

评级：买入（首次覆盖）
市场价格：18.7
分析师：谢楠
执业证书编号：S0740519110001
Email: xienan@r.qlzq.com.cn
基本状况

总股本(百万股)	400
流通股本(百万股)	400
市价(元)	18.7
市值(百万元)	7,480
流通市值(百万元)	7,480

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,585	1,754	2,926	3,445	4,264
增长率 yoy%	-36%	11%	67%	18%	24%
净利润(百万元)	-486	66	385	568	712
增长率 yoy%	-2922%	114%	483%	47%	25%
每股收益(元)	-1.22	0.17	0.96	1.42	1.78
每股现金流量	0.54	1.29	2.63	2.07	2.78
净资产收益率	-26%	3%	17%	21%	21%
P/E	-15.4	113.1	19.4	13.2	10.5
P/B	3.9	3.8	3.3	2.7	2.2

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，股价取自2022年7月11日收盘

报告摘要

- 立足石油钻井工程，进军石油勘探开发业务。**公司是一家专注于石油、天然气领域的能源公司，以钻机装备制造起家，后开始从事钻井工程大包业务，2018年抓住国家油气改革机会进军石油勘探行业，成为第一家国内常规石油天然气区块采矿许可证的民营企业，已形成以油气勘探开发、一体化钻完井工程技术服务为核心业务，带动高端石油装备制造业务的发展的“三位一体”的布局。公司钻机装备制造和钻井工程业务主要集中于海外市场，已通过科威特 KOC 钻井资审，并进入沙特阿美高端市场；而勘探开发业务中新疆温宿区块已开始贡献业绩，带动公司发展。
- 油价带动上游资本开支增长，钻井工程业务景气度上行。**目前国际油价维持在 100 美元/桶以上，高油价促使国内外石油公司增加上游资本开支，且随着疫情的缓解，海外伊拉克、俄罗斯项目复工复产，带动钻井工程业务景气度上行。公司钻井工程业务毛利率水平处于行业领先，主要是因为公司靠钻机设备制造起家，自有钻机多，为钻井工程服务提供设备，形成协同发展。公司 2020 年签订 17.24 亿钻井工程订单，2021 年签订 22.63 亿订单，同比增长 31.26%。同时公司 2021 年通过科威特 KOC 钻井资审并进入沙特阿美高端市场，与之签订 11.09 亿的订单。
- 原油销售业务产量快速释放，推动公司业绩高速增长。**公司目前拥有温宿区块，参股戈壁区块，收购岸边区块三大油田，分别探明油气储量 3011 万吨，6544 万吨和 2523 万吨。温宿区块：2022 年 3 月 14 日，其中温 7 油田日产油达到 1001 吨/天，2021Q1 平均日产油 904 吨/天，产能达到 33 万吨，未来将继续开发红旗坡和红 11 区块。按照公司股权激励计划，预计 2022-2024 年公司原油产量为 38.5/42.6/60 万吨。公司 2021 年油气单吨成本（不含三费）16.41 美元/桶，属于行业较低水平，具有较强成本优势，有望充分受益油气行业景气。
- 盈利预测：**预计 2022-2024 年公司归母净利润为 3.85/5.68/7.12 亿元，同比增长 483%/47%/25%，EPS 分别为 0.96/1.42/1.78 元。以 2022/7/11 日收盘价计算，对应 PE 为 19/13/11 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**油价及产品大幅波动风险。公司油田勘探开发不及预期风险。全球疫情反复风险。

投资主题

报告亮点

本文对公司钻井工程业务和勘探开发业务的具体情况进行深入分析。**钻井工程业务**：目前国际油价维持在 100 美元/桶，高油价带动上游资本开支增加，带动钻井工程业务景气度上行，且公司通过科威特 KOC 钻井资审并进入沙特阿美高端市场，预计未来将带来大量业绩。**勘探开发业务**：截至 2022 年 3 月 14 日，其中温 7 油田日产油达到 1001 吨/天，2022Q1 平均日均产油量 904 吨/天，同比增长 287%，产能达到 33 万吨，毛利率为 70.64%，未来为公司盈利主要增长点。估算公司 2022-2023 年的产能情况并对公司油气成本进行了深入研究，公司勘探开发业务具有低成本优势，且未来产能释放将带来营收增量。

投资逻辑

以石油钻井工程为基，发展勘探开发业务。**钻井工程业务**：目前国际油价维持在 100 美元/桶，高油价带动上游资本开支增加，带动钻井工程业务景气度上行，公司 2020 年签订 17.24 亿钻井工程订单，2021 年签订 22.63 亿订单，同比增长 31.26%，预计今年业绩将逐步释放。同时公司 2021 年通过科威特 KOC 钻井资审并进入沙特阿美高端市场，与之签订 11.09 亿的订单，预计未来毛利率将继续提升。**勘探开发业务**：目前温宿区块产能达到 33 万吨，毛利率为 70.64%，目前处于产能释放阶段，坚戈区块和岸边区块未来可期。预计公司 2022-2024 年原油产量为 38.5/42.6/60 万吨，将带来巨额营收增量，且公司 2021 年油气单吨成本（不含三费）16.41 美元/桶，具有较强成本优势。

估值与盈利预测

预计 2022-2024 年公司归母净利润为 3.85/5.68/7.12 亿元，同比增长 483%/47%/25%，EPS 分别为 0.96/1.42/1.78 元。以 2022/7/11 日收盘价计算，对应 PE 为 19/13/11 倍。公司原属于油服行业，目前进军石油勘探开发业务，因此我们选取了油服行业的中海油服和杰瑞股份与大型石油公司中石油和中海油作为可比公司。可比公司 2021-2024 年的平均 PE 为 23/13/11/10 倍，公司从油服行业进军油气勘探开发行业，随着温宿油田产能逐步释放，原油销售板块开始贡献增量，公司业绩有望实现快速发展，未来成长可期。首次覆盖，给予“买入”评级。

内容目录

1、中曼石油：立足石油钻井工程，进军石油勘探开发一体化	- 6 -
1.1 公司简介：以钻井工程为基，进军勘探开发业务	- 6 -
1.2 股权结构：定增募资扩大生产，股权激励看好未来发展	- 7 -
1.3 盈利情况：勘探开发业务贡献显著业绩增量	- 9 -
2、原油价格持续上涨，带动传统业务景气上行	- 12 -
2.1 油价驱动上游资本开支增加，钻井工程行业回暖	- 12 -
2.2 进入沙特阿美高端市场，未来市场空间广阔	- 15 -
3、进军石油勘探开发业务，迎接原油产能释放	- 18 -
3.1 抓住国内油气体制改革，进军石油勘探开发业务	- 18 -
3.2 温宿项目产能逐步释放，坚戈和岸边项目未来可期	- 19 -
3.3 油田具备成本优势，未来迎接产能释放	- 23 -
5、盈利预测与估值	- 25 -
6、风险提示	- 27 -

图表目录

图表 1: 立足石油钻井工程, 进军石油勘探开发一体化	- 6 -
图表 2: 公司勘探开发, 钻井工程和钻机设备制造三大业务	- 7 -
图表 3: 公司实际控制人为朱逢学、李玉池	- 7 -
图表 4: 公司实施股票回购和员工持股	- 8 -
图表 5: 公司首次实行股权激励计划	- 9 -
图表 6: 公司营业收入结构持续优化	- 10 -
图表 7: 公司 2022Q1 归母净利润显著提高	- 10 -
图表 8: 原油销售带动综合毛利率提升	- 10 -
图表 9: 各业务毛利占比	- 10 -
图表 10: 公司期间费用率较低	- 11 -
图表 11: 公司净利率和 ROE 开始回升	- 11 -
图表 12: 各业务营收占比	- 11 -
图表 13: 国内外营收占比	- 11 -
图表 14: 油价维持高位	- 12 -
图表 15: 美国原油库存处于较低位置	- 12 -
图表 16: EIA 油价预测	- 12 -
图表 17: 原油价格和上游资本开支相关性	- 13 -
图表 18: 国外大型石油公司资本开支情况	- 13 -
图表 19: 国内三桶油上游资本开支情况	- 14 -
图表 20: 国内三桶油上游勘探资本开支情况	- 14 -
图表 21: 上游资本开支预测	- 14 -
图表 22: 美国钻机数量触底反弹	- 15 -
图表 23: 全球钻机数量触底反弹	- 15 -
图表 24: 全球油服市场被国外巨头垄断 (2021)	- 15 -
图表 25: 2020 年国内油服市场竞争格局	- 15 -
图表 26: 各公司钻井工程业务毛利率	- 16 -
图表 27: 公司与沙特阿美签订订单情况	- 16 -
图表 28: 公司 2021 年订单情况转暖	- 17 -
图表 29: 2021 年公司钻井服务工程营收主要来自中东, 俄罗斯和中国	- 17 -
图表 30: 温宿项目勘探开发图	- 18 -
图表 31: 坚戈项目勘探开发图	- 18 -
图表 32: 我国油气改革政策	- 19 -
图表 33: 公司温宿项目勘探开发流程进度图	- 19 -

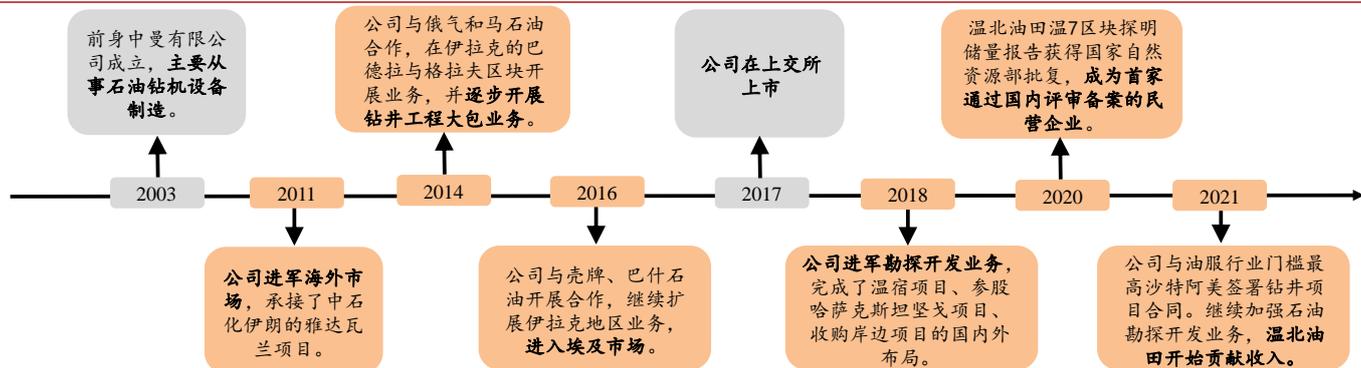
图表 34: 温宿区块三维地震资料采集区位置图	- 20 -
图表 35: 温宿区块平均单日产量逐步增长.....	- 21 -
图表 36: 温宿区块年度累计产量逐步提高.....	- 21 -
图表 37: 温 7 区块日产量逐步提升.....	- 21 -
图表 38: 红 11 区块探油探气情况.....	- 22 -
图表 39: 竖戈区块示意图	- 22 -
图表 40: 竖戈区块油田分布图	- 22 -
图表 41: 岸边区块油田位置图	- 23 -
图表 42: 岸边区块油田探井井位图.....	- 23 -
图表 43: 公司三大油田区块情况及未来目标.....	- 24 -
图表 44: 未来开发原油资源盈亏平衡油价.....	- 24 -
图表 45: 各公司勘探与开发业务毛利率情况	- 24 -
图表 46: 中曼石油业绩敏感性分析.....	- 24 -
图表 47: 公司主营业务收入预测表.....	- 25 -
图表 48: 可比公司估值.....	错误!未定义书签。
图表 49: 盈利预测	- 28 -

1、中曼石油：立足石油钻井工程，进军石油勘探开发一体化

1.1 公司简介：以钻井工程为基，进军勘探开发业务

中曼石油：以石油装备制造和钻井工程业务为基础，已成功进军油气勘探开发领域。公司 2003 年成立且主要从事石油钻机设备制造业务，2011 年逐步进入海外市场，并开始逐步开展钻井工程大包业务，2018 年公司进军石油勘探开发业务，完成新疆温宿项目，参股哈萨克斯坦坚戈项目、收购岸边项目的国内外布局，成为国内第一家获得国内石油区块探矿权和向国家申报石油储量的民营企业。

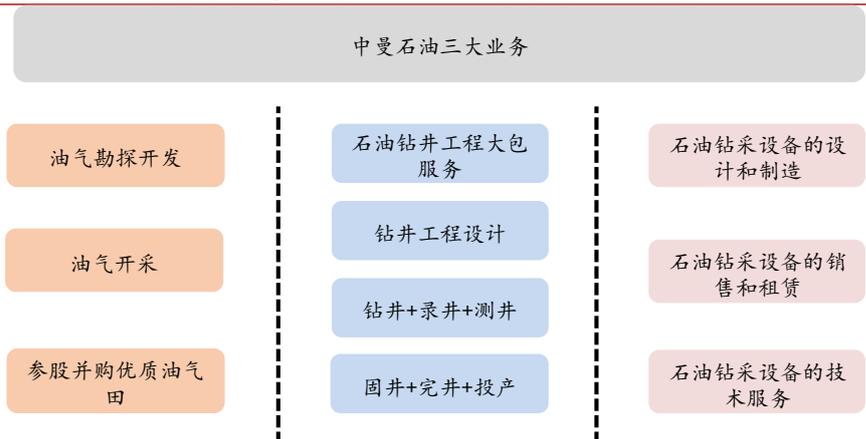
图表 1：立足石油钻井工程，进军石油勘探开发一体化



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

钻机装备制造业务，石油钻井工程服务和油气勘探开发业务为公司主要业务。

- 1) 钻机装备制造业务包括设备的研发、设计以及生产，主要产品包括成套钻机设备以及钻机核心部件。主要高端石油装备远销中东、欧洲、北美、俄罗斯等海外市场。
- 2) 一体化石油钻井工程服务业务主要涵盖钻井、测井、录井、固井、完井、钻井液以及定向井等井筒技术一体化服务。
- 3) 油气勘探开发业务目前已完成了国内外油气区块的布局，新疆温宿区块完成了勘探、试油试采、储量批复、采矿证申报等工作，温 7 区块已开始贡献营业收入；国外参股收购了哈萨克斯坦的坚戈区块和岸边区块两个油田。

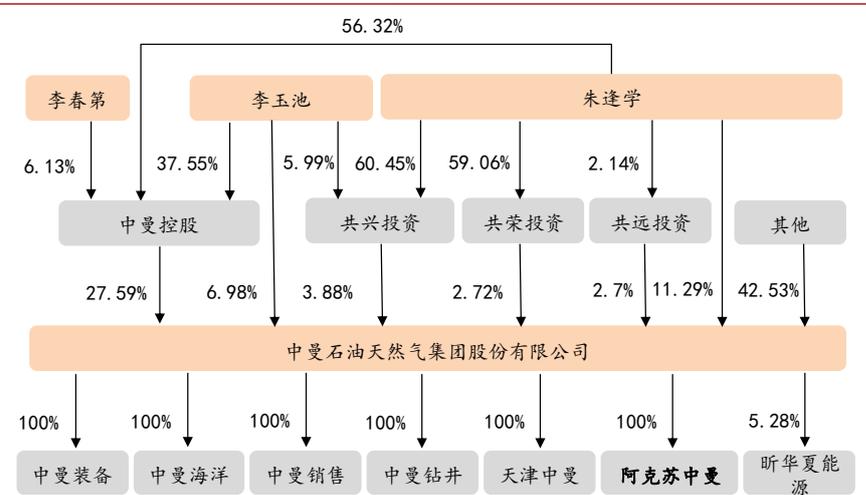
图表 2：公司勘探开发，钻井工程和钻机设备制造三大业务


资料来源：公司公告、中泰证券研究所

1.2 股权结构：定增募资扩大生产，股权激励看好未来发展

公司实际控制人为朱逢学、李玉池。朱逢学和李玉池是本公司的共同实际控制人，两者共同控制中曼控股和本公司，并签署了《一致行动协议》，约定在行使中曼控股股东权利时保持高度一致。二人直接持有公司 18.27% 的股权，并分别通过中曼控股以及共兴投资、共荣投资、共远投资三个投资中心累计间接持股 36.9%，合计持股达 55.17%，为公司实际控制人。2021 年 4 月成立子公司阿克苏中曼，其主要负责新疆温宿区块的石油勘探开发项目。

董事长曾任职中石油，行业经验丰富。董事长李春第曾先后担任中原石油勘探局钻井二公司副经理，中原石油勘探局多种经营管理处处长，中原石油勘探局钻井三公司经理，中原石油勘探局局长等，具有良好的行业知识储备和积累，现兼任中曼石油天然气集团股份有限公司董事长，湖北同相天然气有限公司董事长。

图表 3：公司实际控制人为朱逢学、李玉池


资料来源：公司公告、中泰证券研究所

定增募资扩大生产，油气板块未来可期。2022年5月公司发布公告，计划开展非公开发行股票募集资金16.9亿元，主要用于温宿区块温北油田建设项目以及补充流动资金。温宿区块温北油田温7区块油田建设项目拟投入募集资金13亿元，主要用于在该区块建设投资钻井工程、采油工程、地面工程等，以形成原油开采能力。公司在温7区块油田投资建设的完成，将为公司后续在其他区块勘探开发打下牢固基础，本次募集资金运用将进一步增强公司在石油产业链上游领域的核心竞争力、并持续提高公司的盈利水平。

股权激励+员工持股，看好公司未来发展。2022年5月公司发布公告，宣布拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，回购股份数量不低于500万股（含），且不超过800万股（含），回购价格不超过23元/股，用于公司股权激励计划或员工持股计划。随后，公司宣布开展员工持股计划，以7.59元/股价格拟筹集资金总额上限为4326万元，持有的标的股票数量不超过570万股，约占公司股本总额4亿股的1.42%。

图表 4：公司实施股票回购和员工持股

股票回购计划	
回购目的	用于公司股权激励计划或员工持股计划
回购价格	23元/股
回购股份数	500-800万股
回购方式	使用自有资金，集中竞价交易
员工持股计划	
筹资总额	4326万元
执行价格	7.59元/股
持股数量	570万股
股票来源	公司回购专用账户回购的中曼石油A股普通股股票

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

2022年6月，公司发布公告决定实行首次股权激励，激励对象为符合条件的在公司（含子公司）任职的核心管理层和核心员工等158人，行权价格为15.18元/股。本次激励计划授予的股票期权数量为360万份，约占本激励计划草案公布日公司股本总额4亿股的0.90%。其中，首次授予股票期权300万份，约占公司股本总额的0.75%，占本激励计划拟授予股票期权总数的83.33%，在授权日起满12个月后分两期行权，每期行权的比例分别为50%、50%；预留授予股票期权60万份，约占公司股本总额的0.15%，占本次激励计划股票期权总数的16.67%，预留授予的股票期权在预留授权日起满12个月后分两期行权，每期行权的比例分别为50%、50%。本次股权激励彰显了公司长远发展的信

心，有助于公司建立健长效激励约束机制，吸引和留住优秀人才，有效提升核心团队凝聚力和企业核心竞争力，促进公司长远战略目标的实现。

图表 5：公司首次实行股权激励计划

股权激励计划			
激励对象	核心管理层和核心员工，共计158人		
行权价格	15.18元/股		
股票数量	360万股，占比0.9%；其中首次授予300万股，预留60万股		
行权时间	授权日起满12个月 after 分两期行权		
行权期	行权时间	业绩考核目标	比例
1	12-24个月	公司需满足下列两个条件之一： (1) 2022年净利润不低于2.50亿元； (2) 2022年原油产量不低于38.50万吨。	50%
2	24-36个月	公司需满足下列两个条件之一： (1) 2023年净利润不低于3.00亿元； (2) 2023年原油产量不低于46.20万吨。	50%

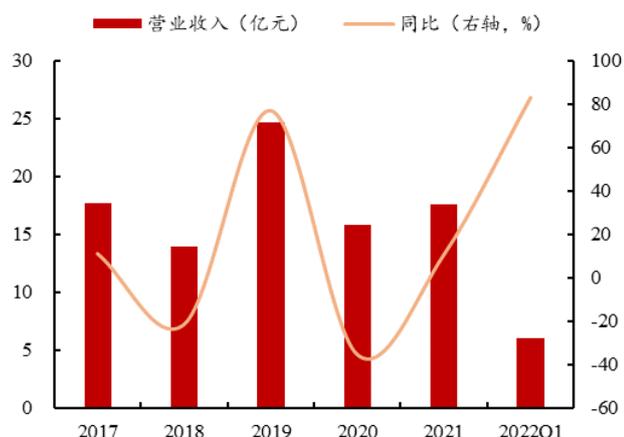
资料来源：公司公告、中泰证券研究所

1.3 盈利情况：勘探开发业务贡献显著业绩增量

公司营收大幅增长，营收结构不断优化。公司业绩受油价影响较大，随着温宿油田开始贡献收入，公司营收结构进一步优化。受疫情蔓延和油价下跌影响，2020年公司营业收入较2019年大幅下滑，为15.85亿元；2021年油价复苏，带动业绩小幅上行，全年实现营收17.54亿元；2022年Q1营业收入为6.03亿元，同比上涨83.21%，主要受益于油价持续回暖和温宿油田贡献大量收入。

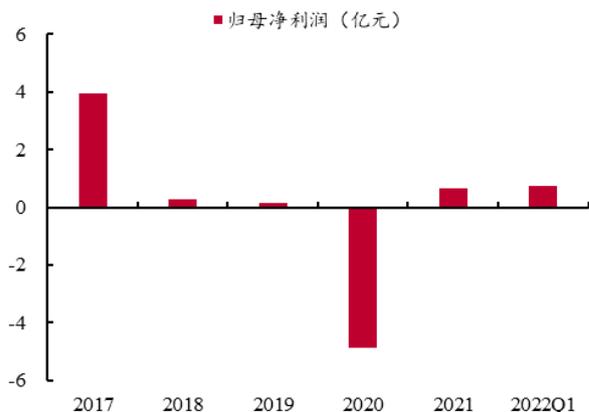
公司业绩扭亏为盈，利润水平持续复苏。公司业绩大幅提升，单季度利润超越去年全年，主要是原有销售开始贡献利润。2018年公司归母净利润为0.3亿元，同比下降92.4%，主要是因为与俄气签署的巴德拉项目于2018年Q2结束，收益大幅度减小，且油服企业进行价格战。2020-2021年公司归母净利润为-4.86/0.66亿元，2020年主要是疫情和油价暴跌的双重影响，新签项目延时开工，部分项目终止合同；2021年疫情缓和，油价逐步上涨，公司恢复正常运作，业绩扭亏为盈；2022年Q1单季度净利润为0.73亿元，同比增长725.32%，超越2021年全年，主要是得益于油价上涨和温宿油田贡献大量业绩。

图表 6：公司营业收入结构持续优化



资料来源：Wind、中泰证券研究所

图表 7：公司 2022Q1 归母净利润显著提高

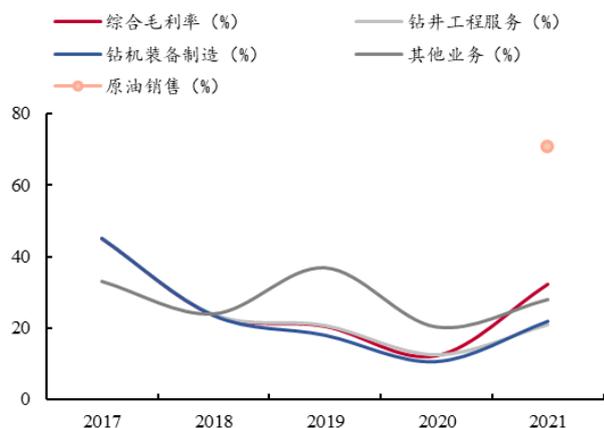


资料来源：Wind、中泰证券研究所

整体毛利率水平回升，原油销售盈利能力强。2020 年公司整体毛利率为 12%，2021 年公司整体毛利率为 32%，盈利水平明显增强，主要是因为油价回升和利润率高的原油销售业务的影响。2021 年钻井工程服务和钻机装备制造毛利率分别为 21%和 22%，较 2020 年均有所提高。2021 年新疆温宿项目开始贡献利润，原油销售毛利率为 71%，毛利率水平可观。

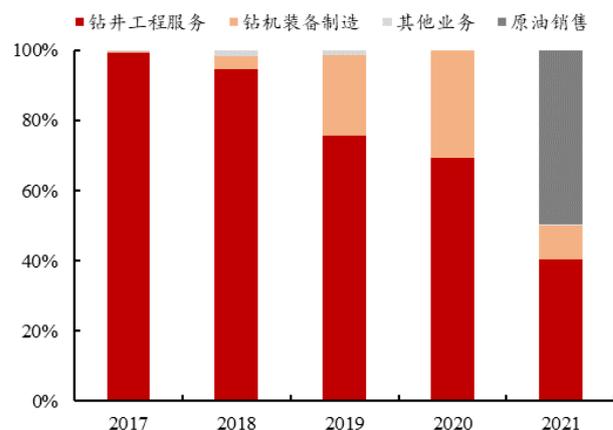
钻机装备利润所有提高，原油销售贡献业绩增量。自 2018 年起，公司钻机装备贡献毛利比例增加，主要原因是公司优化钻机装备制造的销售网络，新增了阿塞拜疆、尼日利亚两个网点。2021 年公司原油销售板块开始贡献业绩，毛利占比达到公司所有业务的 49%，有望成为公司未来业绩主要贡献领域之一。

图表 8：原油销售带动综合毛利率提升



资料来源：Wind、中泰证券研究所

图表 9：各业务毛利占比



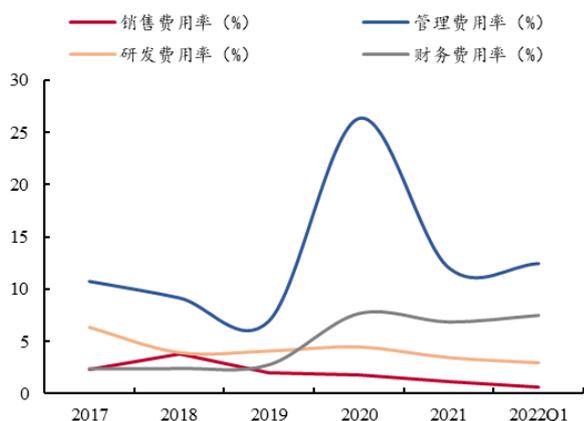
资料来源：Wind、中泰证券研究所

期间费用率维持 20%左右。除 2020 年，公司期间费用率水平维持在 20%左右，2020 年受到疫情影响，较多项目停工，导致管理费用率提高，2021 年和 2022 年 Q1 期间费用率恢复正常，2022Q1 销售费用率，

管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 1%，12%、3%和 7%。

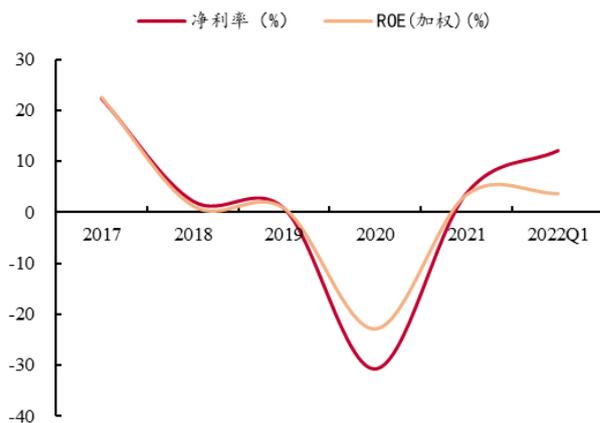
净利率和 ROE 水平回升。公司的净利率水平自 2017 年的 22.26%到 2019 年的 0.7%，主要是受到油价持续低位石油公司资本开支意愿不足影响，2020 年净利率水平为-30.74%，主要是因为疫情影响。2022 年 Q1 公司净利率大幅提升到 12.03%，主要是油价回暖和新增原油销售业务的影响。公司的 ROE 水平跟着净利率水平变化。

图表 10：公司期间费用率较低



资料来源：Wind、中泰证券研究所

图表 11：公司净利率和 ROE 开始回升



资料来源：Wind、中泰证券研究所

钻井工程为核心业务，原油销售逐步贡献收入。钻井工程服务为公司主要业务，2021 年营收占比为 63%，钻机装备业务近几年营收占比逐步提高，2021 年达到 14%，主要是市场销售网络的打开带动了钻机业务的营收提升。2021 年公司新疆温宿项目开始贡献收入，2021 原油销售营收占比约为 23%。

公司主要业务集中于海外市场。公司钻井工程服务及钻井装备制造等主要集中于海外市场，2018-2020 年海外营收占比维持在 80%左右，2021 年国内温宿油田贡献收入提高国内市场营收占比。

图表 12：各业务营收占比



资料来源：Wind、中泰证券研究所

图表 13：国内外营收占比



资料来源：Wind、中泰证券研究所

2、原油价格持续上涨，带动传统业务景气上行

2.1 油价驱动上游资本开支增加，钻井工程行业回暖

国际油价中枢上移，有望持续高位震荡。2020 年受疫情影响，油价大跌，随着疫情逐步被控制，油价自 2020 年中期开始回暖，目前已达到 100 美元/桶左右。EIA 预计 2022-2023 年，全球油价将维持在 80 美元/桶价格水平以上。中短期来看，随着国外逐步放开疫情封锁，国内疫情有望在近期好转，原油需求将稳步复苏，同时 OPEC+ 等主要产油地区增产意愿不足，叠加俄乌冲突造成俄罗斯原油出口被限，全球原油供需紧平衡或将持续，与此同时，目前全球原油库存处于低位，对供给格局的缓冲能力不足，价格波动幅度放大，我们认为 2022 年国际油价有望维持高位震荡。

图表 14：油价维持高位



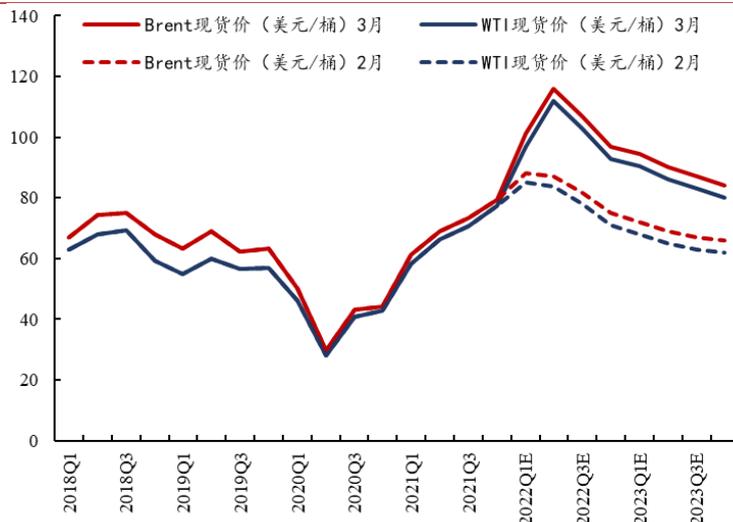
资料来源：Wind、中泰证券研究所

图表 15：美国原油库存处于较低位置



资料来源：Wind、中泰证券研究所

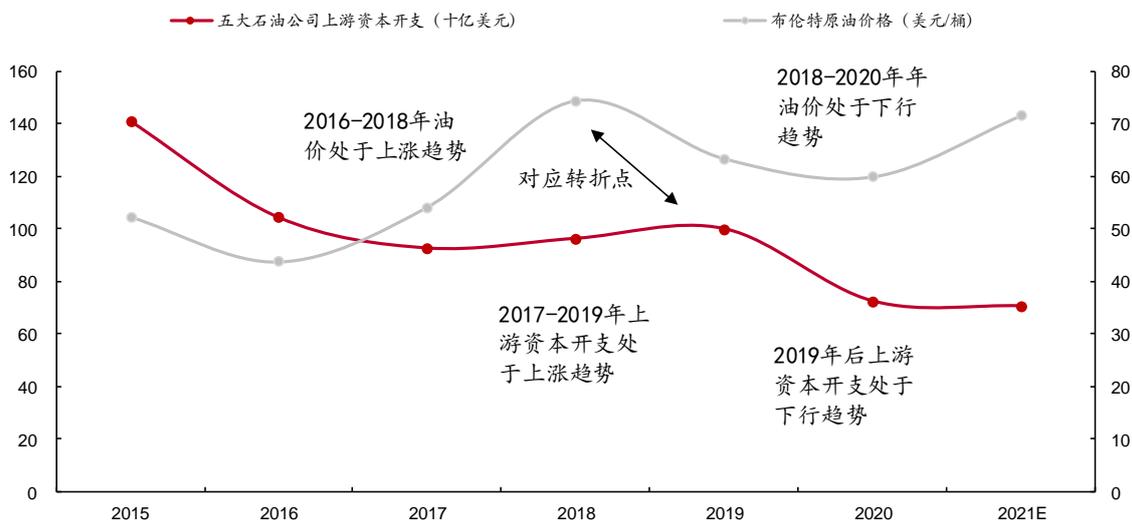
图表 16：EIA 油价预测



资料来源：EIA、中泰证券研究所

原油价格与上游资本开支强相关，具有一定滞后性。从历史看，油价和上游资本开支之间的相关性明显，随着油价上涨，上游资本开支增加。2016年至2018年，油价上升，石油行业上游投资也随之增大，2019年随着油价回落，上游投资额减小。我们认为随着油价继续回暖，上游投资额会较2021年有所增加。

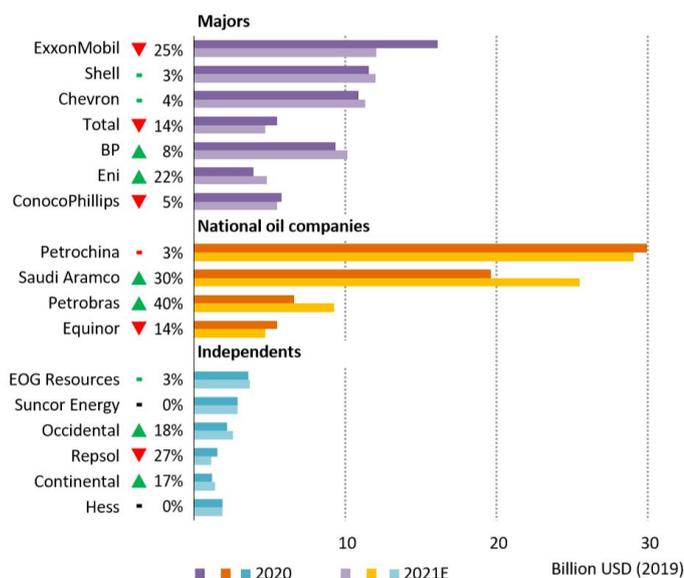
图表 17：原油价格和上游资本开支相关性



资料来源：WIND、IEA、中泰证券研究所

石油公司提高资本开支。由于疫情的影响，2020年油价大跌，导致上游资本开支减少；而2021年上游资本开支增长8%，上游资本开支总支出超过3500亿美元，但仍低于2019年的水平。我们认为主要是疫情和“碳中和”政策相互作用的结果。

图表 18：国外大型石油公司资本开支情况

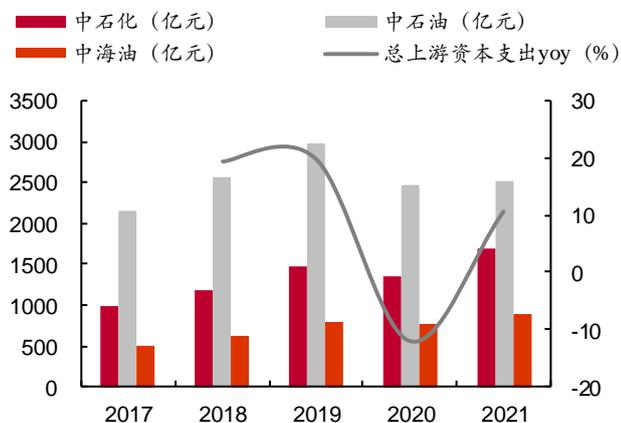


资料来源：IEA、中泰证券研究所

国内三桶油增加资本开支，拉动勘探与生产行业景气度。2021年三桶

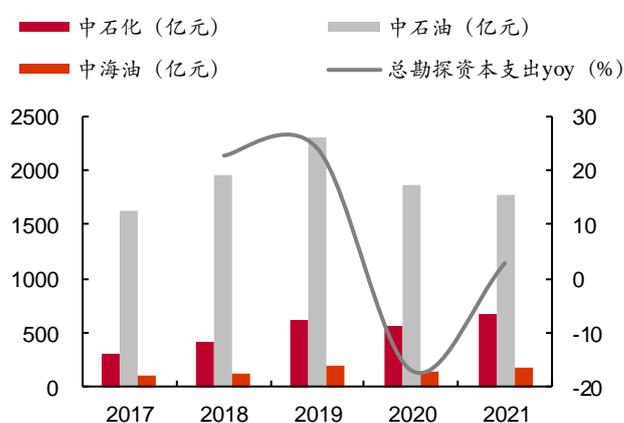
油资本开支较 2020 年均有所提高，其中中石油和中石化勘探与生产的资本开支占总资本开支 70%和 40%左右，勘探和生产行业受资本开支影响景气度提高。

图表 19：国内三桶油上游资本开支情况



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

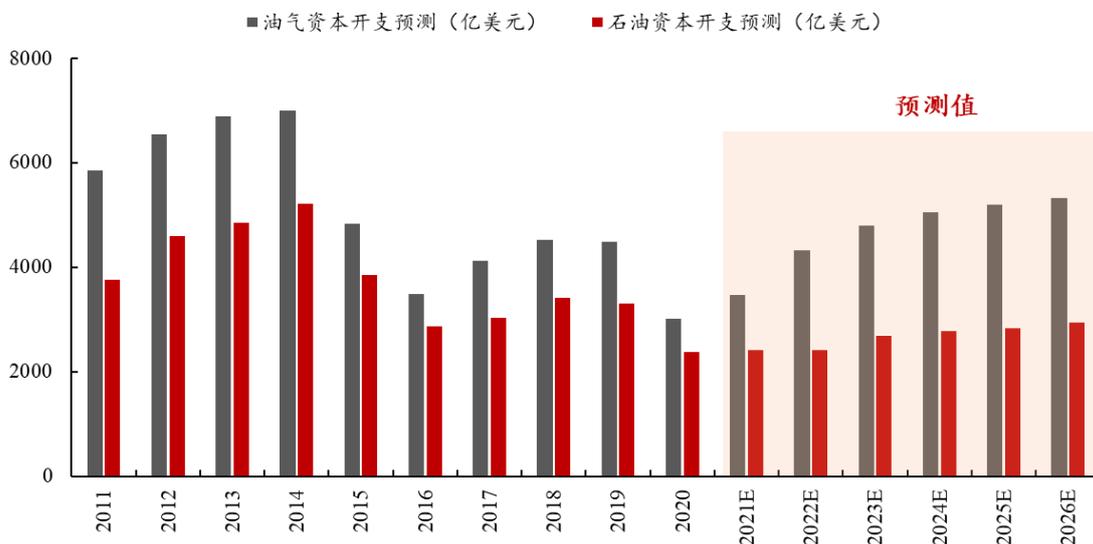
图表 20：国内三桶油上游勘探资本开支情况



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

持续高油价预期叠加全球疫情好转将有力提振上游资本开支。根据 HIS 预测，全球 2022 年油气资本开支将暴增至 4330 亿美元，同比提升 25%，恢复至接近疫情发生前水平。预计后续几年上游资本开支将保持持续上涨态势，到 2026 年将超过 5300 亿美元。

图表 21：上游资本开支预测



资料来源：IHS、OPEC、Rystad Energy、中泰证券研究所

活跃钻机数量增加，油服行业景气度提高。由于疫情原因，2020 年美国活跃钻机数量从约 800 个急速降至 200 个左右，全球活跃钻机数量从约 2000 个降至 1000 个左右，2020 年下半年活跃钻机数量开始回暖，随着石油行业上游投资额的增加，全球活跃钻机数量增加，油服行业景气度逐步上行，但距离疫情前还有较大空间。

图表 22：美国钻机数量触底反弹



资料来源：Baker Hughes、中泰证券研究所

图表 23：全球钻机数量触底反弹



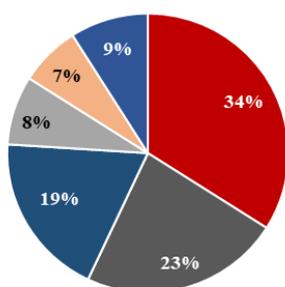
资料来源：Baker Hughes、中泰证券研究所

2.2 进入沙特阿美高端市场，未来市场空间广阔

油服行业国外巨头垄断，未来替代空间广阔。目前全球油田技术服务行业中，斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯等跨国企业垄断全球约 76% 的市场份额。国内油田技术服务行业中，2020 年三桶油占据主要油气资源，下属油服公司占据约 85% 油田服务行业市场份额。国内部分民营企业在钻测井等细分领域逐步缩小与跨国巨头的差异。

图表 24：全球油服市场被国外巨头垄断（2021）

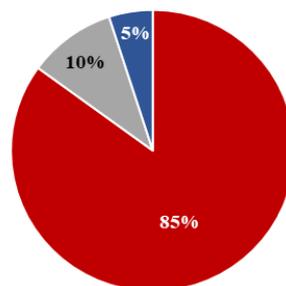
■ 斯伦贝谢 ■ 哈里伯顿 ■ 贝克休斯通用
■ 国民油井 ■ 威德福 ■ 其他



资料来源：华经产业研究院、中泰证券研究所

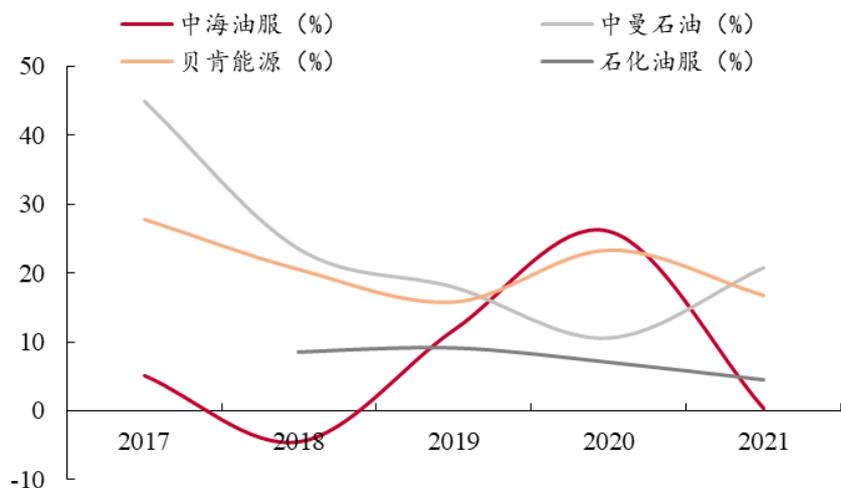
图表 25：2020 年国内油服市场竞争格局

■ “三桶油”下属国营油服企业
■ 民营油服企业
■ 国外油服企业



资料来源：华经产业研究院、中泰证券研究所

公司钻井工程业务盈利能力较强。公司钻井工程业务毛利率水平处于行业领先，主要是因为公司靠钻机设备制造起家，自有钻机多，为钻井工程服务提供设备，形成协同发展。2020 年毛利率降低主要是因为疫情影响，公司主要客户伊拉克市场工程超期完成，超期成本拖累毛利率水平。2021 年伊拉克和俄罗斯市场复工复产，项目运行顺利，毛利率恢复正常水平，约为 21%。

图表 26：各公司钻井工程业务毛利率


资料来源：公司公告、中泰证券研究所

通过 KOC 审核并与沙特阿美签约，进军高端钻井工程市场。公司 2021 年通过科威特 KOC 钻井审核，为国内第一家通过审核的民营企业。并于 2018 年通过了沙特阿美公司的严格资质审查，2021 年与沙特阿美签署了沙特市场工程订单约 11.09 亿元，占全年订单总额 55.3%，标志公司进入世界油服行业公认的门槛最高的沙特钻井工程市场，成为首家与沙特阿美合作的中国民营钻井企业。

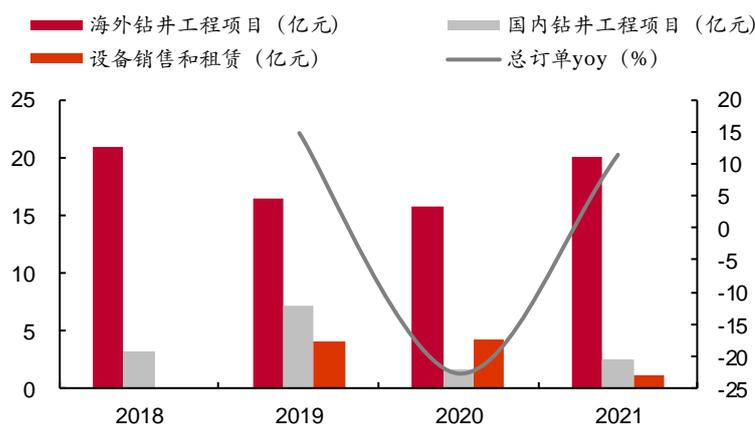
图表 27：公司与沙特阿美签订订单情况

时间	客户	金额	备注
2021年3月	沙特阿美	1.2亿美元	钻井工程项目合同
2021年9月	沙特阿美	4980万美元	修井项目合同

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

海外项目复工复产，订单情况转暖。受到 2020 年疫情和油价下跌的影响，国际石油企业调整计划，公司海外客户伊拉克市场受到较强冲击，很多海外项目和订单暂缓施工，对公司业绩带来较大冲击。2021 年公司签订的海外钻井项目订单金额为 20.06 亿元，同比上涨 28.1%，所有签订合同金额合计为 23.8 亿元，同比上涨 11.3%。

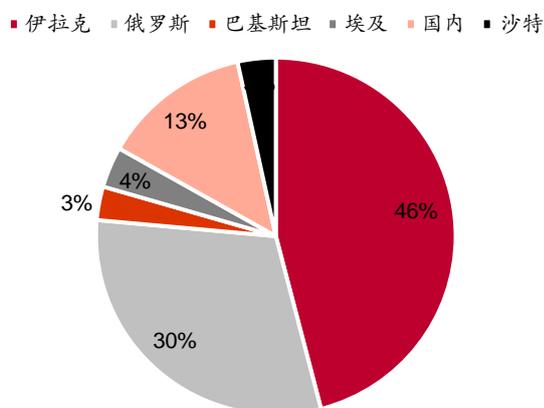
图表 28：公司 2021 年订单情况转暖



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

钻井服务工程客户资源丰富，订单主要来自中东，俄罗斯和中国。公司沉浸国内外钻井一体化工程服务行业多年，经验丰富，公司积累了雄厚的市场和客户资源，市场遍布国内及海外伊拉克、俄罗斯、巴基斯坦、埃及等一带一路国家，客户不仅包括中石油、中石化，还包括壳牌、BP、马油、俄气、国际四大油服等大型国际油气公司和油服公司，订单主要来自于中东、俄罗斯和中国，2021 年累计签署海外工程订单 20.06 亿。

图表 29：2021 年公司钻井服务工程营收主要来自中东，俄罗斯和中国



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

3、进军石油勘探开发业务，迎接原油产能释放

3.1 抓住国内油气体制改革，进军石油勘探开发业务

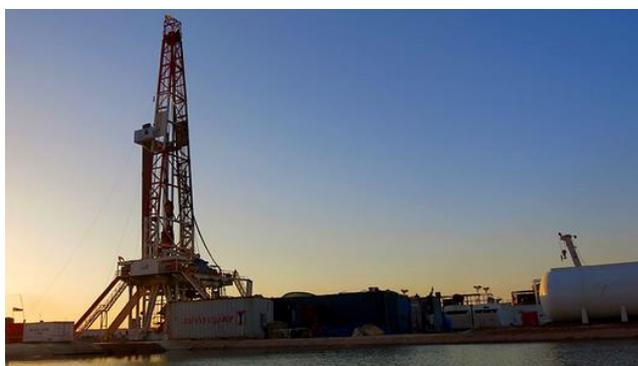
首家获得境内油气探矿权的民营企业。公司依托工程服务与石油装备制造一体化、井筒技术一体化的优势，从 2018 年开始积极拓展勘探开发业务，以 8.66 亿元竞标获得新疆塔里木盆地温宿区块石油天然气勘查探矿权，与新疆国土资源厅签署《探矿权成交确认书》，成为中国油气改革试点勘查区块中标的第一家民营企业。目前完成了国内外油气区块的布局，目前主要的三块石油勘探项目为国内新疆温宿项目，国外哈萨克斯坦坚戈项目和哈萨克斯坦岸边项目

图表 30：温宿项目勘探开发图



来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 31：坚戈项目勘探开发图



来源：公司官网、中泰证券研究所

国内推进油气体体制改革。石油天然气是关系经济社会发展的重要资源。2017 年，中共中央、国务院印发了《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》，明确了我国油气体体制改革的思路 and 任务。意见强调，改革油气管网运营机制，提升集约输送和公平服务能力。2019 年国家管网公司正式成立。这是贯彻落实《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》的重要一环，是深化油气体体制改革的关键一步。我国油气体体制改革是包括上中下游全产业链的改革，基本思路是‘管住中间，放开两头’，‘中间’则是管网输送环节。上游实现油气资源多主体多渠道供应，中游设立国家管网，下游成品油终端市场向外资开放。

进军石油勘探开发行业，扩展公司盈利方式。公司钻机装备制造与钻井工程业务都依赖于油价、资本性开支与国家政策，工程服务类的市场、订单、整体业务不确定性太大。所以公司考虑向上游产业链延伸，发挥与钻井一体化服务的协同效应，有利于扩展公司盈利方式。

图表 32：我国油气改革政策

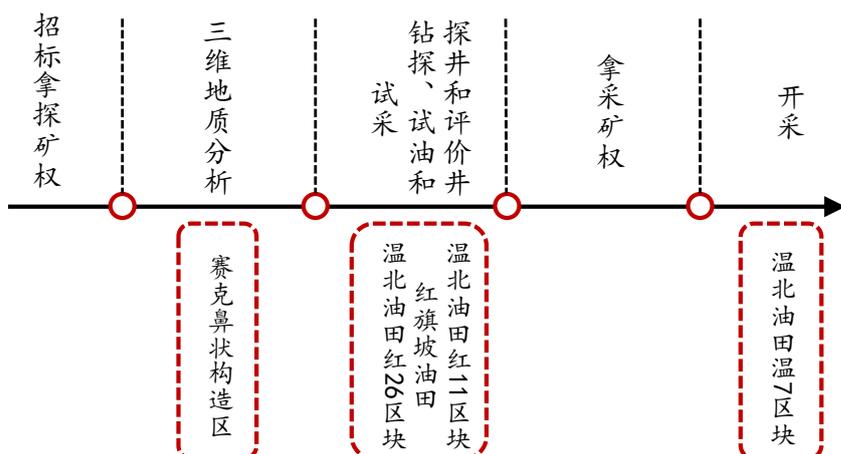
时间	政策	意义
2017年5月	《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》	明确了深化石油天然气体制改革的指导思想、基本原则、总体思路和主要任务
2017年5月	《中长期管网发展规划》	对2025年和2030年油气管道发展目标均作出了相应的规划目标
2019年6月	《油气管网设施公平开放监管办法》	推动油气管道向第三方市场主体公平开放
2021年3月	《第十四个五年规划和2035年远景目标纲要的决议》	提出要完善原油、成品油管网建设以及加快天然气管网建设，构建现代能源体系，实施能源资源安全战略

资料来源：国家发改委、前瞻产业研究院、国际石油网、中泰证券研究所

3.2 温宿项目产能逐步释放，竖戈和岸边项目未来可期

新疆温宿项目：温宿区块涵盖面积 1086.26 平方千米，目前已探明石油地质储量为 3011 万吨，主要分为温北油田温 7 区块、温北油田红 11 区块、温北油田红 26 区块、红旗坡区块和赛克鼻状构造区等五个区块。

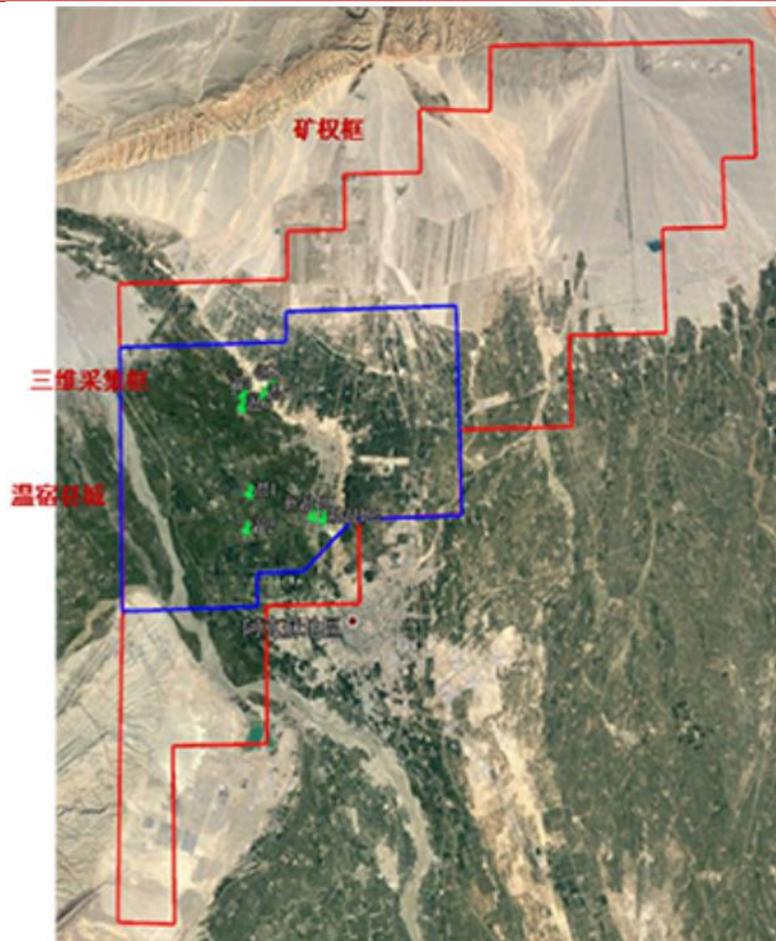
图表 33：公司温宿项目勘探开发流程进度图



资料来源：公司官网、公司公告、中泰证券研究所

勘探情况：目前温 7 区块完成勘探并开始开采，其他区块还在进行探井和试采。公司已启动温宿区块剩余 709 平方公里的勘探工作，优选 440 平方公里开展二期三维地震现场采集工作，目前已完成全部采集工作。

图表 34：温宿区块三维地震资料采集区位置图

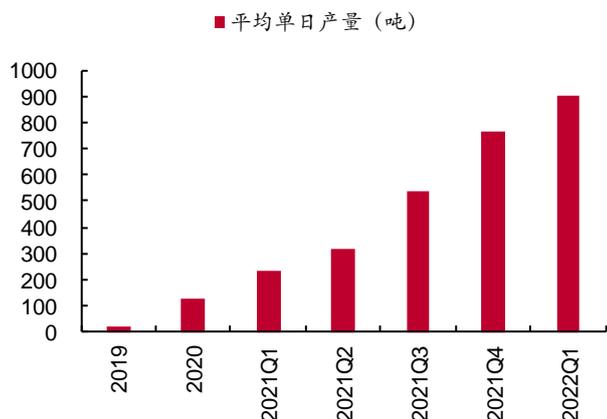


资料来源：公司官网、公司公告、中泰证券研究所

生产情况：平均日产量稳步提升，日产油达到 1001 吨/天。截至 2021 年 12 月 31 日，新疆温宿区块实现产量 22.17 万吨，2021 年累计产量为 17 万吨，随着勘探开发工作有序推进，平均单日产量逐步提高，2021 年 12 月 31 日单日产量达到 893.7 吨/天，完成 30 万吨产能的建设目标。2022 年 3 月 14 日，温宿项目单日产油达到 1001 吨/天，累计产油 28.8 万吨。

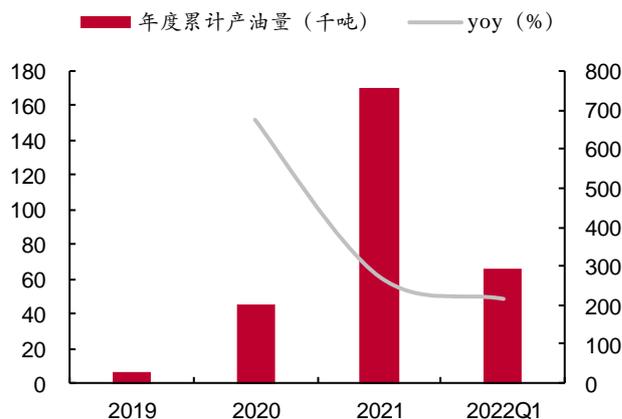
未来计划：一方面，公司将加快温北油田红 11 区块及红旗坡油田探井和评价井钻探及试油试采工作，尽快达到上报新增探明石油天然气储量报告的条件；另一方面，完成 440 平方公里二期三维地震现场采集工作并开展地震资料处理解释工作，根据处理解释成果推进部署 440 平方公里的钻探工作。

图表 35: 温宿区块平均单日产量逐步增长



来源: 公司公告、中泰证券研究所

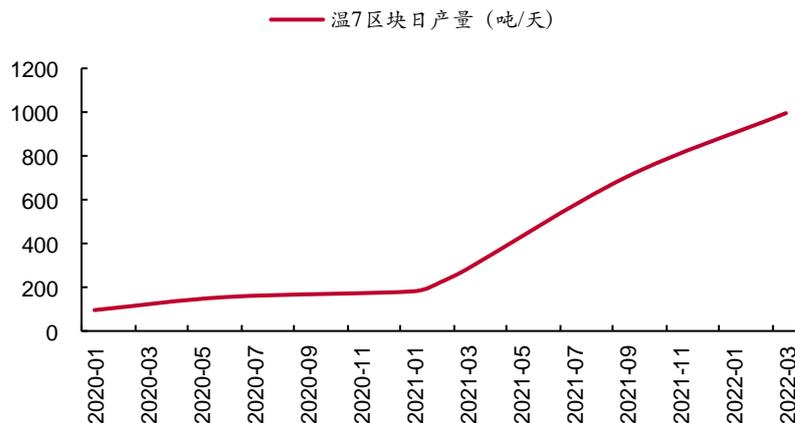
图表 36: 温宿区块年度累计产量逐步提高



来源: 公司公告、中泰证券研究所

温 7 区块: 2019 年 9 月公司宣布在温 7 区块试采, 10 月获得试采批准, 2020 年上报储量, 2021 年 10 月获得采矿许可证书, 2021 年公司完成年产量 17 万吨的产量, 已贡献营业收入。

图表 37: 温 7 区块日产量逐步提升



资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

红 11 区块: 目前开始试油试采的工作, 红 11 区块的 6 口探井试气情况为每口井平均日产天然气 15.31 万立方米, 5 口探井和评价井在试油的情况下平均每口井日产油 37.6 吨。

图表 38：红 11 区块探油探气情况

	序号	井号	折算日产气 (m ³ /d)
红11区块 6口探井 的试气情 况	1	红11	135496
	2	红29-1	141379
	3	红52	204589
	4	红26	183460
	5	红27-1	134356
	6	红27	120374
	序号	井号	日产油 (t/d)
红11区块 5口探井 和评价井 的试油情 况	1	红26-3	合计日产油151.52吨/天，平 均单井日产油75.76吨/天
	2	红26-6	
	3	红27	8.48
	4	红29	18.04
	5	红29-1	9.98

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

哈萨克斯坦坚戈项目：通过昕华夏及下属全资子公司海湾公司间接持有 30.54% 权益，公司承诺 2023 年底消除同业竞争。

1) 勘探情况：坚戈油气田位于哈萨克斯坦共和国第二大含油气盆地油气富集带，紧邻巨型油田乌津油田，地质条件优越。目前探明石油储量 6544 万吨。

2) 生产状况：目前坚戈油气田已钻 79 口井。2020 年共完钻新井 3 口，进尺 7360 米；试油作业 9 口井 16 层；投产 4 口井，均获得高产油流；地面工程方面已完成大部分建设。目前在产油井 20 口，日产油 300 吨，2020 年年产油 10 万吨、年产气 1182 万立方米。

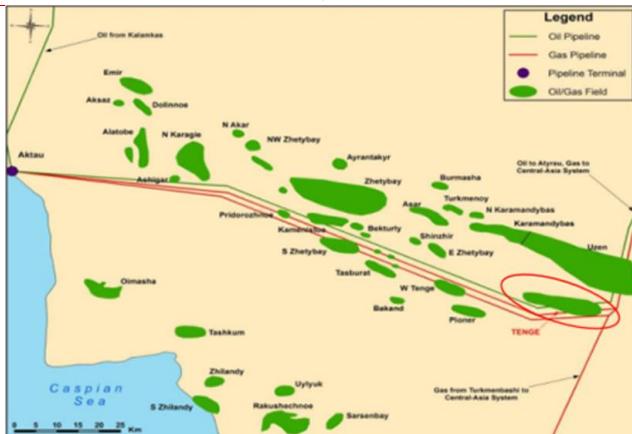
3) 未来计划：坚戈油气田探明石油地质储量 6544 万吨，采出程度低，单井产量稳定。作为在产油田，具备良好的油气潜力，加之地面设施齐全，未来预计可建成中型规模油气田，成为中曼集团油气上游业务的重要基石。

图表 39：坚戈区块示意图



来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 40：坚戈区块油田分布图



来源：公司官网、中泰证券研究所

哈萨克斯坦岸边项目：公司原计划以 1650 万美元收购 TOGHI 公司

87.5%的股权，今年初公司聘请独立评估机构对岸边区块进行了 PRMS 原油储量评估，经评估岸边区块 2P 原油地质储量 2523.20 万吨，3P 原油地质储量 2795.06 万吨。评估后，公司调整收购计划，决定以 2007 万美元收购 TOGHI 公司 87%的股权从而间接获得 ZHAN KC 公司持有的哈萨克斯坦岸边区块 87%的探矿权权益，目前探矿权有效期延长至 2022 年 9 月 11 日。

1) 勘探情况：岸边油田发现于 1975 年：1975~1977 年，一共钻探了 15 口探井，多口井已试获油气发现，但当时稠油开发技术不发达，油田一直封存，没有投入开发。2022 年公司对岸边区块进行了原油储量评估，经评估，岸边区块 2P 原油地质储量为 2523.20 万吨、3P 原油地质储量为 2795.06 万吨。

2) 生产状况：勘探开发许可证面积 18.2 平方千米；开发许可深度至上白垩统底界；勘探许可深度至古生界。1987 年已列入国家储量平衡表，C1+C2 石油地质储量 3399.7 万吨，可采储量 679.9 万吨。

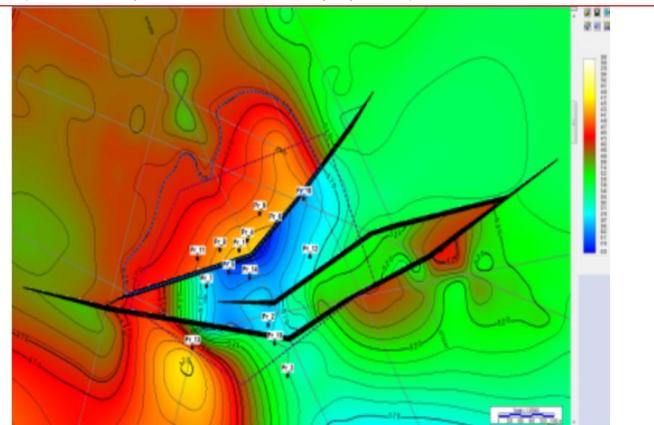
3) 未来计划：岸边目前的方案仅基于北块，而南块在上报的国家储量平衡表中储量比北块还大，且南快 G-2 井是已钻井中测试产量最高的，另外 85 平方公里 3D 地震完成后有望在南块或深层发现新的潜力。

图表 41：岸边区块油田位置图



来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 42：岸边区块油田探井井位图



来源：公司官网、中泰证券研究所

3.3 油田具备成本优势，未来迎接产能释放

温宿区块产能逐步释放，坚戈区块和岸边区块未来可期。目前新疆温宿区块逐步释放产能，2021 年产量达到 17 万吨，日产量达到 1001 吨/天；预计到 2025 年，温宿区块建成高峰原油年产 60 万吨产能。坚戈区块目前公司间接持有 30.54%的权益，预计 2023 年 12 月 31 日前获取坚戈油田控制权。岸边项目公司计划拥有其 87%的权益，目前探矿权有效期延长至 2022 年 9 月 11 日。

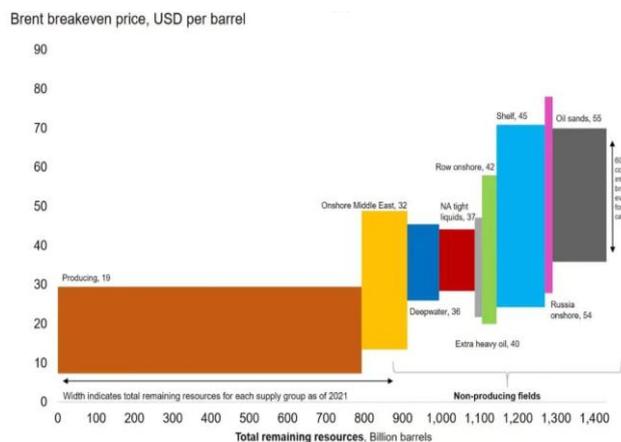
图表 43: 公司三大油田区块情况及未来目标

地区	权益情况	勘探情况	已探明储量
新疆温宿区块	100%权益	已完成部分勘探, 取得采矿证并正常生产	探明石油储量3011万吨 天然气地质储量4.49亿立方米
哈萨克斯坦坚戈区块	通过昕华夏及下属全资子公司间接持有30.54%权益	完成部分勘探	探明石油储量6544万吨
哈萨克斯坦岸边区块	计划获得87%权益	探矿权有效期延长至2022年9月11日	评估地质储量2523万吨

资料来源: 公司公告、新疆维吾尔自治区生态环境厅、中泰证券研究所

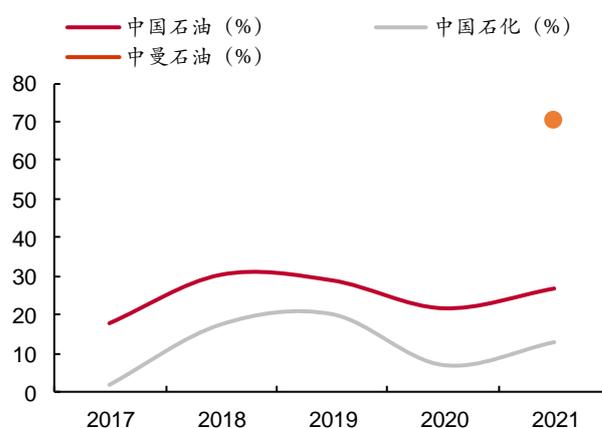
公司油田品质优良, 开采成本低。油田区块储量丰富、埋藏浅, 利用公司自身油服工程和石油装备制造提供开发油田服务, 协同效应好, 响应速度快, 具有较大的产油成本优势。根据公司 2021 年报数据, 我们计算得出公司原油的单吨成本 (不含三费) 约为 776 元/吨 (16.41 美元/桶), 低于咨询机构所预测的盈亏平衡点 (19 美元/桶), 勘探与开发业务毛利率为 71%。

图表 44: 未来开发原油资源盈亏平衡油价



资料来源: Rystad Energy、中泰证券研究所

图表 45: 各公司勘探与开发业务毛利率情况



资料来源: Wind、中泰证券研究所

今年国际油价或将高位宽幅震荡, 我们根据预测的四种情况进行敏感性分析。当油价范围为 90-120 美元/桶时, 我们测算中曼石油业绩为 2.51-4.88 亿元, 油价涨幅对公司业绩影响性较大。

图表 46: 中曼石油业绩敏感性分析

	Brent 油价 (美元/桶)	油价 yoy (%)	公司业绩 (亿元)	业绩 yoy (%)
2021	71.00		0.66	
2022 (1)	90.00	26.76	2.51	280.80
2022 (2)	100.00	40.85	3.30	400.25
2022 (3)	110.00	54.93	4.09	519.71
2022 (4)	120.00	69.01	4.88	639.16

资料来源：公司公告、Wind、中泰证券研究所

5、盈利预测与估值

假设：

- 1) **钻井工程服务方面**：钻井工程服务业务营业收入来自于订单的完成情况，假设今年的营收增速和去年的新签海外订单的增速吻合，由于油价维持高位，上游资本开支增加，将带动油服行业景气度，预测 2022-2024 年增速分别为 15%/20%/20%。由于公司进军沙特阿美高端市场，我们预测其毛利率会有所提高，预测 2022-2024 年毛利率分别为 22%/24%/25%。
- 2) **钻机装备制造方面**：受益于油价高位震荡，油服行业景气回升，上游资本开支增加，预测 2022-2024 年均增速为 10%，毛利率维持在 20%水平。
- 3) **原油销售方面**：根据公司新疆温宿项目温 7 区块开发进程以及产能提升情况，同时红 11 区块和哈萨克斯坦项目有望在接下来几年贡献业绩，我们假设 2022-2024 年原油产量分别为 38.5/42.6/60 万吨，根据 EIA 的预测，2022 年 Brent 均价为 107 美元/桶，按贴水 20 美金计算，2022 年预计实油价 87 美元/桶；我们预计 2023-2024 年原油价格或将小幅下跌，Brent 油价均为 100 美元/桶，同时我们预计随着公司原油勘探开采方面技术更加成熟同时哈萨克斯坦油田逐渐释放产能，油品质量有望提升，公司原油受市场认可度提高，贴水金额或将小幅下降至 15 美元，则公司实现售价为 85 美元/桶。
- 4) **其他业务**：假设营收增速为 10%，毛利率水平和 2021 年一致。

图表 47：公司主营业务收入预测表

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
钻井工程服务	营业收入（亿元）	21.35	12.85	11.01	12.66	15.19	18.23
	营业成本（亿元）	17.51	11.49	8.72	9.88	11.55	13.67
	毛利（亿元）	3.84	1.36	2.29	2.79	3.65	4.56
钻井装备制造	营业收入（亿元）	3.19	2.96	2.47	2.72	2.99	3.29
	营业成本（亿元）	2.01	2.36	1.93	2.17	2.39	2.63
	毛利（亿元）	1.18	0.60	0.54	0.54	0.60	0.66
原油销售	营业收入（亿元）			3.97	13.85	16.24	21.09
	营业成本（亿元）			1.16	3.26	3.92	5.09
	毛利（亿元）			2.80	10.58	12.32	16.00

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

预计 2022-2024 年公司归母净利润为 3.85/5.68/7.12 亿元，同比增长 483%/47%/25%，EPS 分别为 0.96/1.42/1.78 元。以 2022/7/11 日收盘价计算，对应 PE 为 19/13/11 倍。公司原属于油服行业，目前进军石油勘探开发业务，因此我们选取了油服行业的中海油服和杰瑞股份与大型石油公司中石

油和中海油作为可比公司。可比公司 2021-2024 年的平均 PE 为 23/13/11/10 倍，公司从油服行业进军油气勘探开发行业，随着温宿油田产能逐步释放，原油销售板块开始贡献增量，公司业绩有望实现快速发展，未来成长可期。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 48：可比公司估值

证券代码	证券简称	市值 2022/7/11	归母净利润（亿元）				PE				PB 2022/7/11
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
601808.SH	中海油服	627.94	3.13	31.94	40.22	46.93	35.77	19.66	15.61	13.38	1.69
002353.SZ	杰瑞股份	349.14	15.86	21.13	25.92	31.32	22.25	16.52	13.47	11.15	2.86
601857.SH	中国石油	9388.98	921.61	1129.49	1091.03	1066.98	10.69	8.31	8.61	8.80	0.74
600938.SH	中国海油	7722.03	703.20	1156.38	1210.34	1280.84		6.68	6.38	6.03	1.38
	平均						22.90	12.79	11.02	9.84	1.67
603619.SH	中曼石油	74.80	0.66	3.86	6.19	7.76	120.23	20.64	12.86	10.25	3.78

资料来源：Wind、中泰证券研究所

6、风险提示

油价及产品大幅波动风险。公司属于油服行业，目前进军上游油气开采，原油价格波动将大幅影响企业营收。

公司油田勘探开发不及预期风险。公司温7区块产能释放不及预期会影响公司原油销售收入。

全球疫情反复风险。若疫情恶化或导致钻井工程订单等无法及时完成，拖累公司业绩。

研究报告中使用公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 49：盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	318	878	1,034	1,279	营业收入	1,754	2,926	3,445	4,264
应收票据	99	0	0	0	营业成本	1,188	1,533	1,787	2,141
应收账款	461	746	851	1,041	税金及附加	17	12	14	21
预付账款	110	23	27	32	销售费用	21	65	63	76
存货	438	433	553	647	管理费用	211	545	551	779
合同资产	329	204	300	465	研发费用	61	101	84	83
其他流动资产	418	241	344	519	财务费用	120	66	62	61
流动资产合计	1,844	2,322	2,809	3,518	信用减值损失	-10	-12	-14	-14
其他长期投资	7	9	10	11	资产减值损失	-11	-6	-3	-4
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	1,961	2,142	2,362	2,615	投资收益	1	1	1	1
在建工程	205	305	305	205	其他收益	4	4	4	4
无形资产	53	48	43	39	营业利润	121	591	870	1,090
其他非流动资产	1,804	1,855	1,885	1,899	营业外收入	0	1	1	1
非流动资产合计	4,030	4,358	4,605	4,769	营业外支出	3	3	3	3
资产合计	5,874	6,680	7,414	8,287	利润总额	118	589	868	1,088
短期借款	957	1,155	1,237	923	所得税	52	206	304	381
应付票据	266	225	290	390	净利润	66	383	564	707
应付账款	792	915	1,072	1,291	少数股东损益	0	-3	-4	-5
预收款项	0	20	12	11	归属母公司净利润	66	386	568	712
合同负债	85	53	62	77	NOPLAT	132	426	604	746
其他应付款	116	116	116	116	EPS (按最新股本摊薄)	0.17	0.96	1.42	1.78
一年内到期的非流动负债	360	360	360	360					
其他流动负债	272	482	496	644					
流动负债合计	2,849	3,326	3,645	3,812					
长期借款	443	493	423	503					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	612	612	612	612					
非流动负债合计	1,055	1,105	1,035	1,115					
负债合计	3,904	4,431	4,680	4,927					
归属母公司所有者权益	1,972	2,254	2,742	3,374					
少数股东权益	-1	-4	-8	-14					
所有者权益合计	1,970	2,249	2,733	3,360					
负债和股东权益	5,874	6,680	7,414	8,287					

现金流量表				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	515	1,052	829	1,113
现金收益	489	716	923	1,096
存货影响	0	5	-120	-93
经营性应收影响	159	-93	-106	-191
经营性应付影响	3	101	215	318
其他影响	-137	324	-83	-17
投资活动现金流	-466	-593	-543	-492
资本支出	-187	-542	-512	-478
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-279	-51	-31	-14
融资活动现金流	-53	101	-130	-375
借款增加	222	248	12	-234
股利及利息支付	-87	-262	-558	-551
股东融资	0	1,690	0	0
其他影响	-188	-1,575	416	410

主要财务比率				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	10.7%	66.8%	17.7%	23.8%
EBIT增长率	-172.9%	175.1%	41.9%	23.5%
归母公司净利润增长率	-113.6%	482.6%	47.5%	25.3%
获利能力				
毛利率	32.3%	47.6%	48.1%	49.8%
净利率	3.7%	13.1%	16.4%	16.6%
ROE	3.4%	17.1%	20.8%	21.2%
ROIC	8.9%	20.4%	25.1%	28.0%
偿债能力				
资产负债率	66.5%	66.3%	63.1%	59.4%
债务权益比	120.4%	116.5%	96.3%	71.4%
流动比率	0.6	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5
应收账款周转天数	112	74	83	80
应付账款周转天数	234	200	200	199
存货周转天数	133	102	99	101
每股指标 (元)				
每股收益	0.17	0.96	1.42	1.78
每股经营现金流	1.29	2.63	2.07	2.78
每股净资产	4.93	5.63	6.85	8.44
估值比率				
P/E	113	19	13	11
P/B	4	3	3	2
EV/EBITDA	92	54	41	34

资料来源：Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。