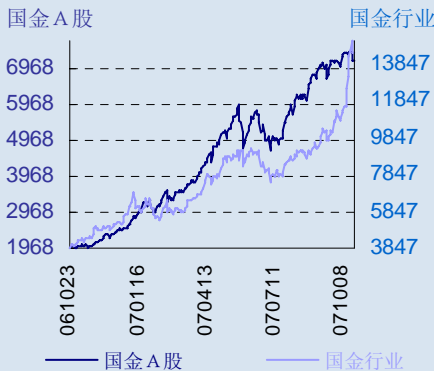


2007年10月22日

 上市定价：27.81-32.64元
 目标价格：27.81-32.64元

长期竞争力评级：等于行业均值
市场数据

总股本(百万股)	86702.44
国金石油化工	14419.63
国金流通A股指数	7167.60
沪深300指数	5614.06
上证指数	5818.05


相关报告
刘波

 (8621)61038283
 liubo@china598.com

联系人：赵莉

 (8621)61038257
 zhaoli@china598.com

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

国金证券研究所

敬请参阅最后一页之特别声明

中国石油 (0857.HK)

——中国能源安全的守望者
公司基本情况

项目	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
每股收益(元)	0.585	0.727	0.775	0.813	1.008	1.133
摊薄每股收益(元)	0.574	0.727	0.775	0.813	1.008	1.133
净利润增长率	381.05%	26.67%	6.53%	4.93%	23.93%	12.43%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	7.46	6.41	11.77	19.02	15.34	13.65
净资产收益率	26.12%	27.33%	25.59%	22.61%	23.42%	22.23%
每股净资产(元)	2.24	2.66	3.03	3.60	4.30	5.09
每股经营性现金流(元)	0.83	1.17	1.15	1.06	1.25	1.54
已上市流通H股(百万股)	17,902	21,099	21,099	21,099	21,099	21,099
总股本(百万股)	175,824	179,021	179,021	179,021	179,021	179,021

 来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”
 注：公司最多增发 40 亿股，对业绩摊薄仅 2.2%

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司即将 A 股闪亮登场。以 10 月 18 日股价计，公司 4370 亿美元的市值，超越世界第一的埃克森美孚 5271 亿美元，仅箭步之遥。不过我们更为关注的是，公司的独特魅力何在？
- 公司是全亚洲最近三年盈利能力最出众的能源企业。尽管综合实力与国际石油巨头相比，仍有差距，但中国已经崛起于世界，公司已成为中国能源外交所倚重的企业，并是最大的受益者。
- 论及石油，离不开政治。由于南美、中亚、非洲、中东、俄罗斯等油气富余国正寻求 OECD 国家以外的多元化市场合作，而中国正在全球锁定石油资源，以保障国内的能源安全供应。这就给双方一个良好的合作契机。我们欣喜地看到公司在对外合作方面给国内国际同行所做的典范。
- 雄心蓄霸机。公司专业化、规模化、一体化、低成本化、管理优化以及国家溢价等六大优势国内地位难以被撼动，而公司实施进军海洋油气、拓展海外油气、补强化工业务、发展可替代能源的四大战略，不仅巩固了国内最大的油气供应商地位，更重要的是，步入世界石油“新七姊妹”的行列，成为国际新油气项目规则的主要制定者。
 - ◆ 从国内南堡油田、龙岗大气田等的相继被发现，到海外作业油气产量目前近 6000 万吨，彰显了公司的油气项目运作实力。公司已与哈、土、俄、澳、印、苏、委、尼等油气资源相对富裕的国家建立了广泛的伙伴关系。最近委内瑞拉甚至称即使一天损失 1000 万美元，也要降低对美国的原油供应转而运到中国，这对公司而言无疑是继收购 PK 石油公司后的又一重大海外发展机遇。
- 财务结构上，公司拥有全球上市主要石油公司中最低的勘探开发成本，以及次低的负债率。而国内竞争对手中国石化现金流不充沛，不得不运用高财务杠杆发展。由于油气勘探高投入高风险高回报特征，加之世界石油工

业正仍面临重大重组、并购机遇，只有负债结构良好、现金充沛的公司才能在未来获得更多的机遇。

- 成品油、天然气定价机制改革仍然值得期待。价格管制，使得公司炼油今年下半年再次面临亏损格局。但我们相信，未来一年，定价机制将会得到较好的解决。如成品油及天然气提价，可为公司业绩添色增光。
- 我们预计 07~09 年公司主营收入分别为 705,314、744,037、774,927 百万元，净利润 145,551、180,377、202,794 百万元，摊薄前 EPS 分别为 0.813、1.008、1.133 元。
- 目标价 30.22 元，相当于 08 年 30xPE。取 8% 的波动空间，则估值区间为 27.81~32.64 元。发行价可能在 14~18 元之间，发行股数不超过 40 亿股，建议投资者积极申购。

内容目录

中国的x因素，导致公司回归A股后可能冲击世界第一市值宝座.....	5
能源外交的先锋，世界新油气项目运作规则的制定者	7
世界原油储量丰度不均，公司成为能源外交中的最大受益者	7
引领石油“新七姊妹”潮，是世界油气运作新规则的制定者	9
雄心蓄霸机-公司的竞争优势及发展战略	10
六大优势助推公司登上世界石油舞台前列	10
四大战略引领公司进入并购扩张上升通道	11
油价未来预计维持高位，资本投资高风险高收益	12
油价未来几年预计维持高位	12
油价催生资本涌进渐入高潮，高投入高风险高收益特征明显	13
重点发展上游，精心布局炼化一体化项目，确保国内石油安全	14
公司油气成本较低，国内原油产量较稳，天然气成为突破口，	14
炼化布局调整，实力不断提升	16
PE估值及业绩敏感性分析	17
风险提示	18
附录：三张报表预测摘要	19

图表目录

图表 1: 2000-2006 年主要上市石油公司市值增长情况	5
图表 2: 2006 年世界主要石油上市公司关键指标对比	5
图表 3: 公司保持着业内较低的负债率	6
图表 4: 公司具有较高的投资回报率	6
图表 5: 公司具有较高的 EBIT 利润率	6
图表 6: 公司具有较高的净利润率	6
图表 7: 1998-2006 年世界主要上市石油公司总资产历年变化情况	6
图表 8: 1998-2006 年世界主要上市石油公司销售收入历年变化情况	7
图表 9: 1998-2006 年世界主要上市石油公司净利润历年变化情况	7
图表 10: 国内原油表观消费量及对外依存预测情况	8

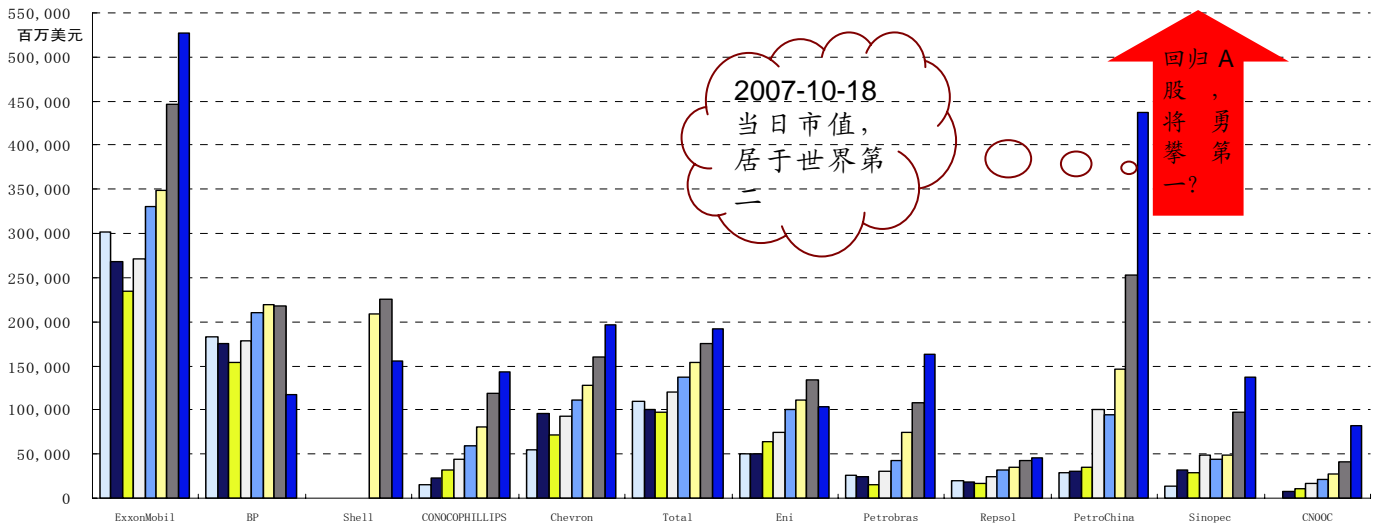
图表 11: 近年国内原油生产与进口月度情况.....	8
图表 12: 2006 年底全球区域原油探明储量分布	8
图表 13: 1986-2006 年全球区域探明储量区域增长情况.....	8
图表 14: 目前世界主要区域原油需求与供给情况	8
图表 15: 2005-2020 年世界原油原产地供应情况.....	8
图表 16: 世界主要石油公司由七姊妹主导演变为五巨头与新七姊妹的PK	9
图表 17: 2006 年全球主要公司拥有的原油探明储量	10
图表 18: 2006 年全球主要公司原油产量对比	10
图表 19: 2006 年世界主要石油消费国消费量	10
图表 20: 2006 年世界主要产油国产量.....	10
图表 21: 公司竞争优势及发展战略	11
图表 22: 公司海外石油权益分布区域	11
图表 23: 世界原油供应充足, OPEC限产保价意图明显	12
图表 24: 油价未来仍将高位运行	12
图表 25: 世界石油投资预测(分类型)	13
图表 26: 世界石油投资预测(分地区)	13
图表 27: 油价助推全球油田上游进入投资高潮.....	13
图表 28: 2006 年世界主要石油公司上游投资情况.....	13
图表 29: 近年世界主要石油公司EBIT随油价呈现高收益状态.....	13
图表 30: 公司原油与天然气探明储量	14
图表 31: 冀东南堡油田勘查结果让总理都很激动	14
图表 32: 公司近年原油产量情况	14
图表 33: 公司近年天然气产量情况.....	14
图表 34: 近年全球钻井平台数量及油价走势.....	14
图表 35: 公司高技术含量的水平井数目增长情况	14
图表 36: 石油勘探与开采的部分关键设备及技术	15
图表 37: 主要石油上市公司桶油勘探开发成本对比.....	15
图表 38: 主要石油上市公司桶油开采成本对比	15
图表 39: 公司天然气板块进销均价	15
图表 40: 公司即将参与的海外大型天然气项目	15
图表 41: 公司国内天然气管道及海外油气引入国内的主要项目	16
图表 42: 2006 年国内公司主要经营数据对比	17
图表 43: 公司主要炼厂产能排名情况	17
图表 44: 国际炼油毛利	17
图表 45: 公司炼油毛利推测.....	17
图表 46: 中国部分龙头公司PE情况.....	17
图表 47: EPS对实现油价、天然气管道售价的敏感性分析	18
图表 48: EPS对成品油提价敏感性分析.....	18
图表 49: 油价上扬对公司上游与炼油板块的影响	18

图表 50: 营收预测表 19

中国的 x 因素，导致公司回归 A 股后可能冲击世界第一市值宝座

- 我们关注的是有什么支撑了这种可能。公司回归 A 股后目前 4369.54 亿美元市值将一举超越埃克森美孚近 5271.71 亿美元（10 月 18 日）？而之前，中国工商银行(ICBC)，中国移动(China Mobile)，中国人寿(China Life)和中国国航(Air China)分别占据了各自领域的头把交椅。

图表1: 2000-2006 年主要上市石油公司市值增长情况



来源: 各公司年报、国金证券研究所

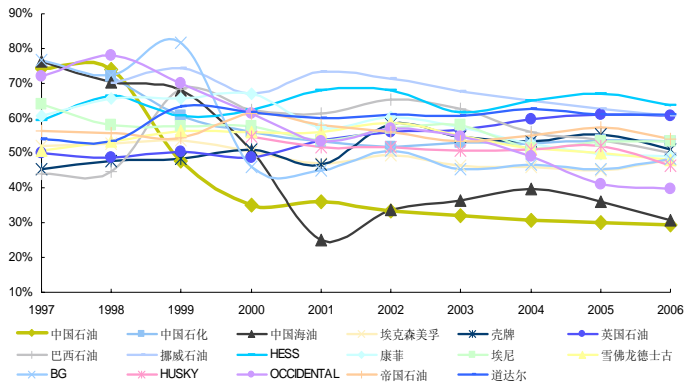
图表2: 2006 年世界主要石油上市公司关键指标对比

	中国石油	埃克森美孚	雪佛龙	英国石油	康菲	壳牌	中国石化	挪威石油	中国海油	道达尔	埃尼	雷普索尔	巴西石油
油气储量(百万桶)	20,530	22,110	11,620	16,769	11,169	11,554	3,769	4,185	2,520	11,120	6,436	2,612	13,750
已开发油气储量(百万桶)	12,946	13,934	7,110	9,204	8,192	2,453	3,148	2,622	1,130	5,312	2,144	1,573	N/A
已开发储量百分比(%)	63.06	63.02	61.19	54.89	73.35	21.23	83.53	62.65	44.84	47.77	33.31	60.21	N/A
储备更新比率(%)	188.82	126.16	73.67	113.00	308.29	129.44	94.81	73.98	199.00	110.50	65.00	N/A	174.00
储量替换成本-每桶油相当(BOE)	6.84	7.29	18.82	13.91	15.30	11.89	17.80	23.29	24.27	9.54	N/A	N/A	N/A
油气储量-1年增长率(%)	4.98	2.16	(2.40)	(4.81)	19.25	2.81	(0.45)	(2.56)	6.73	0.00	(4.01)	N/A	0.67
油气日产量(千桶相当)	2,915	4,237	2,558	3,878	1,936	3,343	901	1,076	455	2,356	1,770	1,128	2,298
储量与生产比率(年)	19.30	14.30	12.45	11.85	15.80	9.47	11.46	10.65	15.19	12.47	9.96	6.34	19.50
石油日产量(千桶)	2,276	2,681	1,732	2,475	972	1,948	781	668	373	1,506	1,079	525	1,920
天然气日产量(百万立方呎)	3,759	9,334	4,956	8,417	4,970	8,368	703	2,449	491	4,674	3,955	3,387	2,224
每股油气储量(桶)	0.11	3.86	5.37	0.78	6.78	1.79	0.04	1.95	0.06	4.74	1.75	1.13	3.14
勘探开发成本, 美元/桶油相当	6.84	14.57	22.86	8.76	57.34	12.42	17.80	23.29	41.59	10.64	38.36	26.45	N/A
附加勘探成本, 美元/桶油相当	2.29	2.44	8.11	1.53	2.38	1.64	7.92	22.35	2.71	2.45	5.41	N/A	N/A
开采成本, 美元/桶油相当	6.28	4.86	6.13	5.31	6.26	6.67	9.21	3.93	7.80	3.20	5.41	2.95	6.59
原油加工量(千桶/日)	2,151	5,603	2,000	2,823	2,616	3,862	2,947	297	-	2,454	534	1,129	1,892
加油站数目	18,207	34,000	25,800	24,600	13,000	45,000	28,801	1,803	-	16,534	4,356	6,806	5,870
2006年财务数据对比													
主营收入(百万)	86,420	335,086	195,341	262,285	188,523	318,845	131,033	66,052	11,157	153,802	108,082	69,138	72,727
净利润(百万)	17,839	39,500	17,138	22,000	15,550	25,442	6,762	6,334	3,879	12,585	11,570	3,921	11,908
总资产(百万)	111,743	219,015	132,628	217,601	164,781	235,276	78,383	50,517	19,893	105,223	116,475	59,616	98,580
资本回报率(%)	23.21	33.43	22.56	21.73	18.29	22.87	13.35	27.68	28.42	26.00	18.92	14.30	19.85
员工人数(人)	446,290	82,100	62,500	97,000	38,400	108,000	340,886	25,435	2,929	95,070	73,572	36,931	62,266
折现未来现金流量(DCF, 百万)	144,917	81,084	92,355	90,615	64,023	53,797	35,555	27,606	24,662	43,994	43,581	21,171	N/A

来源: Bloomberg、各公司年报、国金证券研究所

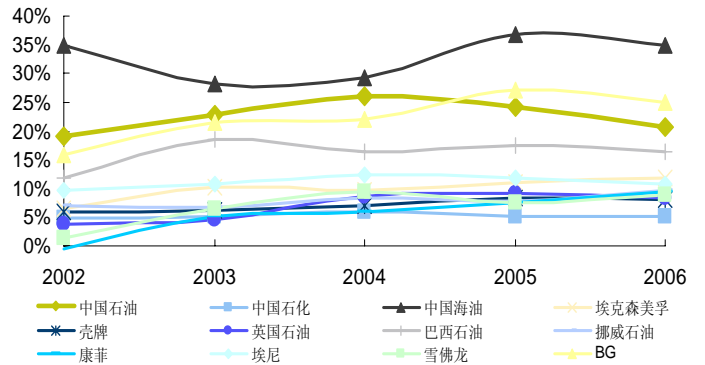
- 公司无疑在全球石油上市公司中保持着较强的竞争力。从背景上看，体现了国家外交溢价，充当了中国能源安全的守望者。从地位上看，公司储量排名全球石油上市公司第二，仅次于埃克森美孚；产量也屈居于埃克森美孚、壳牌、英国石油之后，排名第四；而当量桶油储量的替换成本、勘探开发成本，近年一直保持极强的世界竞争力，这可确保公司在规模扩张中能够得到极好的投资回报。

图表3: 公司保持着业内较低的负债率

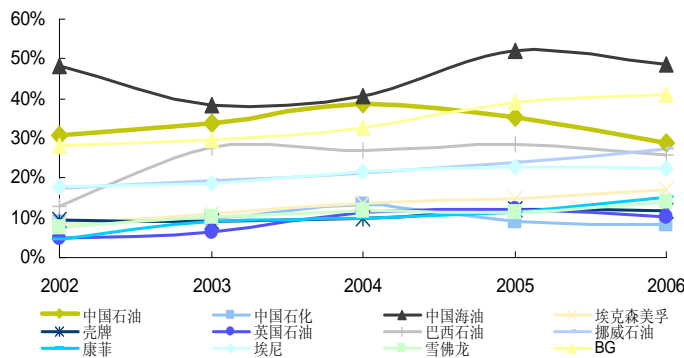


来源: 国金证券研究所

图表4: 公司具有较高的投资回报率

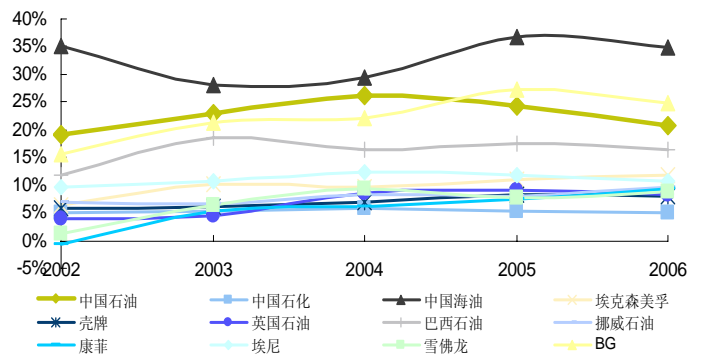


图表5: 公司具有较高的EBIT利润率

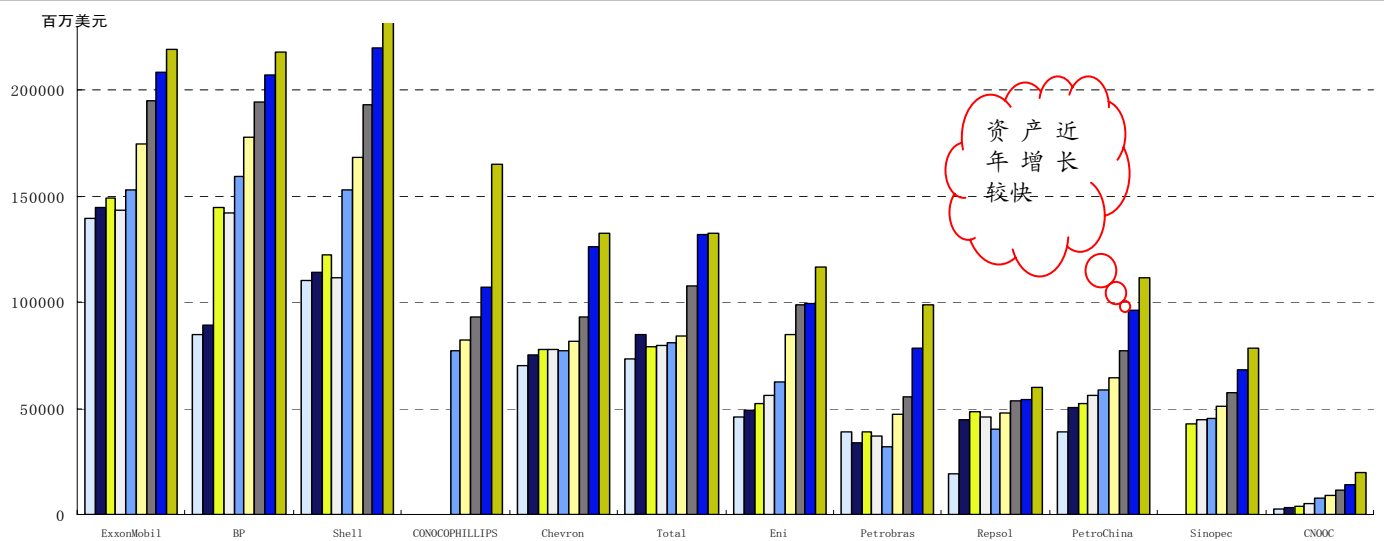


来源: 各公司年报、国金证券研究所

图表6: 公司具有较高的净利润率

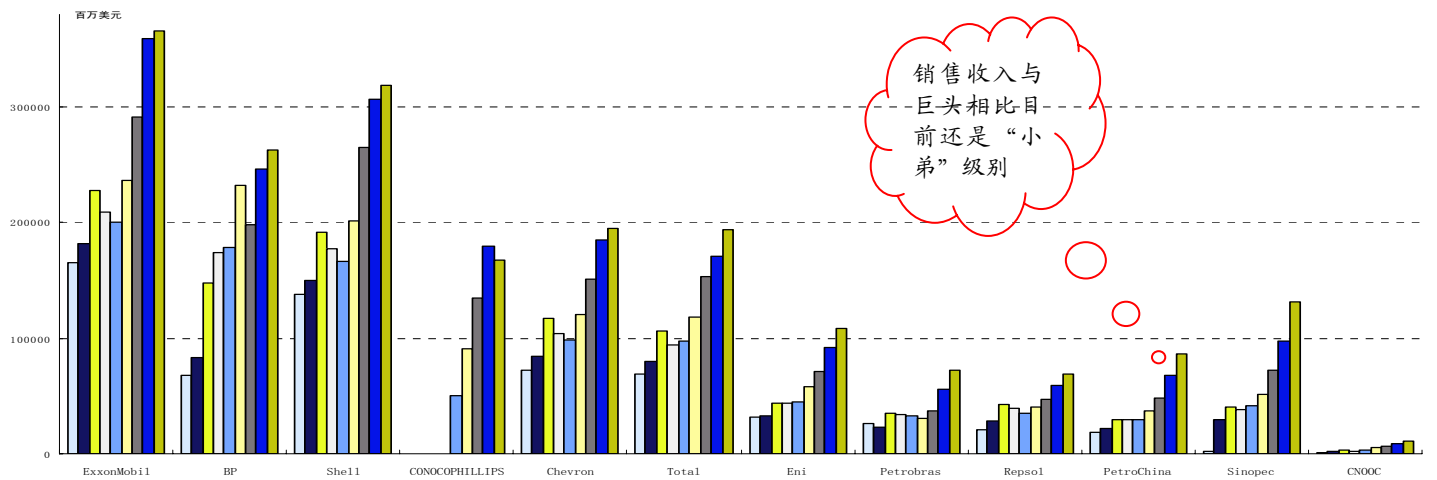


图表7: 1998-2006年世界主要上市石油公司总资产历年变化情况



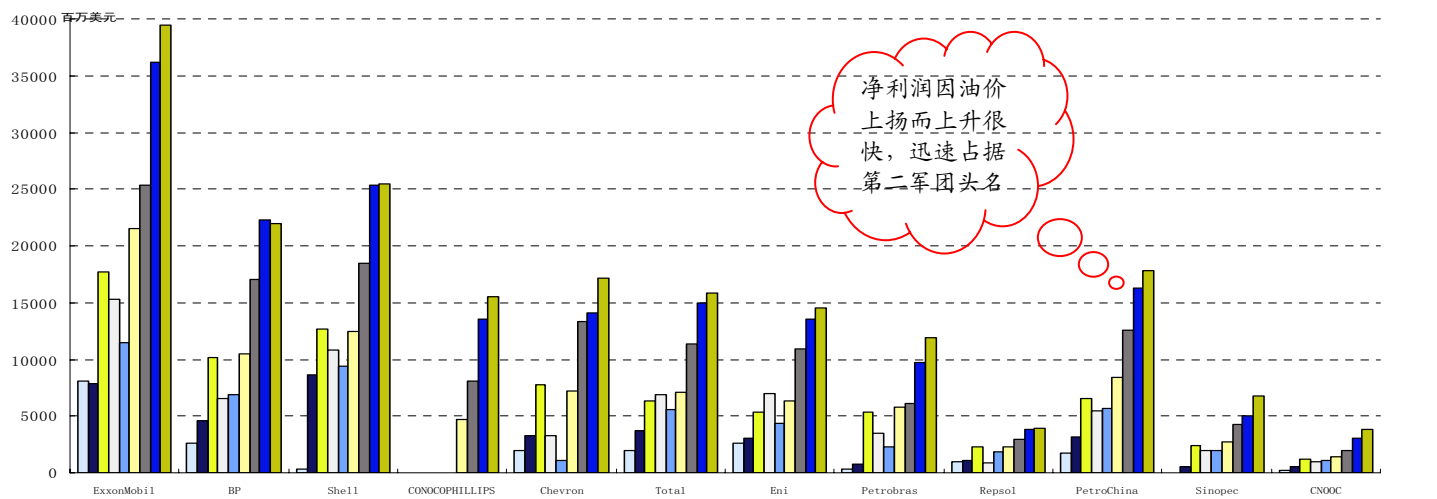
来源: 各公司年报、国金证券研究所

图表8: 1998-2006年世界主要上市石油公司销售收入历年变化情况



来源: 各公司年报、国金证券研究所

图表9: 1998-2006年世界主要上市石油公司净利润历年变化情况



来源: 各公司年报、国金证券研究所

能源外交的先锋，世界新油气项目运作规则的制定者

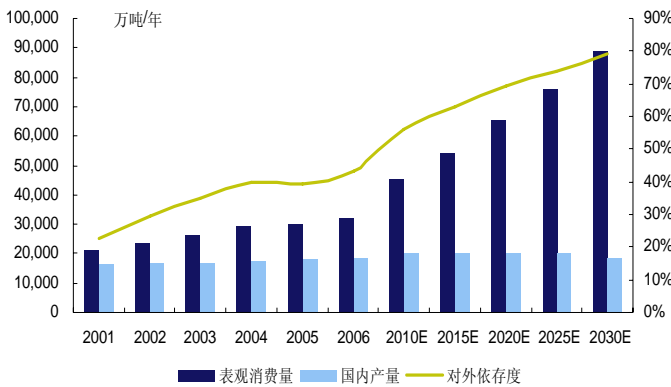
世界原油储量丰度不均，公司成为能源外交中的最大受益者

- 良好的经济发展状况带动原油消费增速较快。2006年国内原油产量1.84亿吨，表观消费量3.24亿吨，对外依存度达到43%。在国内原油勘探开采增产缓慢的情况下，消费量却以8%左右的速度增长，导致原油对外依存度趋势上扬。
- 从世界产油国与原油消费国来看，美国、中国、日本已经构成是石油消费的三大巨头。但除了美国控制本土原油开采外，中国与日本都为石油资源的拓展竭尽全力。
- 国内相对贫油的状况促使石油上升为国家能源安全的高度。截止到2006年底，世界原油探明储量1.2万亿桶，其中61.5%集中在中东地区，其次是欧洲及欧亚的12.0%、非洲的9.7%、中南美的8.6%、北美的5.0%以及亚太地区的3.4%。可见国内储量地位之贫乏。因此，中国大力发展与俄罗斯、哈萨克斯坦、苏丹、伊朗、土库曼斯坦、委内瑞拉等油气资源较为丰富国家的外交关系，并普遍建立了油气合作的政治经济基础。每逢元

首相聚，最核心的议题之一是石油，而涉及项目，公司无疑是最大受益者。

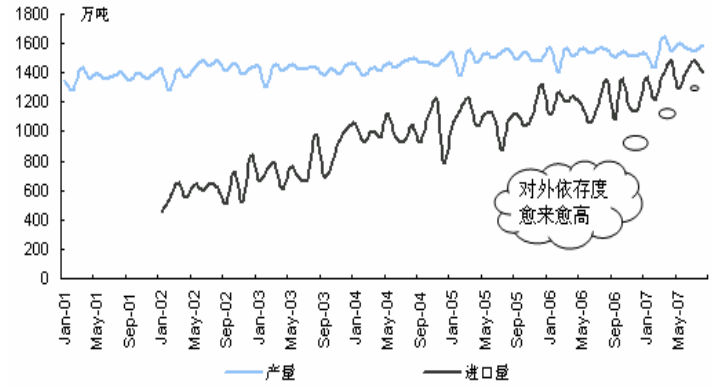
- 我们的理解在于公司凭借其强大的资金实力、技术实力、劳务成本以及大型一体化项目运作经验，已经充当了国家能源外交的先锋。尤其是在国外石油资源国有化风险加大的趋势下，公司的项目运作技巧，已经给国内国际同行树立了典范。

图表10: 国内原油表观消费量及对外依存预测情况

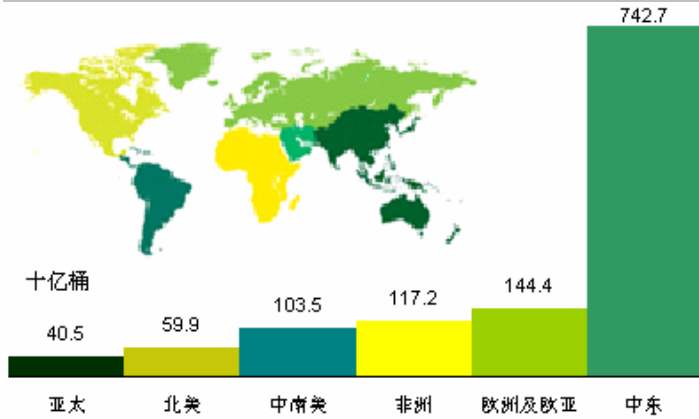


来源: IEA、海关、国金证券研究所

图表11: 近年国内原油生产与进口月度情况

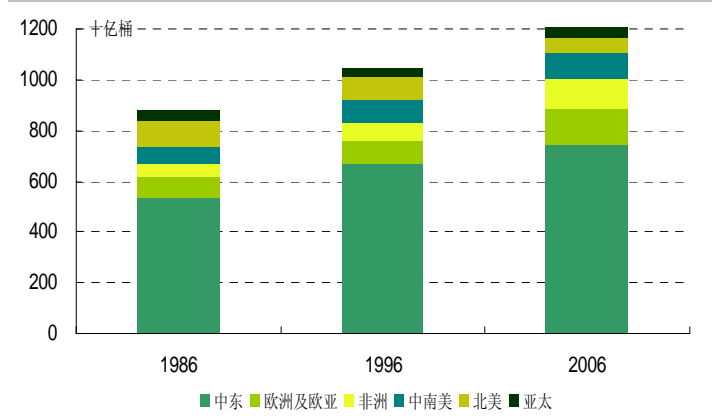


图表12: 2006年底全球区域原油探明储量分布

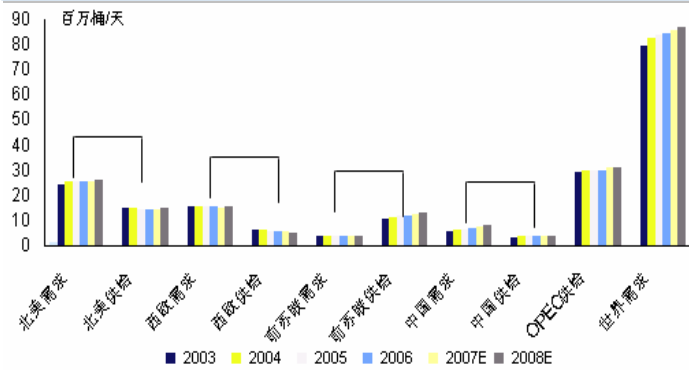


来源: BP、国金证券研究所

图表13: 1986-2006年全球区域探明储量区域增长情况

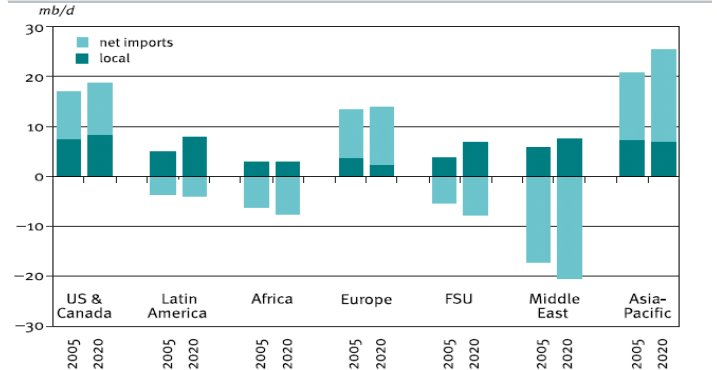


图表14: 目前世界主要区域原油需求与供给情况



来源: OPEC、国金证券研究所

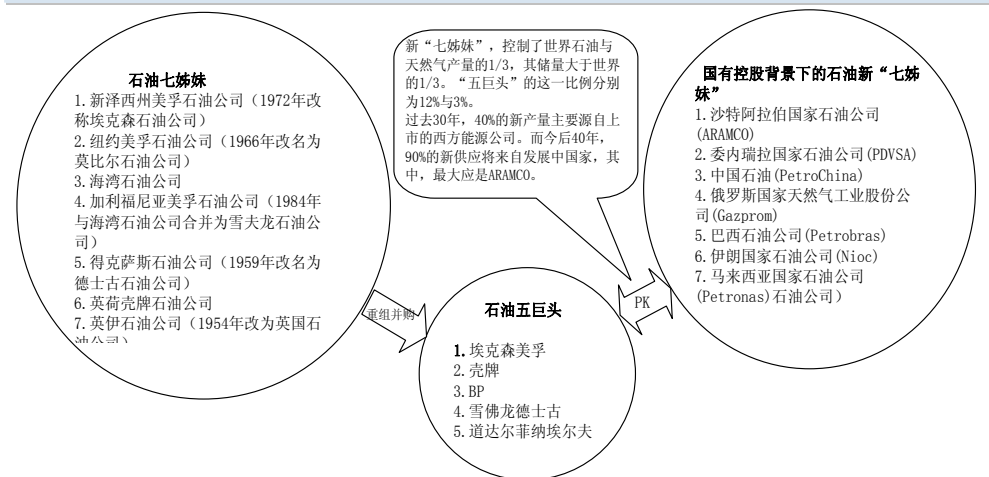
图表15: 2005-2020年世界原油原产地供应情况



引领石油“新七姊妹”潮，是世界油气运作新规则的制定者

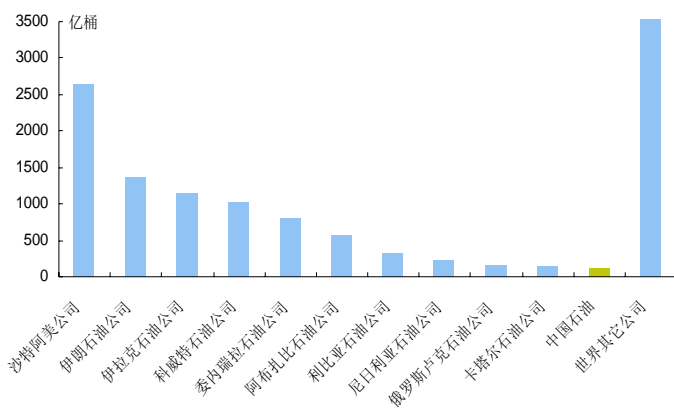
- 石油“七姊妹”曾演绎出高度的辉煌。从第一次世界大战到 1973 年以前，埃克森石油公司、壳牌石油公司、英国石油公司、海湾石油公司、德士古石油公司、莫比尔石油公司和加州美孚石油公司，在国家政治、军事力量的支持下对发展中产油国开采权掠夺，并逐步建立起一段“辉煌”的世界石油垄断发展史，并迅速完成了资本原始积累。
- 随着主要产油国政府力量的壮大，尤其是中东地区率先发起石油资源国有化浪潮，石油巨头遭受巨大打击。如 1973 年沙特、1979 年伊朗国有化石油资源，导致国际石油垄断体系发生了重大变化，形成了新的割据。主要表现在崛起的 OPEC 对决西方石油公司。
- 面对格局的改变，为进一步巩固世界优势地位，跨国石油公司掀起了并购浪潮。这使得曾经的“七姊妹”演变为五巨头：埃克森美孚、壳牌、BP、雪佛龙德士古、道达尔菲纳埃尔夫。
- 而今年英国《金融时报》的数据“选秀”出世界油气市场的新“七姊妹”：沙特阿拉伯国家石油公司 (ARAMCO)、委内瑞拉国家石油公司 (PDVSA)、中国石油 (PetroChina)、俄罗斯国家天然气工业股份公司 (Gazprom)、巴西石油公司 (Petrobras)、伊朗国家石油公司 (Nioc) 和马来西亚国家石油公司 (Petronas)。7 家公司合计占有世界石油储量、产量的 1/3。成为 PK 石油五巨头的新兴代表。
- 中国正全球寻油，锁定资源以保证国内能源供应安全，而南美、非洲、中亚等国，正寻求 OECD 以外的多样化市场。公司的优势就是已经进入了这个相互需求的新机遇中。通过富有技巧的收购哈萨克斯坦阿克纠宾和 PK 公司的经典范例、印度尼西亚、苏丹、伊朗、委内瑞拉等油气勘探开采项目，通过运作中哈、中俄、中土油气管线，发展中澳、中伊 LNG 项目，公司已然成为世界油气作业、油气服务、油气输送项目的新规则制定者。强大的资金、技术实力，以及中国背景，是保证新规则延续的武器。

图表 16: 世界主要石油公司由七姊妹主导演变为五巨头与新七姊妹的 PK



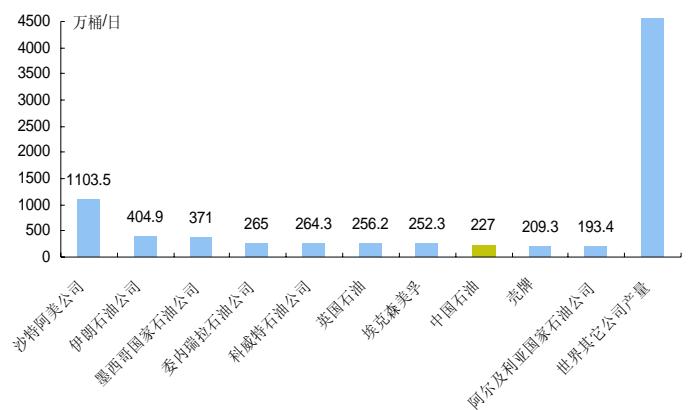
来源：国金证券研究所

图表17: 2006 年全球主要公司拥有的原油探明储量

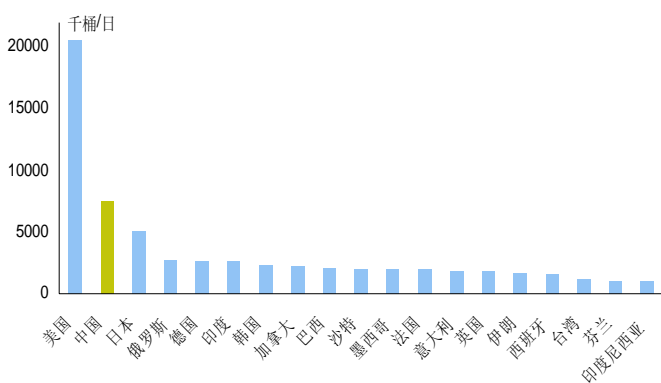


来源: 国金证券研究所

图表18: 2006 年全球主要公司原油产量对比

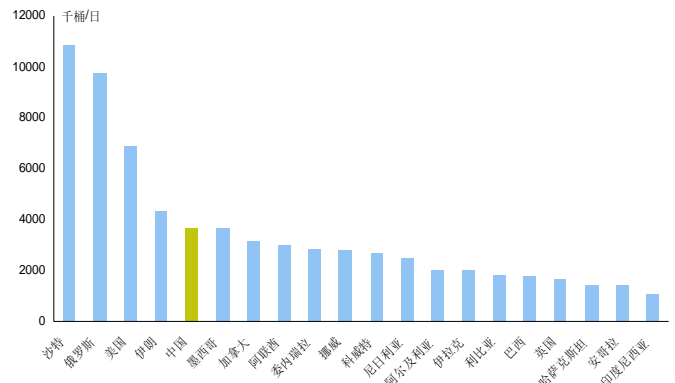


图表19: 2006 年世界主要石油消费国消费量



来源: 国金证券研究所

图表20: 2006 年世界主要产油国产量

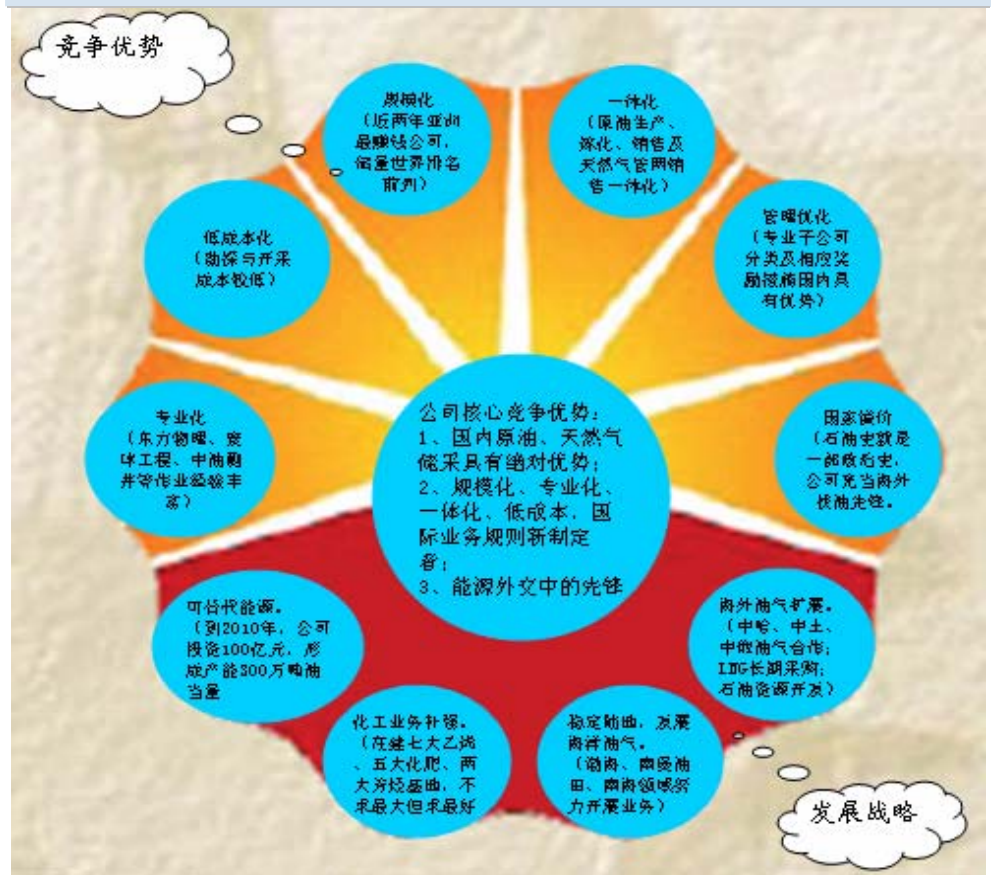


雄心蓄霸机-公司的竞争优势及发展战略

六大优势助推公司登上世界石油舞台前列

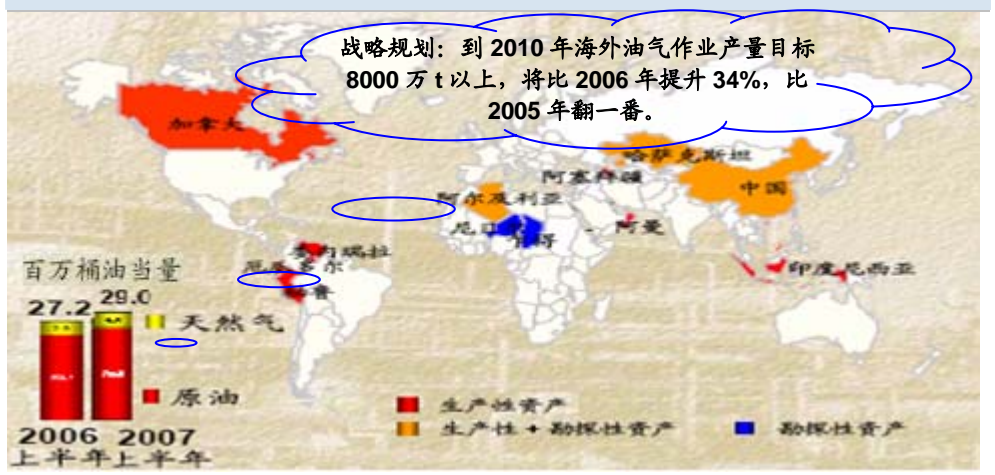
- 公司专业化、规模化、一体化、低成本化、管理优化、国家溢价等六大优势决定公司在世界舞台的竞争优势。
 - ◆ 借助集团旗下东方地球物理、寰球工程、中油测井、长城钻井等国内领先的专业服务公司，公司在海外赢得了市场及良好声誉。
 - ◆ 公司在苏丹援建的生产、炼化一体化的原油项目，在哈萨克斯坦的开采、炼化一体化项目，都得到当地政府的高度赞同，并避免了被国有化风险。借助能源外交，公司项目越加深入非洲、南美等地区。
 - ◆ 盈利能力上更让国内其它企业望其项背，连续几年排名亚洲盈利能力最强公司。由于海外石油国有化是海外业务盈利的最大风险，公司在海外合作模式上，充分享受了国家溢价，并建立了丰富的合作经验，给世界树立了合作典范。
- 公司逐步开始走在世界石油舞台前列，在工程建设、勘探开发、开采技术等方面颇有建树，并成就了在非洲、南美洲、中亚等地区油气服务的重要地位。

图表21: 公司竞争优势及发展战略



来源: 国金证券研究所

图表22: 公司海外石油权益分布区域



来源: 国金证券研究所

四大战略引领公司进入并购扩张上升通道

- 由于世界上60%以上的储量集中在中东富油国家, 而其余地区富油区块被石油巨头基本瓜分完毕。剩余区块由于勘探难度大、风险高、周期长, 石油巨头并未重金扩张。加上石油巨头有意控制中游产能扩张, 这就给公司一个弹性较大的在世界范围扩张的基础。在六大优势的基础上, 公司重点发展4个方向。

- ◆ 一是海外积极寻油。公司目前在 25 个国家和地区有 65 个合作项目。2006 年境外原油和天然气探明储量分别占公司的 5.5% 和 1.5%，2006 年境外油气产量分别占公司的 6% 和 3%，当量石油作业产量 5400 万吨，权益产量 2800 万吨。最大的两个原油权益国在苏丹和哈萨克斯坦。根据公司规划，2010 年，海外油气作业产量要到 8000 万吨以上。
- ◆ 二是稳定陆地原油产量，提高天然气产量，大力发展海洋石油。集团关于海洋获取石油的战略定位很高，远景战略要比肩中海油。集团于 2020 年前，规划投入 600 亿元资金，建设两个海洋基地，发展 1000 米以上水深的技术，近期更耗资 4500 万元，选派优秀人员奔赴挪威，取经世界最先进的深海钻井技术。
- ◆ 三是补强中下游业务，产业布局更趋合理。公司炼油、化工业务国内屈居第二，未来规划将提升市场占有率，但“不求最大，但求最好”。如公司与 BP 合作，在广东合资建立了 500 家加油站，在广西钦州建立 1000 万吨炼油炼化基地等，地区劣势逐渐得到弥补。
- ◆ 四是发展石油可替换能源。到 2010 年，公司计划投资 100 亿元，形成产能 300 万吨油当量。公司主动承担国家层面上的能源可持续发展战略研究，并积极付诸行动，努力尽到一个石油巨头所应尽的义务。

油价未来预计维持高位，资本投资高风险高收益

油价未来几年预计维持高位

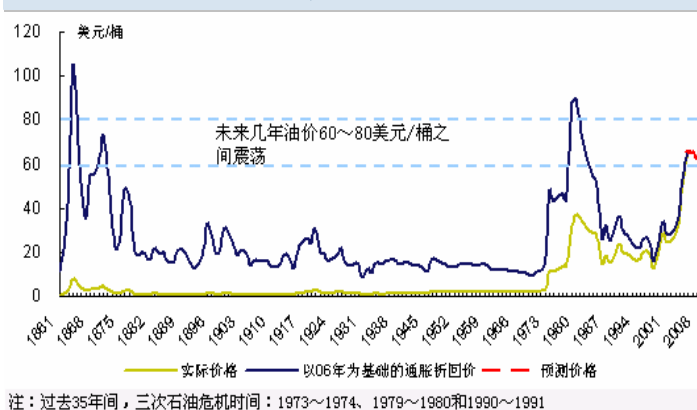
- 长期来看，OPEC 扩张的产能基本能够满足世界原油需求，油价重心下移是趋势。但 OPEC 以及俄罗斯似乎更希望保持目前的高位，OPEC 甚至要减产来维持油价在 60 美元/桶以上。
- 不过我们认为最重要的影响是 2008 年年底美国民主党极可能执政后，将执行反战、节能减排、防治气候变暖的政策。如果民主党上台，美国石油战略储备不会增加，环保趋严可能导致美国石油需求的减少。由于美国石油消费占据全球的 1/4，其需求降低必将吸引油价重心下移。
- 目前是“政治 + 投机 + 自然灾害”主导了油价走向。基于供需平衡、产能略有剩余的判断，目前出现“油荒”的可能性不大，除非主要产油地区发生严重的军事冲突。此外，美元贬值等因素，一定程度上支撑了油价的高位运行。
- 综合以上几点，我们认为未来油价仍维持高位，但 08、09 年油价重心可能比今年有所降低。

图表23：世界原油供应充足，OPEC 限产保价意图明显



来源：国金证券研究所

图表24：油价未来仍将高位运行

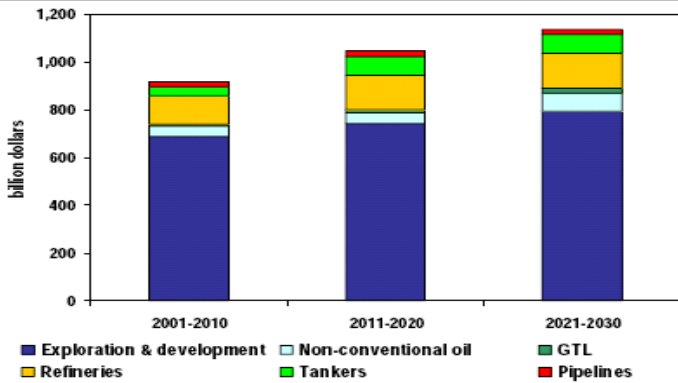


注：过去35年间，三次石油危机时间：1973~1974、1979~1980和1990~1991

油价催生资本涌进渐入高潮，高投入高风险高收益特征明显

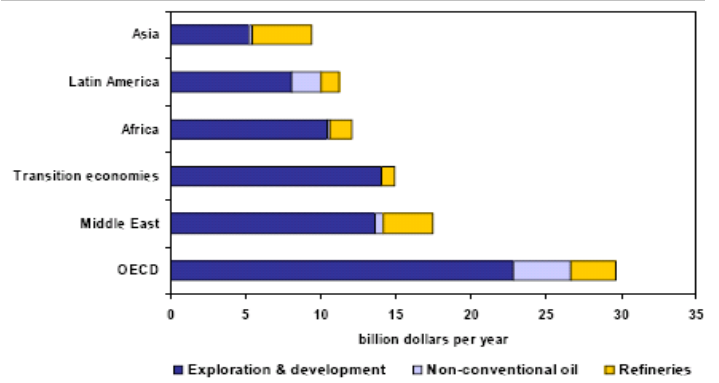
- 发展中国家尤其是中、印两国不断攀升的能源需求，促使油田投资开发得到长足进步。全球及中国近海的 CAPEX 和 OPEX 近年不断增加，全球油田服务市场需求，也让公司及其集团旗下专业油服公司崭露头角。
- 作为中国石油安全的守望者，公司不断加大勘探投入。2006 年投资可排世界第四。而“十五”期间，累计投资了 5985 亿元，相当于同期实现利润的 125.62%，以增强石油、天然气和成品油的平稳供应。

图表25：世界石油投资预测（分类型）

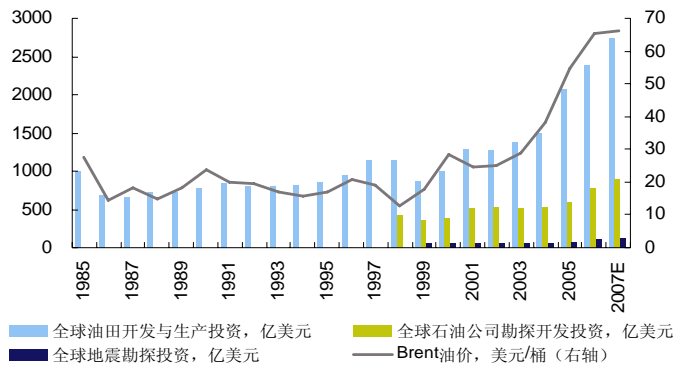


来源：IEA、国金证券研究所

图表26：世界石油投资预测（分地区）

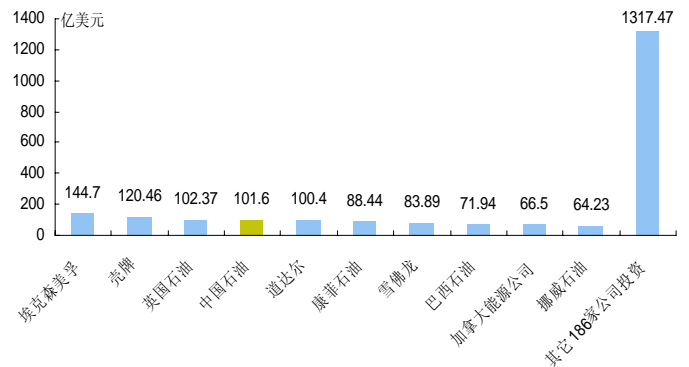


图表27：油价助推全球油田上游进入投资高潮

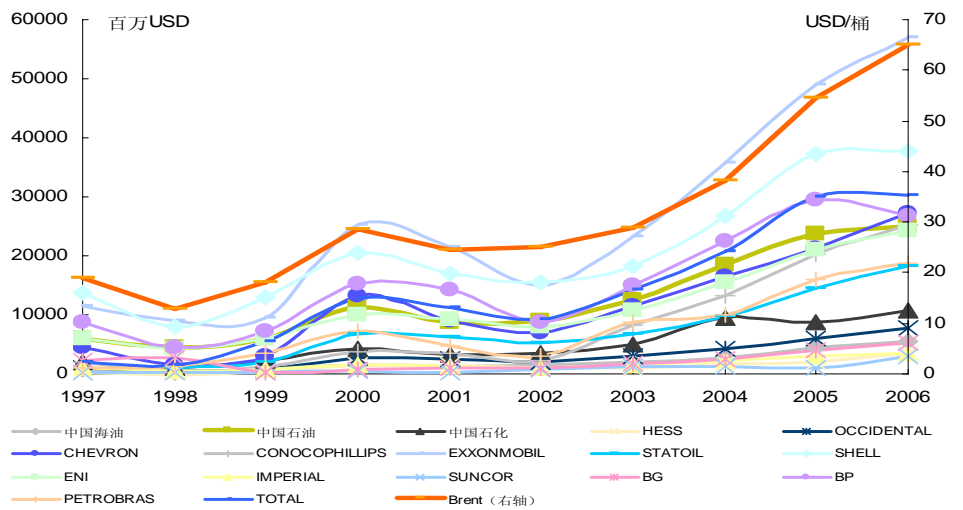


来源：BP、SLB、国金证券研究所

图表28：2006 年世界主要石油公司上游投资情况



图表29：近年世界主要石油公司 EBIT 随油价呈现高收益状态



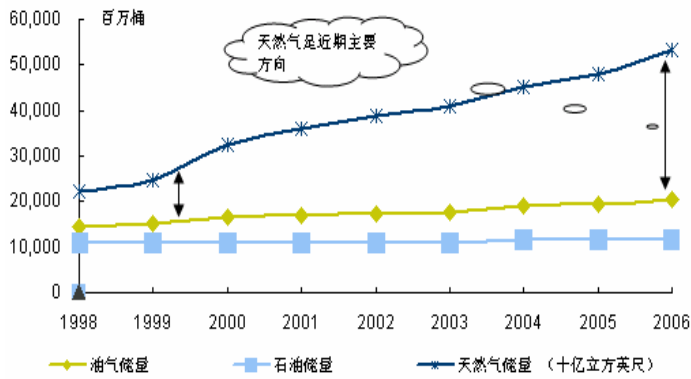
来源：Bloomberg、国金证券研究所

重点发展上游，精心布局炼化一体化项目，确保国内石油安全

公司油气成本较低，国内原油产量较稳，天然气成为突破口，

- 2006 年公司生产原油 1.066 亿吨，天然气 440 亿立方米，同比分别增长 0.7% 和 20.6%。作为国内最大的油气生产供应商，公司 2006 年在三次采油、低渗透等重要领域的 10 余个开发试验项目及钻井技术取得突破。南堡 11 亿吨大油田的发现，增厚公司探明储量 14%，激动了总理的心。

图表30：公司原油与天然气探明储量

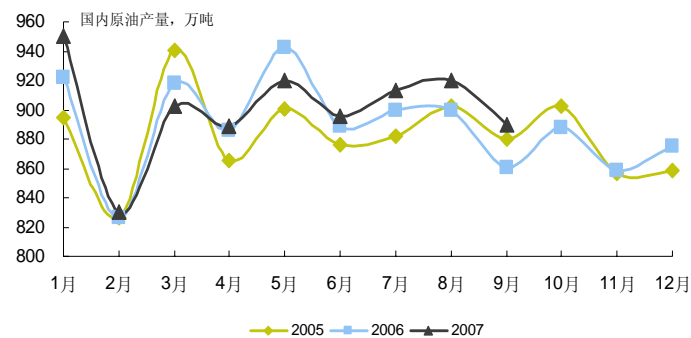


来源：公司、国金证券研究所

图表31：冀东南堡油田勘查结果让总理都很激动

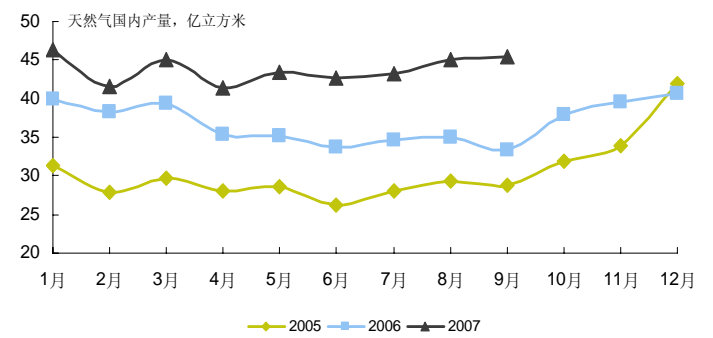


图表32：公司近年原油产量情况

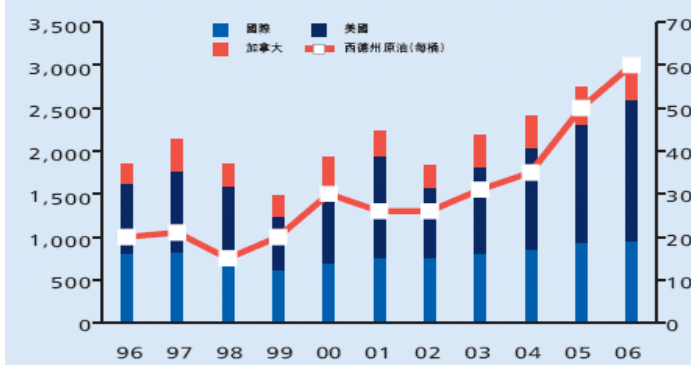


来源：公司、国金证券研究所

图表33：公司近年天然气产量情况

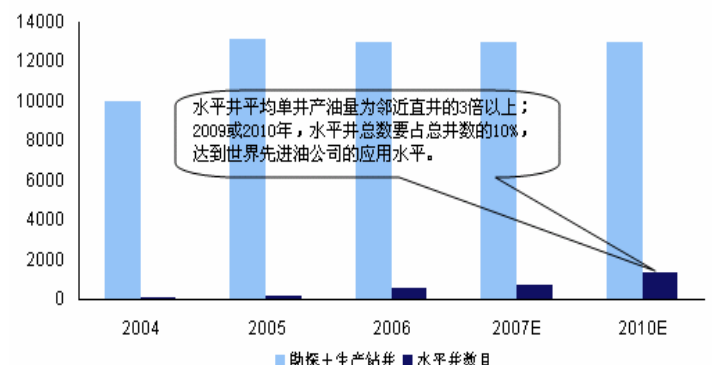


图表34：近年全球钻井平台数量及油价走势



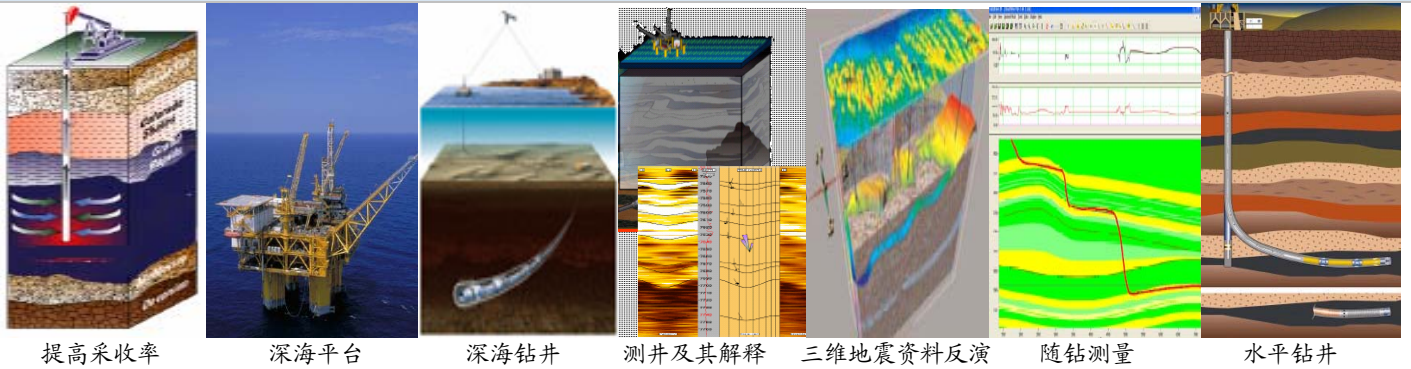
来源：Bake Hughes、国金证券研究所

图表35：公司高技术含量的水平井数目增长情况



- 截至 2006 年年底，公司 14 个国内油气田中，大庆、辽河、新疆、塔里木、长庆、西南油气田 6 个油气当量已突破千万吨。2006 年公司生产的 1 亿多吨原油中有 70% 是由开发 10 年以上的老油田奉献。这是公司提高采收率、控制递减率的技术进步体现。

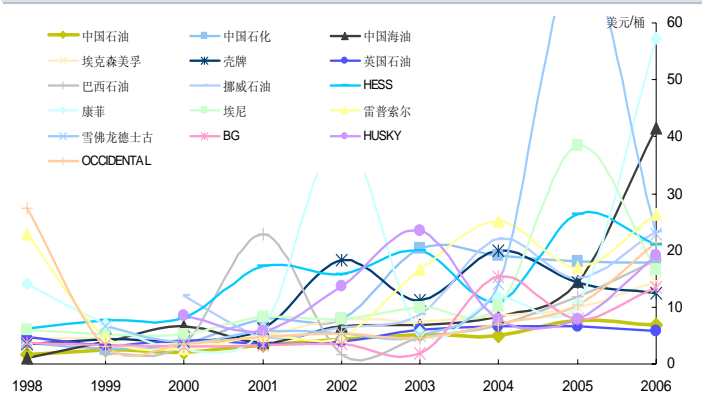
图表36: 石油勘探与开采的部分关键设备及技术



来源: 国金证券研究所

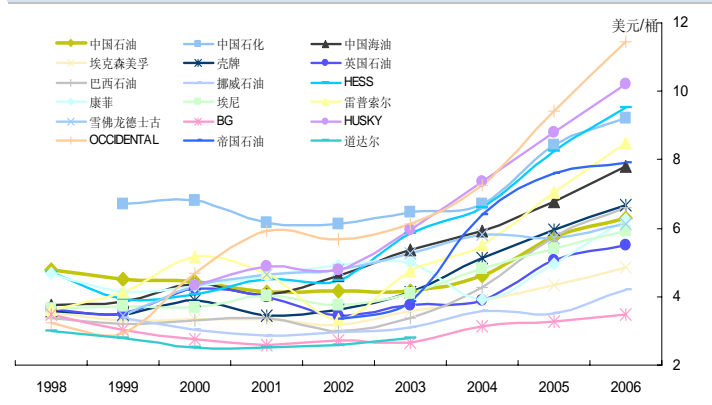
- PK 世界主要上市石油公司: 占据低成本优势。公司勘探开发成本仅次于 BP 英国石油, 而开采成本处于中游水平。由于国内多数油田处于开采后期, 含水量高, 因此, 开采成本相对较高。

图表37: 主要石油上市公司桶油勘探开发成本对比



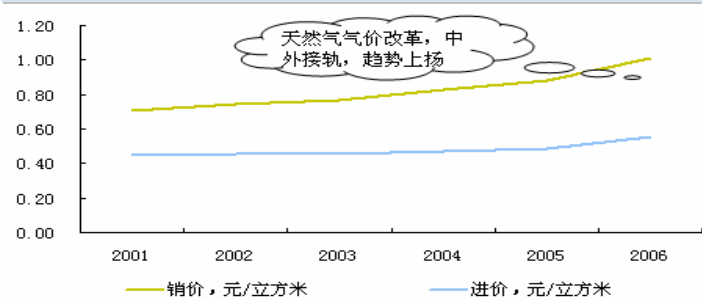
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表38: 主要石油上市公司桶油开采成本对比



- 天然气成为公司油气勘探开发以及管道销售业务的一道亮丽风景线。2006年生产天然气 442 亿立方米, 同比增长 20.6%。天然气生产主要集中在西南、长庆、塔里木和青海四大气区, 共产 348 亿立方米, 占总产量的 78.7%。其中, 西南油气田 133.1 亿立方米, 塔里木油田 110.1 亿立方米, 长庆油田 80.2 亿立方米, 青海油田 24.5 亿立方米。今年, 四川龙岗气田被发现, 可能上万亿立方米储量超过了前期风风火火的普光大气田。
- 目前, 公司生产、运营着国内近 80% 的天然气和 90% 以上的天然气管道。我国天然气进入发展期后, 其消费量大幅增长, 预计到 2010 年我国天然气需求将达 1400 亿立方米, 占一次能源消费量的 7%。这给了公司更大的运作机遇。从海外扩张进程可见公司强大的运作能力。

图表39: 公司天然气板块进销均价

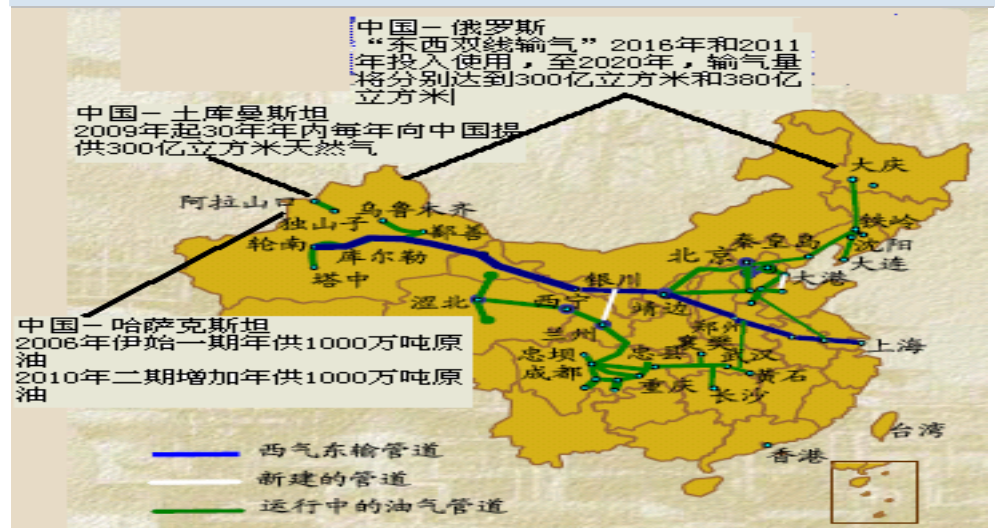


来源: 国金证券研究所

图表40: 公司即将参与的海外大型天然气项目

项目	海外供应商	项目运作阶段	年供应量
伊朗LNG项目	伊朗国家天然气出口公司	2011-2035	300, 万吨
澳大利亚LNG项目	澳大利亚		200, 万吨
澳大利亚LNG项目	BP		100, 万吨
俄气南送	俄罗斯天然气公司	2011-	600-800, 亿立方米
中土西气东输	土库曼斯坦	2010-	300, 亿立方米

图表41: 公司国内天然气管道及海外油气引入国内的主要项目



来源: 国金证券研究所

炼化布局调整，实力不断提升

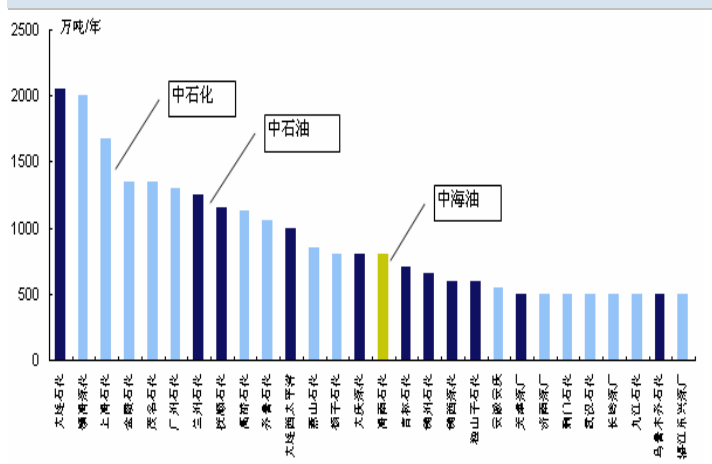
- 公司大力加快炼化布局调整，重视规模的有效扩张，提高装置技术水平。累计完成投入 968 亿元，相继建成和完善了大连石化、大连西太平洋石化、兰州石化三个千万吨级炼油基地，实现了大型炼油基地建设的突破。原油加工能力由 2000 年的 10980 万吨/年增加到 2006 年 12630 万吨/年。
 - ◆ 基本建成优化、高效的炼化企业群。公司完善了 12 个年 500 万吨级炼厂，做精 300 万吨级以下炼厂。“七大乙烯、五大化肥、两大芳烃”基地建设也加快推进。炼厂单厂加工能力由 341 万吨/年增加到 486 万吨/年，乙烯装置平均规模达到年 26.4 万吨，增长 26%。
 - ◆ 今年 2 月份，广西石化 1000 万吨/年炼油厂得到国家发改委的核准。以北方抚顺石化千万吨级炼厂的建成和南方炼厂的推进为标志，公司炼化业务战略调整初见成效。
 - ◆ 高附加值产品收率由 2000 年 74.46% 提高到 82.52%；炼油综合商品率由 90.96% 提高到 92.91%，轻油收率由 67.66 提高到 73.29%，炼油综合能耗由 89.52 千克标油/吨下降到 79.29 千克标油/吨，加工损失率由 1.15% 下降 0.78%，新鲜水消耗由 1.7 吨/吨下降到 1.02 吨/吨。
- 2006 年，中石油的成品油营销网络建设继续取得进展，区位优势，规模大、效益好的资产型加油站比重不断提升，加油站总数达到 18207 座。不仅如此，还与 BP 合作，在广东新建了 500 座加油站，对平衡地域劣势起到积极的作用。
 - ◆ 按成品油营销领域的国际企业标准，如零售比例超过 60%，就可称之为“优秀”。2006 年，公司成品油零售比例已经达到 65%。而在 6 年前，这个比例只有 20% 左右。短短几年间，实现了跨越发展。
 - ◆ 销售规模优势开始显现。公司成品油市场占有率从过去的不到 10%，上升到目前 35% 左右。目前公司三星级以上加油站达到 2111 座，万吨站数量也迅速增长。尽管目前万吨站数量比例不到 4%，却实现了 20% 的销量。万吨站同 5000 吨级和 3000 吨级加油站相比，平均吨油成本只有 40 元，而后两者分别是 75 元和 88 元，成本节约优势明显。

图表42: 2006年国内公司主要经营数据对比

	全国	中国石油	中国石化	中国海油
原油探明储量, 万吨	219,200	11,618	3,293	1,490
天然气探明储量, 亿立方米	22,700	15,141	809	1,765
原油产量, 万吨	18,638	10,664	3,961	1,889
天然气产量, 亿立方米	586	450	73	51
原油加工量, 万吨	30,000	12,407	14,632	
成品油产量, 万吨	17,700	6,832	8,721	
加油站数量, 万个	93,879	18,207	28,801	
乙烯, 万吨	941	207	616	
合成树脂, 万吨	2,529	306	862	
合成纤维, 万吨	1,860	123	150	
合成橡胶, 万吨	185	31	67	
尿素, 万吨	2232.6	358	161	

来源: 各公司年报、国金证券研究所

图表43: 公司主要炼厂产能排名情况

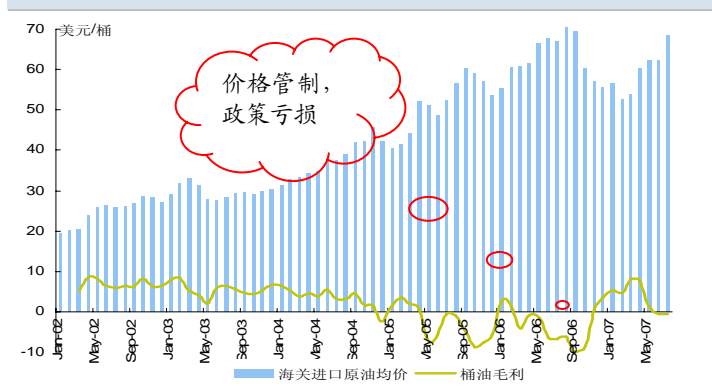


图表44: 国际炼油毛利



来源: bloomberg、国金证券研究所

图表45: 公司炼油毛利推测



PE 估值及业绩敏感性分析

- 我们预测 07 ~ 09 年公司主营业务收入分别为 705,314、744,037、774,927 百万元, 净利润 145,551、180,377、202,794 百万元, 摊薄前 EPS 分别为 0.813、1.008、1.133 元。
- 合理目标价 30.22 元, 相当于 08 年 30xPE。取 8% 的波动空间, 则估值区间为 27.81 ~ 32.64 元。

图表46: 中国部分龙头公司 PE 情况

证券代码	证券简称	2007-10-26 收盘价	2008EPS	2009EPS	2008PE	2009PE
600028	中国石化	24.9	0.947	1.038	26.29	23.99
601088	中国神华	77.54	1.313	1.584	59.04	48.94
601628	中国人寿	70.35	1.556	2.076	45.21	33.88
601111	中国国航	20.19	0.520	0.638	38.86	31.66
601398	工商银行	7.62	0.315	0.407	24.17	18.74
941.HK	中移动	152.9	5.415	6.274	27.38	23.63
平均					36.83	30.14

来源: Bloomberg、国金证券研究所

- 敏感性分析结论表明, 油价越高, 公司整体业绩越好(假设成品油定价放开), 如成品油定价仍受严格管制, 则油价大于 60 美元以上的上涨, 对公司利润有负面影响, 但影响不大。而天然气由于价格管制, 年最大增幅

政府约定为 8%。如气价调整与国际接轨（目前 LNG 到岸价 1.4~1.6 元/立方米），则对全年业绩有 0.05 元以上的业绩增厚。

图表47: EPS 对实现油价、天然气管道售价的敏感性分析

实现油价, 美元/桶	55	58	59	60	62	64	66	68	70	72	74	76	78
2007EPS	0.68	0.74	0.76	0.77	0.81	0.85	0.89	0.93	0.97	1.00	1.04	1.08	1.12
2008EPS	0.84	0.91	0.94	0.96	1.01	1.05	1.10	1.15	1.19	1.24	1.29	1.33	1.38
2009EPS	1.01	1.08	1.11	1.13	1.18	1.23	1.28	1.33	1.38	1.43	1.48	1.53	1.58
天然气管道售价, 元/立方米	1	1.05	1.09	1.15	1.2	1.25	1.3	1.35	1.4	1.45	1.5	1.55	1.6
2007EPS	0.80	0.81	0.81	0.82	0.83	0.84	0.84	0.85	0.86	0.87	0.87	0.88	0.89
2008EPS	0.97	0.98	0.99	1.00	1.01	1.02	1.03	1.04	1.05	1.06	1.07	1.08	1.09
2009EPS	1.06	1.07	1.09	1.10	1.11	1.13	1.14	1.15	1.16	1.18	1.19	1.20	1.22

来源: 国金证券研究所

图表48: EPS 对成品油提价敏感性分析

	炼油能力, 万吨/年	200元/吨	300元/吨	400元/吨	500元/吨	600元/吨
中国石油	12630	0.050	0.074	0.099	0.124	0.149

来源: 国金证券研究所

图表49: 油价上扬对公司上游与炼油板块的影响

原油上涨幅度	成品油板块盈利降低, 百万元	勘探板块盈利增加, 百万元								
		油价	不考虑海外权益油			考虑海外权益油				
1	美元/桶	3,899	60	55	50	45	60	55	50	45
2	美元/桶	7,798	3,378	3,660	3,941	4,223	3,743	4,025	4,306	4,588
3	美元/桶	11,697	6,756	7,319	7,882	8,445	7,486	8,049	8,612	9,175
4	美元/桶	15,595	10,135	10,979	11,824	12,668	11,230	12,074	12,919	13,763
5	美元/桶	19,494	13,513	14,639	15,765	16,891	14,973	16,099	17,225	18,351
6	美元/桶	23,393	16,891	18,298	19,706	21,114	18,716	20,123	21,531	22,939
7	美元/桶	27,292	20,269	21,958	23,647	25,336	22,459	24,148	25,837	27,526
8	美元/桶	31,191	23,647	25,618	27,588	29,559	26,202	28,173	30,143	32,114
9	美元/桶	35,090	27,025	29,278	31,530	33,782	29,945	32,198	34,450	36,702
10	美元/桶	38,988	30,404	32,937	35,471	38,004	33,689	36,222	38,756	41,289
			33,782	36,597	39,412	42,227	37,432	40,247	43,062	45,877

注: 假设成品油价格不变, 勘探板块影响情况不同, 主要是特别收益金影响

来源: 国金证券研究所

- 由于公司总股本 1790 亿, 本次回归 A 股最多增发 40 股, 仅仅摊薄 2.2%, 对业绩影响可以忽略不计。因此, 本文并未就此展开分析。

风险提示

- 油价大幅回落风险。由于公司业绩支撑主要来源于油气开采, 如油价大幅回落, 则公司利润将有所降低。
- 政策风险。如资源税调高、成品油价格仍然管制不放松, 将对公司业绩有所拖累。
- 政治风险。由于公司在海外有 5800 万吨的作业当量油气, 一旦遭遇国有化浪潮、武装攻击等, 公司可能被迫减产甚至关停部分权益产量。

图表50: 营收预测表

项目	2004	2005	2006	2007	2008	2009
勘探及生产						
油气当量实现均价(美元/桶)	28.86	39.43	49.74	50.09	48.49	45.57
增长率(YOY)	36.63%	26.16%	26.16%	0.70%	-3.19%	-6.04%
油气生产(百万桶当量)	980.20	1,034.10	1,062.30	1,126.82	1,209.90	1,309.25
增长率(YOY)	6.20%	2.73%	2.73%	6.26%	7.18%	8.21%
销售收入(百万元)	212,979.0	325,947.0	410,357.0	424,100.7	428,314.0	417,602.2
毛利率	64.20%	53.04%	25.90%	3.35%	0.99%	-2.50%
毛利润率	70.00%	70.00%	86.30%	87.10%	87.79%	87.36%
销售成本(百万元)	76,245.2	97,771.7	138,306.0	139,236.7	137,942.0	136,308.9
增长率(YOY)	28.23%	41.46%	0.67%	-0.93%	-1.18%	-0.93%
毛利(百万元)	136,733.8	228,175.3	272,051.0	284,864.0	290,372.0	281,293.2
增长率(YOY)	57.88%	61.75%	19.23%	4.71%	1.93%	-3.13%
占总销售额比重	61.64%	61.64%	60.13%	60.13%	57.57%	53.89%
占主营业务利润比重	65.67%	82.82%	83.37%	77.18%	72.81%	66.20%
炼油与销售						
平均售价(元/吨)	3240.55	4381.37	5329.63	5529.40	5529.40	5351.03
增长率(YOY)	35.20%	21.64%	3.75%	0.00%	0.00%	-3.23%
炼油商品销量(千吨)	91,474.23	97,793.00	101,939.44	104,997.62	107,097.57	109,239.52
增长率(YOY)	6.91%	4.23%	3.00%	2.00%	2.00%	2.00%
销售收入(百万元)	290,568.0	421,678.0	534,985.0	580,573.5	592,185.0	584,543.9
毛利润率	18.00%	7.00%	5.60%	8.99%	11.22%	14.16%
销售成本(百万元)	238,279.9	392,163.3	505,015.4	528,399.0	525,727.6	501,763.2
增长率(YOY)	27.94%	55.87%	26.87%	8.52%	2.00%	-1.29%
毛利(百万元)	52,288.1	64,589.6	28,789.6	4,633.5	-0,511.4	-4,566.3
增长率(YOY)	29,514.7	-43.55%	1.54%	74.09%	-27.38%	24.56%
占总销售额比重	78.97%	79.88%	80.36%	82.31%	79.59%	75.43%
占主营业务利润比重	25.11%	10.71%	9.18%	14.14%	16.62%	19.48%
化工与销售						
平均售价(元/吨)	5956.77	7621.10	8077.96	8380.75	8380.75	8110.40
增长率(YOY)	27.94%	5.93%	3.75%	0.00%	0.00%	-3.23%
销售数量(千吨)	9,599.00	9,707.00	10,249.00	10,694.70	11,165.79	12,121.37
增长率(YOY)	5.58%	4.35%	4.40%	4.35%	4.40%	8.56%
销售收入(百万元)	50,982.0	67,846.0	79,153.0	89,629.6	93,577.7	98,309.2
毛利润率	31.70%	20.00%	18.40%	21.16%	22.94%	26.77%
销售成本(百万元)	34,821.4	54,277.4	64,589.4	70,667.2	72,115.5	71,991.4
增长率(YOY)	55.87%	19.00%	9.41%	9.41%	2.05%	-0.17%
毛利(百万元)	16,160.6	13,568.6	14,563.6	18,962.4	21,462.2	26,317.7
增长率(YOY)	-16.04%	7.33%	30.20%	13.18%	22.62%	22.62%
占总销售额比重	13.86%	12.85%	11.89%	12.71%	12.58%	12.69%
占主营业务利润比重	7.76%	4.92%	4.48%	5.14%	5.37%	6.19%
天然气销售与管道						
外销均价(元/立方米)	0.82	0.88	1.01	1.09	1.18	1.28
增长率(YOY)	6.67%	15.11%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
销售数量(亿立方米)	221.30	297.90	384.20	449.38	571.72	724.66
增长率(YOY)	34.61%	28.97%	16.97%	27.23%	26.75%	26.75%
销售收入(百万元)	17,526.0	25,505.0	38,642.0	49,160.8	67,548.6	92,466.6
毛利润率	45.53%	51.51%	27.22%	37.40%	36.89%	37.33%
销售成本(百万元)	16,600.0	21,016.5	27,609.4	26,599.0	32,026.0	37,333.0
增长率(YOY)	21,016.5	27,978.4	36,087.1	45,921.5	57,951.8	67,951.8
毛利(百万元)	2,909.4	4,488.5	10,663.6	13,073.7	21,627.1	34,514.8
增长率(YOY)	4.78%	4.83%	5.80%	6.97%	9.88%	11.93%
占总销售额比重	1.40%	1.63%	3.27%	3.54%	5.14%	8.12%
占主营业务利润比重	1.40%	1.63%	3.27%	3.54%	5.14%	8.12%
分部间抵消						
销售收入(百万元)	(204,704.0)	(313,665.0)	(398,449.0)	(439,151.1)	(438,588.6)	(418,994.8)
毛利润率	0.27%	0.22%	0.18%	0.00%	0.00%	0.00%
销售成本(百万元)	(204,146.0)	(312,968.0)	(397,729.0)	(439,151.1)	(438,588.6)	(418,994.8)
其他						
销售收入(百万元)	596.0	579.0	1,015.0	1,000.0	1,000.0	1,000.0
毛利润率	82.05%	86.70%	-1.28%	0.00%	0.00%	0.00%
销售成本(百万元)	107.0	77.0	1,028.0	1,000.0	1,000.0	1,000.0
毛利(百万元)	489.0	502.0	(13.0)	0.0	0.0	0.0
占总销售额比重	0.16%	0.11%	0.15%	0.15%	0.13%	0.13%
占主营业务利润比重	0.23%	0.18%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售总收入(百万元)	367,947	527,890	665,703	705,314	744,037	774,927
销售总成本(百万元)	159,721	252,374	339,370	356,239	344,118	350,021
平均毛利率	56.53%	52.13%	49.02%	52.53%	53.73%	54.53%

来源: 国金证券研究所

附录: 三张报表预测摘要

损益表(人民币百万元)

	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
销售收入	367,947	527,890	665,703	705,314	744,037	774,927
增长率		43.5%	26.1%	6.0%	5.5%	4.2%
销售成本	-159,721	-252,374	-339,370	-336,239	-344,118	-350,021
%销售收入	43.4%	47.8%	51.0%	47.7%	46.3%	45.2%
税金及附加	-16,370	-19,768	-51,692	-63,897	-62,055	-57,218
%销售收入	4.4%	3.7%	7.8%	9.1%	8.3%	7.4%
主营业务利润	191,856	255,748	274,641	305,178	337,864	367,689
主营业利润率	52.1%	48.4%	41.3%	43.3%	45.4%	47.4%
其他业务利润	527	91	55	50	50	50
%税前利润	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-20,171	-28,381	-35,050	-37,382	-39,434	-41,071
%销售收入	5.5%	5.4%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
管理费用	-25,129	-36,577	-45,331	-46,551	-49,850	-51,920
%销售收入	6.8%	6.9%	6.8%	6.6%	6.7%	6.7%
财务费用	-1,308	-833	-1,322	-494	2,297	6,780
%销售收入	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	-0.3%	-0.9%
营业利润	145,775	190,048	192,993	220,801	250,926	281,527
营业利润率	39.6%	36.0%	29.0%	31.3%	33.7%	36.3%
投资收益	982	1,786	1,344	1,400	1,400	1,400
%税前利润	0.7%	1.0%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%
补贴收入	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业外收支	-2,700	-4,340	-2,535	-1,000	-1,000	-1,000
%税前利润	-1.9%	-2.3%	-1.3%	-0.5%	-0.4%	-0.4%
税前利润	144,527	187,375	192,272	221,201	251,326	281,927
利润率	39.3%	35.5%	28.9%	31.4%	33.8%	36.4%
所得税	-40,048	-51,785	-47,043	-68,130	-62,832	-70,482
所得税率	27.7%	27.6%	24.5%	30.8%	25.0%	25.0%
少数股东损益	-1,683	-5,377	-6,518	-7,521	-8,118	-8,651
%税前利润	1.2%	2.9%	3.4%	3.4%	3.2%	3.1%
净利润	102,796	130,213	138,711	145,551	180,377	202,794
净利率	27.9%	24.7%	20.8%	20.6%	24.2%	26.2%
增长率		26.7%	6.5%	4.9%	23.9%	12.4%
EPS(元/股)	0.574	0.727	0.775	0.813	1.008	1.133

来源: 公司年报、国金证券研究所。

资产负债表(人民币百万元)

	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
货币资金	12,704	86,024	54,070	80,000	138,779	316,702
应收款项	58,331	29,512	34,511	44,222	49,397	45,012
存货	45,771	62,733	76,940	76,230	47,832	49,003
其他流动资产	5,395	8,510	11,292	11,919	12,673	13,195
流动资产	122,201	186,779	176,813	212,371	248,682	423,913
长期资产	448,857	538,635	638,331	678,090	725,119	699,568
资产总计	571,058	725,414	815,144	890,461	973,800	1,123,481
循环贷款	27,210	28,594	35,563	4,208	0	0
应付款项	64,160	89,330	108,938	101,881	59,267	59,807
其他流动负债	30,715	49,419	54,201	66,022	66,819	70,352
流动负债	122,085	167,643	198,702	172,111	126,086	130,160
其他长期负债	46,119	57,248	48,313	40,815	35,797	30,797
负债	168,204	224,891	247,015	212,926	161,883	160,957
少数股东权益	9,309	23,996	26,128	33,649	41,767	50,418
股东权益	393,545	476,527	542,001	643,886	770,150	912,106
负债股东权益合计	571,058	725,414	815,144	890,461	973,800	1,123,481

现金流量表(人民币百万元)

	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
净利润	102,796	130,213	138,711	145,551	180,377	202,794
少数股东损益	1,683	5,377	6,518	7,521	8,118	8,651
非现金支出	40,264	38,748	45,759	50,229	52,960	55,539
非经营收益	-2,123	-8,710	-11,499	-9,193	2,135	1,634
营运资金变动	2,886	43,920	25,953	-4,864	-19,348	6,766
经营活动现金净流	145,506	209,548	205,442	189,243	224,241	275,384
资本开支	-103,024	-94,829	-162,152	-89,577	-99,577	-29,577
其他	0	0	0	-29	-29	-11
投资活动现金净流	-103,024	-94,829	-162,152	-89,606	-99,606	-29,588
募集资金	2,145	20,146	1,492	0	0	0
股息	-38,090	-58,781	-75,323	-47,352	-56,648	-62,872
银行贷款变动	-45,482	5,406	-2,260	-26,355	-9,208	-5,000
其他	39,018	-11,357	971	0	0	0
筹资活动现金净流	-42,409	-44,586	-75,120	-73,707	-65,856	-67,872
现金净流量	73	70,133	-31,830	25,930	58,779	177,924

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市日均价区间;

目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中, 在扣除沪深市场所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明:

本报告版权归“国金证券研究所”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“国金证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司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, 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, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。