

# 石油化工行业研究

买入（维持评级）

行业研究

证券研究报告

石油化工组

分析师：许隽逸（执业 S1130519040001） 分析师：陈律楼（执业 S1130522060004）

xujunyi@gjzq.com.cn

chenlou@gjzq.com.cn

## 上游强劲，下游分化！

### 投资逻辑：

2023年原油价格或维持中高位持续震荡，在此情景下重点推荐两大投资主线：一是原油价格持续维持中高位水平从而业绩确定性较强的具有上游油气资源的石油开采板块，二是在2022年Q4业绩触及历史大底，伴随经济逐步回暖业绩出现边际修复的中下游石油化工板块，伴随行业龙头大体量新能源新材料产品的持续投建，产品-原油价差逐步走阔带来业绩成长确定性较强。

**1、石油开采板块：**2022年下半年受制于全球市场需求衰退预期的担忧，叠加美国大规模释放战略原油储备，原油价格一度呈现单边下跌的态势，布伦特原油价格从2022年峰值128美元/桶开启下跌，区间跌幅一度较大。伴随中国市场需求恢复以及原油供应端边际增量有限，2023年原油价格摆脱前期的单边下跌走势，进而维持中高位震荡，石油开采板块公司在业绩确定性较强，1季度受益于上游龙头产量的增长，以及国企改革的推进卓有成效，2023年Q1布伦特原油价格约为82美元/桶，虽然同比下降16.14%，环比下降7.37%，但是行业龙头公司，特别是央企的业绩十分强劲。

**2、石油化工板块：**石油化工根据产品的不同出现了较为显著的分化趋势，炼油板块受益于全球炼厂产能近年来大规模退出叠加终端出行需求的较快恢复，价差维持中高位，而化工板块受制于终端需求，特别是地产竣工链修复尚处于初期，价差小幅修复。炼油板块：2022年汽柴油裂解价差持续修复，2022年第三季度柴油裂解价差走阔并维持高位震荡，第四季度伴随原油价格下跌，柴油裂解价差收窄；汽油裂解价差全年波动幅度较大，第三季度一度创历史记录。2023年以来，汽柴油裂解价格伴随原油价格回升以及终端需求平稳恢复，汽柴油裂解价差持续修复，炼油业务表现突出。与此同时，PX-原油价差持续走强，2022年PX-原油价差为2671元/吨，同比增加15.65%；2023Q1 PX-原油价差为3002元/吨，环比增加19.12%。化工板块：2022年PTA受产能投放过快等因素导致价差承压，2023年3月底PTA-PX价差出现显著走阔，虽然存在较强的回调预期，但是较2022年PTA-PX价差均值已有所修复。2022年下半年聚烯烃等化工品价差跌至历史底部，2023Q1聚烯烃-原油平均价差为3192元/吨，环比增加15.13%。伴随市场需求回暖，炼化业务存在较大修复空间。2022年终端需求持续萎靡，涤纶长丝产品价差收窄毛利承压，2022年POY/FDY/DTY产品价差均价分别约为1061/1531/2304元/吨，分别同比减少27%/6%/19%。伴随聚酯行业周期性修复，终端市场需求回暖，2023Q1涤纶长丝市场价差略有走阔2023Q1 POY/FDY/DTY产品市场价差均值分别为1172元/1737元/2267元/吨，分别环比增加13.91%/7.96%/6.8%。2023年春节过后长丝终端需求持续回暖，下游织机开工负荷冲高后回落并维持在54.29%左右。伴随下游需求好转，叠加价差水平持续修复，涤纶长丝行业产销情况逐步好转，产品持续去库，长丝开工率维持合理区间水平，截至2023年4月28日，POY/FDY/DTY行业库存分别为19/21/26天，涤纶长丝开工率为81.70%，涤纶长丝景气度季度环比持续修复。

### 投资建议

由于2023年原油价格预期维持中高位震荡，且伴随中国经济回暖相关需求有望逐步修复，我们持续给予石油石化板块“买入”评级。我们推荐1)具有上游油气资产业绩确定性较强且有修复空间的油气开采企业：中国石油、中国海油、中国石化；2)伴随经济回暖业绩出现环比修复的中下游石油化工企业：恒力石化、荣盛石化。

### 风险提示

(1) 油气田投产进度不及预期；(2) 地缘政治扰乱全球原油市场；(3) 成品油价格放开风险；(4) 终端需求不景气风险；(5) 三方数据误差影响；(6) 汇率风险；(7) 其他不可抗力风险。

## 内容目录

1、上游资产持续稳健优势凸显，下游炼化周期底部环比改善 .....	4
1.1 石油开采板块：油价中枢中高位震荡，上游存量资产业绩确定性强 .....	5
1.2 石油化工板块：下游历经周期底部环比修复，业绩存在显著上升空间 .....	10
2、风险提示 .....	16

## 图表目录

图表 1： 2022 年至 2023Q1 各石油化工公司业绩（亿元） .....	4
图表 2： 石油开采板块营业收入同比增速减缓 .....	5
图表 3： 石油开采板块营业收入环比增速减缓 .....	5
图表 4： 中国石油营业收入及 YOY .....	5
图表 5： 中国石油营业收入及环比变化 .....	5
图表 6： 中国海油营业收入及 YOY .....	5
图表 7： 中国海油营业收入及环比变化 .....	5
图表 8： 中国石化营业收入及 YOY .....	6
图表 9： 中国石化营业收入及环比变化 .....	6
图表 10： 石油开采板块净利润同比增速减缓 .....	6
图表 11： 石油开采板块净利润环比增速显著修复 .....	6
图表 12： 中国石油净利润及 YOY .....	6
图表 13： 中国石油净利润及环比环比 .....	6
图表 14： 中国海油净利润及 YOY .....	7
图表 15： 中国海油净利润及环比环比 .....	7
图表 16： 中国石化净利润及 YOY .....	7
图表 17： 中国石化净利润及环比环比 .....	7
图表 18： 2022-2023Q1 布伦特原油期货结算价 .....	7
图表 19： OPEC 在 2023 年原油边际供应增量较为有限 .....	8
图表 20： 2023 年俄罗斯原油对外供应量或出现边际减少 .....	8
图表 21： 美国战略库存 SPR 持续维持低位 .....	9
图表 22： 全球出行指数 .....	9
图表 23： 中国出行指数 .....	9
图表 24： 北美洲出行指数 .....	9
图表 25： 欧洲出行指数 .....	9
图表 26： 亚洲出行指数 .....	10
图表 27： 南美出行指数 .....	10

图表 28: 石油化工板块营业收入同比增速减缓.....	10
图表 29: 石油化工板块营业收入环比增速有所修复.....	10
图表 30: 石油化工板块归母净利润同比增速有所修复.....	10
图表 31: 石油化工板块归母净利润环比增速显著修复.....	10
图表 32: 汽柴油裂解价差持续修复.....	11
图表 33: PX-原油价差持续走阔 .....	11
图表 34: PTA-PX 价差持续修复 .....	12
图表 35: 聚烯烃-原油价差持续修复 (元/吨) .....	12
图表 36: 2023Q1 POY-PTA 市场价差环比有所修复 .....	13
图表 37: 2023Q1 FDY-PTA 市场价差环比有所修复 .....	13
图表 38: 2023Q1 DTY-PTA 市场价差环比有所修复 .....	14
图表 39: 下游织机开工率恢复至较高水平.....	14
图表 40: 2023Q1 涤纶长丝 POY 持续去库.....	15
图表 41: 2023Q1 涤纶长丝 FDY 持续去库 .....	15
图表 42: 2023Q1 涤纶长丝 DTY 持续去库 .....	16
图表 43: 涤纶长丝行业开工负荷率恢复至较高水平.....	16

## 1、上游资产持续稳健优势凸显，下游炼化周期底部环比改善

2022年至2023Q1上游稳健型央企受益于大体量优质稀缺资产，公司各项业务持续稳健发展，公司实现营业收入、归母净利润稳定或显著增长，且仍存在向上修复空间，相关标的：中国石油、中国海油、中国石化；同时下游民营石化企业历经2022Q4周期大底部后，环比出现显著改善，伴随产业链深加工的持续推进，公司未来成长确定性强，相关标的：恒力石化、荣盛石化、桐昆股份、新凤鸣，卫星化学。

图表1：2022年至2023Q1各石油化工公司业绩（亿元）

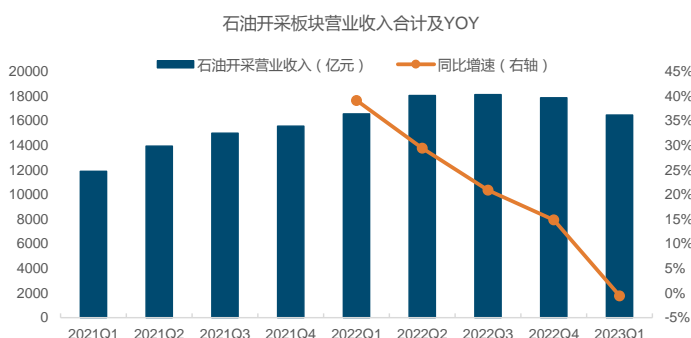
年度数据							
	营业收入			净利润			公司市值
	2021	2022	YOY	2021	2022	YOY	
中国石油	26143.49	32391.67	23.9%	1146.87	1639.77	43.0%	13737.81
中国石化	27408.84	33181.68	21.1%	850.30	757.58	-10.9%	7479.53
中国海油	2461.12	4222.30	71.6%	703.07	1416.77	101.5%	5382.80
荣盛石化	1770.24	2890.95	63.3%	236.48	63.70	-73.1%	1338.59
恒力石化	1979.70	2223.24	12.3%	155.38	23.18	-85.1%	1112.18
东方盛虹	517.22	638.22	23.4%	50.86	5.43	-89.3%	837.64
卫星化学	285.57	370.44	29.7%	60.13	30.77	-48.8%	478.03
桐昆股份	591.31	619.93	4.8%	73.52	1.36	-98.1%	311.03
上海石化	892.80	825.18	-7.6%	20.04	-28.68	-243.1%	293.56
新凤鸣	447.70	507.87	13.4%	22.54	-2.05	-109.1%	157.38
华锦股份	385.52	490.62	27.3%	9.37	6.01	-35.9%	111.80
季度数据							
	营业收入						
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	同比增速	环比变化
中国石油	7793.68	8352.53	8407.80	7837.66	7324.71	-6.0%	-6.5%
中国石化	7713.86	8407.40	8411.96	8648.46	7913.31	2.6%	-8.5%
中国海油	908.98	1114.57	1087.90	1110.85	977.11	7.5%	-12.0%
荣盛石化	686.01	790.26	774.91	639.77	697.21	1.6%	9.0%
恒力石化	533.97	657.59	512.02	519.66	561.44	5.1%	8.0%
东方盛虹	137.73	164.69	164.66	171.14	295.34	114.4%	72.6%
卫星化学	81.38	106.76	89.56	92.74	94.15	15.7%	1.5%
桐昆股份	129.94	168.57	173.37	148.05	159.13	22.5%	7.5%
上海石化	260.06	198.94	118.78	247.40	219.78	-15.5%	-11.2%
新凤鸣	106.02	131.13	142.28	128.44	125.09	18.0%	-2.6%
华锦股份	106.94	134.64	113.79	135.25	99.75	-6.7%	-26.3%
	净利润						
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	同比增速	环比变化
中国石油	436.35	480.79	419.16	303.47	485.09	11.2%	59.8%
中国石化	264.76	230.40	133.94	128.48	228.64	-13.6%	78.0%
中国海油	343.00	375.83	368.75	329.19	321.09	-6.4%	-2.5%
荣盛石化	57.84	38.86	3.45	-36.45	-28.61	-149.5%	21.5%
恒力石化	42.22	38.05	-19.35	-37.74	10.17	-75.9%	127.0%
东方盛虹	6.86	9.48	-0.60	-10.31	7.14	4.1%	169.2%
卫星化学	15.32	12.60	2.43	0.42	7.05	-54.0%	1588.2%
桐昆股份	15.10	8.01	-3.63	-18.12	-4.73	-131.3%	73.9%
上海石化	2.15	-6.46	-15.67	-8.70	-1.62	-175.6%	81.3%
新凤鸣	2.85	1.09	-1.10	-4.89	1.89	-33.5%	138.7%
华锦股份	2.92	2.21	0.40	0.48	-5.03	-272.2%	-1142.3%

来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.1 石油开采板块：油价中枢中高位震荡，上游存量资产业绩确定性强

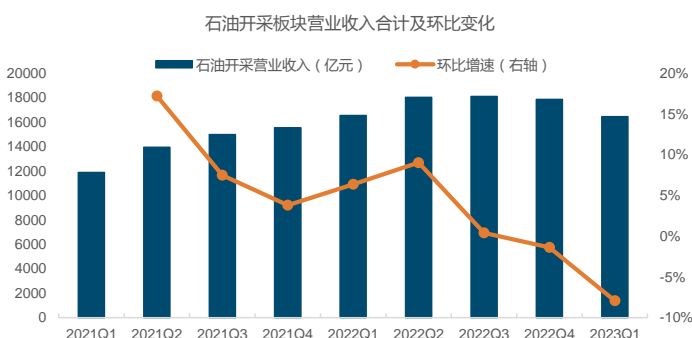
2022年下半年受制于全球市场需求衰退预期的担忧，叠加美国大规模释放战略原油储备，原油价格一度呈现单边下跌的态势，布伦特原油价格从2022年峰值128美元/桶开启下跌，区间跌幅一度较大，石油开采板块公司出现业绩环比下滑趋势。伴随中国市场的需求恢复以及原油供应端边际增量有限，2023年原油价格摆脱前期的单边下跌走势，进而维持中高位震荡，石油开采板块公司在业绩确定性较强，1季度受益于上游龙头产量的增长，以及国企改革的推进卓有成效，2023年Q1布伦特原油价格约为82美元/桶，虽然同比下降16.14%，环比下降7.37%，但是行业龙头公司，特别是央企的业绩十分强劲。

图表2：石油开采板块营业收入同比增速减缓



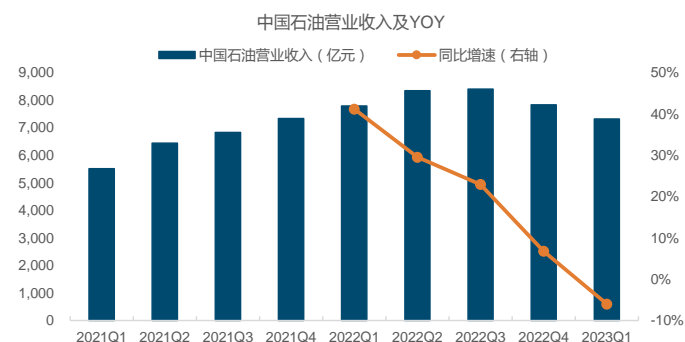
来源：Wind，国金证券研究所

图表3：石油开采板块营业收入环比增速减缓



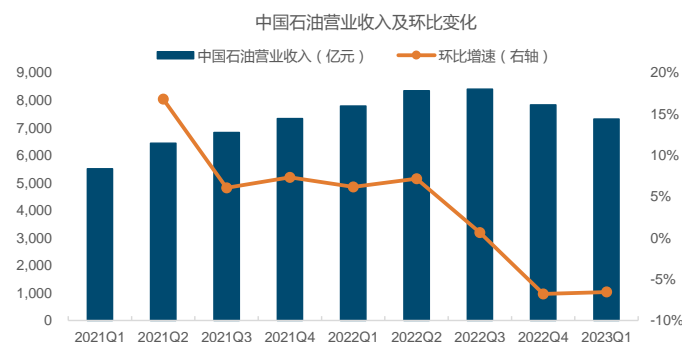
来源：Wind，国金证券研究所

图表4：中国石油营业收入及YOY



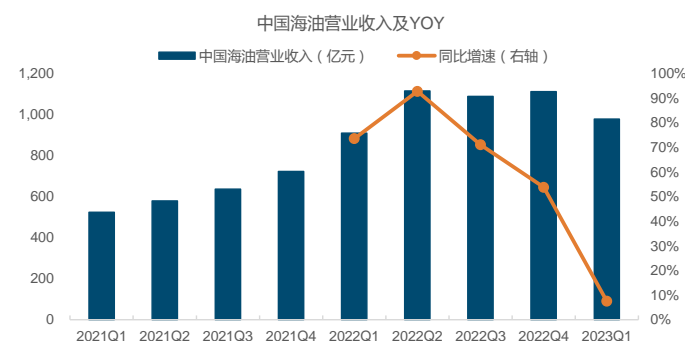
来源：公司公告，国金证券研究所

图表5：中国石油营业收入及环比变化



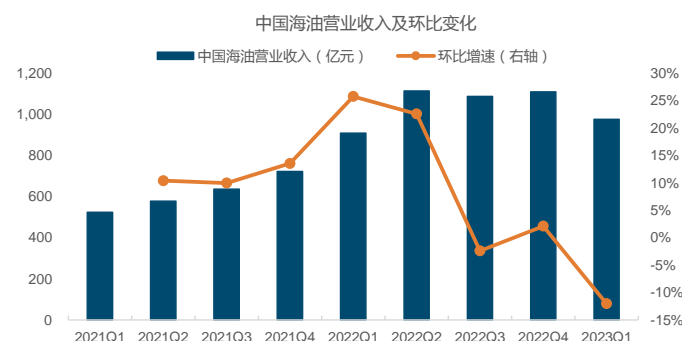
来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：中国海油营业收入及YOY



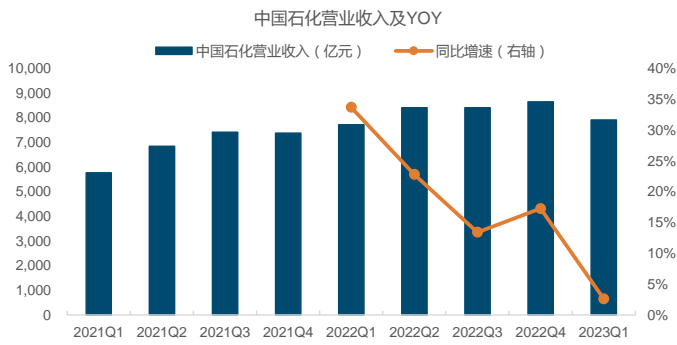
来源：公司公告，国金证券研究所

图表7：中国海油营业收入及环比变化

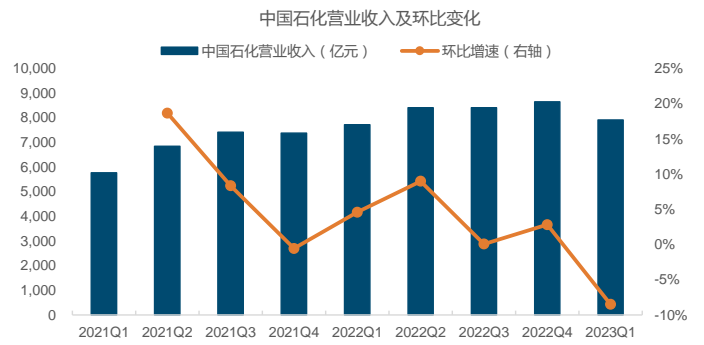


来源：公司公告，国金证券研究所

图表8: 中国石化营业收入及 YOY



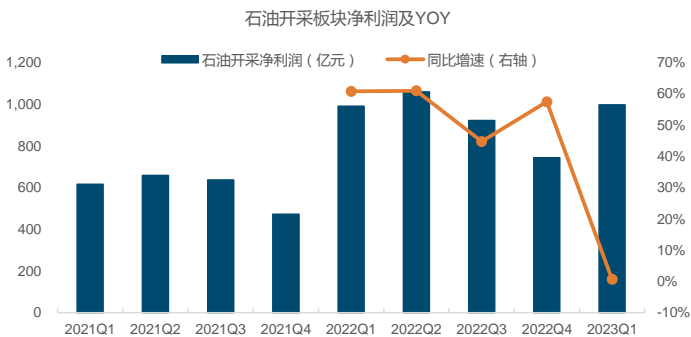
图表9: 中国石化营业收入及环比变化



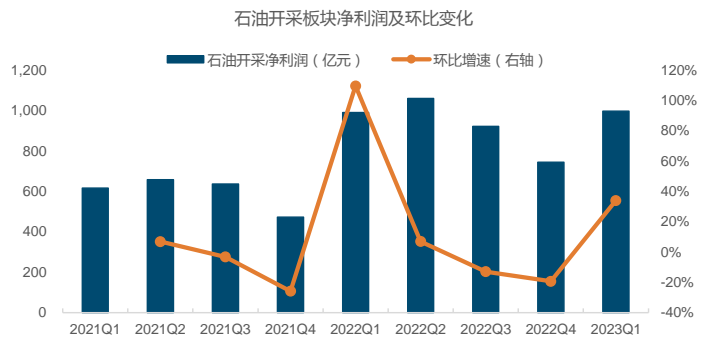
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表10: 石油开采板块净利润同比增速减缓



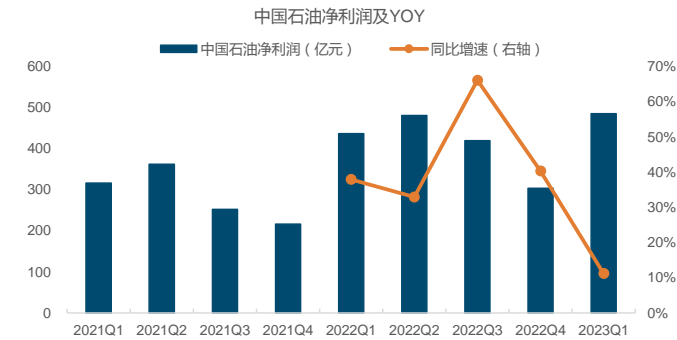
图表11: 石油开采板块净利润环比增速显著修复



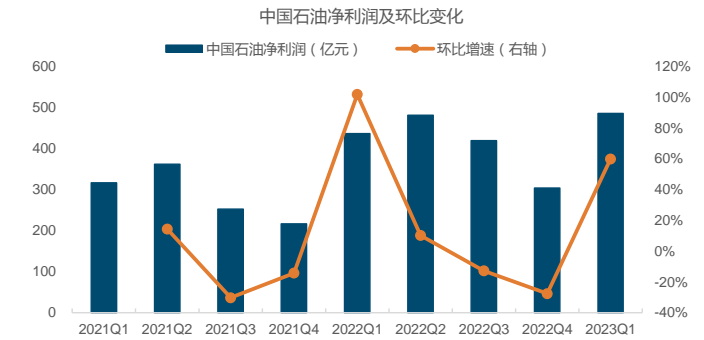
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表12: 中国石油净利润及 YOY



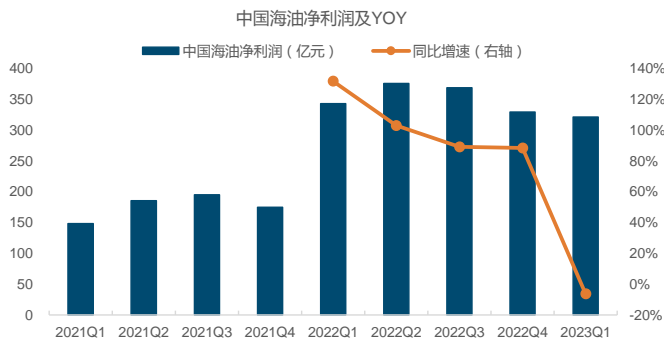
图表13: 中国石油净利润及环比环比



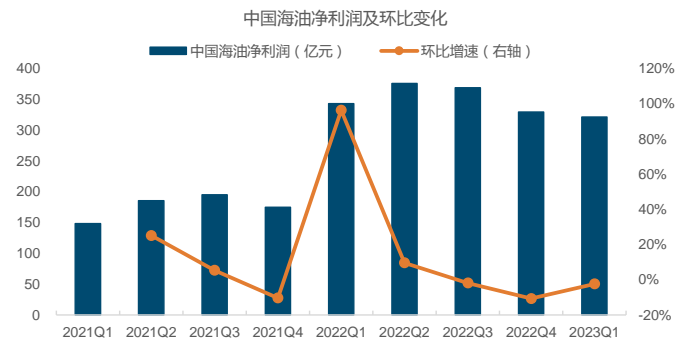
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表14: 中国海油净利润及 YOY



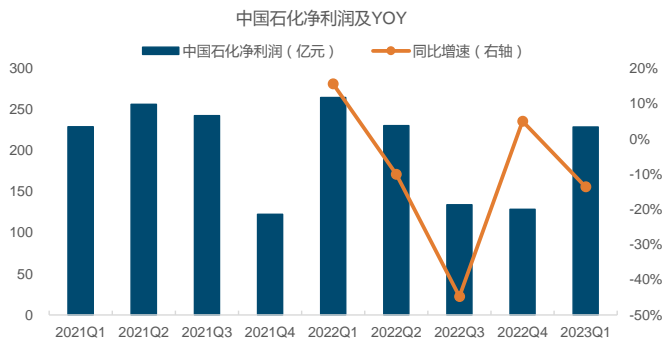
图表15: 中国海油净利润及环比环比



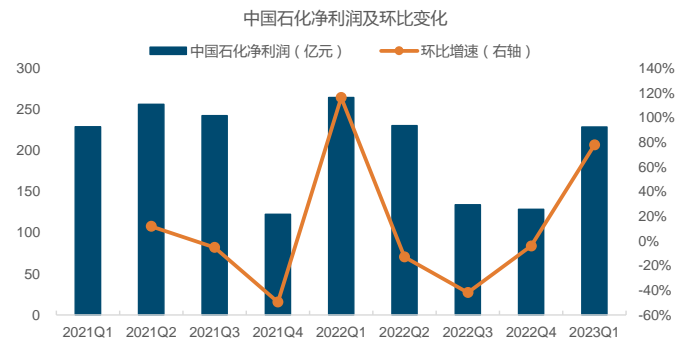
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表16: 中国石化净利润及 YOY



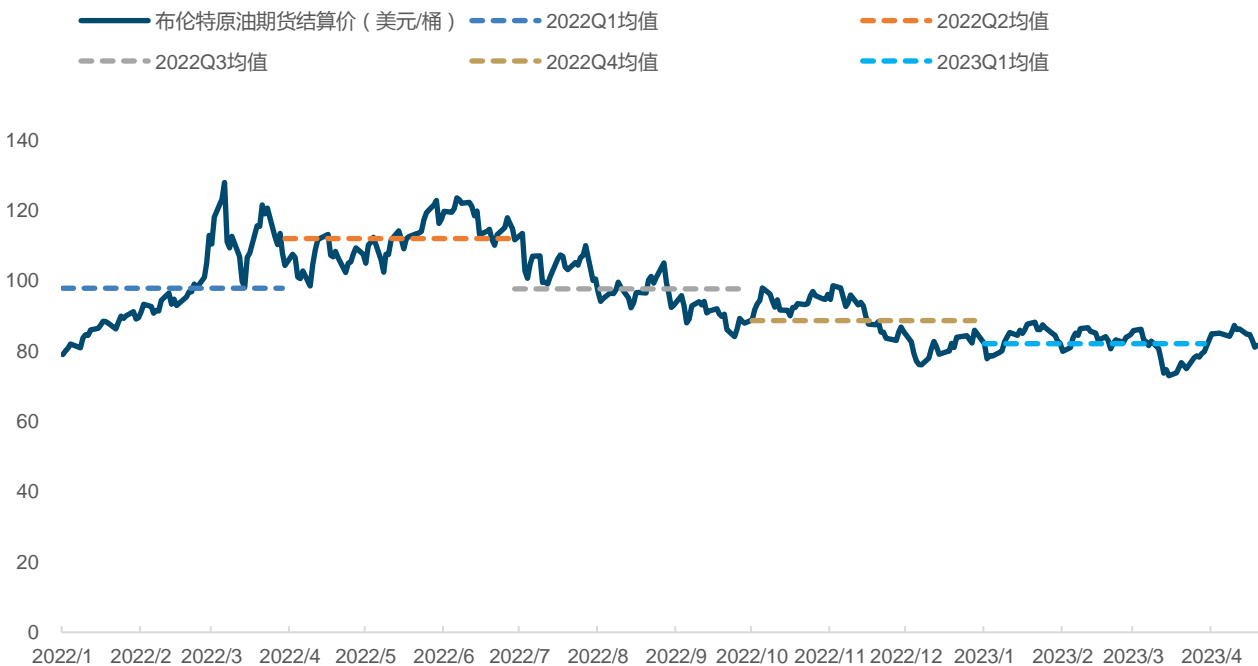
图表17: 中国石化净利润及环比环比



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

图表18: 2022-2023Q1 布伦特原油期货结算价



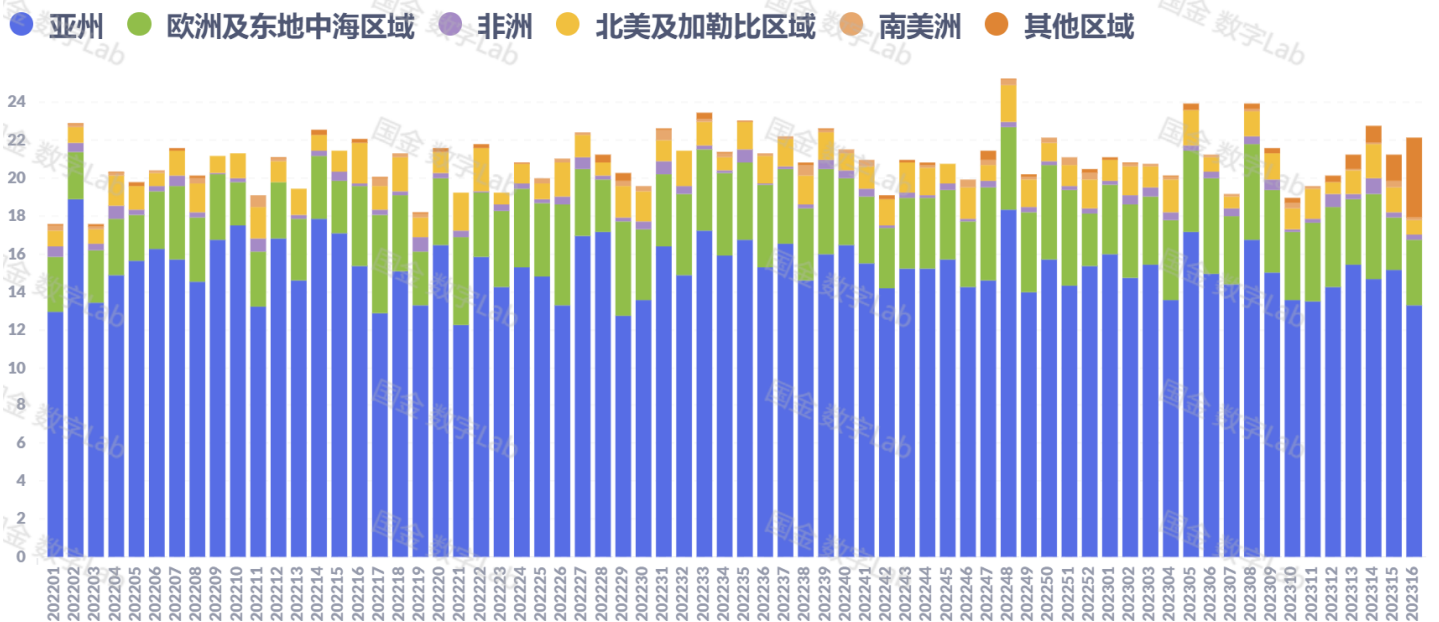
来源: Wind, 国金证券研究所

2023 年原油价格或将中高位震荡, 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+ 宣布自愿减产 165 万桶/日至 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，后续伴随俄罗斯原油产量减少，俄油对外供应量或出现边际减少。

图表19: OPEC在2023年原油边际供应增量较为有限

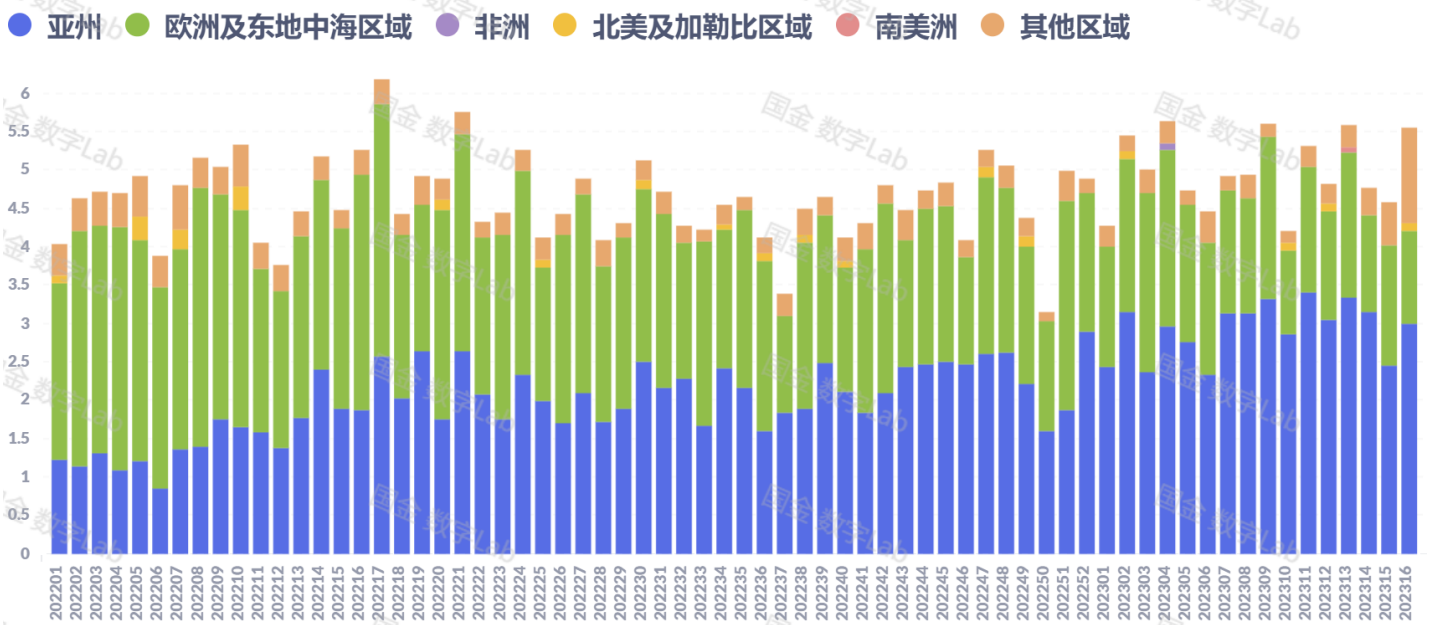
OPEC原油出口量 (周度-百万桶/天)



来源: Refinitive, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表20: 2023年俄罗斯原油对外供应量或出现边际减少

俄罗斯原油出口量 (周频-百万桶/天)

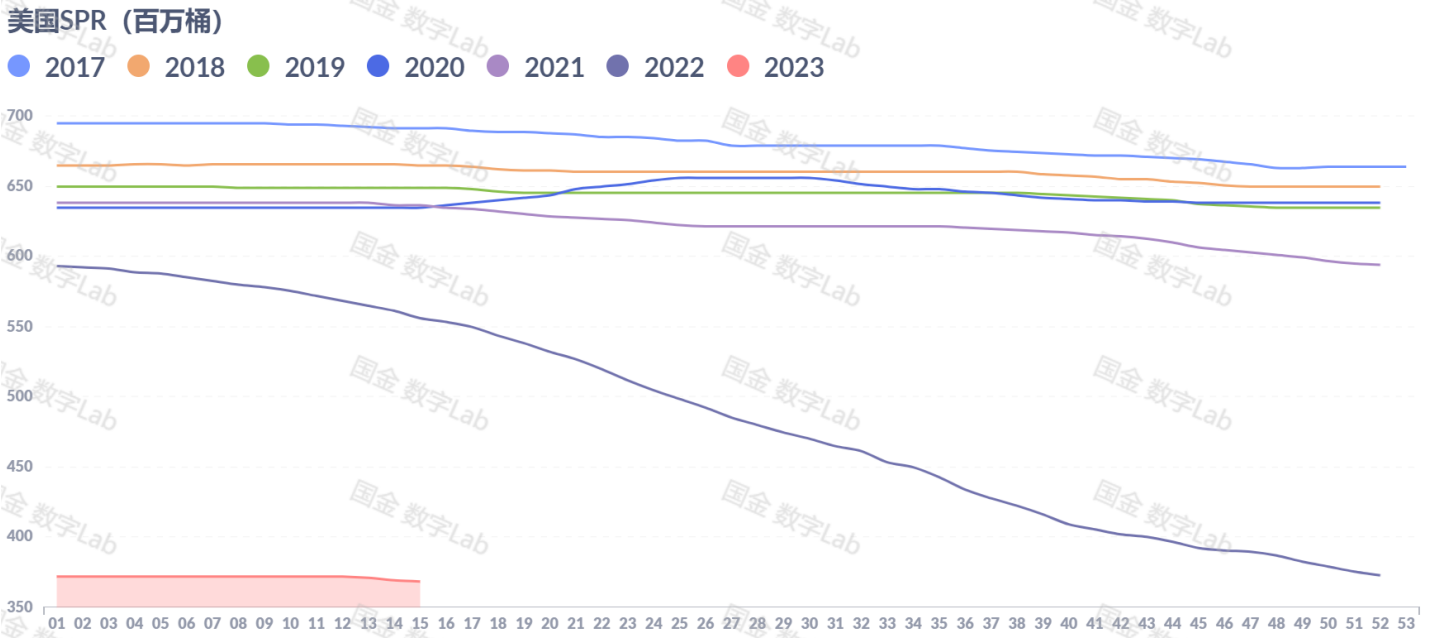


来源: Refinitive, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

2022年至今美国持续通过持续释放战略库存用以增加原油供应抑制油价，但当前美国战略石油储备库存仅为3.67亿桶，规模处于1983年以来最低水平，2023年3月9日美国能源部宣布自4月1日起至6月30日出售2600万桶战略库存，且本次将为美国能源部2026财年前的最后一次释储，为保障美国能源安全，释储压制油价的手段几乎失效。



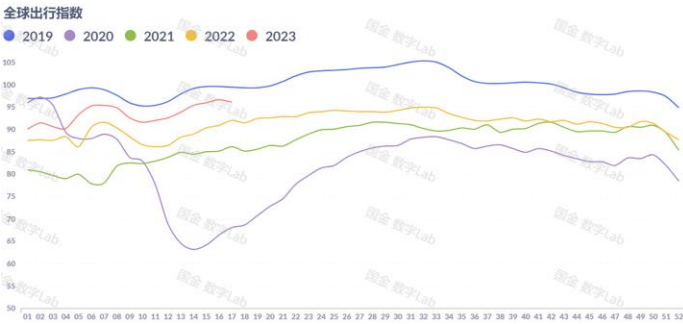
图表21: 美国战略库存 SPR 持续维持低位



来源: EIA, 国金证券研究所

与此同时, 全球出行强度持续维持稳健态势。中国疫情政策放开显著提振中国出行强度, 当前已恢复至略低于 2021 年的水平; 欧美出行强度持续稳健态势, 亚洲、南美洲出行强度复苏趋势显著, 当前已恢复超过至疫情前出行强度水平。伴随全球出行强度复苏, 原油需求或将存在边际增量。

图表22: 全球出行指数



来源: Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表23: 中国出行指数



来源: Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表24: 北美洲出行指数



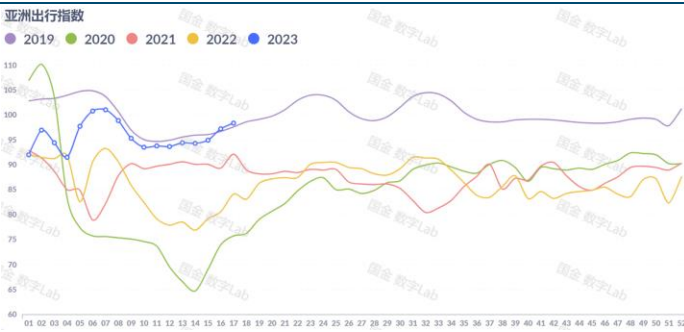
来源: Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表25: 欧洲出行指数

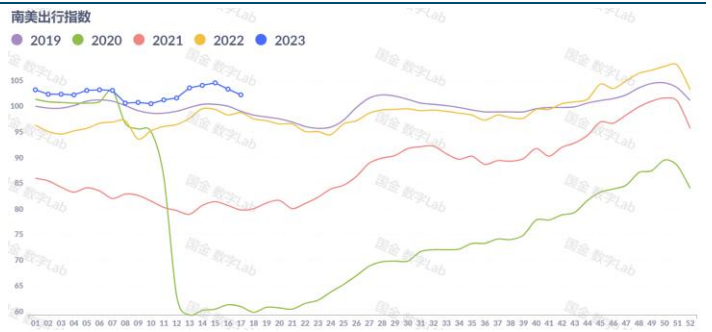


来源: Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表26: 亚洲出行指数



图表27: 南美出行指数



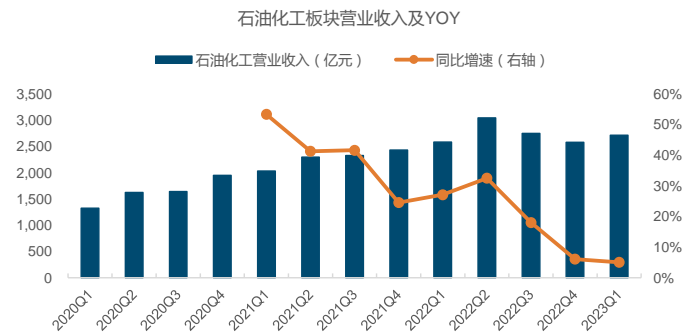
来源: Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

来源: Rystad Energy, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

### 1.2 石油化工板块: 下游历经周期底部环比修复, 业绩存在显著上升空间

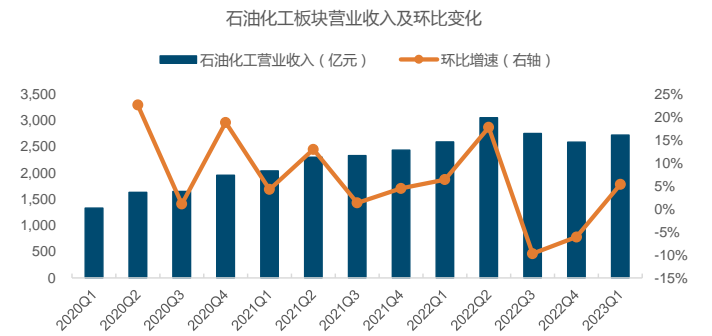
2022年下半年受制于终端需求不旺叠加原油价格单边下跌, 价差收窄及库存损失持续抑制业绩, 2022年Q4出现历史大底。伴随2023年中国经济好转以及成本端负面影响减弱, 石油化工板块公司业绩出现显著环比修复趋势, 伴随着终端需求的持续恢复, 公司业绩有望持续修复。

图表28: 石油化工板块营业收入同比增速减缓



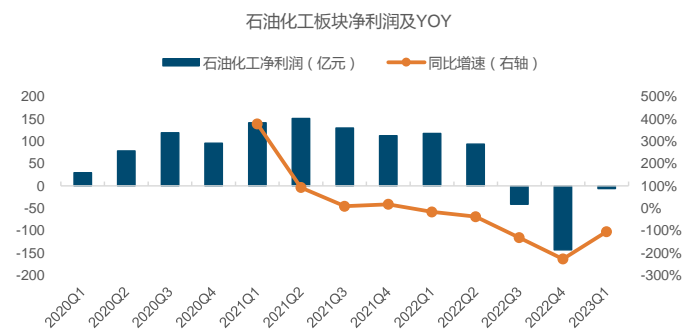
来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 石油化工板块营业收入环比增速有所修复



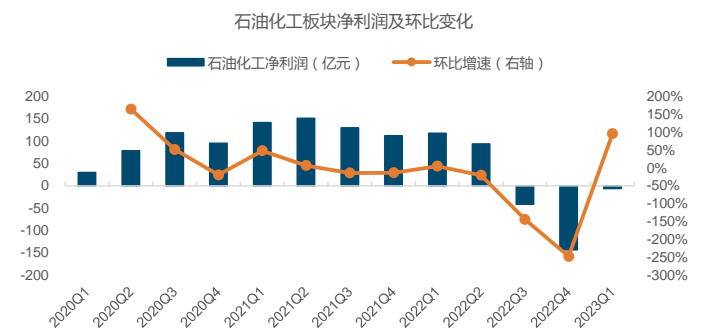
来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 石油化工板块归母净利润同比增速有所修复



来源: Wind, 国金证券研究所

图表31: 石油化工板块归母净利润环比增速显著修复

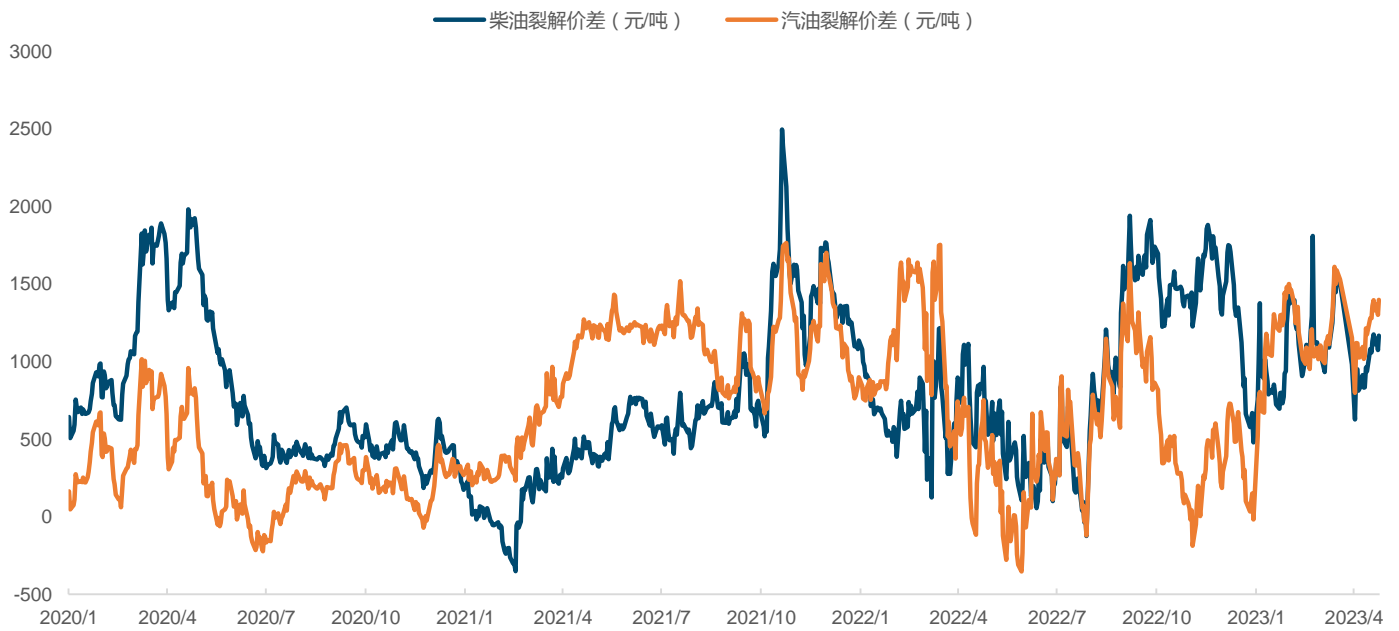


来源: Wind, 国金证券研究所

#### (1) 炼油板块:

2022年汽柴油裂解价差持续维持中高位, 2022年第三季度柴油裂解价差走阔并维持高位震荡, 第四季度伴随原油价格下跌, 柴油裂解价差收窄; 汽油裂解价差全年波动幅度较大, 第三季度一度创历史记录。2023年以来, 汽柴油裂解价格伴随原油价格回升以及终端需求平稳恢复, 汽柴油裂解价差持续修复, 炼油业务存在向上空间。

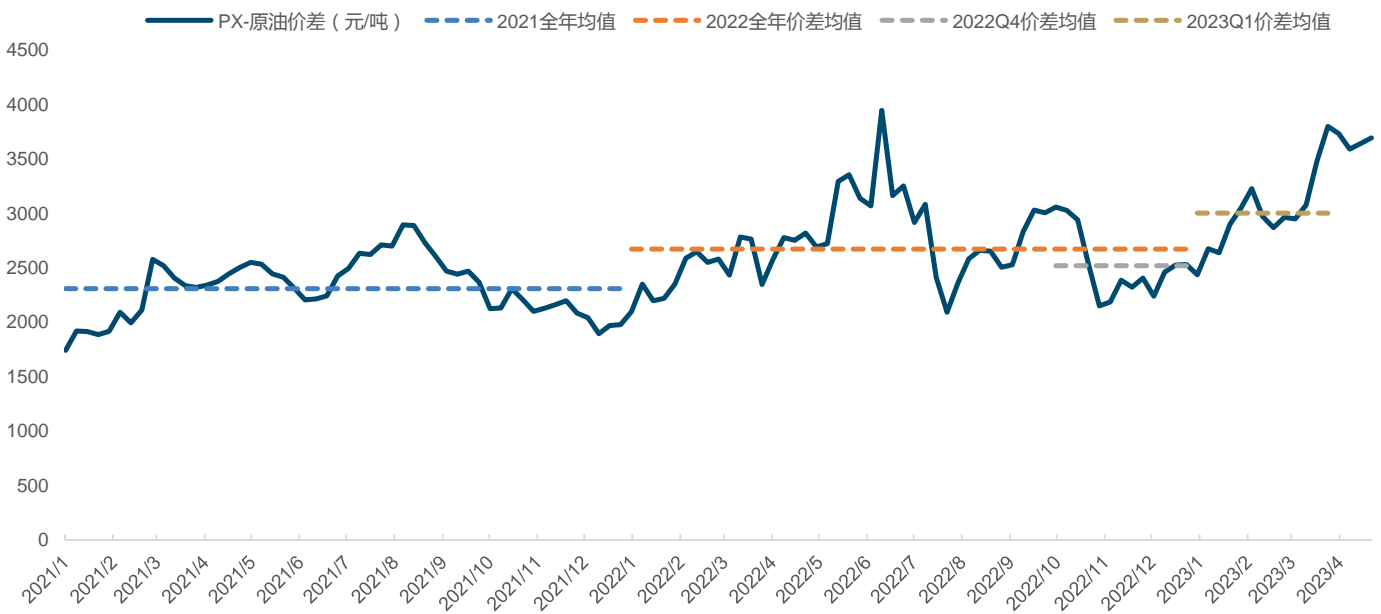
图表32：汽柴油裂解价差持续修复



来源：Wind，国金证券研究所

2023 年伴随终端需求复苏，布伦特原油价格中高位震荡且略有下滑，PX-原油价差得到修复。PX-原油价差持续走阔，2022 年 PX-原油价差为 2671 元/吨，同比增加 15.65%；2023Q1 PX-原油价差为 3002 元/吨，环比增加 19.12%。

图表33：PX-原油价差持续走阔

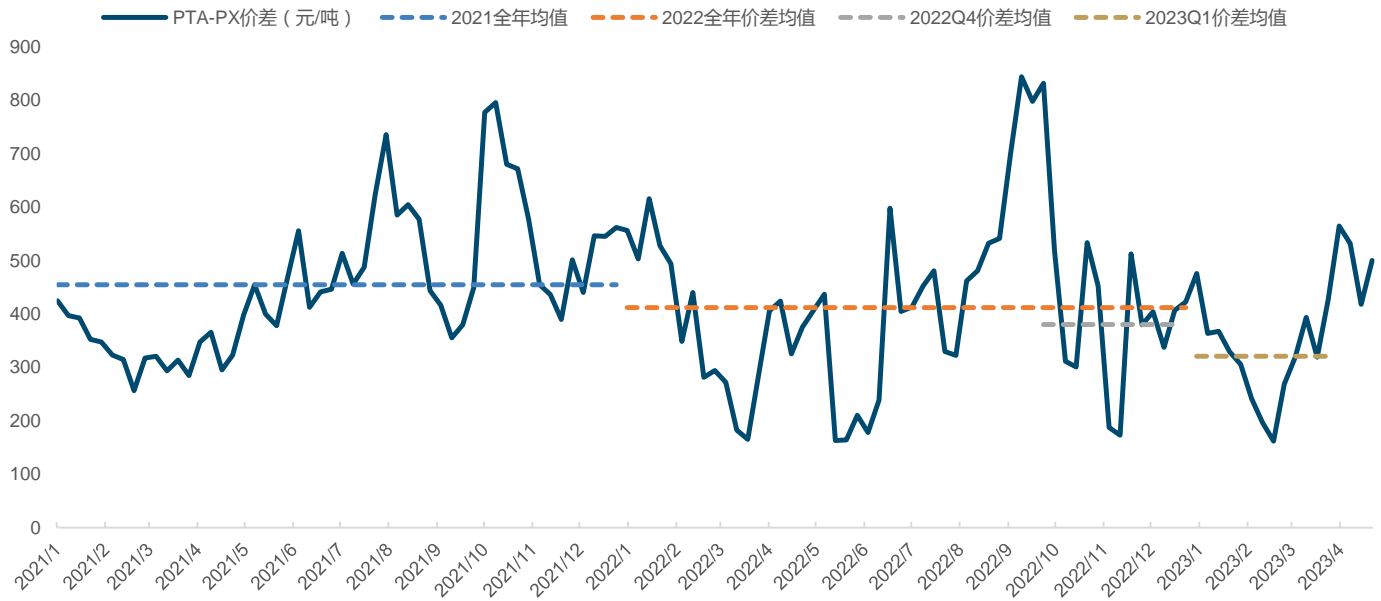


来源：Wind，国金证券研究所

## (2) 化工板块：

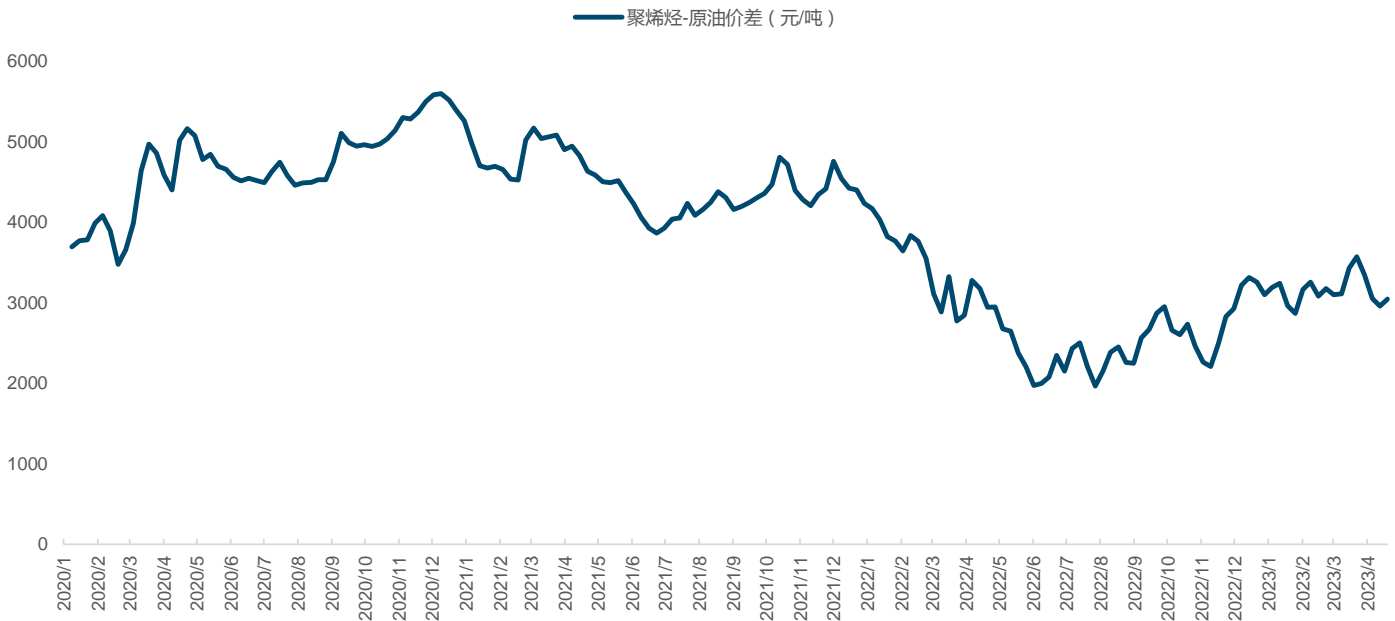
2022 年 PTA 受产能投放过快等因素导致价差承压。2023 年 3 月底 PTA-PX 价差出现显著走阔，虽然存在较强的回调预期，但是较 2022 年 PTA-PX 价差均值已有所修复；2022 年下半年聚烯烃等化工品价差跌至历史底部，下半年聚烯烃-原油平均价差为 2587 元/吨，相比上半年 3046 元/吨下降 15%。2023Q1 聚烯烃-原油平均价差为 3192 元/吨，环比增加 15.13%。伴随市场需求回暖，炼化业务存在较大修复空间。

图表34: PTA-PX 价差持续修复



来源: Wind, 国金证券研究所

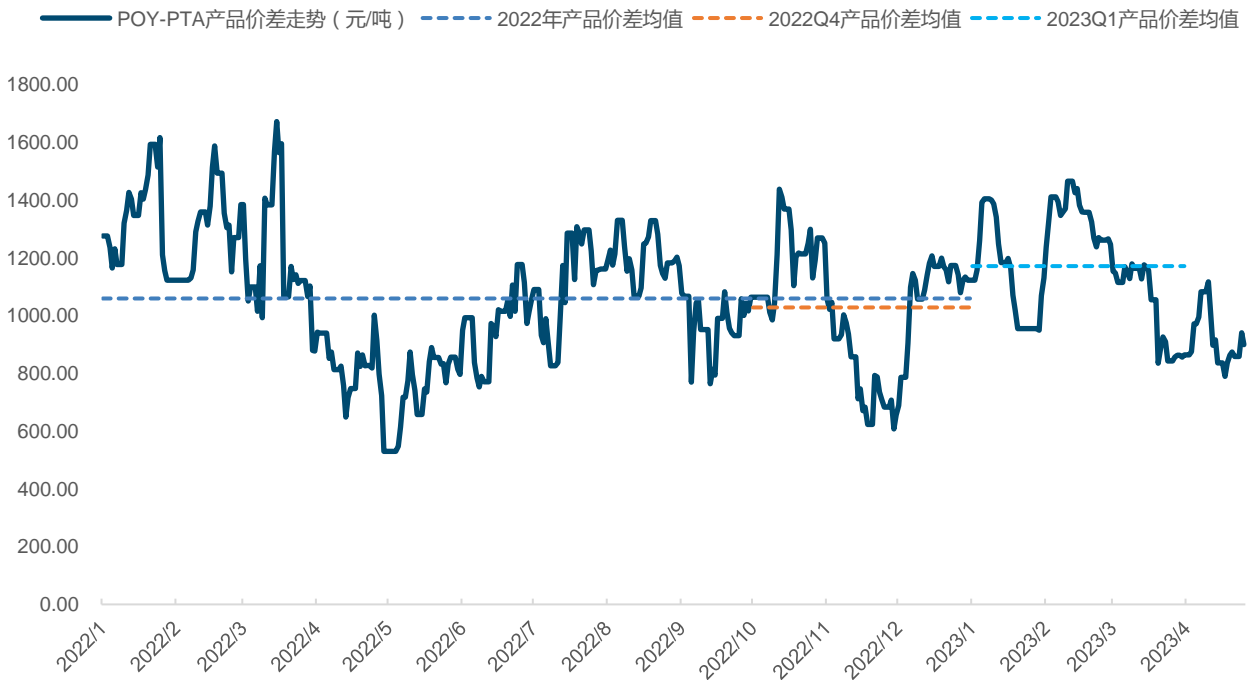
图表35: 聚烯烃-原油价差持续修复 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

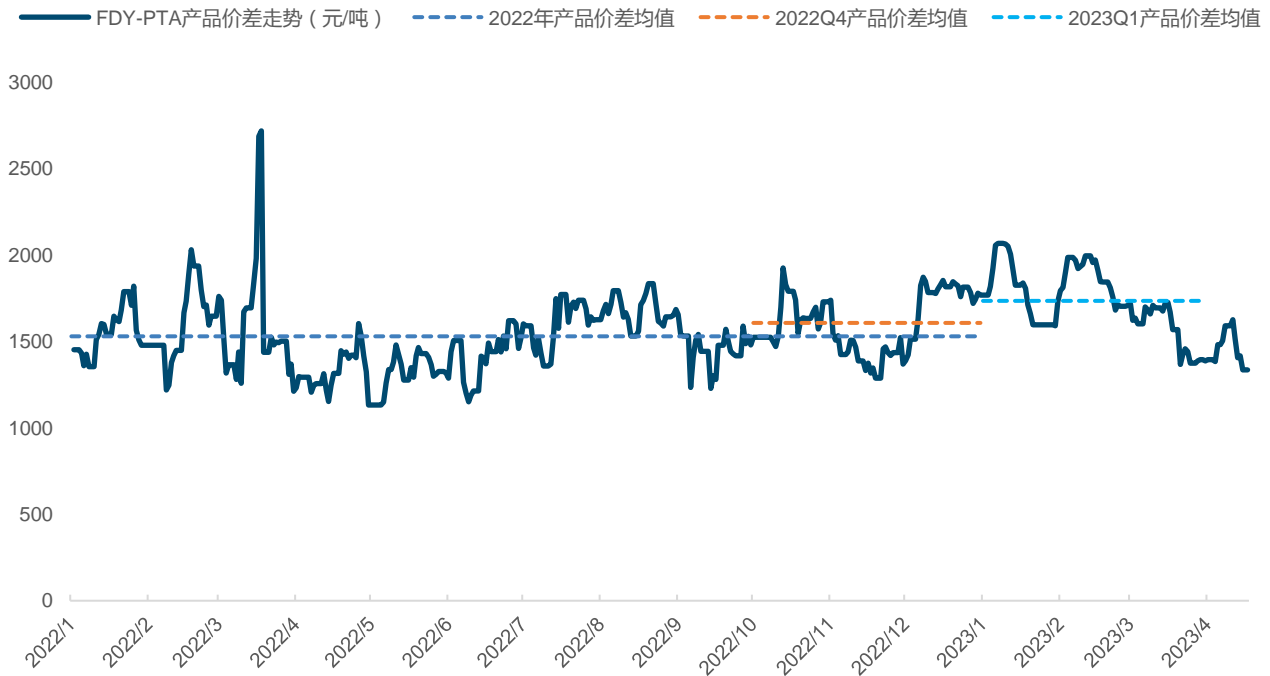
2022 年终端需求持续萎靡不振, 涤纶长丝产品价差收窄毛利承压。2022 年 POY/FDY/DTY 产品价差均价分别约为 1061/1531/2304 元/吨, 分别同比减少 27%/6%/19%; 伴随聚酯行业周期性修复, 终端市场需求回暖, 2023Q1 涤纶长丝市场价差略有走阔。2023Q1 POY/FDY/DTY 产品市场价差均值分别为 1172 元/1737 元/2267 元/吨, 分别环比增加 13.91%/7.96%/6.8%。

图表36: 2023Q1 POY-PTA 市场价差环比有所修复



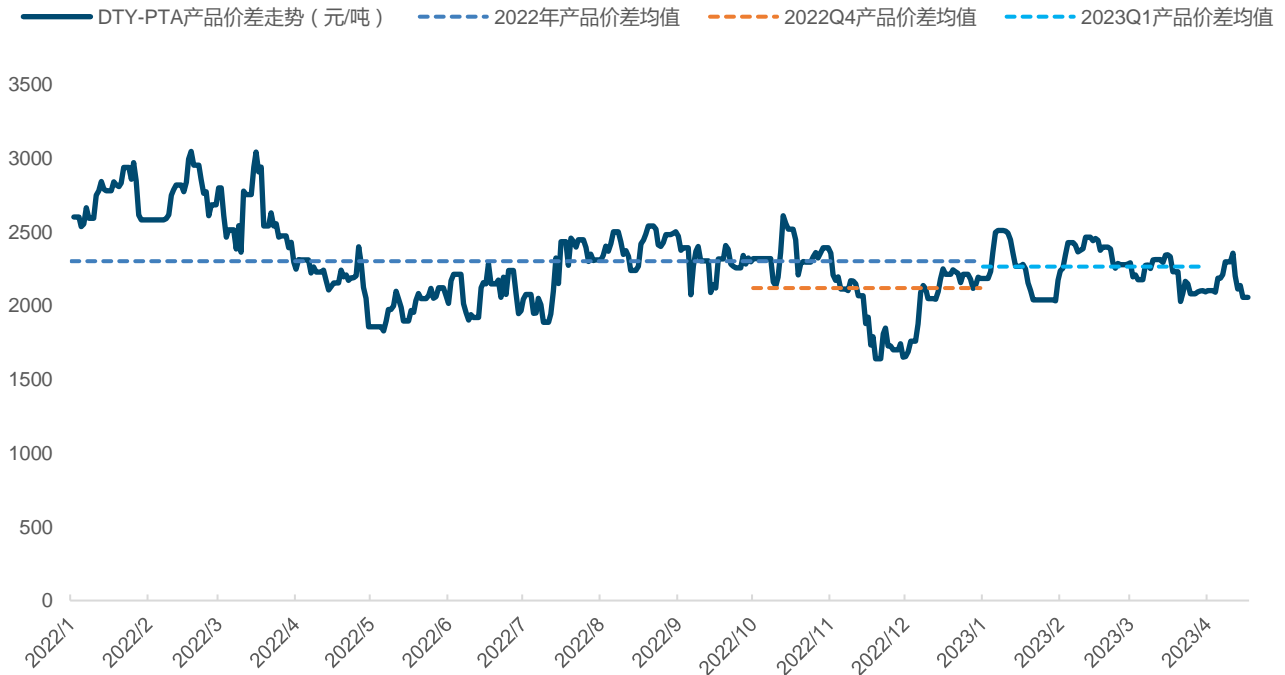
来源: Wind, 国金证券研究所

图表37: 2023Q1 FDY-PTA 市场价差环比有所修复



来源: Wind, 国金证券研究所

图表38: 2023Q1 DTY-PTA 市场价差环比有所修复



来源: Wind, 国金证券研究所

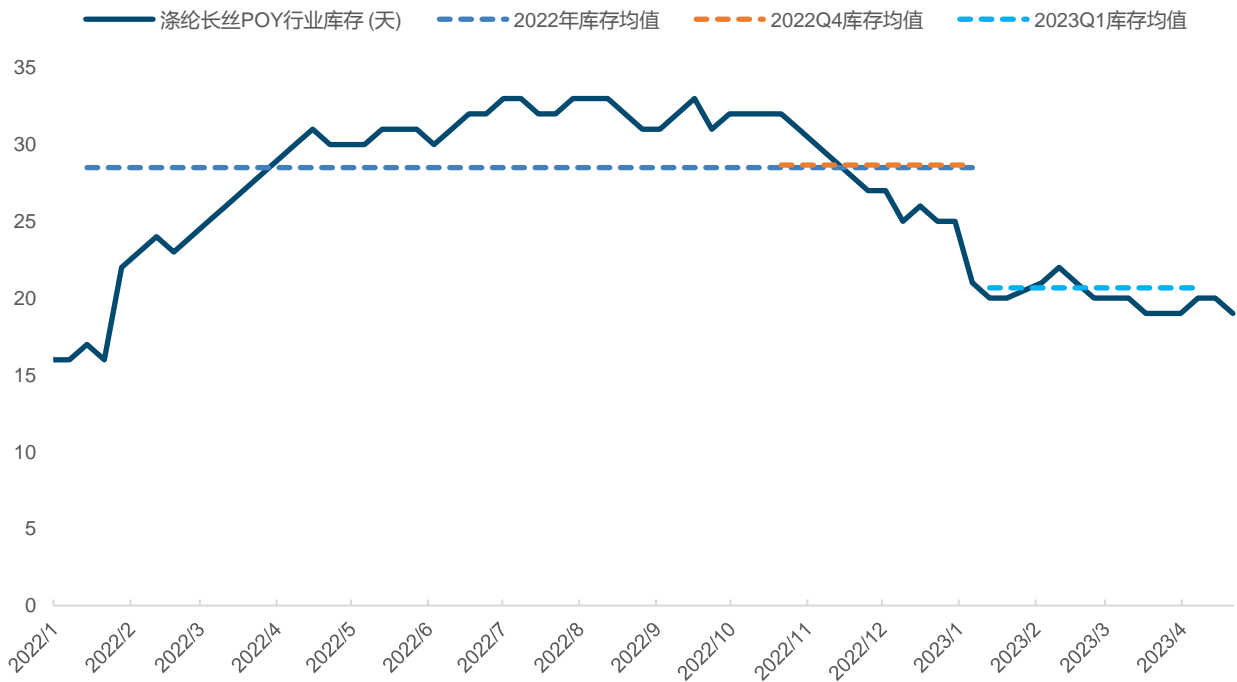
2023 年春节过后终端需求持续回暖, 下游织机开工负荷冲高后回落并维持在 54.29%左右, 伴随下游需求好转, 叠加价差水平持续修复, 涤纶长丝行业产销情况逐步好转, 产品持续去库, 长丝开工率维持合理区间水平, 截至 2023 年 4 月 28 日, POY/FDY/DTY 行业库存分别为 19/21/26 天, 涤纶长丝开工率为 81.70%。终端市场消费需求维稳, 长丝产品持续去库叠加价差持续修复, 涤纶长丝业务存在较大上升空间。

图表39: 下游织机开工率恢复至较高水平



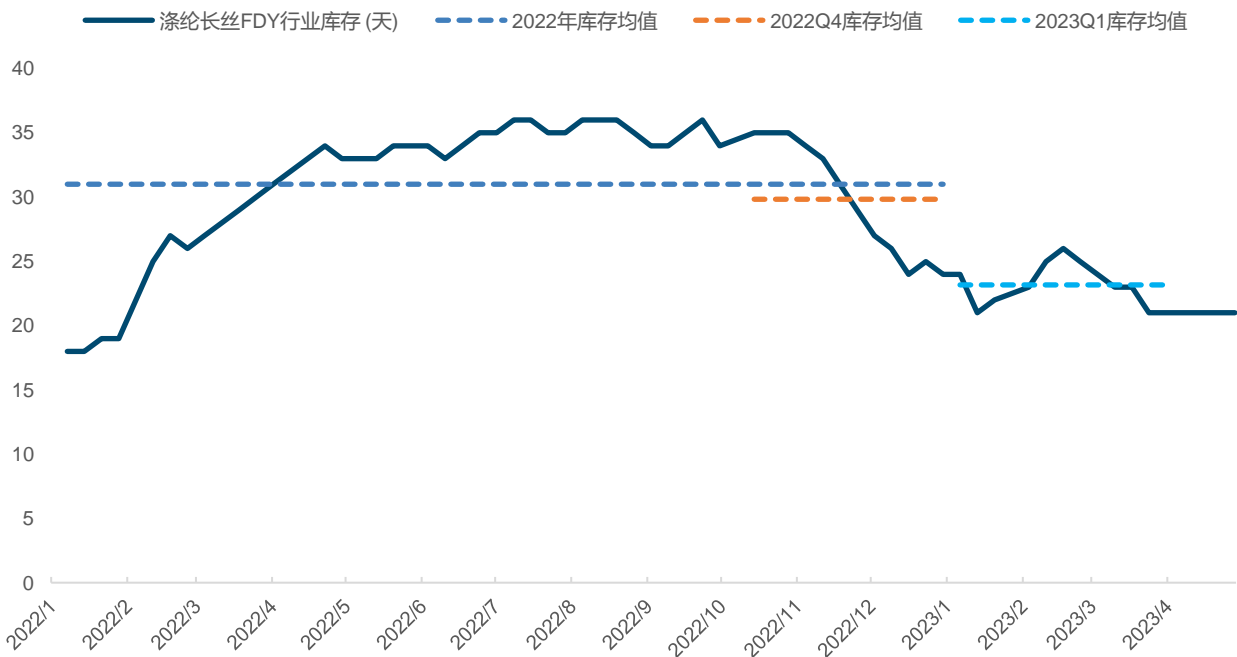
来源: Wind, 国金证券研究所

图表40: 2023Q1 涤纶长丝POY持续去库



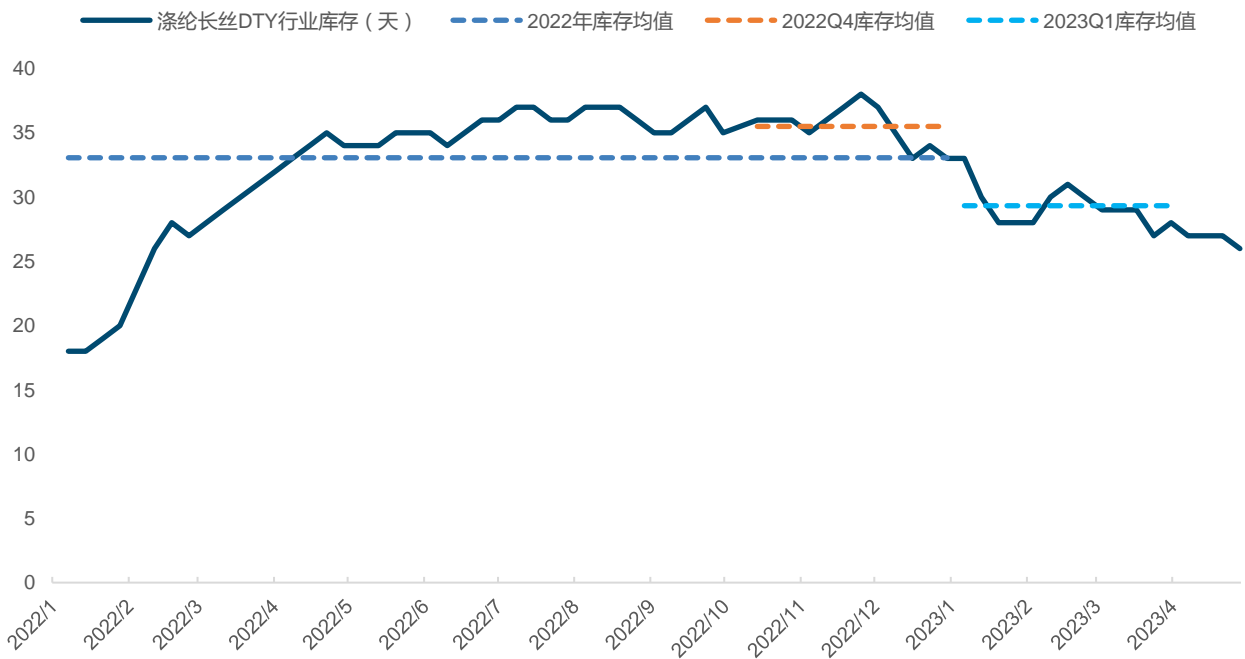
来源: CCFEI, 国金证券研究所

图表41: 2023Q1 涤纶长丝FDY持续去库



来源: CCFEI, 国金证券研究所

图表42: 2023Q1 涤纶长丝 DTY 持续去库



来源: CCFEI, 国金证券研究所

图表43: 涤纶长丝行业开工负荷率恢复至较高水平



来源: CCFEI, 国金证券研究所

伴随大炼化企业炼化一体化项目投产, 龙头公司产业链得以延伸、补充、拓展, 虽然经历 2022Q4 历史大底, 但当前业绩已出现显著修复, 甚至扭亏为盈。龙头炼化企业持续推进产业链深加工项目, 布局新能源新材料等高附加值产品, 伴随 2023-2026 年产能持续投放, 有望为公司带来较显著的业绩增长, 民营炼化龙头业绩成长确定性强。

## 2、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) 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；
- 3) 成品油价格放开风险：成品油价格假如放开，转变为由市场进行定价，汽油、柴油价格将存在频繁波动的风险，市场竞争加剧，中国石化和中国石油在成品油销售的垄断地位可能被撼动；
- 4) 终端需求不景气风险：标的公司业务及相关产品具有周期性的特点，存在行业景气度下行风险；
- 5) 三方数据误差影响：三方数据包含卫星数据及油轮定位等数据，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；
- 6) 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；
- 7) 其他不可抗力风险。

**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。

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