



亚太 能源

## 油企业绩综述，上调油价预测；昆仑能源上调至买入，海油工程势头增强但维持中性评级

上调油价预测：我们与全球大宗商品研究团队的同事一同上调了2019年预测，目前假设2019年二至四季度布伦特油价为66.80美元/桶（上调幅度为4.20美元/桶，或6.6%）。这一调整是为了体现现货市场供需状况较预期偏紧（受到石油需求稳健以及委内瑞拉/伊朗供应受限之际欧佩克减产的推动）的因素。我们仍然预计，随着供需紧张状况缓解，油价将会从高位回落（2019年二/三/四季度预测为72.5/66.0/62.0美元/桶，2020年预测仍为60.0美元/桶）。

业绩综述：盈利强劲，回报前景弱于预期：2018年中国几大油企盈利强劲（受到布伦特油价同比上涨30%的推动）。国内上游资本支出加大已被广泛预期，但中石油和中石化的资本支出增长均超出我们的预期（资本支出上升导致中石油回报下降、中石化派息前景正常化）。

中国几大油企中，中海油最具吸引力：我们仍看好中海油到2020年5%的产量年均复合增速、以及股息与资本支出良好的平衡关系（股息收益率为5%，资本支出同比增幅为15%）。随着大多数特殊因素的影响已经释放，我们认为2019年当中该股可能会更多地受到宏观面推动。

昆仑能源，上调评级至买入（上涨空间22%，含股息）：我们认为，在中国天然气市场快速增长之际，昆仑能源在天然气行业的稳固地位被低估了。我们将12个月目标价格上调至

10.0港元，隐含19%的上行空间（外加即将派发的股息人民币0.23元/股）。我们认为昆仑能源的经营趋势（LNG进口码头增长、工商业用户增长、陕京管道利用率上升）和财务指标（2019年预期自由现金流收益率为18%、资产负债状况快速改善、未来三年负债率预计低于20%）令人鼓舞。我们还看到，国家管道公司若成立则有望带来利好。

海油工程前景改善，评级仍为中性：海油工程2018年收入较我们的预测高12%，但利润率低于预期（毛利率19%，低于我们23%的预测）。我们认为海油工程在赢得更多国内海上项目（即受益于中海油加大资本支出）和海外LNG模块合同（如LGN加拿大合同已锁定，北极LNG-2 T1也很快有望中标）方面的优势地位日益凸显。我们将2019/20/21年预期EBITDA调整了-3%/+2%/+35%，并将12个月目标价格上调22%至人民币6.70元（基于8.0倍的2020/21年预期综合EV/EBITDA）。

朱金巧 (分析师)

执业证书编号:S1420518030001  
+86(21)2401-8935 |  
marcus.chu@ghsl.cn  
北京高华证券有限责任公司

## 昆仑能源(0135.HK): 因自由现金流潜力强劲、资产负债状况及派息前景改善而上调评级至买入

我们将昆仑能源评级从中性上调至买入，以反映自由现金流前景乐观（2019年预期自由现金流收益率为18%，受到LNG码头等核心业务强劲的推动）、资产负债状况改善（负债率随着陕京四线资本开支完成而快速下降）、以及强劲的自由现金流支撑股息收益率改善（为3.2%，高于天然气同业）的因素。我们还认为，倘若国家管道公司成立则有望带来利好。管理层也表示，将致力于维护股东利益，若与母公司进行任何资产交易都需要进行投票。

在中国天然气市场上多元化发展：中国天然气需求继2017/18年激增后增速逐步自然放缓，但增长仍属相对强劲（我们预计2019/20年增速为9%/11%）。昆仑能源在天然气市场上展开多元化发展：持续性天然气销售增长（主要是面向工商业用户），LNG码头利用率上升（预计到2021年净吞吐量年均复合增速为6%），管道输送量增长（陕京四线）。我们认为，昆仑能源对码头、卡车运输及城市天然气资产的进一步整合应会有助于提高回报。近期公司评论显示，中石油或将进一步注入资产，如母公司的深圳LNG码头（在建）是可能的选择。

即将派息：我们建议投资者在近期宣布的每股人民币0.23元年度派息的股权登记日之前买入该股。

估值和盈利预测调整：我们认为，在中国天然气市场高速增长之际，昆仑能源在天然气行业的稳固地位（包括母公司中石油的背景）被低估了。计入2018年全年业绩后，我们将估值方法的基础进行延展（城市天然气业务基于2019/20年预期综合EV/EBITDA以体现天然气销售的增长潜力，LNG工厂业务基于2019年预期EV/EBITDA以体现此项业务相对成熟的特点，贴现现金流估值基于2019年及以后各板块预期自由现金流，详见图表1。我们还在预测中计入我们的最新油价假设和汇率预测，以及增值税下调可能产生的影响，与我们对覆盖范围内其他股票预测的调整相似。因此，我们的2019/20/21年每股盈利预测上调了1.9%/1.4%/2.4%，基于部分加总估值法的12个月目标价格从9.20港元上调至10.00港元，较当前股价的上涨空间为20%。我们的目标估值倍数保持不变。

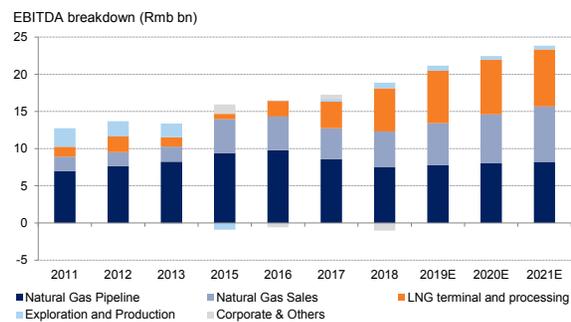
主要风险：（下行）：经济增速放缓导致天然气市场需求不振，价格承受能力较弱等；竞争和气源不足导致管道利用率较低；政府可能进一步下调管道运输价格；城市门站价/连接费可能受到政府管控；安全和环保事件；国家管道公司若成立可能带来的利好或可能来自母公司的资产注入面临不确定性。

图表 1: 对昆仑能源的部分加总法估值概览

Business division	Ownership	Valuation Method	2019E EV (HK\$ mn)	Value per share (HK\$)	Percentage contribution	Comments	Implied 2019E EV/EBITDA
Natural gas sales	Various	9x EV/EBITDA	45,687	5.66	45%	Blended 19/20E EBITDA	9.7
LNG Import (Regas) terminals	75%/55%/51%	DCF	25,379	3.14	25%	8.5% WACC; 0% terminal growth	5.1
LNG processing plants	Various	2x EV/EBITDA	1,389	0.17	1%	2019E EBITDA	2.0
Gas pipeline transmission	60%	DCF	28,517	3.53	28%	8.5% WACC; 0% terminal growth	5.2
Upstream E&P assets	Various	DCF	1,210	0.15	1%	Mature & to divest	1.3
<b>Enterprise value (HK\$)</b>			<b>102,182</b>	<b>12.66</b>	<b>100%</b>		
Net debt			(21,439)	-2.66			
<b>Sum of the Parts (HK\$)</b>			<b>80,742</b>	<b>10.00</b>			

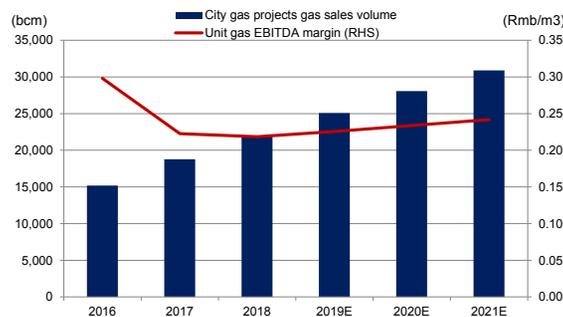
资料来源: 高盛全球投资研究

图表 2: 昆仑能源EBITDA的主要贡献来源转向LNG码头、天然气管道和城市天然气业务



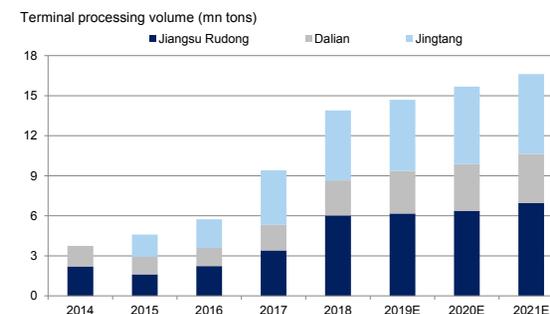
资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

图表 3: 我们认为昆仑能源的城市天然气销量可实现强劲增长



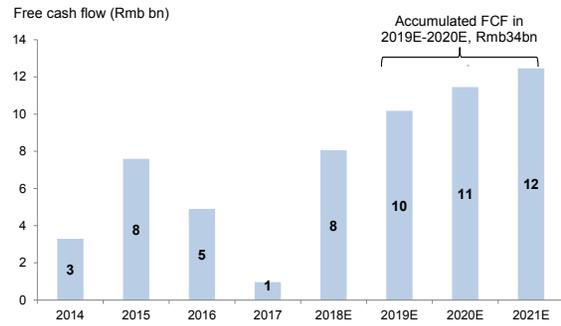
资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

图表 4: 我们预计LNG码头加工业务量将继续增长



资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

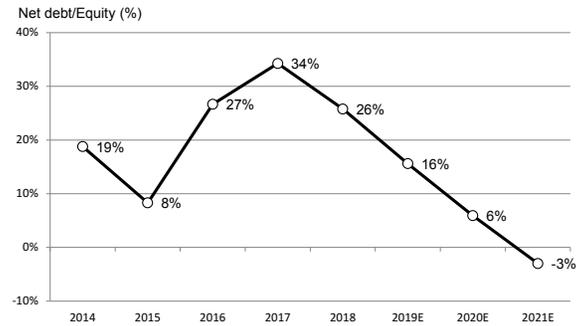
图表 5: 我们预计昆仑能源将实现强劲的自由现金流



2018 FCF based on preliminary 2018 results announcement

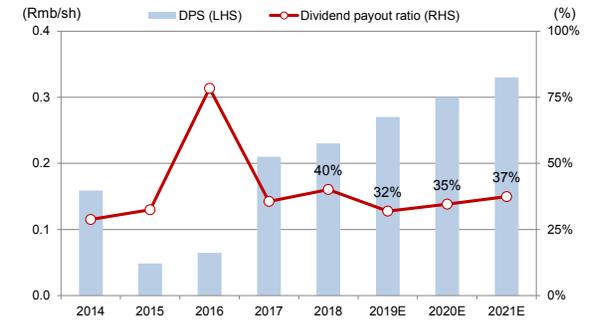
资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

图表 6: 净负债权益比预计将保持在相对低位



资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

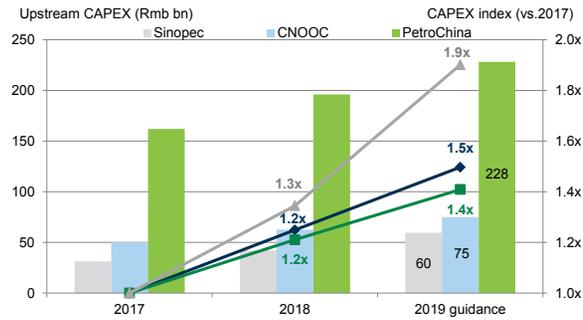
图表 7: 我们预计昆仑能源的股息将逐步上升



资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

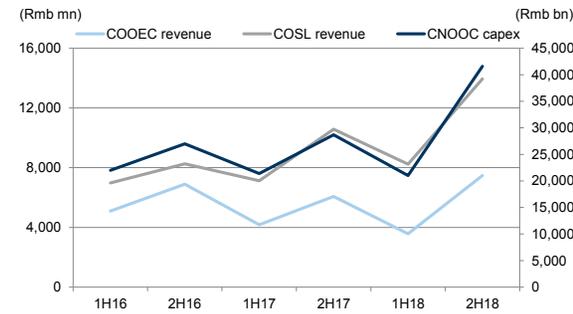
## 2019年几大油企将加大投资力度

图表 8: 三大油企均给出了2019年上游资本支出强劲增长的指引



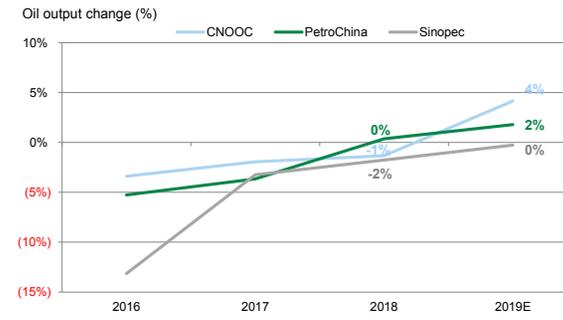
资料来源: 公司数据

图表 11: 中海油服和海油工程的收入与中海油资本开支高度相关



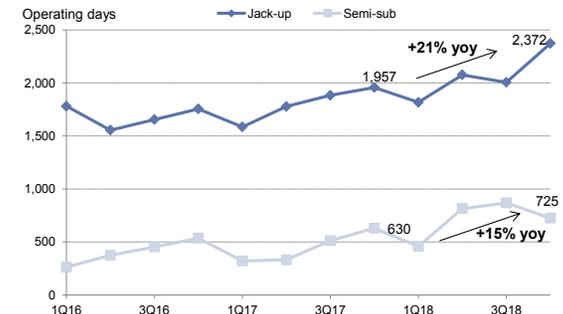
资料来源: 公司数据

图表 9: 我们预计2019年三大油企的石油产量增速均将转为正值



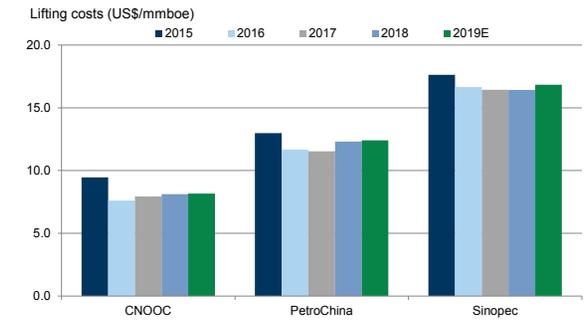
资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

图表 12: 我们看到中海油服的钻井平台利用率同比大幅增长...



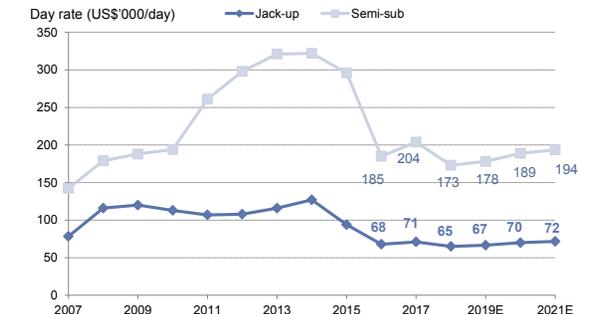
资料来源: 公司数据

图表 10: 我们预计油气现金操作成本将随着上游活动增多而小幅上行



资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

图表 13: 我们预计中海油服的日费率将略有改善



资料来源: 公司数据

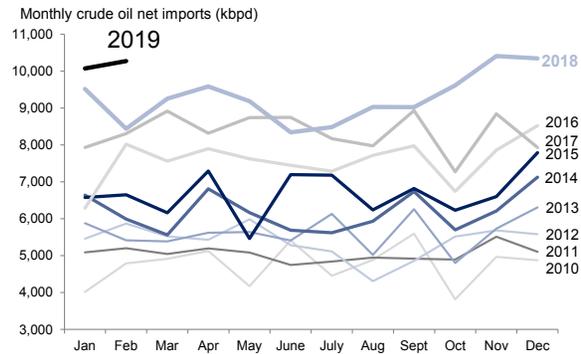
## 海油工程建造场地和中石化冠德油码头的经营趋势稳健

图表 14: 我们看到海油工程新订单和在手订单回升



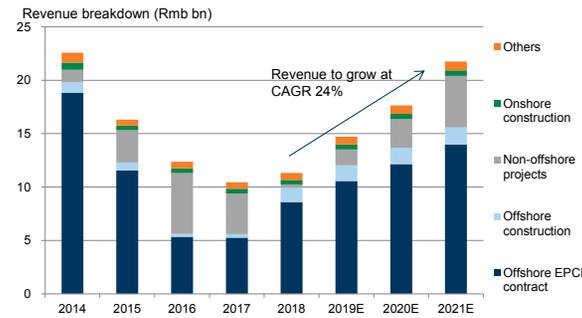
资料来源: 公司数据

图表 17: 尽管国内石油产量增长, 石油进口仍保持强劲势头



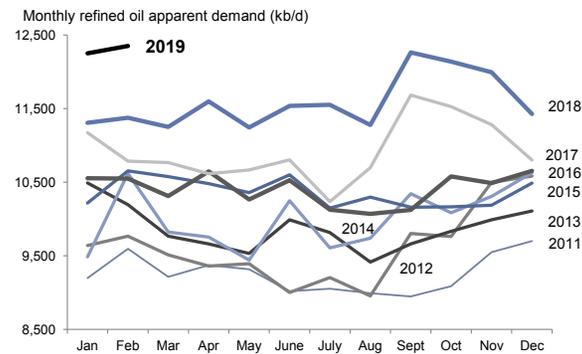
资料来源: 国家统计局

图表 15: 我们预计海油工程收入的三年年均复合增速为 24%...



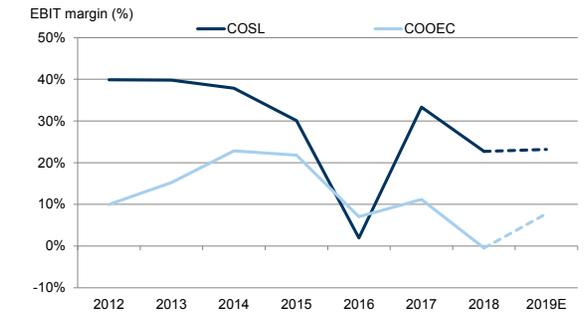
资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

图表 18: 2019年1-2月份成品油产量同比增长6.1%



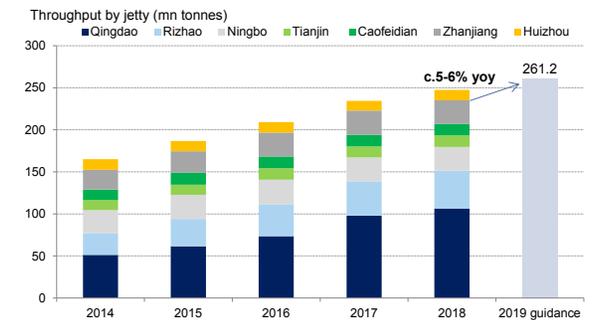
资料来源: 国家统计局

图表 16: ...我们预计2019年油田服务和设备提供商的利润率将小幅改善



资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

图表 19: 中石化冠德预计其2019年吞吐量增速为5-6%



资料来源: 公司数据

## 业绩期以及油价预测上调后，调整盈利预测、评级、风险和目标价

我们调整了盈利预测以计入2019年油价预测的上调、最新宏观数据以及2019年4月1日起增值税下调等因素。各股值得关注的其他调整如下：

中石油（0857.HK/ 601857.SS/ PTR，中性）：2019年油价预测上调带来积极影响，但我们略微下调了目标价，其中计入了长期勘探及生产资本开支上升（我们在公司发布了高于预期的2019年资本开支指引后进一步评估了预测）、以及勘探与生产业务所适用的所得税率将在更长时间内保持较高水平（新的阿布扎比资产实际税率很高）等因素。

海油工程前景改善，维持中性评级：我们认为海油工程市场布局日益向好，应可赢得更多国内海上工程（如可得益于中海油资本开支的上升）以及海外LNG模块合同（如公司已锁定LNG Canada模块合同，北极LNG-2 Train 1模块合同也有望在短期内签订，受益于强劲的LNG周期）。计入2018年全年实际业绩后，我们将估值基础延展至2020/21年综合预期EV/EBITDA（之前为2019/20年）。由于合同通常为2-3年，我们认为投资者将会关注2020/21年预期盈利。继国内的陵水、流花海上项目开建、2个国内LNG终端建设项目启动以及LNG Canada模块合同签订，我们将该股2019/20/21年EBITDA预测调整了-3%/+2%/+35%。我们将12个月目标价上调了22%至人民币6.70元（8.0倍的2020/21年综合预期EV/EBITDA，目标倍数未变）。年初至今该股股价已上涨35%，与A股股市的强劲一致（沪深300指数年初至今上涨35%）；由于该股目前上行空间有限（2%），我们维持中性评级。

中海油服（2883.HK/ 601808.SS，中性）：中海油服2018年收入和EBITDA较我们的预测高12%/8%，主要是受到油井服务行业表现出色的提振。我们看到钻井平台利用率有所改善（自升/半潜式钻井平台利用率为67%/68%），但钻井业务仍面临亏损（以EBIT计算），原因在于在全球市场供应过剩之际公司的议价能力较弱（自升/半潜式钻井平台的日费率为6.5万/17.3万美元，同比下降8%/15%）。我们认为公司的业务量将继续同比改善，但预期短期内日费率不会有明显提高。

中石化冠德（0934.HK，买入）：公司业绩较我们的预测低4%，主要原因在于实际税率高于预期（44%，而我们的预测为39%），且销售管理费用高于预期（主要是西点项目相关的法律费用所致）。我们认为公司的核心业务仍然稳固，2019-21年油码头吞吐量和管道运输量的年均复合增速将为2-3%；此外20年LNG船运业务也可生成稳定的现金流。

中石化炼化工程（2386.HK，中性）：我们将12个月目标价上调4%至8.16港元以计入贴现期调整的影响（从1年调整至0.5年，5倍的2019/20年预期EV/EBITDA综合目标倍数未作调整）。

图表 20: 我们的油价预测

(US\$/bbl)	Brent		WTI	
	New	Old	New	Old
1Q19	63.8	62.0	54.9	53.5
2Q19E	72.5	65.0	65.5	56.5
3Q19E	66.0	63.0	60.0	57.5
4Q19E	62.0	60.0	57.5	54.5
<b>2019E</b>	<b>66.1</b>	<b>62.5</b>	<b>59.5</b>	<b>55.5</b>
<b>2020E</b>	<b>60.0</b>	<b>60.0</b>	<b>55.5</b>	<b>54.5</b>

资料来源: 高盛全球投资研究

图表 21: 盈利预测调整概览

	FX	FY 2019E			FY 2020E			FY 2021E			Target Price Revisions			
		Old	New	% Chg	Old	New	% Chg	Old	New	Chg	FX	12-m Target Price		
												Old	New	% Chg
<b>CNOOC - H</b>	<b>CNY</b>	1.12	1.21	8.8%	1.04	1.08	3.8%	1.12	1.14	1.7%	<b>HKD</b>	15.65	16.45	5.1%
<b>CNOOC - ADR</b>	<b>USD</b>	16.40	18.08	10.2%	15.36	16.18	5.4%	16.46	16.99	3.2%	<b>USD</b>	200.50	210.50	5.0%
<b>PetroChina - H</b>	<b>CNY</b>	0.29	0.29	2.0%	0.30	0.30	0.2%	0.33	0.33	-1.0%	<b>HKD</b>	6.00	6.00	0.1%
<b>PetroChina - A</b>	<b>CNY</b>	0.29	0.29	2.0%	0.30	0.30	0.2%	0.33	0.33	-1.0%	<b>CNY</b>	8.10	8.00	-1.2%
<b>PetroChina - ADR</b>	<b>USD</b>	4.21	4.35	3.4%	4.36	4.44	1.7%	4.90	4.92	0.5%	<b>USD</b>	76.69	76.57	-0.2%
<b>Sinopec - H</b>	<b>CNY</b>	0.45	0.44	-1.4%	0.46	0.47	1.9%	0.51	0.52	3.2%	<b>HKD</b>	6.75	7.00	3.6%
<b>Sinopec - A</b>	<b>CNY</b>	0.45	0.44	-1.4%	0.46	0.47	1.9%	0.51	0.52	3.2%	<b>CNY</b>	5.90	6.01	2.0%
<b>Sinopec - ADR</b>	<b>USD</b>	6.58	6.58	-0.1%	6.78	7.01	3.5%	7.48	7.83	4.7%	<b>USD</b>	86.35	89.22	3.3%
<b>COSL - H</b>	<b>CNY</b>	0.19	0.19	-0.7%	0.34	0.34	-1.4%	0.40	0.42	4.8%	<b>HKD</b>	8.20	8.45	3.1%
<b>COSL - A</b>	<b>CNY</b>	0.19	0.19	-0.7%	0.34	0.34	-1.4%	0.40	0.42	4.8%	<b>CNY</b>	9.79	9.77	-0.2%
<b>Sinopec Engineering</b>	<b>CNY</b>	0.70	0.70	0.0%	0.75	0.75	0.0%	0.73	0.73	0.0%	<b>HKD</b>	7.82	8.16	4.3%
<b>COOEC</b>	<b>CNY</b>	0.18	0.18	-3.1%	0.34	0.35	4.6%	0.40	0.64	58.7%	<b>CNY</b>	5.50	6.70	21.7%
<b>Kunlun Energy</b>	<b>CNY</b>	0.83	0.85	1.9%	0.86	0.87	1.4%	0.86	0.88	2.4%	<b>HKD</b>	9.20	10.00	8.7%
<b>Sinopec Kantons</b>	<b>HKD</b>	0.53	0.53	-0.3%	0.54	0.54	0.4%	0.54	0.55	1.5%	<b>HKD</b>	4.75	4.89	2.8%

资料来源: 高盛全球投资研究

图表 22: 风险和估值方法概览

Company	Ticker	Rating	12-month target price	Price 9-Apr-2019	Methodology	Key risks
CNOOC	0883.HK	Buy	HKD 16.45	15.04	SOTP (50%); EV/DACF (50%)	(-) lower-than-expected oil prices, operational risks, production declines, dilutive M&A and project delays.
CNOOC (ADR)	CEO	Buy	USD 210.50	190.54		
PetroChina (H)	0857.HK	Neutral	HKD 6.00	5.30	SOTP	(+/-) oil prices, production decline, gas import loss, regulated gas prices, dilutive M&A, assets impairment, environment and safety
PetroChina (A)	601857.SS	Neutral	CNY 8.00	7.73		
PetroChina (ADR)	PTR	Neutral	USD 76.57	67.58		
Sinopec (H)	0386.HK	Neutral	HKD 7.00	6.31	SOTP	(+/-) oil price (lower hurts Upstream margins, higher hurts refining/chemical margins, positive when in "sweet spot"), fuel pricing policies, competition from independent refiners
Sinopec (A)	600028.SS	Neutral	CNY 6.01	5.96		
Sinopec (ADR)	SNP	Neutral	USD 89.22	81.05		
COSL (H)	2883.HK	Neutral	HKD 8.45	8.72	Blended 19/20E EV/EBITDA	(+/-) Higher/lower oil prices, stronger/weaker offshore capex increases, big changes in rig day-rates, operational/safety/environmental incidents
COSL (A)	601808.SS	Neutral	CNY 9.77	10.71		
SEG (H)	2386.HK	Neutral	HKD 8.16	7.59	Blended 19/20E EV/EBITDA	(+/-) New orders, project management, operational risks, health and safety risks
COOEC	600583.SS	Neutral	CNY 6.70	6.60	Blended 19/20E EV/EBITDA	(+/-) New orders, project management, operational risks, health and safety risks
Kunlun Energy	0135.HK	Buy	HKD 10.00	8.35	SOTP	(-) Weak gas market demand, weak gas sales margin, low pipeline utilization rate and tariff cuts, city gate price/connection fee control policy, safety and environmental incidents, uncertainty on the optionality of establishment of a potential National Pipeline Company or any other potential assets from parent.
Sinopec Kantons	0934.HK	Buy	HKD 4.89	3.63	SOTP	(-) Lower seaborne oil imports, loss of market share, Shandong refinery closures, currency, geopolitical risk, Ordos gas production, declining fees

资料来源: Datastream、高盛全球投资研究

高华证券感谢高盛分析师Mark Wiseman, CFA和乔雅虹在本报告中的贡献。

## 信息披露附录

### 申明

本人，朱金巧，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA和收入等。回报是各项资本回报指标一年预测的加总，如CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。估值倍数根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。波动性根据12个月的历史波动性计算并经股息调整。

### 并购评分

在我们的全球覆盖范围内，我们使用并购框架来分析股票，综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分，其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%)，2分代表概率为中等(15%-30%)，3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司，我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大，因此不予体现在我们的目标价格当中，分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

### Quantum

Quantum是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场的公司之间进行比较。

### GS SUSTAIN

GS SUSTAIN是一项侧重于通过发现优质行业领先企业而实现长期超额收益的全球投资策略。GS SUSTAIN 50关注名单列出了我们认为凭借出色的资本回报、具有可持续性的竞争优势和对ESG（环境、社会和企业治理）风险的有效管理而有望在长期内相对于全球同业表现出色的行业领军企业。候选企业主要基于对企业在这三方面表现的综合量化分析筛选而出。

### 相关的股票研究范围

朱金巧：亚洲化工行业。

亚洲化工行业：Hengli Petrochemical Co.、Rongsheng Petrochemical Co.、Sinopec Shanghai Petrochemical (A)、Sinopec Shanghai Petrochemical (H)、Tongkun Group Co.。

### 信息披露

#### 与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：China Oilfield Services (A) (Rmb10.46)、China Oilfield Services (H) (HK\$8.50)、China Petroleum & Chemical (A) (Rmb5.83)、China Petroleum & Chemical (ADS) (\$79.71)、China Petroleum & Chemical (H) (HK\$6.23)、CNOOC (ADR) (\$185.75)、CNOOC (H) (HK\$14.58)、Kunlun Energy Co. (HK\$8.77)、Offshore Oil Engineering Co. (Rmb6.30)、PetroChina (A) (Rmb7.62)、PetroChina (ADR) (\$65.80)、PetroChina (H) (HK\$5.16)、Sinopec Engineering Group (HK\$7.54)、Sinopec Kantons (HK\$3.62)

### 公司评级、研究行业和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级（即不属于暂停评级、暂无评级、暂停研究或没有研究的股票）的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会管理着地区强力买入或卖出名单，该名以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入或卖出名单并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

总体潜在回报：代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度，包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业：每个行业研究的所有股票名单可登陆<https://www.gs.com/research/hedge.html>通过主要分析师、股票和行业进行查询。

暂无评级(NR)：在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高盛的政策予以除去。暂停评级(RS)：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。暂停研究(CS)：我们已经暂停对该公司的研究。没有研究(NC)：我们没有对该公司进行研究。不存在或不适用(NA)：此资料不存在或不适用。无意义(NM)：此资料无意义，因此不包括在报告内。

### 一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告所涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部门、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地根据适用的法律和法规对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有空头或多头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过<https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高华证券的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高华证券全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高华证券提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关一个或多个证券、市场或资产类别（包括相关服务）的研究报告、模型或其它数据，请联络您的高华销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2019年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。