

中海油资本开支持续增加，旗下油服子公司有望持续受益

——中国海洋石油有限公司下属油服子公司专题研究

行业专题

◆**中海油1月13日公布年度经营策略及发展计划概要。**根据中国海洋石油有限公司2020年度经营计划，油气产量将有望在未来三年大幅增长，资本支出继续稳步提升。2020年公司资本支出将达到850-950亿元，其中勘探、开发和生产资本化以及其他资本支出预计分别占资本支出预算总额的约20%、58%、20%和2%；国内约占62%，海外约占38%。2020年，公司油气净产量目标为520-530百万桶油当量，其中中国约占64%、海外约占36%。2019年，公司油气净产量约达到503百万桶油当量。

◆**油服子公司分工明确，分别侧重于油气勘探、开发、生产不同环节。**中国海洋石油有限公司业务体系中工程技术与服务板块由旗下中海油服、海油工程、海油发展三家专业子公司承担。中海油服业务贯穿石油及天然气勘探、开发及生产的各阶段，包括钻井服务、油田技术服务、船舶服务、物探勘察服务四大板块，侧重于前期的勘探、钻井环节；海油工程侧重开发环节，主要提供工程建设服务，是国内唯一一家集海洋石油、天然气开发工程设计、陆地制造和海上安装、调试、维修以及液化天然气工程于一体的大型工程总承包公司；海油发展业务覆盖海洋石油各主要生产环节，形成了能源技术服务、FPSO生产技术服务、能源物流服务、安全环保与节能四大业务板块，能够提供以海洋石油生产服务为核心的一站式服务。

◆**能源安全驱动政策落地，“七年行动计划”保障资本支出确定性。**国家批示要加大油气资源增储上产，出台配套政策并反复强调能源安全问题。同时，国家油气体制改革不断深化，目前已全面开放油气勘探开采市场，有望形成竞争性市场机制，激发油气全产业链活力。国内三大油气公司相继制定“七年行动计划”，提出增储上产明确目标，增加资本支出，目前增储上产已初具成效。在政策支持下，“七年行动计划”的落实保障资本支出增长确定性，有望为油服行业带来持续高景气。

◆**投资建议：**在政策指引下，三大石油公司2019年初相继制定“七年行动计划”，加大油气勘探开发力度，有利于带动国内油服行业的业绩增长。海洋是我国未来油气资源增量的重要来源，必将成为资源开发战略重点，发展潜力较大。目前中海油进一步明确增储上产规划，中海油旗下的油服公司一方面将受益于中海油资本开支的增长，另一方面也有望凭借技术优势把握油气勘探开采市场开放的机遇。因此我们重点推荐中海油体系的三家油服上市公司**中海油服、海油工程、海油发展**。

◆**风险提示：**原油价格下跌风险；国际市场运营风险；技术创新风险；市场竞争日益加剧风险；安全事故和突发自然灾害风险。

增持（维持）

分析师

赵乃迪

010-56513000

zhaond@ebcn.com

执业证书编号：S0930517050005

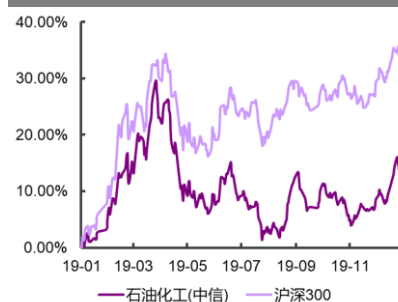
裴孝锋

021-52523535

giuxf@ebcn.com

执业证书编号：S0930517050001

石油化工行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
601808	中海油服	18.60	0.01	0.54	0.66	1254	35	28	买入
2883.HK	中海油田服务	12.60	0.01	0.54	0.66	757	21	17	增持
600583	海油工程	7.75	0.02	0.02	0.17	430	328	46	增持
600968	海油发展	3.02	0.10	0.13	0.16	29	24	19	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价为2020年1月13日收盘价

注：中海油田服务为港股标的，股价单位为港元，港元兑人民币汇率为0.8919

投资聚焦

研究背景

1月13日，中国海洋石油有限公司及其子公司中海油服相继发布年度战略指引，确定2020年经营战略方向。

根据中国海洋石油有限公司2020年经营计划，油气产量将有望大幅增长，资本支出继续稳步提升。2020年，公司的油气净产量目标为520-530百万桶油当量，其中中国约占64%、海外约占36%；资本支出预算总额为人民币850-950亿元，其中勘探、开发和生产资本化以及其他资本支出预计分别占资本支出预算总额的约20%、58%、20%和2%；国内约占62%，海外约占38%。

根据中海油服年度战略指引，2020年公司将积极参与加快推进勘探开发，力争继续保持良好的经营业绩并进一步提升公司发展质量。预计钻井服务和油田技术服务工作量同比将有所增长，船舶服务、物探和工程勘察服务工作量整体平稳。2020年，公司将重点关注成本控制，提升盈利能力。2020年，公司的现金流整体安全，公司将继续严格遵循审慎的资本投资，通过资本性支出加速经营模式优化升级，坚持轻资产重技术的公司发展理念和商业模式变化。

1月10日，自然资源部举办媒体发布会，介绍《关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见（试行）》文件。文件指出，将完善并有序放开油气勘查开采体制，提升资源接续保障能力，允许符合准入要求并获得资质的市场主体参与常规油气勘查开采，逐步形成以大型国有油气公司为主导、多种经济成分共同参与的勘查开采体系。只要在中华人民共和国境内注册，净资产不低于3亿元的内外资公司，均有资格按照规定取得油气矿业权。

我们区别于市场的观点

受国际原油价格震荡影响，市场对未来油气勘探开发资本支出的增长规模与持续性存在疑虑。我们认为在“七年行动计划”指引下，国内油气勘探开发资本支出增长确定性高，油服公司业绩有望持续上行。

投资建议

在政策指引下，三大石油公司2019年初相继制定“七年行动计划”，加大油气勘探开发力度，有利于带动国内油服行业的业绩增长。海洋是我国未来油气资源增量的重要来源，必将成为资源开发战略重点，发展空间广阔。目前中海油进一步明确增储上产规划，中海油旗下的油服公司一方面将受益于中海油资本开支的增长，另一方面也有望凭借技术优势把握油气勘探开采市场开放的机遇。因此我们重点推荐中海油体系的三家油服上市公司：综合性大型海上油服公司**中海油服**、海上油气田工程建设龙头**海油工程**、多元化海上油气生产支持平台**海油发展**。

目 录

1、 增储上产规划明确，市场化改革增添行业活力	5
1.1、 中海油年度经营策略：目标产量持续增长，资本支出稳步提升	5
1.2、 中海油服年度经营战略指引：重技术轻资产，持续提升发展质量	6
1.3、 油气勘探开采市场全面放开，释放行业成长空间	7
2、 能源安全推动政策落地，“七年行动计划”保障资本支出	8
2.1、 油气对外依存度居高不下，增储上产任重道远	8
2.2、 增储上产步伐加快，“七年行动计划”初具成效	11
2.3、 勘探开发资本支出稳步增长，油服子公司景气有望持续上行	12
3、 工程技术与服务分工明确，政策红利支撑业绩增长	12
3.1、 中海油服：综合性大型海上油服公司	12
3.2、 海油工程：海上油气田工程建设龙头	14
3.3、 海油发展：多元化海上油气生产支持平台	15
4、 投资建议	16
5、 风险分析	20

图目录

图 1：中海油石油液体和天然气产量目标（单位：百万桶油当量）	5
图 2：中海油国内外产量目标（单位：百万桶油当量）	5
图 3：2020 年中海油各环节资本支出计划占比	6
图 4：2020 年中海油海内外资本支出计划占比	6
图 5：我国原油产量及进口量	8
图 6：我国天然气进口量及表观消费量	8
图 7：2008-2018 年新增石油探明储量（亿吨）	10
图 8：中海油历年油气净产量	11
图 9：中海油勘探开发资本支出及增速	12
图 10：中海油服主营收入结构	13
图 11：海油工程主营收入结构	14
图 12：海油发展主营收入结构	16

表目录

表 1：关于加大上游勘探开发的系列政策与会议	9
表 2：我国石油资源勘探开发程度（截至 2017 年底）	10
表 3：我国常规天然气资源勘探开发程度（截至 2018 年底）	10
表 4：海油工程重点工程项目实施进度（截至 2019 年 9 月 30 日）	15

1、增储上产规划明确，市场化改革增添行业活力

1.1、中海油年度经营策略：目标产量持续增长，资本支出稳步提升

中国海洋石油有限公司于1月13日公布2020年度经营策略及发展计划概要。根据公司新一年经营计划，油气产量将有望持续增长，资本支出继续稳步提升。

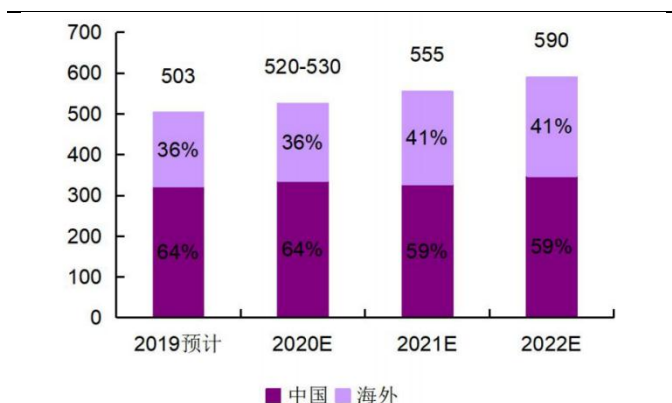
2020年，公司的油气净产量目标为**520-530百万桶油当量**。其中，石油液体占81%，天然气占19%；中国约占64%、海外约占36%，国内外占比基本持平。公司2019年的净产量将达到约503百万桶油当量，超额完成年初480-490百万桶油当量的生产目标，并已突破近十年产量峰值。2021年，公司的净产量目标分别为约555百万桶油当量，天然气产量占比将提升，石油液体和天然气占比预计分别为80%和20%；国内外分别占59%和41%。2022年，公司的净产量目标分别为约590百万桶油当量，石油液体和天然气占比预计分别为78%和22%；国内外分别占59%和41%。未来三年产量CAGR约为5.5%。

图1：中海油石油液体和天然气产量目标（单位：百万桶油当量）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

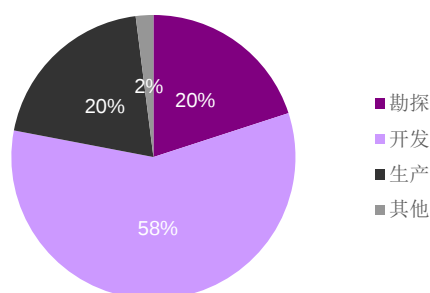
图2：中海油国内外产量目标（单位：百万桶油当量）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

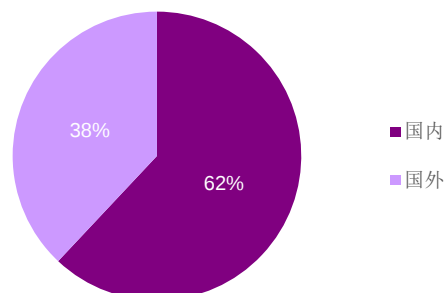
2020年，公司的**资本支出预算总额**为人民币**850-950亿元**。2019年实际完成资本支出约802亿元，而年初资本开支计划700-800亿，实际完成超过100%。按2020年计划，资本支出增速将达到6.0%-18.5%。勘探、开发和生产资本化和其他资本支出预计分别占资本支出预算总额的约20%、58%、20%和2%，与2019年经营策略相比，生产阶段资本支出略升1%，而开发阶段资本支出降低1%。资本支出保持对国内业务的倾斜，国内约占62%，海外约占38%，与2019年计划基本持平。

图 3：2020 年中海油各环节资本支出计划占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 4：2020 年中海油海内外资本支出计划占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

根据公司计划，2020 年预计公司将有十个新项目投产，包括中国海域的蓬莱 19-3 油田 4 区调整/蓬莱 19-9 油田二期、秦皇岛 33-1 南油田一期、渤中 19-6 凝析气田试验区、旅大 16-3/21-2 联合开发项目、南堡 35-2 油田 S1 井区、锦州 25-1 油田 6/11 井区、流花 29-1 气田开发项目和流花 16-2 油田/流花 20-2 油田联合开发项目，圭亚那的 Liza 油田一期以及英国的 Buzzard 油田二期。其中，圭亚那的 Liza 油田一期已提前投产。此外，公司还有 20 个在建项目，40 个在评项目，将为未来产量提供基础。

2020 年，公司计划钻探 227 口勘探井，其中非常规探井 100 口；19 年计划打井 239 口，其中非常规探井 82 口。2020 年，公司采集三维地震数据 2.7 万平方公里，19 年预计完成 2.4 万平方公里。

1.2、中海油服年度经营战略指引：重技术轻资产，持续提升发展质量

中海油服于 1 月 13 日发布 2020 年度战略指引。公司 2020 年经营战略方向如下：

在国内外市场需求回暖的背景下，受益于公司近年在技术研发创新、装备结构优化、国际竞争力加强以及风险管控能力的提升，2020 年公司将积极参与加快推进勘探开发，力争继续保持良好的经营业绩并进一步提升公司发展质量。公司的装备和技术服务能力也将在本轮国内外油田服务行业复苏、尤其是在国内增储上产中发挥更重要的地位和作用。根据目前公司国内外订单情况，预计四大板块中钻井服务和油田技术服务工作量同比将有所增长，船舶服务、物探和工程勘察服务工作量整体平稳。

2020 年，公司将重点关注成本控制，通过加强安全管理、机构改革、管理流程优化、劳动生产率提升等系统性降本举措努力提升公司的盈利能力。2020 年，公司的现金流整体安全，公司将继续严格遵循审慎的资本投资，通过资本性支出加速经营模式优化升级，坚持轻资产重技术的公司发展理念和商业模式变化。2020 年，预计公司的资本性开支为人民币 48 亿元左右，主要用于生产基地建设、装备及技术设备更新改造等。公司将以新发展理念为指引，加快绿色环保低碳技术的研发和创新；通过技术产业升级增强核心

竞争力；以自有资产、租赁、管理多种方式灵活配置装备资源，更快地把握市场需求变化；关注股东分红回报，积极维护投资者利益。

1.3、油气勘探开采市场全面放开，释放行业成长空间

1月9日，自然资源部召开关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见新闻发布会，解读《关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见（试行）》（以下简称《意见》）。《意见》于2019年12月31日下发，标志着国家全面开放油气勘探开采市场，民企、外资企业等社会各界资本将进入油气勘探开发领域。

2017年5月，中共中央、国务院印发《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》，指明了油气体制改革大方向。文件指出，将完善并有序放开油气勘查开采体制，提升资源接续保障能力，允许符合准入要求并获得资质的市场主体参与常规油气勘查开采，逐步形成以大型国有油气公司为主导、多种经济成分共同参与的勘查开采体系。2019年6月发布的《外商投资准入特别管理措施负面清单（2019年版）》已取消了石油、天然气、煤层气勘查开采对外商投资仅限于合资合作的限制。

油气勘查开采管理方面，《意见》指出两大改革重点：

一是放开油气勘查开采。考虑到从事油气勘查开采的企业须具有一定的资金实力和抗风险能力，同时应符合安全、环保等资质要求，并具有相应的油气勘查开采技术能力，《意见》提出了一定的准入门槛。在中华人民共和国境内注册、净资产不低于3亿元人民币的内外资公司，均有资格按规定取得油气矿业权。

二是实行油气探采合一制度。根据油气不同于非油气矿产的勘查开采技术特点，针对多年存在的问题，油气探矿权人发现可供开采的油气资源的，在报告有登记权限的自然资源主管部门后即可进行开采。进行开采的油气矿产资源探矿权人应当在5年内签订采矿权出让合同，依法办理采矿权登记。

我们认为，《意见》的发布展现出国家保障能源安全的决心，利好国内油气开发全行业。

市场规模有望扩大。《意见》发布前，仅少数国有企业有油气勘探开采权，市场参与主体过少。市场全面开放后，民营及外资企业也能加入市场竞争，将扩大油气勘探开采市场规模，加快推进资源开发利用程度。不仅有能力参与油气开发的企业将直接受益，油服企业面对的市场需求也有望因市场规模的扩大而大幅增长。

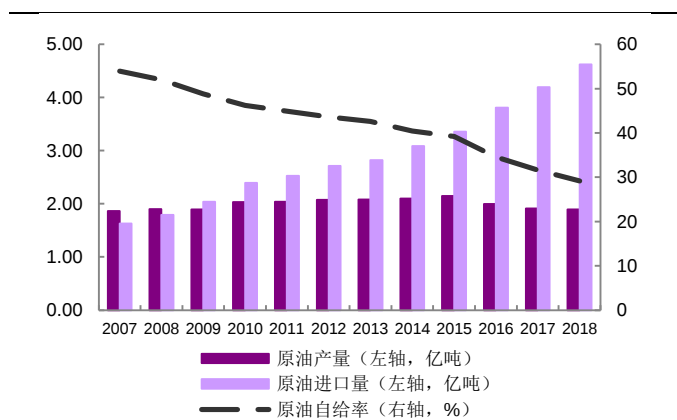
促进市场竞争，提高开发效率。油气勘探开发走上市场化道路，能够通过引入市场竞争机制刺激各参与主体不断强化自身实力，提升技术水平和运营效率，促进油气资源增储上产。

2、能源安全推动政策落地，“七年行动计划”保障资本支出

2.1、油气对外依存度居高不下，增储上产任重道远

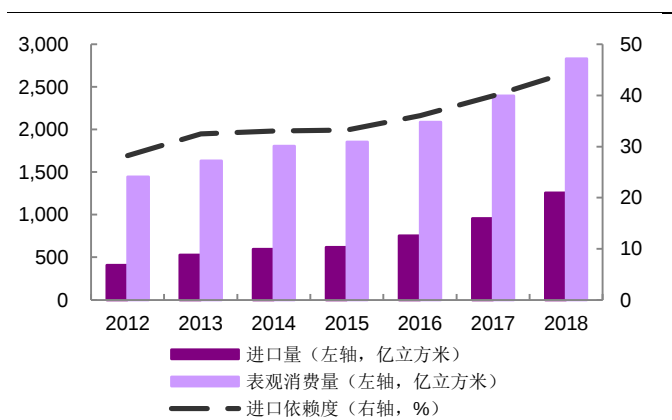
我国原油和天然气自给率逐年下降。国内原油产量从 2015 年以来持续下降，2018 年原油年产 18910.6 万吨，为 2007 年以来的产量最低水平，原油自给率仅为 29.17%。我国天然气进口依赖度也持续攀升，2018 年进口依赖度达 44.36%，成为全球最大天然气进口国。进入 2019 年，国内原油产量增速仍低于需求增速，对外依存度进一步提升，1-11 月原油自给率仅为 27.58%；天然气进口依赖度略有下降，但仍处高位，1-11 月为 44.00%。

图 5：我国原油产量及进口量



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 6：我国天然气进口量及表观消费量



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

增加油气自给率目标明确，相关政策正逐步落地。近年来，地缘政治局势复杂多变，中美贸易摩擦升级，一系列不利因素加大了油气进口贸易风险。面对潜在的能源安全威胁，我国确定了油气资源增储上产重要战略定位。2018 年 7 月，习总书记作出重要批示，要求提升勘探开发力度，保证能源安全，确立了油气产业发展方向。在国内加快“增储上产”战略的大方向指引下，中央反复强调能源安全问题，出台配套政策，鼓励对油气资源的勘探开发，保障国内能源供给。同时，国家油气体制改革不断深化，有望形成竞争性市场机制，激发油气全产业链活力。

表 1：关于加大上游勘探开发的系列政策与会议

时间	事件	主要内容
2014.12	《能源发展战略行动计划（2014-2020）》	坚持立足国内，将国内供应作为保障能源安全的主渠道，牢牢掌握能源安全主动权。加强国内能源资源勘探开发，着力增强能源供应能力。
2017.01	《石油发展“十三五”规划》《天然气发展“十三五”规划》	明确“十三五”期间石油天然气发展目标，到 2020 年国内石油产量要达到 2 亿吨以上，天然气综合保供能力要达到 3600 亿立方米以上。
2017.05	《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》	全面实施国家能源战略，通过改革促进油气行业持续健康发展，大幅增加探明资源储量，不断提高资源配置效率，确保油气供应稳定可靠。
2018.09	《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》	落实天然气发展规划，加快天然气产能和基础设施重大项目建设，加大国内勘探开发力度，力争到 2020 年底国内天然气产量达到 2000 亿立方米以上。
2019.02	《石油天然气规划管理办法（2019 年修订）》	国家能源局在文件中明确提出重大项目应遵循加大勘探开发力度、保障能源安全的原则。
2019.03	《关于 2018 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2019 年国民经济和社会发展计划草案的报告》	国家发展改革委在两会期间提出，今年拟放开油气勘探开采准入限制，积极吸引社会资本加大油气勘探开采力度。
2019.05	三大石油公司“七年行动计划（2019-2025）”	国家能源局组织召开大力提升油气勘探开发力度工作推进会，强调石油企业要不折不扣完成七年行动方案要求，落实增储上产主体责任；指出各部委及地方政府应发挥协同作用，加强配套政策，保障重点项目落地实施。
2019.06	《外商投资准入特别管理措施负面清单（2019 年版）》	取消外资油气勘探开发限于合资合作的限制，油气开采上游向外资企业开放，标志油气产业全面开放，有利于激发市场活力。
2019.06	《可再生能源发展专项资金管理暂行办法》的补充通知	非常规天然气开采补贴从定额标准改为“多增多补”，鼓励加大天然气开采力度。
2019.07	大力提升油气勘探开发力度工作座谈会	国家能源局要求持续推动油气增储上产见实效、见长效，继续做实重点盆地油气增储上产，扎实推进页岩油开发专项研究，加快推进勘探开发重大项目工作，推动油气勘探开发“减税降费”精准施策。
2019.08	《中华人民共和国资源税法》审议通过	2020 年 9 月 1 日起新资源税法正式施行，低丰度油气田开采、三次采油、深水油气田开采、稠油及高凝油将相应减征资源税。
2019.08	十九届中央第三轮巡视反馈情况	中央第二巡视组反馈三大石油公司保障国家能源安全方面不够有力，紧迫感、使命感不够强。
2019.10	国家能源委员会会议	李克强总理指出应加大国内油气勘探开发力度，促进增储上产，提高油气自给能力；深入推进能源领域市场化改革，放宽油气勘探开发和油气管网等设施建设
2019.12	《关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见（试行）》	国家全面开放油气勘探开采市场，允许民企、外资企业等社会各界资本进入油气勘探开发领域。

资料来源：国家能源局、国家发改委、自然资源部、新华社等，光大证券研究所整理

我国油气资源开发潜力大，增储上产具备资源基础。石油方面，根据《中国石油产业发展报告（2019）》，截至 2017 年底，全国石油地质资源量 1257 亿吨，可采资源量 301 亿吨。其中，陆上石油地质资源量 1018 亿吨，可采资源量 229 亿吨；近海石油地质资源量 239 亿吨、可采资源量 72 亿吨。全国累计探明石油地质储量 389.7 亿吨，探明率为 31.0%；累计可采储量 103.1 亿吨，累计产量 67.7 亿吨，可采资源采出程度约 22.5%。

表 2：我国石油资源勘探开发程度（截至 2017 年底）

资源系列	资源量 (亿吨)	探明储量 (亿吨)	探明率 (%)	待探明资源量 (亿吨)	剩余储量 (亿吨)	累计产量 (亿吨)	采出程度 (%)	
							资源量	探明储量
地质资源	1257	389.7	31.0	867	322	67.7	5.5	17.4
可采资源	301	103.1	34.2	198	35.4	67.7	22.5	65.6

资料来源：《中国石油产业发展报告（2019）》，光大证券研究所整理

天然气方面，全国常规气可采资源量 50.3 万亿立方米，页岩气可采资源量 21.8 万亿立方米，煤层气可采资源量 12.5 万亿立方米，整体储量丰富，但探明率与采出率均较低。截至 2018 年底，全国累计探明常规气可采储量 7.9 万亿立方米，探明率 15.7%；累计生产常规气 2.1 万亿立方米，探明可采储量采出程度 26.4%，如按可采资源量计，开采程度约 4.0%。天然气整体处于勘探早—中期阶段，资源潜力较大。

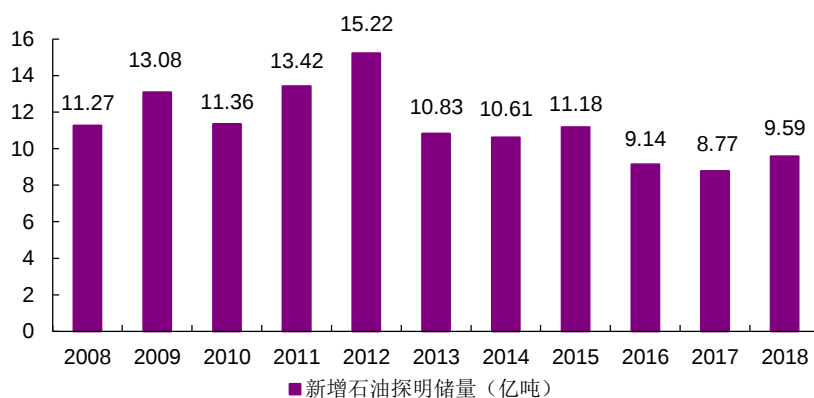
表 3：我国常规天然气资源勘探开发程度（截至 2018 年底）

资源系列	资源量(万 亿立方米)	探明储量 (万亿立 方米)	探明率 (%)	待探明资源 量(万亿立 方米)	剩余储量 (万亿立 方米)	累计产量 (万亿立 方米)	采出程度 (%)	
							资源量	探明储量
可采资源	50.3	7.9	15.7	42.4	5.8	2.1	4.0	26.4

资料来源：中国石油新闻中心，光大证券研究所整理

为促进资源增储上产，一方面要盘活现有存量，另一方面要寻求增量。截至 2017 年底，全国探明未开发石油地质储量高达 94.2 亿吨，约占累计探明石油地质储量的四分之一；截至 2018 年底，全国常规气探明未开发地质储量超过 5 万亿立方米。目前增储上产战略处于实施初期，而油气资源从勘探到生产需要一定时间，探明未开发储量潜力巨大。同时，为促进自给率回升亟待探明储量新突破。2018 年我国新增石油探明储量止跌回升，达 9.59 亿吨，但仍有较大提升空间。

图 7：2008-2018 年新增石油探明储量（亿吨）



资料来源：自然资源部，光大证券研究所整理

政策导向支撑油气公司资本开支确定性。自然资源部统计数据显示，2018 年我国油气勘探开发投资 2667.64 亿元，较 2017 年的 2226.48 亿元同比增长 19.81%，但与 2013 年前后的峰值相比仍有较大差距。增储上产任重

道远，油气公司必将持续加大勘探开发投入。在政策指示下，油价波动对国内油气勘探开发的影响将减弱，油气公司上游资本支出增加的不确定性较强。

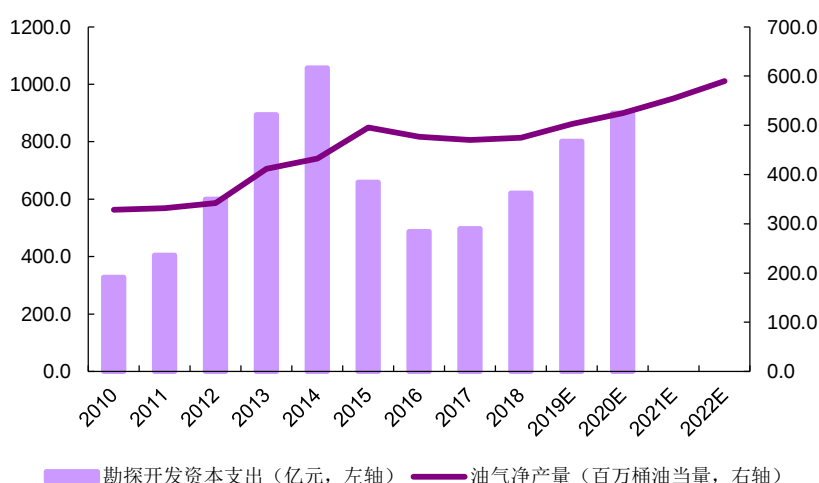
2.2、增储上产步伐加快，“七年行动计划”初具成效

“七年行动计划”绘制蓝图，增储上产目标长远。2019 年年初，中国海洋石油有限公司积极响应国家政策，制定了《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》，提出到 2025 年勘探工作量和探明储量翻一番。2018 年，中国海洋石油有限公司油气净探明储量 49.6 亿桶油当量，因此 2025 年探明储量应达到约 100 亿桶油当量。2019 年 5 月，中国海洋石油有限公司在深圳召开重大科技专项会议，提出了增储上产新目标：到 2025 年，全面建成南海西部油田 2000 万方、南海东部油田 2000 万吨的上产目标。按此规划，7 年时间内南海西部油田油气产量几乎将翻一番；南海东部油田油气产量增长将近 1/3。

勘探取得重大突破。2019 年 2 月中国海洋石油有限公司公布消息称，在渤海海域新发现的渤中 19-6 凝析气田测试获得高产油气流，确定该气田天然气探明地质储量超过千亿方，凝析油探明地质储量超亿方，是渤海湾盆地迄今发现的最大天然气田。这一发现打破了对渤海湾“油型盆地”的传统认识，证实了深海广阔的资源潜力。

产量稳步回升。油气净产量变动较资本支出滞后 1 年左右，随着中国海洋石油有限公司加大老油田稳产增产和新油田勘探开发力度，自 2017 年以来油气净产量已企稳回升。公司 2019 年油气净产量约达到 503 百万桶油当量，已突破近十年产量峰值。未来新增储量的开发有望促进油气产量再创新高，公司 2020-2022 年产量目标分别为 520-530、555、590 百万桶油当量。

图 8：中海油历年油气净产量

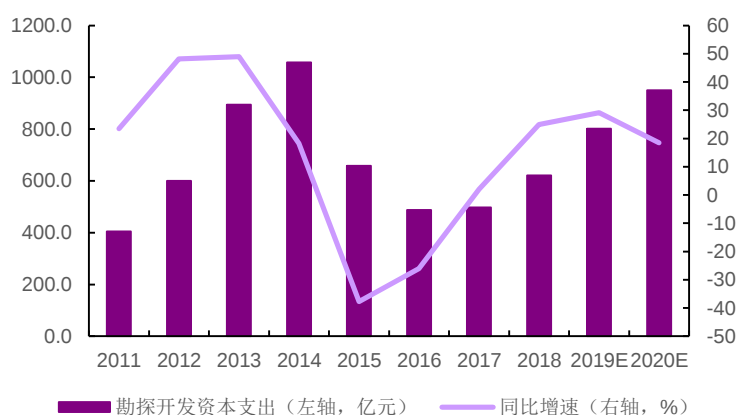


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理，2020 年产量及资本支出取目标区间中值

2.3、勘探开发资本支出稳步增长，油服子公司景气有望持续上行

自国际油价走出低谷后，中国海洋石油有限公司 2016-2019 年资本支出加速增长。2019 年，公司实际完成资本支出 802 亿元，按照年初 700-800 亿元计划，实际完成率超过 100%。根据公司 2020 年发展计划，预计本年勘探开发资本支出将达到 850-950 亿元，较 2019 年增加 6.0-18.5%。其中勘探、开发和生产资本化以及其他资本支出预计分别占资本支出预算总额的约 20%、58%、20%和 2%。在政策支持下，未来勘探开发投资增速有望保持高位，资本支出将继续稳步提升。

图 9：中海油勘探开发资本支出及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理，2020 年资本支出取目标区间中值

增储上产战略的实施将促进油气公司加大勘探开发资本支出，满足对油田设备与服务的需求。随着中国海洋石油有限公司落实“七年行动计划”，资本支出稳步提升，中海油服、海油工程和海油发展三家服务和工程子公司的业务量将迎来持续增长。

3、工程技术与服务分工明确，政策红利支撑业绩增长

中国海洋石油有限公司业务体系中工程技术与服务板块由旗下中海油服、海油工程、海油发展三家专业子公司承担。三家油服公司分工明确，分别侧重于油气勘探、开发、生产不同环节。国内增储上产战略的实施将为各公司带来发展机遇，公司成长空间广阔，业绩有望创新高。随着全球行业景气回暖，各公司也在积极开拓海内外市场，预期工作量增长将持续带动业绩提升。

3.1、中海油服：综合性大型海上油服公司

中海油服是全球最具规模的油田服务供应商之一，业务贯穿石油及天然气勘探、开发及生产的各个阶段，相对侧重于前期的勘探、钻井环节，在行业景气复苏的过程中业绩先行回暖。公司业务主要分为钻井服务、油田技术服务、船舶服务、物探勘察服务四大板块。

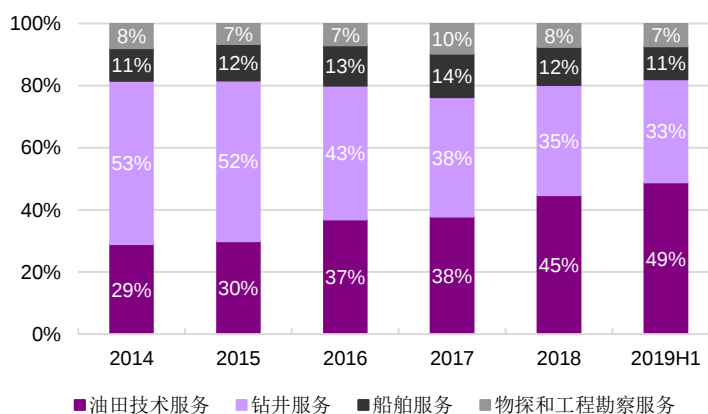
钻井服务：中海油服是中国海洋钻井服务的主要供应商，也是国际钻井服务的重要参与者，主要提供钻井、模块钻机、陆地钻机和钻井平台管理等服务。截至 2019 年 6 月末，公司共运营、管理 52 座钻井平台（包括 38 座自升式平台、14 座半潜式平台），有 32 座在中国海域作业，10 座在挪威、英国、墨西哥、印尼等国际地区作业，9 座平台正在待命，1 座正在拖航。

油田技术服务：中海油服是中国近海油田技术服务的主要供应商，同时也提供陆地油田技术服务。该板块业务包括但不限于测井、钻完井液、定向井、固井、完井、修井、油田增产等专业服务。公司已走上轻资产、重技术的发展路线，技术服务板块在收入中占比不断提升。

船舶服务：中海油服拥有和经营中国近海规模最大及功能最齐全的近海工作船舶队，经营和管理三用工作船、平台供应船、油田守护船等 130 余艘，能够为海上石油和天然气的勘探、开发、工程建设和油气田生产提供全面的作业支持和服务，包括各种水深的起抛锚作业、钻井/工程平台（船）拖航、海上运输、油气田守护、消防、救助、海上油污处理等多种船舶作业服务，以满足客户的不同需要。

物探采集和工程勘察服务：中海油服是中国近海物探采集、勘察服务的主要供应商，是全球地球物理勘探和工程勘察市场的有力竞争者和高效优质服务的提供者。截至 2018 年底，集团拥有 5 艘拖缆物探船、1 艘专业震源船、2 支海底电缆队和 5 艘综合性海洋工程勘察船、2 艘深水作业支持船。为用户提供包括但不限于宽方位、宽频、高密度、海底电缆多分量地震采集服务和综合海洋工程勘察等服务。

图 10：中海油服主营收入结构



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

公司市场地位领先，在技术发展和国际化发展中积累竞争优势。公司拥有完整的服务链条和强大的海上石油服务装备群，钻修井、固井、泥浆等业务在中国近海拥有绝对市场优势，钻井平台数量世界第二，海上工作船舶规模世界第四，海上勘察及全球市场占有率世界第四，具有较强的竞争能力。2018 年，公司编制《中海油服发展战略纲要》，确立了“技术发展、国际化发展”的战略。

加大研发投入，将技术发展战略置于首位。中海油服加强技术研发，2018 年科研投入占营收比例达 3.62%，攻关形成了渤海稠油高效开发、南海深水

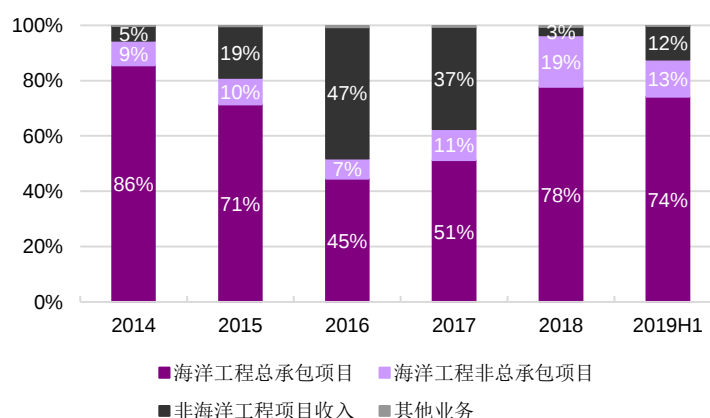
气田勘探开发、东海低渗储层开发等前瞻基础技术研究，为增储上产提供技术源头供给；掌握了以优快钻完井技术、随钻测井技术、旋转导向钻井技术等为代表的一系列核心技术，形成自主研发的旋转导向钻井系统、COCEM高温固井水泥泵、完井工具和筛管等 277 项核心技术产品。这些技术成果有利于克服低渗油田、边际油田、稠油油田等开发难题，提高资源采收率，充分发现有存量；技术水平的提升也增强了中海油服在国际市场上的竞争力。

推进国际化发展，扩展海外市场。目前中海油服的主要服务已广泛覆盖亚洲、北美、拉美、欧洲、非洲几大区域。公司积极开拓海外市场，统筹协调国内外资源配置，为国内加大勘探开发力度做出积极贡献，保障中国近海市场绝对领先地位的同时，持续推进海外业务的高质量发展，在不同区域、装备板块、技术板块都取得了多项突破。如在亚太地区，不仅中标自升式钻井平台服务、电缆测井与射孔服务、船舶服务项目，还获得陆地高温高压钻完井液、常规井钻完井液、固井酸化、压裂增产服务等系列项目；在非洲和美洲，均获得二维地震采集作业合同。

3.2、海油工程：海上油气田工程建设龙头

海油工程侧重开发环节，主要提供工程建设服务。随着中海油扩大资本支出、在手订单释放带动营收增长，公司于 2019Q3 单季已扭亏为盈。公司是国内唯一一家集海洋石油、天然气开发工程设计、陆地制造和海上安装、调试、维修以及液化天然气工程于一体的大型工程总承包公司，是亚太地区最大的海洋石油工程 EPCI(设计、采办、建造、安装)总承包商之一。

图 11：海油工程主营收入结构



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

公司业务具体包括围绕海上采油平台进行的工程设计、物资采办、陆地制造、海上运输和海上安装、海管铺设、调试、交付与维修等工作。经过多年的建设和发展，公司形成了海洋工程设计、海洋工程建造、海洋工程安装、海上油气田维保、水下工程检测与安装、高端橇装产品制造、海洋工程质量检测、海洋工程项目总包管理八大能力，拥有 300 米以内水深传统海域较强的油气田工程建设综合能力。

表 4：海油工程重点工程项目实施进度（截至 2019 年 9 月 30 日）

序号	项目名称	累计实施进度
1	蓬莱 25-6 油田 3 井区项目	5%
2	曹妃甸 6-4 油田开发项目	13%
3	锦州 25-1 油田 6-11 井区开发项目	17%
4	垦利 3-2 油田扩建项目	19%
5	陵水 17-2 气田开发工程项目	23%
6	南堡 35-2 油田 S-1 井区开发项目	26%
7	福建漳州 LNG 接收站及储罐项目	34%
8	流花 29-1 项目	50%
9	流花 16-2 油田群工程项目	63%
10	浙江宁波 LNG 接收站二期工程项目	55%
11	秦皇岛 33-1 南油田 I 期开发项目	58%
12	旅大 21-2 旅大 16-3 油田区域开发项目	60%
13	蓬莱 19-3 油田 4 区调整/蓬莱 19-9 油田二期开发项目	65%
14	沙特 CRPO3648 海上运输安装项目 IK 合同	40%
	沙特 CRPO3648 海上运输安装项目 OOK 合同	79%
15	尼日利亚 Dangote 项目	55%
16	尼克森油砂长湖西南项目	79%
17	壳牌企鹅 FPSO 项目船体部分	87%
	壳牌企鹅 FPSO 项目上部模块陆地建造	15%
18	巴西 FPSO P70 船项目上部模块	91%
19	卡塔尔 NFA 项目	97%
20	曹妃甸 11-1 11-6 油田综合调整项目	98%
21	文昌 13-2 油田综合调整开发工程项目	99%
22	渤中 34-9 油田开发项目	100%

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

3.3、海油发展：多元化海上油气生产支持平台

海油发展的业务覆盖海洋石油各主要生产环节，业绩受油价波动影响较小，表现较为稳健。公司形成了能源技术服务、FPSO 生产技术服务、能源物流服务、安全环保与节能四大核心业务板块，能够提供以海洋石油生产服务为核心的一站式服务。

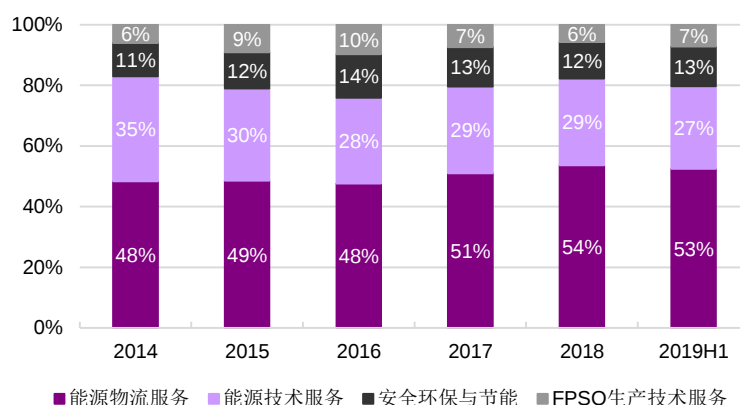
能源技术服务：包括工程技术服务、装备运维服务、管道技术服务和数据信息服务。公司侧重于海洋油气的生产阶段，从提高油田采收率、监督管理、多功能生活支持平台、装备检测维护、海上通讯等各个方面为海洋石油公司的生产作业提供保障。公司是中国近海采油装备实力最强的能源技术服务提供商，也是中国近海多功能生活支持平台服务的主要提供商。

FPSO 生产技术服务：FPSO（浮式生产储油卸油装置）生产技术服务是海洋石油生产过程中的核心环节，也是海上油气田开发的主流生产方式。与其他形式石油生产平台相比，FPSO 具有抗风浪能力强、适应水深范围广、储/卸油能力大，以及可转移、重复使用的优点，广泛适合于远离海岸的深海、浅海海域及边际油田的开发。海油发展是目前中国近海唯一一家为石油和天然气生产企业提供全方位、一体化 FPSO 生产技术服务的独立供应商。

能源物流服务：侧重于为海洋石油行业的生产环节和中下游领域提供支持服务，包括配餐服务、物流服务、销售服务。通过海上物资供应及配餐服务为海上油气田开采提供后勤保障，并通过物流及销售服务协助石油公司将各类油气产品向下游批发及零售商分销。

海油发展安全环保与节能：主要业务包括海上溢油应急服务、安全环保技术服务、工业水处理、人力资源与培训服务、涂料与海洋工业防护、催化剂、LNG 冷能综合利用及节能与环保检测等，通过一体化服务模式发挥产业链协同优势。

图 12：海油发展主营收入结构



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

公司的业务性质与竞争优势决定了其业绩的稳健性。海油发展业务主要集中于油气生产阶段，在油价大幅波动时，油气公司在生产方面的资本开支变动较油价有一定滞后性，且公司所提供的需求受油价影响较小。此外，公司业务覆盖面广泛，具备海洋石油行业各主要环节的多元化服务能力，为勘探、开发、生产、销售、油气加工、石化等环节提供技术、装备、人力资源、后勤等综合性服务，抗风险能力较强。

公司不断强化竞争优势，建立了资金、技术与人才方面的稳固壁垒，市场份额领先并有望继续扩张。在资金方面，有能力应对装备及研发的巨额投入。在技术方面，加大研发投入，不断提升科研能力。在人才方面，重视人才的引进和培养，同时充分借助公司在人力资源服务领域多年的经验积累，建立了完善的人力资源系统。公司三方面竞争优势有机结合，为业绩提供有力支撑。

4、投资建议

在政策指引下，三大石油公司 2019 年初相继制定“七年行动计划”，加大油气勘探开发力度，有利于带动国内油服行业的业绩增长。海洋是我国未来油气资源增量的重要来源，必将成为资源开发战略重点，发展空间广阔。目前中国海洋石油有限公司进一步明确增储上产规划，中国海洋石油有限公司旗下的油服公司一方面将受益于中海油资本开支的增长，另一方面也有望凭借技术优势把握油气勘探开采市场开放的机遇。因此我们重点推荐中海油体系的三家油服上市公司中海油服、海油工程、海油发展。

(1) 中海油服：市场需求旺盛拉动作业量大幅提升，业绩持续增长

业务结构进一步优化，整体毛利率稳步增长。公司盈利表现持续大幅改善，也受益于毛利率的提升。前三季度公司毛利率为 18.94%，第三季度达到 23.96%，延续上升趋势。目前作业量已大幅提升，随着行业景气复苏，市场需求增加，钻井与技术服务等主要业务将价量齐升。

此外，公司坚持近年技术发展战略，将油田技术服务作为重要增长点。上半年油田技术服务在收入中占比近 50%，已成为最大的业务板块。预期随着公司新科技成果不断转化，毛利率水平较高的油田技术服务在收入中占比将进一步扩大，公司整体毛利率有望继续提升，为公司创造更大盈利空间。

政策支持驱动上游资本开支，公司发展前景广阔。出于对国内能源安全问题的考虑，促进油气资源增储上产已成为明确政策方向。在中央加大油气勘探力度的要求下，中海油提出“七年行动计划”，目标到 2025 年实现勘探工作量与探明储量翻一番。陆上油气资源开采存在瓶颈，海洋丰富的油气资源开发利用程度相对较低，加大海洋油气开发将成为大势所趋，为中海油及旗下子公司带来良好发展机遇。

中海油上游资本开支的增加直接利好子公司中海油服业绩。随着增储上产支持政策逐步落地，中海油勘探开发资本支出兑现预期明确，旗下油田服务公司中海油服将持续受益。

盈利预测及投资建议：我们维持盈利预测，预计公司 2019-2021 年的净利润分别为 25.72、31.71、38.09 亿元，EPS 分别为 0.54、0.66、0.80 元，维持 A 股“买入”评级，H 股“增持”评级。

风险提示：国际原油价格波动风险、国际市场运营风险、市场竞争风险、汇率波动风险、天气原因导致费用增加影响业绩。

中海油服业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	17,436.41	21,945.88	40,949.12	49,164.01	58,624.60
营业收入增长率	15.08%	25.86%	86.59%	20.06%	19.24%
净利润（百万元）	33.07	70.80	2,572.47	3,170.53	3,809.26
净利润增长率	-100.29%	114.12%	3533.31%	23.25%	20.15%
EPS（元）	0.01	0.01	0.54	0.66	0.80
ROE（归属母公司）（摊薄）	0.10%	0.21%	7.00%	8.10%	9.07%
P/E（A 股）	2684	1254	35	28	23
P/E（H 股）	1622	757	21	17	14
P/B（A 股）	2.6	2.6	2.4	2.3	2.1
P/B（H 股）	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 1 月 13 日，港元兑人民币汇率为 0.8919

(2) 海油工程：在手订单快速增长，业绩转正向上

市场开拓成效显著，订单快速增长。顺应油服行业回暖形势，公司积极开发国内外市场，前三季度市场承揽额 183 亿元，同比增长 76%；第三季度公司实现市场承揽额 70.47 亿元。2019 年公司屡签重大合同：与日挥福陆签订 LNG 模块建造合同，金额约人民币 50 亿元；中标 Marjan 油田增产开发项目的 EPCI 合同，金额约 7 亿美元；承接北方某 LNG 项目，金额超过

40 亿元；签订了渤中、秦皇岛等一些中小型海上平台项目。截至三季度末，公司未完成合同额 287 亿元，在手订单充裕，预期将为公司业绩提供有力支撑。

能源安全战略驱动上游资本开支，公司成长潜力可期。在国家政策指引下，三大石油公司提出“七年行动计划”，加大了油气勘探开发力度，保障能源安全。作为中海油旗下油田工程建设公司，海油工程直接受益于中海油资本开支的增加。加之全球油气行业呈现复苏态势，海外投资金额亦有所增加，公司在手订单充裕有望带动业绩增长，公司未来成长空间广阔。

盈利预测及投资建议：随着油服行业景气，公司取得重大订单，我们认为公司业绩会逐步回暖，我们维持对公司的盈利预测，预计 2019-2021 年的净利润分别为 1.05/7.38/8.59 亿元，EPS 为 0.02/0.17/0.19 元，维持“增持”评级。

风险提示：油价波动风险、汇率风险、海外市场风险、工程项目风险。

海油工程业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	10,253	11,052	13,836	16,160	18,323
营业收入增长率	-14.50%	7.80%	25.19%	16.79%	13.39%
净利润（百万元）	491	80	105	738	859
净利润增长率	-62.67%	-83.75%	31.05%	605.83%	16.38%
EPS（元）	0.11	0.02	0.02	0.17	0.19
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.12%	0.35%	0.46%	3.14%	3.56%
P/E	70	430	328	46	40
P/B	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 1 月 13 日

（3）海油发展：背靠中海油，打造多元化海洋油服平台

公司业绩表现稳健，成长空间广阔。从历史表现来看，海油发展受油价波动影响较小，在油价低迷期仍保持了相对较高的营业收入，盈利水平也较平稳。我们认为公司的业务性质与竞争优势决定了其业绩的稳健性：业务主要集中于油气生产阶段，油气公司在生产方面的资本开支变动有一定滞后性，且公司所提供服务的需求较稳定；业务多元化，抗风险能力较强；不断强化竞争优势，市场份额领先并有望继续扩张。

政策与油价共振，上游勘探开发活动活跃带动油服行业。由于我国油气能源面临较为突出的供需矛盾，近年来中央相继出台了多项政策鼓励油气资源勘探开发。在政策指导和油价回升趋势的双重推动下，三大石油公司 2019 年初纷纷制定“七年行动计划”，加大油气勘探开发力度，有利于带动国内油服行业的业绩增长。

依托中海油完整产业链，有望受益于增储上产规划。中海油是中国最大的海上油气生产商，在中国海洋石油整体业务中扮演核心甲方地位。海油发展作为中下游业务板块公司，其发展起步于中海油内部市场，围绕上游业务环节，同时逐渐向其他业务环节、中海油系统外市场、国际市场等拓展。随着中海油业绩与投资回升，海油发展作为中国海油控股油服平台，有望在中海油增储上产计划中充分受益。

盈利预测与投资建议：考虑到政策与油价提振上游资本开支，海洋油服行业将随之回暖，加之公司在行业内拥有多项领先技术和设备，且优势项目仍在继续投资扩展，未来有望积累优势脱颖而出，我们维持对公司的盈利预测，预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 340.34/391.92/455.54 亿元，净利润为 12.86/16.25/20.72 亿元，EPS 为 0.13/0.16/0.20 元，维持目标价 3.60 元，维持“买入”评级。

风险分析：原油价格下跌风险；上游资本支出投入不及预期风险；客户相对集中风险；募投项目未达预期风险。

海油发展业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	23,704	28,975	34,034	39,192	45,554
营业收入增长率	22.34%	22.24%	17.46%	15.16%	16.23%
净利润（百万元）	1,177	1,066	1,286	1,625	2,072
净利润增长率	89.19%	-9.43%	20.65%	26.32%	27.54%
EPS（元）	0.12	0.10	0.13	0.16	0.20
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.24%	7.88%	6.94%	8.06%	9.32%
P/E	26	29	24	19	15
P/B	2.4	2.3	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.2	8.4	9.9	8.6	7.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 1 月 13 日

5、风险分析

国际原油价格下跌风险

国际原油市场多空因素交织，若未来油价下跌，将打击行业投资信心，使得整个油气服务行业市场需求大幅下滑，服务价格水平下降，进而使公司的发展面临挑战。

国际市场运营风险

国内海洋油服公司进入国际市场时间较短、国际化人才相对不足、管控体系不够完善，海外项目的风险研判、运营管理经验相对还比较薄弱，不同国家或地区政策、海域环境、远程资源调配均可能造成公司国际项目的实施不及预期。

技术创新风险

各油服公司的专业技术服务均在较大程度上依赖于专门领域高新技术的运用，是否掌握行业中的最先进的高端技术直接影响公司在各专业服务领域的竞争力。

市场竞争日益加剧风险

随着我国油气改革进程的加快和油服市场对民营和国际资本的开放，三大石油公司旗下油服公司可能面临来自民营企业和海外企业的竞争，将增加核心服务和产品的市场占有率及盈利水平的不确定性。

安全事故和突发自然灾害风险

海洋油服公司作业过程中可能遇到恶劣天气、海况，面临着船舶倾覆、碰撞、搁浅、爆炸等风险；能源运输、配送过程面临着运输品泄漏、爆炸等危险。如果生产作业过程中出现重大事故且保险赔付不足，则可能会对公司业务及未来前景造成不利影响。

行业及公司评级体系

评级	说明
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曾与、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。

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。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼