



股票代码	601808.CH	2883.HK
评级	卖出	卖出
收盘价	人民币 16.97	港币 8.51
目标价	人民币 14.60	港币 7.01
原目标价	人民币 16.05	港币 8.91
上/下浮比例	-14%	-18%
目标价格基础	较H股溢价	市盈率估值
板块评级	中立	中立

中海油服

看好时机仍未到来

根据最新业绩和钻井状态更新模型后，我们将 2015-17 年盈利预测下调 3-21%。目前我们预测明年核心每股收益持平，但我们的预测仍存在下行风险。因此，鉴于前景不明，我们重申对公司 H 股和 A 股的卖出评级，目标价有所下调。

支撑评级的要点

- 在公司 44 座钻井平台中 (33 座为自升式, 11 座为半潜式), 有 14 座 (9 座自升式, 5 座半潜式) 还未取得覆盖 2016 年全年的合同。公司在北海的两座生活平台也面临类似的处境。在我们的预测中, 我们假设 2016 年未占用的利用率为 50%。但是, 在当前艰难的市场环境下, 这一假设可能过于激进。
- 由于行业不景气, 公司可能需要对资产作进一步的减值计提, 15 年上半年总拨备额为 9.91 亿人民币。此前从收购 Awilco 所得的其中 5 座自升式钻井平台尤其令人担忧, 因为它们目前还未获得任何长期合同。
- 公司主要客户中国海洋石油(0883.HK/港币 8.80, 持有)可能会在 2016 年进一步降低资本支出, 因为在新“五年规划”的头一年该公司不再需要赶建新项目。尽管公司业务更多与勘探相关, 但假如这种情况发生, 那么公司将不可避免的受到影响。目前服务于中海油的 25 座钻井平台中, 部分可能会失去订单或者不得不接受更低的日费率。

评级面临的主要风险

- 油价大涨。
- 成本削减措施产生的减省高于预期。

估值

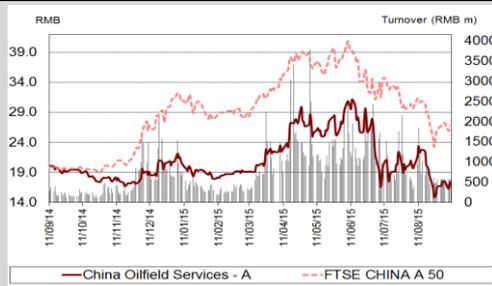
- 我们将 H 股目标估值由 12 倍 2015 年预期盈利下调为 10 倍 2015 年预期盈利, 处于 2015 年 5 月以来交易区间的上端。因此, 我们将目标价由 8.91 港币下调为 7.01 港币。
- A 股方面, 我们仍基于 3 个月平均 A-H 溢价将目标价由 16.05 人民币下调为 14.60 人民币, 自 7 月中我们上一份报告发布以来该溢价已由 125% 扩大至 153%。

投资摘要 — A 股

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	27,958	33,720	26,246	27,551	30,607
变动(%)	24	21	(22)	5	11
净利润(人民币 百万)	6,716	7,492	2,753	3,699	4,582
全面摊薄每股收益(人民币)	1.494	1.574	0.577	0.775	0.960
变动(%)	47.3	5.3	(63.3)	34.4	23.9
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.998	1.109	1.132
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.594	0.975	1.035
调整幅度(%)	-	-	(2.9)	(20.5)	(7.2)
核心每股收益(人民币)	1.494	1.652	0.785	0.775	0.960
变动(%)	44.3	10.6	(52.5)	(1.2)	23.9
全面摊薄市盈率(倍)	11.4	10.8	29.4	21.9	17.7
核心市盈率(倍)	11.4	10.3	21.6	21.9	17.7
每股现金流量(人民币)	1.25	2.37	1.74	1.78	2.02
价格/每股现金流量(倍)	13.6	7.1	9.8	9.5	8.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.0	7.9	12.5	12.0	10.3
每股股息(人民币)	0.400	0.480	0.180	0.240	0.290
股息率(%)	2.4	2.8	1.1	1.4	1.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现 — A 股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(18.3)	(21.3)	(43.6)	(15.4)
相对新华富时 A50 指数	(3.6)	(4.0)	(11.0)	(49.2)

发行股数(百万)	4,772
流通股(%)	12
流通股市值(人民币 百万)	80,974
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,072
净负债比率(%) (2015E)	48
主要股东(%)	
中海油	51

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2015 年 9 月 10 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

能源: 油田服务

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

股价表现—H股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(36.8)	(12.5)	(38.2)	(61.5)
相对恒生中国企业指数	(18.4)	0.9	(10.1)	(49.5)

发行股数(百万)	4,772
流通股(%)	38
流通股市值(港币 百万)	40,606
3个月日均交易额(港币 百万)	155
净负债比率(%) (2015E)	48
主要股东(%)	
中海油	51

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2015年9月10日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	27,527	33,217	25,818	27,095	30,085
变动(%)	24	21	(22)	5	11
净利润(人民币 百万)	6,716	7,492	2,753	3,699	4,582
全面摊薄每股收益(人民币)	1.494	1.574	0.577	0.775	0.960
变动(%)	47.3	5.4	(63.3)	34.4	23.9
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.532	0.657	0.794
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.594	0.975	1.035
调整幅度(%)	-	-	(2.9)	(20.5)	(7.2)
核心每股收益(人民币)	1.494	1.653	0.785	0.775	0.960
变动(%)	44.3	10.6	(52.5)	(1.2)	23.9
全面摊薄市盈率(倍)	4.7	4.4	12.1	9.0	7.3
核心市盈率(倍)	4.7	4.2	8.9	9.0	7.3
每股现金流量(人民币)	2.01	2.23	1.70	1.74	1.98
价格/每股现金流量(倍)	3.5	3.1	4.1	4.0	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.7	4.4	7.2	6.1	5.1
每股股息(人民币)	0.425	0.480	0.180	0.240	0.290
股息率(%)	6.1	6.9	2.6	3.4	4.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 业绩摘要(H股)

年结日: 12月31日(人民币, 百万)	14年上半年	15年上半年	同比%
营业收入	15,928	12,089	(24)
其他收入	68	29	(57)
折旧	(1,863)	(1,987)	7
薪酬补偿	(2,078)	(2,044)	(2)
维修	(410)	(302)	(26)
供应、材料及服务	(2,539)	(2,232)	(12)
分包费用	(2,393)	(1,645)	(31)
经营租赁	(722)	(816)	13
其他经营费用	(806)	(842)	4
减值亏损	(156)	(991)	537
经营利润	5,029	1,261	(75)
兑汇收益, 净	7	(17)	(351)
财务成本	(298)	(281)	(5)
利息收入	88	48	(45)
投资收入	87	82	(6)
共同控制实体利润	153	94	(38)
税前利润	5,066	1,186	(77)
税收	(627)	(265)	(58)
税后利润	4,439	922	(79)
少数股东权益	(15)	(27)	82
净利润	4,424	895	(80)
每股收益(人民币)	0.931	0.188	(80)

资料来源: 公司数据

图表 2. 营收构成(H股)

(人民币, 百万)	14年上半年	15年上半年	同比%
钻井服务	8,603	6,559	(24)
油田服务	3,995	3,299	(17)
船舶服务	1,733	1,484	(14)
物探和工程勘察服务	1,597	747	(53)
总计	15,928	12,089	(24)

资料来源: 公司数据

图表 3. 经营利润构成 (H 股)

(人民币, 百万)	14 年上半年	15 年上半年	同比%
钻井服务	3,621	756	(79)
油田服务	1,049	417	(60)
船舶服务	82	204	150
物探和工程勘察服务	430	(23)	(105)
总计	5,182	1,355	(74)

资料来源: 公司数据

图表 4. 业绩摘要 (A 股)

年结日: 12 月 31 日 (人民币, 百万)	14 年上半年	15 年上半年	同比%
营业收入	16,278	12,350	(24)
销售成本	(10,444)	(9,400)	(10)
营业税及附加	(350)	(261)	(26)
毛利润	5,484	2,689	(51)
销售费用	(13)	(11)	(13)
管理费用	(292)	(256)	(12)
财务费用	(203)	(250)	23
减值亏损	(206)	(1,173)	468
投资收入	240	176	(27)
经营利润	5,010	1,175	(77)
营业外收入	68	30	(56)
营业外费用	(12)	(19)	55
税前利润	5,066	1,186	(77)
税收	(627)	(265)	(58)
税收利润	4,439	922	(79)
少数股东权益	(15)	(27)	82
净利润	4,424	895	(80)
每股收益 (人民币)	0.931	0.188	(80)

资料来源: 公司数据

图表 5. 经营数据

	14 年上半年	15 年上半年	同比%
钻井平台			
作业天数			
自升式钻井平台	4,814	4,893	2
半潜式钻井平台	1,779	1,352	(24)
生活平台	313	311	(1)
模块钻机	709	850	20
有效天数利用率 (%)			
自升式钻井平台	97.2	85.1	(12)
半潜式钻井平台	100.0	76.9	(23)
日历天数利用率 (%)			
自升式钻井平台	88.6	81.9	(7)
半潜式钻井平台	98.3	73.6	(25)
日费率 (美元千/日)			
自升式钻井平台	123	103	(16)
半潜式钻井平台	321	304	(5)
生活平台	270	248	(8)
船舶服务及运输			
作业天数			
油田守护船	6,509	6,426	(1)
三用工作船	2,457	2,627	7
平台供应船	1,327	1,492	12
多用船	629	623	(1)
修井支持船	719	724	1
合计	11,641	11,892	2
物探			
2D 地震数据			
数据采集 (公里)	12,215	10,859	(11)
数据加工 (公里)	4,034	9,032	124
3D 地震数据			
数据采集 (平方公里)	17,085	8,258	(52)
其中: 海底电缆 (平方公里)	306	0	(100)
数据加工 (平方公里)	11,305	7,565	(33)

资料来源: 公司数据

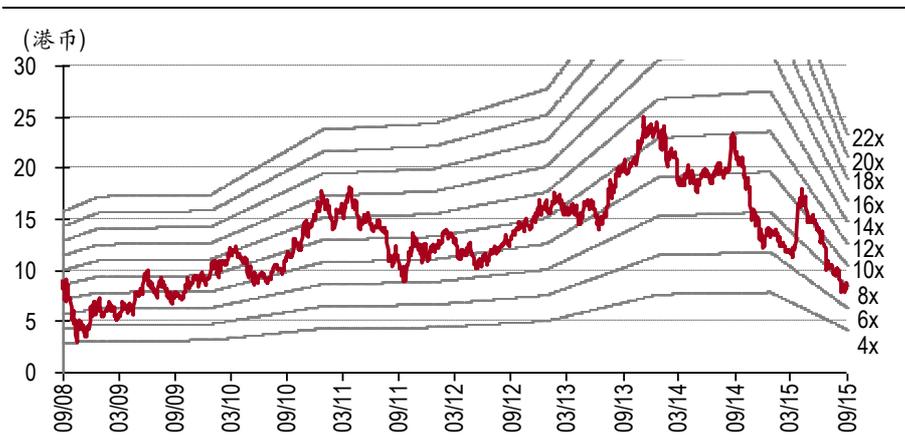
图表 6. 钻井平台状态


资料来源: 公司数据

图表 7. 主要预测变动

	原预测			新预测		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
钻井业务						
作业天数						
自升式钻井平台	9,827	10,523	11,395	9,970	10,340	11,395
半潜式钻井平台	2,158	3,350	3,703	2,456	3,100	3,703
日费率(美元/天)						
自升式钻井平台	103,211	99,797	101,477	101,462	95,225	96,388
半潜式钻井平台	271,893	261,883	259,919	307,716	295,050	293,649
物探业务						
2D 地震数据采集(千公里)	36,025	39,627	43,590	28,608	30,896	33,986
3D 地震数据采集(千公里)	14,524	15,976	17,574	15,492	16,266	17,893
平均价格						
2D 地震数据采集(人民币/公里)	9,022	9,022	9,022	9,077	9,077	9,077
3D 地震数据采集(人民币/平方公里)	78,094	78,094	78,094	78,571	78,571	78,571

资料来源: 中银国际研究预测

图表 8. 市盈率曲线(H股)


资料来源: 中银国际研究

损益表 - A股 (人民币百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	27,958	33,720	26,246	27,551	30,607
销售成本	(19,188)	(23,463)	(20,653)	(21,863)	(23,729)
经营费用	1,896	2,510	2,637	2,808	2,783
息税折旧前利润	7,540	8,776	4,497	4,497	5,574
折旧及摊销	(3,126)	(3,992)	(3,732)	(3,999)	(4,088)
经营利润(息税前利润)	10,666	12,768	8,229	8,496	9,662
净利息收入(费用)	(514)	(433)	(482)	(519)	(527)
其他收益/(损失)	493	179	(504)	504	504
税前利润	7,520	8,522	3,510	4,482	5,551
所得税	(793)	(1,002)	(675)	(672)	(833)
少数股东权益	(10)	(28)	(82)	(110)	(137)
净利润	6,716	7,492	2,753	3,699	4,582
核心净利润	6,716	7,866	3,744	3,699	4,582
每股收益(人民币)	1.494	1.574	0.577	0.775	0.960
核心每股收益(人民币)	1.494	1.652	0.785	0.775	0.960
每股股息(人民币)	0.400	0.480	0.180	0.240	0.290
收入增长(%)	24	21	(22)	5	11
息税前利润增长(%)	35	16	(49)	0	24
息税折旧前利润增长(%)	23	20	(36)	3	14
每股收益增长(%)	47	5	(63)	34	24
核心每股收益增长(%)	44	11	(53)	(1)	24

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - A股 (人民币百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	7,520	8,522	3,510	4,482	5,551
折旧与摊销	3,126	3,992	3,732	3,999	4,088
净利息费用	514	433	482	519	527
运营资本变动	(1,255)	(3,617)	721	617	752
税金	(793)	(1,002)	(675)	(672)	(833)
其他经营现金流	(3,486)	2,978	527	(464)	(464)
经营活动产生的现金流	5,625	11,306	8,297	8,481	9,622
购买固定资产净值	(8,456)	(9,850)	(7,000)	(6,100)	(6,100)
投资减少/增加	3,671	(2,588)	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(4,785)	(12,438)	(7,000)	(6,100)	(6,100)
净增权益	0	4,573	0	0	0
净增债务	(1,636)	(3,832)	(3,936)	(2,184)	(1,893)
支付股息	(1,394)	(2,052)	(2,290)	(859)	(1,145)
其他融资现金流	(1,177)	(1,041)	(482)	(519)	(527)
融资活动产生的现金流	(4,207)	(2,352)	(6,708)	(3,561)	(3,564)
现金变动	(3,368)	(3,484)	(5,411)	(1,180)	(43)
期初现金	13,800	10,235	6,779	1,368	188
公司自由现金流	964	(978)	1,371	2,395	3,525
权益自由现金流	(1,310)	(5,397)	(3,121)	(321)	1,103

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - A股 (人民币百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	10,233	6,779	1,368	188	145
应收帐款	5,873	7,230	5,628	5,908	6,563
库存	1,052	1,301	1,145	1,212	1,315
其他流动资产	4,433	8,443	8,324	4,433	6,587
流动资产总计	21,591	23,753	16,464	11,740	14,610
固定资产	50,785	54,619	67,655	69,762	71,780
无形资产	4,502	4,508	3,578	3,572	3,566
其他长期资产	2,385	3,994	4,458	6,495	7,095
长期资产总计	57,672	63,121	75,691	79,829	82,441
总资产	79,262	86,874	92,155	91,569	97,051
应付帐款	6,228	7,444	6,406	7,370	8,881
短期债务	3,804	3,817	7,304	12,773	11,419
其他流动负债	2,512	3,050	6,968	2,933	2,933
流动负债总计	12,544	14,312	20,678	23,076	23,234
长期借款	27,027	23,320	17,109	9,456	8,917
其他长期负债	2,432	1,921	1,921	1,921	1,921
股本	4,495	4,772	4,772	4,772	4,772
储备	32,743	42,501	47,544	52,102	57,829
股东权益	37,239	47,273	52,316	56,874	62,601
少数股东权益	21	49	132	242	379
总负债及权益	79,262	86,874	92,155	91,569	97,051
每股帐面价值(人民币)	8.28	9.91	10.96	11.92	13.12
每股有形资产(人民币)	7.28	8.96	10.21	11.17	12.37
每股净负债(现金)(人民币)	4.58	4.27	4.83	4.62	4.23

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - A股

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	38.1	37.9	31.4	30.8	31.6
息税前利润率(%)	27.0	26.0	17.1	16.3	18.2
税前利润率(%)	26.9	25.3	13.4	16.3	18.1
净利率(%)	24.0	22.2	10.5	13.4	15.0
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.7	0.8	0.5	0.6
利息覆盖率(倍)	11.8	14.9	8.1	8.4	10.5
净权益负债率(%)	55.3	43.0	43.9	38.6	32.1
速动比率(倍)	1.6	1.6	0.7	0.5	0.6
估值					
市盈率(倍)	11.4	10.8	29.4	21.9	17.7
核心业务市盈率(倍)	11.4	10.3	21.6	21.9	17.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	9.8	8.8	18.6	18.8	15.2
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.0	1.7	1.5	1.4	1.3
价格/现金流(倍)	13.6	7.1	9.8	9.5	8.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.0	7.9	12.5	12.0	10.3
周转率					
存货周转天数	19.0	18.3	21.6	19.7	19.4
应收帐款周转天数	65.4	70.9	89.4	76.4	74.4
应付帐款周转天数	68.4	74.0	96.3	91.3	96.9
回报率					
股息支付率(%)	26.8	30.6	31.2	31.0	30.2
净资产收益率(%)	19.3	17.7	5.5	6.8	7.7
资产收益率(%)	8.8	9.3	4.1	4.2	5.0
已运用资本收益率(%)	11.5	12.5	6.0	5.8	6.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表 - H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	27,527	33,217	25,818	27,095	30,085
销售成本	(13,172)	(15,805)	(12,924)	(13,636)	(14,947)
经营费用	(3,396)	(5,217)	(5,211)	(4,471)	(4,819)
息税折旧前利润	7,648	8,426	3,546	4,537	5,614
折旧及摊销	(3,311)	(3,770)	(4,137)	(4,451)	(4,705)
经营利润(息税前利润)	10,959	12,196	7,683	8,987	10,319
净利息收入(费用)	(514)	(433)	(482)	(519)	(527)
其他收益/(损失)	385	529	447	464	464
税前利润	7,520	8,522	3,510	4,482	5,551
所得税	(793)	(1,002)	(675)	(672)	(833)
少数股东权益	(10)	(28)	(82)	(110)	(137)
净利润	6,716	7,492	2,753	3,699	4,582
核心净利润	6,716	7,866	3,744	3,699	4,582
每股收益(人民币)	1.494	1.574	0.577	0.775	0.960
核心每股收益(人民币)	1.494	1.653	0.785	0.775	0.960
每股股息(人民币)	0.425	0.480	0.180	0.240	0.290
收入增长(%)	24	21	(22)	5	11
息税前利润增长(%)	36	10	(58)	28	24
息税折旧前利润增长(%)	25	11	(37)	17	15
每股收益增长(%)	47	5	(63)	34	24
核心每股收益增长(%)	44	11	(53)	(1)	24

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	7,520	8,522	3,510	4,482	5,551
折旧与摊销	3,311	3,770	4,137	4,451	4,705
净利息费用	514	433	482	519	527
运营资本变动	(1,187)	(1,245)	128	(22)	(52)
税金	(1,337)	(1,301)	(675)	(672)	(833)
其他经营现金流	200	449	527	(464)	(464)
经营活动产生的现金流	9,020	10,628	8,109	8,293	9,434
购买固定资产净值	(7,721)	(7,717)	(7,000)	(6,100)	(6,100)
投资减少/增加	75	105	0	0	0
其他投资现金流	(536)	(4,341)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(8,181)	(11,953)	(7,000)	(6,100)	(6,100)
净增权益	0	4,573	0	0	0
净增债务	(1,636)	(3,832)	(3,936)	(2,184)	(1,893)
支付股息	(1,394)	(2,052)	(2,290)	(859)	(1,145)
其他融资现金流	(1,177)	(847)	(294)	(330)	(338)
融资活动产生的现金流	(4,207)	(2,158)	(6,520)	(3,373)	(3,376)
现金变动	(3,368)	(3,483)	(5,411)	(1,180)	(42)
期初现金	13,800	10,233	6,779	1,368	188
公司自由现金流	964	(1,170)	1,183	2,207	3,337
权益自由现金流	(1,311)	(5,590)	(3,309)	(509)	914

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	10,233	6,779	1,368	188	145
应收帐款	5,873	7,230	5,628	5,908	6,563
库存	1,052	1,301	1,012	1,063	1,181
其他流动资产	4,433	8,443	9,109	8,944	8,649
流动资产总计	21,591	23,753	17,117	16,103	16,538
固定资产	51,292	55,338	58,416	60,262	62,020
无形资产	4,501	4,507	3,578	3,573	3,567
其他长期资产	1,878	3,277	3,552	3,828	4,103
长期资产总计	57,672	63,121	65,546	67,662	69,690
总资产	79,262	86,874	82,663	83,765	86,228
应付帐款	7,159	8,634	6,720	7,055	7,837
短期债务	3,804	3,817	7,304	12,773	11,419
其他流动负债	1,581	1,860	1,743	1,743	1,743
流动负债总计	12,544	14,312	15,767	21,570	20,999
长期借款	27,027	23,320	17,109	9,456	8,917
其他长期负债	2,432	1,921	1,921	1,921	1,921
股本	4,495	4,772	4,772	4,772	4,772
储备	32,743	42,501	42,963	45,804	49,240
股东权益	37,239	47,273	47,735	50,575	54,012
少数股东权益	21	49	132	242	379
总负债及权益	79,262	86,874	82,663	83,765	86,228
每股帐面价值(人民币)	8.28	9.91	10.00	10.60	11.32
每股有形资产(人民币)	7.28	8.96	9.25	9.85	10.57
每股净负债(现金)(人民币)	4.58	4.27	4.83	4.62	4.23

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - H股

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	39.8	36.7	29.8	33.2	34.3
息税前利润率(%)	27.8	25.4	13.7	16.7	18.7
税前利润率(%)	27.3	25.7	13.6	16.5	18.5
净利率(%)	24.4	22.6	10.7	13.7	15.2
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.7	1.1	0.7	0.8
利息覆盖率(倍)	12.0	14.3	6.4	8.5	10.6
净权益负债率(%)	55.3	43.0	48.1	43.4	37.1
速动比率(倍)	1.6	1.6	1.0	0.7	0.7
估值					
市盈率(倍)	4.7	4.4	12.1	9.0	7.3
核心业务市盈率(倍)	4.7	4.2	8.9	9.0	7.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	3.9	3.5	7.4	7.4	6.0
盈率(倍)					
市净率(倍)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
价格/现金流(倍)	3.5	3.1	4.1	4.0	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.7	4.4	7.2	6.1	5.1
周转率					
存货周转天数	27.7	27.2	32.7	27.8	27.4
应收帐款周转天数	66.4	72.0	90.9	77.7	75.6
应付帐款周转天数	80.8	86.8	108.5	92.8	90.3
回报率					
股息支付率(%)	28.4	30.6	31.2	31.0	30.2
净资产收益率(%)	19.3	17.7	5.8	7.5	8.8
资产收益率(%)	8.9	9.0	3.4	4.6	5.6
已运用资本收益率(%)	11.6	12.0	4.9	6.3	7.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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