

石油石化

美国页岩油收并购协同效应超预期，成本通缩正上演

证券研究报告

2024年11月25日

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

张樾樾

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517120003

zhangxixi@tfzq.com

姜美丹

分析师

SAC 执业证书编号: S1110524090002

jiangmeidan@tfzq.com

资本开支纪律下，效率提升及收并购协同效应带来超预期产量增长

美国页岩油 2024 前三季度，各公司对于油气资本开支仍然保持审慎的态度，基本维持年初时 capex 指引，但公司逐季度不断上调 2024 全年产量指引，幅度主要在+1%~+10%之间不等，主要原因是收并购带来的协同效应超预期，以及成本通缩带来的效益提高。

页岩油成本通缩开始上演

2023 年开始美国页岩油生产成本出现三年内首次下降，成本通缩开始上演。主要是①原材料/油服单价下降驱动的成本通缩，比如钢材、柴油、钻机日费等；②效率驱动的成本通缩，技术进步导致钻机数、压裂车队等需求的降低；③平价替代燃料驱动的成本通缩。

美国页岩油最新盈亏平衡油价为 66 美金/桶

我们测算美国页岩油盈亏平衡油价 2023 年可能因为成本通缩普遍下移；但 2024H1 因美国天然气价格下降明显的原因，页岩油公司盈亏平衡油价有所上升；2024Q3 由于气价上涨以及成本通缩等原因，盈亏平衡油价最高 66 美金/桶。

Trump 执政对美国页岩油的潜在影响

Trump 上任或不会影响页岩油公司的经营策略，capex 或仍保持谨慎，但对传统油气行业管制的放松等或降低公司的运营成本，我们预计 2025 年 Trump 执政后若放松对油气行业的管制并且影响都兑现的情况下（不考虑通胀回落、效率提升等因素），盈亏平衡点或可在 66 美金/桶的基础上再下降 4-5 美金/桶，至 60 美金左右。

风险提示：1) Trump 执政的不确定性；2) 宏观经济的不确定性；3) OPEC 组织的不确定性。

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《石油石化-行业深度研究:2025 年原油市场展望》 2024-10-25
- 《石油石化-行业深度研究:美国数据中心需求电量增长，如何展望气价？》 2024-10-10
- 《石油石化-行业专题研究:涤纶长丝价格持续上行，行业开启新周期》 2024-06-19

内容目录

1. 资本开支纪律背景下，效率提升以及收并购协同效应带来超预期的产量增长.....	4
1.1. 年内资本开支指引仍保持稳定	4
1.2. 年内页岩油公司不断上修产量预期	5
2. 成本通缩正在上演	6
3. 页岩油公司最新盈亏平衡油价 66 美金/桶	8
4. Trump 执政对美国页岩油的潜在影响	9
4.1. Trump 宣称加大油气开发，但油公司 Capex 或仍保持谨慎.....	9
4.2. Trump 政策或降低油气公司经营负担	10
4.2.1. 削减环保法规.....	10
4.2.2. 降低或减免税费	10
4.2.3. 下调联邦土地油气特许权使用费率.....	10
4.2.4. 加快批准管道建设项目，解决天然气低价拖累问题.....	10
5. 结论.....	11
6. 风险因素.....	12

图表目录

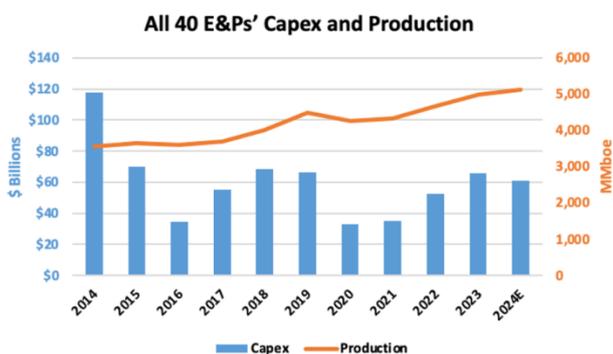
图 1: 40 家 E&P capex 和产量	4
图 2: Oil weighted 公司 capex 和产量	4
图 3: Diversified E&P capex 和产量.....	4
图 4: Gas weighted 公司 capex 和产量.....	4
图 5: 样本页岩油公司年内逐季度上调 2024 全年产量指引（单位：MMBOE）.....	5
图 6: OXY 美国油气区块单位成本项（美元/BOE）.....	6
图 7: OXY 美国油气区块单位成本项（美元/BOE，季度）.....	6
图 8: EOG 公司单位成本项（美元/ BOE）.....	6
图 9: EOG 公司单位成本项（美元/ BOE，季度）.....	6
图 10: 美国柴油价格 2023 年开始走弱	6
图 11: 钻机日费 2024 年开始缓慢走弱	6
图 12: 美国钢材价格 2023 年开始大幅回调.....	7
图 13: 美国油气开采人员时薪持续上涨.....	7
图 14: 美国油气钻机数下降	7
图 15: 美国压裂车队数量下降.....	7
图 16: 历年美国页岩油新钻一口井的盈亏平衡油价（美元/桶）.....	8
图 17: 2024 年美国页岩油新钻一口井的盈亏平衡油价	8
图 18: 美国页岩油公司平衡油价（美元/桶）.....	8
图 19: 产品生命周期与美国原油市场阶段的比较	9
图 20: 美国勘探生产资本支出、自由现金流、股息和股票回购	9
图 21: 西方石油现金流分配优先策略	9

图 22: 2024 上半年美国原油、天然气和 NGL 生产停滞.....	11
图 23: 二叠纪天然气出口和 Waha Hub 价格波动.....	11
表 1: 样本页岩油公司资本开支数据及 2024 年指引 (单位: 百万美元).....	4
表 2: 样本页岩油公司产量数据及 2024 年指引 (单位: 百万桶油当量).....	5

1. 资本开支纪律背景下，效率提升以及收并购协同效应带来超预期的产量增长

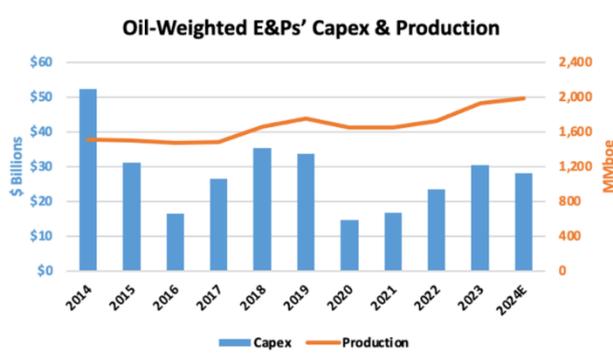
根据 RBN 的年初统计，2024 年 40 家 E&P 资本支出为 612 亿美元（同比-7%），其中 3/4（大约 30 家公司）宣布降低或持平预算，15 个 oil weighted 生产商 F&D 支出减少 8%，14 个多元化生产商 F&D 支出减少 2%，11 个 gas weighted 生产商 F&D 支出减少 13%。其余大约 8 家公司宣布 capex 有 2 位数增长主要是由 2023 年大规模收购推动（也是 2024 年油气产量计划增长 3% 的主要驱动力），如果剔除这 8 家公司，RBN 统计的其余 32 家公司资本支出预计 2024 年将下降 9%，产量基本维持不变，这部分可能也蕴含了公司效率的提升。

图 1：40 家 E&P capex 和产量



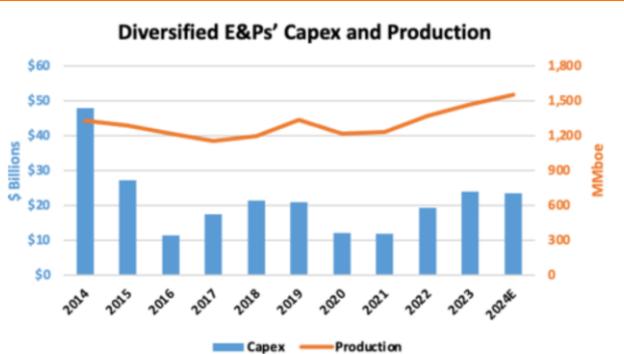
资料来源：RBN，天风证券研究所

图 2：Oil weighted 公司 capex 和产量



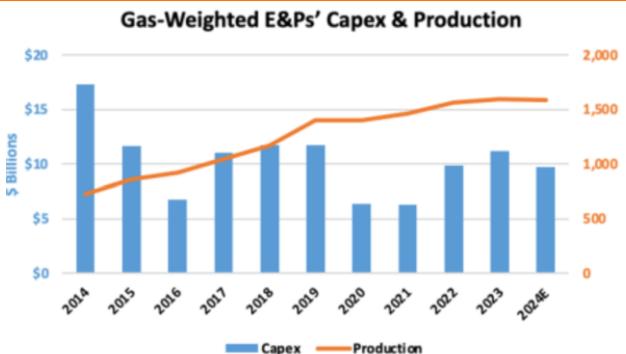
资料来源：RBN，天风证券研究所

图 3：Diversified E&P capex 和产量



资料来源：RBN，天风证券研究所

图 4：Gas weighted 公司 capex 和产量



资料来源：RBN，天风证券研究所

1.1. 年内资本开支指引仍保持稳定

截止 2024Q3 季报，据我们统计的 8 家页岩油公司样本，也看到主要大型页岩油公司全年资本开支计划基本放缓甚至开始下降，比如 OXY/EOG/MRO 2024 年资本开支计划同比分别为 1%/3%/-2%，而且全年基本仍保持年初的指引，Diamondback 由于 2024/9 完成 Endeavor 合并资本开支较年初指引有所增加。其他个别小型页岩油表现出来更强劲的资本开支意愿，也主要是并购活动增加。整体而言，各公司对于油气资本开支指引仍然保持审慎的态度。

表 1：样本页岩油公司资本开支数据及 2024 年指引（单位：百万美元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2024Q1E	2024Q2E	2024Q3E	2023+	2024+
Bonanza Creek Energy	1,155	329	410	914.1	1365	1800-2100	1800-2100	1850-1950	1899.4-1949.4	49%	41%
Centennial Resource Dev	887	302	322	779.4	1525	1900-2100	1900-2100	1900-2100	1900-2100	96%	31%
Diamondback Energy	3,427	1,804	1,520	1940	2701	2300-2550	2300-2550	2350-2450	2875-3000	39%	9%

EOG	5,972	3,318	3,900	4607	6000	6200	6200	6000-6400	6100-6300	30%	3%
Magnolia Oil & Gas	441	188	275	459.8	422	450-480	450-480	450-480	470	-8%	10%
Marathon Oil	2,561	1,119	1,000	1480	2033	1900-2100	1900-2100	1900-2100	1900-2100	37%	-2%
Occidental Petroleum	8,914	2,054	2,900	4497	4960	4800-5000	4900-5100	--	--	11%	1%
Talos Energy	502	421	355	455.5	596	565-595	570-600	570-600	510-530	31%	-2%

资料来源：各公司公告，天风证券研究所（注：2024E 表示 2023 年报披露日对 2024 全年 capex 计划、2024Q1E-Q3E 表示当前季度截止日对 2024 全年 capex 计划）

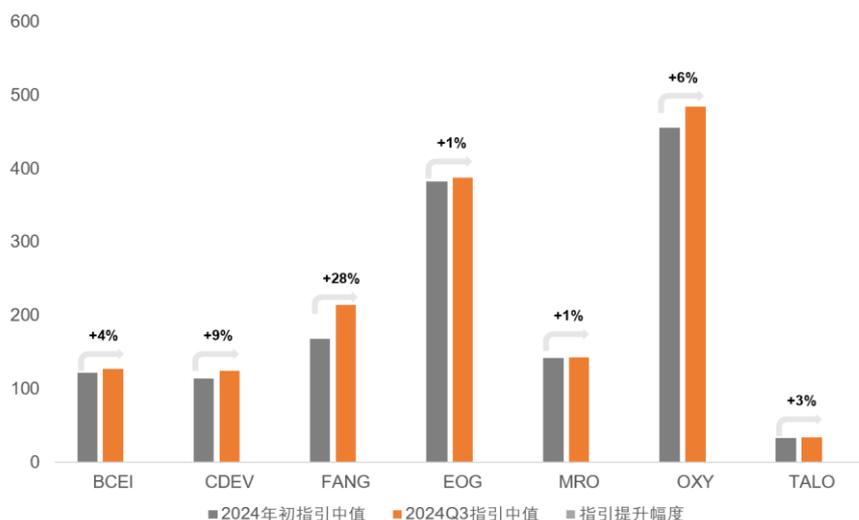
1.2. 年内页岩油公司不断上修产量预期

2024 年前三季度我们选取样本显示，页岩油公司逐季度在不断上调 2024 全年产量指引，幅度主要在+1%~+10%之间不等（注：Diamondback 年内上调产量指引主要是因为合并 Endeavor，产量指引提升较大约 28%）。

我们认为页岩油公司资本开支稳定情况下，年内产量指引不断上调的原因可能主要是：

- 1) 这些公司的共性是大部分公司之前有过收购案例，油气区块整合带来的协同效应等远超初期预期，在基础设施、资本项目及库存等方面实现成本节约与效率提升；
- 2) 成本通缩带来的资本开支效益提高。

图 5：样本页岩油公司年内逐季度上调 2024 全年产量指引（单位：MMBOE）



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

表 2：样本页岩油公司产量数据及 2024 年指引（单位：MMBOE）

Company	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2024Q1E	2024Q2E	2024Q3E	2023+	2024+
Bonanza Creek Energy	54	53	46	62	77	118.6-126	118.6-126	122.3-125.9	126.7-128.8	25%	65%
Centennial Resource Dev	28	25	22	58	71	109.5-118.6	113.2-120.5	116.8-120.5	124.1-124.8	23%	75%
Diamondback Energy	135	140	163	141	163	167-170	167.2-170.1	168.6-171.6	214.3-215.4	16%	31%
EOG Resources	301	286	299	332	360	383	381	373.7-396.6	386.2-389.7	8%	8%
Magnolia Oil & Gas	24	23	24	28	30	--	--	--	--	9%	high single digit

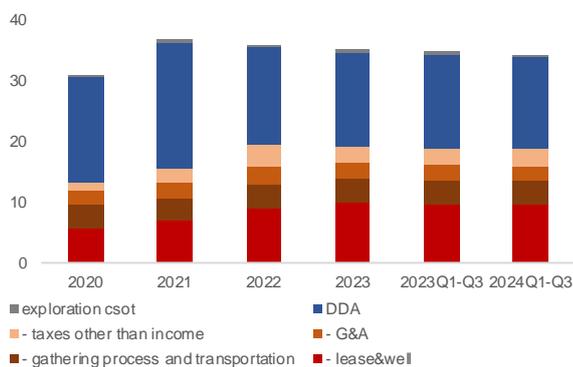
Marathon Oil	151	140	124	125	144	138.7-146	138.7-146	138.7-146	143	15%	0%
Occidental Petroleum	521	484	431	426	450	445.3-467.2	445.3-467.2	470.9-489.1	483-486	6%	8%
Talos Energy	19	20	24	22	24	31.8-34	32.6-34.8	32.6-34.8	33.2-34.3	12%	39%

资料来源：各公司公告，天风证券研究所（注：2024E 表示 2023 年报披露日对 2024 全年的产量计划、2024Q1E-Q3E 表示当前季度披露日对 2024 全年的产量计划）

2. 成本通缩正在上演

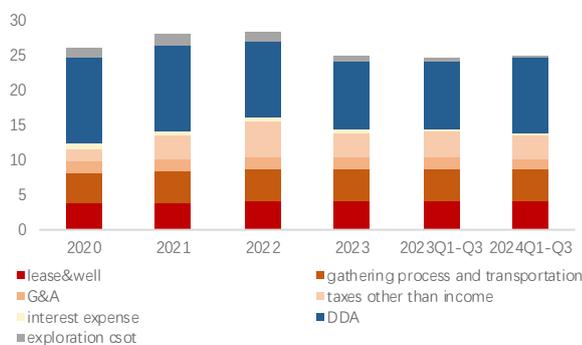
根据西方石油美国区块的油气成本明显发现，年度频率上，2023 年单位桶油当量 DDA、运营成本、勘探费用出现三年内首次下降；从季度频率上，2024Q3 运营成本下滑明显（其中租赁及井口费用环比-12%，收集和运输费用环比-14%，管杂费用等环比-17.5%，除所得税以外的其他税费环比-15%），单位 DDA 环比-5%。

图 6：OXY 美国油气区块单位成本项（美元/BOE）



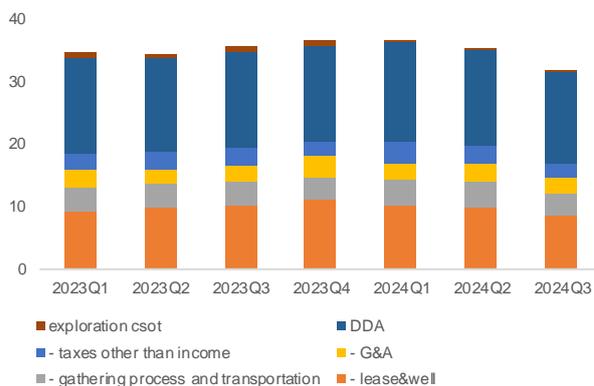
资料来源：OXY 公告，天风证券研究所

图 8：EOG 公司单位成本项（美元/ BOE）



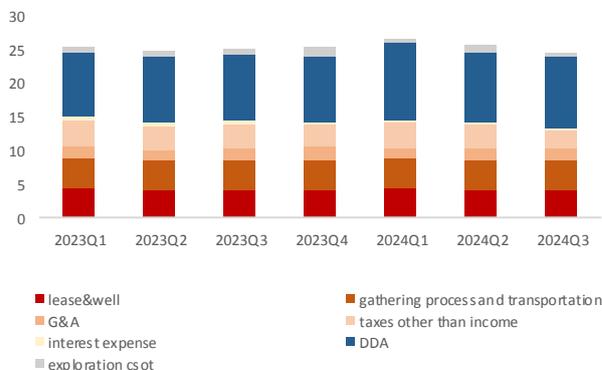
资料来源：EOG 公告，天风证券研究所

图 7：OXY 美国油气区块单位成本项（美元/BOE，季度）



资料来源：OXY 公告，天风证券研究所

图 9：EOG 公司单位成本项（美元/ BOE，季度）



资料来源：EOG 公告，天风证券研究所

成本通缩里包含几种原因：

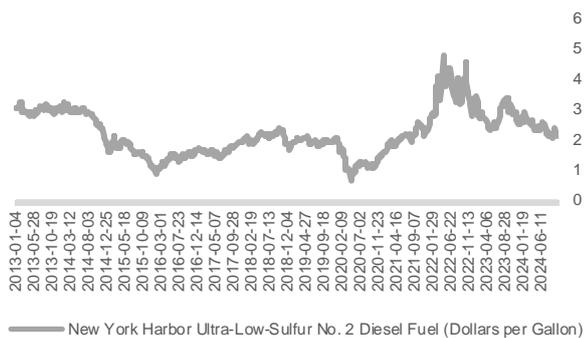
1) 原材料/油服单价下降驱动的成本通缩

EOG 2024Q3 电话会议里提到，公司注意到从 2023Q2 开始，运营成本和资本开支方面的通胀压力开始有所减缓（比如燃料、钢材、钻完井服务等价格有所下降）。

年初截止到 2024Q3，美国钢材价格下降 24%；钻机日费 2024 年大约下滑 4%，柴油价格下滑 16%；几乎只有员工时薪上涨，但幅度不大，大约 2%。

图 10：美国柴油价格 2023 年开始走弱

图 11：钻机日费 2024 年开始缓慢走弱



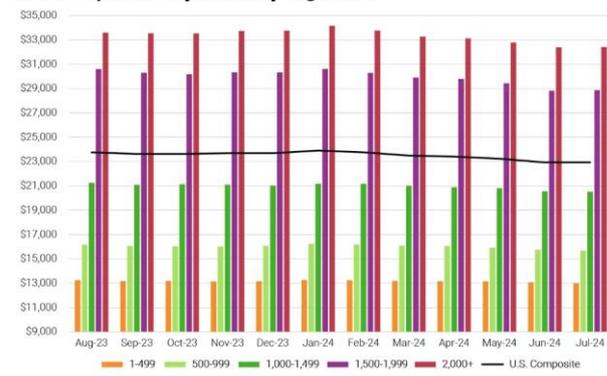
资料来源：EIA，天风证券研究所

图 12：美国钢材价格 2023 年开始大幅回调



资料来源：Wind，天风证券研究所

U.S. Composite Day Rates by Rig Class



Source | Enverus Intelligence

资料来源：Enverus，天风证券研究所

图 13：美国油气开采人员时薪持续上涨



资料来源：Wind，天风证券研究所

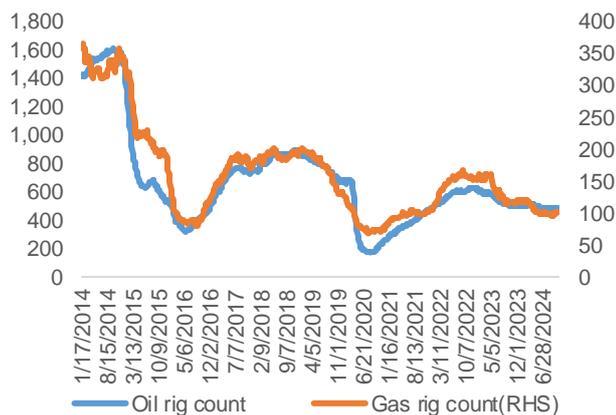
2) 效率驱动的成本通缩

1. 技术进步减少作业时间，降低人员和设备需求

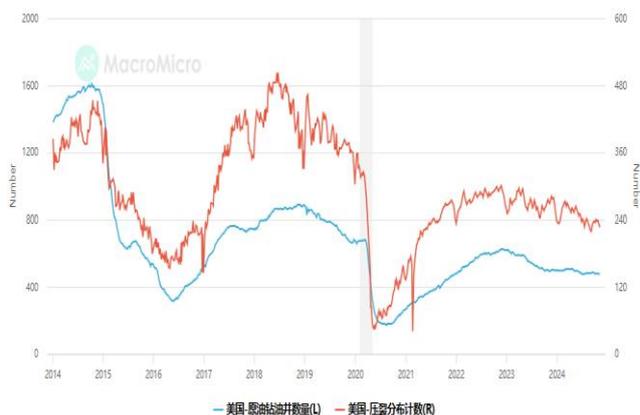
- 1) 钻探速度更快，距离更长，作业效率提高以更少的人员和设备完成油井；
- 2) 设备性能的提升，每个压裂机组最大泵送能力平均提高了 15%，更快的泵送时间和更好的油井性能；
- 3) 相同产量需要的钻机或者钻井平台减少；EOG Resources 规划 2024 年石油产量将增长 3%，同时将其钻机数量从 31 台减少到 27 台，压裂机组人员从 10 名减少到 8 名，总净完井从 640 减少到 600；Diamond 也提到更少的钻机数实现相同的作业量，2025 年计划 22-24 台钻机数减少到 18 台，压裂车队从 5 台下降到 4 台；Devon Energy 计划将钻机数从 16 个减至约 14 个。

图 14：美国油气钻机数下降

图 15：美国压裂车队数量下降



资料来源：贝克休斯官网，天风证券研究所



资料来源：Macromicro，天风证券研究所

II、优化完井设计减少停机时间

CIVITA 提到，优化完井设计，比如钻井平均长度增加，更多时间专注井下钻探，减少井上地面移动设备的时间，减少钻探总停机时间，还可以达到以前无法达到的地方释放新的产量潜力。

III、平价替代燃料驱动的成本通缩

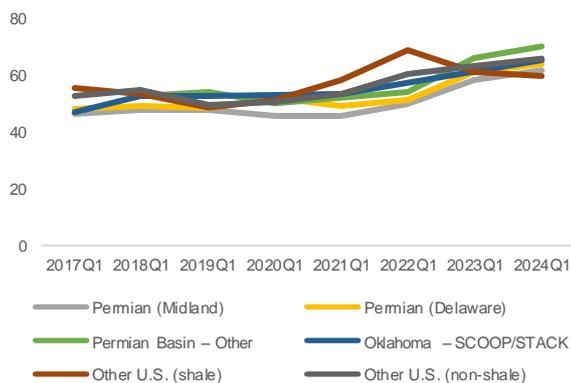
CIVITA 提到 CNG 替代柴油能节省完井燃料 25-40%，此外 Devon energy 也提到未来可能考虑用天然气或者电动化等方式来缓解这部分成本压力。

3. 页岩油公司最新盈亏平衡油价 66 美金/桶

根据 Dallas 联储能源调查报告，美国页岩油盆地 2024Q1 新开一口井的盈亏平衡油价最高 70 美金/桶，其中产量最大的 permian 盆地盈亏平衡油价最高即是 70 美金/桶。

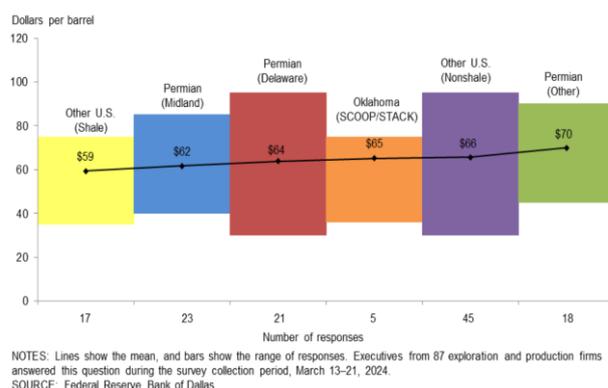
我们测算美国页岩油盈亏平衡油价，2020-2022 年由于成本通胀、资源禀赋等因素有所提升。2023 年可能因为成本通缩普遍下移；但 2024H1 因美国天然气价格下降明显的原因，页岩油公司盈亏平衡油价有所上升；2024Q3 由于气价上涨以及成本通缩等原因，盈亏平衡油价最高 66 美金/桶。

图 16：历年美国页岩油新钻一口井的盈亏平衡油价（美元/桶）



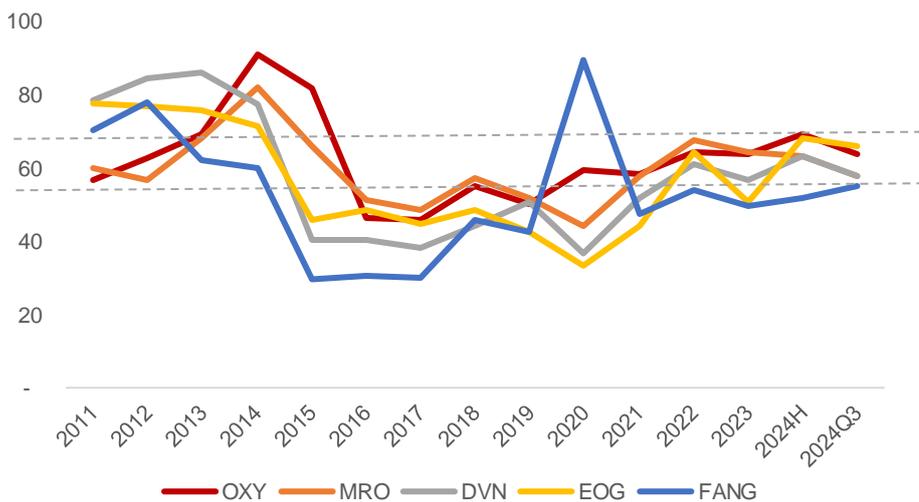
资料来源：Dallas 联储，天风证券研究所

图 17：2024 年美国页岩油新钻一口井的盈亏平衡油价



资料来源：Dallas 联储，天风证券研究所

图 18：美国页岩油公司平衡油价（美元/桶）



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

4. Trump 执政对美国页岩油的潜在影响

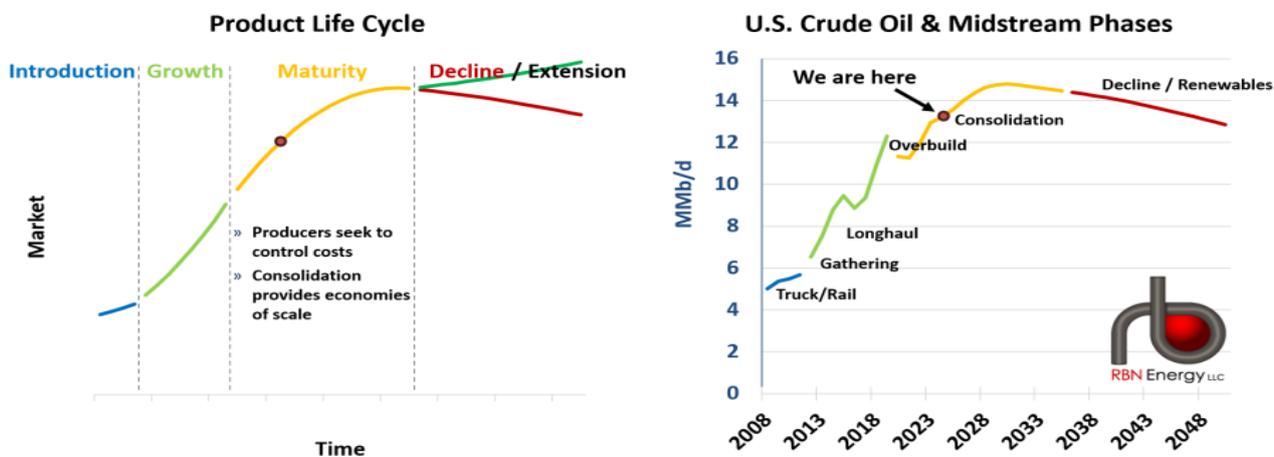
4.1. Trump 宣称加大油气开发，但油公司 Capex 或仍保持谨慎

Trump 竞选时曾说到鼓励加大页岩油气开发，但是我们认为美国公司做经营决策或更加从市场环境、经营效益等角度考虑，同时也从 2015-2017 年低油价至暗时刻汲取经验，而非一味被大选竞选口号所掣肘。

页岩油公司资本开支更注重经济效益、遵循市场化做出最佳的决策。正如我们 2024 年 10 月 25 日发布的《2025 年原油市场展望》里所述，类比经济学中的产品生命周期，美国的页岩油已经经历了“Introduction + Growth”阶段，目前正处于成熟期阶段，进入了一个以生产力更高、生产者克制和财政纪律为特征的时代，专注于维持现金流、偿还债务以及通过股票回购和股息将资本返还给股东。

页岩油公司也注意到 2025 年原油市场或供给宽松，EOG/MRO 等预计 2025 年保持资本开支纪律性，diamondback2024Q3 电话会议提到资本开支可能下调，但是在此基础上想实现增产也并不难，公司主要目的是想维持比较好的现金流。

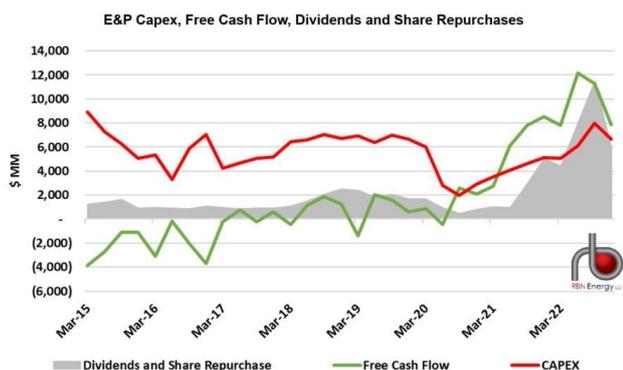
图 19：产品生命周期与美国原油市场阶段的比较



资料来源：RBN，天风证券研究所

图 20：美国勘探生产资本支出、自由现金流、股息和股票回购

图 21：西方石油现金流分配优先策略



资料来源：RBN，天风证券研究所

ONGOING FOCUS

- Maintain Production Base
Preserve asset base integrity and longevity
- Sustainable & Growing Dividend
Through-the-cycle sustainability with long-term growth potential

CURRENT FOCUS

- Debt Reduction
Lower expenses and improve balance sheet and cash flow breakeven
- Cash Flow Growth
Investments in OxyChem, Oil & Gas cash flow resiliency, and low-carbon opportunities

FUTURE PRIORITIES

- Repurchase Shares
Supports capital appreciation and per share dividend growth
- Preferred Equity Redemption
Redeemed through superior shareholder returns

资料来源：OXY 官网，天风证券研究所

4.2. Trump 政策或降低油气公司经营负担

4.2.1. 削减环保法规

若甲烷碳排放征收费用减免：2024 年 1 月美国 EPA 提出甲烷减排计划规则，对大型油气生产商的甲烷排放征收费用，从 2024 年起收费标准为每吨 900 美元；2025 年将增至每吨 1200 美元；2026 年及以后将增至每吨 1500 美元。按照温室效应换算，排放 1 吨甲烷产生的温室效应为相当于排放 25 吨 CO₂，假设按照 tight oil 生产大约排放 10kg/boe CO₂ 来计算，2024 年这部分成本增加可能有 0.36 美金/BOE，2025 年约 0.5 美金/BOE，目前成本影响甚微。

4.2.2. 降低或减免税费

降低企业所得税：目前美国企业税所得税率为 21%，Trump 竞选时声称会将企业税降低到 15%，根据 2024Q3 五大页岩油公司的平均单位桶油当量 EBT \$16.4，大概能减少所得税 1 美金/桶油当量。

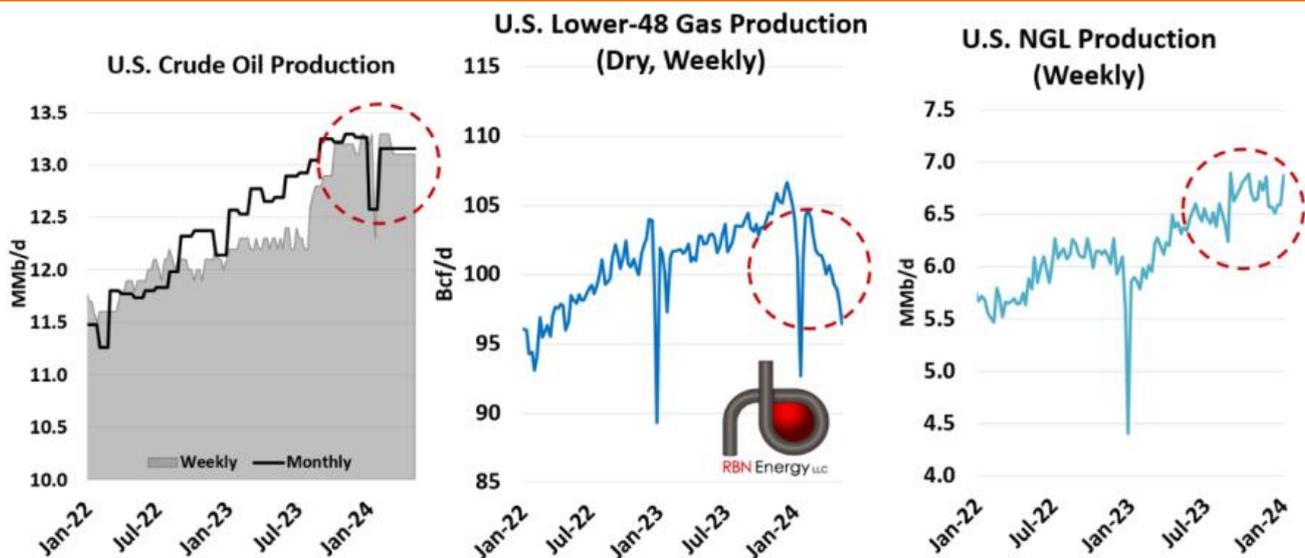
4.2.3. 下调联邦土地油气特许权使用费率

2024 年 4 月，美国内政部 100 多年来首次提高联邦土地钻井特许权使用费率，从 12.5% 提高到 16.67%。如果按照今年的 Brent 均价 80 美金/桶油价对应新增的成本大概是 3.3 美金/BOE。若该费率下调回 12.5%，则意味着成本可以下滑约 3.3 美金/BOE。但是美国约 1/4 产量来自于联邦土地，所以平均下来这部分影响仅 0.8 美金/BOE。

4.2.4. 加快批准管道建设项目，解决天然气低价拖累问题

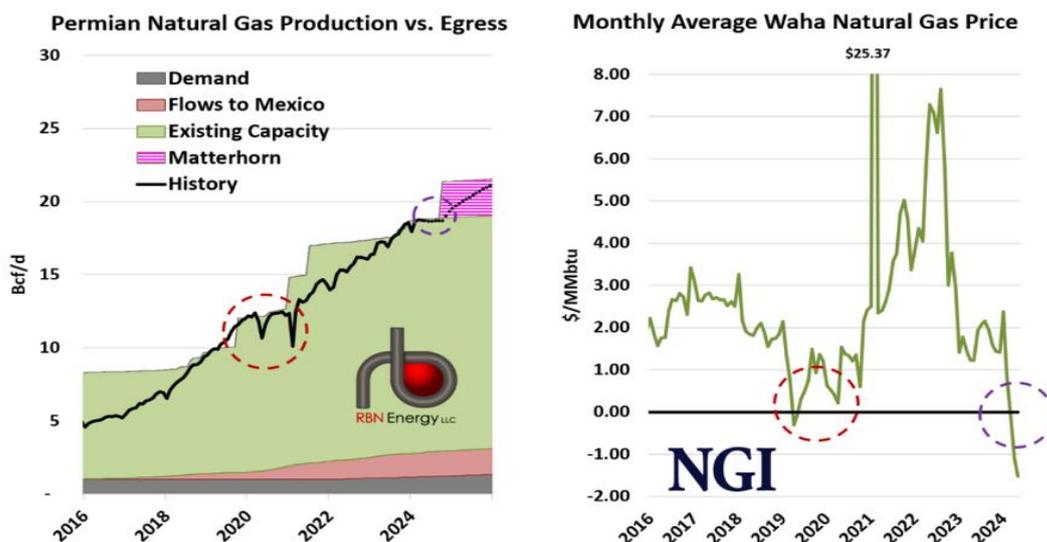
美国油气公司产量结构占比大多为原油：NGL：天然气分别为 2：1：1。之前存在天然气/NGL 管道运输能力和出口限制等，导致油气生产存在憋库、甚至出现负气价问题。

图 22：2024 上半年美国原油、天然气和 NGL 生产停滞



资料来源：RBN，天风证券研究所

图 23：二叠纪天然气出口和 WahaHub 价格波动



资料来源：RBN，天风证券研究所

特朗普上任预计允许批准新的 LNG 出口项目，加快基础设施的建设，同时美国页岩油公司 2024Q3 电话会议纪要里也提到低气价对公司收益拖累，2025 年或会增加对中游基础设施的投资建设。因此我们预计气价的抬升或降低对平衡油价的要求（我们测算天然气的价格提升 1 美金/mmBtu，对应的要求平衡油价或下降 3 美金/桶），以及带动一些页岩油/NGL 产量的增加。

综上因素，2025 年 Trump 执政后若以上政策都实施并且影响都兑现的情况下（不考虑通胀回落、效率提升等因素），盈亏平衡点或可下降约 4-5 美金/桶。

5. 结论

- 1) 美国页岩油 2024 前三季度，各公司对于油气资本开支仍然保持审慎的态度，基本维持年初时 capex 指引，但公司逐季度不断上调 2024 全年产量指引，幅度主要在+1%~+10% 之间不等，主要原因是收并购带来的协同效应超预期，以及成本通缩带来的效益提高。
- 2) 2023 年开始美国页岩油生产成本出现三年内首次下降，成本通缩开始上演。主要是①原材料/油服单价下降驱动的成本通缩，比如钢材、柴油、钻机日费等；②效率驱动的成本通缩，技术进步导致钻机数、压裂车队等需求的降低；③平价替代燃料驱动的成本通缩。

本通缩。

- 3) 特朗普上任或不会影响页岩油公司的经营策略，capex 或仍保持谨慎，但对传统油气行业管制的放松等或降低公司的运营成本，我们预计 2025 年 Trump 执政后若放松对油气行业的管制并且影响都兑现的情况下（不考虑通胀回落、效率提升等因素），盈亏平衡点或可在 66 美金/桶的基础上再下降 4-5 美金/桶，至 60 美金左右。

6. 风险因素

- 1) 特朗普执政政策的不确定性：上一任期特朗普执政时表现出明显的不确定性，对中东地缘政治、对中国经济的影响等都会有较大影响；
- 2) 宏观经济的不确定性：市场对美国经济悲观预期，以及对中国石油需求预期的下修，已经比较到位。反映在原油的非商业净多头持仓量上，已经处于历史低位。但假如全球经济出现超预期的下行，油价仍然面临额外风险；
- 3) OPEC 组织的不确定性：OPEC 预计从 2024 年 12 月份开始，有序退出之前的资源减产计划。但假如出现无序退出、价格战情形，油价仍面临额外风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com