

## 行业研究

## 继续推荐国企改革主线，关注中沙合作新阶段能化领域机会

——石油化工行业周报第 292 期（20230306—20230312）

## 要点

**“三年行动”高质量圆满收官，持续深化国资国企改革提升竞争力。**2022年，决战决胜国企改革三年行动实现高质量圆满收官。3月3日，国务院国资委召开会议，对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署，提出国资国企要进一步提高政治站位，把企业价值创造行动抓紧抓细，务求取得工作实效。我们认为国有企业改革的持续深化、投资者关系管理的增强有助于提高资本市场对于国有企业的关注度、熟悉度和对其业绩的认可度，推动国有企业的估值修复。此外，化工上市企业经营情况稳定，相关财务指标表现健康。与民营企业相比，化工上市央企的资本开支总额较高，配以相对稳定的 ROA 收益，可为国企未来业绩的成长提供有力支撑。国有化工上市企业的资产负债率和流动比率保持相对稳定，现金流能力明显好于民营企业。

**新时代中沙战略伙伴关系再上新台阶，关注相关能源化工领域投资机会。**2023年3月10日，中华人民共和国、沙特阿拉伯王国、伊朗伊斯兰共和国发表三方联合声明。三国宣布，沙特和伊朗达成协议，同意恢复双方外交关系，在至多两个月内重开双方使馆和代表机构，安排互派大使，并探讨加强双边关系。该协定有望持续促进中沙、中伊合作，有利于促进能源化工领域双边合作，推进相关中沙、中伊合作项目顺利建成，持续关注相关能源化工领域投资机会。

**高分红+低估值蓝筹，国企改革主线下投资价值显现。**截至2023年3月10日，中国石油（A股）、中国石化（A股）、中国海洋石油（H股）分别累计现金分红数额分别达628.2亿元、517.1亿元、386.6亿元（人民币）。此外，纵向对比长周期估值数据，“三桶油”A股、H股均处在长周期以来较低水平，截至2023年3月10日，中国石油（A股）、中国石化（A股）、中国海油（A股）PB分别在0.74倍、0.80倍、1.47倍，中国石油股份（H股）、中国石油化工股份（H股）、中国海洋石油（H股）PB分别在0.53倍、0.63倍、0.86倍，A股、H股估值均处在长周期以来较低水平。此外，2018-2022年“三桶油”及华锦股份A股PB均值（0.8倍）低于海外龙头企业PB均值（1.7倍）；“三桶油”及华锦股份2018-2021年ROE均值（7.5%）高于海外龙头企业2018-2022年ROE均值（4.3%），从PB-ROE视角下，国有化工企业具有较明显的低估值属性，随着国有企业改革加速，低风险优势加持下，“三桶油”未来估值有望得到进一步修复。

**投资建议：**伴随化工上市国企资本开支的加大、新增产能项目的逐步释放、高附加值产品的突破与转型，化工上市国企的业绩水平将迎来新的高峰。建议关注标的：（1）立足能源行业高景气度，大力提高资本开支，上游油气行业上市央企有望实现长期发展，建议关注中国石油其子公司中油工程、大庆华科，中国石化及其子公司上海石化、石化油服，中国海油及其子公司中海油服、海油工程、海油发展；（2）受益于“两化”合并带来的产业协同等利好，建议关注扬农化工、鲁西化工、安迪苏、安道麦A、昊华科技、中化国际、沈阳化工；（3）建议关注受益于一体化优势的中国兵器旗下唯一石化板块上市公司华锦股份。（4）建议关注地方国企中的龙头白马万华化学、华鲁恒升和江苏索普。

**风险分析：**原油价格波动风险、政策落实不到位风险、项目建设进度不及预期风险、境内外业务拓展及经营风险、汇率风险。

石油化工  
增持（维持）

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人：蔡嘉豪

021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

## 行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

# 目录

|                                                |           |
|------------------------------------------------|-----------|
| <b>1、 国资国企改革进一步深化，国有化工上市企业估值中枢有望提升 .....</b>   | <b>5</b>  |
| 1.1、 能源结构转型背景下紧平衡或持续，传统能源企业利润中枢有望抬升 .....      | 5         |
| 1.2、 国企改革持续推进，2022 年全面完成“三年大行动”任务 .....        | 5         |
| 1.3、 化工上市央企估值低位，提升空间较大 .....                   | 6         |
| 1.4、 国有化工企业财务指标健康，经营状况良好 .....                 | 7         |
| <b>2、“三桶油”：高分红+低估值蓝筹，国企改革背景下投资价值显现 .....</b>   | <b>8</b>  |
| 2.1、 A+H 股高现金回报，持续分红维持投资者信心 .....              | 8         |
| 2.2、 估值处于长周期低位，新一轮股价修复空间显现 .....               | 9         |
| 2.3、 投资建议 .....                                | 11        |
| <b>3、 新时代中沙战略伙伴关系再上新阶，关注相关能源化工领域投资机会 .....</b> | <b>12</b> |
| <b>4、 原油价格和供需数据追踪 .....</b>                    | <b>13</b> |
| 4.1、 国际原油及天然气期货价格与持仓 .....                     | 13        |
| 4.2、 中国原油期货价格及持仓 .....                         | 14        |
| 4.3、 原油及石油制品库存情况 .....                         | 15        |
| 4.4、 石油需求情况 .....                              | 16        |
| 4.5、 石油供给情况 .....                              | 18        |
| 4.6、 炼油及石化产品情况 .....                           | 19        |
| 4.7、 其他金融变量 .....                              | 20        |
| <b>5、 风险分析 .....</b>                           | <b>21</b> |

## 图目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 图 1：化工上市企业营业收入及分布（亿元） .....             | 7  |
| 图 2：化工上市企业归母净利润及分布（亿元） .....            | 7  |
| 图 3：化工上市企业经营性净现金流/营业收入 .....            | 8  |
| 图 4：化工上市企业期间费率 .....                    | 8  |
| 图 5：化工上市企业长期股权投资（亿元） .....              | 8  |
| 图 6：化工上市企业短期借款（亿元） .....                | 8  |
| 图 7：“三桶油”（A 股）股息率（%） .....              | 9  |
| 图 8：“三桶油”（H 股）股息率（%） .....              | 9  |
| 图 9：“三桶油”PB-MRQ（A 股） .....              | 9  |
| 图 10：“三桶油”PB-MRQ（H 股） .....             | 10 |
| 图 11：中国石油企业与世界石油企业 PE-G 估值对比 .....      | 10 |
| 图 12：中国石油企业与世界石油企业 PB-ROE 估值对比 .....    | 10 |
| 图 13：原油价格走势（美元/桶） .....                 | 13 |
| 图 14：布伦特-WTI 现货结算价差（美元/桶） .....         | 13 |
| 图 15：布伦特-迪拜现货结算价差（美元/桶） .....           | 13 |
| 图 16：WTI 总持仓（万张） .....                  | 13 |
| 图 17：WTI 净多头持仓（万张） .....                | 13 |
| 图 18：美国亨利港天然气价格（美元/mmBtu） .....         | 14 |
| 图 19：荷兰 TTF 天然气期货价格（欧元/MWh） .....       | 14 |
| 图 20：原油期货主力合约结算价（元/桶） .....             | 14 |
| 图 21：布伦特原油期货主力合约价差（人民币元/桶） .....        | 14 |
| 图 22：原油期货主力合约总持仓量（万张） .....             | 14 |
| 图 23：原油期货主力合约成交量（万张） .....              | 14 |
| 图 24：美国原油及石油制品总库存（百万桶） .....            | 15 |
| 图 25：美国原油库存（百万桶） .....                  | 15 |
| 图 26：美国汽油库存（百万桶） .....                  | 15 |
| 图 27：美国馏分油库存（百万桶） .....                 | 15 |
| 图 28：OECD 整体库存（百万桶） .....               | 15 |
| 图 29：OECD 原油库存（百万桶） .....               | 15 |
| 图 30：新加坡库存（百万桶） .....                   | 16 |
| 图 31：阿姆斯特丹-鹿特丹-安特卫普（ARA）库存（百万桶） .....   | 16 |
| 图 32：全球原油需求及预测（百万桶/日） .....             | 16 |
| 图 33：IEA 对 2023 年原油需求增长的预测（百万桶/日） ..... | 16 |
| 图 34：美国汽油消费及预测（百万桶/日） .....             | 16 |
| 图 35：美国炼厂开工率（%） .....                   | 16 |
| 图 36：英法德意汽油需求（千桶/日） .....               | 17 |
| 图 37：印度汽油需求（千桶/日） .....                 | 17 |
| 图 38：中国原油进口量（万吨） .....                  | 17 |
| 图 39：中国原油加工量（万吨） .....                  | 17 |

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图 40: 欧洲炼厂开工率 (%)             | 17 |
| 图 41: 山东地炼开工率 (%)             | 17 |
| 图 42: 全球原油产量 (百万桶/日)          | 18 |
| 图 43: 全球钻机数 (座)               | 18 |
| 图 44: 非 OPEC 国家产量增长预期 (百万桶/日) | 18 |
| 图 45: OPEC 总产量及沙特产量 (千桶/天)    | 18 |
| 图 46: 利比亚、尼日利亚月度产量 (千桶/天)     | 18 |
| 图 47: 俄罗斯原油产量 (万桶/日)          | 18 |
| 图 48: 美国原油产量 (千桶/日)           | 19 |
| 图 49: 美国页岩油产区原油产量 (千桶/日)      | 19 |
| 图 50: 美国钻机数 (座)               | 19 |
| 图 51: 美国库存井数 (口)              | 19 |
| 图 52: 石脑油裂解价差 (美元/吨)          | 19 |
| 图 53: PDH 价差 (美元/吨)           | 19 |
| 图 54: MTO 价差 (美元/吨)           | 20 |
| 图 55: 新加坡汽油-原油价差 (美元/桶)       | 20 |
| 图 56: 新加坡柴油-原油价差 (美元/桶)       | 20 |
| 图 57: 新加坡航空煤油-原油价差 (美元/桶)     | 20 |
| 图 58: WTI 和标准普尔               | 20 |
| 图 59: WTI 和美元指数               | 20 |
| 图 60: 原油运输指数(BDTI)            | 21 |

## 表目录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 表 1: 国企改革“1+N”政策体系相关指导文件  | 5  |
| 表 2: 代表性国有化工上市企业的 PB 分位水平 | 6  |
| 表 3: 国有、海外代表性化工企业估值指标     | 10 |
| 表 4: 国有、海外代表性化工企业财务、估值指标  | 11 |

# 1、 国资国企改革进一步深化，国有化工上市企业估值中枢有望提升

## 1.1、 能源结构转型背景下紧平衡或持续，传统能源企业利润中枢有望抬升

**能源结构转型背景下紧平衡或持续，传统能源企业估值中枢有望抬升。**2020年9月中国明确提出2030年“碳达峰”与2060年“碳中和”目标，“十四五”我国能源低碳转型进入重要窗口期，在当前能源结构转型的背景下，传统能源新增产能有所受限。2023年初，地缘政治风险仍未消解，大宗商品价格波动剧烈，全球供应链冲击或仍将持续，长期来看，供需紧平衡格局有望驱动传统能源利润中枢抬升。

**全球经济增长多重风险交织，拥抱优质能源国企确定性配置机遇。**进入2023年，国内国际形势仍然错综复杂，冲突和地缘经济矛盾已经引发了一系列深度互联的全球风险，此外，美元持续激进加息、疫情影响仍未消解、全球经济基本面有所下挫，多重风险交织下，由于优质国有能源企业具有高分红特性，使其相对低分红企业具有较高的确定性优势，企业持续的现金流收益有望增厚投资者风险缓冲垫，优质能源国企的投资价值得以显现。我们认为，在2023年经济动能切换和落实稳增长的政策背景下，以“三桶油”企业为代表的优质能源国企具有高分红和低估值的特性，叠加紧平衡驱动传统能源企业利润中枢不断抬升，国有优质能源企业有望迎来新一轮价值重估机遇。

## 1.2、 国企改革持续推进，2022 年全面完成“三年大行动”任务

2020年5月22日，“国企改革三年大行动”由国务院总理李克强在十三届全国人大三次会议上所作的《2020年国务院政府工作报告》中提出。2020年6月30日，中央全面深化改革委员会第十四次会议审议通过了《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》。2021年1月19日，国务院国资委秘书长、新闻发言人彭华岗表示，力争到2021年底完成国企改革三年行动总体改革任务的70%以上，在重要领域、关键环节取得实质性突破，为2022年全面完成三年行动任务奠定坚实基础。2022年，国企改革三年行动实现高质量圆满收官。

表 1：国企改革“1+N”政策体系相关指导文件

|                               |                  |                            |                 |
|-------------------------------|------------------|----------------------------|-----------------|
| <b>核心指导</b>                   |                  |                            |                 |
| 《关于深化国有企业改革的指导意见》             | 2015 年 8 月 24 日  |                            |                 |
| <b>分类推进国有企业改革</b>             |                  |                            |                 |
| 《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》          | 2015 年 12 月 7 日  | 《关于完善中央企业功能分类考核的实施方案》      | 2016 年 8 月 24 日 |
| <b>完善现代企业制度</b>               |                  |                            |                 |
| 《关于进一步完善国有企业法人治理结构的指导意见》      | 2017 年 4 月 24 日  | 《关于印发中央企业公司制改制工作实施方案的通知》   | 2017 年 7 月 18 日 |
| 《关于改革国有企业工资决定机制的意见》           | 2018 年 5 月 13 日  | 《金融机构国有股权董事议案审议操作指引》       | 2019 年 1 月 23 日 |
| <b>完善国有资产管理体制</b>             |                  |                            |                 |
| 《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》     | 2015 年 10 月 25 日 | 《关于全面推进法治央企建设的意见》          | 2015 年 12 月 8 日 |
| 《国务院国资委推进国资监管法治机构建设实施方案》      | 2016 年 8 月 2 日   | 《关于完善国有金融资本管理的指导意见》        | 2018 年 6 月 30 日 |
| 《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》 | 2018 年 7 月 14 日  |                            |                 |
| <b>发展混合所有制经济</b>              |                  |                            |                 |
| 《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》          | 2015 年 9 月 23 日  | 《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》 | 2016 年 8 月 2 日  |

|                                     |                                    |                                                  |
|-------------------------------------|------------------------------------|--------------------------------------------------|
| 《关于深化混合所有制改革试点若干政策的意见》              | 2017 年 11 月 29 日 《中央企业混合所有制改革操作指引》 | 2019 年 10 月 31 日                                 |
| 《关于鼓励和规范国有企业投资项目引入非国有资本的指导意见》       | 2015 年 10 月 26 日                   |                                                  |
| <b>强化监督防止国有资产流失</b>                 |                                    |                                                  |
| 《关于加强和改进企业国有资产监督防止国有资产流失的意见》        | 2015 年 10 月 31 日 《企业国有资产交易监督管理办法》  | 2016 年 6 月 24 日                                  |
| 《关于深化国有企业和国有资本审计监督的若干意见》            | 2015 年 12 月 5 日 《中央企业境外投资监督管理办法》   | 2017 年 1 月 7 日                                   |
| 《中央企业投资监督管理办法》                      | 2017 年 1 月 7 日                     |                                                  |
| <b>加强和改进党对国有企业的领导</b>               |                                    |                                                  |
| 《关于在深化国有企业改革中坚持党的领导加强党的建设若干意见》      | 2015 年 6 月 5 日                     |                                                  |
| <b>为国有企业改革创造良好环境</b>                |                                    |                                                  |
| 《关于贯彻落实<中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见>的通知》 | 2015 年 9 月 16 日                    | 《关于国有企业职工家属区“三供一业”分离移交工作指导意见的通知》 2016 年 6 月 11 日 |

资料来源：国务院办公厅，国资委，发改委，财政部，光大证券研究所整理

### 1.3、 化工上市央企处估值低位，提升空间较大

为了能够直观的体现当前国有化工上市企业的 PB 在其历史上的位置，我们采取了绝对分位和相对分位这两种不同的分位计算方法来进行其评估：

(1) **绝对分位值**：对应 PB 在历史 PB 数值序列中的排位水平

**绝对分位值**= (数值序列中小于当前 PB 的数值个数) / (全部 PB 数值个数)

(2) **相对分位值**：对应 PB 在历史 PB 区间中的相对水平

**相对分位值**= (当前 PB-历史 PB 最小值) / (历史 PB 最大值-历史 PB 最小值)

从 PB 估值角度来看，国有化工企业的估值水平始终低于化工行业整体，且当前国有化工上市企业特别是化工上市央企的估值水平处于历史底部位置。自 2018 年 11 月下旬开始，石化化工上市央企的整体 PB 估值（PB-MRQ，下同）基本均低于 1.0。截至 2023 年 3 月 3 日，上市央企的整体 PB 仅为 0.90，当前 PB 处于自 2014 年以来 40%的绝对分位水平和 23%的相对分位水平。

我们分别从中国石油体系、中国石化体系、中国海油体系、“两化”（中国中化集团有限公司、中国化工集团及二者合并成的中国中化）体系选取了 14 家上市公司，外加华锦股份、万华化学、华鲁恒升等其他体系的优秀上市央企和代表性地方国有上市企业，共计 17 家国有上市企业，对其 PB 估值的绝对水平和相对水平进行了测算。

表 2：代表性国有化工上市企业的 PB 分位水平

| 企业名称      | 测算区间            | 当前 PB | 区间最大值 | 区间最小值 | 绝对分位值 | 相对分位值 |
|-----------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中国石油      | 2014.01-2023.03 | 0.75  | 2.28  | 0.61  | 24.8% | 8.1%  |
| 中油工程      | 2017.01-2023.03 | 0.75  | 2.23  | 0.54  | 49.7% | 12.3% |
| 中国石化      | 2014.01-2023.03 | 0.77  | 1.73  | 0.63  | 32.4% | 13.3% |
| 上海石化      | 2014.01-2023.03 | 1.34  | 7.73  | 1.06  | 16.2% | 4.1%  |
| 石化油服      | 2015.01-2023.03 | 5.48  | 16.50 | 2.29  | 48.0% | 22.4% |
| 中国海油（H 股） | 2014.01-2023.03 | 0.88  | 1.82  | 0.60  | 32.0% | 22.8% |
| 中海油服      | 2014.01-2023.03 | 2.02  | 3.08  | 1.15  | 81.7% | 45.1% |
| 海油工程      | 2014.01-2023.03 | 1.33  | 3.81  | 0.75  | 62.9% | 19.0% |
| 海油发展      | 2019.01-2023.03 | 1.54  | 2.71  | 1.13  | 81.2% | 26.3% |
| 扬农化工      | 2014.01-2023.03 | 3.92  | 9.00  | 1.96  | 61.2% | 27.8% |
| 鲁西化工      | 2014.01-2023.03 | 1.61  | 3.85  | 0.81  | 56.1% | 26.1% |
| 安迪苏       | 2016.01-2023.03 | 1.63  | 4.10  | 1.55  | 2.4%  | 3.3%  |
| 安道麦 A     | 2017.07-2023.03 | 0.97  | 4.33  | 0.82  | 30.6% | 4.3%  |

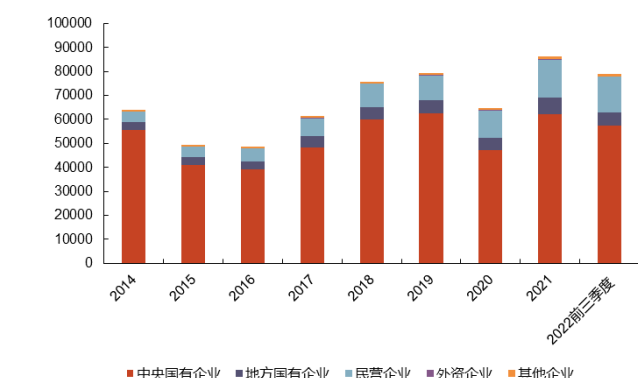
|      |                 |      |       |      |       |       |
|------|-----------------|------|-------|------|-------|-------|
| 昊华科技 | 2019.01-2023.03 | 5.35 | 6.42  | 1.09 | 94.5% | 80.1% |
| 华锦股份 | 2014.01-2023.03 | 0.89 | 3.05  | 0.58 | 53.7% | 12.4% |
| 万华化学 | 2014.01-2023.03 | 4.33 | 10.29 | 2.31 | 65.1% | 25.4% |
| 华鲁恒升 | 2014.01-2023.03 | 2.92 | 5.50  | 0.96 | 77.7% | 43.2% |

资料来源：Wind，光大证券研究所整理数据截至 2023-03-03

## 1.4、 国有化工企业财务指标健康，经营状况良好

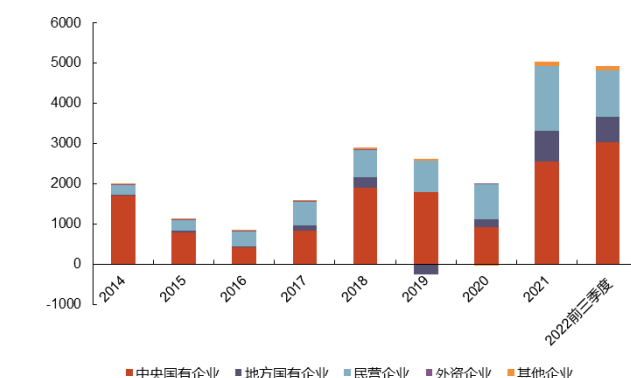
国有化工企业的低估值并不代表着国有企业经营状况不佳。2022 年前三季度化工上市企业的营业收入总额为 78914 亿元，同比增长 27%，2020 年和 2021 年国有化工上市企业的营收占比分别为 80.91%和 80.06%。2022 前三季度国有化工上市企业的营收总额为 63000 亿元，占比约为 79.8%。归母净利润方面，2022 年前三季度化工上市企业的归母净利润总额为 4929 亿元，同比增长 23%，2020 年和 2021 年国有化工上市企业的归母净利润占比分别为 56.5%和 65.9%。2022 前三季度国有化工上市企业的归母净利润总额为 3660 亿元，占比约为 74.2%。

图 1：化工上市企业营业收入及分布（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 2：化工上市企业归母净利润及分布（亿元）

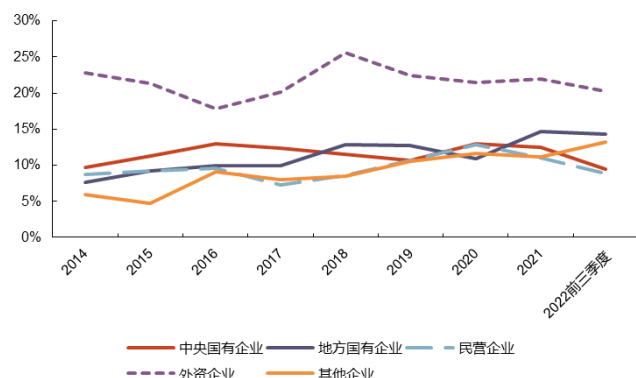


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

在现金流方面，如以企业经营性净现金流与营业收入之比作为参考指标，2014-2017 年间化工上市央企较地方国有企业和民营企业拥有更好的现金流，2018 年开始化工上市地方国有企业的现金流状况反超央企，但是 2021-2022 年前三季度化工上市央企的现金流情况依然略好于民营企业。在费用率方面，2014-2019 年间化工上市央企的费用率明显低于其他类型企业，2020 年费用率有所回升主要是因为化工上市央企营业收入的下降幅度较大，虽然相关费用总额有所下滑，但整体费用率仍有所回升。2021-2022 年前三季度，化工央企的期间费用率持续下降，至 2022 前三季度为五类企业中最低。

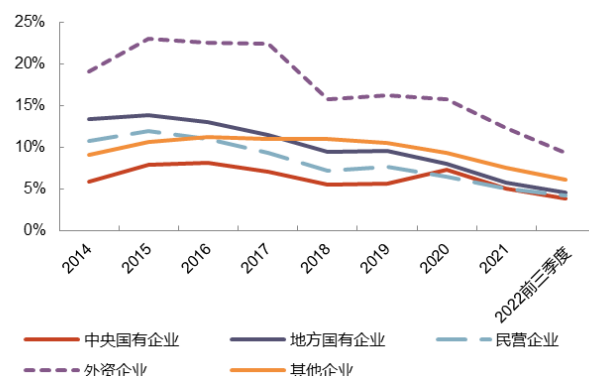
在资产结构方面，为实现国有企业资产的保值增值，化工上市央企的长期股权投资自 2016 年开始持续快速增长，由 2015 年末的 1633 亿元增长至 2022Q3 末的 5524 亿元，2015 年末至 2022Q3 化工上市央企长期股权投资总额的年均复合增长率达到了 19%。在负债结构方面，化工上市央企的短期借款额在近几年虽有一定波动但整体呈现明显的下降趋势，2022Q3 末化工上市央企的短期借款总额为 1428 亿元，约为 2015 年末短期借款总额的 72%。而民营企业的短期借款额则呈现明显上升趋势，化工上市地方国有企业的短期借款则保持相对稳定。

图 3：化工上市企业经营性净现金流/营业收入



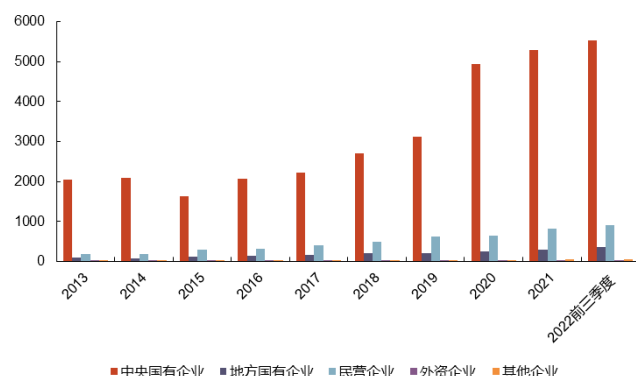
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 4：化工上市企业期间费率



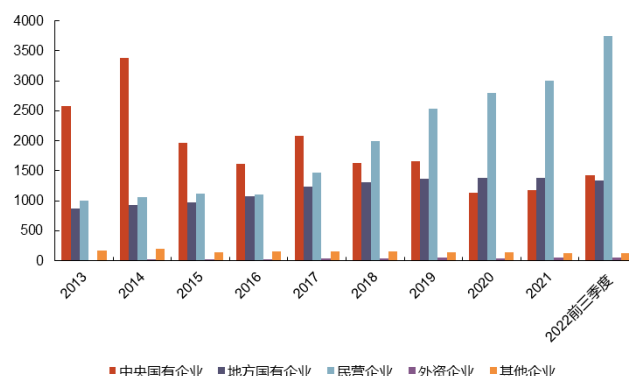
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 5：化工上市企业长期股权投资（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 6：化工上市企业短期借款（亿元）



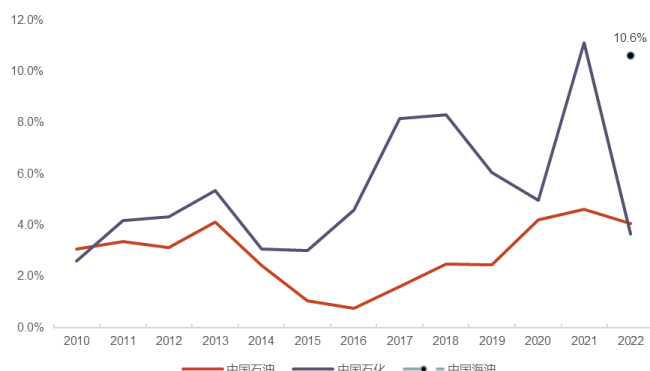
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

## 2、“三桶油”：高分红+低估值蓝筹，国企改革背景下投资价值显现

### 2.1、A+H 股高现金回报，持续分红维持投资者信心

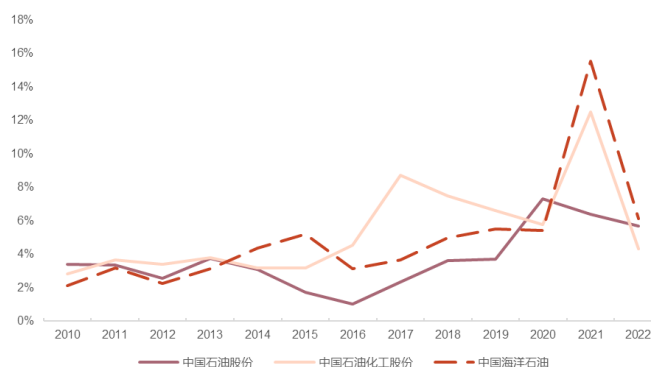
从历史数据来看，“三桶油”企业分红水平维持在较高水平。截至 2023 年 3 月 10 日，中国石油（A 股）、中国石化（A 股）、中国海洋石油（H 股）分别累计现金分红次数达 30 次、42 次、48 次，累计现金分红数额分别达 628.2 亿元、517.1 亿元、386.6 亿元（人民币）。2022 年，中国石油、中国石化、中国海油 A 股股息率分别在 4.1%、3.7%、10.6%，H 股股息率分别在 5.7%、4.3%、6.1%，相比 A 股分红较高。从 2010 年以来的长周期看，中国石油、中国石化、中国海油股息率大多能够保持在 2% 以上，现金分红处在较高水平。

图 7：“三桶油”（A 股）股息率（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理；注：A 股股息率=年单位分红/当年年末收盘价

图 8：“三桶油”（H 股）股息率（%）



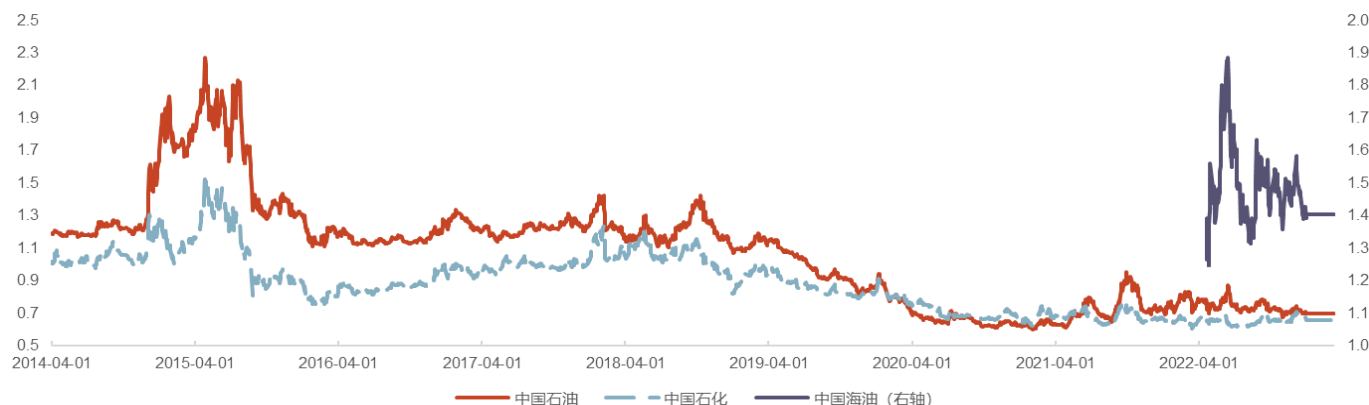
资料来源：Wind，光大证券研究所整理；注：H 股股息率=每股派息/当年年末收盘价

## 2.2、 估值处于长周期低位，新一轮股价修复空间显现

### PB 位于长周期以来底部区间，国企龙头或迎价值重估机遇

PB 位于长周期以来底部区间，国企龙头或迎估值修复。纵向对比长周期数据，“三桶油”A 股、H 股估值均处在长周期以来较低水平，截至 2023 年 3 月 10 日，中国石油（A 股）、中国石化（A 股）、中国海油（A 股）PB 分别在 0.7 倍、0.7 倍、1.4 倍，中国石油股份（H 股）、中国石油化工股份（H 股）、中国海洋石油（H 股）PB 分别在 0.5 倍、0.6 倍、0.9 倍，A 股、H 股估值均处在长周期以来较低水平，随着国资国企改革逐步推动，优质石化央企的配置价值有望显现。

图 9：“三桶油” PB-MRQ（A 股）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2023-03-10

图 10：“三桶油” PB-MRQ (H 股)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 数据截至 2023-03-10

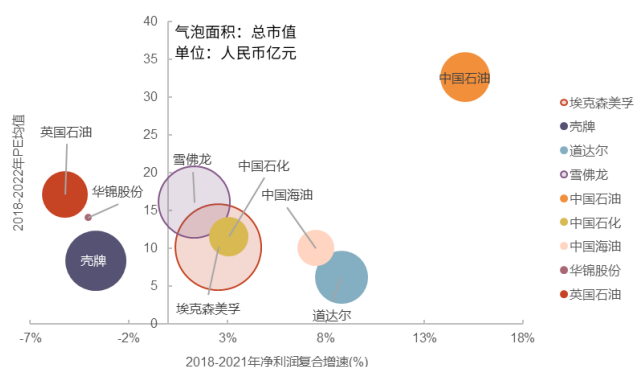
### 对标海外石化龙头，国有能源企业估值较低

我们选取 2018-2022 年时间维度的数据，从 PE-G 视角和 PB-ROE 视角分别对比海外油气龙头公司和“三桶油”及华锦股份：

(1) 在 PE-G 视角下，2018-2022 年“三桶油”及华锦股份 A 股 PE 均值 (17.1 倍) 高于海外上市企业 PE 均值 (10.2 倍)，从净利润复合增速来看，“三桶油”及华锦股份 2018-2021 年净利润复合增速在 5.4%，高于海外上市龙头企业 2018-2022 年净利润复合增速 (0.7%)。

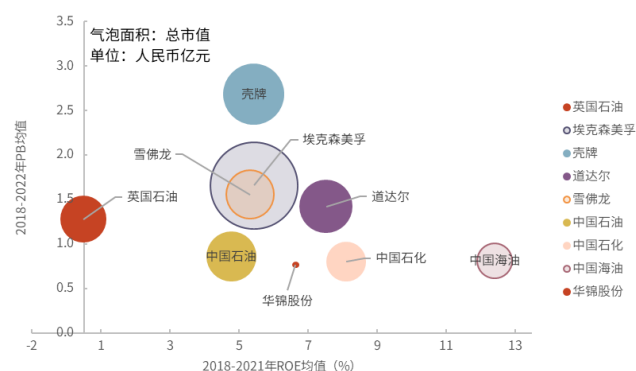
(2) 在 PB-ROE 视角下，2018-2022 年“三桶油”及华锦股份 A 股 PB 均值 (0.8 倍) 低于海外龙头企业 PB 均值 (1.7 倍)。此外，“三桶油”及华锦股份 2018-2021 年 ROE 均值 (7.5%) 高于海外龙头企业 2018-2022 年 ROE 均值 (4.3%)，从 PB-ROE 视角下，A 股国有化工企业具有较明显的低估值属性，随着国有企业改革加速，低风险优势加持下，“三桶油”未来估值有望得到进一步修复。

图 11：中国石油企业与世界石油企业 PE-G 估值对比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理；注 1：其中 A 股 2022 年年报未披露，因此全部取 2018-2021 年净利润复合增速；注 2：总市值数据截至 2023-03-10

图 12：中国石油企业与世界石油企业 PB-ROE 估值对比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理；注：其中 A 股 2022 年年报未披露，因此全部取 2018-2021 年 ROE 均值；注 2：总市值数据截至 2023-03-10

表 3：国有、海外代表性化工企业估值指标

| 证券代码 | 证券名称 | 总市值<br>(RMB 亿元) | 2018-2021 年 |            | 2018-2022 年 |       |
|------|------|-----------------|-------------|------------|-------------|-------|
|      |      |                 | 净利润复合增速     | ROE 均值 (%) | PE 均值       | PB 均值 |
| BP.N | 英国石油 | 8,216           | -5.24%      | -0.02      | 17.13       | 1.28  |

|           |       |        |        |       |       |      |
|-----------|-------|--------|--------|-------|-------|------|
| XOM.N     | 埃克森美孚 | 30,950 | 2.54%  | 4.94  | 10.18 | 1.66 |
| SHEL.N    | 壳牌    | 14,681 | -3.68% | 4.93  | 8.35  | 2.68 |
| TTE.N     | 道达尔   | 11,121 | 8.79%  | 7.02  | 6.21  | 1.42 |
| CVX.N     | 雪佛龙   | 21,321 | 1.32%  | 4.82  | 16.09 | 1.56 |
| 601857.SH | 中国石油  | 9,617  | 15.06% | 4.27  | 32.66 | 0.86 |
| 600028.SH | 中国石化  | 5,952  | 3.07%  | 7.61  | 11.57 | 0.80 |
| 600938.SH | 中国海油  | 5,034  | 7.49%  | 11.91 | 10.02 | 0.81 |
| 000059.SZ | 华锦股份  | 123    | -4.07% | 6.14  | 14.08 | 0.77 |

资料来源：Wind，光大证券研究所整理，总市值数据截至 2023-03-10

国有石化企业估值水平较低，财务水平较为稳定。剔除负值后观察国有、海外代表性石化企业估值指标，截至 3 月 10 月，国有化工龙头企业中，中国石油、中国石化、中国海油的 H 股 PE-TTM 分别为 5.8 倍、8.0 倍、4.3 倍，相较于同行业公司 A 股估值及海外石化龙头 PE-TTM 更低。此外，从 PB 角度来看，中国石油、中国石化、中国海油 A 股 PB-MRQ 分别为 0.74 倍、0.80 倍、1.47 倍，H 股 PB (MRQ) 分别为 0.53 倍、0.63 倍、0.86 倍，明显低于海外石化代表性企业。此外，横向对比利润指标、资本结构指标、运营能力指标等，国有石油石化企业资本结构较为平衡，周转状况良好。综合对比来看，国有化工企业未来估值向上修正空间较大。

表 4：国有、海外代表性化工企业财务、估值指标

| 证券名称       | 总市值<br>(RMB 亿元) | PE<br>(TTM) | PB<br>(MRQ) | 22Q3 总营收<br>(RMB 亿元) | 净利润/营业总收入<br>(TTM) (%) | 权益乘数<br>22Q3 (%) | 总资产周转率<br>22Q3 (次) |
|------------|-----------------|-------------|-------------|----------------------|------------------------|------------------|--------------------|
| 英国石油       | 8,216           | -47.0       | 1.75        | 12,700               | -0.5                   | 4.9              | 0.6                |
| 埃克森美孚      | 30,950          | 7.9         | 2.28        | 22,639               | 13.9                   | 2.0              | 0.9                |
| 壳牌         | 14,681          | 5.0         | 1.11        | 20,274               | 11.1                   | 2.3              | 0.7                |
| 道达尔        | 11,121          | 7.8         | 1.43        | 14,181               | 8.0                    | 3.0              | 0.6                |
| 雪佛龙        | 21,321          | 8.6         | 1.92        | 13,500               | 14.5                   | 1.6              | 0.8                |
| 中国石油       | 9,617           | 7.3         | 0.74        | 24,554               | 4.9                    | 1.8              | 0.9                |
| 中国石化       | 5,952           | 9.2         | 0.80        | 24,533               | 2.3                    | 2.2              | 1.2                |
| 中国海油       | 5,034           | 6.6         | 1.47        | 3,111                | 32.9                   | 1.6              | 0.4                |
| 华锦股份       | 123             | 13.2        | 0.85        | 355                  | 2.0                    | 2.1              | 1.1                |
| 中国石油 (H 股) | 9,617           | 5.8         | 0.53        | 24,554               | 4.9                    | 2.1              | 0.9                |
| 中国石化 (H 股) | 5,952           | 8.0         | 0.63        | 22,531               | 2.4                    | 2.6              | 1.1                |
| 中国海油 (H 股) | 5,034           | 4.3         | 0.86        | 2,971                | 35.1                   | 1.6              | 0.3                |

资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2023-03-10

## 2.3、投资建议

在我国的化工行业发展历程中，国有企业特别是中石化、中石油、中海油等央企及其附属企业，凭借其庞大的规模和较高的资本投入持续支撑并推动着我国化工行业不断向前发展。与更偏成长性的民营企业相比，央企的业绩增长速度相对平缓，但其业绩增长相对稳定且各项财务指标具有较低的波动性并持续向好发展。此外，在国有企业改革不断深化的政策背景下，国有优质央企具有低估值+高分红的低风险性优势，国有企业投资属性有望持续显现。未来随着传统能源供需趋紧，行业供需格局有望修复，传统能源国企利润中枢有望抬升，优质能源国企或将迎来新的估值修复空间。

**建议关注标的：**（1）立足能源行业高景气度，大力提高资本开支，上游油气行业上市央企有望实现长期发展，建议关注**中国石油其子公司中油工程、大庆华科，中国石化及其子公司上海石化、石化油服，中国海油及其子公司中海油服、**

海油工程、海油发展；（2）受益于“两化”合并带来的产业协同等利好，建议关注扬农化工、鲁西化工、安迪苏、安道麦 A、昊华科技、中化国际、沈阳化工；（3）中沙合作迈入新阶段，建议关注受益于一体化优势的中国兵器旗下唯一石化板块上市公司华锦股份。（4）建议关注地方国企中的龙头白马万华化学、华鲁恒升和江苏索普。

### 3、新时代中沙战略伙伴关系再上新台阶，关注相关能源化工领域投资机会

2023 年 3 月 10 日，中华人民共和国、沙特阿拉伯王国、伊朗伊斯兰共和国发表三方联合声明。三国宣布，沙特和伊朗达成协议，同意恢复双方外交关系，在至多两个月内重开双方使馆和代表机构，安排互派大使，并探讨加强双边关系。该协定有望持续促进中沙、中伊合作，有利于促进能源化工领域双边合作，持续推进相关中沙、中伊合作项目顺利建成。建议关注华锦股份。

#### 携手沙特阿美推进炼化项目，中沙合作推进背景下项目落地可期

华锦股份作为中国兵器工业集团旗下唯一的石化板块上市公司和国内特大型炼油化工一体化综合性石油化工企业之一，现已拥有辽宁盘锦、辽宁葫芦岛、新疆库车三个生产基地，石油化工、化学肥料、道路沥青三大主营业务板块，形成了 800 万吨/年炼油、50 万吨/年乙烯、100 万吨/年道路沥青、90 万吨/年润滑油基础油、132 万吨/年尿素的生产规模，规模优势和纵向一体化优势将使其在行业景气复苏后持续受益。

2022 年 3 月 10 日，沙特阿美做出最终投资决定，其合资公司华锦阿美石油化工有限公司将参与中国东北地区大型炼油化工一体化联合装置（以下简称“盘锦项目”）的开发。华锦阿美炼化一体化项目正在建设中，盘锦项目原油加工能力为 30 万桶/日（折合 1500 万吨/年），有望于 2024 年正式投入商业运营。该项目包括 1500 万吨/年炼油、150 万吨/年乙烯、130 万吨/年对二甲苯装置，沙特阿美将为联合装置提供最多 21 万桶/日（折合约 1000 万吨/年）的原油，保障项目原油供应。项目拟采用霍尼韦尔 UOP 系列先进技术、工艺包设计及相关服务，以助北方华锦炼油石化生产装置实现高效稳定运营。未来随着集团 1500 万吨/年新炼化基地项目的建成，华锦股份有望适时参与该项目建设，提升公司石油化工和精细化工板块的竞争力。

#### 兵器工业集团精细化工及原料工程项目稳步推进

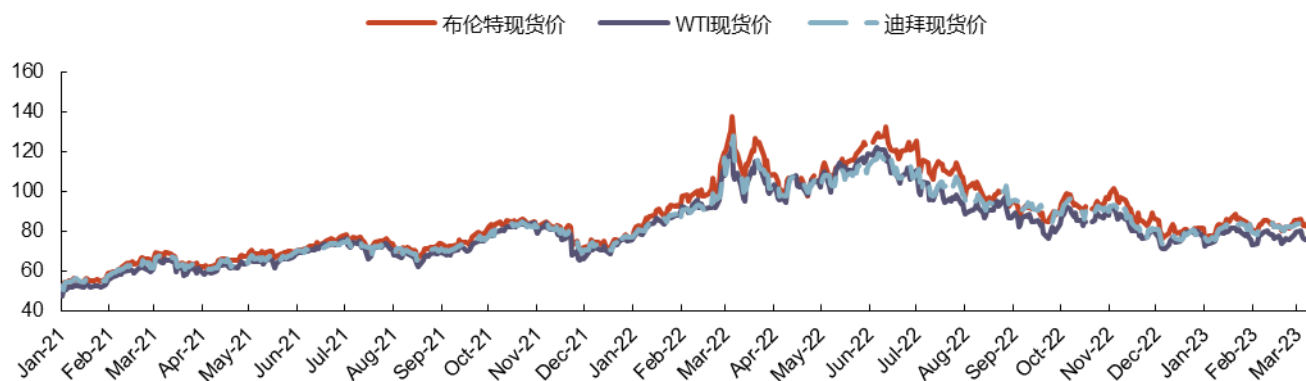
据华锦股份于投资者平台披露，兵器工业集团精细化工及原料工程项目已完成核准、能评、环评、建设用地规划许可证等手续办理工作。目前，项目开工所需的政府审批已经全部完成。兵器工业集团精细化工及原料工程项目总投资达 837 亿元，共有炼油、化工、煤化工三个部分组成。（1）炼油部分共建设 17 套生产装置，包括常减压装置、轻烃回收装置、高丙烯催化裂化装置、气分装置、碳二回收装置、产品精制装置、煤柴油加氢装置、蜡油加氢裂化装置、柴油加氢裂化装置、渣油加氢装置、汽油加氢装置、焦化石脑油加氢装置、芳烃联合装置、硫磺回收装置、酸性水汽提装置、溶剂再生装置、延迟焦化装置。（2）化工部分共建设 13 套生产装置，包括乙烯装置、环氧乙烷/乙二醇装置、乙苯/苯乙烯装置、2 套高密度聚乙烯装置、全密度聚乙烯装置、2 套聚丙烯装置、双氧水装置/环氧丙烷装置、聚醚多元醇装置、丁二烯抽提装置、裂解汽油加氢联合装置、碳四联合装置。（3）煤化工部分共建 2 套生产装置，包括煤制氢联合、煤制氢硫磺回收装置，项目预计 2025 年机械竣工，该项目有助于保障下游精细化工板块的原料供应，持续加成公司原料成本优势。

**风险提示：**原材料价格波动风险，新增产能投放进度不及预期风险。

## 4、原油价格和供需数据追踪

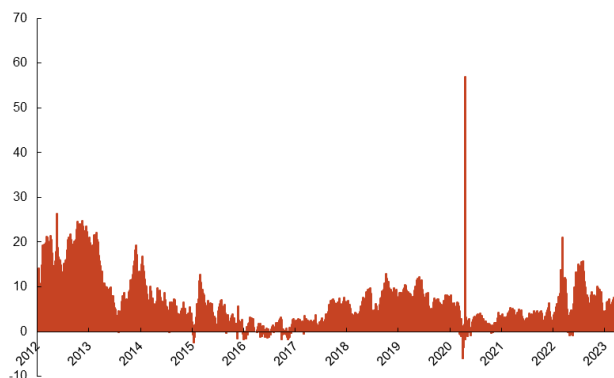
### 4.1、国际原油及天然气期货价格与持仓

图 13：原油价格走势（美元/桶）



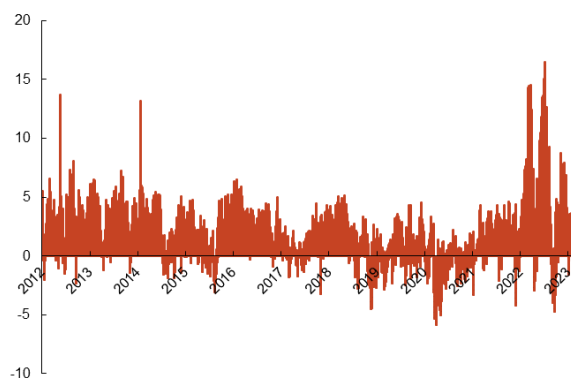
资料来源：Wind，光大证券研究所整理数据截至 2023-03-10，下同

图 14：布伦特-WTI 现货结算价差（美元/桶）



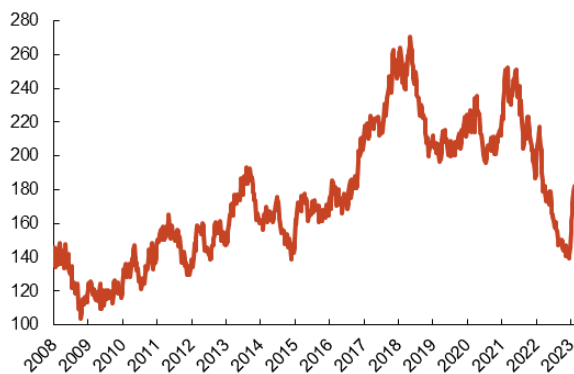
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 15：布伦特-迪拜现货结算价差（美元/桶）



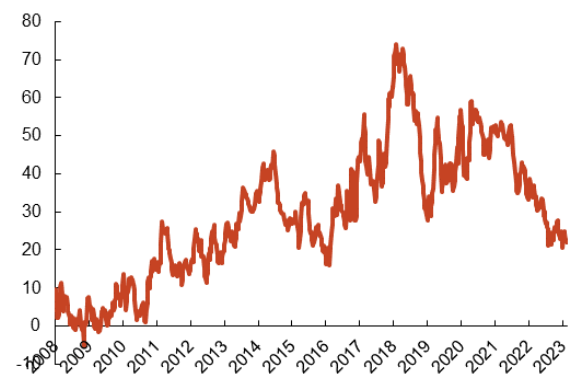
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 16：WTI 总持仓（万张）



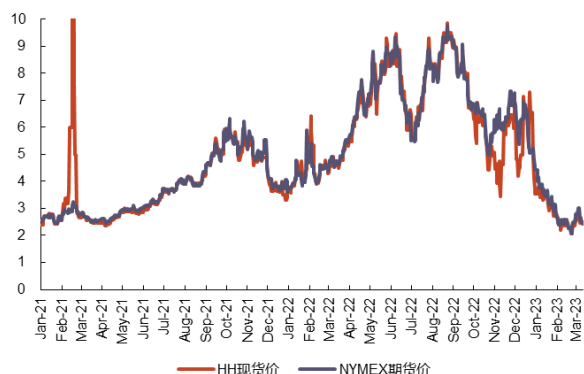
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 17：WTI 净多头持仓（万张）



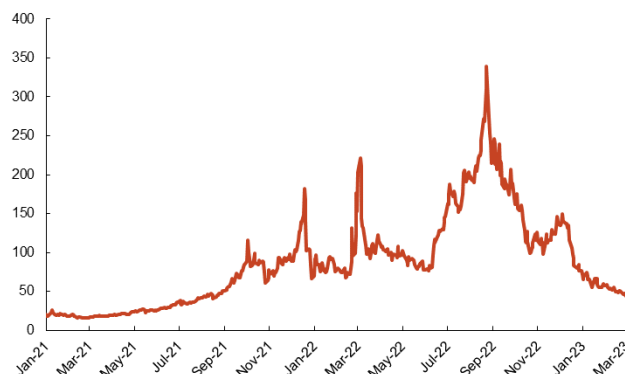
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 18：美国亨利港天然气价格（美元/mmBtu）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 19：荷兰 TTF 天然气期货价格（欧元/MWh）



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理

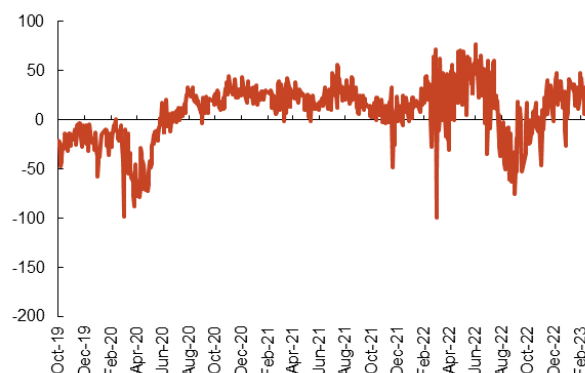
## 4.2、中国原油期货价格及持仓

图 20：原油期货主力合约结算价（元/桶）



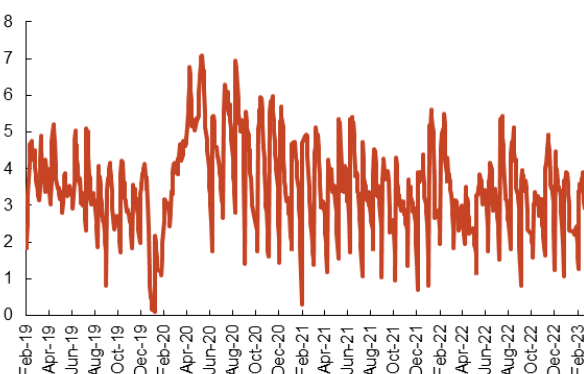
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 21：布伦特原油期货主力合约价差（人民币元/桶）



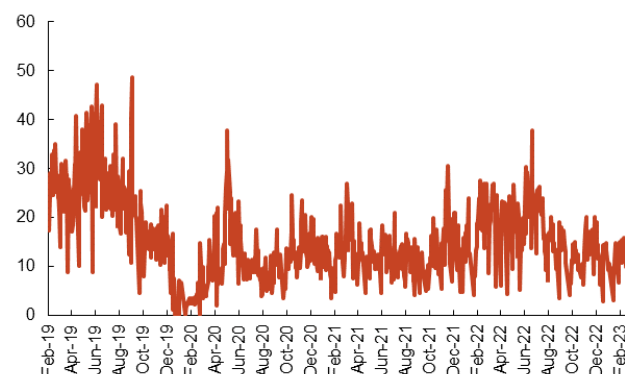
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 22：原油期货主力合约总持仓量（万张）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

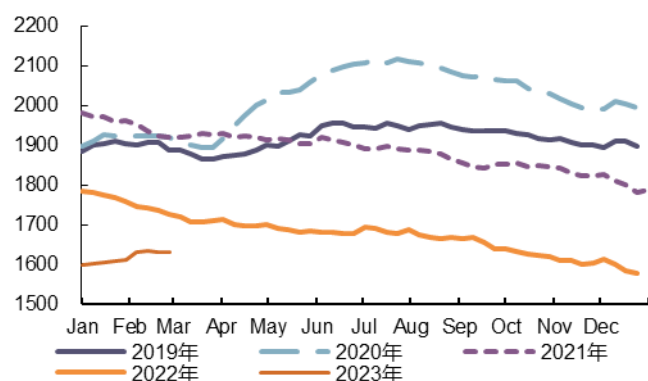
图 23：原油期货主力合约成交量（万张）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

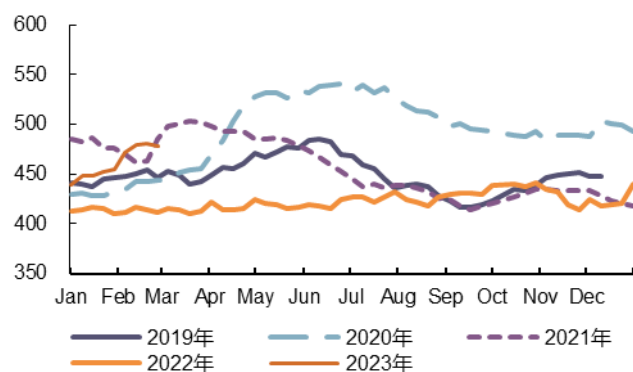
### 4.3、原油及石油制品库存情况

图 24：美国原油及石油制品总库存（百万桶）



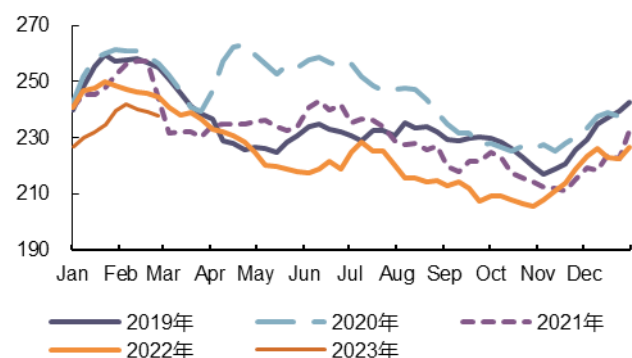
资料来源：Wind，光大证券研究所整理数据截至 2023-03-03

图 25：美国原油库存（百万桶）



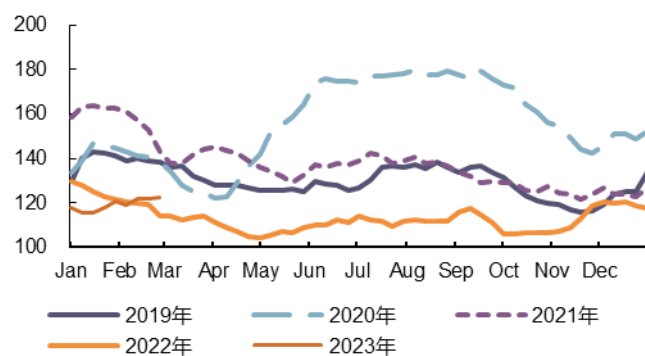
资料来源：Wind，光大证券研究所整理数据截至 2023-03-03

图 26：美国汽油库存（百万桶）



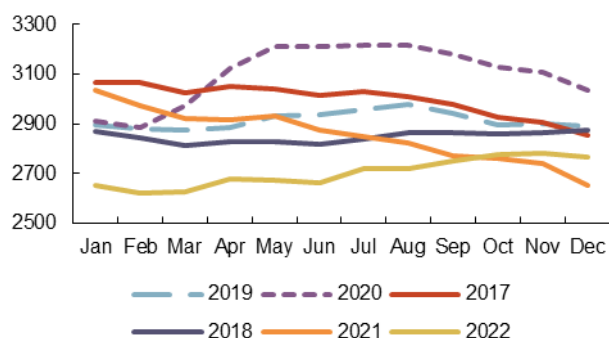
资料来源：Wind，光大证券研究所整理数据截至 2023-03-03

图 27：美国馏分油库存（百万桶）



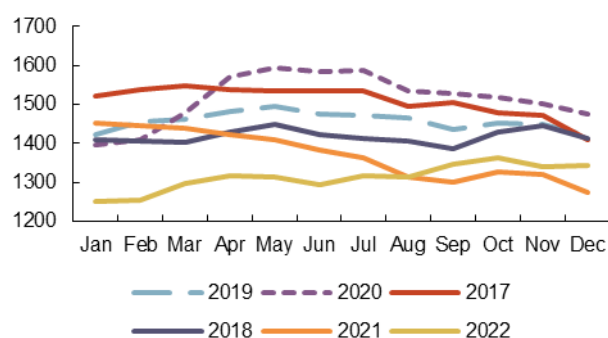
资料来源：Wind，光大证券研究所整理数据截至 2023-03-03

图 28：OECD 整体库存（百万桶）



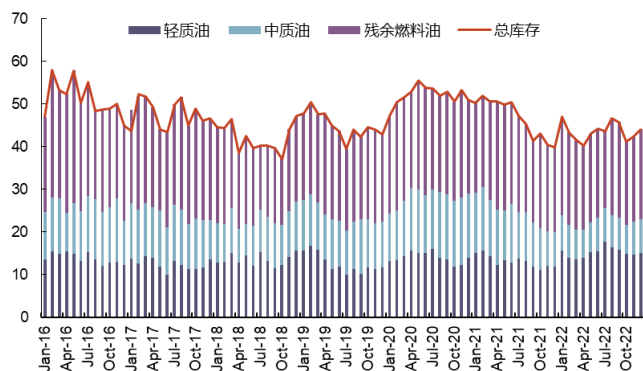
资料来源：Wind，OPEC，光大证券研究所整理数据截至 2022-12

图 29：OECD 原油库存（百万桶）



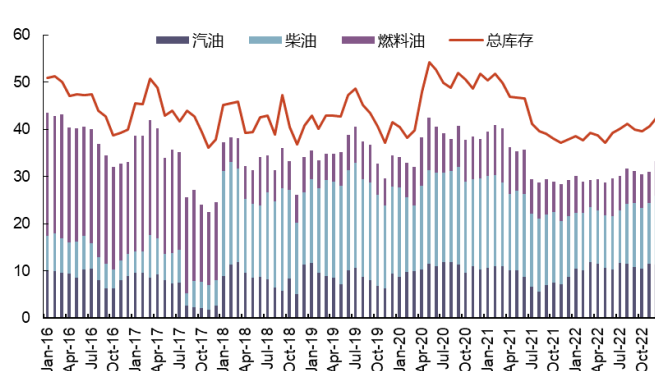
资料来源：Wind，OPEC，光大证券研究所整理数据截至 2022-12

图 30：新加坡库存（百万桶）



资料来源：iFinD，OPEC，光大证券研究所整理数据截至 2022-11

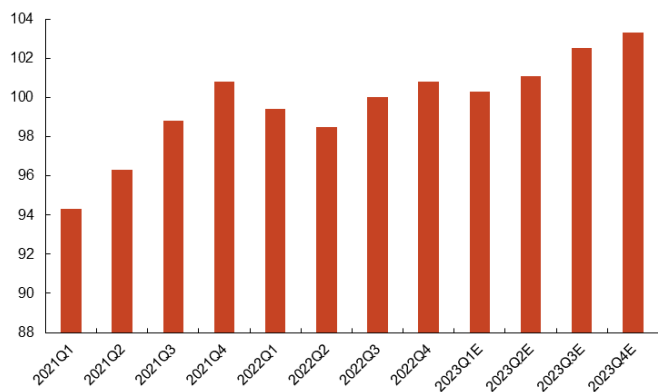
图 31：阿姆斯特丹-鹿特丹-安特卫普（ARA）库存（百万桶）



资料来源：iFinD，OPEC，光大证券研究所整理数据截至 2022-11

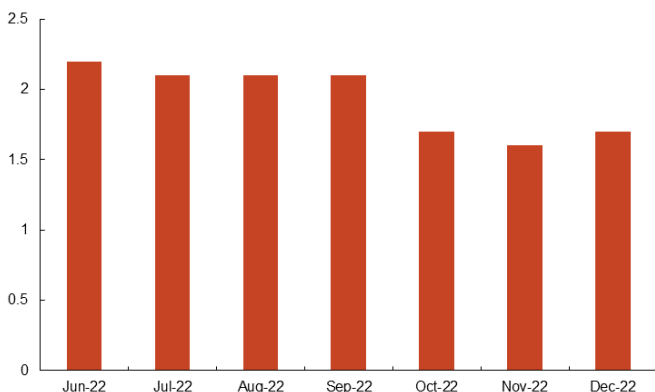
## 4.4、石油需求情况

图 32：全球原油需求及预测（百万桶/日）



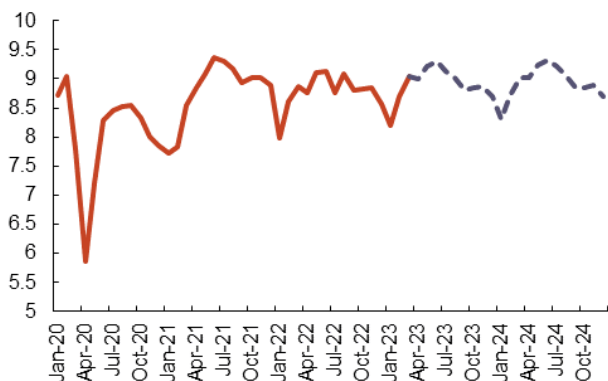
资料来源：IEA 预测，光大证券研究所整理

图 33：IEA 对 2023 年原油需求增长的预测（百万桶/日）



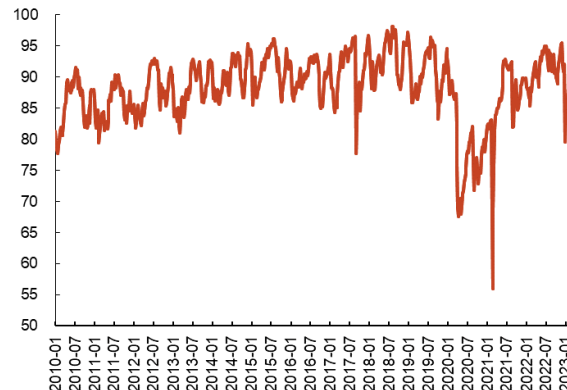
资料来源：IEA 预测，光大证券研究所整理

图 34：美国汽油消费及预测（百万桶/日）



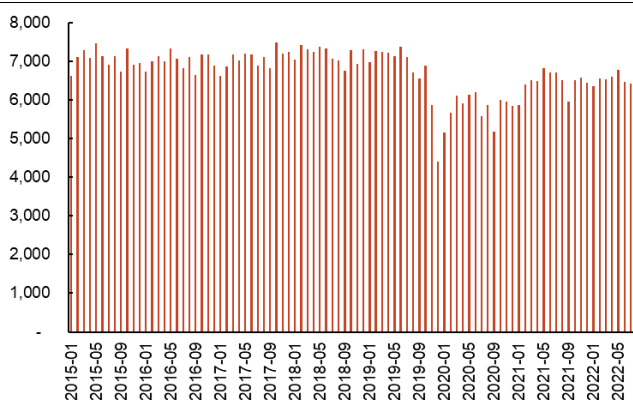
资料来源：EIA，光大证券研究所整理数据截至 2023-03

图 35：美国炼厂开工率（%）



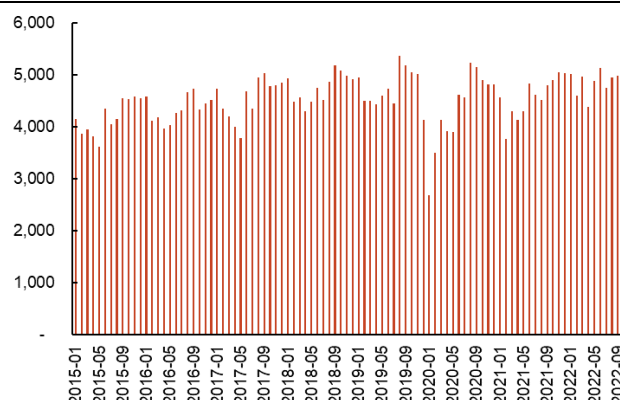
资料来源：EIA，光大证券研究所整理数据截至 2023-03-03

图 36：英法德意汽油需求（千桶/日）



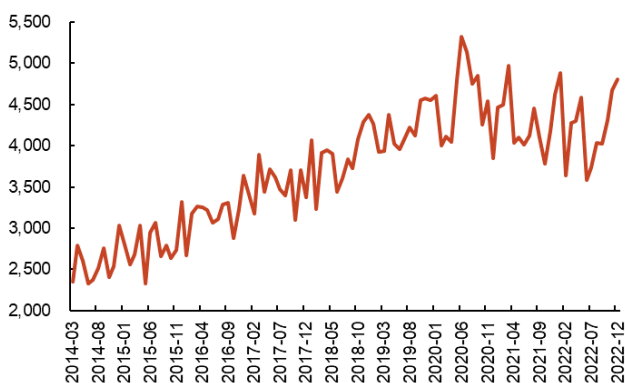
资料来源：OPEC，光大证券研究所整理数据截至 2022-11

图 37：印度汽油需求（千桶/日）



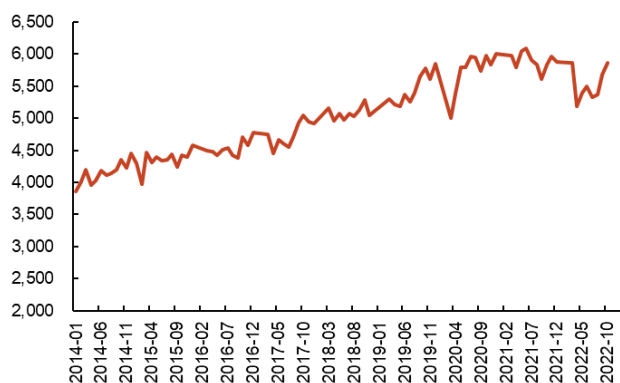
资料来源：OPEC，光大证券研究所整理数据截至 2022-12

图 38：中国原油进口量（万吨）



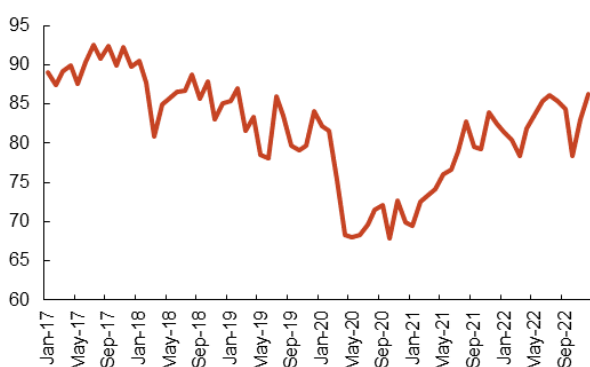
资料来源：Wind，光大证券研究所整理数据截至 2022-12

图 39：中国原油加工量（万吨）



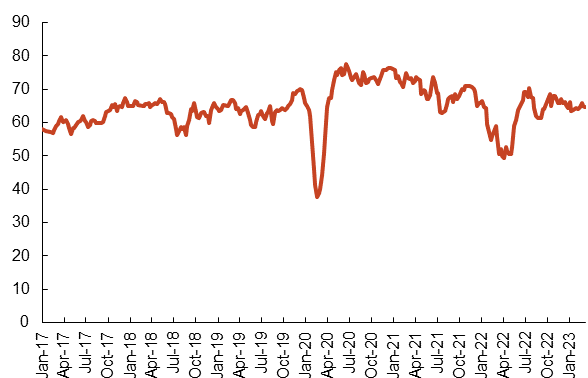
资料来源：Wind，光大证券研究所整理数据截至 2022-12

图 40：欧洲炼厂开工率（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理数据截至 2022-12

图 41：山东地炼开工率（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理数据截至 2023-03-09

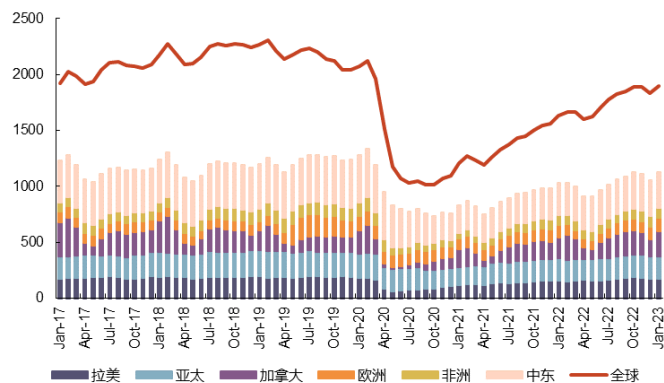
## 4.5、石油供给情况

图 42：全球原油产量（百万桶/日）



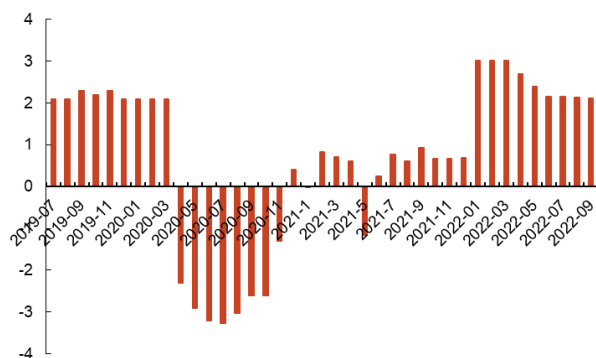
资料来源：IEA，光大证券研究所整理数据截至 2022-08

图 43：全球钻机数（座）



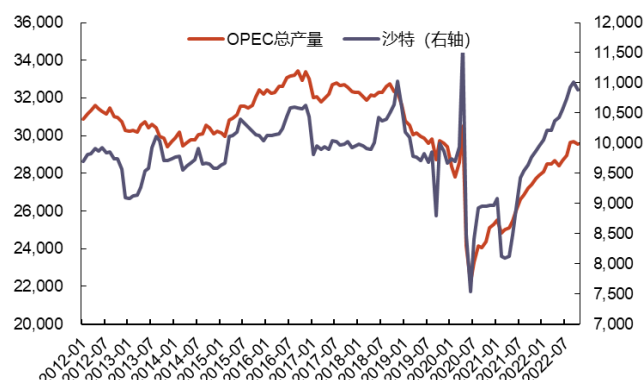
资料来源：BakerHughes，光大证券研究所整理数据截至 2022-10

图 44：非 OPEC 国家产量增长预期（百万桶/日）



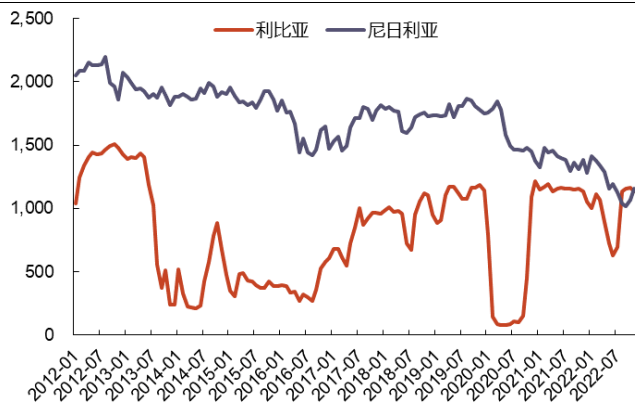
资料来源：IEA，光大证券研究所整理数据截至 2022-09

图 45：OPEC 总产量及沙特产量（千桶/天）



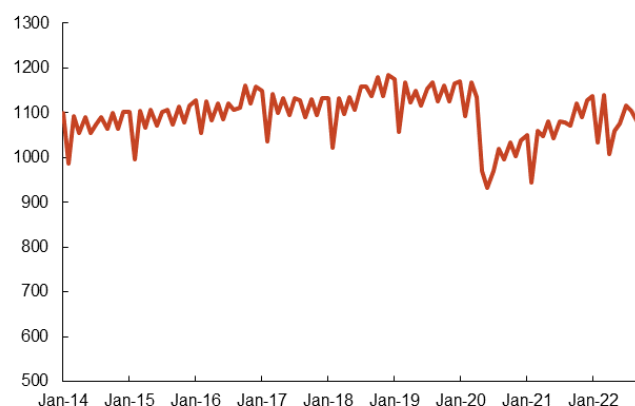
资料来源：OPEC，光大证券研究所整理数据截至 2022-12

图 46：利比亚、尼日利亚月度产量（千桶/天）



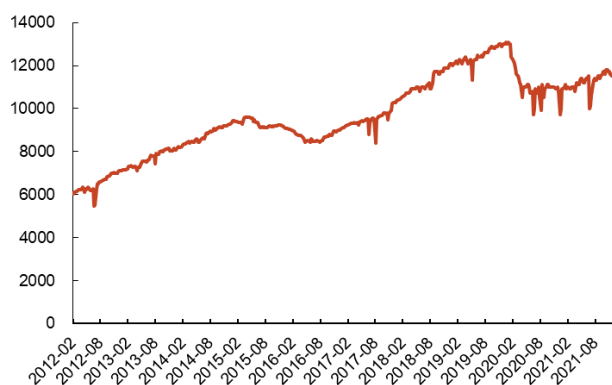
资料来源：OPEC，光大证券研究所整理数据截至 2022-12

图 47：俄罗斯原油产量（万桶/日）



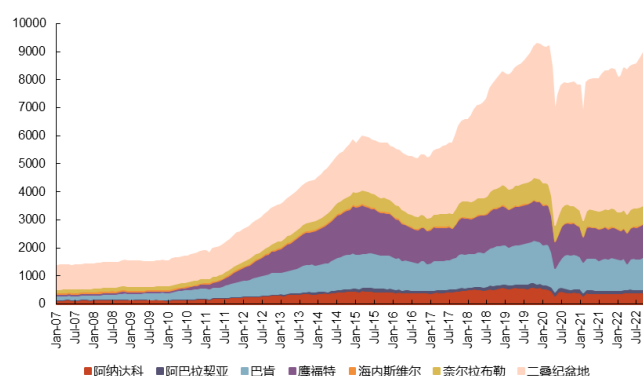
资料来源：俄罗斯能源部，光大证券研究所整理数据截至 2022-11

图 48：美国原油产量（千桶/日）



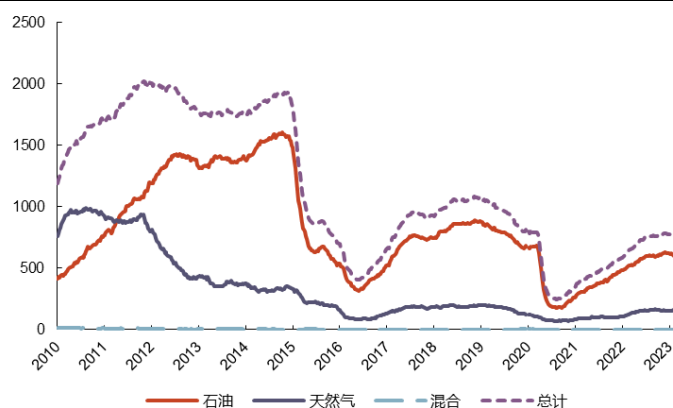
资料来源：EIA，光大证券研究所整理数据截至 2023-01-27

图 49：美国页岩油产区原油产量（千桶/日）



资料来源：EIA，光大证券研究所整理数据截至 2022-12

图 50：美国钻机数（座）



资料来源：BakerHughes，光大证券研究所整理

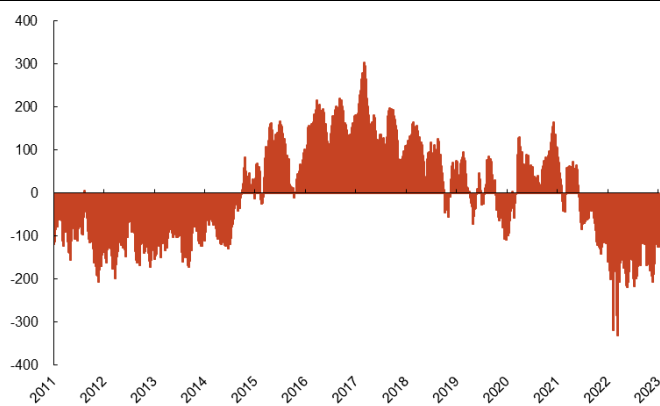
图 51：美国库存井数（口）



资料来源：EIA，光大证券研究所整理数据截至 2022-12

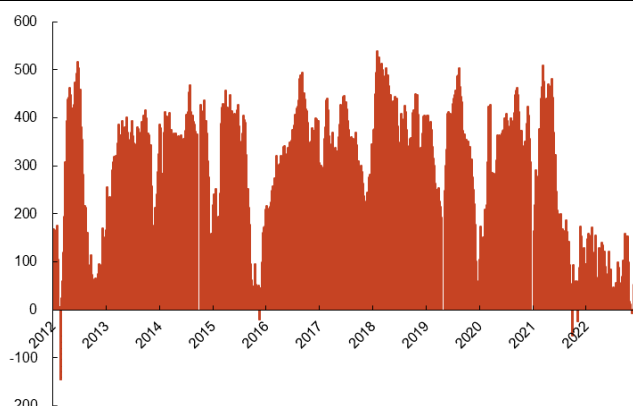
## 4.6、炼油及石化产品情况

图 52：石脑油裂解价差（美元/吨）



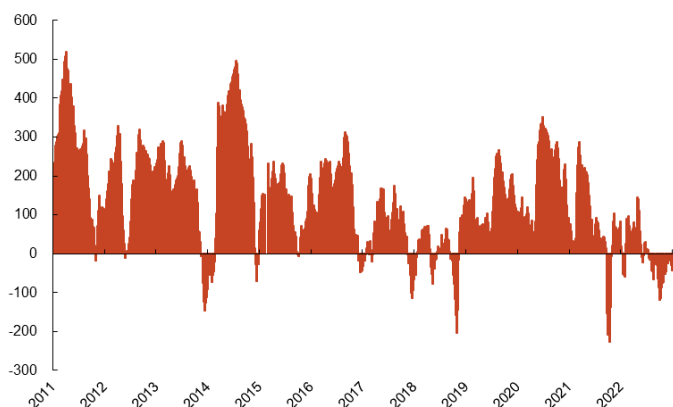
注：价差=(0.3\*乙烯+0.15\*丙烯+0.05\*丁二烯+0.1\*纯苯)-石脑油  
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 53：PDH 价差（美元/吨）



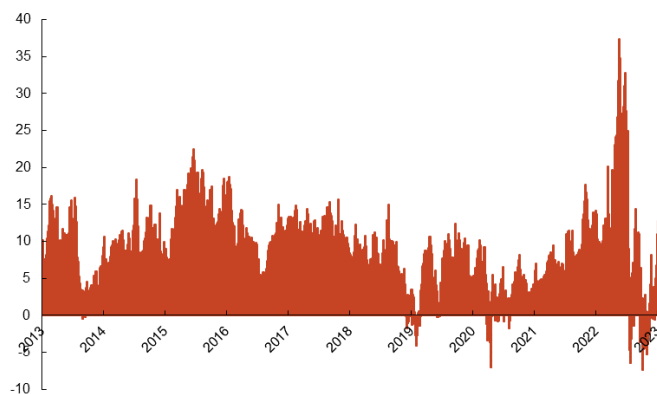
注：价差=丙烯-1.2\*丙烷  
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 54: MTO 价差 (美元/吨)



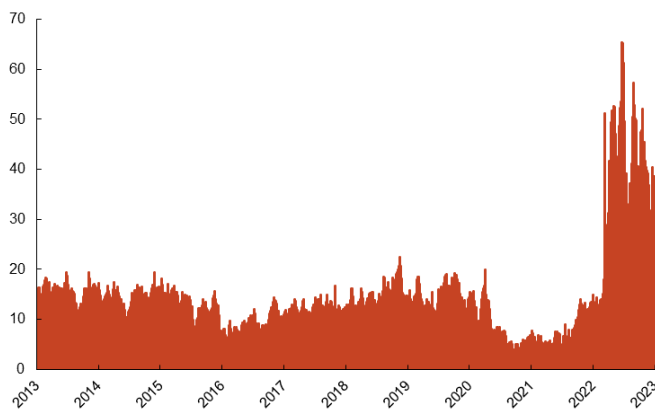
注: 价差=乙烯\*0.4+丙烯\*0.6-甲醇\*3  
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 55: 新加坡汽油-原油价差 (美元/桶)



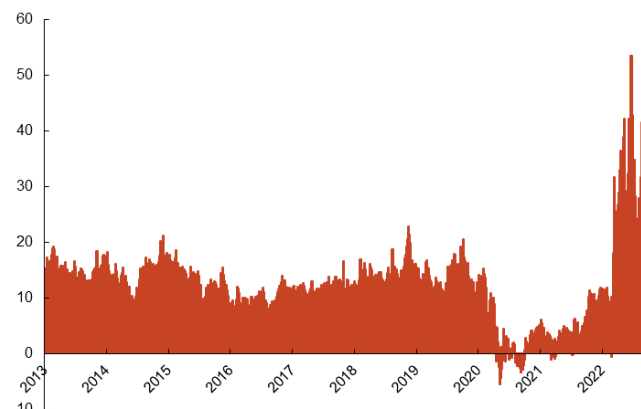
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 56: 新加坡柴油-原油价差 (美元/桶)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

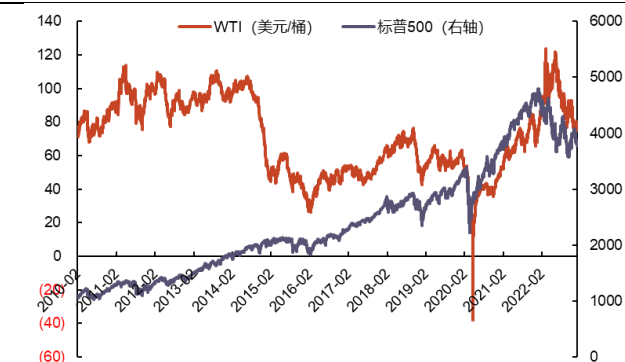
图 57: 新加坡航空煤油-原油价差 (美元/桶)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

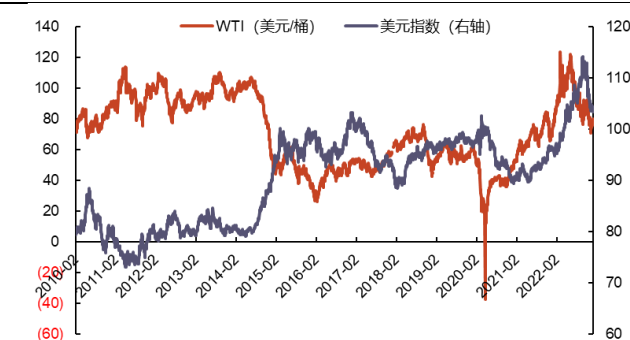
## 4.7、其他金融变量

图 58: WTI 和标准普尔



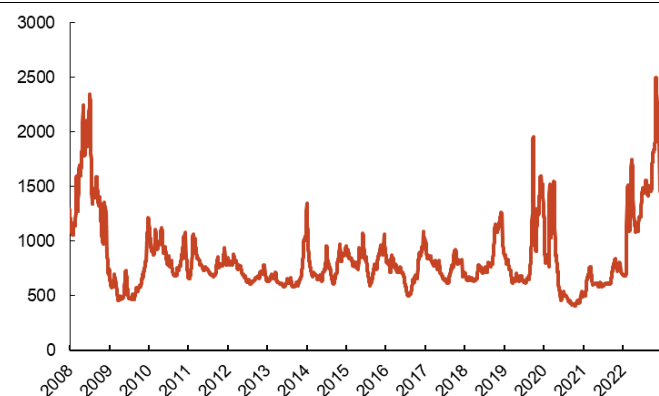
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 59: WTI 和美元指数



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 60：原油运输指数(BDTI)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

## 5、风险分析

### 原油价格波动风险

原油价格的大幅波动或处于相对低位将影响上游勘探开发的积极性，减少勘探开发对于技术装备的需求。此外原油价格波动也会对化工品价格造成明显影响，部分企业的产品利润将随原油价格下跌明显收缩，部分企业的生产成本将随原油价格的下跌明显降低。

### 政策落实不到位风险

虽然国企改革方面已有数十条政策条款相继颁布，但各企业、各部门、各子公司对于改革政策的落实情况存在有一定差异，有可能存在落实不全面、不到位的问题。如改革政策无法完全落实，将影响国有企业的业务发展与提升。

### 项目建设进度不及预期风险

各企业都有多个在建工程项目在推进中，如因不可抗力、资金链断裂等原因造成项目建设缓慢或停滞，将影响公司相关项目的建设进度，进而影响企业的业绩释放。

### 境内外业务拓展及经营风险

多家行业内企业不同国家和地区经营，与属地政府、企业、人员交流较多，由于受到经营所在国政治、经济、宗教、人文、政策变化、科技变革、信息网络安全、法律及监管环境等因素影响，有可能面临政治不稳定、财税政策不稳定、合同违约、税务纠纷、法律纠纷、商业秘密纠纷或泄露等问题，可能加大境内外业务拓展及经营的风险。

### 汇率风险

由于企业在境外多个国家和地区开展业务，涉及多种货币的收支活动，人民币兑相关外币的汇率波动及货币间的兑换将会影响运营成本。

## 行业及公司评级体系

|         | 评级  | 说明                                                               |
|---------|-----|------------------------------------------------------------------|
| 行业及公司评级 | 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。           |
| 基准指数说明： |     | A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。 |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited  
64CannonStreet, London, UnitedKingdomEC4N6AE