



谨慎  
买入

14% ↑

目标价格: 人民币7.25

600871.CH

价格: 人民币 6.36

目标价格基础: 29倍 14年市盈率

板块评级: 未有评级

# \*st 仪化(中石化油服)

## 居全球油服第三, 盈利能力弹性大

中石化集团已将 100%的中石化石油工程公司的股权置换仪征化纤原有化工资产, 实现中石化石油工程公司的整体上市。

### 支撑评级的要点

- 位居全球油服行业第三位, 技术实力雄厚。中石化石油工程公司 2013 年收入 897 亿元, 预测 2014、2015 年收入 817、869 亿元, 同比下滑 9%、增长 6%, 经营收入规模与原第四大国际油服公司相当, 位居国内油服上市公司首位; 2013 年净利润 15 亿元同比增长 45%, 预测 2014、2015 年净利润 24、35 亿元, 同比增长 59%和 45%。
- 中石化石油工程公司具备市场竞争力。中石化石油工程公司主营业务包括地球物理、钻完井、测录井、井下特种作业以及工程建设服务等 5 大板块, 能够为油气田提供涵盖其勘探、开发和生产的整个生命周期的全面工程与技术服务, 主导中石化过去在普光、元坝、塔河等高难度油气田开发, 以及涪陵焦石坝页岩气开发, 钻完井技术国内领先。
- 国内非常规油气开发最大受益者。中石化石油工程公司约 60%的收入来自集团公司关联交易, 而中石化的油气产量增长主要来自西北和西南地区的致密油气和页岩油气, 与 11-12 年大牛地和红河油田不同的是, 目前涪陵地区的页岩气开发约 80%-85%工程技术服务价值量由中石化石油工程公司提供。
- 未来盈利改善空间大。目前公司人均产值约 90 万元, 与国内民营油服企业基本相当, 但 2011-2013 年净利率仅 1.6%、1.2%和 1.7%, 预计 2014-2015 年分别上升至 3%和 4%, 可比国内外油服企业净利率在 10-20% 之间, 中石化石油工程公司的盈利能力具备改善空间。

### 评级面临的主要风险

- 工程技术服务的价格竞争风险; 原油价格持续的下行风险。

### 估值

- 重组方案披露 2014-2015 年净利润达到 24 和 35 亿元, 参考油服行业平均净利率 10%-15%, 合理净利润 90-130 亿元, 参考国际国内可比油服公司 10-15 倍左右的合理估值倍数, 我们采用相对保守合理市值约 1000 亿元, 按发行后新总股本 138 亿股计算, 目标价 7.25 元。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	87,337	89,729	81,710	86,895	91,777
变动 (%)	18	3	(9)	6	6
净利润(人民币 百万)	1,046	1,515	2,510	3,580	4,100
全面摊薄每股收益(人民币)	0.262	0.253	0.251	0.358	0.410
变动 (%)	(9.4)	(3.4)	(0.6)	42.6	14.5
全面摊薄市盈率(倍)	24.3	25.2	25.3	17.8	15.5
价格/每股现金流量(倍)	n.a.	n.a.	9.9	8.7	10.5
每股现金流量(人民币)	0.00	0.00	0.64	0.73	0.60
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.8	34.0	19.2	13.5	11.5
每股股息(人民币)	0.007	0.005	0.056	0.081	0.092
股息率(%)	0.1	0.1	0.9	1.3	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现

(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	9.5	7.3	48.3	101.9
相对上证指数	11.0	9.8	21.6	40.3

发行股数(百万)	12,809
流通股(%)	4
流通股市值(人民币 百万)	2,862
3个月日均交易额(人民币 百万)	62
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
中国石油化工集团公司	72

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2015 年 2 月 3 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

机械: 石油装备及工程技术服务

### 杨绍辉

(8621)2032 8569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

### 闵琳佳

(8621) 2032 8512

linjia.min@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080002

### 张君平

(8610) 6622 9331

junping.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090004

## 目录

一、中石化油服的历史沿革及股权结构 .....	3
二、中石化油服的经营规模和业务结构 .....	8
三、中石化油服钻完井一体化的竞争优势 .....	12
四、中石化油服增长亮点:国内非常规,国际市场 .....	17
五、中石化油服的盈利能力提升潜力 .....	23
六、盈利预测及投资评级 .....	26
研究报告中所提及的有关上市公司 .....	28

## 一、中石化油服的历史沿革及股权结构

### 1 中石化油服的历史沿革

中石化石油工程技术服务有限公司成立于 2012 年，目前拥有 8 家区域性的全资子公司，提供油气工程与技术综合服务，并拥有 4 家分别专业从事地球物理、工程建设、境外业务管理和海洋石油工程的子公司。

#### 1.1 参考国际油服企业，中石化油服建立矩阵式管理架构

中石化石油工程技术服务有限公司成立于 2012 年底，是中石化集团依据《关于中国石油化工集团公司石油工程专业化整合重组实施的指导意见》（中国石化企[2012]339 号）和《关于组建中石化石油工程技术服务有限公司的通知》（中国石化企[2012]340 号），同意设立的石油工程公司。

石油工程公司组建完成后，在 2012 年底前进行了一系列的业务和资产上的整合：

##### (1) 组建石油工程技术服务地区性公司

由石油工程公司以现金出资分别设立胜利、中原、河南、华北、江汉、江苏、华东、西南等 8 家石油工程技术服务地区性公司，石化集团再将下属 8 个石油局所属石油工程单位业务及资产负债、人员无偿划拨到设立的各地区性公司。

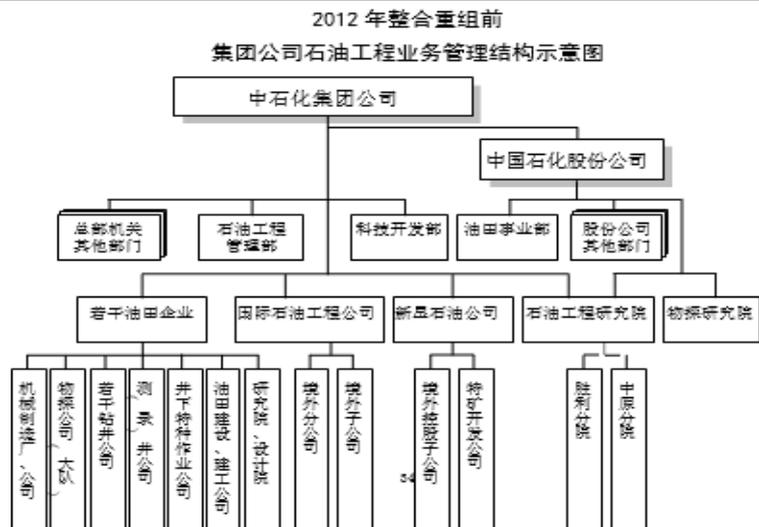
##### (2) 组建专业技术服务公司

设立地球物理、工程建设、石油机械 3 家专业公司，并将相关业务、资产、人员从石油局、国际工程公司剥离并无偿划拨到设立的相应专业公司里。

##### (3) 明确有关企业管理关系

将国际工程公司、上海海洋勘探开发总公司（上海海洋石油局）的出资人由石化集团变更为石油工程公司。

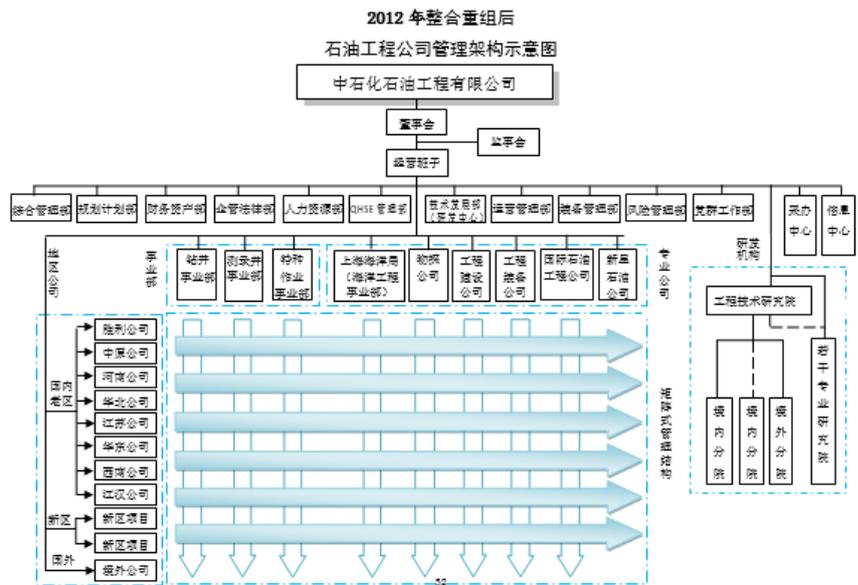
图表 1. 中石化集团工程技术服务业务管理结构（2012 年重组前）



资料来源：公司公告、中银国际研究

参照国际一流油服公司的管理架构，石油工程公司纵向上构建专业运营事业部、专业公司，将高端技术、专业性强的业务按技术系列运营管理，着力打造技术服务商；按照老区工程承包业务授权管理，整合各油田企业所属钻井、测录井、井下特种作业及其它石油工程施工单位，组建若干以工程承包和区域综合协调服务为主要业务的地区公司，形成纵向上按技术系列运营、横向上按区域面向市场经营的矩阵式管理构架。

图表 2. 中石化集团工程技术服务业务管理结构（2012 年重组后）

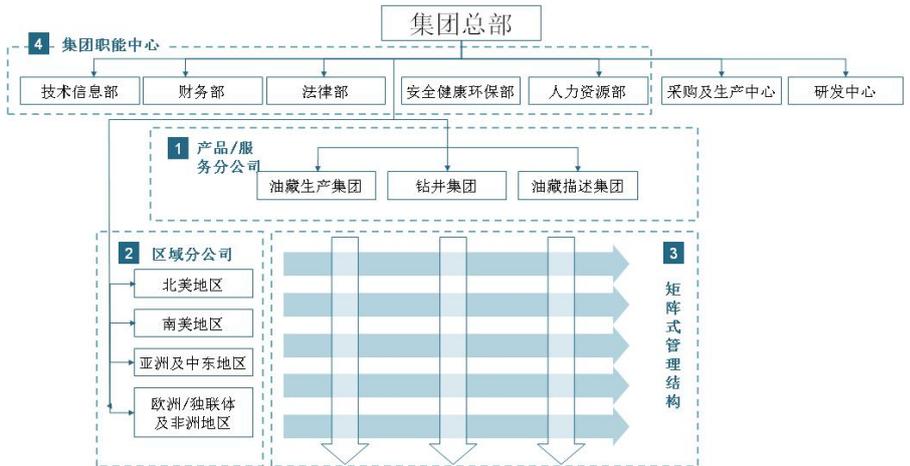


资料来源：公司公告、中银国际研究

国内外综合性石油工程技术服务公司主要分为两类。一类是具有国际一流水平的技术服务商，如斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯等，体制上实行矩阵式管理模式；另一类是工程承包商，如美国内伯斯、中国石油钻井系统等，管理体制采用直线职能式组织架构。

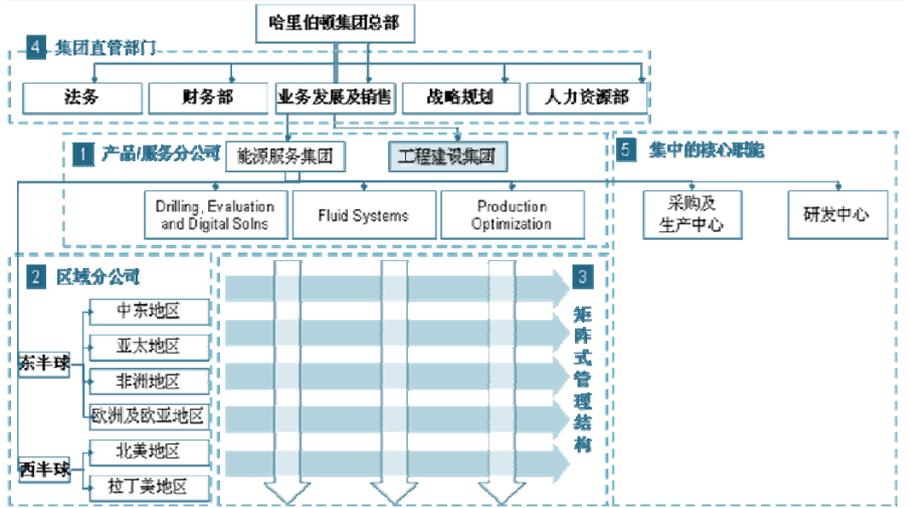
矩阵式管理模式表现在：纵向上按产业类别设立事业部，对不同专业系列实行人、财、物垂直一体化管理，控制核心技术与装备，提供高端技术一体化服务，其主要职能是专业技术推广、技术支持和质量保障、售后服务等业务，是利润管理中心；横向上设立地区公司，是经营实体（利润中心），主要职能是市场开拓、客户服务管理、协调公司为客户提供一体化市场服务，为公司内部提供共同性事务服务，统一开展对外公共关系。此类公司掌握一流石油工程核心技术，拥有“高、精、尖”工程技术人才，主要提供高端技术服务，处于石油工程产业链高端，盈利能力强。

图表 3. 斯伦贝谢组织结构示意图



资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 4. 哈里伯顿组织结构示意图



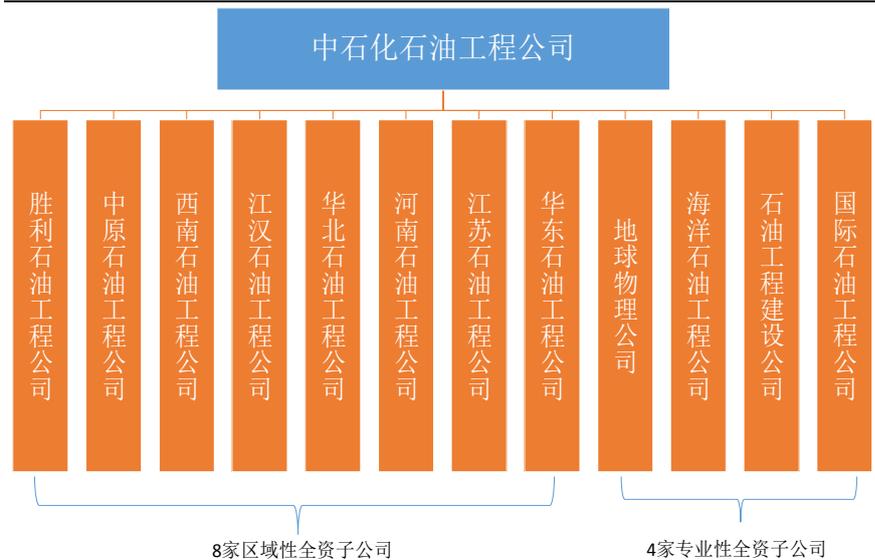
资料来源：公司公告、中银国际研究

### 1.2 2014 年资产剥离和改制，机械公司独立上市

2014 年前后，石油工程公司对有关资产进行了剥离和改制，目前拥有 8 家区域性的全资子公司，提供油气工程与技术综合服务，并拥有 4 家分别专业从事地球物理、工程建设、境外业务管理和海洋石油工程的子公司。

中石化石油机械公司被剥离后注入江钻股份实现独立上市。

图表 5. 中石化石油工程公司下属子公司



资料来源：公司公告、中银国际研究

### 1.2.1 剥离部分业务和资产

部分与公司石油工程主营业务无关或不直接相关或者不适合境内外上市公司监管要求的资产被剥离至中石化集团或其下属单位：

(1) 石油工程公司以 2013 年 12 月 31 日为基准日，将原持有的中石化石油工程机械公司 100% 股权、3 家房地产子公司的股权及在境外敏感国家和地区从事业务而不符合香港上市监管要求的 2 家子公司股权无偿划转至石化集团或其下属单位，同时以无偿划转方式将原拥有的非经营性的矿区（社区）管理职能（业务）剥离。

(2) 石油工程公司以 2014 年 6 月 30 日为基准日，以无偿划转方式，将部分存在产权瑕疵的房产土地剥离；并将部分在境外敏感国家和地区的资产和负债划转；以及实施了资本结构调整。

### 1.2.2 全民所有制企业改制

(1) 2013 年 12 月，工程建设公司下属 4 家子企业，以 2012 年 12 月 31 日为改制基准日，由全民所有制企业改制为有限公司。

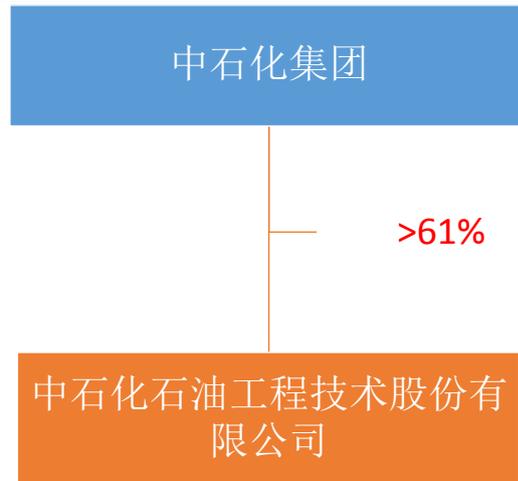
(2) 2014 年 6 月，上海海洋勘探开发总公司及其下属 2 家子公司、西南石油工程公司下属西南地质勘察院和工程建设公司所属中原设计院、中原油建等 10 家子公司以 2013 年 12 月 31 日为改制基准日，由全民所有制企业改制为有限公司。

## 2 中石化油服的股权结构变化

工程技术服务板块资产注入上市平台前，中石化石油工程技术服务有限公司是中石化集团的全资子公司，中石化集团持有 100% 的中石化石油工程技术服务有限公司股权。

中石化石油工程技术服务有限公司注入上市平台后，中石化集团持有上市公司股权比例为 61% 以上，仍是控股股东。未来不排除上市公司名称由 \*st 仪化更改“石化油服”，代码 600871。

图表 6. 中石化石油工程公司股权结构（上市后）



资料来源：公司公告、中银国际研究

## 二、中石化油服的经营规模和业务结构

石油工程公司是中国大型石油工程与油田技术综合服务提供商，2013年，中石化油服的经营规模为897亿元，净利润15亿元，折合美元分别为收入147亿美元和净利润2.5亿美元。

参考营业收入、净利润、总资产、净资产、员工数量等规模指标，中石化油服公司均落后于斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯等国际油服巨头，但2013年度的收入规模与第4名威德福基本相当。

图表 7. 中石化油服收入规模位居全球第五 (2013)

(亿美元)	斯伦贝谢	哈里伯顿	贝克休斯	威德福	中石化油服
排名	1	2	3	4	5
收入	453	294	224	153	147
净利润	67	21	11	(3.45)	2.5
总资产	671	292	279	220	134
净资产	395	136	177	82	39
固定资产	151	113	91	84	55
员工数量 (人)	123,000	77,000	59,400	67,000	82,700
市值 (20141002)	1,268	523	270	152	

资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 8. 中石化油服与国际油服的经营效率比较 (2013)

(万美元)	斯伦贝谢	哈里伯顿	贝克休斯	威德福	中石化油服
人均收入	36.8	38.2	37.7	22.8	17.8
人均利润	5.4	2.7	1.9	(0.5)	0.3
ROE(%)	18.0	15.5	6.30	(4.06)	(8.51)
ROA(%)	10.5	7.5	4.00	(1.54)	(3.29)
销售、管理费率(%)	3.5		8.3	15.	5.1
净利率(%)	15	7	5	(2)	2
毛利率(%)	22	15.2	17	15	9.5

资料来源：公司公告、中银国际研究

石油工程公司的业务主要包括五个分部：（1）地球物理；（2）钻井工程；（3）测录井；（4）井下特种作业；（5）工程建设。石油工程公司提供的工程技术服务涵盖油气生产的整个周期。

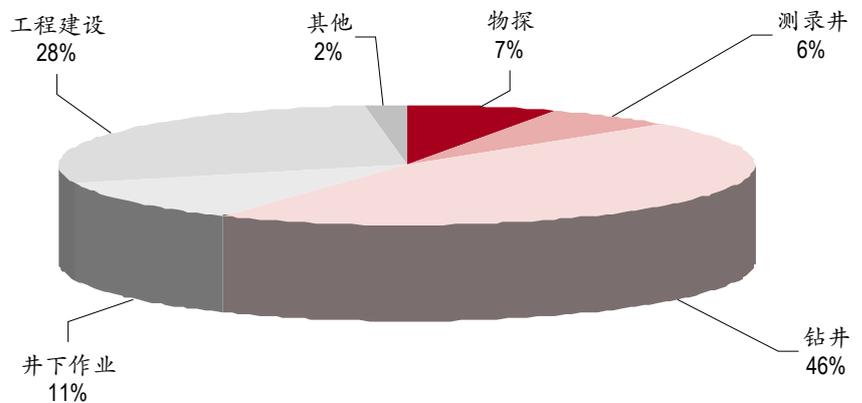
**图表 9. 中石化石油工程公司股权结构 (上市后)**

	勘探	钻井	完井	油气生产	油气集输	弃井
地球物理	采集、处理、解释服务	微地震监测		油藏地球物理服务		
钻井工程	钻井设计、钻前工程	钻井工程	钻后治理			弃井作业
测录井		录井		射孔		
		测井				测井
井下特种作业			试油(气)测试	老井侧钻		弃井作业
			修井、压裂酸化			
工程建设 <sup>(理)</sup>				勘察设计、采办、施工		

注：石油工程公司提供的工程建设服务还包括路桥市政工程。

资料来源：公司公告、中银国际研究

2013 年度公司近 900 亿元的主营业务收入中，钻井工程占比最高为 46%，其次是工程建设占比 28%，井下作业、物探、测录井等占比分别为 11%、7%、6%。

**图表 10. 中石化石油工程公司主营业务结构 (2013)**


资料来源：公司公告、中银国际研究

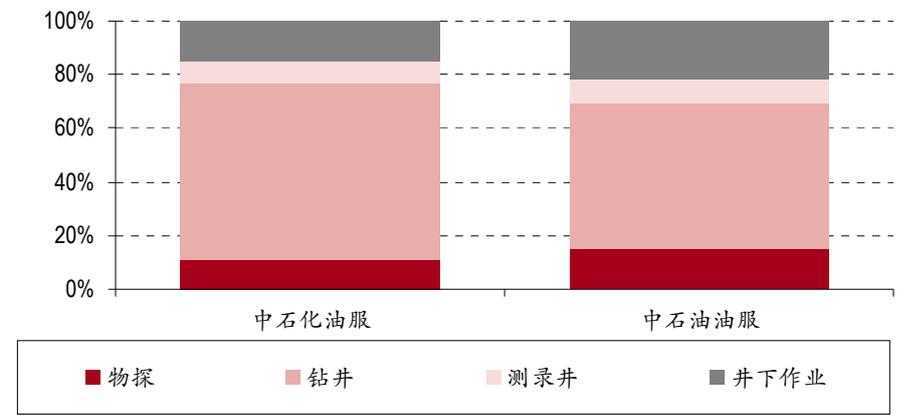
**图表 11. 中石化石油工程公司主业分类**

主营业务	业务范围	队伍	经营规模 (2013 年)
地球物理	地球物理勘探开发技术服务	采集队伍 78 支	收入 67.08 亿元
钻井工程	供钻井设计、施工、技术服务	钻井队 600 支，年钻井能力 1650 万米	完井 5,340 口，钻井进尺 1340 万米，平均井深 2666 米；钻井工程收入 436 亿元
测录井	井筒油气、地质、工程信息进行采集、监测、传输、处理解释、评价	裸眼测井 180 支、生产测井 40 支、射孔队 90 支	52 亿元
井下特种作业	完井、试油(气)测试、修井、侧钻、压裂、酸化和海上作业	354 支特种作业队伍	96 亿元
工程建设	陆地及海洋油气田建设、长输管道工程、油气集输处理工程、储运工程等工程服务		250 亿元

资料来源：公司公告、中银国际研究

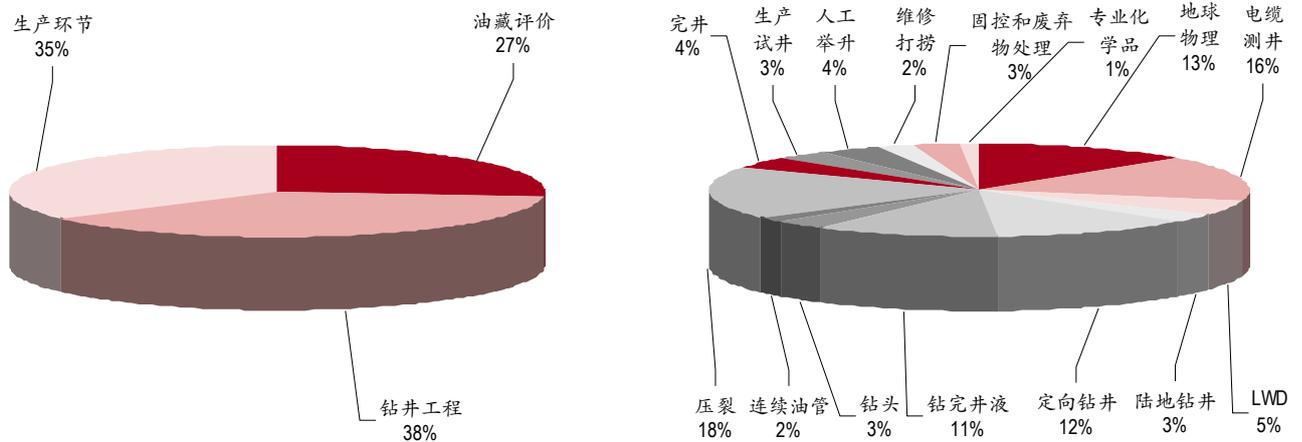
中石化油服与中石油油服的业务结构基本类似，但与国际油服企业斯伦贝谢、哈里伯顿相比，中石化油服完井服务和物探服务的比例低于斯伦贝谢和哈里伯顿，主要原因是中石化油服自身技术优势有别于国际油服企业，以及收入主要来源于非常规增产技术相对落后的中国大陆。

图表 12. 中石化与中石油的油服业务结构对比



资料来源：公司公告、中银国际研究

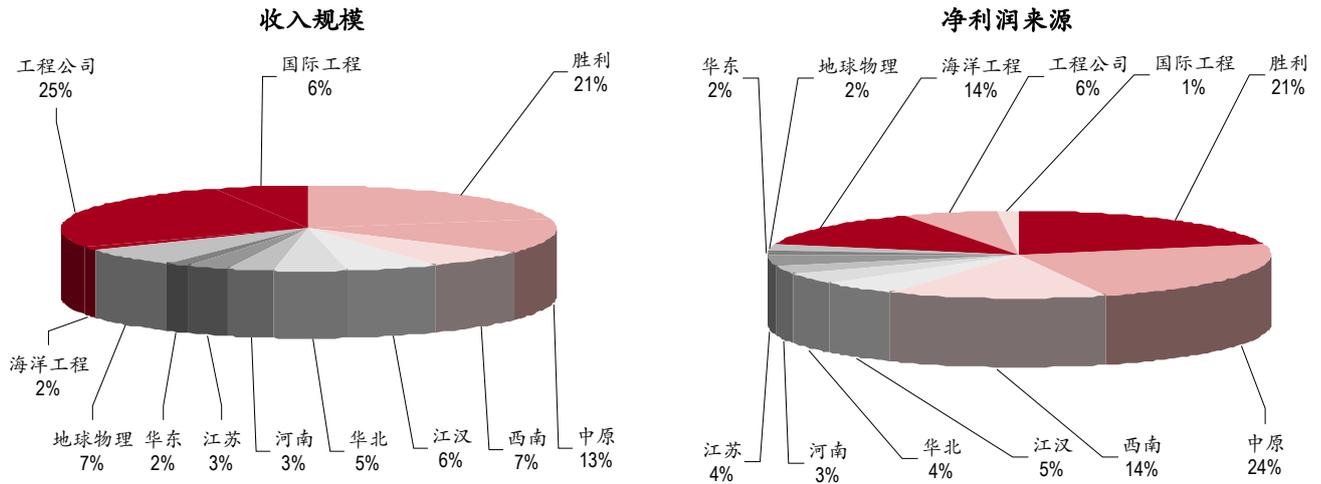
图表 13. 国际油服企业斯伦贝谢的业务结构



资料来源：公司公告、中银国际研究

中石化油服旗下全资子公司中，8 个区域性服务子公司收入占比 60%，4 个专业子公司收入占比 40%。其中，8 个区域性服务子公司中，收入规模排名前 4 分别是胜利、中原、西南和江汉，占比分别为 21.5%、12.8%、7%、6%，3 个专业子公司中，物探公司占比 6.8%。

如果按净利润规模排序，前四名依次是中原、胜利、西南、海洋工程公司，利润占比分别为 28.2%、25.6%、17.3%和 16.7%，合计占比接近 90%。

**图表 14. 中石化石油工程公司盈利来源 (按区域)**


资料来源: 公司公告、中银国际研究

**图表 15. 中石化石油工程公司全资子公司经营规模 (亿元)**

全资子公司	全资子公司	总资产	净资产	收入规模	净利润(%)	净利率(%)
中石化胜利石油工程有限公司	胜利	155.0	44.0	203.0	4.0	2.0
中石化中原石油工程有限公司	中原	128.0	42.0	121.0	4.4	3.6
中石化西南石油工程有限公司	西南	88.3	34.5	66.2	2.7	4.1
中石化江汉石油工程有限公司	江汉	48.8	12.6	57.4	(1.0)	(1.7)
中石化华北石油工程有限公司	华北	45.8	20.2	46.0	0.8	1.7
中石化河南石油工程有限公司	河南	26.7	6.9	27.6	0.6	2.2
中石化江苏石油工程有限公司	江苏	26.0	10.0	26.6	0.7	2.6
中石化华东石油工程有限公司	华东	16.5	7.5	15.2	0.3	2.2
中石化石油工程地球物理有限公司	地球物理	58.0	15.0	64.0	(0.5)	(0.7)
中石化海洋石油工程有限公司	海洋工程	42.0	37.0	15.0	2.6	17.3
中石化石油工程建设有限公司	工程公司	216.0	6.0	245.0	1.2	0.5
中国石化集团国际石油工程有限公司	国际工程	39.7	8.4	56.4	(0.3)	(0.5)
<b>平均净利率</b>	<b>平均净利率</b>	<b>635.0</b>	<b>230.0</b>	<b>897.0</b>	<b>15.0</b>	<b>1.7</b>

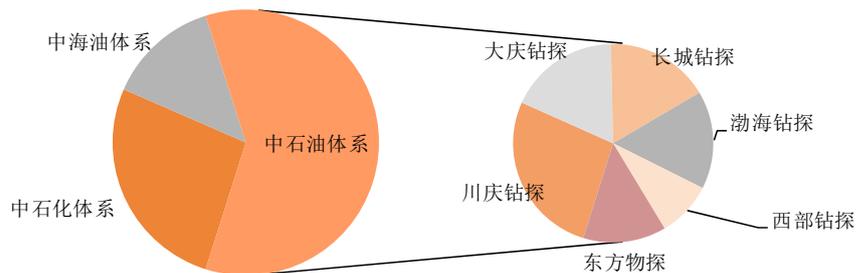
资料来源: 公司公告、中银国际研究

### 三、中石化油服钻完井一体化的竞争优势

#### 3.1 引领国内非常规油服市场发展

据我们统计，我们推算中石化油服公司在全国油服市场的市占率约为 25%，无论从收入规模、还是员工数量、物探队伍、钻井队伍、测井队伍还是井下作业队伍数量等，都远低于中石油的五大钻探之和。

图表 16. 中石化油服国内市场占有率约 25%



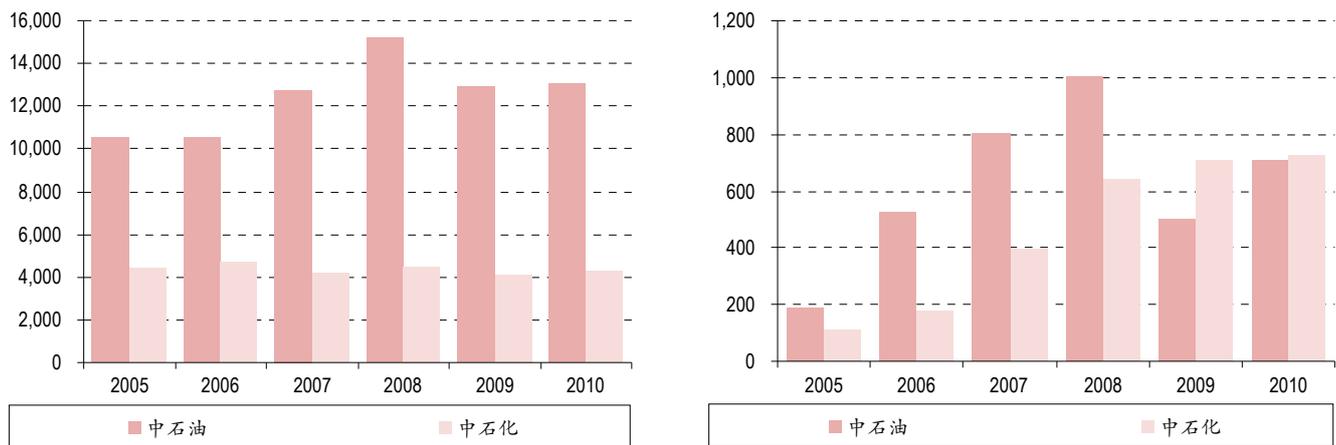
资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 17. 中石化石油工程公司全资子公司经营规模 (亿元)

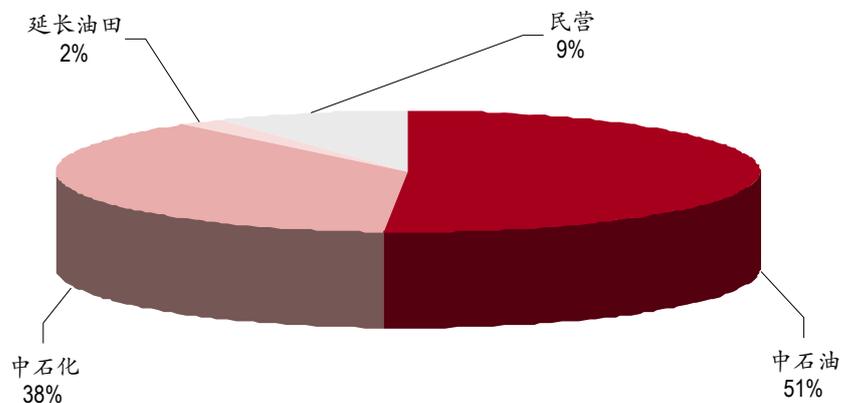
	收入规模 (亿元)	员工总数	物探队	钻机数量	测井队伍	井下作业队伍	压裂能力 (万 HHP)
中石化油服	900	100,000	78	650	310	354	100
中石油油服	1500-1800	220,000	210	1,018	725	2,052	120
中海油服	280	14,000		43			
安东油服	25	2,200		7			10
杰瑞能服	5	1,000					6
百勤油服							5

资料来源：公司公告、中银国际研究

但在水平井钻井和完井领域，中石化油服公司自 2009 年以来的水平井钻井数量与中石油基本相当，到目前为主中石化体系内的压裂能力达到 100 万 HHP，与中石油体系内的压裂能力基本相当。这主要是由于中石化油服第一大客户中石化集团内的新油气田勘探开发以致密油气和页岩油气为主，水平井在大牛地、红河油田、普光气田和涪陵页岩气田得到广泛推广。

**图表 18. 中石化、中石油的水平井数量**


资料来源：公司公告、中银国际研究

**图表 19. 中国压裂服务能力分布**


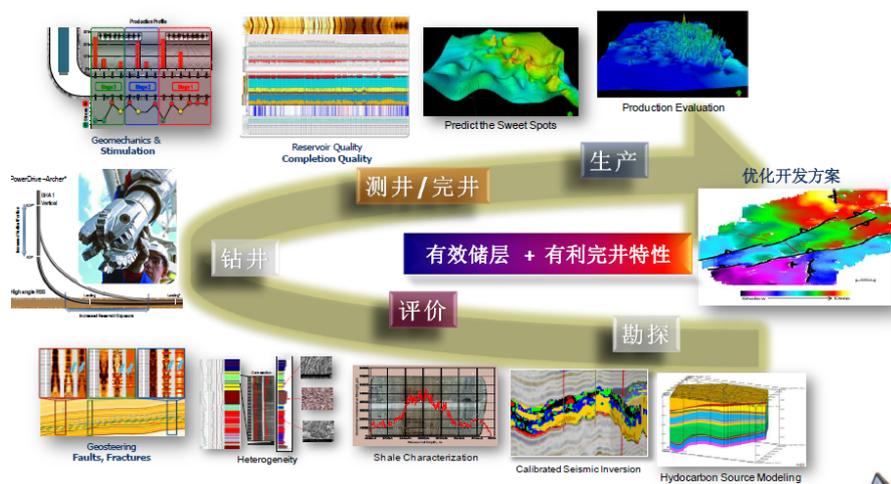
资料来源：公司公告、中银国际研究

### 3.2 主要服务于中石化系统内，培育了一体化作业能力

#### 3.1.1 斯伦贝谢的一体化发展

斯伦贝谢一体化部门设立于 1995 年，拥有 6000 名员工，包括 2000 名在现场管理、钻井工程、油井管理、生产技术等方面的专家。斯伦贝谢 2004 年获得哥伦比亚石油公司 Casabe 油田为期 10 年的一体化作业合同，作业包含三维地震采集处理、完井、人工升举等增产业务，2010 年该边际油田产量上升到 1.6 万桶/日，目标是到 2014 年产量达 2.3 万桶/日。斯伦贝谢在 40 多个国家中管理着 65 个一体化项目，利用其全球化领先的技术优势和在世界各地 500 多个盆地的作业经验，有效提高了石油公司的上游开发效率，降低了风险。

图表 20. 斯伦贝谢的一体化服务



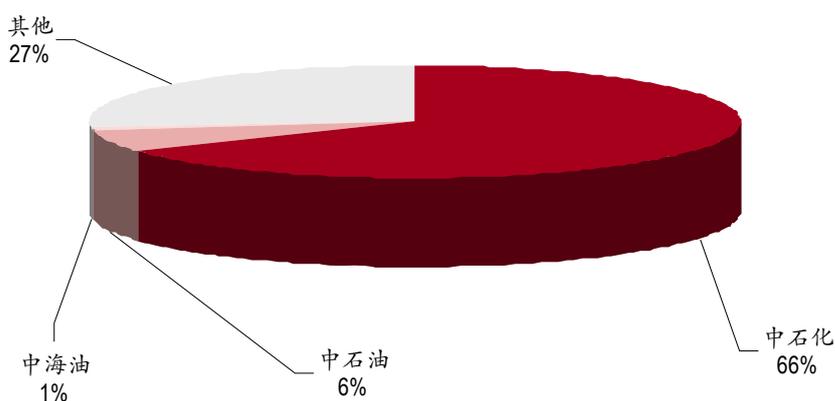
资料来源：公司公告、中银国际研究

随着全球经济的快速发展，石油资源争夺逐渐加剧，占据了全球油气产量的50%、油气储量的70%以上的国家石油公司迅速崛起，油气开采逐渐走向深水和恶劣环境，开采难度越来越大，石油公司经营风险不断增大。为了有效规避油田开发的风险和降低成本，石油公司更倾向与技术领先的油田服务公司签订一体化油田服务合同。以斯伦贝谢为代表的国际油服巨头经过收购兼并和长期发展，覆盖了物探、钻测井、完井、增产等领域，完全有能力提供一体化的油田服务，一体化服务将逐渐成为油田服务的主要方式。

### 3.1.2 中石化油服大部分收入来自中石化集团内部

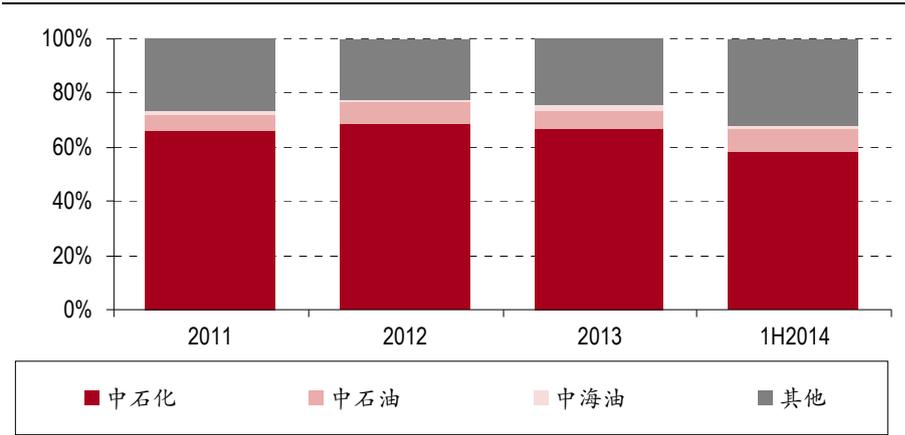
2013年，中石化油服来自第一大客户中石化集团的收入占比67%，其次是中石油集团，收入贡献比例为6.8%，来自中海油的收入比重为2%。

图表 21. 中石化油服 2/3 收入来自中石化体系 (2013)



资料来源：公司公告、中银国际研究

2011年至2014年上半年，中石化油服历年来来自中石化集团的收入比重分别为66%、68%、67%和59%。2014年上半年该比重下滑的主要原因是中石化集团用于上游勘探开发的资本开支显著下滑，我们认为该比重将伴随中石化集团上游勘探开发的资本开支的恢复而可恢复至2/3左右。

**图表 22. 中石化石油工程公司历年客户结构**


资料来源：公司公告、中银国际研究

**图表 23. 国有油田服务企业及主要服务区域**

油服企业	服务区域
中石油	大庆油田 华北油田、大港油田 辽河油田 西南油气田、长庆油田 克拉玛依油田、塔里木油田、塔河油田、吐哈油田、玉门油田、青海油田 中石油 15 个油田 长庆油田、吐哈油田、塔里木、海外市场
中石化	胜利油田施工队伍 江汉测试、江汉井下 中原井下 河南井下 江苏石油勘探局钻井处
中海油	中海油服 海油工程

资料来源：公司公告、中银国际研究

### 3.1.3 中石化油服可为中原、元坝、涪陵页岩气田等高难度油气田勘探开发提供钻完井一体化服务

我国高难度勘探开发的油气田中，中石化主导的油气田包括普光气田、塔河油田、元坝气田和焦石坝页岩气田，且钻完井施工作业主要由中石化油服队伍提供。

**图表 24. 中石化油服主导的油气田开发**

气田	埋深 (m)	地层温度 (°C)	压力 (MPa)	硫化氢含量	中石化提供的钻完井服务
普光气田	5000-6100	120-134	55-57	平均含量 150000ppm	钻完井施工
塔河	6000-7000	155	60 以上		钻完井施工
元坝	平均 6800	160	70-100	平均含量 57700ppm	钻完井施工
焦石坝	2000	80	60	-	提供 80% 以上钻完井施工

资料来源：公司公告、中银国际研究

中石化油服之所以具备向钻完井一体化施工能力，不仅仅是因为普光、元坝等难动用油气藏提供勘探开发经验，也因为中石化油服自身在钻井、完井等领域形成一系列核心服务技术。

**图表 25. 中石化石油工程公司核心技术**

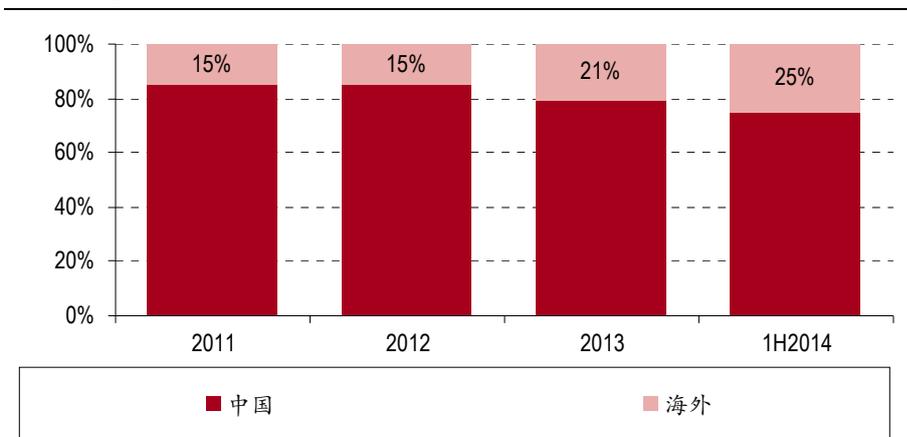
主营业务	核心技术	代表性项目
地球物理	精细地震勘探技术、复杂地区复杂油气藏勘探技术、油藏综合地球物理技术、一批大中型油气田的发现和增非常规地球物理技术、海洋地球物理勘探技术	普光、元坝、塔河和大牛地等产服务
钻井工程	超深井钻完井技术、高含硫、高压及高产油气井钻完井技术、水平井钻井技术、欠平衡/控压钻井技术、复杂地层钻完井液技术及复杂地层固井技术	元坝 121H 井，井深 7,786 米，创当时中国石化水平井垂深最深纪录
测录井	成像测井技术、增效射孔技术、复杂储层测录井解释评价技术	
井下特种作业	储层改造技术、试油测试技术、大修侧最大压裂井深 7,427.22 米；侧钻技术、连续油管作业技术	元坝 1—侧 1 井；最高泵压 128 兆帕；大古 2 井
工程建设	油气田地面工程特色技术、特殊地形大口径长输管道建造技术、海洋工程特色技术等	

资料来源：公司公告、中银国际研究

### 国际业务涉足亚洲、非洲和美洲，收入占比显著上升

中石化油服公司的收入中，海外业务收入占比由 2011 年的 15% 提高至 2014 年上半年的 25%。海外客户主要包括沙特阿美公司（Saudi Arabian Oil Company）、加纳天然气公司、科威特原油公司（Kuwait Oil Corporation）、巴西国家石油公司（Petrobras）、厄瓜多尔亚马逊石油公司、墨西哥国家石油公司（Petroles Mexicanos）、玻利维亚国家石油公司、和阿尔及利亚国家石油公司（SONATRACH）等国家石油公司、Shell、Total、AGIP 等国际石油公司。

**图表 26. 中石化油服业务收入的国内外占比**



资料来源：公司公告、中银国际研究

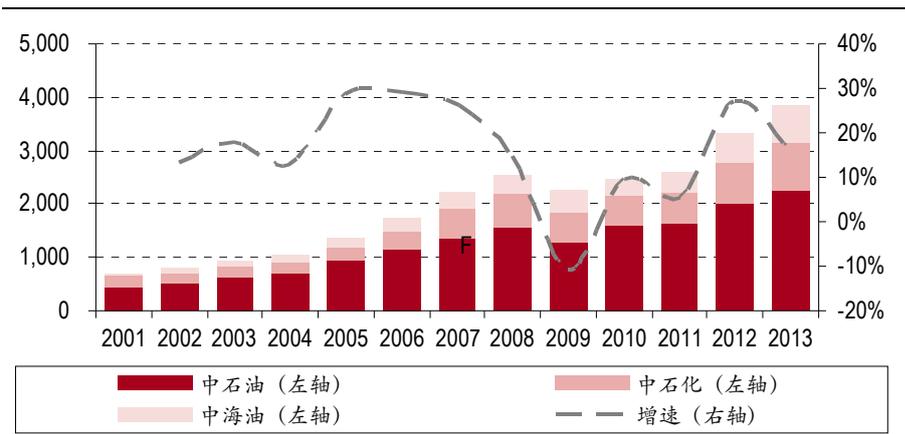
## 四、中石化油服增长亮点:国内非常规,国际市场

### 4.1 国内油服行业增速 10%左右

由于勘探开发支出的大部分用于油田服务和设备采购,因此油服行业市场规模增速可与石油行业勘探开采支出保持基本一致。

因此我们参考国内三大石油公司的勘探开采支出,2001年700亿元,增长至2013年4000亿元,年均复合增速为16%。

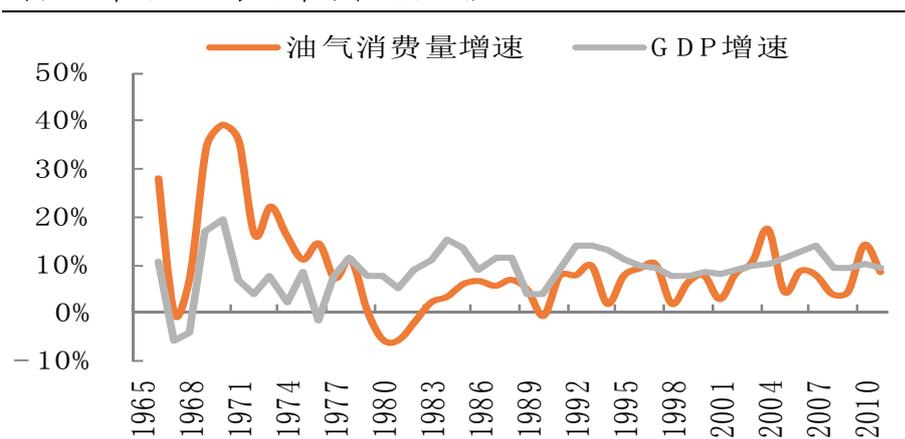
图表 27. 国内油服市场规模及增速



资料来源:公司公告、中银国际研究

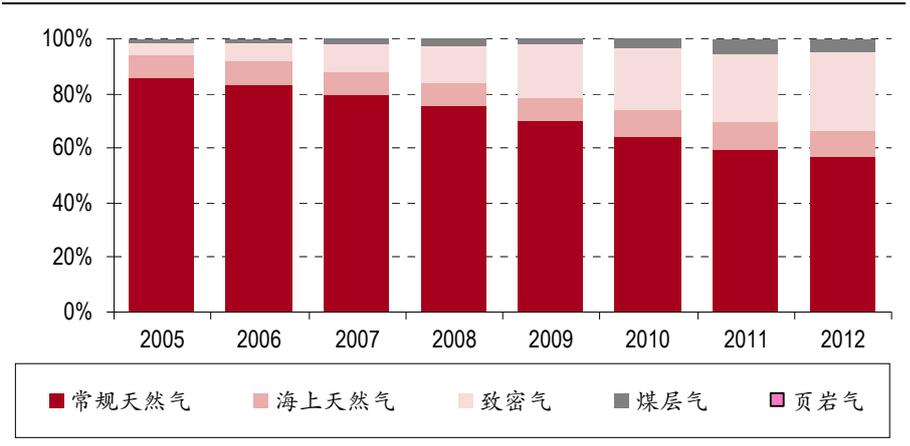
同样,国内油服行业长期稳定增长趋势,与我国油气资源持续增长的刚性需求及开采难度逐渐加大有关。

图表 28. 中国天然气产量中非常规贡献增量



资料来源:公司公告、中银国际研究

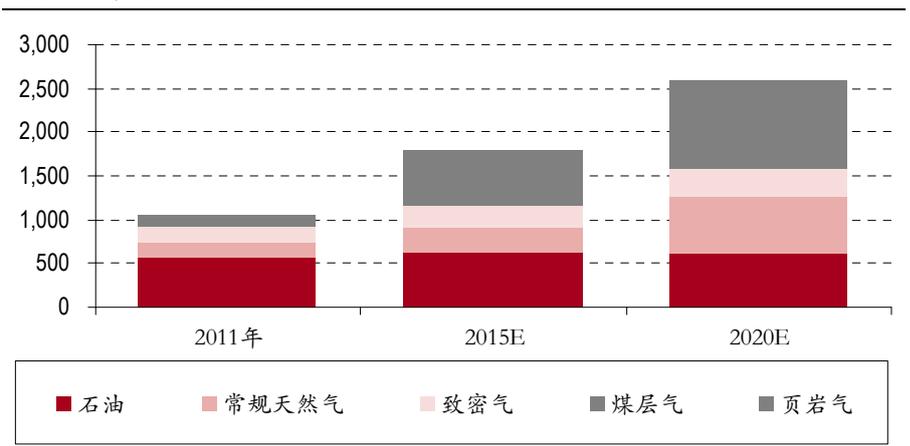
图表 29. 中国天然气产量中非常规贡献增量



资料来源：公司公告、中银国际研究

经我们模型测算，我国石油天然气总产量年均 4.0%-4.5% 增速、天然气产量年均 10-15% 增速、页岩气产量于 2015、2020 年分别达到预订目标 65 亿方、300 亿方的假设条件下，未来 5 年内油服市场规模年均增速 7% 左右。

图表 30. 中国油服市场结构



资料来源：公司公告、中银国际研究

中石油 2013 年上游勘探开发资本支出同比仅增长 0.1%，2014 年预计下滑 0.8%；中石化 2014 年预计下滑 1.0%，综合看，两桶油 2014 年用于勘探开发支出的部分均无增长，油服市场处于短周期低谷。

**图表 31. 14 年上游勘探开采支出增速放缓**

	2011	2012	2013	2014E
中石油	1,734	2,393	2,396	2,377
同比(%)	0.8	38.0	0.1	(0.8)
中石化	587	791	888	879
同比(%)	11.5	34.8	12.3	(1.0)

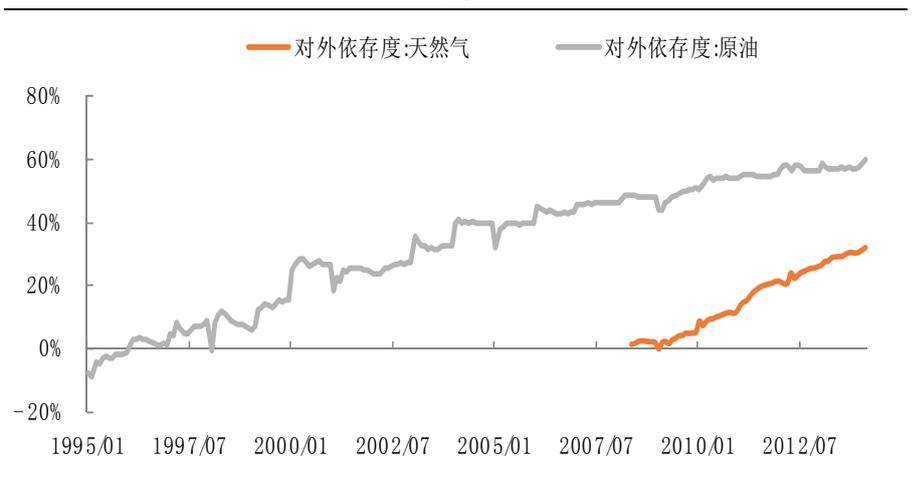
资料来源：公司公告，中银国际研究所 \*单位：亿元

但我们认为，国内油田服务行业景气度将在 2015 年四季度明显回升，主要判断依据是，过去以水平井应用加上致密油气开发的第一轮油服行业景气周期，将很快过渡到以页岩气开发为主的第二轮油服行业景气周期，页岩气已经爆发，同时伴随油服市场化、国际化趋势，油服行业拐点向上。

#### 4.2 非常规油气将主导国内油气资源发展方向

页岩气接替致密油气，成为国内油气产量最主要的增长来源

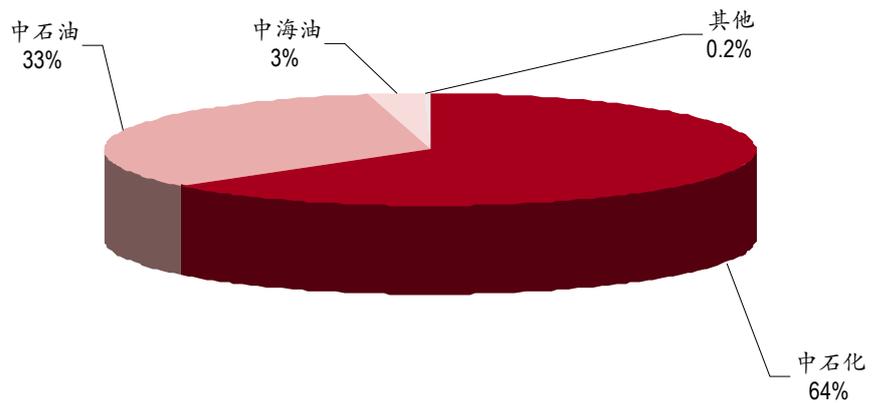
我国石油对外依存度接近 60%，天然气对外依存度超过 30%且呈上升趋势，这一情形类似于 2005 年前后的美国。

**图表 32 我国石油、天然气对外依存度持续上升**


资料来源：Wind，中银国际研究所

2013 年，我国天然气产量 1209 亿立方米，其中非常规天然气 432 亿立方米，约占 36%，常规天然气约 777 亿立方米，占 64%。非常规天然气中，致密气产量约 400 亿立方米，占天然气总产量的 1/3，地面煤层气约 30 亿立方米，占比 3%，页岩气产量约 2 亿立方米，占比 0.2%。

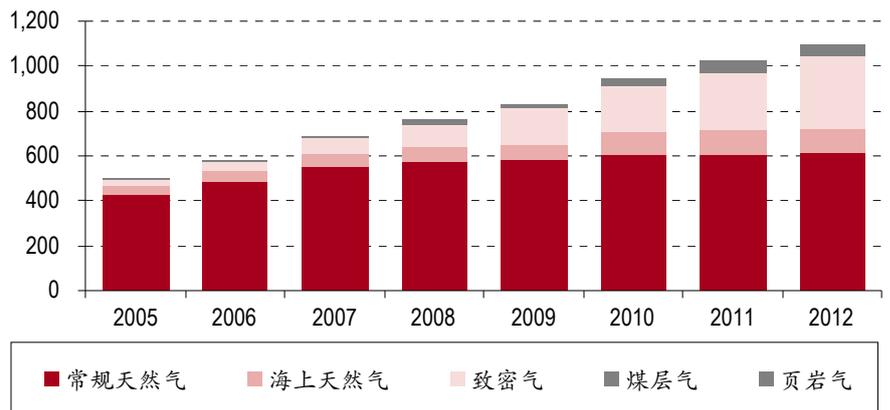
图表 33. 2013 年我国天然气产量构成



资料来源：国土资源部，中银国际研究所

过去 10 年内年我国天然气产量年均增速位于 12% 左右，增量主要来自致密气和海上天然气。

图表 34. 我国天然气产量来源分布



资料来源：国土资源部，中银国际研究所 \*单位：亿方

与市场观点完全不同的是，国内页岩气已从勘探阶段迈入开发阶段，新区块的勘探开发进度与美国类似。根据国土资源部资料，两桶油经过近五年的努力，率先在四川盆地取得了页岩气的勘探突破，探明首个千亿方整装页岩气田，开始进入规模化开发的初级阶段。今年页岩气产量会达到 15 亿立方米，明年有望达到或者超过 65 亿立方米的规划目标。规模化开采的前提条件是水平井单井成本的不断下降，施工周期不断缩短，其中水平井的单井成本已经从 1 亿元下降到 5000-7000 元，钻井的周期也从 150 天减少到 70 天，1 立方米页岩气的开采成本低于 2 元，未来仍有大幅下降空间。

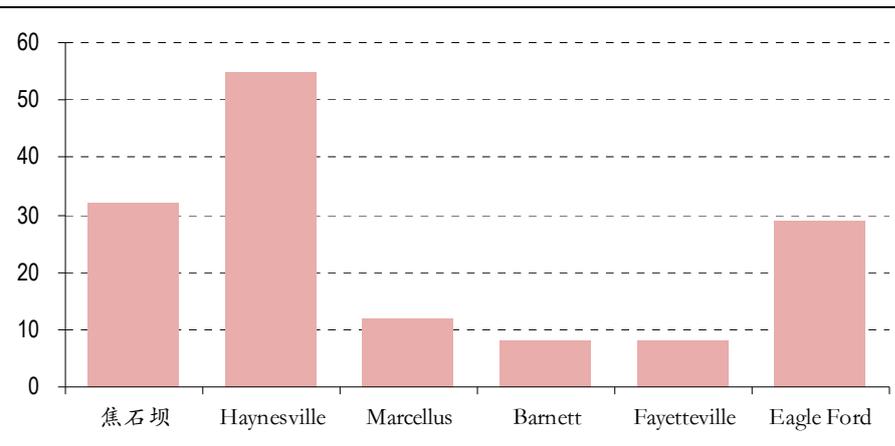
(1) 如果从工作量上看，我们统计，2011-2015 年全国完钻的页岩气水平井分别为 2 口、26 口、40 口、100-120 口、200-250 口，如果从页岩气产量上看，2010-2015 年我国页岩气产量分别为 0、0.2、2、15、65 亿 m<sup>3</sup>，有望如期完成十二五规划产量目标，我们判断页岩气勘探开发将步入规模化生产。

(2) 单井成本呈逐年下降。随着规模化、经验增加，钻井周期可大幅缩短，涪陵地区初期每口井的钻完井成本为 0.8-1 亿元，目前降至 8000 万元左右，部分井降至 5000 万元。

(3) 与美国对比，我国页岩气勘探开发进度符合预期。尽管市场对中国页岩气开发进度存在质疑，但从非常规油气地质特征和开发规律来看，在美国一个新的页岩气区块，需要经历前期地球物理勘探、参数井钻井、评价井钻完井施工三个步骤，前后接近 3 年时间才有可能进入规模化开采阶段。从 2010 年开始到 2014 年，我们认为，中国页岩气勘探开发进度实际上还是符合预期。

(4) 从单井首日测试产量看，焦石坝单井首日测试产量平均为 30 万方，产量效果好于美国的 Marcellus、Barnett、Fayetteville、Eagle Ford 等区块，仅低于 Haynesville 区块。

图表 35. 中美页岩气单井首日测试产量



资料来源：中银国际研究部

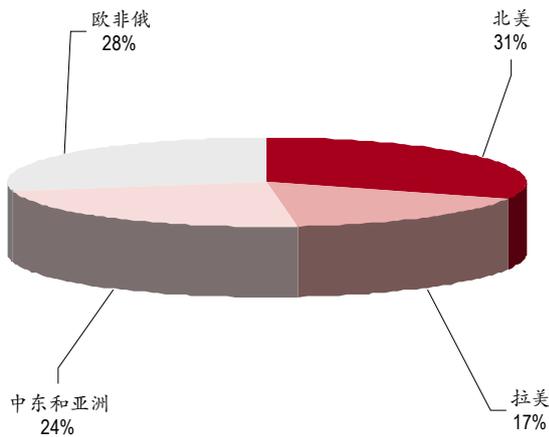
#### 4.2.3 油服行业国际化

相比较工程机械行业，我们认为油服行业国际化更快更有效：

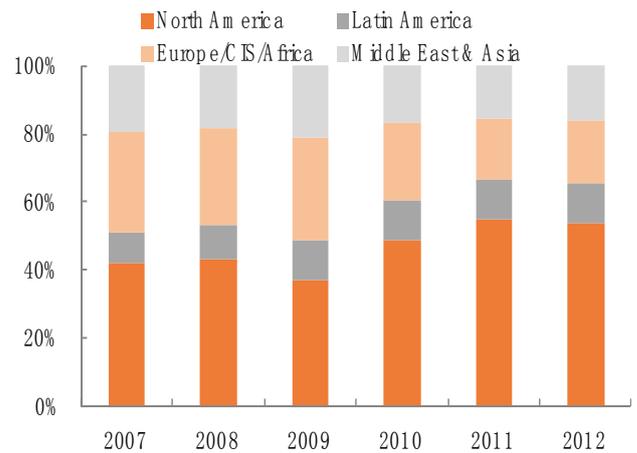
(1) 油田技术全球相通。尽管各个国家或地区的地质条件、油藏条件各不相同，但油田的油藏服务、钻井服务、完井等服务技术基本上类似；

(2) 客户集中度高。相比较工程机械，油服企业面对的客户大都是国有大型石油企业，销售渠道的开拓比较容易，且一旦获得客户的认可，其他石油机械产品或工程技术服务业务很容易销售给该客户，形成长期合作关系。

Schlumberger、Halliburton、Baker Hughes 等三家国际油服企业的业务遍布全球，其中 Schlumberger 2/3 的业务在北美以外的油服市场，Halliburton、Baker Hughes 1/2 的业务来自北美以外的油服市场。

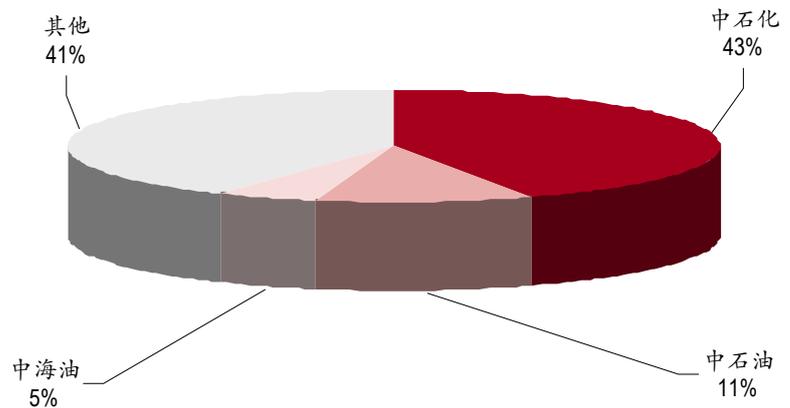
**图表 36. Schlumberger 主营业务地域分布**


资料来源：公司公告，中银国际研究所

**图表 37. 哈利伯顿主营业务地域分布**


资料来源：公司公告，中银国际研究所

对于具备全球销售体系和全球售后服务网络等国内油服企业，全球海外油服市场相当于国内油服市场的 10 倍，美国以外的海外油服市场，相当于国内油服市场的 5 倍，海外市场空间广阔。

**图表 38. 全球油服市场区域分布**


资料来源：国土资源部，中银国际研究所

全球范围内，中国的陆地钻机、固压设备、连续油管等的研制达到全球一流水平，陆地钻井服务、固井服务、压裂服务、连续油管服务同样达到全球一流水平，但是在测井工具、井下工具、海上钻井平台制造、海上钻井服务等方面落后于欧美国家，但是以吉艾科技、安东、百勤、杰瑞等民营油服企业在几个劣势领域正在尝试自主研发。

**图表 39. 全球石油装备及油田技术水平比较**

	北美、欧洲	南美	俄罗斯	中国
钻机	很好	一般	一般	很好
固压设备	很好	无	无	很好
测井工具	很好	无	无	一般
井下工具	很好	一般	一般	一般
物探、油藏服务	很好	一般	一般	一般
陆地钻井服务	很好	一般	一般	很好
海上钻井服务	很好	一般	一般	很好

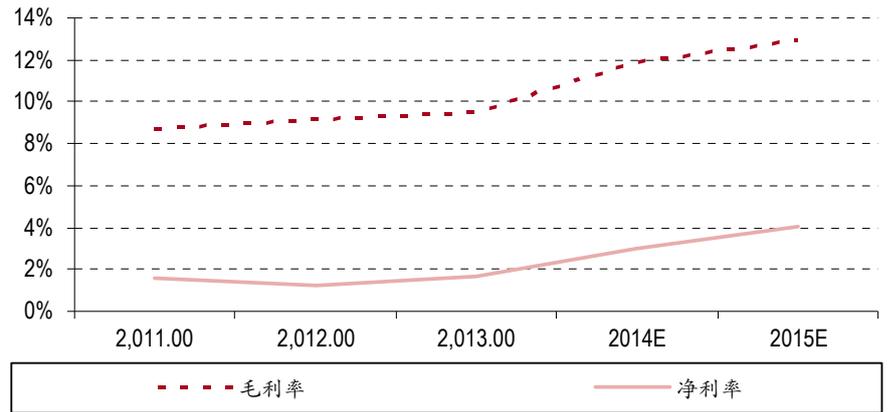
资料来源：公司公告，中银国际研究所

## 五、中石化油服的盈利能力提升潜力

### 5.1 中石化油服毛利率低于10%，净利润率低于2%

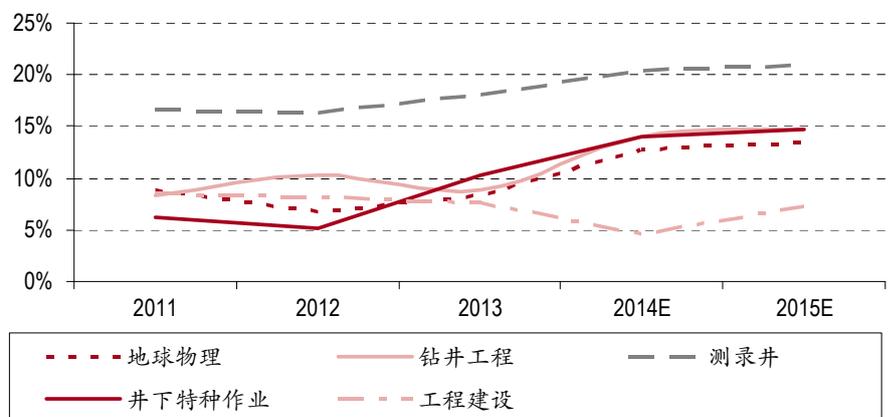
中石化油服公司2013年及以前的毛利率处于10%以内，净利润率低于2%。分业务板块看，除测录井服务的毛利率达到15%以上，物探、钻井、井下作业、工程建设的毛利率均处于10%以下，盈利能力偏低。

图表 40. 中石化油服历年毛利率和净利润率



资料来源：公司公告、中银国际研究

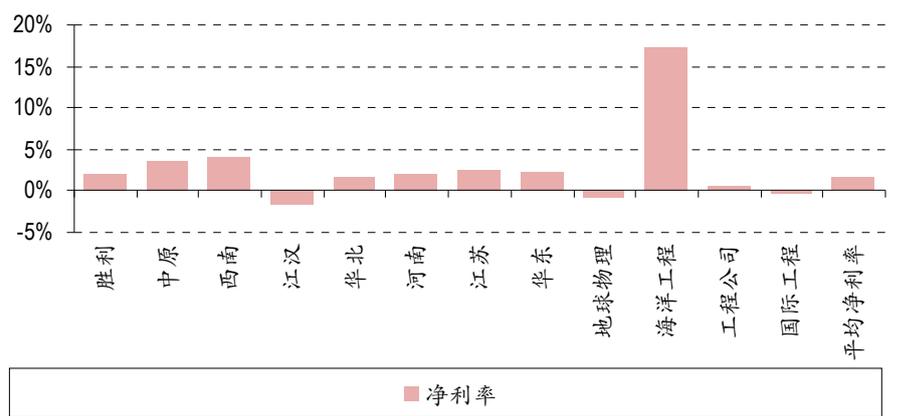
图表 41. 中石化油服历年主营业务毛利率



资料来源：公司公告、中银国际研究

油服子公司中，仅海洋石油工程公司的净利润率达到15%-20%，与可比公司中海油服20%的净利润率基本相当，而其他子公司的净利润率全部低于5%，其中西南工程公司和中原工程公司的净利润率在8个工程公司中位居第一、第二位，主要是因为工作量饱和、高端服务占比高以及自身管理能力强等因素有关。

图表 42. 中石化油服子公司净利润率比较

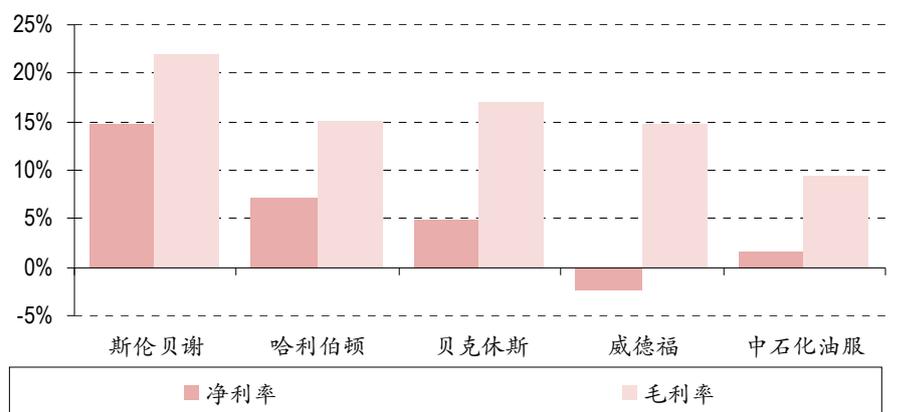


资料来源：公司公告、中银国际研究

### 5.2 中石化油服盈利能力低于国内外同业水平

全球国际油服企业毛利率平均在 15%-20%，净利率在 10%左右。与国际油服企业相比，中石化油服的毛利率或净利率，均低于斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯。

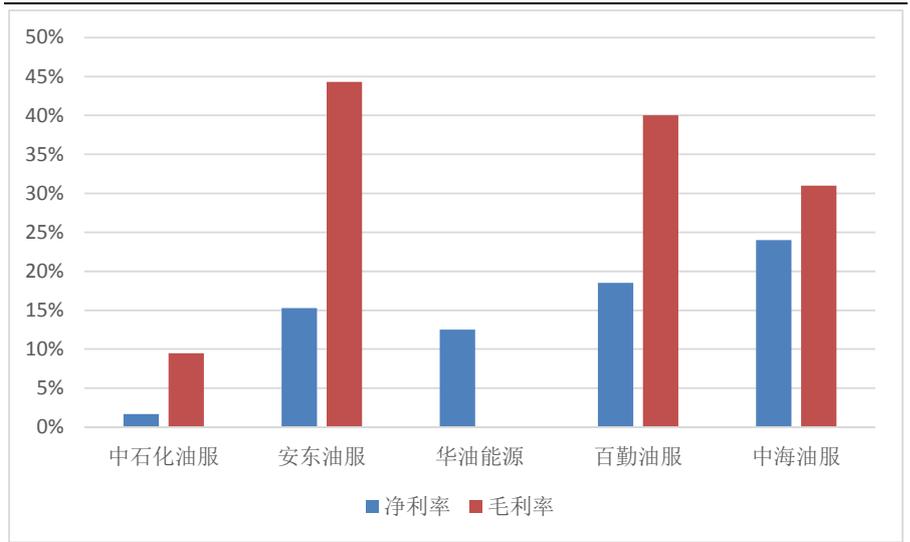
图表 43. 中石化油服盈利能力的国际比较 (2013)



资料来源：公司公告、中银国际研究

国内油服企业毛利率平均在 30%左右，净利率在 10%-15%之间。与国内油服企业相比，中石化油服的毛利率或净利率，均低于安东、华油、百勤和中海油服。

图表 44. 中石化油服盈利能力的国内比较 (2013)



资料来源：公司公告、中银国际研究

### 5.3 中石化油服盈利能力回升的空间

与安东或斯伦贝谢相比，中石油油服的净利润率低，主要在于毛利率偏低，以及有效所得税率偏高。

图表 45. 中石化油服净利润率的拆分和对比 (2013)

(%)	中石化油服	安东油服	斯伦贝谢
1、毛利率	9.5	44	22
2、营业税率	1.3	1.3	
3、三项费用率	5.1	25	3.5
4、有效所得税率	30.8	17.7	21
5、净利率	1.7	15.3	15

资料来源：公司公告、中银国际研究

## 六、盈利预测及投资评级

重组方案披露 2014-2015 年净利润达到 24 和 35 亿元，参考油服行业平均净利率 10%-15%，合理净利润 90-130 亿元，参考国际国内可比油服公司 10-15 倍左右的合理估值倍数，我们采用相对保守合理市值约 1000 亿元，按发行后新总股本 138 亿股计算，目标价 7.25 元，首次给予“谨慎买入”评级。

中石化油服未来看点包括：

### (1) 盈利能力

目前公司人均产值约 90 万元，与国内民营油服企业基本相当，但 2011-2013 年净利率仅 1.6%、1.2%和 1.7%，预计 2014-2015 年分别上升至 3%和 4%，可比国内外油服企业净利率在 10-20%之间，中石化石油工程公司的盈利能力具备改善空间。

### (2) 业务结构优化

中石化石油工程公司约 60%的收入来自集团公司关联交易，而中石化的油气产量增长主要来自西北和西南地区的致密油气和页岩油气，非常规油气勘探开发将提供更多的水平井钻井和完井服务需求，改善中石化油服目前以钻井服务为主的业务结构。

图表 46 国内油服公司业务及经营优势对比

股票代码	股票名称	勘探开发主要环节					经营优势比较		
		物探	钻井	测井	完井	储运	公司管理	市场空间	技术优势
600871.CH	中石化油服	√	√	√	√		√	√	√
	中石油								
	五大钻探								√
300157.CH	恒泰艾普	√		√	√		√		√
601808.CH	中海油服	√	√	√	√				√
002353.CH	杰瑞股份		√		√		√	√	√
3337.HK	安东油田		√		√		√	√	√
1251.HK	华油能源		√	√	√		√	√	√
2178.HK	百勤油服		√		√		√	√	√
0196.HK	宏华集团		√		√		√		√
300164.CH	通源石油		√	√	√			√	√
002554.CH	惠博普					√		√	
300309.CH	吉艾科技			√	√				√
000852.CH	江钻股份		√			√			√
002278.CH	神开股份			√					√
002476.CH	宝莫股份				√				
002490.CH	山东墨龙					√			
002629.CH	仁智油服		√						
300084.CH	海默科技					√			
300191.CH	潜能恒信	√					√		

资料来源：公司公告，中银国际研究所

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	87,337	89,729	81,710	86,895	91,777
销售成本	(79,307)	(81,201)	(71,968)	(75,683)	(79,678)
经营费用	(6,203)	(5,733)	(5,609)	(5,758)	(6,085)
息税折旧前利润	1,827	2,794	4,133	5,453	6,014
折旧及摊销	0	0	0	0	0
经营利润(息税前利润)	1,827	2,794	4,133	5,453	6,014
净利息收入/(费用)	(885)	(823)	(832)	(728)	(728)
其他收益/(损失)	587	259	224	217	217
税前利润	1,528	2,230	3,525	4,942	5,503
所得税	(463)	(687)	(987)	(1,334)	(1,376)
少数股东权益	(19)	(28)	(28)	(28)	(28)
净利润	1,046	1,515	2,510	3,580	4,100
核心净利润	645	1,338	2,350	3,421	3,937
每股收益(人民币)	0.262	0.253	0.251	0.358	0.410
核心每股收益(人民币)	0.161	0.223	0.235	0.342	0.394
每股股息(人民币)	0.007	0.005	0.056	0.081	0.092
收入增长(%)	18	3	(9)	6	6
息税前利润增长(%)	54	53	48	32	10
息税折旧前利润增长(%)	54	53	48	32	10
每股收益增长(%)	(9)	(3)	(1)	43	15
核心每股收益增长(%)	67	38	5	46	15

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	1,528	2,230	3,525	4,942	5,503
折旧与摊销	0	0	0	0	0
净利息费用	885	823	832	728	728
运营资本变动	0	0	2,936	2,872	1,094
税金	(463)	(687)	(987)	(1,334)	(1,376)
其他经营现金流	(1,950)	(2,366)	114	83	83
经营活动产生的现金流	0	0	6,421	7,290	6,032
购买固定资产净值	(7,461)	(7,136)	(60)	(50)	(50)
投资减少/增加	37	12	0	0	0
其他投资现金流	26	139	1	0	0
投资活动产生的现金流	(7,398)	(6,984)	(59)	(50)	(50)
净增权益	4,925	1,149	10,001	0	0
净增债务	3,479	(4,120)	0	0	0
支付股息	(32)	(33)	(33)	(628)	(895)
其他融资现金流	(1,415)	5,165	(832)	(728)	(728)
融资活动产生的现金流	6,956	2,162	9,136	(1,356)	(1,623)
现金变动	(442)	(4,822)	15,498	5,884	4,359
期初现金	910	3,758	1,608	17,106	22,990
公司自由现金流	(6,513)	(6,161)	5,603	6,588	5,330
权益自由现金流	(3,920)	(11,104)	5,529	6,512	5,254

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	3,758	1,608	17,106	22,990	27,349
应收帐款	20,484	28,405	25,733	27,250	28,664
库存	13,954	12,549	11,122	11,696	12,313
其他流动资产	2,023	2,079	1,994	2,029	2,065
流动资产总计	40,218	44,641	55,955	63,965	70,392
固定资产	30,191	33,345	33,290	33,257	33,224
无形资产	105	107	107	107	107
其他长期资产	59	57	57	57	57
长期资产总计	34,733	37,285	37,230	37,197	37,164
总资产	74,951	81,926	93,184	101,162	107,556
应付帐款	27,557	37,494	33,399	35,198	37,079
短期债务	18,157	14,615	14,615	14,615	14,615
其他流动负债	6,705	5,515	8,360	11,558	12,839
流动负债总计	52,419	57,623	56,374	61,371	64,533
长期借款	650	580	580	580	580
其他长期负债	57	54	54	54	55
股本	4,000	4,008	14,009	14,009	14,009
储备	17,747	19,577	22,055	25,007	28,212
股东权益	21,747	23,585	36,063	39,016	42,221
少数股东权益	78	85	113	140	168
总负债及权益	74,951	81,926	93,184	101,162	107,556
每股帐面价值(人民币)	5.44	3.93	3.61	3.9	4.22
每股有形资产(人民币)	5.41	3.91	3.6	3.89	4.21
每股净负债/(现金)(人民币)	3.76	2.26	(0.19)	(0.78)	(1.22)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	2.1	3.1	5.1	6.3	6.6
息税前利润率(%)	2.1	3.1	5.1	6.3	6.6
税前利润率(%)	1.7	2.5	4.3	5.7	6.0
净利率(%)	1.2	1.7	3.1	4.1	4.5
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.8	0.8	1.0	1.0	1.1
利息覆盖率(倍)	2.1	3.4	5.0	7.5	8.3
净权益负债率(%)	69.0	57.4	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.5	0.6	0.8	0.9	0.9
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	24.3	25.2	25.3	17.8	15.5
核心业务市盈率(倍)	39.5	28.5	27.1	18.6	16.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	45.0	32.5	30.9	21.2	18.4
市净率(倍)	1.2	1.6	1.8	1.6	1.5
价格/现金流(倍)	n.a.	n.a.	9.9	8.7	10.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.8	34.0	19.2	13.5	11.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	51.7	59.6	60.0	55.0	55.0
应收帐款周转天数	81.5	99.4	120.9	111.3	111.2
应付帐款周转天数	101.9	132.3	158.3	144.1	143.7
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	3.1	2.2	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	5.6	6.7	8.4	9.5	10.1
资产收益率(%)	1.9	2.5	3.4	4.1	4.3
已运用资本收益率(%)	6.3	7.0	9.2	10.3	10.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

### 美股

斯伦贝谢 (SLB US EQUITY/ 美元 1070 亿, 未有评级)

哈利伯顿 (HAL US EQUITY/ 美元 363 亿, 未有评级)

贝克休斯 (BHI US EQUITY/ 美元 270 亿, 未有评级)

### H 股

安东油服(3337.HK/港元 34.54 亿, 卖出)

华油能源(1251.HK/ 美元 23.63 亿, 持有)

百勤油服(2178.HK/港元 14.82 亿, 持有)

### A 股

恒泰艾普(300157.CH/人民币 78 亿元, 买入)

杰瑞股份 (002353.CH/人民币 326 亿元, 买入)

江钻股份(000852.CH/人民币 91 亿元, 买入)

中海油服(601808.CH/人民币 740 亿元, 未有评级)

海默科技(300084.CH/人民币 39 亿元, 未有评级)

以 2015 年 2 月 27 日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371