

2023年10月15日

标配

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

吴骏燕 S0630517120001

wjyan@longone.com.cn

联系人

张磊

zjlei@longone.com.cn

联系人

花雨欣

hyx@longone.com.cn



相关研究

1. 近期油价回调与影响, 及供需基本面展望——原油研究系列(五)
2. 从国际页岩油公司资本开支, 展望未来原油供需——原油研究系列(四)
3. 高油价下的美国原油独立与进出口套利——原油研究系列(三)

埃克森美孚收购先锋自然资源启示, 及页岩油气市场影响展望

——原油研究系列(六)

投资要点:

- **事件——埃克森美孚与先锋自然资源公司宣布达成合并最终协议:** 2023年10月11日, 能源巨头埃克森美孚公司和先锋自然资源公司共同宣布: 埃克森美孚将以全股票交易方式收购先锋自然资源, 交易价格为每股253美元, 相较先锋公司10月5日收盘价溢价18%, 相较先锋公司10月5日前30天VWAP溢价9%, 总价值达595亿美元, 交易预计将于2024年上半年完成。该收购为埃克森美孚二十余年最大的收购案, 也是今年宣布的全球最大的收购案。
- **埃克森美孚与先锋自然资源公司油气资产盘点:**
 - 1) **油气总探明储量:** 埃克森美孚作为全球油气巨头, 油气探明储量处较高水平, 2022年其最新披露原油探明储量达71.67亿桶, 天然气探明储量达10654.40亿立方米。同期先锋原油、天然气的探明储量分别为9.72亿桶、1131.81亿立方米。
 - 2) **油气产量:** 2022年埃克森美孚原油产量为164.7万桶/天, 天然气产量为2.3亿立方米/天。先锋近年来油气产量基本呈上升趋势, 尤其是天然气产量增速较快, 2022年达0.23亿立方米/天, 原油产量达35.2万桶/天。近年来, 二叠纪盆地已成为埃克森美孚投资和产量增长的关键领域, 2022年综合产量已达55万桶油当量/天, 同比上升19.6%。
 - 3) **资本开支:** 2022年埃克森美孚资本开支合计达227.04亿美元, 同比上升36.8%, 其中上游勘探开发资本开支占总资本开支74.9%。先锋2022年资本开支合计达40.33亿美元, 同比上升22.7%。埃克森美孚和先锋半年报资本开支完成度分别为50.18%和50.28%, 可见两家巨头公司对于加大油气资本开支保持较为乐观态度。
- **埃克森美孚将进一步巩固全球巨头地位:** 此次收购使得公司高质量未开发非常规油气储量规模一跃行业领先地位, 公司在二叠纪盆地合计拥有约160亿桶石油当量油气资源。此外, 收购后预计埃克森美孚在二叠纪盆地的产量将增加超一倍, 达130万桶油当量/天, 2027年联合产量将达200万桶油当量/天。同时相比勘探新的油田, 埃克森美孚接管现有油井具有更高的收益确定性, 有助于其不断提升其在美国页岩地区的地位。
- **看好未来油气资产, 行业整合有利于油气资产价值提升。** 龙头油气公司财务稳健, 具备扩张能力, 2023年Q2单季度埃克森美孚经营现金流94亿美元, 上半年期末现金余额为296亿美元, 净资本负债率自2022年以来维持至5%; 而先锋自然资源2023年上半年现金流净额仍为负值。以595亿美元的收购价值, 对应先锋2022年探明23.77亿桶油当量储量, 不考虑其他资产, 桶油当量的收购价值折合约25美元, 此次溢价收购说明埃克森美孚看好未来油气资产, 行业整合将有利于未来长期油气资产价值重估。
- **投资建议:** 我们继续维持2023年原油价格维持区间震荡, 但均价中枢提升的预期。从历史上看石油行业的大规模交易通常是波段连续型, 未来存在掀起并购热潮可能。此次埃克森美孚对于先锋公司的收购一定程度上体现了其对于油气投资的乐观态度, 油价维持中高位使得油气巨头投资天平重新倾向油气, 未来美国页岩油气产量有望实现进一步增长。建议关注国内油气行业龙头: **中国石油、中国海油、中国石化**; 全球上游资本开支复苏节奏有望加快, 建议关注国内油服龙头: **海油工程、中海油服**等。
- **风险提示:** 页岩油气产量及钻机数增长未及预期; 地缘政治等因素影响全球油气供应格局; 全球经济复苏进程被打断进入衰退, 下游需求萎缩不及预期。

正文目录

1. 事件——埃克森美孚与先锋自然资源公司宣布达成合并最终协议	4
2. 埃克森美孚与先锋自然资源公司油气资产盘点	4
2.1. 油气总探明储量较高	4
2.2. 油气产量修复较慢	5
2.3. 近年资本开支逐步修复	5
3. 埃克森美孚与先锋自然资源公司历史收购事件梳理	6
3.1. 埃克森美孚主要收购事件	6
3.2. 先锋自然资源主要并购事件	8
4. 埃克森美孚将进一步巩固巨头地位	8
4.1. 公司收益回报上升，资源储备扩大	8
4.2. 美国油气产量有望得到支撑	10
5. 看好长期油气资产价值重估	11
6. 投资建议	12
7. 风险提示	12

图表目录

图 1 先锋自然资源公司股价（单位：美元/股）	4
图 2 埃克森美孚公司股价（单位：美元/股）	4
图 3 埃克森美孚油气总探明储量	4
图 4 先锋自然资源公司油气总探明储量	4
图 5 埃克森美孚各年油气产量	5
图 6 先锋自然资源公司各年油气产量	5
图 8 埃克森美孚资本开支及上游资本开支（单位：亿美元）	6
图 9 先锋自然资源公司各年资本开支（单位：亿美元）	6
图 10 埃克森美孚主要发展历程	7
图 11 先锋自然资源主要发展历程	8
图 15 2023 年美国页岩油公司桶油生产成本（美元/桶）	10
图 16 2023 年美国页岩油公司钻新井所需成本（美元/桶）	10
图 17 美国三大页岩油产区原油产量及 WTI 原油价格	11
图 18 二叠纪盆地原油产量占美国原油产量比重	11
图 20 埃克森美孚现金流及净资本负债率	12
图 21 先锋自然资源现金流	12
表 1 11 家页岩油公司 2023 年资本开支完成情况（单位：亿美元）	6

1.事件——埃克森美孚与先锋自然资源公司宣布达成合并最终协议

2023年10月11日，能源巨头埃克森美孚公司和先锋自然资源公司共同宣布：埃克森美孚将以全股票交易方式收购先锋自然资源，交易价格为每股253美元，相较先锋公司10月5日收盘价溢价18%，相较先锋公司10月5日前30天VWAP溢价9%，总价值达595亿美元。根据协议条款，先锋公司股东每持有一股股票，将获得2.3234股埃克森美孚股票。当前两家公司的董事会已一致批准该交易，尚需经过监管审查和先锋股东的批准，交易预计将于2024年上半年完成。此次为埃克森美孚二十余年最大的收购案。

图1 先锋自然资源公司股价（单位：美元/股）



资料来源：彭博，东海证券研究所

图2 埃克森美孚公司股价（单位：美元/股）



资料来源：彭博，东海证券研究所

2.埃克森美孚与先锋自然资源公司油气资产盘点

2.1.油气总探明储量较高

埃克森美孚作为全球油气巨头，油气探明储量处较高水平，2022年其最新披露原油探明储量达71.67亿桶，天然气探明储量达10654.40亿立方米，NGLs探明储量达15.31万桶，总资源储量177.42亿桶油当量。同期先锋自然资源原油、天然气及NGLs的探明储量分别为9.72亿桶、1131.81亿立方米和7.38亿桶，总资源储量为23.77亿桶油当量。

图3 埃克森美孚油气总探明储量

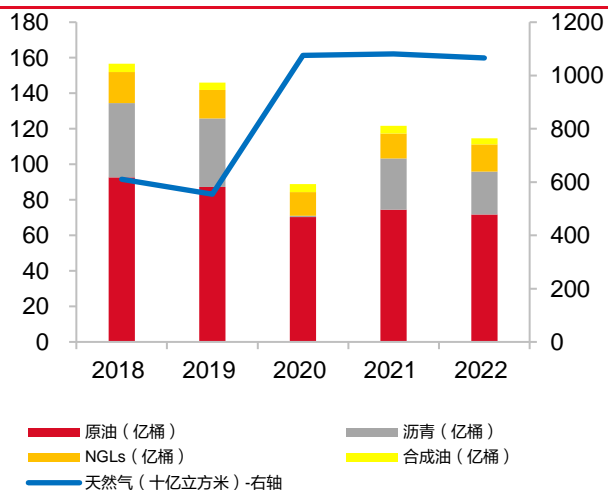
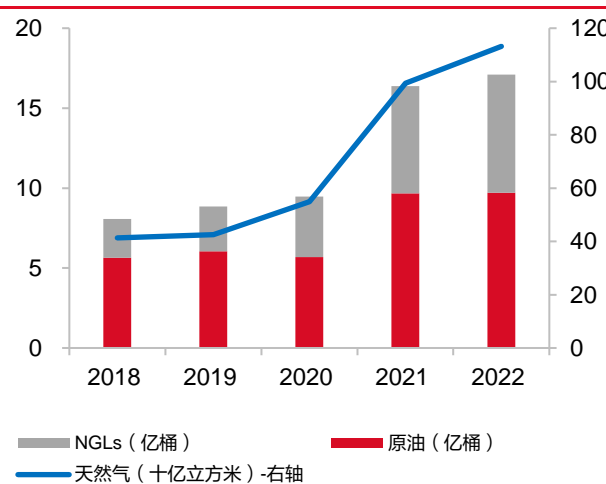


图4 先锋自然资源公司油气总探明储量



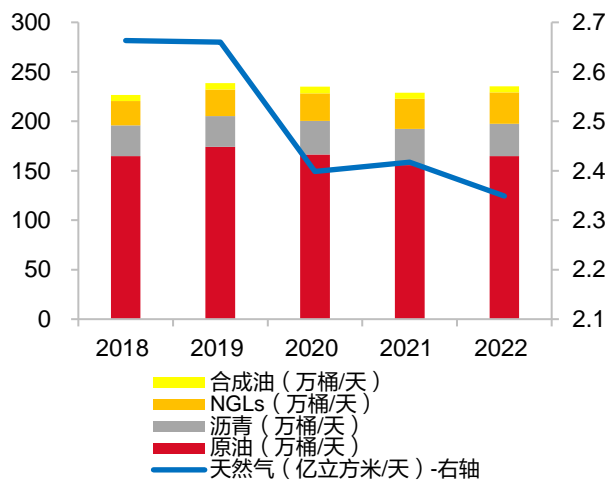
资料来源：公司公告，东海证券研究所

资料来源：公司公告，东海证券研究所

2.2.油气产量修复较慢

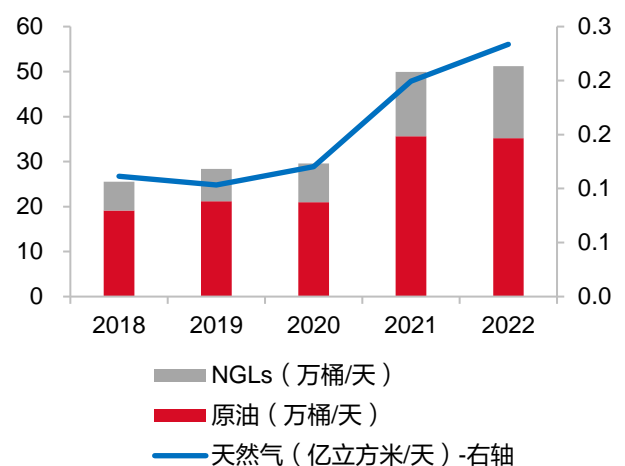
埃克森美孚原油及天然气产量均较 2020 年有所下降，2022 年埃克森美孚原油产量为 164.7 万桶/天，天然气产量为 2.3 亿立方米/天，而 NGLs 的产量始终呈增长态势，2022 年达 31.7 万桶/天。先锋自然资源公司近年来油气产量基本呈上升趋势，尤其是天然气产量增速较快，2022 年达 0.23 亿立方米/天，原油及 NGLs 产量分别达 35.2 和 16.0 万桶/天。近年来，二叠纪盆地已成为埃克森美孚投资和产量增长的重点区域，2022 年综合产量已达 55 万桶油当量/天，同比上升 19.6%。

图5 埃克森美孚各年油气产量



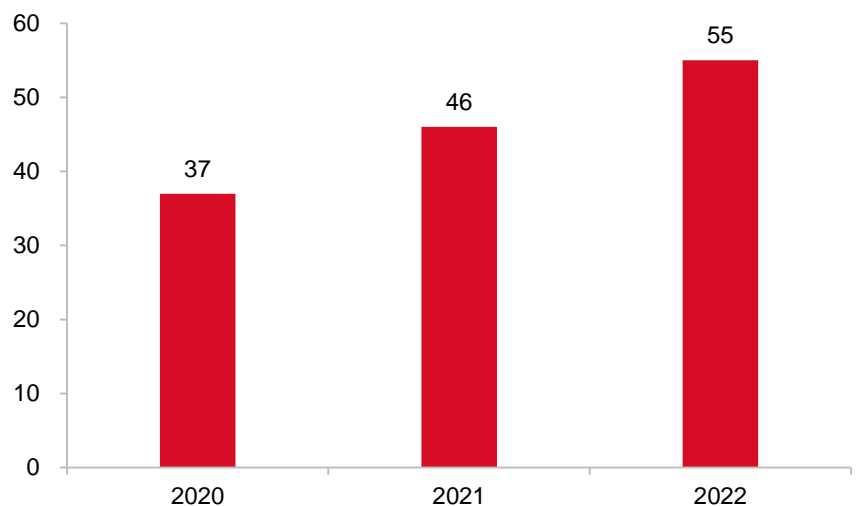
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图6 先锋自然资源公司各年油气产量



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图7 埃克森美孚二叠纪盆地综合产量（单位：万桶石油当量/天）



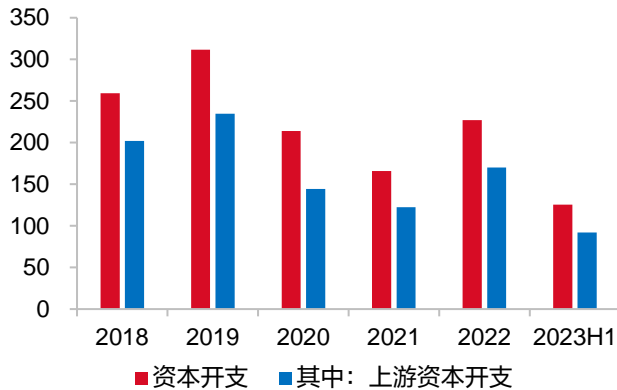
资料来源：公司公告，东海证券研究所

2.3.近年资本开支逐步修复

埃克森美孚和先锋自然资源资本开支分别于 2021 年和 2020 年起逐年增长。2022 年埃克森美孚资本开支合计达 227.04 亿美元，同比上升 36.8%，其中上游勘探开发资本开支为 170.02 亿美元，占总资本开支 74.9%。同时埃克森美孚此前表示其 2023 年的资本开支将更

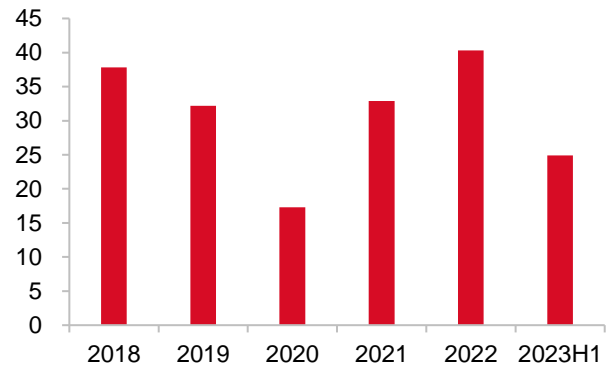
接近 240 亿美元目标，其中 70% 以上的资本投资将部署在美国二叠纪盆地等地，在该投资下公司上游产量有望提高 50 万桶/天，其中一半预计将来自二叠纪盆地。先锋 2022 年资本开支合计达 40.33 亿美元，同比上升 22.7%，预计 2023 年资本开支计划为 46-49.5 亿美元。埃克森美孚和先锋半年报公布的已投入的资本开支与全年资本开支计划相比，完成度分别为 50.18% 和 50.28%，可见两家巨头公司对于加大油气资本开支保持较为乐观态度。

图8 埃克森美孚资本开支及上游资本开支(单位: 亿美元)



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

图9 先锋自然资源公司各年资本开支(单位: 亿美元)



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

表1 11家页岩油公司2023年资本开支完成情况(单位: 亿美元)

	2023E	2023H1	半年报资本开支完成度
Hess	370	16.58	44.81%
Diamondback Energy	25-27	23.93	88.63%
Apache	20-21	11.29	53.76%
Pioneer Natural Resources	46-49.5	24.89	50.28%
Murphy Oil	8.75-10.25	6.948	67.79%
Occidental Petroleum	54-62	31.07	50.11%
EOG Resources	58-62	31.45	50.73%
Devon Energy	36-38	21.22	55.84%
Marathon Oil	19-20	11.67	58.35%
Chevron	150-170	67.95	39.97%
ExxonMobil	200-250	125.46	50.18%

资料来源: 各公司公告, 东海证券研究所, 注: 完成度均以资本开支计划顶端数额计算

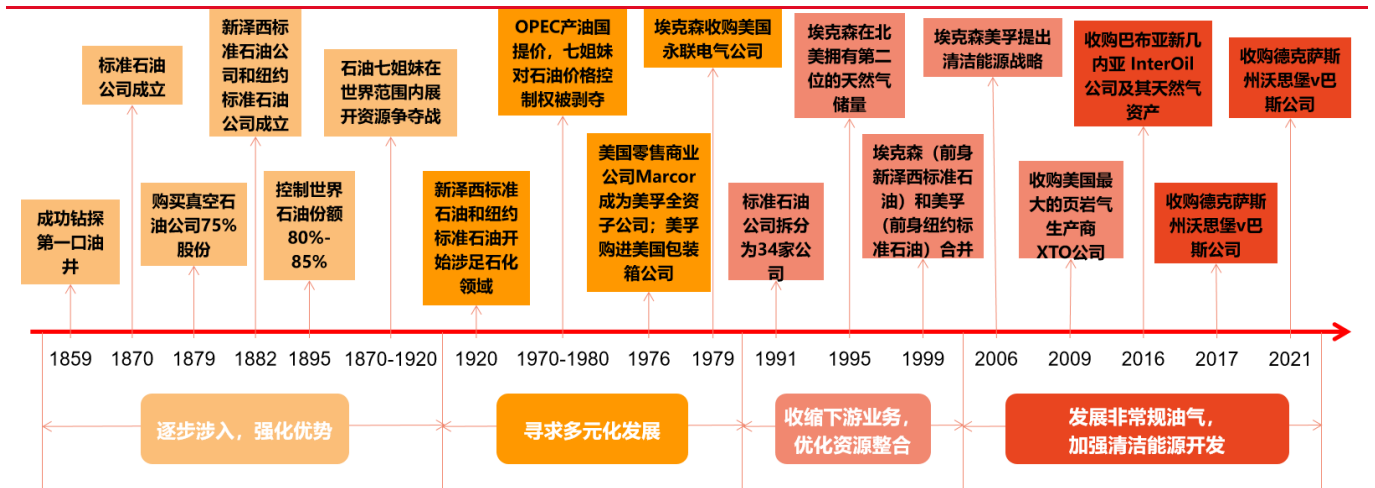
3. 埃克森美孚与先锋自然资源公司历史收购事件梳理

3.1. 埃克森美孚主要收购事件

◆ **马格诺利亚石油公司(1918年)**: 19世纪90年代末, 标准石油公司遭遇反垄断大潮, 于1911年解体为34家公司, 包括新泽西标准石油公司、纽约标准石油公司等, 其中纽约标准石油公司主营为下游产品销售, 为实现上下游一体化目标, 其于1918年收购马格诺利亚石油公司45%的股份, 获控制权。马格诺利亚公司在德克萨斯州有大量石油储量和输油管道, 有效实现纽约标准石油公司向上游发展目标。

- ◆ **汉伯尔石油公司（1919年）**：第一次世界大战期间，大量军事运输工具的需求带来了石油需求的激增，为适应需求发展，新泽西标准石油抓住机遇，于1919年收购汉伯尔石油公司50%股份。汉伯尔公司是一家上下游一体化的公司，也是当时德克萨斯州最大的石油勘探生产公司，此次收购使得新泽西标准石油拓展大量的石油资产。
- ◆ **美国零售商业公司 Marcor（1974年）、美国包装箱公司（1974年）、美国永联电气公司（1979年）**：在两次石油危机的背景下，石油公司纷纷将目光转向石油替代能源，行业展开多元化经营的热潮。1974年，美孚（前身纽约标准石油）买下了美国零售商业公司 Marcor 的控制性股权，1976年 Marcor 成为其全资子公司，同期美孚再次收购美国包装箱公司。1979年埃克森（前身新泽西标准石油）收购了美国永联电气公司，正式跨入电器设备领域。
- ◆ **苏必利尔石油公司（1983年）**：随着油气储量增量，全球石油市场逐渐衰弱，国际油价大幅下落，埃克森与美孚逐步收缩下游业务，专注上游发展，不断增加能源储量。1983年，美孚兼并苏必利尔石油公司，获得可采储量约3亿桶。20世纪90年代末埃克森共耗资59亿美元收购石油可采储量1.22亿吨。
- ◆ **XTO公司（2009年）**：在金融危机爆发，油价大幅下跌背景下，现金充足的埃克森美孚坚持扩大投资，抓住油价下跌机会于2009年以405亿美元的价格收购美国最大的页岩气生产商XTO公司。XTO在美国、加拿大、德国、波兰等地拥有包括页岩气、致密储层天然气、煤层甲烷和页岩油在内总量达1.27万亿立方米的储量，以及大量的天然气资源。此次收购下埃克森美孚成功打入非常规油气领域，同时增加了约60万亿立方英尺的天然气储量，成为了美国最大的天然气生产商。
- ◆ **巴布亚新几内亚 InterOil公司（2016年）**：埃克森美孚坚定推进LNG发展战略，于2016年收购巴布亚新几内亚 InterOil公司及其天然气资产，InterOil公司的业务集中于巴布亚新几内亚，拥有丰富的天然气储量、较低的开发成本以及优越的地理位置等优势。
- ◆ **沃思堡巴斯公司（2017年）**：2017年埃克森美孚收购德克萨斯州沃思堡巴斯公司，该笔收购下埃克森美孚在二叠纪盆地的油气资源翻了一番，达到60亿桶油当量。
- ◆ **Denbury公司（2023年）**：2023年埃克森美孚公司以49亿美元收购总部位于德克萨斯州的能源公司德恩伯里（Denbury），Denbury是一家专注于碳捕集与封存（CCS）和增强油气开采（EOR）的能源技术公司。此次收购将会使埃克森美孚得到Denbury在墨西哥湾沿岸和落基山脉附近的石油和天然气业务，包括超过2亿桶油当量的探明储量和当前日产量为4.7万桶油当量；同时将会使埃克森美孚拥有并运营美国最大的二氧化碳管道网络，进一步加速埃克森美孚的低碳解决方案。

图10 埃克森美孚主要发展历程

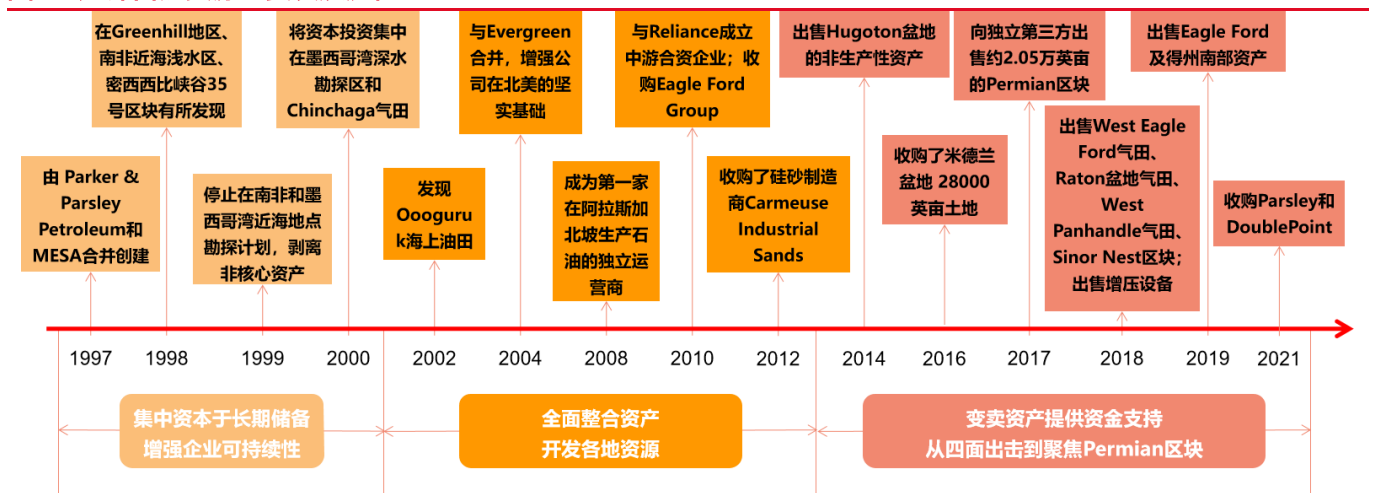


资料来源：公司官网，维基百科，东海证券研究所

3.2. 先锋自然资源主要并购事件

- ◆ **Evergreen Resources (2004年)**：2004年先锋自然资源公司以17亿美元的股票和现金收购 Evergreen Resources，Evergreen Resources 总部位于丹佛，此次合并获得的低成本煤层气储量可以生产至少8年的天然气，增强了先锋自然资源在北美的坚实基础。
- ◆ **Carmeuse Industrial Sands (2012年)**：以2.97亿美元收购了 Carmeuse Holding S.A.的子公司硅砂制造商 Carmeuse industrial sands，CIS 是美国最大的 Hickory 压裂砂 (Brady Brown®) 生产商，Hickory 压裂砂被认为是用于压裂增产的最高质量的棕色砂，CIS 位于德克萨斯州布雷迪的砂矿是美国业内最大的棕砂资源基地。随着钻井活动持续增加，先锋用于压裂增产作业的支撑剂年需求量也逐年增加，其中70%至80%的支撑剂需求是棕砂，先锋公司棕砂的主要来源是 CIS 的布雷迪矿。因此先锋公司估计，此次收购 CIS 将为公司每年将节省6500万至7000万美元。
- ◆ **Parsley Energy (2021年)**：2021年先锋自然资源以45亿美元全股票交易完成对 Parsley Energy 的收购，此次交易通过合并两家互补的二叠纪资产，进一步加强了先锋在上游能源领域的领导地位。Parsley 在 Midland 和 Delaware 盆地的高质量投资叠加先锋同行领先的油气资产，为投资者带来切实和持久的价值。
- ◆ **DoublePoint Energy (2021年)**：2021年先锋自然资源以62亿美元对价收购 Midland 盆地 DoublePoint Energy 公司，此次收购使得先锋自然资源获得 Midland 盆地 97000 净英亩高回报的土地资源。收购土地资源主要为未钻井，有效增加先锋的优质资产基础，在该收购下预计到第二季度末，先锋于收购资产的日产量将达到约10万桶油当量。

图11 先锋自然资源主要发展历程



资料来源：公司官网，维基百科，东海证券研究所

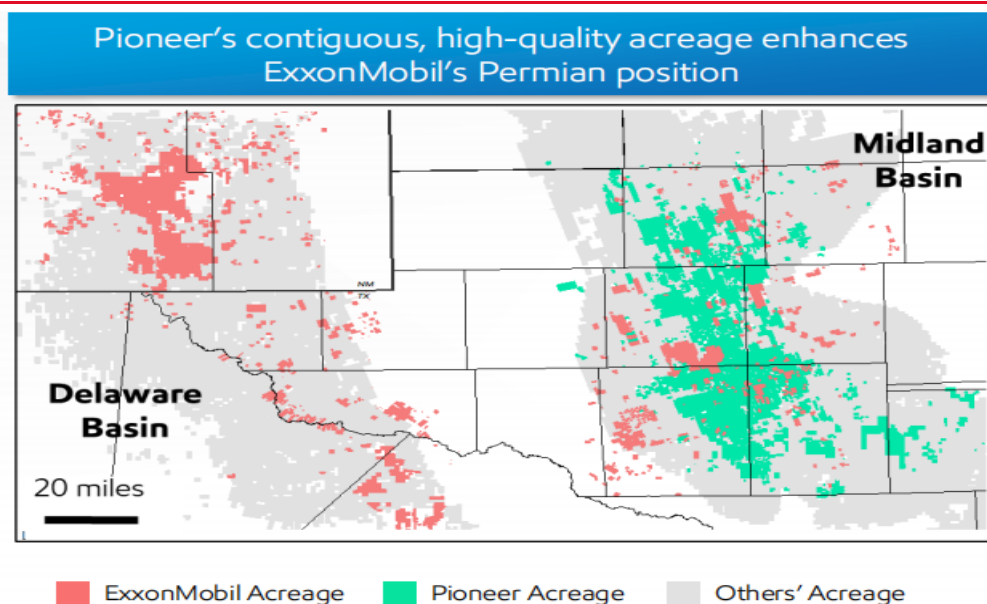
4. 埃克森美孚将进一步巩固巨头地位

4.1. 公司收益回报上升，资源储备扩大

此次收购将进一步扩大埃克森美孚资源储备。根据公司公告，此次收购先锋在 Midland 盆地超 85 万英亩的净储量将与埃克森美孚在 Delaware 和 Midland 盆地的 57 万英亩净储量相合并，高质量未开发非常规油气储量规模一跃行业领先地位。同时先锋作为二叠纪盆地第三大石油生产商，先锋公司高质量的油气占地面积将大幅提高埃克森美孚在二叠纪盆地的资

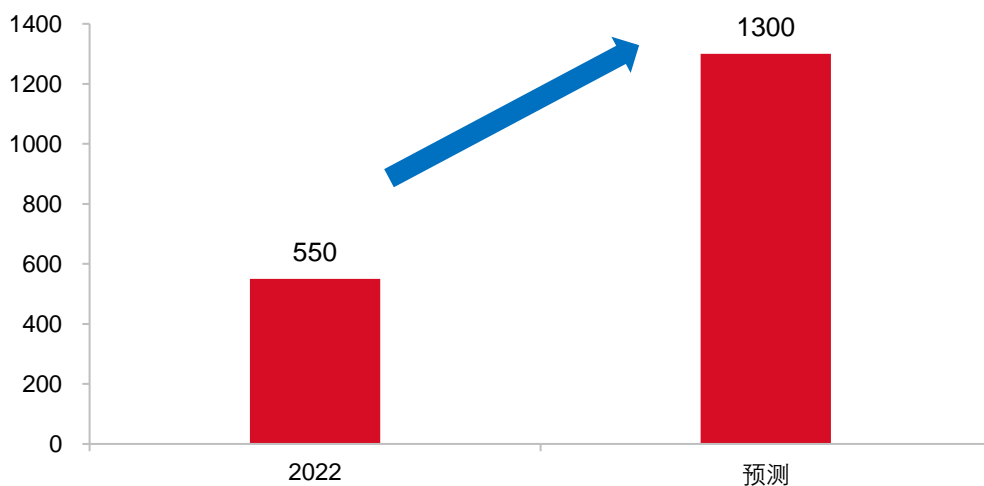
源优势，两家公司在二叠纪盆地合计拥有约 160 亿桶石油当量油气资源。此外，收购后预计埃克森美孚在二叠纪盆地的产量将增加超一倍，达 130 万桶油当量/天，2027 年联合产量将达 200 万桶油当量/天。同时相比勘探新的油田，埃克森美孚接管现有油井具有更高的收益确定性，有助于其不断提升其在美国页岩地区的地位。

图12 二叠纪盆地油气资源分布



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图13 收购后埃克森美孚二叠纪盆地预测产量（单位：千桶石油当量/天）

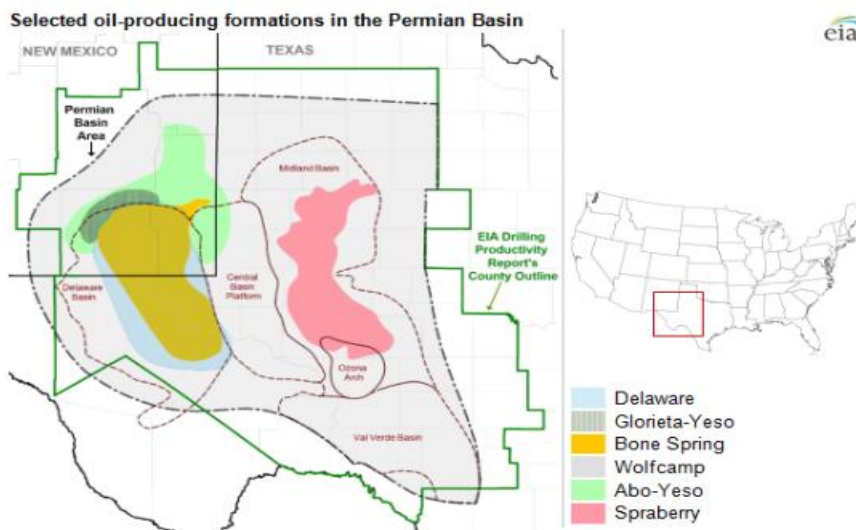


资料来源：公司公告，东海证券研究所，其中预测值基于 2023 年产量计算

二叠纪盆地成本优势下预计埃克森美孚未来收益回报将有所上升。二叠纪盆地主力产油层多、厚，且含油量高。垂直方向上看，拥有 Spraberry、Wolfcamp、BoneSpring 等 10 余个目标层，单 Wolfcamp 层，还包含 Wolfcamp A、Wolfcamp B、Wolfcamp C 和 Wolfcamp D 层等多个产油层。同时二叠纪盆地产油层厚度达到 1300-1800 英尺，而巴肯和鹰福特分别为 10-120 英尺和 150-300 英尺，地质结构、油层深浅等因素造就二叠纪盆地具备极强的成本优势。根据标普全球商品洞察数据，埃克森美孚和先锋公司目前在 Midland 盆地分别有大约 1907 和 5706 口井，其中埃克森美孚盈亏平衡处 67.84~84.05 美元/桶之间，先锋公司处 60.15~71.71 美元/桶之间。根据 Dallasfed 数据，2023 年 Midland 盆地美国页岩油公司

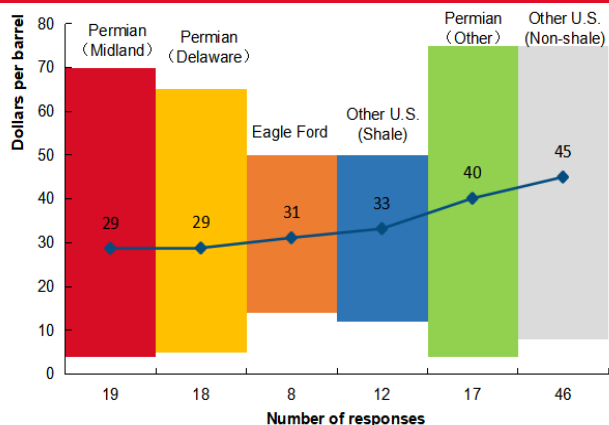
桶油生产成本为 29 美元/桶，钻新井所需成本为 58 美元/桶，均处美国页岩油气产地中较低水平。根据埃克森美孚方面预计，先锋公司油田的开采成本将低于 35 美元/桶，可获得两位数的收益回报。

图14 二叠纪盆地主产油层



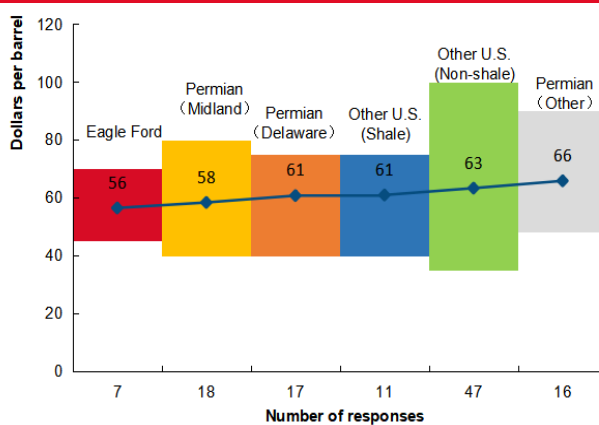
资料来源：EIA，东海证券研究所

图15 2023 年美国页岩油公司桶油生产成本（美元/桶）



资料来源：dallasfed，东海证券研究所

图16 2023 年美国页岩油公司钻新井所需成本（美元/桶）

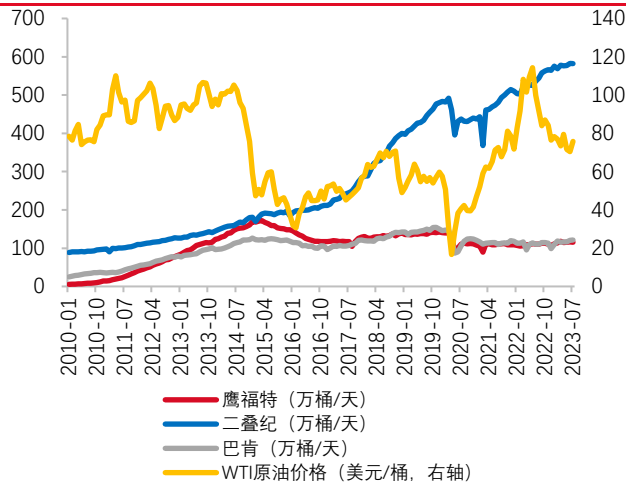


资料来源：dallasfed，东海证券研究所

4.2.美国油气产量有望得到支撑

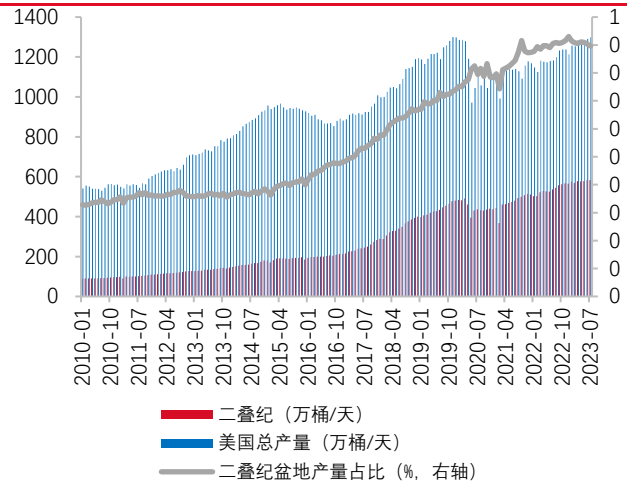
二叠纪盆地有望支撑美国页岩油气产量。复盘 WTI 原油价格及美国三大页岩油产区原油产量波动，在 2014 年原油价格大幅下跌背景下，巴肯和鹰福特盆地原油产量均随之下降，而二叠纪盆地原油产量不降反增；2020 年随着原油价格下跌，二叠纪盆地原油产量下降幅度远小于巴肯和鹰福特盆地。自 2010 年以来二叠纪盆地原油产量占美国总原油产量的比重呈上升态势，截至 2023 年 7 月，美国原油平均产量为 1299 万桶/天，其中二叠纪盆地原油产量为 582 万桶/天，占比达 44.8%。可见一方面二叠纪盆地平均完全成本低于其余两个盆地，另一方面二叠纪盆地为美国原油产量重要支撑。此次收购后，埃克森美孚在二叠纪资产将产生协同优势，有望进一步提升在二叠纪的投资回报率并进一步提升油气产量。

图17 美国三大页岩油产区原油产量及 WTI 原油价格



资料来源: EIA, Wind, 东海证券研究所

图18 二叠纪盆地原油产量占美国原油产量比重

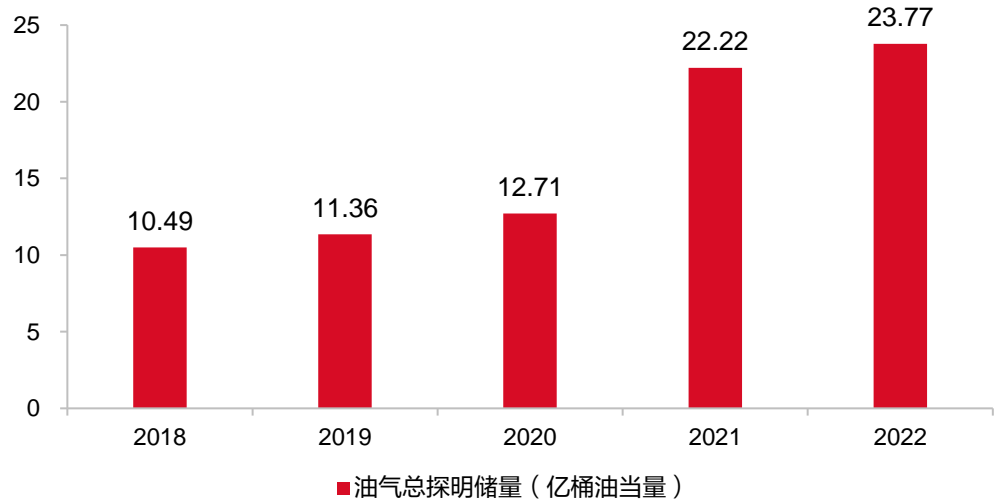


资料来源: EIA, 东海证券研究所

5.看好长期油气资产价值重估

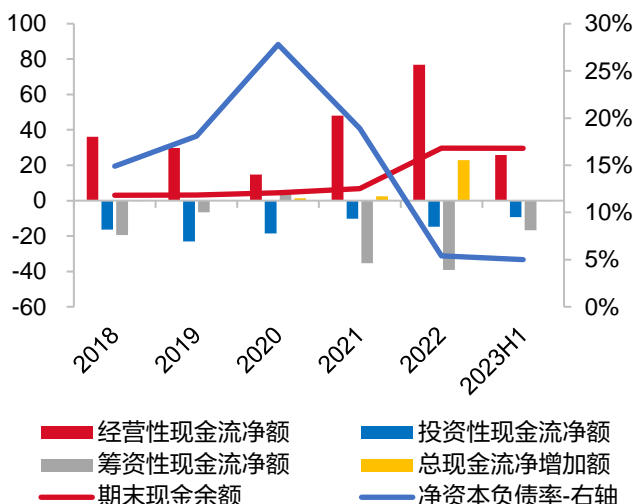
看好未来油气资产，行业整合有利于油气资产价值提升。因油气价格攀升，龙头油气公司财务稳健，丰厚的收益使其具备扩张能力，2023 年 Q2 单季度埃克森美孚经营现金流 94 亿美元，上半年经营现金流合计为 257 亿美元，期末现金余额为 296 亿美元，净资本负债率自 2022 年以来维持至 5%，公司有足够的现金流购买资产。而同期先锋自然资源 2023 年 Q2 单季度经营现金流为 17 亿美元，上半年合计为 40 亿美元，2022 年公司总现金流净增加额为-28.5 亿美元，2023 年上半年现金流净额仍为负值。以 595 亿美元的收购价值，对应先锋 2022 年探明 23.77 亿桶油当量储量，不考虑其他资产，桶油当量的收购价值折合约 25 美元，此次溢价收购说明埃克森美孚看好未来油气资产，行业整合将有利于未来长期油气资产价值重估。

图19 先锋自然资源近五年油气总探明储量



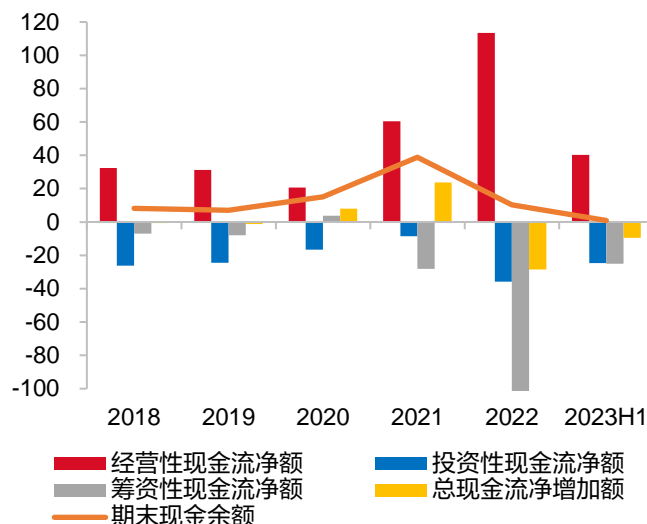
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图20 埃克森美孚现金流及净资本负债率



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

图21 先锋自然资源现金流



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

6. 投资建议

我们继续维持 2023 年原油价格维持区间震荡, 但均价中枢提升的预期。从历史上看石油行业的大规模交易通常是波段连续型, 未来存在掀起页岩热潮可能。此次埃克森美孚对于先锋公司的收购一定程度上体现了其对于油气投资的乐观态度, 油价维持中高位使得油气巨头投资天平重新倾向油气, 未来美国页岩油气产量有望实现进一步增长。建议关注国内油气行业龙头: 中国石油、中国海油、中国石化; 全球上游资本开支复苏节奏有望加快, 建议关注国内油服龙头: 海油工程、中海油服等。

7. 风险提示

- 页岩油气产量及钻机数增长未及预期;
- 地缘政治等因素影响全球油气供应格局;
- 全球经济复苏进程被打断进入衰退, 下游需求萎缩不及预期。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089