

中国海油 (600938.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

证实储量创新高，稀缺央企亮底色！

业绩简评

中国海油于2023年3月29日发布公司2022年年度报告,公司2022年实现营业收入4222.3亿元,同比增加71.6%;实现净利润1416.8亿元,同比增加101.5%。其中,2022Q4公司实现营业收入1110.9亿元,同比增加53.7%,环比增加2.1%;实现净利润329.2亿元,同比增加88.4%,环比减少10.7%,公司业绩符合预期。

经营分析

1、资本开支增加推动产量持续增长,公司未来成长性确定性较强:当前全球原油价格预计持续维持中高位震荡,公司预计2023年资本开支约为1000-1100亿元,同比2022年增长0-10%,2023-2025年净产量目标分别为650-660/690-700/730-740百万桶油当量。原油价格中枢持续维持中高位叠加公司油气产量持续增长,公司未来成长性确定性较强。

2、持续推进新油气资产的勘探开发:公司2022年净证实油气资产储量为62.4亿桶油当量,同比增加16.52%,近6年储量寿命持续维持在10年以上,夯实油气资产储量将进一步保障公司油气产出;公司2022年油气总产量为624百万桶油当量,同比增加8.92%,公司原油、天然气储采比分别为8.55、11.51,分别同比增加0.17/减少0.41,持续维持在较高水平。2023年公司预计将有九个新项目投产,未来业绩有所保障。

3、高股利支付率持续回报股东:公司2022年现金分红共计605.8亿元,股利支付率约43%,同时公司股息率持续维持在较高水平,以2022年12月31日收盘价为基准计算,2022年公司现金分红对应A股股息率为8.33%,H股股息率为14.29%,与此同时,公司计划2022-2024年全年股息支付率不低于40%,股息绝对值不低于0.7港元/股(含税),公司股东投资回报丰厚。

盈利预测与评级

我们看好油价中高位震荡下的未来公司业绩稳定性,由于2023年原油价格略有回落,我们下调中国海油2023-2024年盈利预测,下调幅度分别为15%/9%,2023-2025年盈利预测为1247亿元/1340亿元/1396亿元,对应2022-2024年EPS为2.62元/2.82元/2.94元,对应PE为6.4X/6.0X/5.7X,维持“买入”评级。

风险提示

(1) 油气田投产进度不及预期;(2) 原油供需受到异常扰动;(3) 能源政策及制裁对企业经营的影响;(4) 限售股解禁风险;(5) 汇率风险。

石油化工组

分析师:许隽逸(执业S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

分析师:陈律楼(执业S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价(人民币):16.85元

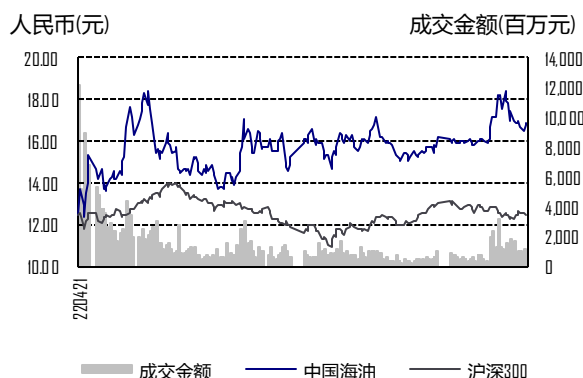
相关报告:

1.《量价齐升,现金充沛!-中国海油三季报点评》,

2022.10.28

2.《现金牛,稳!-中国海油业绩预增公告点评》,2022.10.17

3.《中海油,现金牛!-中国海油中报点评》,2022.8.26



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	246,111	422,230	325,583	342,213	356,955
营业收入增长率	58.40%	71.56%	-22.89%	5.11%	4.31%
归母净利润(百万元)	70,320	141,700	124,659	133,980	139,608
归母净利润增长率	181.77%	101.51%	-12.03%	7.48%	4.20%
摊薄每股收益(元)	1.575	2.979	2.621	2.817	2.935
每股经营性现金流净额	3.31	4.32	2.17	2.90	3.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.62%	23.73%	18.73%	18.12%	17.10%
P/E	N/A	5.10	6.43	5.98	5.74
P/B	N/A	1.21	1.20	1.08	0.98

来源:公司年报、国金证券研究所

内容目录

1、高油价助力公司实现油气“价量齐升”	3
2、央企考核标准改革持续深化，公司或存边际提升空间.....	10
3、风险提示.....	13

图表目录

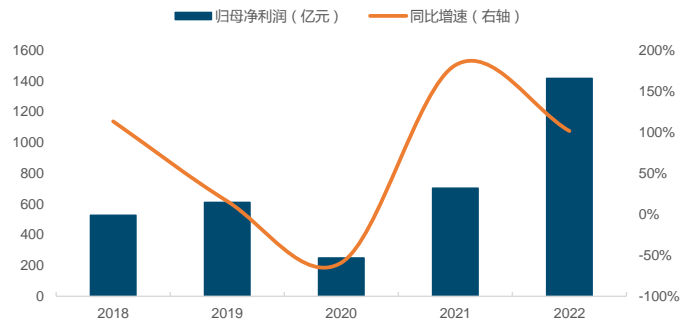
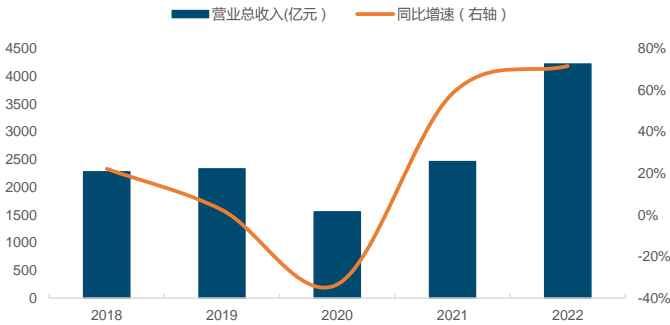
图表 1： 2022 年公司营业收入同比增加 71.56%.....	3
图表 2： 2022 年公司归母净利润同比增加 101.47%.....	3
图表 3： 布伦特原油价格.....	3
图表 4： 公司石油液体平均实现价格同比增加 42.27%.....	4
图表 5： OPEC 在 2023 年原油边际供应增量较为有限.....	4
图表 6： 2023 年俄罗斯原油对外供应量或出现边际减少.....	5
图表 7： 美国页岩油核心产区新钻井单井产量持续滑坡.....	5
图表 8： 美国完井环节或存在产能瓶颈.....	6
图表 9： 全球原油消费需求逐步回暖.....	6
图表 10： 2022 年公司勘探开发资本支出同比增加 14.57%.....	7
图表 11： 2022 年公司净证实油气资产储量同比增加 16.52%.....	7
图表 12： 2022 年公司油气总产量同比增加 8.92%.....	8
图表 13： 公司原油、天然气储采比持续维持较高水平.....	8
图表 14： 2023 年新项目投资支持未来产量增长.....	8
图表 15： 2022 年公司股利支付率约为 43%.....	9
图表 16： 公司持续维持高股息.....	9
图表 17： 公司利润总额或在 2023 年维持高增长.....	10
图表 18： 公司资产负债率同比-3.13pct.....	10
图表 19： 公司净资产收益率同比+10.91pct.....	11
图表 20： 公司全员劳动生产率同比增加 77.98%.....	11
图表 21： 公司研发费用同比增长 1.39%.....	12
图表 22： 公司研发费用率同比-0.25pct.....	12
图表 23： 公司营业现金比率同比-11.4pct.....	13

1、高油价助力公司实现油气“价量齐升”

中国海油于 2023 年 3 月 29 日发布公司 2022 年年度报告，公司 2022 年实现营业收入 4,222.3 亿元，同比增加 71.56%；实现净利润 1,416.77 亿元，同比增加 101.47%。其中，2022Q4 公司实现营业收入 1,110.85 亿元，同比增加 53.74%，环比增加 2.11%；实现净利润 329.19 亿元，同比增加 88.36%，环比减少 10.73%，公司业绩符合预期。

图表1：2022 年公司营业收入同比增加 71.56%

图表2：2022 年公司归母净利润同比增加 101.47%



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

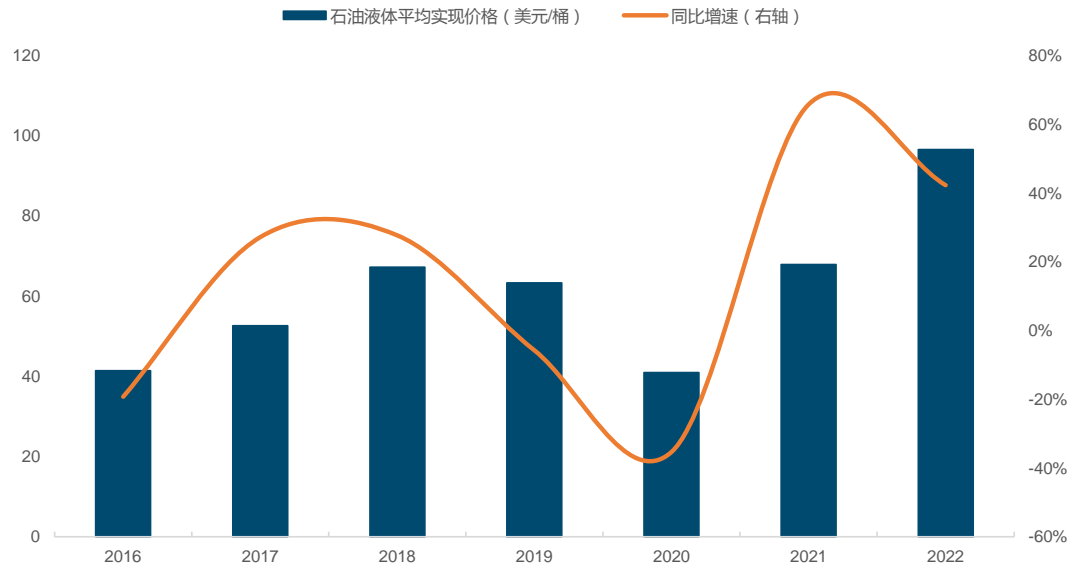
2022 年全球原油消费需求持续复苏及边际供应增量有限，叠加地缘局势持续紧张，国际原油价格上涨并处于高位震荡，其中布伦特原油全年均价为 99.04 美元/桶，季度平均价格分别为 97.9 美元/桶、112 美元/桶、97.7 美元/桶和 88.6 美元/桶，相较于去年同期增加 60%、62%、33%和 11%。公司 2022 年石油液体平均实现价格为 96.59 美元/桶，同比增加 42.27%。原油价格的上涨及持续维持高位推动中国海油业绩持续增长。

图表3：布伦特原油价格



来源：Wind，国金证券研究所

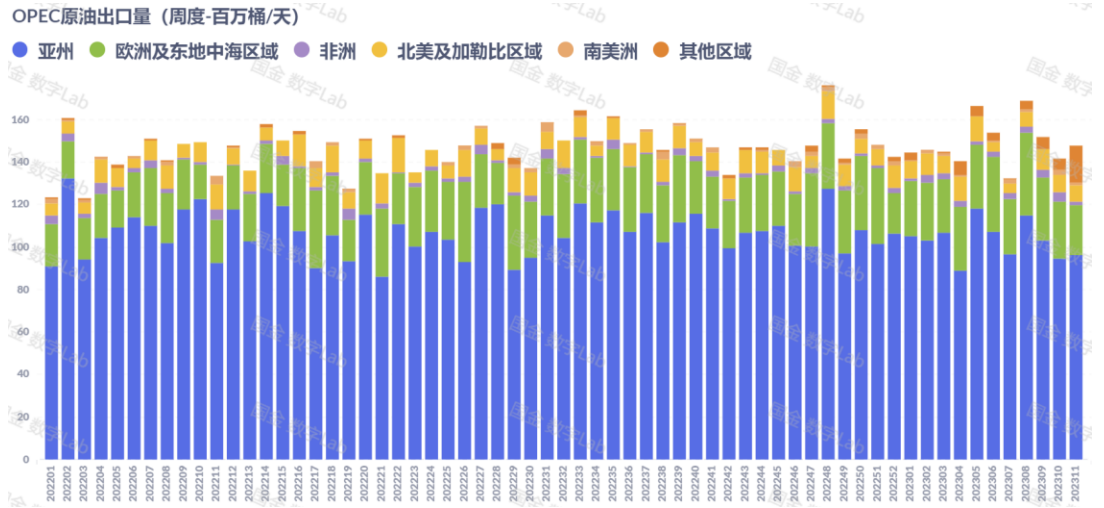
图4: 公司石油液体平均实现价格同比增加 42.27%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

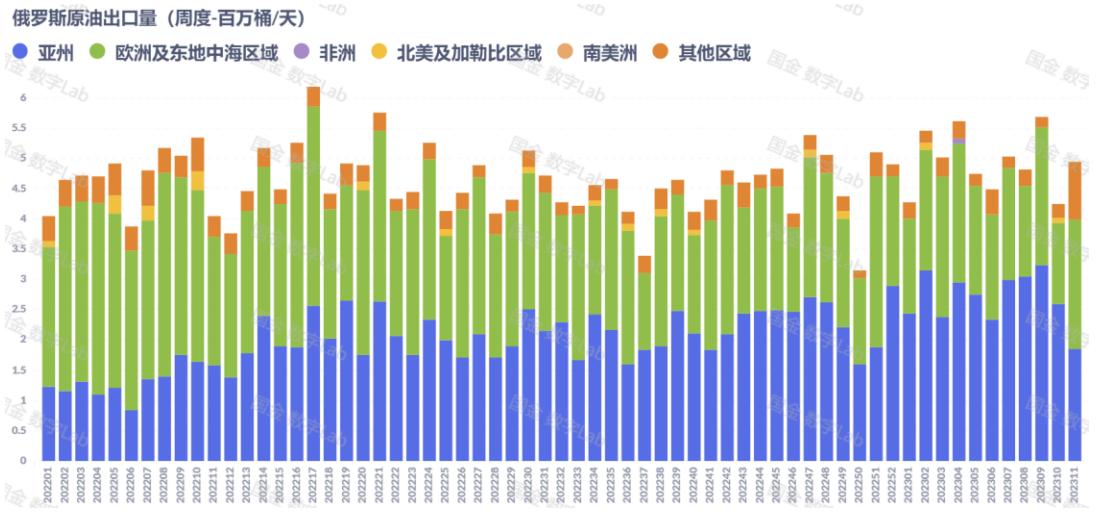
2023 年全球原油边际供应增量较为有限, OPEC 原油对外出口量基本恢复至 2019 年疫情前水平, 考虑到 OPEC 目前决定维持 200 万桶/天的减产执行计划至 2023 年底, OPEC 在 2023 年原油边际供应增量较为有限。俄罗斯原油供应自 2022 年开始逐步增加对亚洲供应量, 而减少欧洲供应量, 实际对外原油供应并未出现显著下滑, 基本维持在历史中高位水平, 但考虑到俄罗斯宣布 3 月减产 50 万桶/天, 后续俄罗斯原油对外供应量或出现边际减少。

图5: OPEC 在 2023 年原油边际供应增量较为有限



来源: Refinitive, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图6: 2023 年俄罗斯原油对外供应量或出现边际减少



来源: Refinitive, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

美国页岩油核心产区在 2022 年持续出现了新钻井单井产量持续滑坡现象，美国页岩油气新投产井的油气产量下滑主要来自于新井的综合资源品位的下滑，与此同时，2022 年底阶段美国新钻井数持续恢复，但完井数并未出现显著增长，一定程度上缓解了库存井的持续消耗，但或也说明美国完井环节或存在产能瓶颈，美国原油供应边际增量有限。

图7: 美国页岩油核心产区新钻井单井产量持续滑坡



来源: EIA, 国金证券研究所

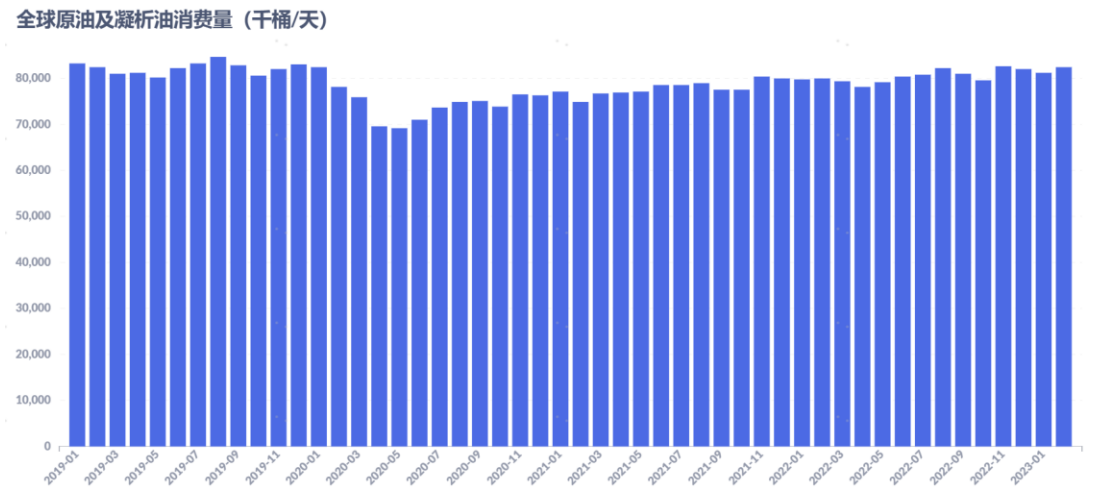
图表8: 美国完井环节或存在产能瓶颈



来源: EIA, 国金证券研究所

近年来, 全球原油及凝析油消费量在 2019 年达到峰值, 约为 8400 万桶/天, 伴随疫情的逐步受控以及全球出行强度持续恢复, 原油消费需求逐步回暖, 截至 2023 年 2 月, 全球原油及凝析油消费量达到 8251.13 万桶/天, 同比增加 3.23%。

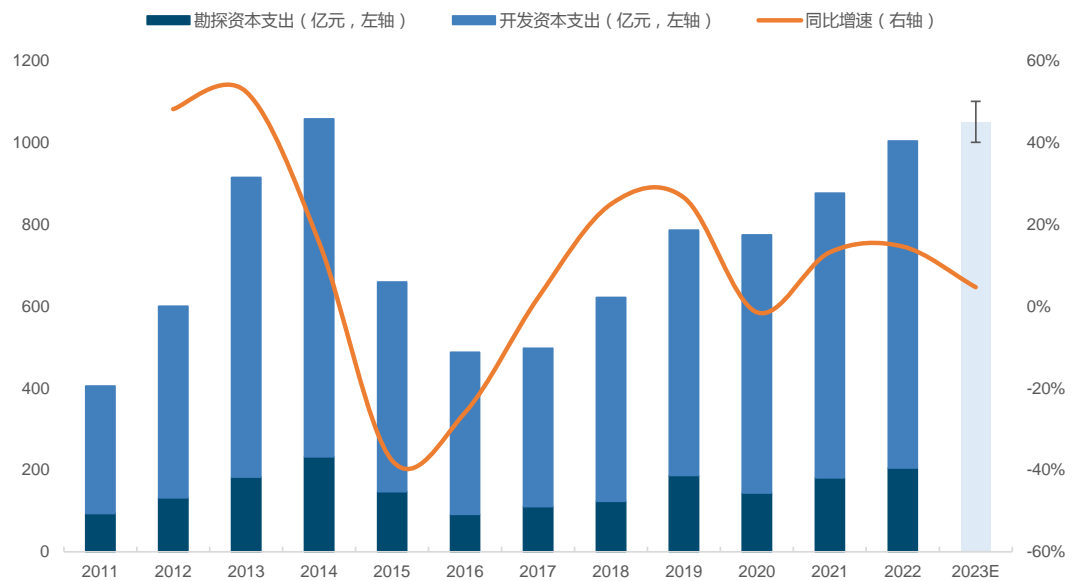
图表9: 全球原油消费需求逐步回暖



来源: Rystad Energy, 国金证券研究所

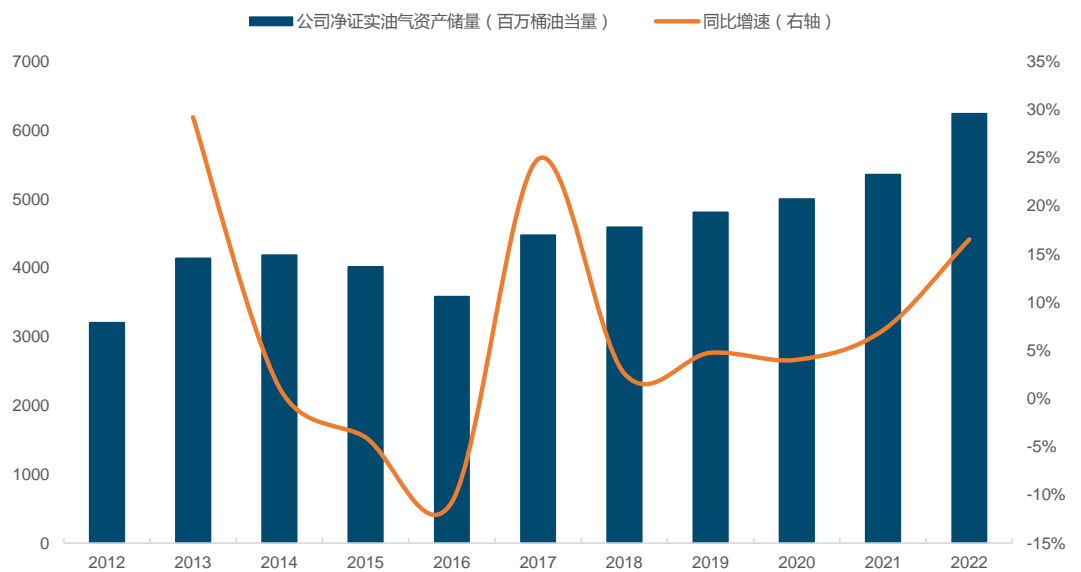
公司积极响应政府“增储上产”号召, 增加资本开支保障油气勘探开发力度。2022 年公司勘探开发资本支出 1,003.57 亿元, 同比增加 14.57%, 2023 年公司勘探开发资本支出指引为 1000-1100 亿元, 同比增加 0%-10%; 全年公司净证实油气资产储量为 62.4 亿桶油当量, 同比增加 16.52%, 近 6 年储量寿命持续维持在 10 年以上, 夯实油气资产储量将进一步保障公司油气产出。

图表10: 2022年公司勘探开发资本支出同比增加14.57%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表11: 2022年公司净证实油气资产储量同比增加16.52%

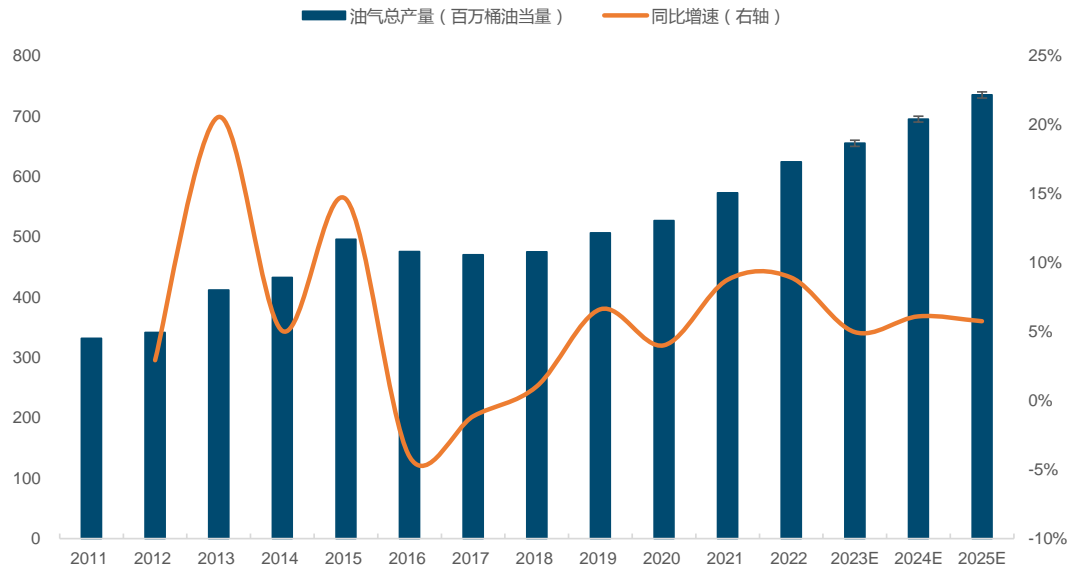


来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司油气资产产量高增, 持续维持高储采比。公司 2022 年油气总产量为 624 百万桶油当量, 同比增加 8.92%, 2023-2025 年净产量目标分别为 650-660/690-700/730-740 百万桶油当量。2022 年公司原油、天然气储采比分别为 8.55、11.51, 分别同比增加 0.17/减少 0.41, 持续维持在较高水平。

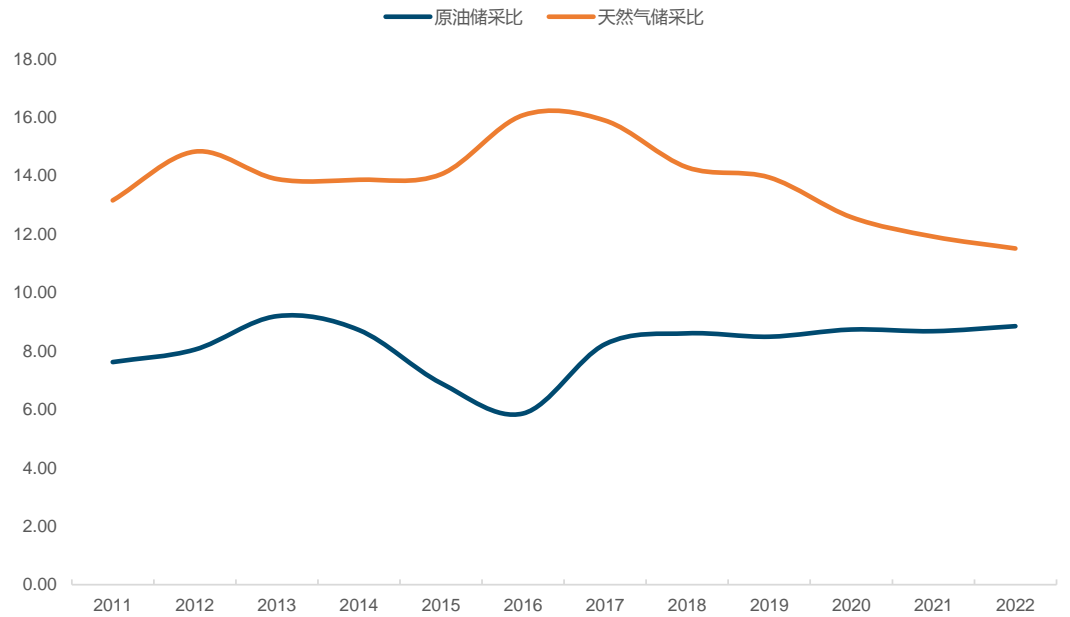
2023 年公司预计将有九个新项目投产, 主要包括中国海域的渤中 19-6 凝析气田 I 期开发项目和陆丰 12-3 油田开发项目以及海外的巴西 Mero2 项目和圭那亚 Payara 项目等, 2023 年业绩有所保障。

图表12: 2022年公司油气总产量同比增加8.92%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表13: 公司原油、天然气储采比持续维持较高水平



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表14: 2023年新项目投资支持未来产量增长

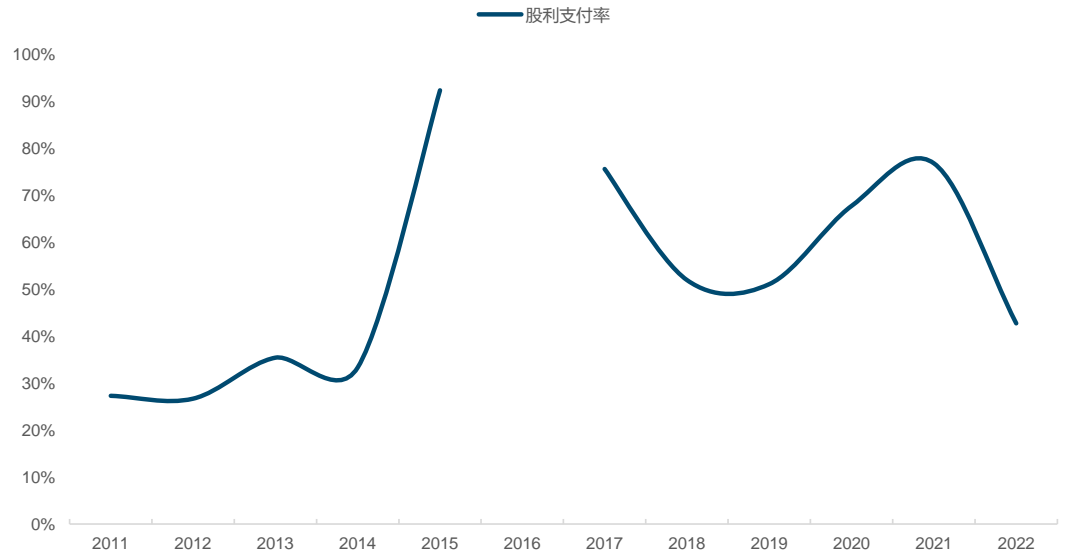
项目	高峰产量 (桶油当量/天)	权益
中国海域		
渤中 19-6 凝析气田 I 期开发项目	37,000	100%
渤中 28-2 南油田二次调整项目	7,600	100%
涠洲 5-7 油田开发项目	2,100	100%
恩平 18-6 油田开发项目	9,300	100%
陆丰 12-3 油田开发项目	29,500	60.80%
中国陆上		
神府区块木瓜区致密气勘探开发一体化项目	1,980	100%

项目	高峰产量 (桶油当量/天)	权益
	海外	
巴西 Mero2 项目	180,000	10%
巴西 Buzios5 项目	204,400	7.34%
圭亚那 Payara 项目	220,000	25%

来源：公司公告，国金证券研究所

公司持续维持高股息，投资回报丰厚。公司 2022 年现金分红共计 605.8 亿元，公司股利支付率约 43%，同时公司股息率维持在较高水平，以 2022 年 12 月 31 日收盘价为基准计算，公司 2022 年 A 股股息率为 8.33%，H 股股息率为 14.29%，含 2022 年末期现金股利每股 0.75 港元/股和半年度现金股利每股 0.7 港元/股，公司股东投资回报丰厚。

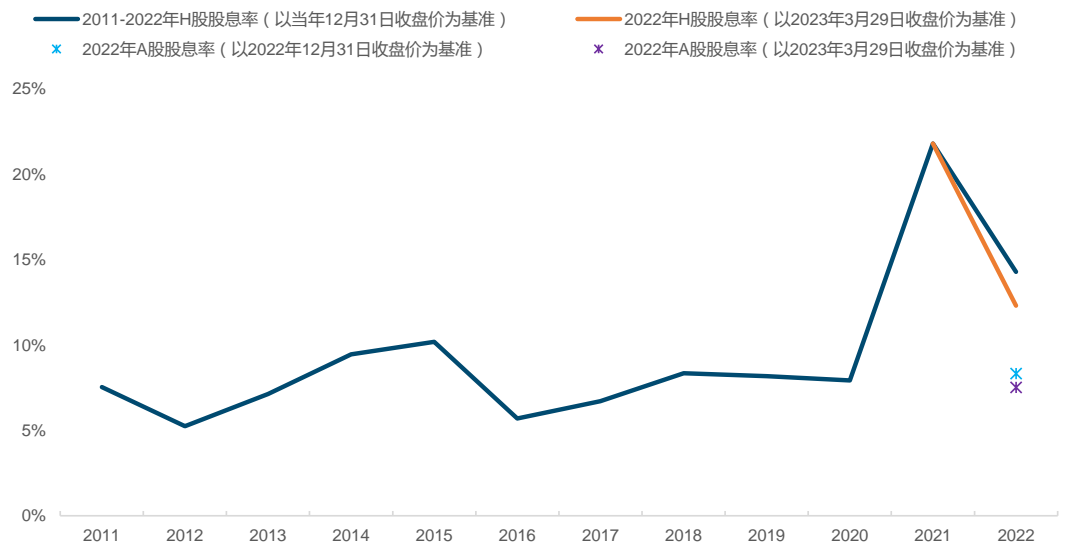
图表15：2022 年公司股利支付率约为 43%



来源：各公司公告，国金证券研究所

注：2016 年公司股利支付率为 2194.37%，故从图中删除。

图表16：公司持续维持高股息



来源：各公司公告，国金证券研究所

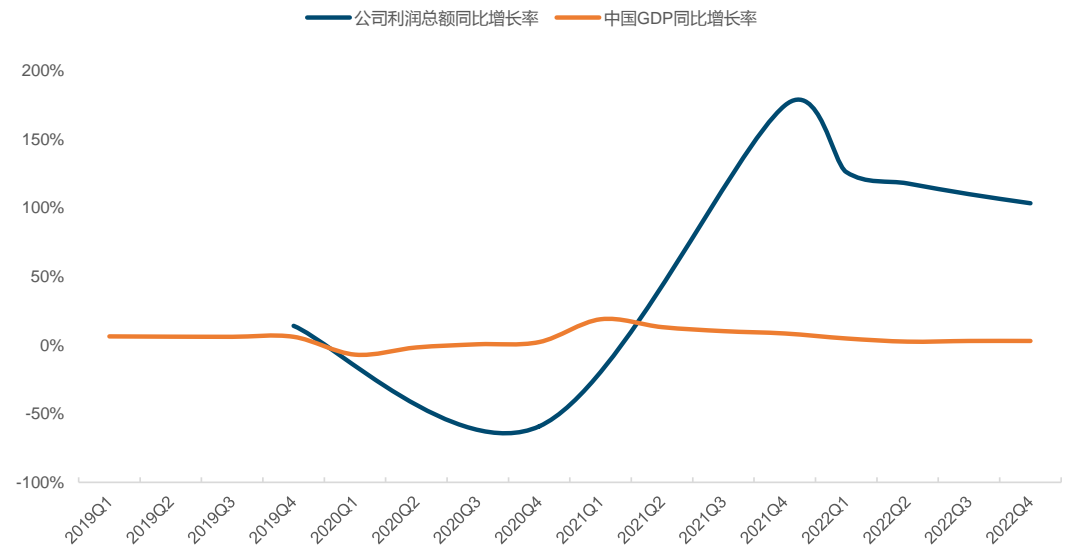
注：若以当前 2023 年 3 月 29 日收盘价计算，2022 年 A 股股息率为 7.51%，H 股股息率为 12.31%。

2、央企考核标准改革持续深化，公司或存边际提升空间

2023 年央企考核要求：一增一稳四提升。一增：利润总额增速高于全国 GDP 增速。一稳：资产负债率总体保持稳定。四提升：净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率进一步提升。

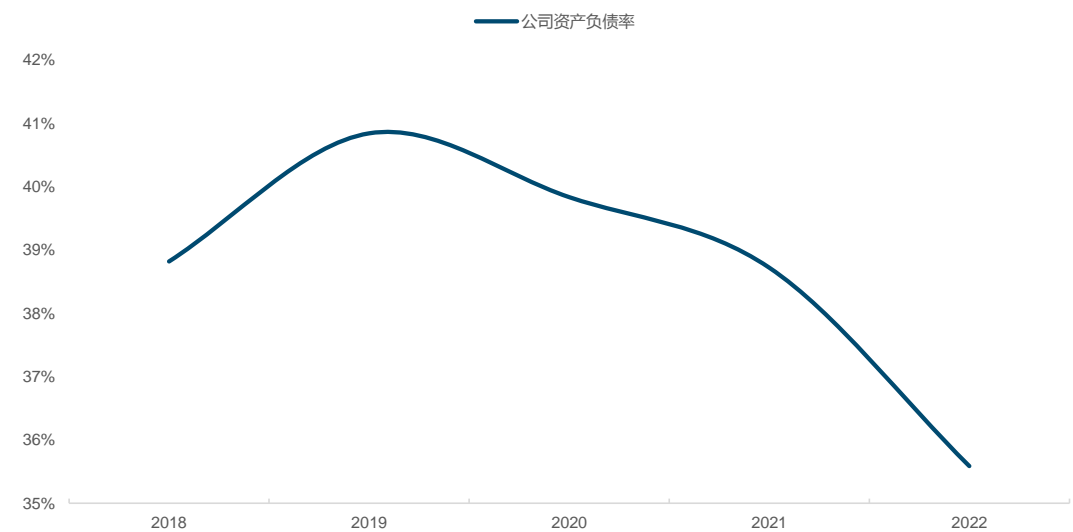
公司自 2021 年第二季度至今利润总额同比增长率始终高于全国 GDP 同比增长率，伴随成品油需求恢复叠加油价稳定，公司利润总额或在 2023 年维持高增长；公司资产负债率自 2019 年开始持续降低，2022 年公司资产负债率为 35.59%，同比-3.13pct；净资产收益率不断走高，2022 年公司净资产收益率为 26.29%，同比+10.91pct；2022 年公司全员劳动生产率为 915.19 万元/人，同比+77.98%；公司研发费用近四年保持增长，2022 年研发费用为 15.27 亿元，同比增加 1.39%，全年研发费用率为 0.36%，同比-0.25pct；公司营业现金比率维持稳定，2022 年营业现金比率为 48.69%，同比-11.4pct。伴随央企改革持续深化以及原油价格长期维持中高位震荡的同时经济回暖带动的终端需求恢复，公司高股息持续回报股东的能力突出。

图表17：公司利润总额或在 2023 年维持高增长



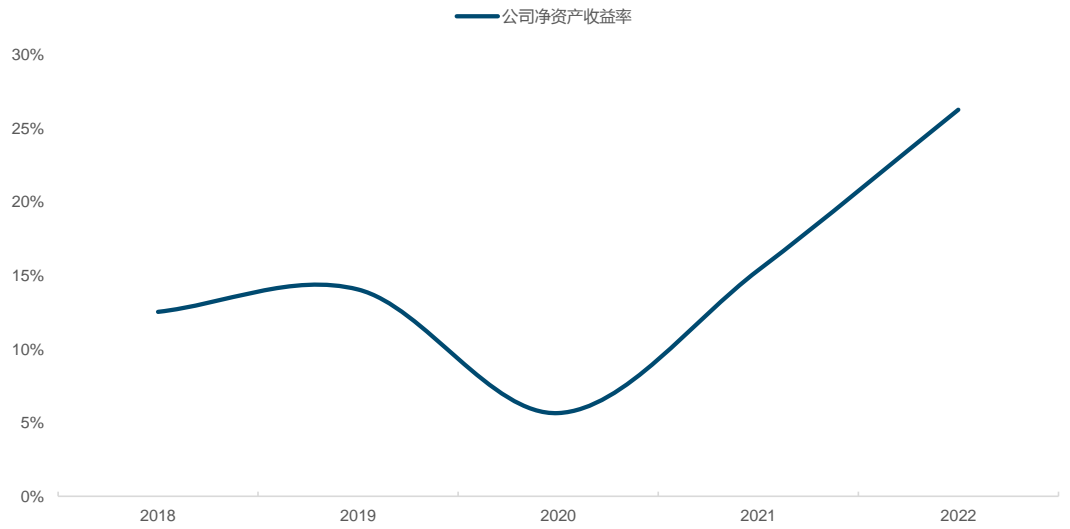
来源：公司公告，国金证券研究所

图表18：公司资产负债率同比-3.13pct



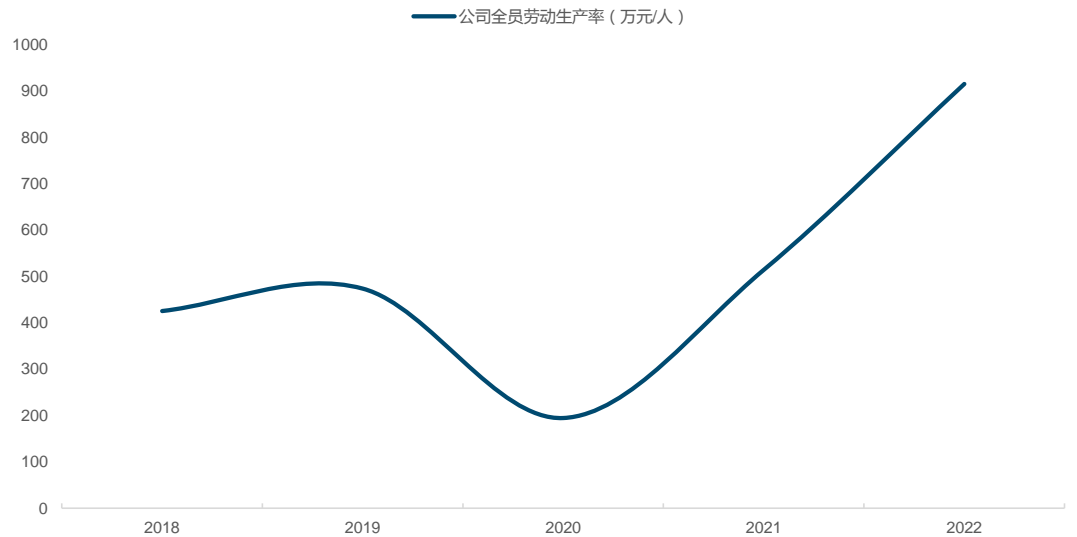
来源：公司公告，国金证券研究所

图表19: 公司净资产收益率同比+10.91pct



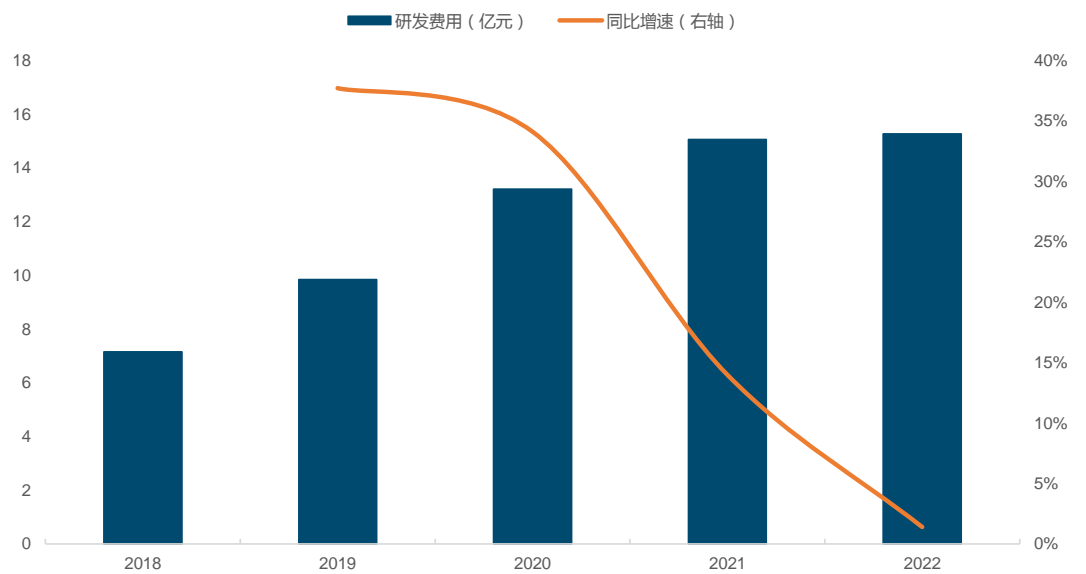
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表20: 公司全员劳动生产率同比增加77.98%



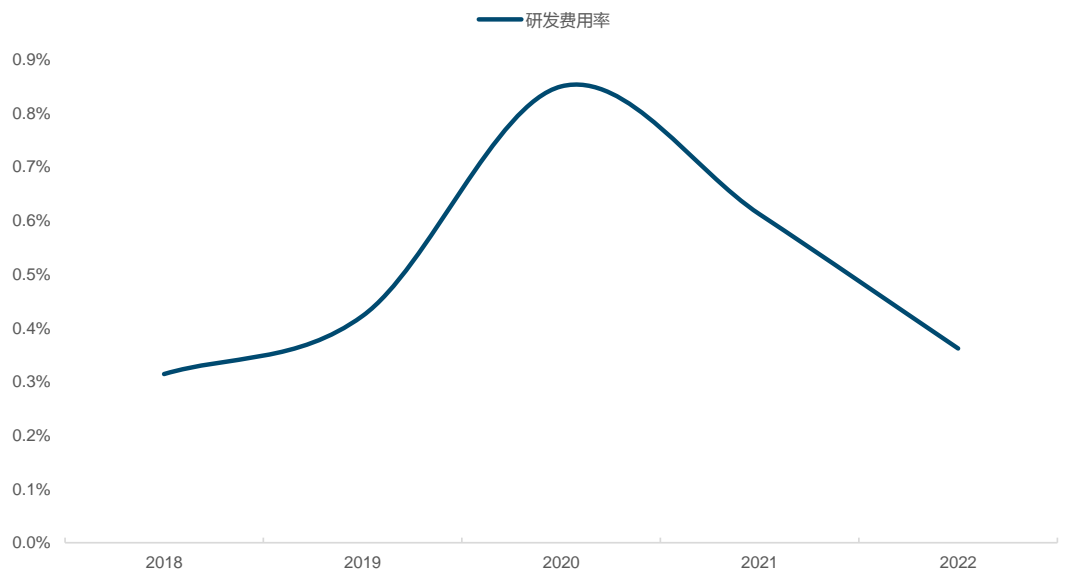
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表21: 公司研发费用同比增长 1.39%



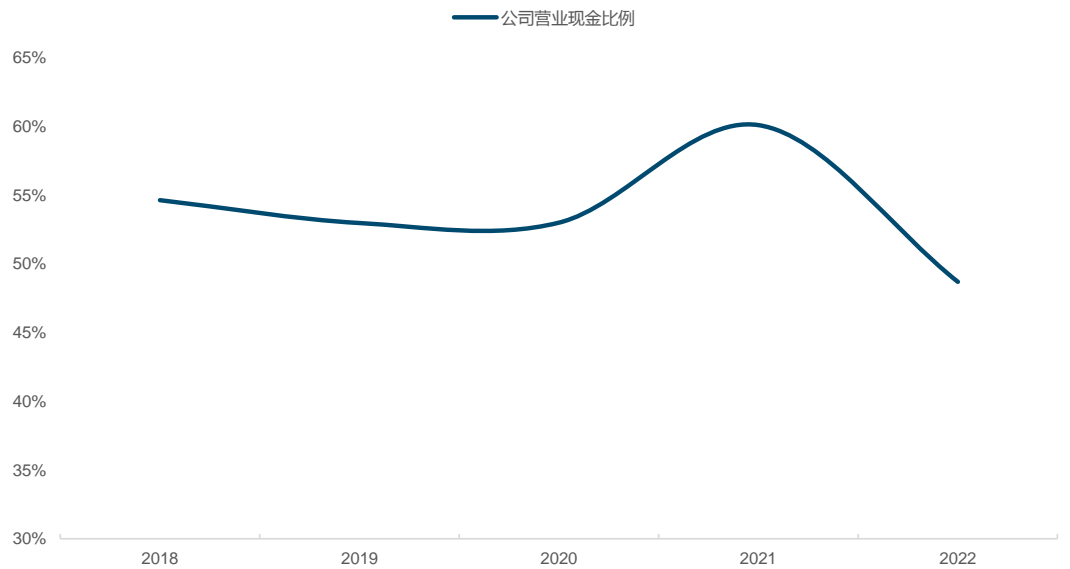
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表22: 公司研发费用率同比-0.25pct



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表23：公司营业现金比率同比-11.4pct



来源：公司公告，国金证券研究所

3、风险提示

- 1 油气田投产进度不及预期：油气田从勘探到开采是一个漫长的过程，在此过程中可能会出现油气田投产时间延迟。
- 2 原油供需受到异常扰动：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，同时原油价格维持高位后存在油企修改生产计划的可能性，IEA 和美国存在进一步加大释储规模的可能性带来全球原油短期边际供应增加，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。
- 3 能源政策及制裁对企业经营的影响：公司有较大体量海外油气资产，海外油气资产的开发以及生产受当地能源政策所制约，假设油气资产所在国的能源政策产生变化或对企业经营产生影响；不同国家间的关系恶化而导致的贸易及经济制裁可能会对行业内企业经营、现有资产或未来投资产生重大不利影响，与此同时，不同级别的美国联邦、州或地方政府对某些国家或地区及其居民或被指定的政府、个人和实体施加不同程度的经济制裁。如果美国对公司在部分地区经营进行制裁或导致公司海外资产经营受负面影响；2021 年 1 月，美国商务部将公司列入实体清单，或对公司从事国际贸易产生一定负面影响。
- 4 限售股解禁风险：2023 年 4 月 21 日，公司约有 10.92 亿股解禁，解禁股份占总股本 2.3%，限售股解禁或对股价产生扰动。
- 5 汇率风险：全球原油价格主要由美元计价，公司也有部分资产在海外市场经营，但公司财报通常以人民币结算，如果人民币与美元汇率出现较大波动，或对公司业绩汇算产生影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	155,373	246,111	422,230	325,583	342,213	356,955
增长率	58.4%	71.6%	-22.9%	5.1%	4.3%	
主营业务成本	-97,381	-121,585	-198,223	-128,037	-130,614	-137,567
%销售收入	62.7%	49.4%	46.9%	39.3%	38.2%	38.5%
毛利	57,991	124,526	224,007	197,546	211,598	219,389
%销售收入	37.3%	50.6%	53.1%	60.7%	61.8%	61.5%
营业税金及附加	-7,200	-11,172	-18,778	-14,651	-15,400	-16,063
%销售收入	4.6%	4.5%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
销售费用	-3,048	-2,694	-3,355	-3,256	-3,422	-3,570
%销售收入	2.0%	1.1%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-4,834	-5,218	-6,356	-6,512	-6,844	-7,139
%销售收入	3.1%	2.1%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%
研发费用	-1,321	-1,506	-1,527	-1,628	-1,711	-1,785
%销售收入	0.9%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	41,588	103,936	193,991	171,500	184,221	190,832
%销售收入	26.8%	42.2%	45.9%	52.7%	53.8%	53.5%
财务费用	-4,272	-3,936	-3,029	-3,556	-3,421	-2,270
%销售收入	2.7%	1.6%	0.7%	1.1%	1.0%	0.6%
资产减值损失	-5,199	-7,957	-666	0	0	0
公允价值变动收益	-1,192	779	-705	0	0	0
投资收益	3,538	2,417	4,674	4,000	4,000	4,000
%税前利润	10.1%	2.5%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%
营业利润	34,766	95,804	194,925	171,944	184,801	192,562
营业利润率	22.4%	38.9%	46.2%	52.8%	54.0%	53.9%
营业外收支	141	17	-155	0	0	0
税前利润	34,907	95,821	194,770	171,944	184,801	192,562
利润率	22.5%	38.9%	46.1%	52.8%	54.0%	53.9%
所得税	-9,951	-25,514	-53,093	-47,284	-50,820	-52,955
所得税率	28.5%	26.6%	27.3%	27.5%	27.5%	27.5%
净利润	24,956	70,307	141,677	124,659	133,980	139,608
少数股东损益	-1	-13	-23	0	0	0
归属于母公司的净利润	24,957	70,320	141,700	124,659	133,980	139,608
净利率	16.1%	28.6%	33.6%	38.3%	39.2%	39.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	24,956	70,307	141,677	124,659	133,980	139,608
少数股东损益	-1	-13	-23	0	0	0
非现金支出	57,505	65,193	63,518	69,028	78,390	88,820
非经营收益	2,626	6,766	6,547	1,842	1,829	1,471
营运资金变动	-2,748	5,626	-6,172	-32,152	4,173	4,750
经营活动现金净流	82,338	147,892	205,570	163,377	218,373	234,649
资本开支	-75,416	-82,398	-94,661	-75,928	-82,349	-93,847
投资	19,105	-17,233	-9,664	-20,025	-26,000	-26,000
其他	5,462	3,396	5,852	4,000	4,000	4,000
投资活动现金净流	-50,849	-96,235	-98,473	-91,953	-104,349	-115,847
股权募资	183	856	32,258	0	0	0
债权募资	-7,031	-6,883	-14,176	-22,861	-6,289	-5,348
其他	-31,851	-27,305	-82,421	-61,947	-66,120	-68,295
筹资活动现金净流	-38,699	-33,332	-64,339	-84,808	-72,409	-73,643
现金净流量	-9,660	17,412	44,820	-13,384	41,615	45,159

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	65,831	79,730	121,387	106,210	146,522	190,734
应收款项	25,613	33,105	42,934	46,710	49,096	51,211
存货	5,644	5,703	6,239	5,963	6,083	6,407
其他流动资产	66,302	89,444	94,119	119,440	139,504	159,678
流动资产	163,391	207,982	264,679	278,323	341,205	408,030
%总资产	22.7%	26.4%	28.5%	29.3%	33.4%	37.1%
长期投资	47,814	48,698	62,003	62,028	68,028	74,028
固定资产	446,380	465,451	532,719	539,801	543,941	549,147
%总资产	61.9%	59.2%	57.3%	56.8%	53.2%	49.9%
无形资产	17,365	16,972	19,123	19,363	19,584	19,787
非流动资产	557,886	578,587	664,352	671,276	681,235	692,262
%总资产	77.3%	73.6%	71.5%	70.7%	66.6%	62.9%
资产总计	721,276	786,569	929,031	949,599	1,022,440	1,100,292
短期借款	12,513	16,537	24,690	18,766	17,497	17,168
应付款项	48,345	56,853	68,219	50,460	51,497	54,231
其他流动负债	10,898	20,561	20,482	27,068	28,950	30,188
流动负债	71,755	93,951	113,391	96,294	97,944	101,587
长期贷款	11,059	11,290	11,287	11,267	11,247	11,227
其他长期负债	204,532	199,352	205,970	175,102	172,623	170,068
负债	287,346	304,593	330,648	282,663	281,815	282,882
普通股股东权益	433,710	480,912	597,182	665,736	739,425	816,209
其中：股本	43,081	43,081	75,180	75,180	75,180	75,180
未分配利润	334,487	384,362	448,985	517,548	591,237	668,021
少数股东权益	221	1,064	1,201	1,201	1,201	1,201
负债股东权益合计	721,276	786,569	929,031	949,599	1,022,440	1,100,292

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.559	1.575	2.979	2.621	2.817	2.935
每股净资产	9.714	10.771	12.555	13.996	15.545	17.159
每股经营现金净流	1.844	3.312	4.322	2.173	2.905	3.121
每股股利	0.400	1.230	1.270	0.746	0.802	0.836
回报率						
净资产收益率	5.75%	14.62%	23.73%	18.73%	18.12%	17.10%
总资产收益率	3.46%	8.94%	15.25%	13.13%	13.10%	12.69%
投入资本收益率	5.16%	12.33%	19.16%	15.76%	15.59%	14.91%
增长率						
主营业务收入增长率	-33.37%	58.40%	71.56%	-22.89%	5.11%	4.31%
EBIT增长率	-51.80%	149.92%	86.64%	-11.59%	7.42%	3.59%
净利润增长率	-59.12%	181.77%	101.51%	-12.03%	7.48%	4.20%
总资产增长率	-4.81%	9.05%	18.11%	2.21%	7.67%	7.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	50.6	33.3	27.2	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	22.4	17.0	11.0	17.0	17.0	17.0
应付账款周转天数	152.5	135.4	100.2	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	1,045.1	688.0	459.3	603.0	577.6	558.4
偿债能力						
净负债/股东权益	2.31%	-6.79%	-13.67%	-15.38%	-22.84%	-29.20%
EBIT利息保障倍数	9.7	26.4	64.0	48.2	53.9	84.1
资产负债率	39.84%	38.72%	35.59%	29.77%	27.56%	25.71%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-05-14	买入	15.26	21.20~21.20
2	2022-07-15	买入	16.19	21.20~21.20
3	2022-08-26	买入	17.68	N/A
4	2022-10-17	买入	16.29	N/A
5	2022-10-28	买入	15.37	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



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。

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：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402