预期：**中东作为全球原油核心供应区域，其产量恢复情况及后续增产情况，影响实际油运需求。
- **宏观经济恢复不及预期：**中国作为主要原油进口地区，其经济发展情况将对相关商品和海运需求产生较大影响。
- **老船出清不及预期：**若老旧油轮淘汰速度不及预期，直接影响市场运力供给。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。



華源証券
HUAYUAN SECURITIES