

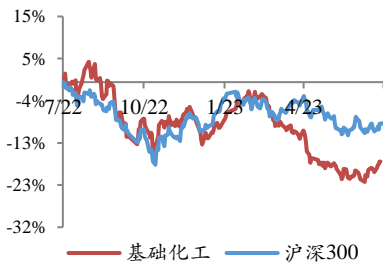
“三桶油”释放改革红利，油气央企价值有望重塑

——“中特估”系列研究之一

行业评级：增持

报告日期：2023-07-17

行业指数与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

主要观点：

● “三桶油”估值处于历史较低水平，国企改革有望提升竞争力

“三桶油”估值处于历史低位。央企的估值整体低于民企，2020-2022年，中证国企的PB均值分别为1.27、1.33、1.17，中证民企的PB均值分别为3.45、3.90、3.27。国企中央企的PB均值分别为1.05、1.06、0.92，在国企中处于低位且与民企相比有较大差距。其中，“三桶油”（中国石油、中国石化、中国海油（A股））在央企中估值也处于历史低位水平：①从PE角度看，2022年3家企业PE分别为6.09、7.88、5.10，PE分别处于1.23%、39.07%、0.45%的历史分位水平；②从PB角度看，三家企业PB分别为0.68、0.67、1.27，PB分别处于2.45%、24.50%、0.45%的历史分位水平。综合来看，“三桶油”作为央企估值水平同民营企业仍有一定差距，且估值分位处于历史较低水平。

国企改革提速，“三桶油”全球竞争力与经营效率有望提升。2023年新一轮国企改革深化提升行动中，将“两利四率”调整为“一利五率”，去除净利润和营业收入利润率，新增净资产收益率以及营业现金比率，考核目标更加看重企业的利润质量与经营效率。未来以“三桶油”为代表的央企将会进一步加大创新，公司全球竞争力与经营效率有望进一步提升。

● 分红率提高，产业链齐全，盈利质量稳步提升

与其他化工类公司相比，“三桶油”股息率处于第一梯队。2022年A股上市公司中国企、央企、民企的现金分红总额分别为1.15、0.71、0.34万亿元，央企分红占比高达84.55%。石油石化板块中，2022年央企股息率平均为2.92%，民企平均为1.95%。其中“三桶油”股息率处于第一梯队，以当年12月31日收盘股价计算，2013年中国石油、中国石化、中国海油（H股）的股息率分别为4.13%、5.36%、3.95%；2022年中国石油、中国石化、中国海油（A股）的股息率已经分别达到8.50%、8.14%、8.33%，股息率远高于其他化工板块公司且股息率增长显著。从公司长期价值创造与投资者回报角度看，“三桶油”的稳定分红+高股息率有望成为估值提升的关键。

产业链齐全，行业话语权逐步提升，盈利质量稳步提升。在国产替代背景下，国内企业持续提高研发费用，研发实力逐步改善，2022年，中国石油、中国石化、中国海油的研究费用分别为287.18、255.10、52.45亿元，近5年研发费用复合增速分别为8.08%、29.69%、22.23%。国内龙头企业积极拓展下游新材料，在上游资源优势基础上，对下游精细化学品领域持续延伸和布局，国外企业资本开支放缓，传统优势逐步褪去，甚至部分产能逐步出清，“三桶油”规模及产业链更加

完善，2022年业绩达到历史新高，近8年中国石油、中国石化、中国海油归母净利润复合增速分别为22.71%、10.87%、32.04%。未来经济有望逐步修复，叠加油价趋稳，石油石化企业基本面将持续改善，以“三桶油”为代表的油气央企盈利质量将稳步提升。

● **石油化工产业链作为我国优势产业，油气央企作为核心资产，价值有望迎来重塑**

石油化工是我国经济的基础产业，关系到能源安全和经济命脉，国内企业资本开支持续走高，产业链一体化程度逐步完善，其中基础化工、公用事业、钢铁、电力设备、汽车、石油石化等行业资本开支维持高位，尤其石油石化行业，2022年资本开支类位居全行业第一。“三桶油”与国际油气公司相比长期处于低估状态，未来随着市场需求复苏、企业降本增效以及新增项目的开发，“三桶油”有望迎来新一轮价值重塑。

● **投资建议**

央国企持续深化改革以及优化考核目标，基本面和盈利质量预计将逐步改善，中国石化、中国石油、中国海油基本面扎实，未来业绩及公司基本面仍有改善空间，目前估值相对偏低，未来估值仍有提升空间，建议关注中国石化、中国石油、中国海油。

● **风险提示**

- (1) 需求不及预期风险；
- (2) 地缘政治风险；
- (3) 宏观政策释放不及预期；
- (4) 油价大幅波动风险。

● **推荐公司盈利预测与评级**

公司	EPS (元)			PE			评级
	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
中国石化	0.55	0.63	0.68	7.88	10.53	9.84	未评级
中国石油	0.82	0.81	0.83	6.09	10.21	9.88	未评级
中国海油	2.98	2.65	2.69	5.10	7.20	7.09	未评级

资料来源：wind，华安证券研究所

注：PE均选取2023.07.14收盘后股价计算

正文目录

1.国企改革提质增效，“三桶油”估值有望提升.....	5
1.1 央国企所处行业成熟，估值相比民企长期处于较低水平.....	5
1.2 “三桶油”估值处于历史低位，PB 估值仍有弹性空间.....	5
1.2 国企改革提速，“三桶油”经营效率有望提升.....	9
2.“三桶油”基本面向好，分红率高，估值有望重塑.....	11
2.1 国企基本面向好，“三桶油”竞争优势凸显.....	11
2.2 央国企分红多，投资收益相对稳定.....	15
3.建议关注被低估的国内优质油气央企.....	19
3.1 中国石化：一体化龙头企业，加速发展化工新材料.....	19
3.2 中国石油：加快油气开发保障能源供应，大力布局新能源新材料业务.....	21
3.3 中国海油：聚焦深水油气开发，拓展绿色化转型与新能源业务.....	23
投资建议：.....	25
风险提示：.....	25

图表目录

图表 1 民企和央国企市盈率.....	5
图表 2 民企和央国企市净率.....	5
图表 3 市值 500 亿元以上化工央国企 PB 值.....	6
图表 4 市值在 500 亿元以上化工民企 PB 值.....	6
图表 5 市值为 200-500 亿内化工企业 PB 值.....	6
图表 6 与海外石油化工龙头相比,“三桶油”PB 较低.....	8
图表 7 “三桶油”与海外油气企业 PB 差异.....	8
图表 8 营业收入分布.....	9
图表 9 利润总额分布.....	9
图表 10 央企行业分布 (数量占比).....	9
图表 11 国企行业分布 (数量占比).....	9
图表 12 不同年份国央企考核指标.....	10
图表 13 申万一级行业固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金.....	11
图表 14 石油石化行业竞争梯队 (按 2022 年营收).....	12
图表 15 2022 年中国石油石化行业市场份额.....	12
图表 16 央国企及民企归母净利润增速.....	13
图表 17 央国企及民企 ROE.....	13
图表 18 “三桶油”近 10 年归母净利润.....	13
图表 19 央国企及三桶油资产负债率.....	13
图表 20 国企研发人员数量占比及研发投入占比.....	14
图表 21 三桶油研发费用情况.....	15
图表 22 化工行业央国企股息率好于民企.....	16
图表 23 市值 500 亿元以上央国企股息率 (TTM, 近 12 个月分配股息占股价百分比)、ROE 表现好于民企.....	16
图表 24 三桶油及化工行业央国企股息率.....	18
图表 25 公司营收结构.....	19
图表 26 营业收入及增速.....	19
图表 27 公司化工板块收入及毛利率变化.....	20
图表 28 中国石化化工板块销量.....	20
图表 29 公司定增项目情况.....	20
图表 30 公司历年收入结构.....	21
图表 31 公司历年各板块毛利率.....	21
图表 32 公司油气当量产量.....	21
图表 33 公司天然气产量.....	21
图表 34 公司新能源业务发展规划.....	22
图表 35 公司主要勘探区面积情况 (截至 2022 年底).....	23
图表 36 公司 2022 年油气产量.....	24
图表 37 公司 2022 年油气储量.....	24
图表 38 2020 年桶油作业费用对比 (美元/桶当量).....	24
图表 39 桶油成本拆分 (美元/桶当量).....	24

1. 国企改革提质增效，“三桶油”估值有望提升

1.1 央国企所处行业成熟，估值相比民企长期处于较低水平

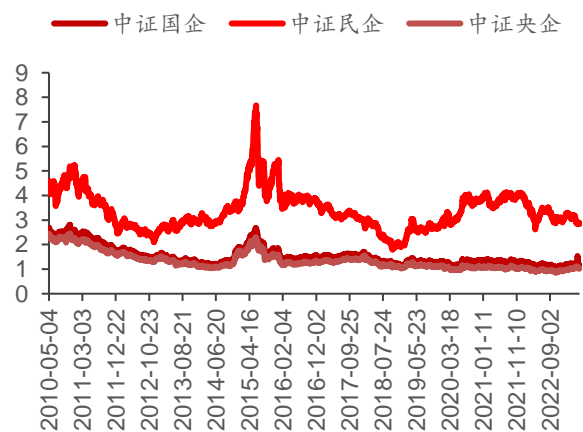
央国企上市公司中，传统企业占比高、创新性不足、投资者管理关系重视程度不够，造成央国企公司估值普遍偏低。2010年以来，中证国企、中证央企、中证民企 PE 均值分别为 19.7、11.0、40.0 倍，国企、央企、民企的 PB 均值分别为 1.5、1.3、3.4 倍，2020-2022 年，中证国企的 PB 均值分别为 1.27、1.33、1.17 倍、中证央企的 PB 均值分别为 1.05、1.06、0.92 倍，中证民企的 PB 均值分别为 3.45、3.90、3.27 倍，民企的估值均为国央企的 2-3 倍，央国企的估值显著低于民企。公司的估值和盈利能力和成长性关联性较大，大多央企、国企所处行业相对成熟，市场稳定，逐渐转变成价值型行业，按照传统估值方法，央国企上市公司的估值水平相对偏低。此外，央国企长期以来在公众意识、投资者关系、经营信息沟通、市值管理等方面不足，造成估值进一步压制。

图表 1 民企和央国企市盈率



资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 2 民企和央国企市净率

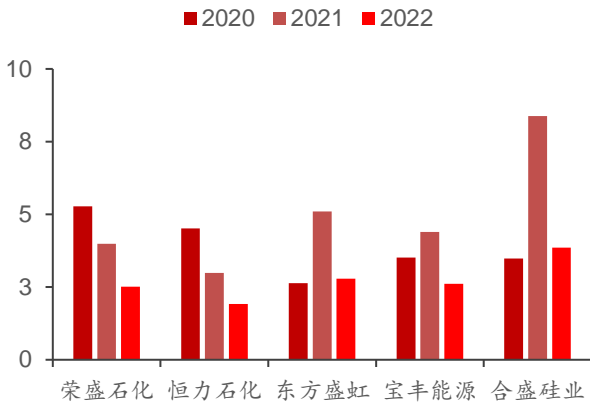


资料来源：iFind，华安证券研究所

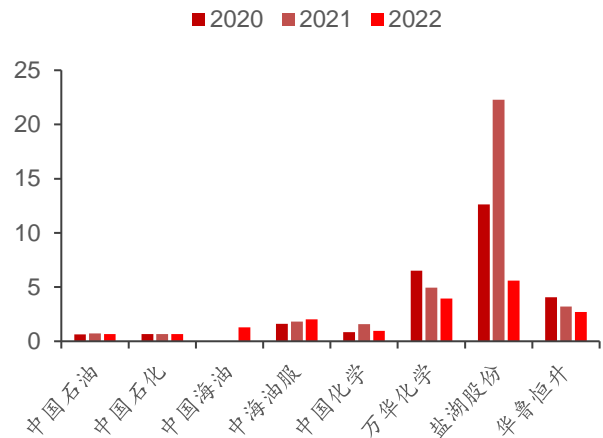
1.2 “三桶油”估值处于历史低位，PB 估值仍有弹性空间

“三桶油”与国内民企相比，历年来 PB 估值偏低。选取市值在 500 亿以上的中国石油、中国石化、中国海油、中海油服、中国化学、万华化学、盐湖股份、华鲁恒升八家国企与市值在 500 亿以上的民企 PB 进行对比，2020-2022 年，八家央国企和五家民企的 PB 均值分别为 3.8、5.0、2.2 和 3.9、5.0、2.7，估值略低于民企，若排除盐湖股份个股盐湖提锂对估值的影响，大型央国企的估值更加具有性价比，尤其是中国石油和中国石化的 PB 波动范围小于 1，徘徊在 0.6-0.7 附近。市值在 200-500 亿之间的国内化工企业中，2020-2022 年，国企的 PB 均值分别为 2.6、3.1、2.8，民企的 PB 均值分别为 3.4、4.7、3.3，国企与民企的 PB 差距进一步扩大，化工类央国企 PB 估值相对偏低。

图表 3 市值 500 亿以上化工央企国企 PB 值



图表 4 市值在 500 亿以上化工民企 PB 值



资料来源：iFind，华安证券研究所

资料来源：iFind，华安证券研究所

注：上述公司 PB 值为历年 12 月 31 日数据

图表 5 市值为 200-500 亿内化工企业 PB 值

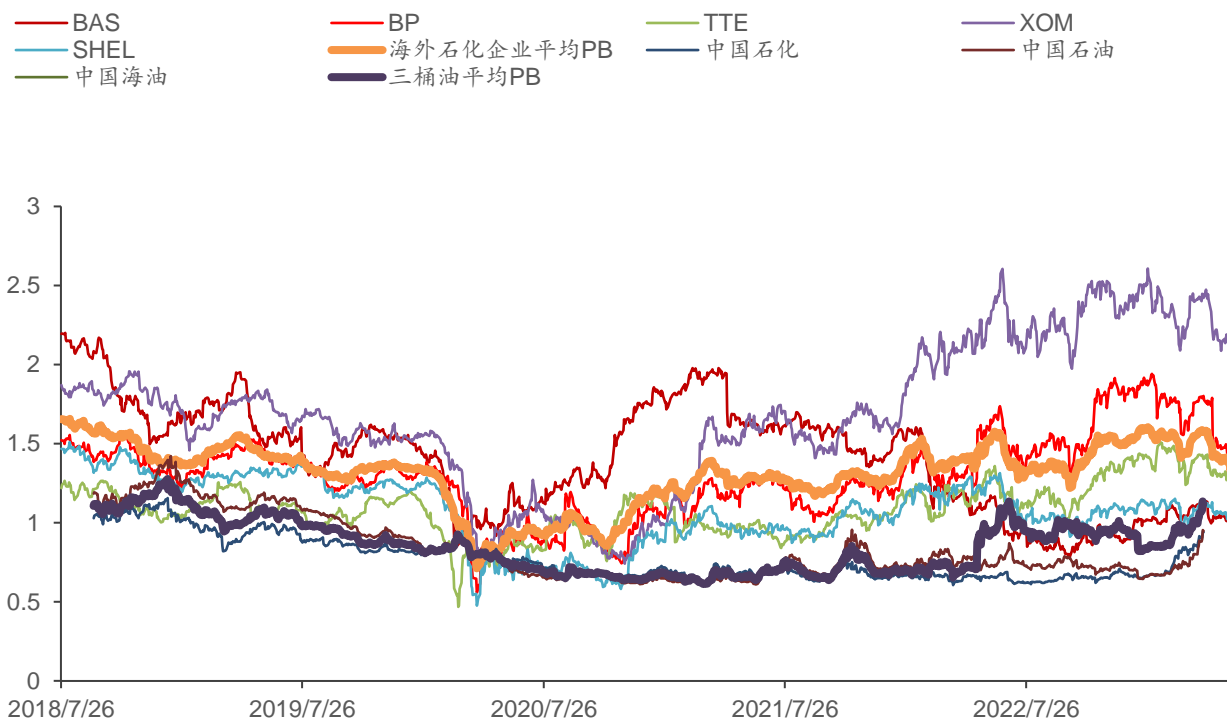
企业性质	PB 值	2020-12-31	2021-12-31	2022-12-31
央企国企	海油发展	1.27	1.46	1.34
	石化油服	5.06	5.45	4.93
	海油工程	0.88	0.89	1.16
	上海石化	1.33	1.49	1.23
	中油工程	0.71	0.68	0.65
	巨化股份	1.76	2.79	2.84
	昊华科技	3.07	6.42	5.03
	云天化	1.91	3.85	2.46
	兴发集团	1.47	3.64	1.69
	航锦科技	5.12	7.54	5.21
	广东宏大	7.86	4.12	3.49
	北元集团	3.87	2.23	1.66
	中化国际	1.27	1.91	1.94
	安迪苏	2.25	2.34	1.55
	鲁西化工	1.77	1.72	1.38
	均值	2.64	3.10	2.83
民企	广汇能源	1.18	2.25	2.24
	桐昆股份	2.23	1.47	0.96
	恒逸石化	1.88	1.50	0.95
	卫星化学	3.22	3.89	2.47
	龙佰集团	4.44	3.68	2.15
	藏格矿业	2.05	9.19	3.80
	君正集团	2.32	2.06	1.38
	华峰化学	4.42	2.81	1.49
	凯赛生物	3.46	7.28	3.29

蓝晓科技	6.01	10.93	9.64
浙江龙盛	1.65	1.36	1.03
坤彩科技	11.08	10.56	13.68
梅花生物	1.61	2.52	2.47
远兴能源	0.80	2.19	2.32
中核钛白	2.00	3.83	2.65
金发科技	3.14	2.15	1.64
和邦生物	1.15	2.28	1.44
亚钾国际	1.74	4.55	2.64
多氟多	4.83	7.59	3.84
彤程新材	7.71	11.26	6.14
均值	3.35	4.67	3.31

资料来源：iFind，华安证券研究所

2022年，有代表性的海外油气企业PB均值1.41，“三桶油”PB均值0.89，PB差距达到0.52，“三桶油”与海外油气龙头企业相比，PB估值较低。道达尔、BP、埃克森美孚、壳牌等均为全球石油化工龙头，产业链齐全，在全球石油化工中均具有重要影响力，2022年，道达尔、BP、埃克森美孚、壳牌、巴斯夫PB均值分别为1.19、1.50、2.21、1.12、1.05，而中国石油、中国石化、中国海油（A股）PB均值分别为0.74、0.65、1.49，中国石油、中国石化PB估值明显低于海外油气企业。除2020年初疫情对爆发对国内外企业PB造成影响外，海外油气企业PB均值均明显高于“三桶油”，2020年全年，海外油气企业PB均值与“三桶油”差距为0.28，2021年为0.57，2022年为0.52，截至2023年6月3日，2023年PB均值差距达到0.53。国内油气企业资本开支持续走高，发展完善产业链一体化程度、同时开展绿色能源第二曲线，与海外石油化工公司相比，“三桶油”尤其中国石化、中国石油目前PB估值相对偏低，未来估值仍有改善空间。

图表 6 与海外石油化工龙头相比，“三桶油”PB 较低



资料来源：Bloomberg, iFind, 华安证券研究所

图表 7 “三桶油”与海外油气企业 PB 差异

时间	海外油气企业 PB 均值	“三桶油”PB 均值	PB 差距
2020	1.02	0.74	0.28
2021	1.26	0.69	0.57
2022	1.41	0.89	0.52
2023	1.51	0.98	0.53

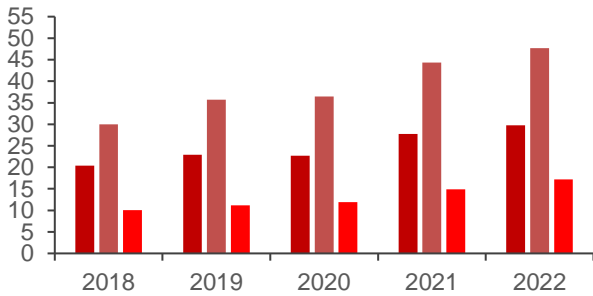
资料来源：Bloomberg, iFind, 华安证券研究所

注：2023 年数据截至 2023.06.03

央国企对国民经济贡献度大，起到“压舱石”的作用，使用传统估值模型不能有效衡量其背后的战略意义和社会意义。2018-2022 年，上市公司中央国企的营业收入占比超过 80%，在我国资本市场中占有重要地位。2022 年，国有企业营业总收入达 82.60 万亿元，同比增长 8.3%；国有企业应交税费 5.93 万亿元，同比增长 8.4%。国有企业在经济体量上具有明显优势，有着更强的风险抵御能力。尤其是在疫情期间，各地国有企业带头复工复产，最大程度给予民营企业复工复产的信心，从而发挥了国民经济“稳定器”的作用。除了发挥经济效益外，国央企承担更多的国家安全、发展自主、公共利益等社会责任，央企中 31.44% 处于制造业，国企中 45.25% 处于制造业，在制造业、金融业等关系到国家安全和经济命脉的行业，央国企承担的确定性与安全性无法被市场有效定价，其背负的战略意义和社会责任没有受到市场足够重视。

图表 8 营业收入分布

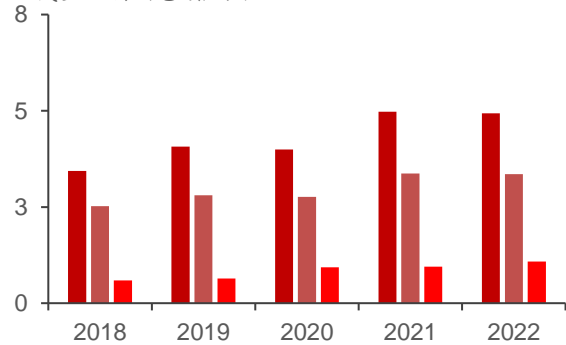
■ 央企：营收/万亿 ■ 国企：营收/万亿 ■ 民企：营收/万亿



资料来源：iFind，华安证券研究所

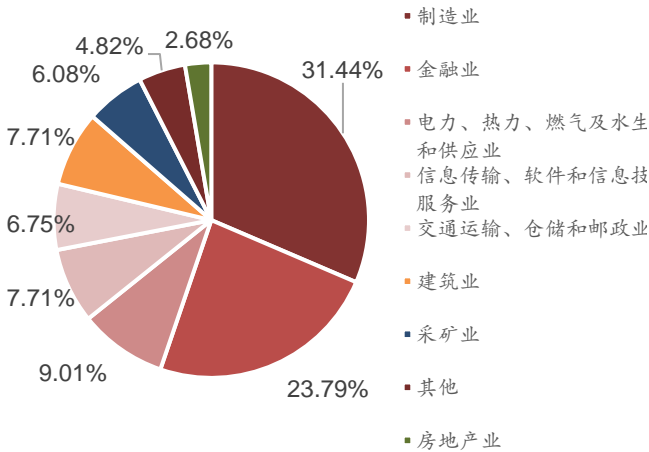
图表 9 利润总额分布

■ 央企：利润总额/万亿 ■ 国企：利润总额/万亿
■ 民企：利润总额/万亿



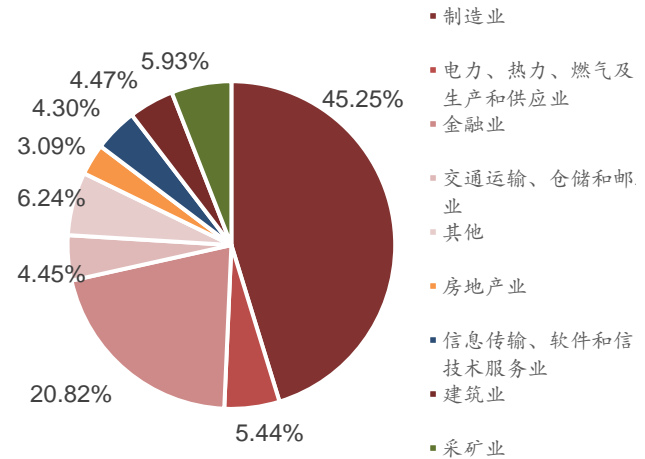
资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 10 央企行业分布（数量占比）



资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 11 国企行业分布（数量占比）



资料来源：iFind，华安证券研究所

1.2 国企改革提速，“三桶油”经营效率有望提升

中特估概念提出，央国企估值受到重视。2022年11月21日，易会满主席首次提出“中国特色估值体系”概念，把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。国有上市公司加强专业化战略性整合，进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好地认识企业内在价值，从而实现更高的估值。“中特估”概念地提出重估了央国企价值，引导金融市场更好地为国家战略服务。

国企改革三年行动收官，2023年新考核目标有利于央国企提升盈利能力和经营质量。2020-2022年是深入实施国企改革行动的三年，站在新起点上，2023年实施了新一轮的国企改革深化提升行动，对中央企业经营指标体系进行了优化调整：将“两利四率”调整为“一利五率”，去除净利润和营业收入利润率，新增净利润收益率以及营业现金比率；发展目标细化为“一增一稳四提升”：“一增”，即确保利润总额增速

高于全国 GDP 增速，增大国资央企稳定宏观经济大盘的分量；“一稳”，即资产负债率总体保持稳定；“四提升”，即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升。

图表 12 不同年份国央企考核指标

年份	考核指标	具体内容
2020 年	两利三率	净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率、研发经费投入强度
2021 年	两利四率	净利润、利润总额、即营业收入利润率、资产负债率、研发投入强度、全员劳动生产率
2022 年	两利四率 两增一控三提高	净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率、研发投入强度、全员劳动生产率 “两增”：利润总额和净利润增速高于国民经济增速 “一控”：控制好资产负债率 “三提高”：营业收入利润率、全员劳动生产率、研发经费投入进一步提高
2023 年	一利五率 一增一稳四提升	利润总额、资产负债率、营业现金比率、净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率 “一增”：确保利润总额增速高于全国 GDP 增速，增大国资央企稳定宏观经济大盘的分量 “一稳”：资产负债率总体保持稳定 “四提升”：即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升

资料来源：国资委，华安证券研究所

新一轮深化改革意在加大创新，锻造国有企业核心竞争力。从“两利四率”转化为“一利五率”，有三点值得关注：第一，原有的“两利”指标中，保留了利润总额指标，利润总额是劳动生产总值的重要组成部分，可以直接体现对 GDP 的贡献，中央企业要保持一定规模的增长以支撑 GDP 的增长；用 ROE 替换净利润指标，意味着对于央企的考核从原本的利润导向转向了以企业经营效率、股东回报为主要导向。第二以营业现金比率替换营业收入利润率，这两个指标的分母均为营业收入，但营业收入利润率的分子为营业利润，营业现金比率的分子为经营活动产生的现金流量净额，意味着更加重视企业获取现金的能力，从利润规模转向利润质量。第三继续保留资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率指标。从近年监管实践看，国资委坚持对资产负债率的考核很好地约束了部分企业盲目扩张的冲动，因此要继续坚持对资产负债率的约束。研发经费投入强度指标反映了高质量发展的内在要求，近几年在鼓励科技创新、推动技术转化、促进新型产业发展方面发挥了积极作用，也是解决创新能力不足的重要抓手，需要继续坚持并加大投入强度。下一步将加大对研发经费投入效果的后评价和考核，提高投入的效率和效益。考核指标体系的演变倒逼企业经营效率提升，落脚到业绩层面的高质量增长，业绩提升预期有助于强化估值提升的趋势。

在重塑国央企估值的背景下，以“三桶油”为代表的央国企有望提升加速产业链布局，实现稳定增长。在给央国企重新估值时，除了对经营利润的考量，要加入更多

元化的指标，比如绿色发展、公司治理、创新、责任等；其次针对不同行业、不同周期的企业因地制宜地做出考量，完善估值体系和方法。未来以“三桶油”为代表的央国企将会进一步加大创新，锻造国有企业核心竞争力，进一步促进企业经营效率提升，业绩层面高质量增长，公司全球竞争力与经营效率也有望进一步提升。

2.“三桶油”基本面向好，分红率高，估值有望重塑

2.1 国企基本面向好，“三桶油”竞争优势凸显

石油化工企业产业链一体化优势、研发能力提升，央国企长期盈利稳定，资产负债率稳中有降，基本面逐步改善。近些年，国内企业资本开支持续走高，产业链一体化程度逐步完善，其中基础化工、公用事业、钢铁、电力设备、汽车、石油石化等行业资本开支维持高位，尤其石油石化行业 2022 年资本开支类支出达到 6499 亿元，位居全行业第一。同时在国产替代背景下，国内企业持续提高研发费用，培养科研骨干，科研能力持续改善，国内龙头企业积极拓展下游新材料，在上游资源优势基础上，对下游精细化学品领域持续延伸和布局，公司基本面持续向好。在国外企业传统优势逐步褪去，资本开支放缓，甚至部分产能逐步出清背景下，未来国内化工类企业在全方位地位将逐步提升。

图表 13 申万一级行业固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金

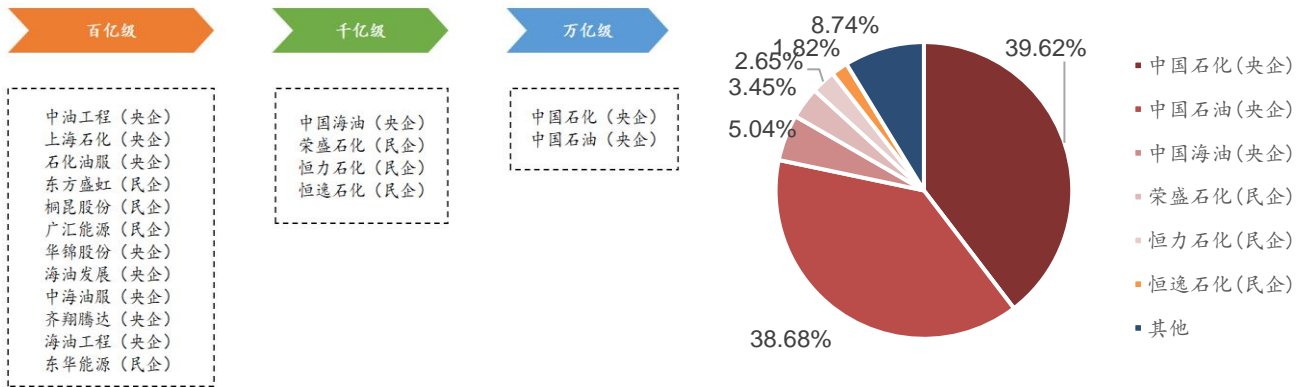
申万一级行业/亿元	2017	2018	2019	2020	2021	2022
基础化工	1,883	3,107	3,788	4,001	1,811	2,416
钢铁	551	640	743	877	978	1,077
有色金属	660	814	867	946	962	1,350
医药生物	650	853	912	1,029	1,371	1,388
公用事业	2,494	2,520	2,983	3,740	3,381	4,305
交通运输	1,859	2,161	1,868	1,947	2,387	2,050
房地产	667	925	1,213	1,344	1,152	887
建筑材料	191	225	418	436	843	987
建筑装饰	2,194	2,127	2,621	3,464	2,685	2,867
电力设备	749	813	925	1,101	2,209	3,137
银行	1,906	2,323	2,218	2,241	2,213	2,491
非银金融	932	891	804	877	858	807
汽车	1,167	1,460	1,414	1,066	1,678	2,531
机械设备	582	647	682	685	912	958
煤炭	664	718	776	885	896	1,259
石油石化	3,492	4,884	5,933	5,241	5,747	6,499
环保	350	433	597	677	634	572

资料来源：iFind，华安证券研究所

石油石化作为国家发展的基础行业，行业市场集中度高，“三桶油”具有规模优势。石油行业市场具有高准入门槛、高技术壁垒、高资金壁垒等特性，行业集中度较高，2022年石油石化板块营收达到1000亿以上的企业一共有六家，前三家分别为中国石化、中国石油和中国海油。三家企业作为国内能源生产的排头兵，市场份额达到83.33%。三桶油的规模优势和纵向一体化结构使其拥有强大的成本管控能力。2022年在高油价下三家企业均提高资本开支，除了开发勘探新板块，还集体加速布局新能源，深入推进绿色低碳转型。

图表 14 石油石化行业竞争梯队（按 2022 年营收）

图表 15 2022 年中国石油石化行业市场份额

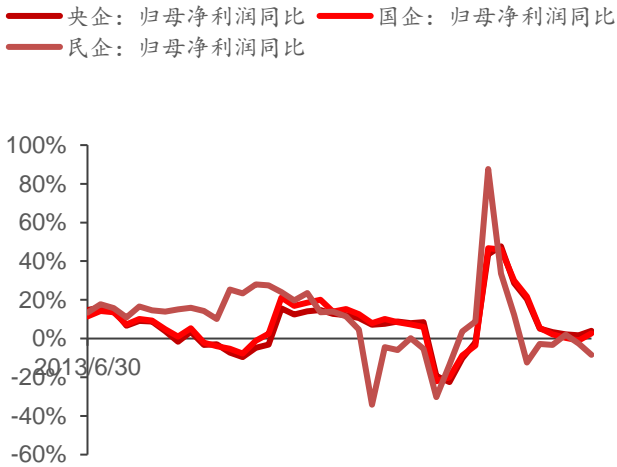


资料来源：iFind，华安证券研究所

资料来源：iFind，华安证券研究所

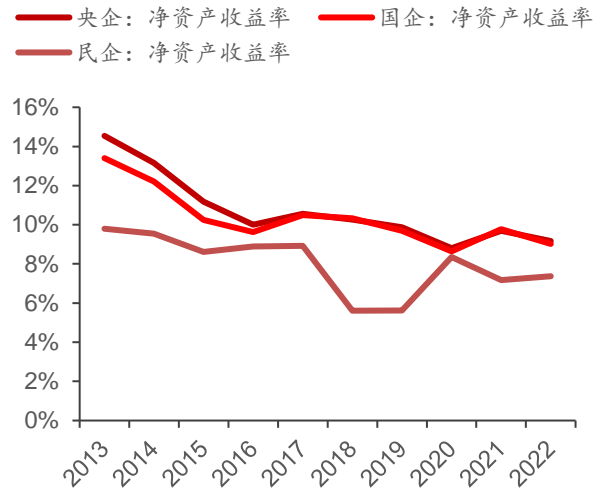
石油化工国有企业公司治理结构逐步改善，“三桶油”盈利及资产负债率逐步改善。经过企业不断建设和改革，国有企业的业绩表现、财务状况持续好转。从归母净利润增速角度看，除了2020年受疫情影响之外，央国企在其他年份均保持稳定的正增长速率，而民企在2018、2020以及2022年受到宏观经济的影响，均出现盈利下滑，说明在经济不景气状况下，国有企业抗风险能力较强，归母净利润增速稳定性高于民企。“三桶油”业绩和油价存在一定相关性，在高油价背景下，2022年中国石油、中国石化、中国海油盈利分别为1493.75、1417.00、663.02亿元，近8年中国石油、中国石化、中国海油归母净利润复合增速分别为22.71%、10.87%、32.04%。净资产收益率方面，央国企基本保持在10%以上，盈利能力整体优于民企；另外国企的资产负债率保持在85%-90%之间，整体偏高，但呈现逐年下降态势，而中国石油、中国石化、中国海油的资产负债率近10年一直稳居在60%以下，企业的抗风险优于民企，增强公司的经营稳定性。

图表 16 央国企及民企归母净利润增速



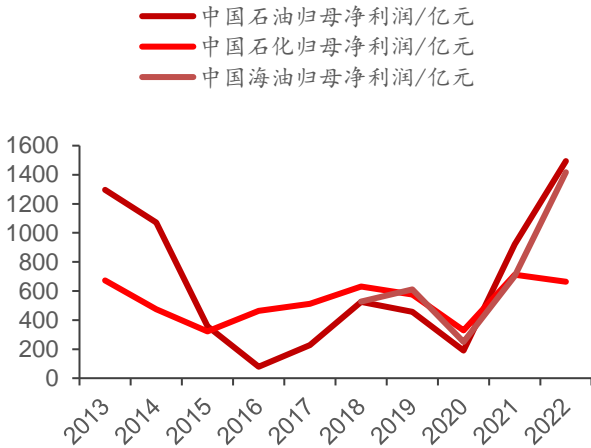
资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 17 央国企及民企 ROE



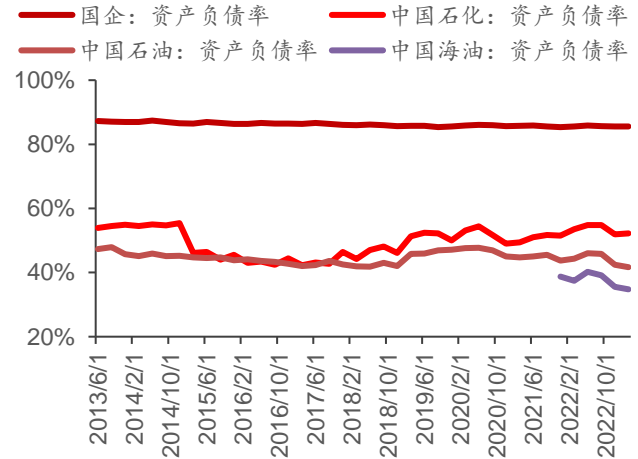
资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 18 “三桶油”近 10 年归母净利润



资料来源：iFind，华安证券研究所

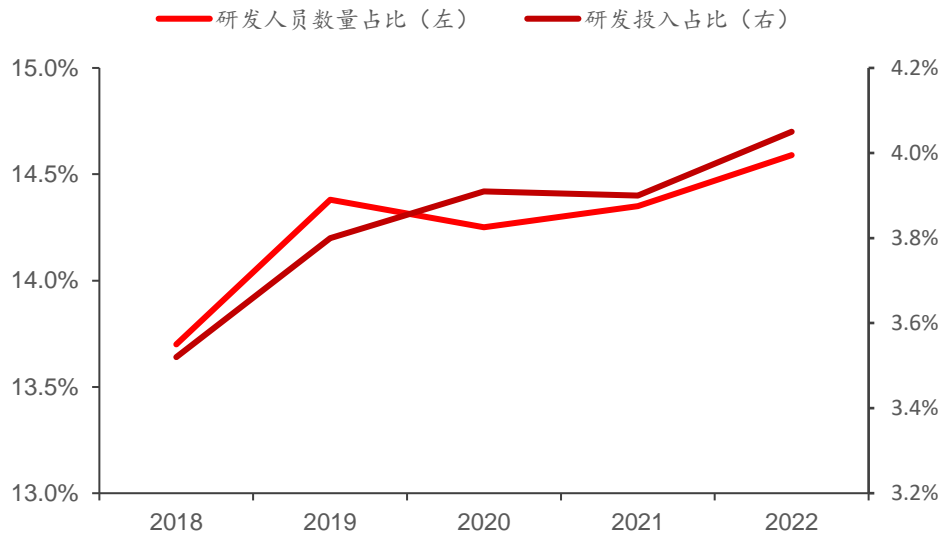
图表 19 央国企及三桶油资产负债率



资料来源：iFind，华安证券研究所

央国企持续加大科技研发投入，突破核心技术，自身竞争优势逐步改善。科技创新是国企改革的关键，中央经济工作会议提出，应坚持创新在企业发展中的核心地位，加大研发投入力度，加速推进自主创新。此外国有企业与高等科研院校、国家重点实验室合作联系密切，在科研课题合作开展方面具备较大优势。国有企业近些年在研发投入上不断突破，研发投入占比逐年提高，并且积极培养、引进人才，研发人员数量占比不断增长，2018 年，国企研发人员占比 13.70%，研发投入占比 3.52%，2022 年，国企研发人员占比 14.59%，研发投入占比 4.05%。

图表 20 国企研发人员数量占比及研发投入占比



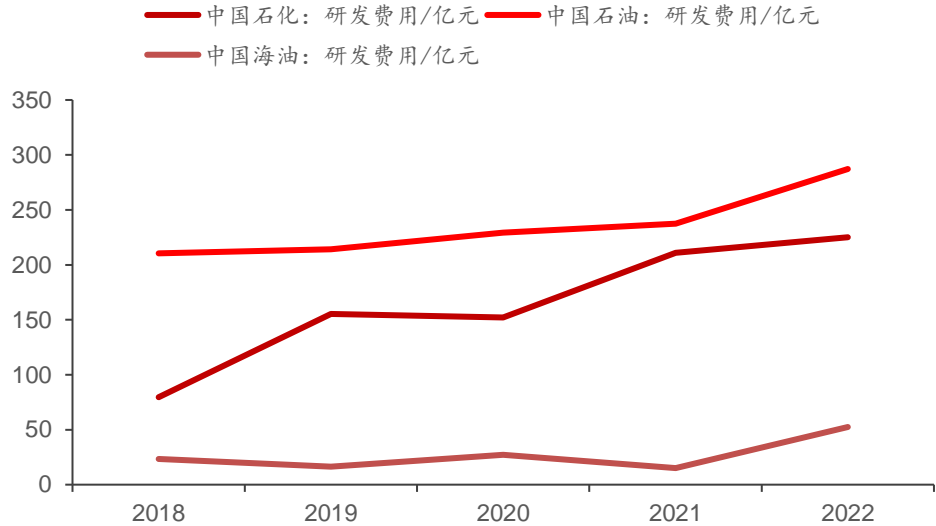
资料来源：iFind，华安证券研究所

近 5 年中国石化、中国石油、中国海油研发费用复合增速分别为 29.69%、8.08%、22.23%，科研成果逐步落地，同时坚持低碳可持续发展理念，产品结构得到改善。近些年，中国石化、中国石油、中国海油的研究费用逐年增长，2022 年，研发费用分别达到了 225.10、287.18、52.45 亿元，近 5 年研发费用复合增速分别为 29.69%、8.08%、22.23%。中国石化在科技开发方面持续加大投入，强化前沿基础研究，纵深推动科技体制机制改革，不断提升科技创新支撑和引领能力。2022 年全年申请境内外专利 8687 件，获得境内外专利授权 6289 件；获得中国专利金奖 1 项、银奖 1 项、优秀奖 4 项。2022 年，中国海油有效利用科技成果赋能油气资源开发，深入推进数智化转型。恩平 15-1 油田群投用中国智能化程度最高的海上无人平台，亚洲第一深水导管架平台“海基一号”建成投用，海上超稠油热采开发、水下油气生产系统自主研发应用、陆上深煤层气井压裂、海上页岩油钻探等皆取得重要突破。2023 年 5 月，国务院国资委官网发布最新版《中央企业科技创新成果推荐目录》，涉及核心电子元器件、关键零部件、分析测试仪器、基础软件、关键材料、先进工艺、高端装备七大领域，中石油、中石化和中海油三大石油央企在关键零部件、基础软件、关键材料、先进工艺、高端装备五个领域共有 20 项成果入选，展现其在关键材料和先进工艺领域的强大科技实力。

在新能源业务方面，中国石油持续优化海上风电、CCS/CCUS、气电等发展规划，加快推进新能源基地建设，全力参与“沙戈荒”大基地和深远海风电大基地项目建设，加强绿电、地热、氢能等项目布局实施。首个风光储一体化开发项目—大庆油田葡二联小型分布式电源集群应用示范一期工程并网发电，截至 2022 年底，累计建成风光发电装机规模超过 140 万千瓦，累计地热供暖面积达到 2,500 万平方米，新能源开发利用能力达到 800 万吨标煤/年。中国石化注重 ESG 融入发展战略，加强绿色低碳关键技术研发应用，2022 年减少温室气体排放 246 万吨二氧化碳当量；回收利用二氧化碳 153.4 万吨；二氧化碳注入驱油 65.7 万吨；回收甲烷 8.34 亿方，相当于减少温室气体排放 1,250 万吨二氧化碳当量。中国海油成功获取上海金山 30 万千瓦海上风电项目，此外，公司稳步开 CCS/CCUS，首套海上二氧化碳封存

装置在恩平 15-1 生产平台完成安装，中国首个海上千万吨级 CCS/CCUS 集群示范项目启动实质性研究工作。

图表 21 三桶油研发费用情况

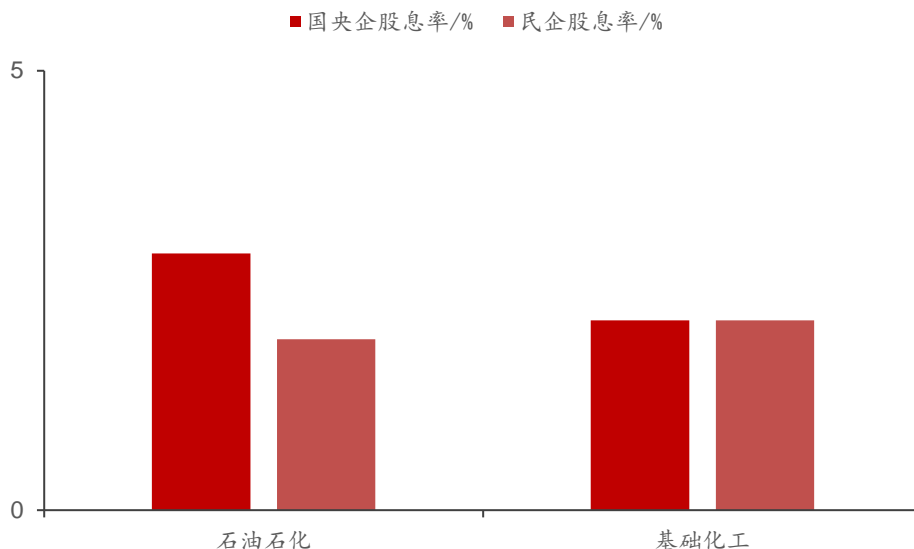


资料来源: iFind, 华安证券研究所

2.2 央国企分红多，投资收益相对稳定

国企的股息率长期高于民企，投资波动小，更容易受到低风险偏好投资者的青睐。根据中证国企、中证央企、中证民企指数数据显示，2022 年国企、央企、民企上市公司的现金分红总额分别为 1.15、0.71、0.34 万亿元，截至 2022 年 12 月 31 日，中证国企、中证央企、中证民企近 12 个月股息率分别为 3.14%、3.77%、1.04%。从公司长期价值创造与投资者回报角度看，央国企优于民企，投资吸引力逐步抬升。对于化工板块，石油石化类央国企股息率为 2.92%，民企 1.95%，基础化工类央国企股息率 2.16%，民企股息率也为 2.16%，石油石化行业的央国企股息率领先于民企，基础化工行业央国企与民企股息率持平。目前在经济增速趋缓而油价仍处高位背景下，石油石化类央国企凭借着高股息和高稳定性吸引更多低风险偏好者和长期资金的偏爱。

图表 22 化工行业央国企股息率好于民企



资料来源：iFind，华安证券研究所

注：股息率：TTM，近 12 个月分配股息占股价百分比，以 2023.06.02 收盘价计算

大型化工央国企分红高，盈利能力强。我们选取市值在 500 亿以上和市值在 200-500 亿区间范围内的化工央国企、民企进行对比，市值在 200-500 亿内的民企股息率、ROE 高于央国企，而市值在 500 亿以上的龙头化工企业中，国有企业的股息率和 ROE 值均高于民企。中国石油、中国石化、中国海油、中海油服、中国化学、万华化学、盐湖股份、华鲁恒升八家央国企近一年内股息率、ROE 均值分别为 3.43% 和 25.13%。其中“三桶油”的股息率在大化工板块里处于第一梯队，以当年 12 月 31 日收盘股价计算，2013 年，中国石油、中国石化、中国海油（H 股）的股息率分别为 4.13%、5.36%、3.95%；2022 年，中国石油、中国石化、中国海油（A 股）的股息率已经分别达到 8.50%、8.14%、8.33%，股息率均处于逐年改善中。高股息的背后是低估值，由于化工行业周期性较强，龙头企业要穿越行业周期，持续保持高速增长的盈利能力，需要进一步完善产业链，加快发展绿色转型，打造第二增长曲线，从而获得估值提升。

图表 23 市值 500 亿以上央国企股息率（TTM，近 12 个月分配股息占股价百分比）、ROE 表现好于民企

公司性质	市值区间	企业名称	市值 (亿)	股息率 (%)	2022 年 ROE (%)	分类
央国企	500 亿以上	中国石油	13405.72	3.91	11.34	石油石化
		中国石化	7295.37	7.31	8.50	
		中国海油	5438.47	9.01	26.29	
		中海油服	562.28	1.04	6.08	
		中国化学	532.75	1.67	10.71	基础化工
		万华化学	2651.20	1.89	22.34	
		盐湖股份	1067.56	0.00	90.17	
		华鲁恒升	644.22	2.64	25.58	

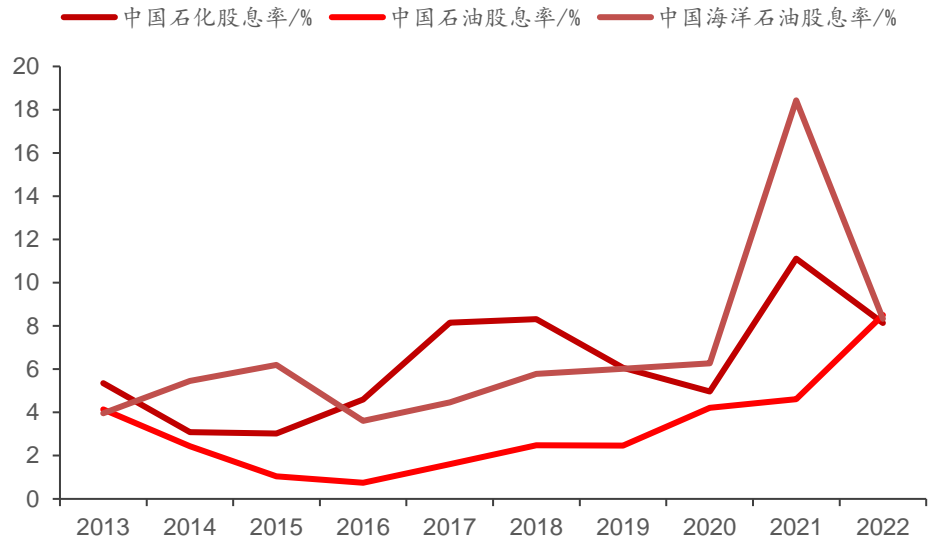
	均值		3949.70	3.43	25.13		
	200-500 亿	海油发展	331.38	1.69	11.34	石油石化	
		石化油服	310.20	--	6.49		
		海油工程	272.88	3.16	-10.17		
		上海石化	272.36	1.30	6.28		
		中油工程	223.88	0.62	2.87		
		巨化股份	373.91	0.94	16.53	基础化工	
		中复神鹰	342.90	0.26	20.68		
		昊华科技	342.26	0.78	15.12		
		云天化	320.64	5.72	45.31		
		兴发集团	251.90	2.21	34.09		
		航锦科技	242.93	0.36	6.51		
		广东宏大	223.60	2.01	9.73		
		北元集团	221.25	5.18	10.67		
		中化国际	217.65	1.02	8.62		
		安迪苏	215.36	2.22	8.59		
	鲁西化工	206.87	18.56	17.89			
	均值		273.12	3.07	13.16		
民企	500 亿以上	荣盛石化	1254.55	2.38	6.95	石油石化	
		恒力石化	1112.18	--	4.21		
		东方盛虹	772.19	0.86	1.73		
		宝丰能源	916.67	2.23	19.52	基础化工	
		合盛硅业	848.82	3.14	23.43		
		均值		980.88	2.15	11.17	
		200-500 亿	广汇能源	489.81	5.36	45.53	石油石化
			桐昆股份	296.57	2.58	0.37	
			恒逸石化	253.71	2.83	-4.21	
			卫星化学	472.97	3.31	15.13	基础化工
			龙佰集团	393.03	4.86	17.21	
			石英股份	392.71	0.81	38.65	
			藏格矿业	376.46	11.97	52.41	
			君正集团	353.55	8.16	17.19	
			华峰化学	343.90	4.33	13.49	
			蓝晓科技	316.67	--	22.38	
			浙江龙盛	308.74	2.59	9.61	
			坤彩科技	267.79	--	5.03	
			梅花生物	265.50	9.02	36.51	
			远兴能源	255.33	2.13	22.00	
	中核钛白		246.20	--	9.26		
	金发科技	232.24	2.22	12.64			
	和邦生物	226.96	--	22.82			
	润丰股份	222.55	2.03	25.48			
	亚钾国际	220.30	--	27.56			

	多氟多	219.28	2.09	33.68	
	均值	307.71	4.28	21.14	

资料来源：iFind，华安证券研究所

注：总市值、股息率截止日期为 2023.06.02，股息率均为 A 股数据

图表 24“三桶油”股息率



资料来源：iFind，华安证券研究所

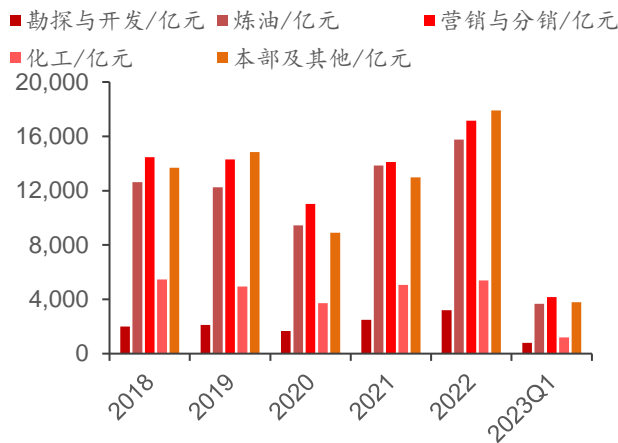
注：年度股息率均以当年 12 月 31 日收盘股价计算，中国海油 2013-2021 股息率采用港股数据，中国石油、中国石化及 2022 年中国海油采用 A 股数据

3. 建议关注被低估的国内优质油气央企

3.1 中国石化：一体化龙头企业，加速发展化工新材料

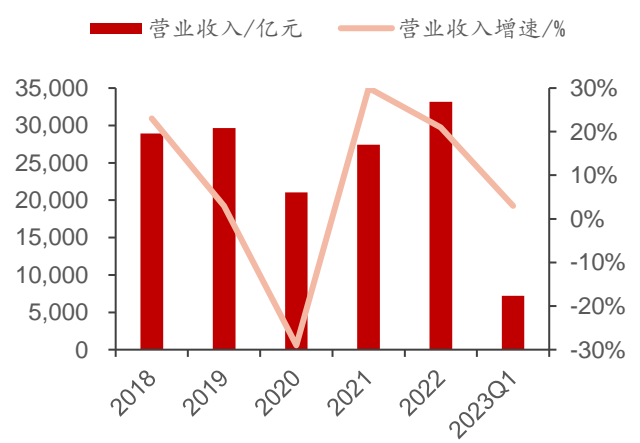
四大板块业务均实现突破，经济复苏下成品油销量有望迎来增长。高油气背景下，公司油气勘探开发业务盈利创近十年最好水平。通过增储稳油增气降本，扩大效益建产规模，实现境内油气储量替代率 165%，全年油气当量产量 6878.96 万吨，同比增长 1.9%，境内原油产量 3532.26 万吨，天然气产量 353.65 亿立方米，同比增长 4.1%，境内油气当量产量创历史新高。化工方面，公司加大高端产品和新材料研发力度，煤化工持续提质增效，全年乙烯产量 1344 万吨、化工产品经营总量为 8165 万吨，实现了全产全销。在炼油及成品油销售板块，公司灵活调整经营策略，加强结构优化，持续推进“油转化”“油转特”，加快世界级基地建设，全年加工原油 2.42 亿吨，生产成品油 1.40 亿吨，其中柴油产量同比增长 5.4%，累计建成 9 个氢燃料电池供氢中心。2022 年全年成品油总经销量 2.07 亿吨，柴油经营量同比增长 8.6%，车用 LNG 零售量同比增长 9.7%，积极开拓低硫船燃市场，非油业务经营质量和效益持续提升、营业利润同比增长 6%，加快建设新能源服务网络，拥有加氢站数量全球首位，充换电站、碳中和加油站等持续投营。未来随着出行恢复将带动国内成品油的需求，公司炼油及成品油销售量均有望增长。

图表 25 公司营收结构



资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 26 营业收入及增速



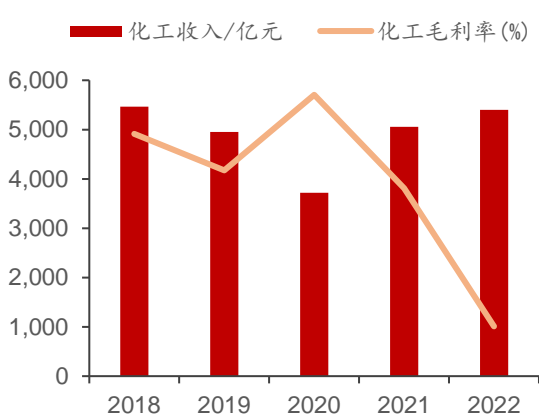
资料来源：iFind，华安证券研究所

积极布局清洁能源，提升化工新材料产品附加值。化工板块是公司炼油下游一体化的延伸，主要通过乙烯裂解工艺，生产基础化工品，主要化工品有合成树脂、合成纤维、合成橡胶及化肥的多种产品。近些年国内疫情以及需求低迷影响，化工板块销量相对稳定，营收受益于价格上涨保持稳定增速，2020 年化工板块收入 3718.54 亿元，2022 年收入达到 5401.52 亿元。但原油成本的快速上行挤压了化工板块利润，2020 年化工板块毛利率 11.41%，2022 年回落到 2.02%。为实现公司化工板块的转型升级，结合自身能源优势，公司致力于“基础+高端”，培育“成本+附加值+绿色低碳”可持续路线。2023 年 3 月 27 日，公司发布定增预案，定增项目涉及清洁能源方向，通过进一步提升公司天然气、燃料电池用高纯氢供应能力，以适应我国能源消费结构转型趋势。同时加大高端产品和新材料研发力度，提升光伏级 EVA、茂金

属聚烯烃、顺丁橡胶等高附加值产品产量，推进大乙烯布局发展和芳烃链转型升级，不断增强市场竞争力。POE 和 EVA 作为最主要的光伏胶膜原料，受益于光伏装机量的释放，对 EVA 和 POE 的需求量快速提升，EVA 和 POE 均具有较高的技术壁垒，尤其 POE 涉及到催化剂、 α -烯烃以及聚合工艺三大壁垒，目前国内仍无成熟的工艺装置。茂名分公司主要建设内容包括新建 5 万吨/年 POE 装置，用于高效电池封装胶膜、热塑性聚烯烃弹性体、聚合物改性、汽车、电线电缆等领域。中科炼化主要建设内容包括新建 1 套 10 万吨/年 EVA 装置，主要用于光伏电池、功能性薄膜、热熔胶、电线电缆等领域。公司对 EVA 和 POE 产品的布局，在基于自身乙烯等原料一体化优势下，能够实现化工品的产品结构升级。

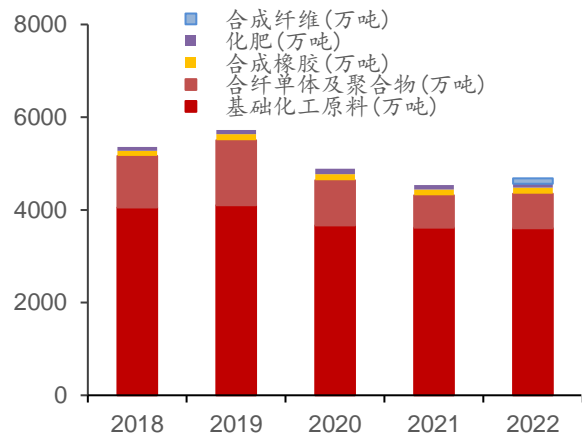
除光伏胶膜产品外，公司积极推进绿电制氢及工业副产氢气提纯项目。募投项目主要建设内容包括对现有化工系统工业副产氢气提纯处理并配套氢气分析化验及装车设施，建成后纯化装置生产能力 10000Nm³/h，折合燃料电池用高纯氢 7200 吨/年。此外，2023 年 6 月，我国首个万吨级光伏制氢项目-中国石化旗下新疆库车绿氢示范项目顺利产氢，项目产出氢气纯度达 99.9%，利用新疆地区丰富的太阳能资源发电制氢，建设内容主要包括光伏发电、输变电线路、电解水制氢、氢气储输、公用工程及配套辅助生产设施，电解水制氢能力 2 万吨/年、储氢能力 21 万标准立方米、输氢能力 2.8 万标准立方米/小时。公司近些年在新能源及新材料领域的立项及高附加值材料领域项目建设，有利于深入推进公司业务转型升级，为自身向高附加值材料领域延展 升级打造良好基础。

图表 27 公司化工板块收入及毛利率变化



资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 28 中国石化化工板块销量



资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 29 公司定增项目情况

投资方向	项目名称	项目总投资/亿元	拟投入募集资金/亿元
清洁能源	天津 LNG 项目三期工程一阶段	55.6	45.0
	燕山分公司氢气提纯设施完善项目	2.1	2.0
高附加值材料	茂名分公司炼油转型升级及乙烯提质改造项目	330.6	48.0
	茂名分公司 5 万吨/年聚烯烃弹性体 (POE) 工业试验装置项目	10.9	9.0
	中科(广东)炼化有限公司 2 号 EVA 项目	21.6	16.0
合计		420.8	120.0

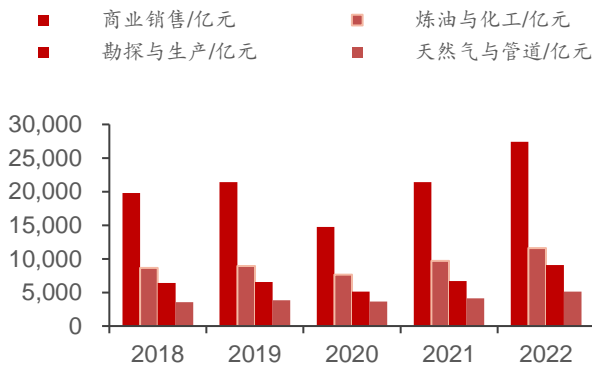
资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 中国石油：加快油气开发保障能源供应，大力布局新能源

新材料业务

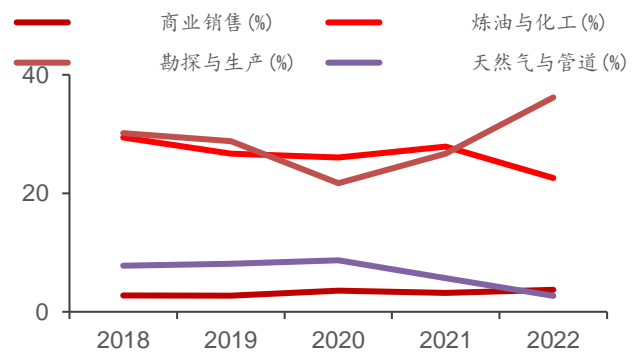
加快油气勘探开发，油气产量创历史新高。2022年，公司石油油气产量当量创造了历史最佳水平，2022年及2023Q1公司油气产量当量分别为1685、452百万桶油，同比分别+3.5%、4.9%，其中天然气产量分别为4.68、1.29万亿立方英尺，同比分别+5.8%、+4.7%。近年来，公司加大勘探开发力度，尤其加大了重点区域，比如四川盆地、塔里木盆地、准噶尔盆地、渤海湾盆地等大盆地的研究，目前已经取得了四大重点区域的战略性突破，有望形成新的规模增储产量和未来战略接替的地区。充分利用天然气的绿色低碳能源属性，充分发挥公司天然气的资源优势，大力实施“稳油增气”策略，推动天然气产量快速增长，到2025年占比提高到55%左右，在同行中处于领先水平。

图表 30 公司历年收入结构



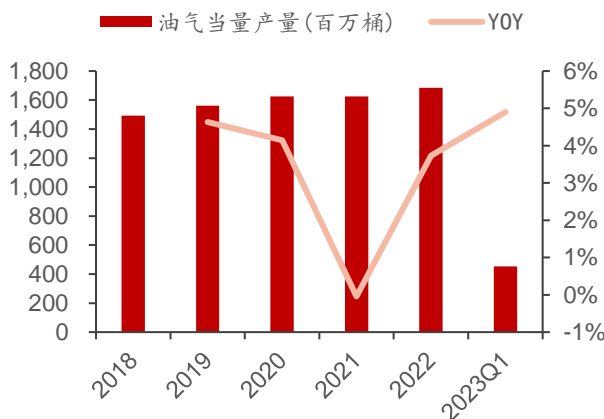
资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 31 公司历年各板块毛利率



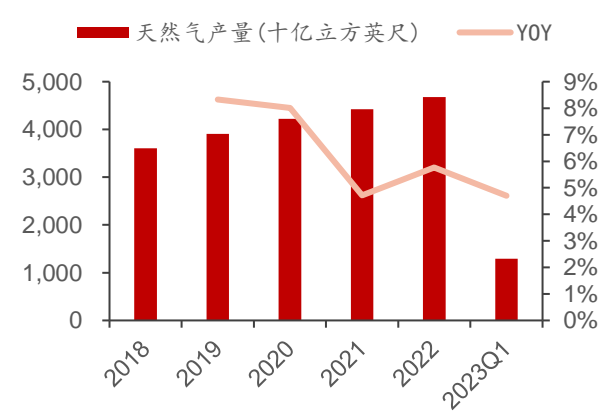
资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 32 公司油气当量产量



资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 33 公司天然气产量



资料来源：iFind，华安证券研究所

大力发展新能源和新材料，积极布局绿色低碳转型。持续推进转型升级，及时优化生产装置负荷和产品结构，坚持减油增化、减油增特，大力开发化工新产品新

材料；健全产销研用一体化技术服务体系，发挥“中油 e 化”平台作用，加强化工产品市场营销。2022 年化工产品商品量 3,156.8 万吨，比上年同期增长 2.5%，乙烯、合成树脂、尿素产量分别比上年同期增长 10.5%、6.6%、5.2%，化工新材料产量 85.5 万吨，比上年同期增长 56.3%。投资超过 700 亿元的 2000 万吨/年炼油、120 万吨/年乙烯、260 万吨/年对二甲苯世界级一体化新石化基地在广东揭阳建成投产，吉林石化乙烯、广西石化乙烯项目开工建设，乙丙橡胶、溶聚丁苯橡胶、丁腈橡胶等新材料取得长足进步。公司新能源发展快速起步，新能源总量达到 800 万吨标煤/年，风电、光伏、地热、氢能、CCUS 同步推进，为北京冬奥火炬提供绿氢，CCUS 二氧化碳注入量超过 110 万吨/年，甲烷控排走在前列。“清洁替代、战略接替、绿色转型”三步走总体部署落实落地，正在加快发展。积极推进绿色行动计划，大力实施节能减排和清洁替代，努力减少碳排放；大力实施林业碳汇和 CCUS，努力实现碳移除；积极向社会 外供绿色零碳能源。

图表 34 公司新能源业务发展规划



资料来源：公司社会责任报告，华安证券研究所

深度参与“一带一路”建设。公司目前在“一带一路”沿线 20 个国家管理运作着 50 余个油气项目，建成了中亚天然气管道、中哈原油管道、中俄原油管道、中缅油气管道等四大油气运输通道，中亚-俄罗斯、中东、非洲、美洲、亚太五大油气合作区，以及三大油气运营中心和五大服务保障业务，2021 年油气作业产量当量 17795 万吨、油气权益产量当量 10139 万吨，其中 83% 产量来自“一带一路”沿线国家，有效保障了中国西北、东北、西南和东部海上四大油气战略通道的能源供应安全。依托覆盖“一带一路”核心区域的中亚天然气管道、中哈原油管道、中俄油气管道、中缅油气管道和东部海上通道等跨国运输管网，有效推进了能源结构绿色转型，并为满足东道国能源供应、支持当地经济发展做出应有贡献。

3.3 中国海油：聚焦深水油气开发，拓展绿色化转型与新能源业务

油气资源储量丰富，勘探潜力巨大。中海油是世界最大的油气勘探开发公司之一。2022年，公司持续加大油气勘探开发力度，全年共获得18个新发现，成功评价28个含油气构造，在新区、新领域、新类型勘探方面获得新突破，进一步开拓了增储上产接替区。截至2022年底，主要勘探区净面积达到24.63万平方公里。公司净证实储量提升至62.4亿桶油当量，储量替代率达182%，储量寿命稳定在10年，为公司未来发展夯实资源基础。

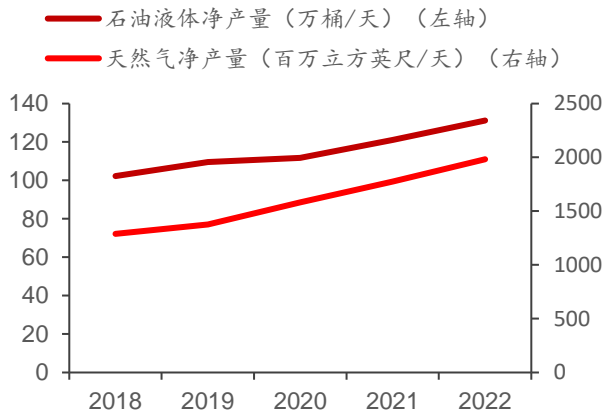
图表 35 公司主要勘探区面积情况（截至 2022 年底）

	区域	主要勘探区净面积（平方公里）
中国	渤海	29505
	南海西部	56571
	南海东部	38052
	东海	84577
	陆上	8255
	小计	216960
海外	亚洲（不含中国）	-
	非洲	17899
	大洋洲	179
	北美洲	2992
	南美洲	8189
	欧洲	100
	小计	29359
总计		246319

资料来源：公司公告，华安证券研究所

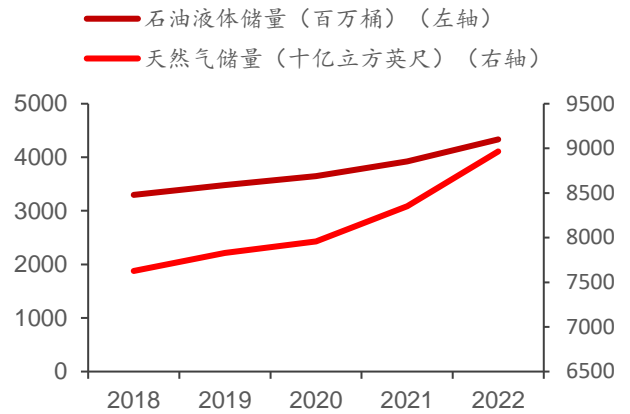
油气产量储量持续增长，未来产能有较大成长空间。2022年，公司共有9个新项目顺利投产，40余个产能项目在建。渤海油田稳居中国第一大原油生产基地，南海东部油田提前达到上产目标，海外业务发展质量显著提升，陆上非常规天然气产量大幅上涨。公司全年油气净产量增至623.8百万桶油当量，刷新公司净产量纪录。公司2023年净产量目标为650-660百万桶油当量，预计全年有超过50个项目在建，包括中国的“深海一号”二期项目（陵水25-1气田开发项目）、渤中19-6凝析气田I期开发项目以及海外的圭亚那Payara项目、乌干达项目等。全年计划有9个新项目投产，主要包括中国的渤中19-6凝析气田I期开发、陆丰12-3油田开发以及海外的巴西Mero2和圭亚那Payara项目等。

图表 36 公司 2022 年油气产量



资料来源: iFind, 华安证券研究所

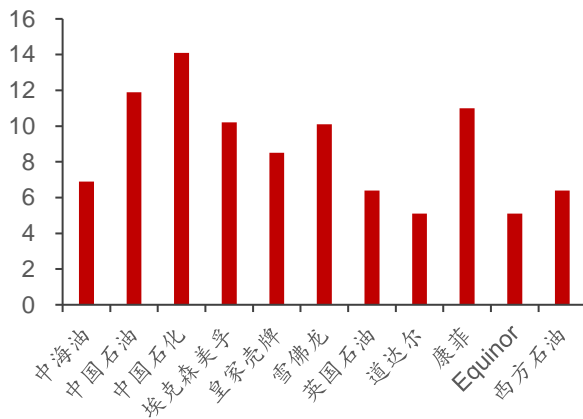
图表 37 公司 2022 年油气储量



资料来源: iFind, 华安证券研究所

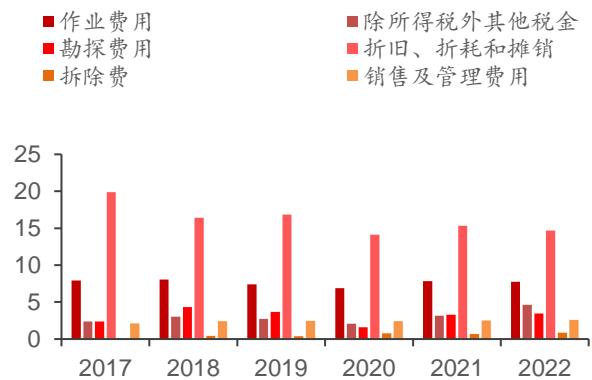
桶油作业费为“三桶油”中最低, 成本优势突出。从桶油作业费来看, 公司成本优势显著。自 2014 年开始, 公司开展“质量效益年”全面强化成本控制, 深入实施降本提质增效专项行动, 通过优化工作部署、加强现场管理、实施技术升级等措施, 实现了作业费持续下降。和另外“两桶油”及国际同行相比, 公司对成本控制能力较强。2022 年, 公司在大宗商品价格持续上涨及海外通货膨胀物价上涨的环境下, 坚持提质增效, 桶油作业费得到良好控制, 公司桶油作业费为人民币 52.1 元/桶油当量 (7.74 美元/桶油当量), 比 2021 年的人民币 50.6 元/桶油当量 (7.83 美元/桶油当量) 上升了 3.0%。

图表 38 2020 年桶油作业费用对比 (美元/桶当量)



资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

图表 39 桶油成本拆分 (美元/桶当量)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

加快数字化及绿色化转型, 助力公司高质量发展。2022 年, 恩平 15-1 油田群正式投产。该油田建成投用国内首个海陆一体化协同运营原油生产平台, 全年累计实现台风模式生产近 300 小时。海南东方作业公司实现 5 个井口平台无人值守, 完成 4 个中心平台少人化改造, 东方终端生产操控中心、5G+工业互联网全面推广应用, 实现海上人员的优化配置, 海上值班人数减少 20%。公司积极推进油气业务与海上风电融合发展。公司在江苏首个海上风电项目已实现全容量并网, 目前项目运转正常。2022 年, 公司收购中核汇海风电投资有限公司 40% 股权, 有效拓展新

能源领域的业务。公司重点推动海上风电项目建设，首座离岸距离 100 公里以上、水深 100 米以上的“双百”漂浮式风电平台完成浮体总装。中国首个直接为油田生产设施、高渗透率直接供电的分散式风电项目—蓬莱分散式风电项目正式启动。中国海油首个大型海上风电示范项目—海南 CZ7 海上风电示范项目获得核准。此外，公司还成功获取上海金山 30 万千瓦海上风电项目。

投资建议：

“三桶油”不仅拥有战略油气资源和完备的石化产业链，产业价值有望凸显。随着央国企持续深入改革以及优化考核目标，公司基本面有望逐步改善，盈利质量将不断提升。作为国内油气资源核心央企，我们认为“三桶油”当前的估值依然被低估，三家公司盈利稳定且维持高股息率，资产吸引力有望逐步提升。同时“三桶油”积极推进降本增效，大力布局和发展新能源、新材料，加快数字化转型与产业结构调整。未来公司业绩及基本面仍有提升空间，因此未来估值仍有提升空间。建议关注被低估的国内优质油气央企：中国石化、中国石油、中国海油。

公司	EPS (元)			PE			评级
	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
中国石化	0.55	0.63	0.68	7.88	10.53	9.84	未评级
中国石油	0.82	0.81	0.83	6.09	10.21	9.88	未评级
中国海油	2.98	2.65	2.69	5.10	7.20	7.09	未评级

资料来源：wind，华安证券研究所

注：PE 均选取 2023.07.14 收盘后股价计算

风险提示：

- (1) 需求不及预期风险；
- (2) 地缘政治风险；
- (3) 宏观政策释放不及预期；
- (4) 油价大幅波动风险。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。