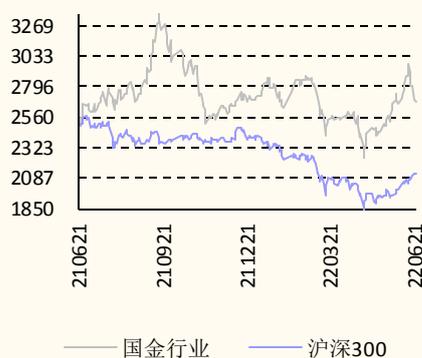


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金石油化工指数	2677
沪深300指数	4326
上证指数	3307
深证成指	12424
中小板综指	12544



相关报告

1. 《油价拐点到了? -油价专题》, 2022.6.18
2. 《看好油价买啥? SPSIOP 指数探析! -油气专题》, 2022.6.11
3. 《俄油5月出口延续强势! -油气专题》, 2022.6.10
4. 《别对 OPEC+增产抱期望! -油气专题》, 2022.6.5
5. 《大炼化业绩或超预期! -中期策略报告》, 2022.5.30

许隽逸 分析师 SAC 执业编号: S1130519040001
xujunyi@gjzq.com.cn

陈律楼 分析师 SAC 执业编号: S1130522060004
chenlvlu@gjzq.com.cn

油企大跌后估值探析!

行业观点

在美联储最新货币政策报告提出或将无条件维持物价稳定, 在市场对需求悲观预期的影响下, 油价以及油气企业股价都出现显著下跌, 我们通过对比发现: 无论通过全球投资者普遍采用的 PV10 估值法、或者国内投资者较多采用 PE 估值法还是 PB 估值法, 在综合考虑油气企业资产质地, 负债率以及股息率的情况下, 中国海油和中国石油估值相较于全球可比油气企业的估值处于显著低位。此外, 中国海油与中国石油均维持可观的股东回报, 2011-2021 年, 中国海油和中国石油累计股利支付率分别为 51.05% 和 52.77%, 以 2022 年 6 月 20 日的收盘价计算, 中国海油 (H 股)、中国石油 (A 股) 和中国石油 (H 股) 2021 年全年股息率分别为 14.60%、4.16% 和 7.02%, 投资于中国海油和中国石油可获得较为稳定的股东回报。

- **中国油企为全球范围内优质资产:** 我们通过卫星大数据对中海油全球 600 个油气资产的建模分析显示, 中海油近 10 年来新发现资源量和证实储量均逆势大增, 中海油在手资源稀缺性显著提升。2011 年至今 11 年来, 中海油的净利率平均达到 20.68%, 2022 年一季度, 中国海油净利率为 39.56%, 创下近 10 年新高, 在行业中处于领先水平。于此同时, 我们也观察到今年一季度, 中国石油归母净利润接近近 10 年单季度归母净利润最高点, 净利率创下 2014 年以来新高。此外, 中国海油与中国石油均保持健康的杠杆水平, 抗风险能力和再投资能力在行业中领先。
- **当前中国油气资产估值大幅低于可比资产, 具有显著配置价值:** 我们通过 PV10 估值法、PE 估值法和 PB 估值法对中国海油、中国石油和海外可比油企目前的估值进行了比较, 在 PV10 估值法方面, 中国海油 A 股、H 股以及中国石油的估值在行业内处于偏低水平; 在 PE 估值法方面, 中国海油 A 股、H 股同样处于较低水平, 中国石油估值较高 (或由于缺少研报使得业绩预期并没有跟随基本面改善而上调); 在 PB 估值法方面, 中国海油 A+H 股以及中国石油 A+H 股估值均低于可比油企且存在较大差距。
- **旺季原油终端需求或持续增加:** 通过对欧美重要经济体出行指数以及美国油品库存数据追踪, 我们发现当前海外出行强度在欧美成品油价格持续维持高位情景下并未受到抑制, 持续推动美国汽油和燃料油库存在淡季处于去库存状态, 而欧美原油消费中超 65% 主要集中于交通相关消费, 伴随夏季终端消费旺季的临近, 原油终端消费边际需求或持续增加。

投资建议

- 在全球海外出行持续超预期或推动油价持续回归基本面情景下, 我们持续看好低估值中国油气优质资产: 中国海油, 中国石油。

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、汇率风险; 5、其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响。

内容目录

1、 油价下跌后中国海油与中国石油性价比突出.....	3
1.1、中国海油与中国石油盈利能力继续提升，估值较可比油企仍偏低..	3
1.2、欧美出行超预期复苏，是原油需求核心驱动因素	10
2、 风险提示	15

图表目录

图表 1: 中国石油季度归母净利润 (亿元)	3
图表 2: 中国海油与中国石油与可比综合油企净利率 (%) 对比	4
图表 3: 中国海油与中国石油与可比页岩油企业净利率 (%) 对比.....	4
图表 4: 中国海油与中国石油与可比综合油企资产负债率 (%) 对比	5
图表 5: 中国海油与中国石油与可比页岩油企业资产负债率 (%) 对比.....	5
图表 6: 中国海油、中国石油与 Chevron 及 Occidental 股利支付率对比.....	6
图表 7: 中国海油、中国石油与 Chevron 及 Occidental 股息率对比.....	6
图表 8: 大型油企市值与“市值/67 美元油价下 PV10 模型估值”分布.....	7
图表 9: 大型油企市值与“市值/67 美元油价下的理论资产价值”分布.....	8
图表 10: 大型油企市值与 2022 年预期 PE 分布	9
图表 11: 大型油企市值与 PB 分布.....	9
图表 12: 公司与可比油企 67 美元油价下 PV10 模型估值与市值情况.....	10
图表 13: 公司与可比油企盈利预测.....	10
图表 14: 全球原油消费结构 (按行业分类)	11
图表 15: 全球油品消费结构 (按产品分类)	11
图表 16: 美国油品消费结构 (按行业分类)	11
图表 17: 欧洲油品消费结构 (按行业分类)	11
图表 18: 美国原油及成品油价格	12
图表 19: 新加坡原油及成品油价格.....	12
图表 20: 出行指数-美国	13
图表 21: 出行指数-英国	13
图表 22: 出行指数-德国	13
图表 23: 出行指数-法国	13
图表 24: 出行指数-意大利	13
图表 25: 出行指数-西班牙	13
图表 26: 美国 7 个机场月起降架次	14
图表 27: 欧洲周航班数	14

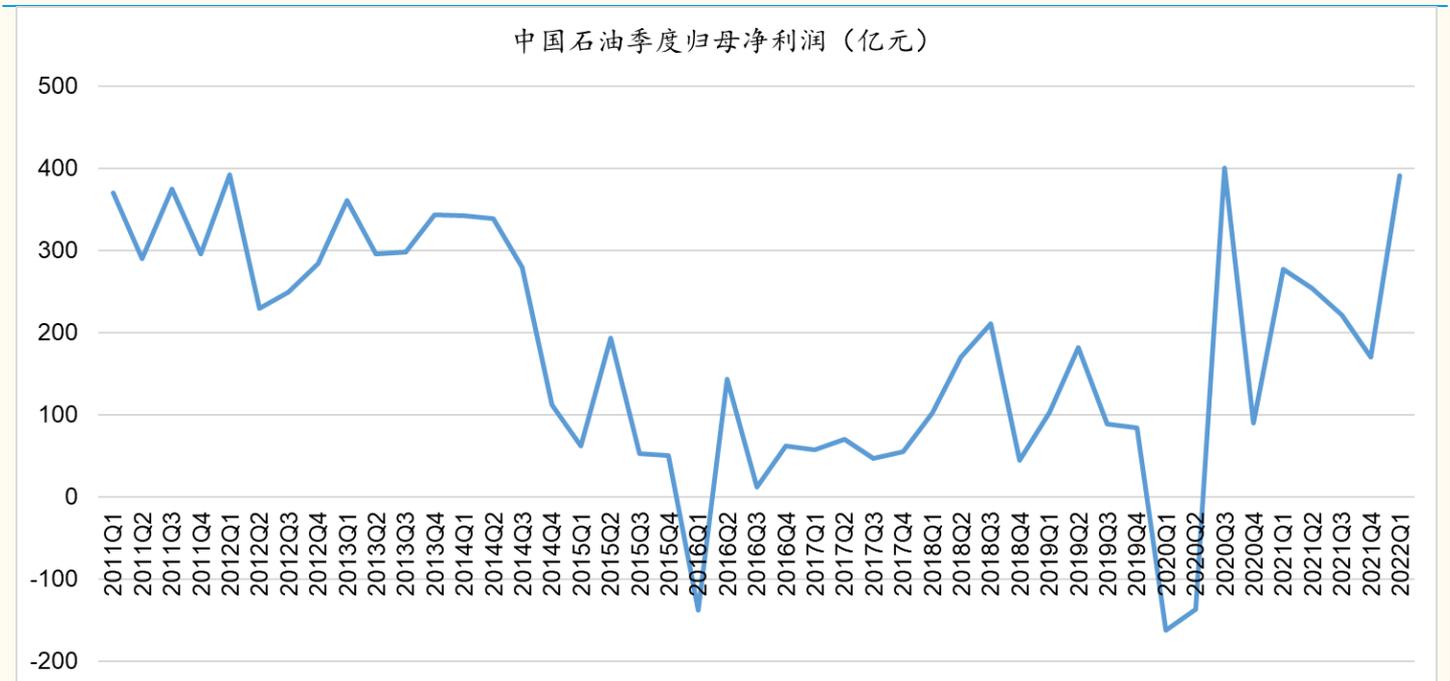
1、 油价下跌后中国海油与中国石油性价比突出

在美联储最新货币政策报告提出或将无条件维持物价稳定，在市场对需求悲观预期的影响下，油价以及油气企业股价都出现显著下跌。通过对比中国油气企业资产质地以及估值水平，中国海油和中国石油估值相较于全球可比油气资产更为便宜，在全球海外出行持续超预期或推动油价持续回归基本面情景下，具有较高配置价值。

1.1、中国海油与中国石油盈利能力持续提升，估值较可比油企仍偏低

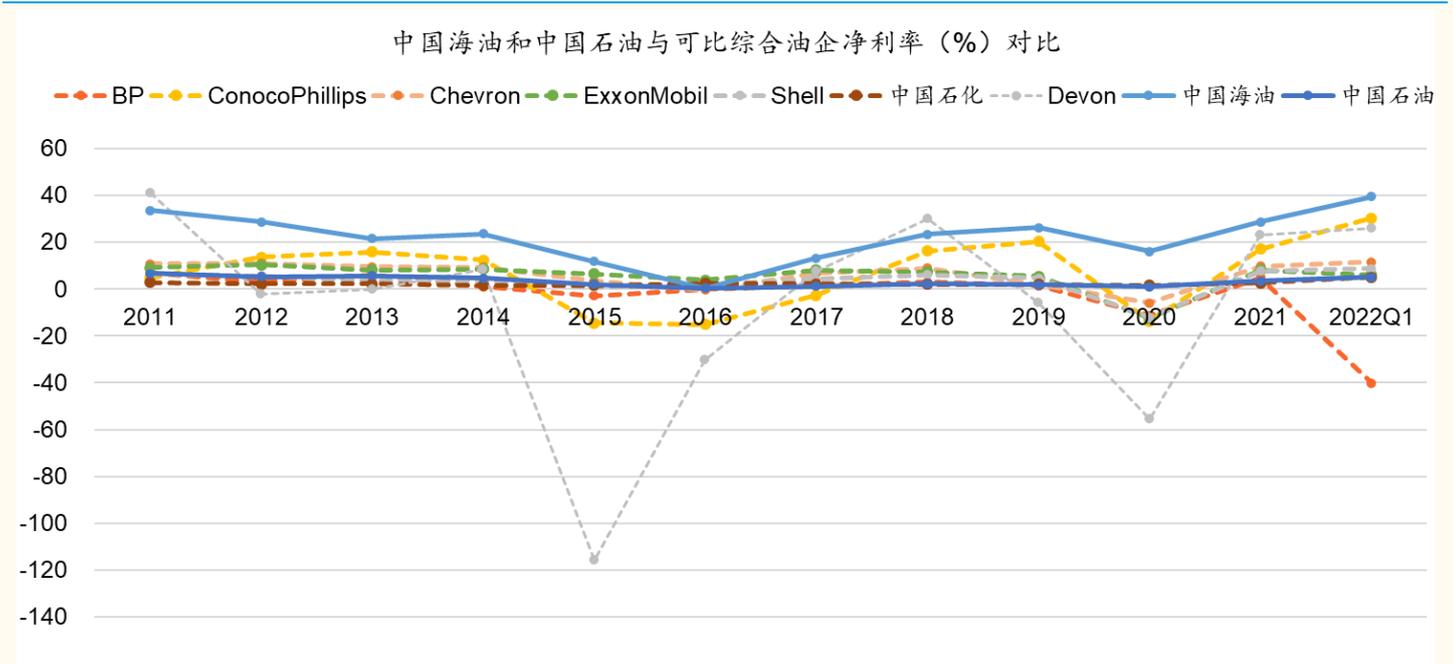
在 2022 年一季度，中国海油与中国石油维持了强劲的盈利能力和健康的杠杆水平。一季度，中国海油净利率为 39.56%，创下近 10 年新高，净利率在可比油企中处于领先水平。中国石油实现归母净利润 390.59 亿元，接近近 10 年单季度归母净利润最高点，净利率为 4.99%，创下 2014 年以来新高。与此同时，中国海油和中国石油的公司债务压力较小，与可比公司相比公司杠杆水平较低，具备更强的抗风险能力和投资能力。

图表 1：中国石油季度归母净利润（亿元）



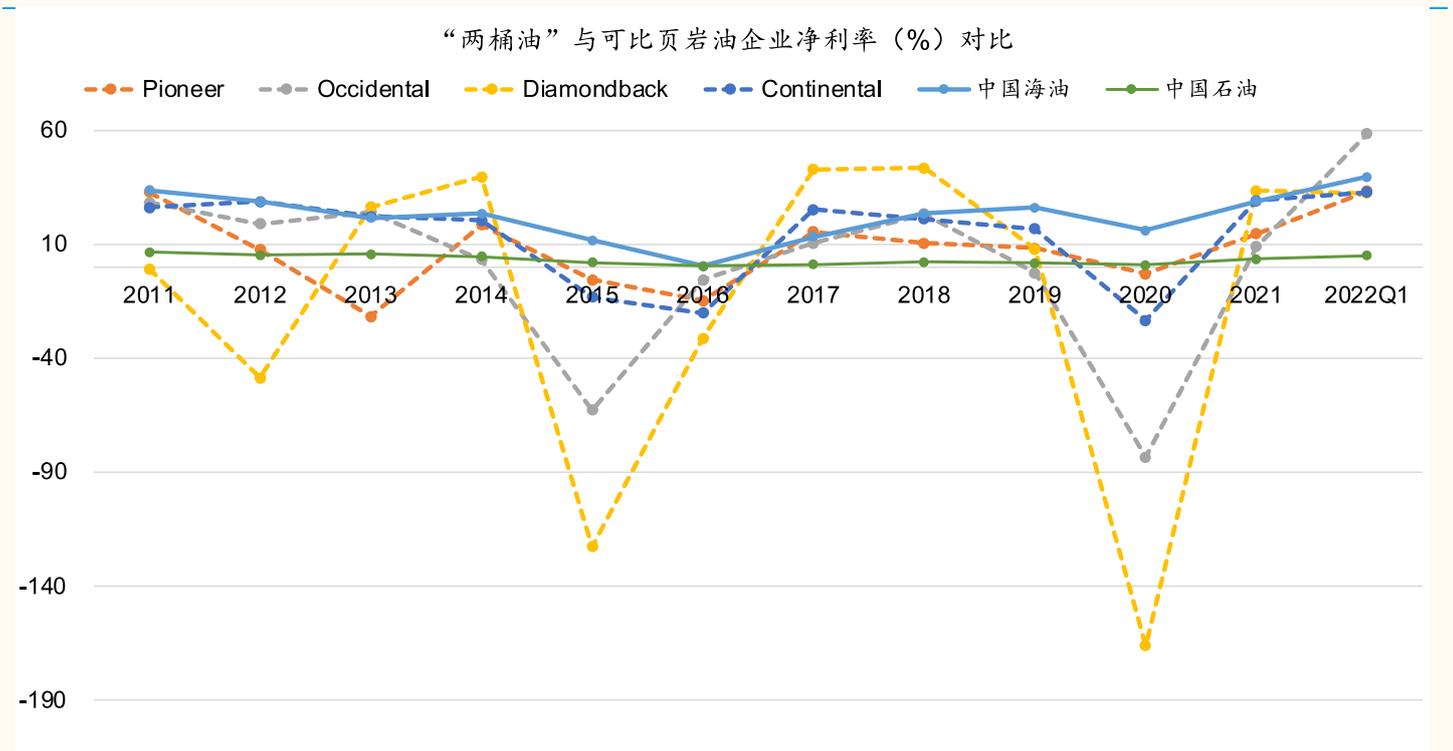
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：中国海油与中国石油与可比综合油企净利率 (%) 对比



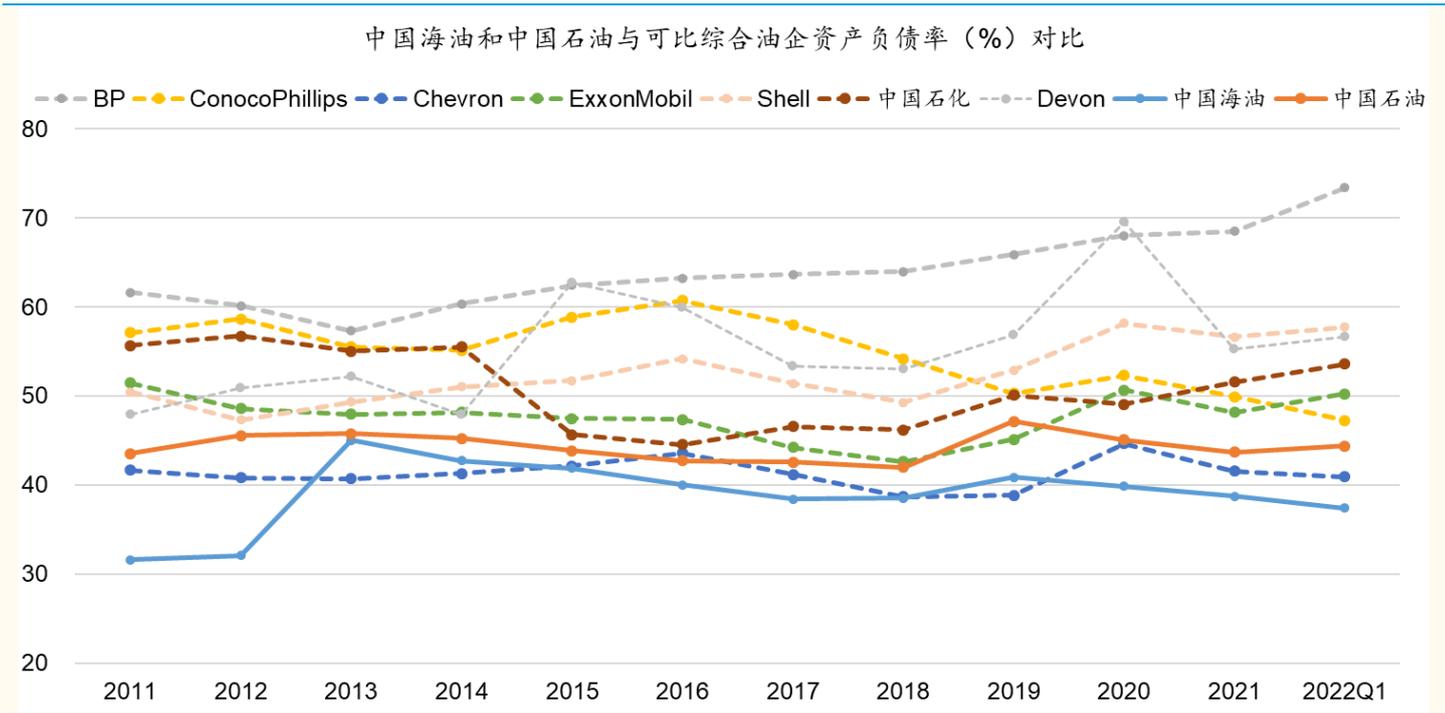
来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

图表 3：中国海油与中国石油与可比页岩油企业净利率 (%) 对比



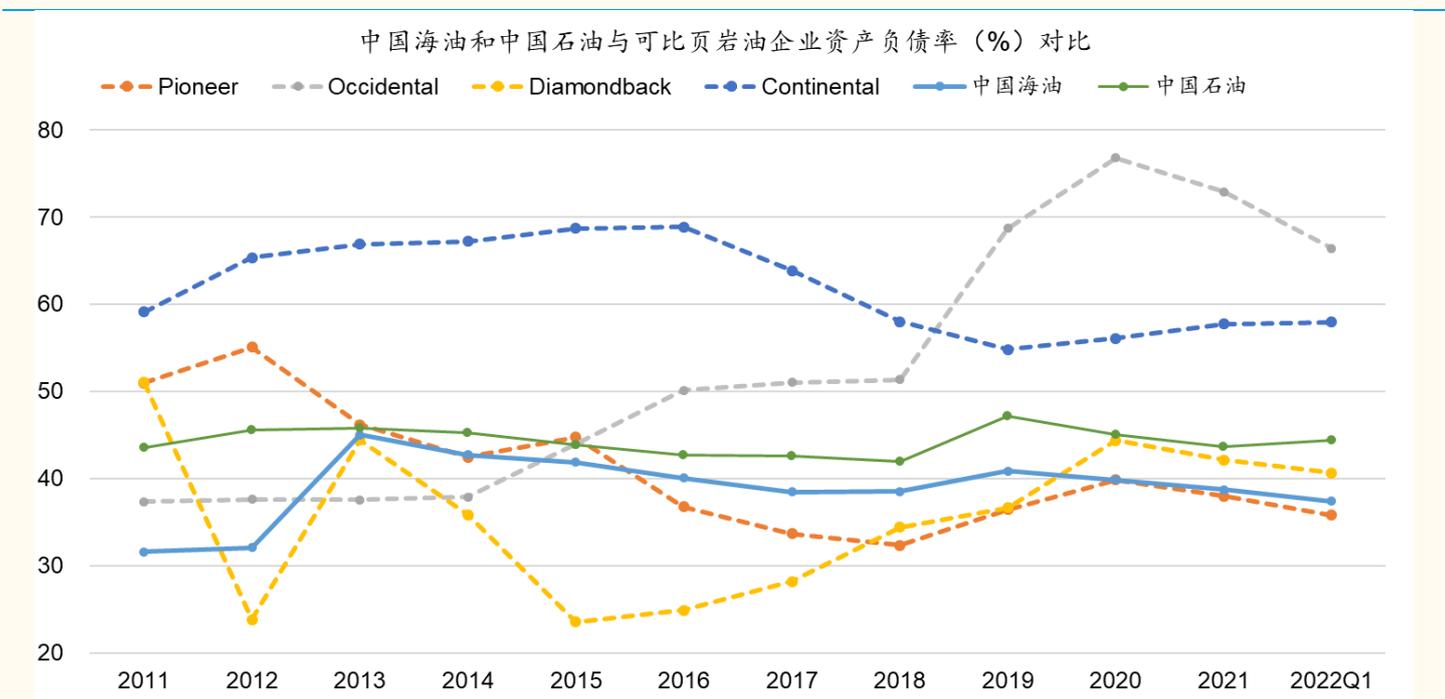
来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

图表 4：中国海油与中国石油与可比综合油企资产负债率（%）对比



来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

图表 5：中国海油与中国石油与可比页岩油企业资产负债率（%）对比

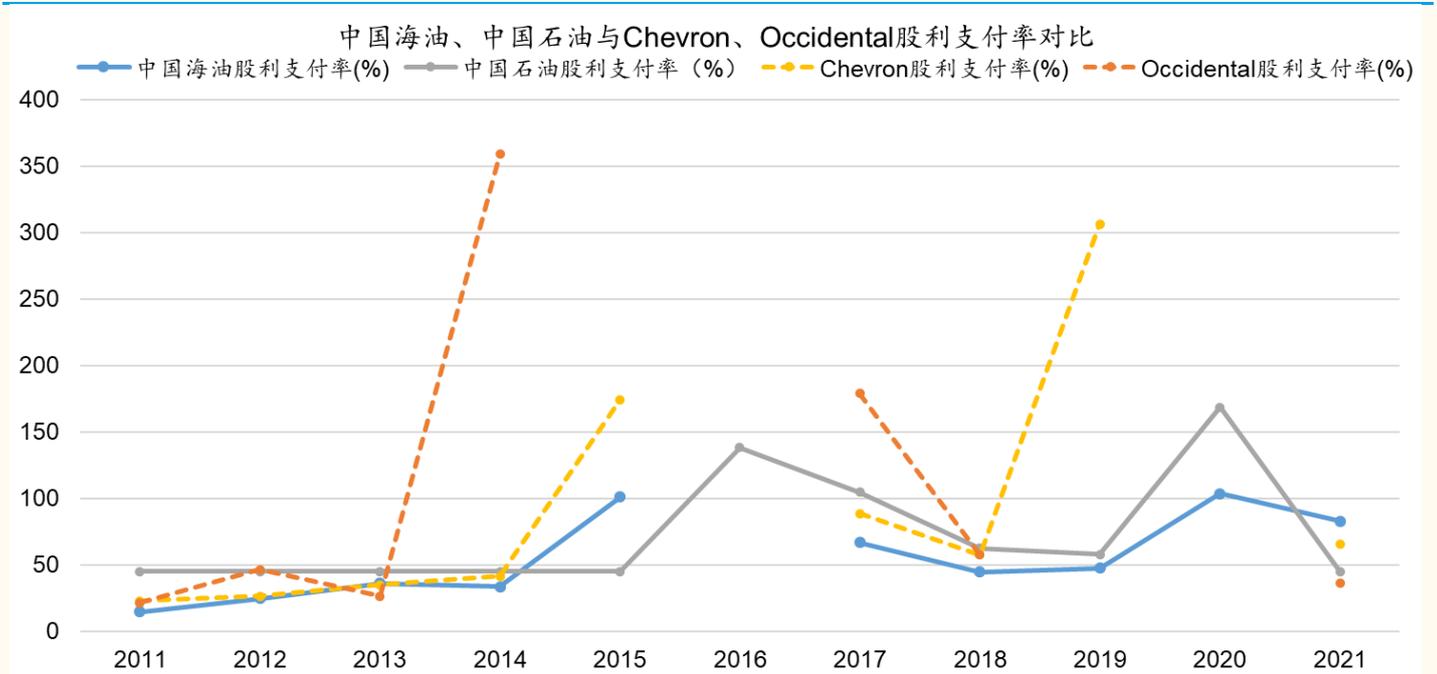


来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

中国海油与中国石油均维持可观的股东回报。2011-2021 年，中国海油累计股利支付率高达 51.05%。中国海油 2021 年中期股息为 0.3 港元/股，2021 年特别股息为 1.18 港元/股，2021 年全年股息合计为 691.46 亿港元，折合人民币约 580.80 亿元，2021 年股利支付率为 82.62%，以 2022 年 6 月 20 日收盘价计算，本次特别股息对应的 A 股股息率为 5.87%，全年股息对应的 H 股股

息率为 14.60% (以 1 港元兑 0.85 人民币计算)。2011-2021 年, 中国石油累计股利支付率高达 52.77%, 中国石油通常保持每年 45% 的股利支付率, 在部分年份发放特别股息, 2021 年, 中国石油全年股息为 414.76 亿元, 保持了 45% 的股利支付率, 以 2022 年 6 月 20 日收盘价计算, 中国石油 A 股全年股息率为 4.16%, H 股全年股息率为 7.02%。

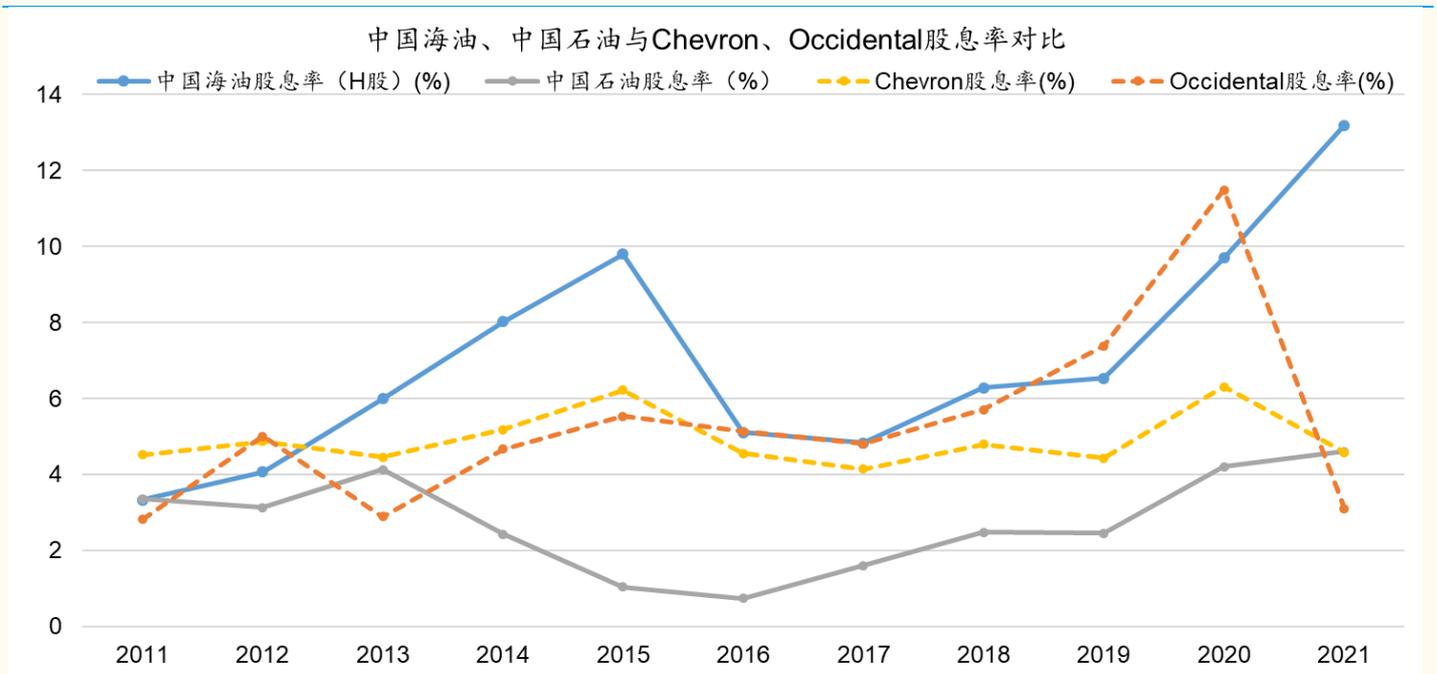
图表 6: 中国海油、中国石油与 Chevron 及 Occidental 股利支付率对比



来源: Wind, 国金证券研究所

注: 由于 2016 年中国海油净利润偏低导致股利支付率过高, 因此从图中扣除, 此外将 Chevron 和 Occidental 净利润为负年份数据从图中扣除

图表 7: 中国海油、中国石油与 Chevron 及 Occidental 股息率对比

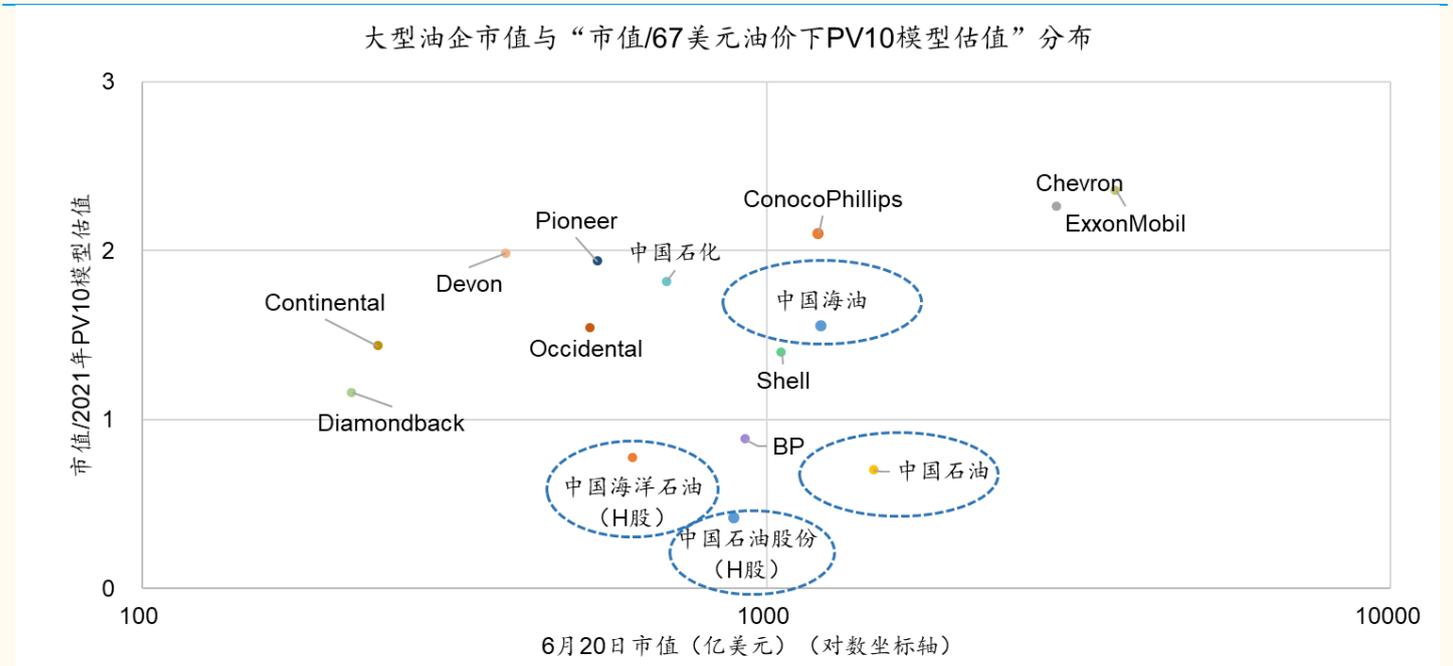


来源: 公司公告, Wind, 国金证券研究所

参考国际综合油气企业以及美国页岩油企业，PV10 通常为公司市值评估的重要参考指标，PV10 估值主要通过现有储量，通过公司产量计划以及现有油气井的衰减水平以及过去 12 个月油价以及相应的作业成本和开发成本计算当年的净现金流并采用 10% 贴现率进行折现获得未来现金流的净现值。

我们使用 2021 年基于美国会计准则石油天然气 932 号的各公司披露的 PV10 模型对公司以及部分可比油企进行估值，并计算了市值（2022 年 6 月 20 日）与 PV10 估值之比。通过各公司财报数据，重点油气企业 2021 年 PV10 大多基于 65-70 美元/桶的原油价格计算，而 2022 年初至今，原油价格出现大幅上涨，2021 年 6 月 1 日至 2022 年 6 月 1 日布伦特原油期货均价约为 89 美元/桶，2022 年各公司的 PV10 值应相较于 2021 年披露值有较为显著的提升。通过对比各大油企当前市值（截至 6 月 20 日）以及 2021 年 PV10 比值可以显著发现，当前中国海油 H 股和 A 股的市值/PV10 分别为 0.79 和 1.55，中国石化的 H 股和 A 股的市值/PV10 分别为 0.42 和 0.70，国际中大型页岩油以及综合油企的市值/PV10 模型比值大多超过 1.55，综合油企以及美国大型页岩油企业的市值/PV10 比值平均值分别为 1.83 和 152。

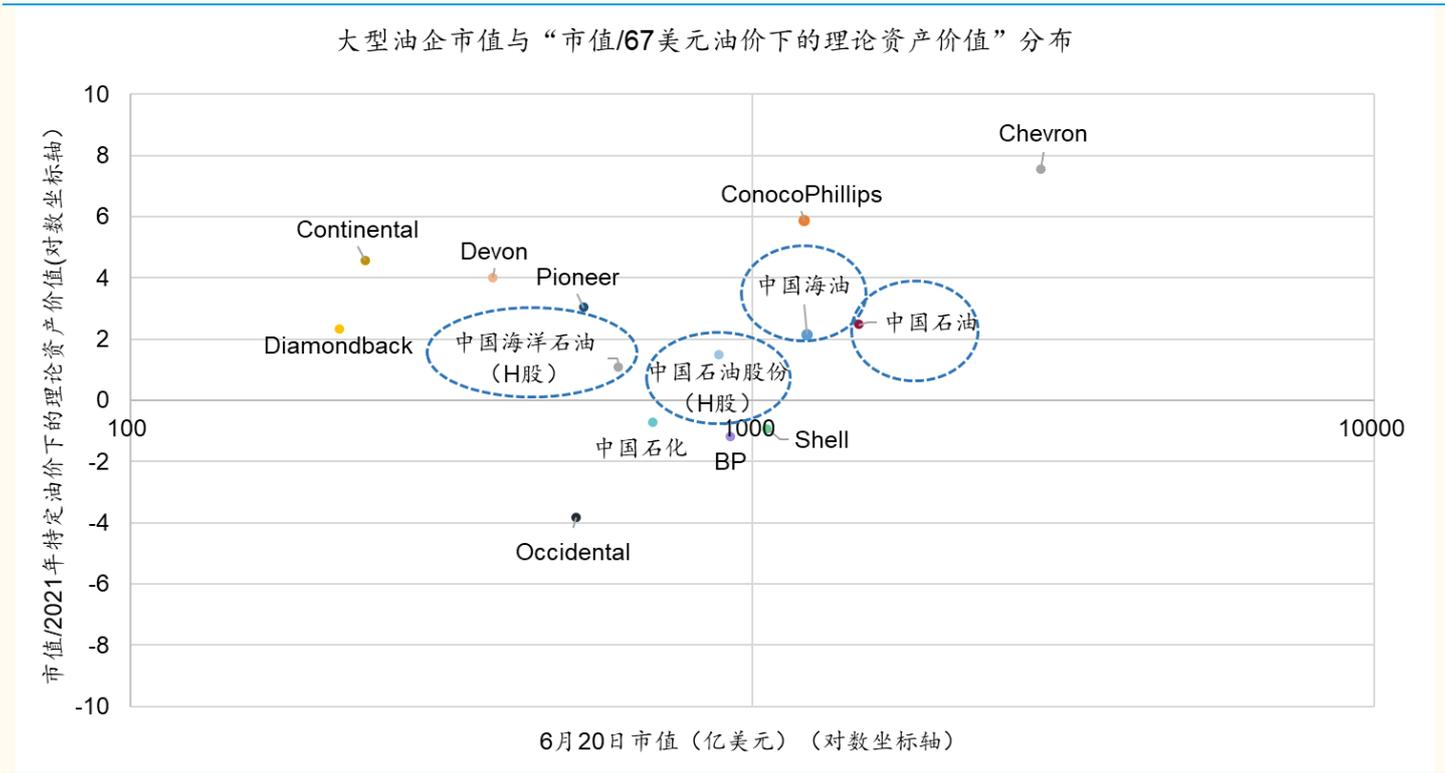
图表 8：大型油企市值与“市值/67 美元油价下 PV10 模型估值”分布



来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

此外，我们计算了各油企在 67 美元油价下的理论资产价值 (=PV10 模型估值+现金及现金等价物+理财-总负债) 以及市值与理论资产价值之比。由于除油气开采及销售业务外，BP、Shell、Exxonmobil、中国石化还有成品油、化工、新能源等业务，而 PV10 仅对油气开采及销售业务进行估值，因此这些企业在 67 美元油价下的理论资产价值为负；由于 Occidental 也有化工业务且其资产负债率较高，其在 67 美元油价下的理论资产价值也为负。中国海油业务主要为油气开采及销售，因此其油气开采及销售业务的理论资产价值更接近公司整体理论资产价值。中国海油 H 股和 A 股的该比值分别为 1.06 和 2.13，中国石油 H 股和 A 股的该比值分别为 1.47 和 2.46，对于该比值为正的可比油企，该比值普遍显著高于中国油气企业的水平。

图表 9：大型油企市值与“市值/67 美元油价下的理论资产价值”分布

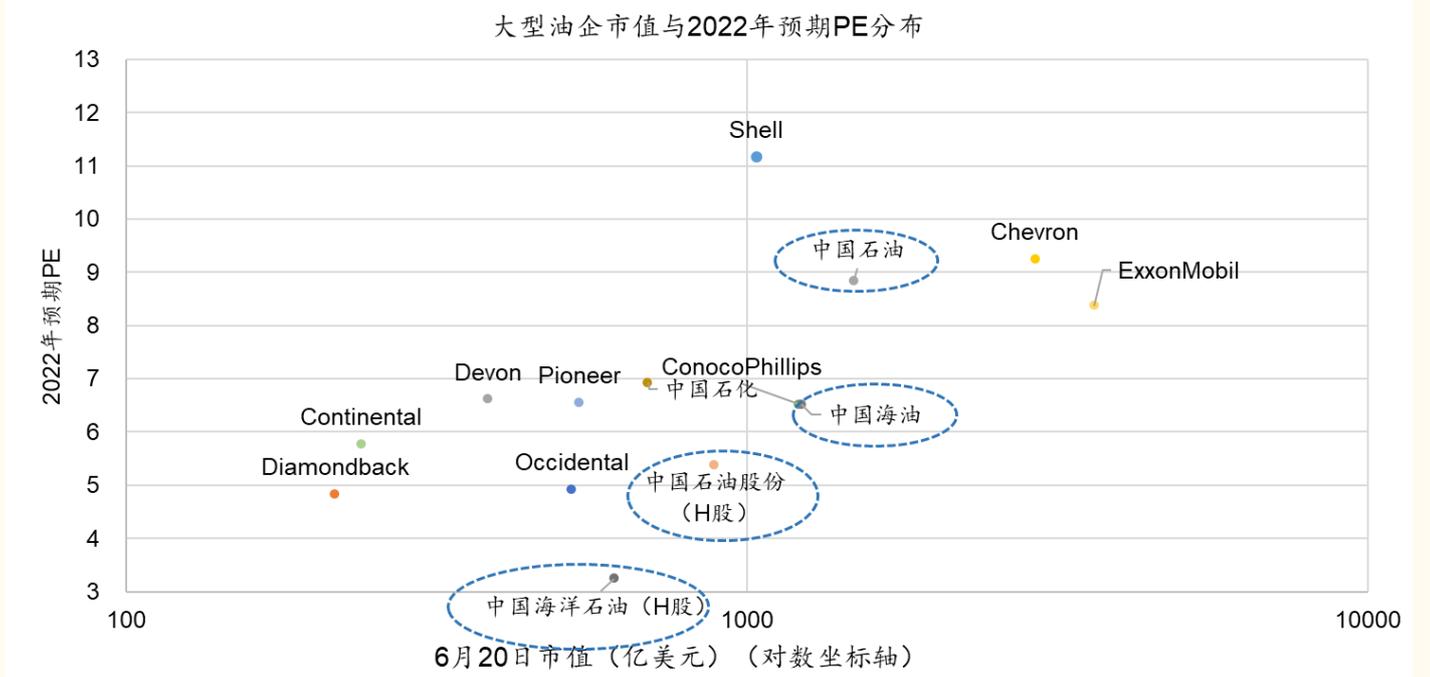


来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

除 PV10 外，我们还比较了中国海油、中国石油和海外可比油企的 PE 及 PB，使用 6 月 20 日的股价，中国海油 A 股和 H 股 2022 年预期 PE 分别为 6.52 和 3.25，中国石油 A 股和 H 股 2022 年预期 PE 分别为 8.83 和 5.39 (Wind 一致预测，或由于缺少研报使得业绩预期并没有跟随基本面改善而上调)，中国海油的预期 PE 与可比页岩油气企业较为接近，可比综合油企相比较低。中国海油 A 股和 H 股的 PB 分别为 1.40 和 0.71，中国石油 A 股和 H 股的 PB 为 0.72 和 0.43，均低于海外可比油企。

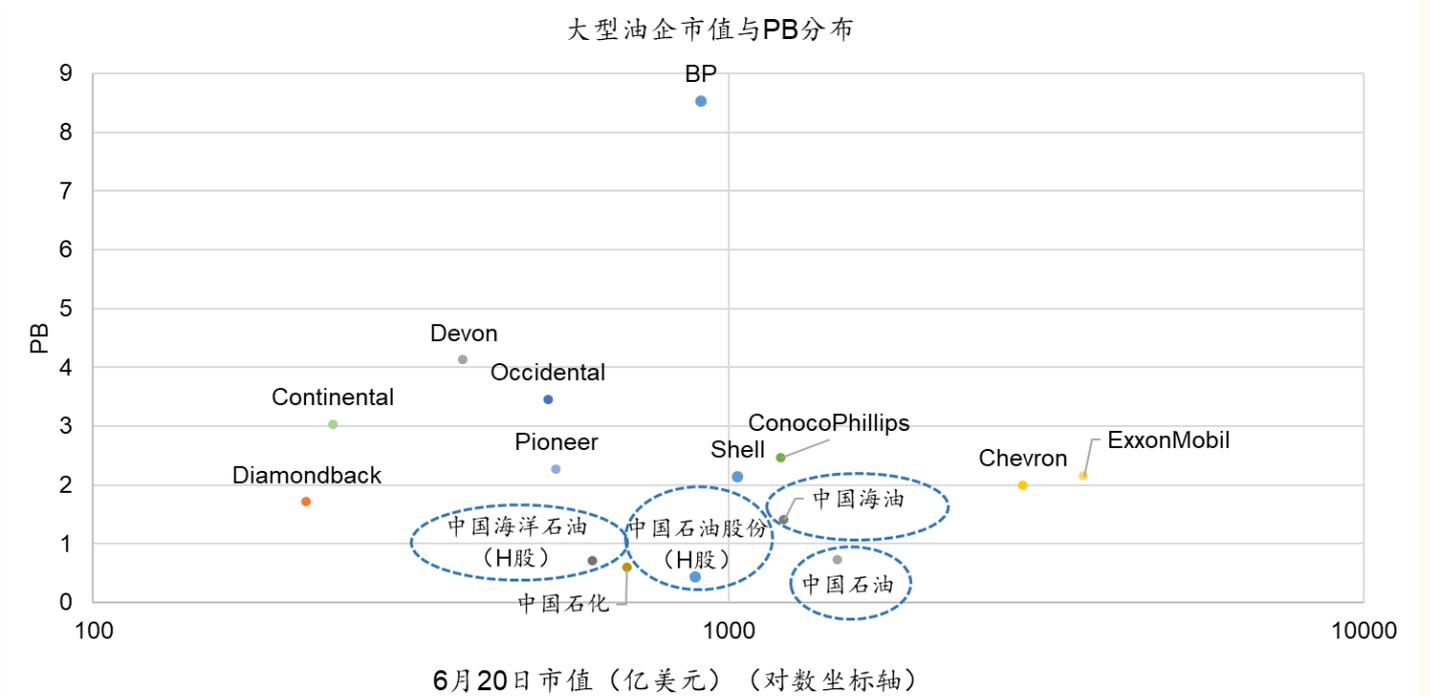
综合 PV10 估值、PE 估值和 PB 估值，与可比油企相比，中国海油和中国石油目前仍然显得非常便宜。

图表 10: 大型油企市值与 2022 年预期 PE 分布



来源: 公司公告, Wind, 国金证券研究所

图表 11: 大型油企市值与 PB 分布



来源: 公司公告, Wind, 国金证券研究所

图表 12：公司与可比油企 67 美元油价下 PV10 模型估值与市值情况

公司	单位	PV10模型估值	特定油价下的理论资产价值	总市值 (2022年6月20日)	市值/PV10模型估值	市值/理论资产市值
ExxonMobil	亿美元	1538.19	-133.52	3627.84	2.36	-27.17
Chevron	亿美元	1288.75	386.31	2915.39	2.26	7.55
ConocoPhillips	亿美元	576.95	207.49	1212.48	2.10	5.84
Shell	亿美元	755.23	-1128.63	1057.64	1.40	-0.94
BP	亿美元	1047.00	-774.23	925.33	0.88	-1.20
Devon	亿美元	193.01	95.83	382.93	1.98	4.00
综合油企均值					1.83	
Pioneer	亿美元	276.84	177.48	536.59	1.94	3.02
Occidental	亿美元	338.24	-135.82	521.83	1.54	-3.84
Diamondback	亿美元	187.17	93.93	217.06	1.16	2.31
Continental	亿美元	166.36	52.41	238.94	1.44	4.56
页岩油企均值					1.52	
中国石油	亿人民币	14011.05	4052.60	9,974.64	0.71	2.46
中国石油股份	亿人民币	14011.05	4052.60	5,946.70	0.42	1.47
中国石化	亿人民币	2516.44	-6395.01	4927.60	1.96	-0.77
中国海洋石油 (A股)	亿人民币	5196.14	3850.11	8079.31	1.55	2.10
中国海洋石油 (H股)	亿人民币	5196.14	3850.11	4120.17	0.79	1.07

来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：公司与可比油企盈利预测

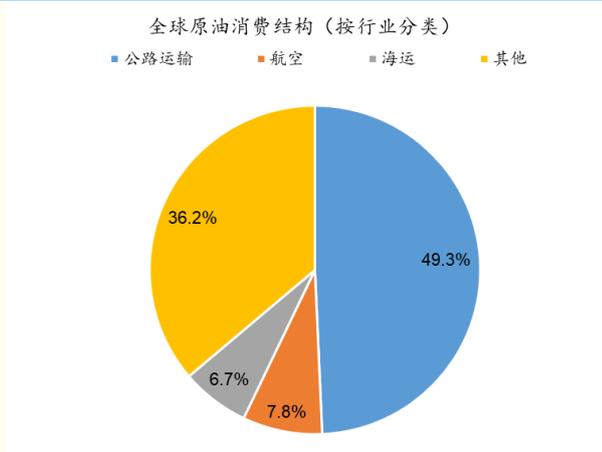
证券代码	公司	情景	归母净利一致预测增速 (%)			一致预测PE (2022.06.20股价)			归母净利一致预测			单位	股价	单位
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E			
XOM.N	ExxonMobil	Reuters一致预测	88.05	-17.36	-15.87	8.37	10.13	12.04	43,327	35,807	30,125	百万美元	86.12	美元
CVX.N	Chevron	Reuters一致预测	101.76	-13.87	-19.12	9.25	10.74	13.27	31,525	27,153	21,962		148.38	美元
COP.N	ConocoPhillips	Reuters一致预测	130.09	-16.44	-24.81	6.52	7.81	10.38	18,589	15,533	11,679		93.74	美元
SHEL.N	Shell	Reuters一致预测	70.93	-14.79	-14.40	11.17	13.10	15.31	34,358	29,278	25,063		49.93	美元
BP.N	BP	Reuters一致预测	181.53	-24.94	-14.67	25.22	33.60	39.38	21,292	15,981	13,637		27.76	美元
DVN.N	Devon	Reuters一致预测	105.87	2.71	-19.69	6.61	6.44	8.02	5,791	5,948	4,777		58.02	美元
	综合油企均值		113.04	-14.11	-18.09	11.19	13.64	16.40						
	综合油企中位数		103.81	-15.61	-17.49	8.81	10.43	12.66						
PXD.N	Pioneer	Reuters一致预测	287.22	-17.62	-10.93	6.56	7.96	8.94	8,182	6,740	6,003	百万美元	221.77	美元
OXY.N	Occidental	Reuters一致预测	601.52	-26.79	-33.12	4.92	6.72	10.05	10,607	7,765	5,193		55.68	美元
FANG.O	Diamondback	Reuters一致预测	105.64	-8.56	-13.92	4.84	5.29	6.15	4,487	4,103	3,532		122.29	美元
CLR.N	Continental	Reuters一致预测	149.01	-11.87	-17.04	5.78	6.56	7.90	4,136	3,645	3,024		65.83	美元
	页岩油企均值		285.85	-16.21	-18.75	5.52	6.63	8.26						
	页岩油企中位数		218.12	-14.75	-15.48	5.35	6.64	8.42						
601857.SH	中国石油	Wind一致预测	22.56	-3.40	-2.20	8.83	9.14	9.35	112,949	109,103	106,698	百万元	5.45	元
0857.HK	中国石油股份	Wind一致预测	19.06	-9.44	10.01	5.39	5.95	5.41	109,724	99,368	109,316		3.80	港元
600028.SH	中国石化	Wind一致预测	-0.04	3.98	3.68	6.92	6.66	6.42	71,178	74,009	76,730	百万元	4.07	元
600938.SH	中国海油	乐观假设	77.77	13.42	12.64	6.52	5.75	5.10	125,009	141,791	159,713		17.10	元
		中性假设	77.77	5.17	4.55	6.52	6.20	5.93	125,009	131,473	137,454			
		悲观假设	77.77	-33.55	6.10	6.52	9.81	9.24	125,009	83,072	88,143			
0883.HK	中国海洋石油	乐观假设	77.77	13.42	12.64	3.25	2.86	2.54	125,009	141,791	159,713	10.14	港元	
		中性假设	77.77	5.17	4.55	3.25	3.09	2.95	125,009	131,473	137,454			
		悲观假设	77.77	-33.55	6.10	3.25	4.88	4.60	125,009	83,072	88,143			

来源：Wind，Reuters，国金证券研究所

1.2、欧美出行超预期复苏，是原油需求核心驱动因素

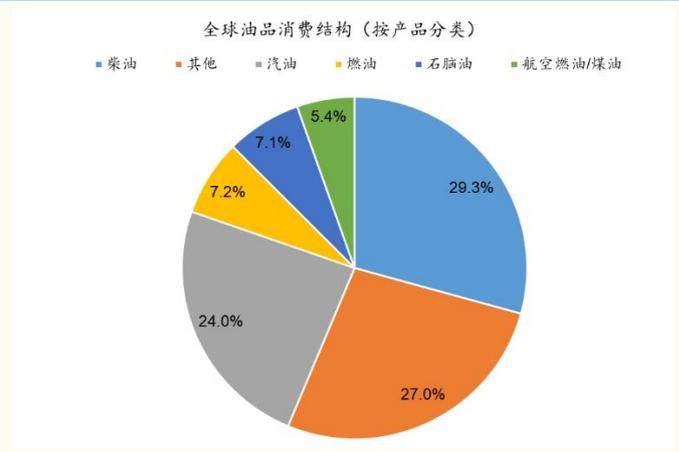
全球原油主要用于生产成品油，最终用于交通运输。在成品油方面，原油主要用于生产柴油及汽油并最终用于公路运输，全球有超过一半的原油最终用于交运，因此出行复苏对成品油及原油需求增长至关重要，若出行需求保持强劲，则原油需求就具备相当程度的支撑。

图表 14: 全球原油消费结构 (按行业分类)



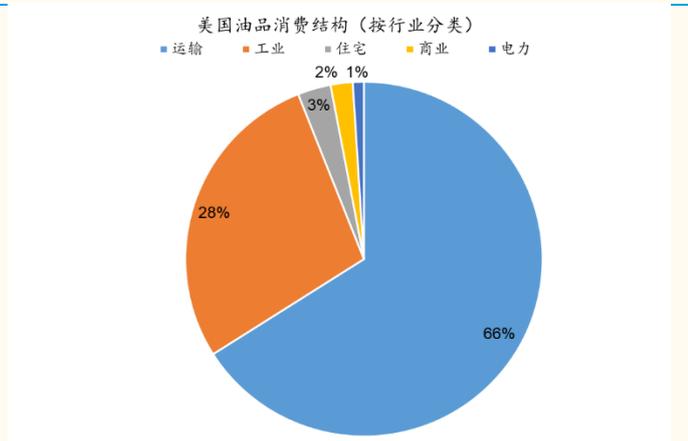
来源: 道达尔, 国金证券研究所

图表 15: 全球油品消费结构 (按产品分类)



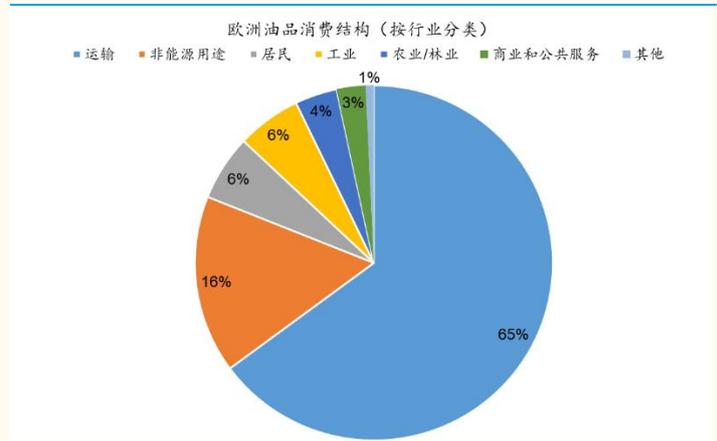
来源: BP, 国金证券研究所

图表 16: 美国油品消费结构 (按行业分类)



来源: EIA, 国金证券研究所

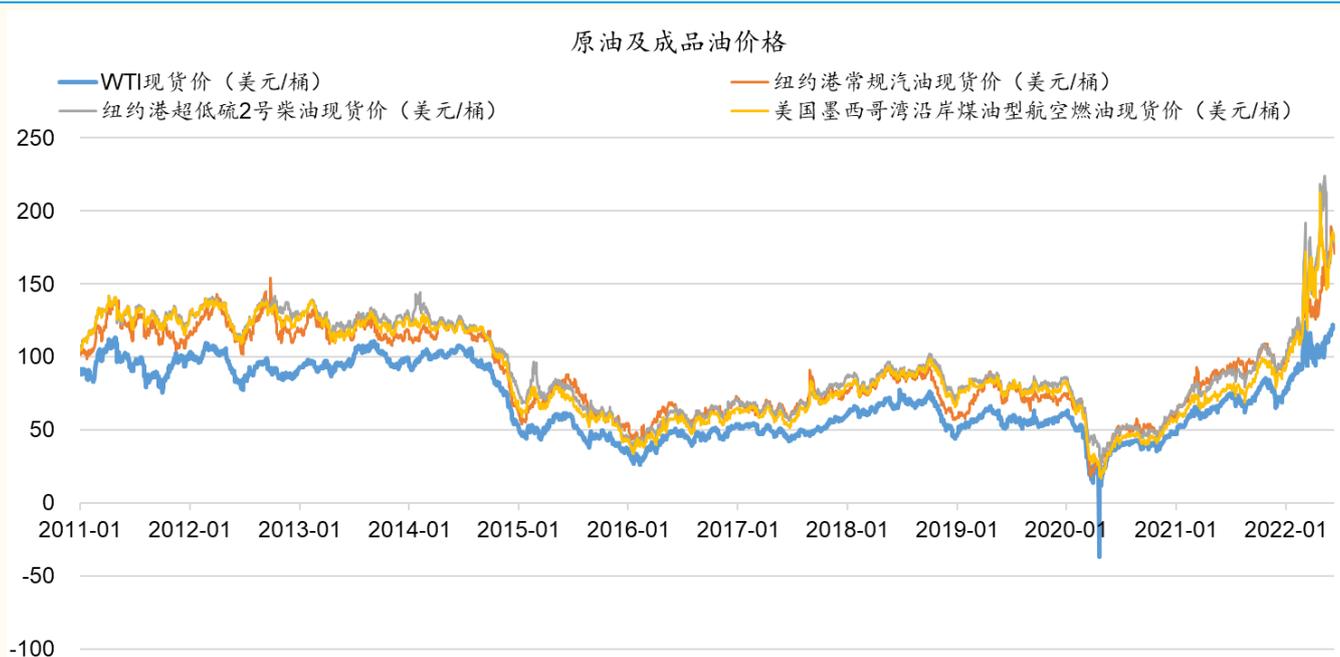
图表 17: 欧洲油品消费结构 (按行业分类)



来源: IEA, 国金证券研究所

美国汽油和航空煤油的需求有明显的季节性, 每年的 6-9 月通常为汽油和航空煤油的销售旺季, 柴油 (主要属于 2 号馏分油) 需求的季节性相对不明显。由于汽油为美国最主要的成品油品种, 因此成品油整体需求也呈现出明显的季节性。高油价尚未明显抑制欧美出行。由于原油价格上涨、需求复苏及欧美炼厂产能衰退等原因, 成品油价格在今年 2 月便已升至历史高点, 并随后开始一轮暴涨, 3 月 1 日至 6 月 1 日, 美国汽油、柴油、航空燃油市场价分别上涨 35%、26% 和 35%, 而同期 WTI 现货价上涨 11%, 成品油价格涨幅远高于原油。根据我们对出行数据及航班数据的观测, 疫情后欧美出行持续恢复。海外多国已放松防疫政策, 欧美出行持续恢复, 2022 年至今, 欧美出行指数几乎均高于 2020 年和 2021 年同期, 虽然成品油价格出现历史罕见的上涨, 但是欧美出行未明显受到高油价抑制, 因此疫情好转后海外出行需求具备充分的韧性。

图表 18：美国原油及成品油价格



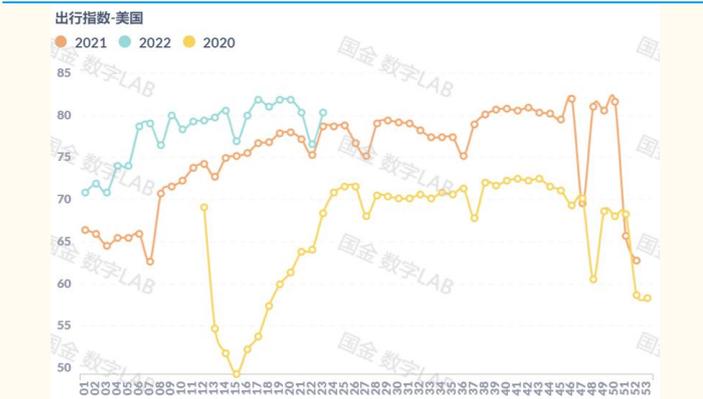
来源：EIA, 国金证券研究所

图表 19：新加坡原油及成品油价格



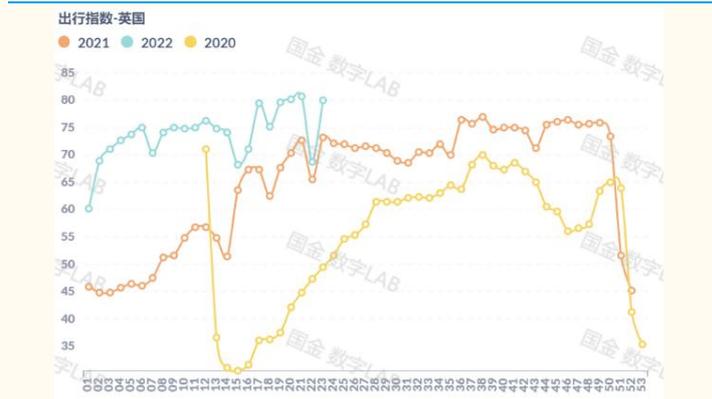
来源：Wind, 国金证券研究所

图表 20：出行指数-美国



来源：国金数字未来 LAB，国金证券研究所

图表 21：出行指数-英国



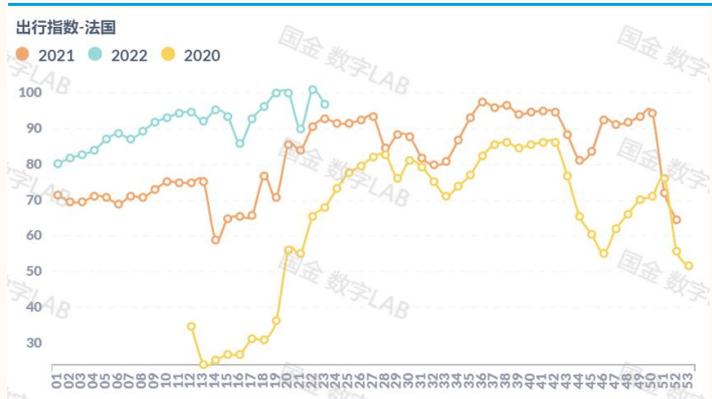
来源：国金数字未来 LAB，国金证券研究所

图表 22：出行指数-德国



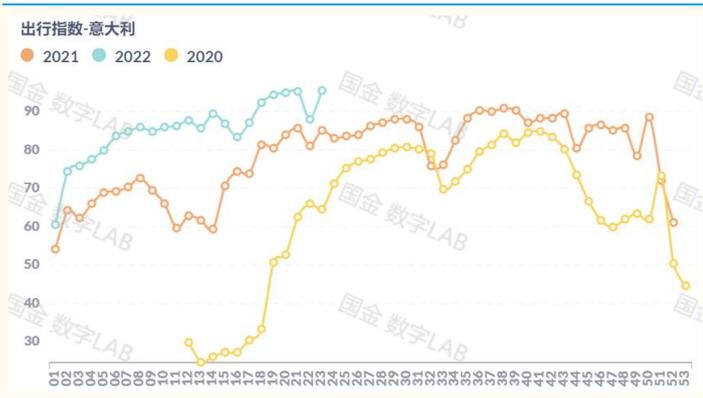
来源：国金数字未来 LAB，国金证券研究所

图表 23：出行指数-法国



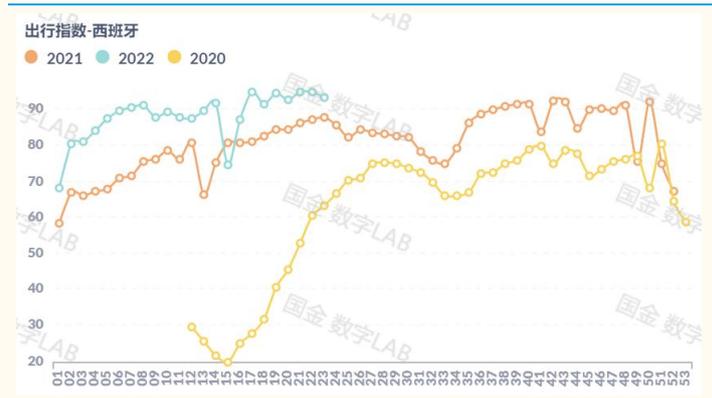
来源：国金数字未来 LAB，国金证券研究所

图表 24：出行指数-意大利



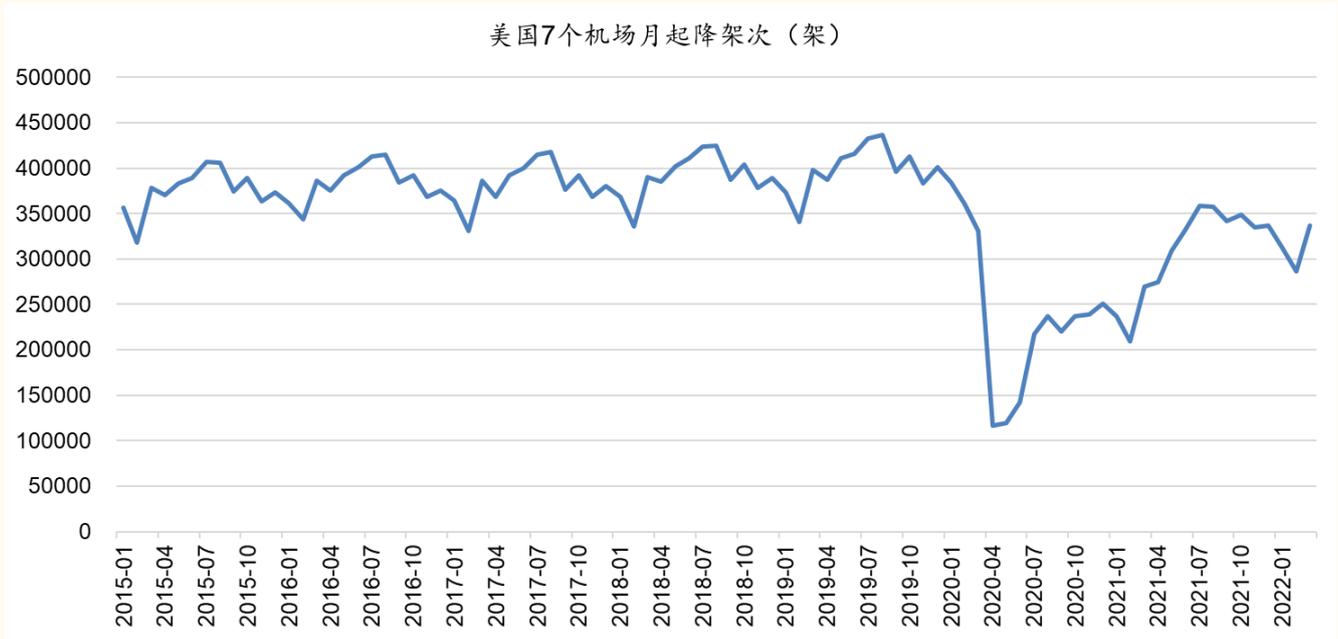
来源：国金数字未来 LAB，国金证券研究所

图表 25：出行指数-西班牙



来源：国金数字未来 LAB，国金证券研究所

图表 26：美国 7 个机场月起降架次



来源：Wind，国金证券研究所

图表 27：欧洲周航班数



来源：Eurocontrol，国金证券研究所

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、 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，当前奥密克戎对全球原油需求端影响已逐步减弱，但新型变种的出现存在对全球原油需求产生负面影响可能性。
- 3、 能源政策及制裁对企业经营的影响：中国油气企业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。
- 4、 汇率风险：全球原油价格主要由美元计价，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。
- 5、 其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响：由于第三方数据来源涉及联合国，各类商业机构，各国政府组织等，数据准确程度不一，从而有可能出现误差。

公司投资评级的说明：

- 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。

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。

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,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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;非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402