

股票代码	601857.CH	0857.HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 9.05	港币 5.41
目标价	人民币 8.12	港币 5.54
原目标价	人民币 8.91	港币 6.10
上/下浮比例	-10%	+2%
目标价格基础	较 H 股目标价格溢价	净资产值及预期市盈率
板块评级	减持	减持

中国石油

天然气价格下调的主要受害者

我们将 2016-17 年盈利预测调低 75-91%，以反映非居民用户天然气价格 0.7 人民币/立方米的下调。尽管公司当前股价对应的 2016 年预期市盈率已非常高，但下行空间可能并不大，因为其 H 股目前股价相当于 0.7 倍 2015 年预期市净率。由于在当前油价水平上大部分美国页岩油生产商都在亏损，油价进一步下降的空间也十分有限。因此，我们维持对公司 H 股和 A 股的持有评级，但目标价有所下调。

支撑评级的要点

- 非居民用户天然气价格 0.7 人民币/立方米的下调幅度高于预期，但对化肥生产商的天然气售价将保持不变。根据国家统计局数据，我们估算对化肥生产商和居民用户的售气量分别占到公司总售气量的 18% 和 19%。扣除 13% 的增值税后，公司燃气价格的实际下调幅度约为 0.39 人民币/立方米。
- 作为一家石油公司，中国石油为人民币贬值提供了一定的保护，因为公司大部分收入实际上都与美元挂钩。
- 由于油价疲软以及对天然气价格下调的预期，今年以来公司表现不及大盘。在当前 0.7 倍 2015 年预期市净率的估值水平上，尽管近期存在卖压，但进一步下行空间应有限。

评级面临的主要风险

- 油价继续大幅下降。
- 在即将公布的业绩中，公司为油气资产作大额减值亏损。

估值

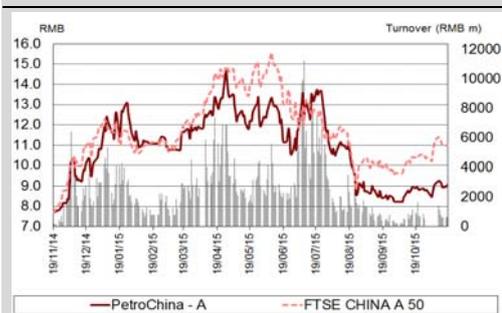
- 我们仍根据分部加总净资产 5 年平均折让（自 10 月底以来由 18% 扩大至 19%）以及全球主要石油公司 2015 年预期平均市盈率（由 16.7 倍上升为 18.0 倍）的均值来设定 H 股目标价。由于预测下调，我们将目标价由 6.10 调低为 5.54 港币。
- 我们仍根据公司 78% 的 3 个月平均 A-H 股溢价来设定 A 股目标价。因此，我们将目标价由 8.91 人民币下调为 8.12 人民币。

投资摘要—A 股

年份日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	2,258,124	2,282,962	1,646,525	1,520,317	1,684,894
变动 (%)	3	1	(28)	(8)	11
净利润(人民币 百万)	129,577	107,173	35,013	2,595	9,669
全面摊薄每股收益(人民币)	0.708	0.586	0.191	0.014	0.053
变动 (%)	12.4	(17.3)	(67.3)	(92.6)	272.6
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.298	0.406	0.544
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.197	0.155	0.213
调整幅度 (%)	-	-	(3.0)	(90.9)	(75.2)
核心每股收益(人民币)	0.572	0.586	0.191	0.014	0.053
变动 (%)	(9.2)	2.3	(67.3)	(92.6)	272.6
全面摊薄市盈率(倍)	12.8	15.5	47.3	638.2	171.3
核心市盈率(倍)	15.8	15.5	47.3	638.2	171.3
每股现金流量(人民币)	1.64	2.11	1.49	1.23	1.34
价格/每股现金流量(倍)	5.5	4.3	6.1	7.4	6.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.9	6.6	9.5	11.1	9.9
每股股息(人民币)	0.319	0.264	0.086	0.006	0.024
股息率 (%)	3.5	2.9	1.0	0.1	0.3

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	(16.3)	1.1	(18.7)	16.9
相对新华富时 A50 指数	(8.4)	(4.2)	(18.2)	(24.5)

发行股数(百万)	183,021
流通股(%)	2
流通股市值(人民币 百万)	1,656,340
3 个月日均交易额(人民币 百万)	862
净负债比率(%) (2015E)	38
主要股东(%)	
中国石油天然气集团公司	87

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2015 年 11 月 18 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: 石油及天然气

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


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(37.1)	(16.8)	(24.4)	(36.7)
相对恒生中国企业指数	(21.0)	(11.3)	(17.8)	(33.1)

发行股数(百万)	183,021
流通股(%)	12
流通股市值(港币 百万)	990,143
3个月日均交易额(港币 百万)	644
净负债比率(%) (2015E)	38
主要股东(%)	
中国石油天然气集团公司	87

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
 以2015年11月18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)	2,258,124	2,283,041	1,646,525	1,520,317	1,684,894
变动(%)	3	1	(28)	(8)	11
净利润(人民币 百万)	129,599	107,172	35,012	2,594	9,668
全面摊薄每股收益(人民币)	0.708	0.586	0.191	0.014	0.053
变动(%)	12.4	(17.3)	(67.3)	(92.6)	272.7
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.276	0.380	0.530
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.197	0.155	0.213
调整幅度(%)	-	-	(3.0)	(90.9)	(75.2)
核心每股收益(人民币)	0.572	0.586	0.191	0.014	0.053
变动(%)	(9.1)	2.3	(67.3)	(92.6)	272.7
全面摊薄市盈率(倍)	6.3	7.6	23.3	314.3	84.3
核心市盈率(倍)	7.8	7.6	23.3	314.3	84.3
每股现金流量(人民币)	1.69	2.07	1.49	1.22	1.34
价格/每股现金流量(倍)	2.6	2.2	3.0	3.6	3.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.6	3.8	5.0	5.8	5.2
每股股息(人民币)	0.319	0.264	0.086	0.006	0.024
股息率(%)	7.2	5.9	1.9	0.1	0.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 主要预测变动

	原预测			新预测		
	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
勘探及生产						
实现天然气价格(美元/百万立方英尺)	6.61	6.47	6.50	6.42	4.80	4.81
综合成本(美元/桶油当量)	35.8	35.8	36.9	35.8	35.3	36.4
天然气及管道						
平均天然气价格(人民币/立方米)	1.80	1.78	1.79	1.76	1.40	1.39

资料来源: 中银国际研究预测

图表 2. 分部经营利润预测 (H股)

年结日: 12月31日 (人民币, 十亿)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
勘探及生产	189.7	186.9	47.3	(11.2)	(6.5)
炼油及化工	(24.4)	(23.6)	8.5	14.8	23.1
炼油	(4.7)	(7.2)	5.1	13.5	21.0
化工	(19.7)	(16.4)	3.4	1.3	2.0
营销	7.6	5.4	3.0	9.2	9.4
天然气及管道	28.9	13.1	27.1	21.6	22.6
总部	(13.1)	(12.1)	(12.5)	(12.8)	(13.2)
总计	188.6	169.8	73.4	21.4	35.4

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

图表 3. 分部加总估值(H股)

	估值法	2015E 每股净资产 (人民币)
勘探及生产	10%的折现现金流	5.46
炼油及化工	1倍账面值	1.28
营销	1倍账面值	1.13
天然气及管道	1倍账面值	2.02
联营公司及投资		0.24
净现金/(负债)	调整后账面值	(2.30)
少数股东权益	资产负债表	(0.81)
净资产值总计(人民币)		7.01
净资产值总计(港币)		8.51

资料来源: 中银国际研究预测

图表 4. 股价较预期净资产值(H股)的溢价/(折让)


资料来源: 中银国际研究

图表 5. 主要石油公司估值

公司	股票代码	市盈率(倍)			股息率(%)		
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
埃克森美孚	XOM US	20.3	19.0	14.8	3.6	3.8	3.9
英国石油公司	BP/ LN	15.8	15.4	11.2	6.9	6.9	7.0
壳牌	RDSA NA	13.5	12.0	9.3	7.6	7.5	7.6
道达尔	FP FP	12.0	13.3	11.1	5.4	5.4	5.5
雪佛龙	CVX US	26.6	21.0	13.2	4.7	4.8	5.0
埃尼石油集团	ENI IM	40.8	23.0	14.8	5.5	5.4	5.5
挪威国家石油公司	STL NO	19.9	16.1	12.2	5.4	5.4	5.4
平均		21.3	17.1	12.4	5.6	5.6	5.7
除掉极端值后的平均		18.0	17.1	12.4	5.6	5.6	5.7

资料来源: 彭博

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	2,258,124	2,282,962	1,646,525	1,520,317	1,684,894
销售成本	(1,940,503)	(1,963,128)	(1,470,467)	(1,393,700)	(1,536,506)
经营费用	4,739	20,604	73,050	87,684	92,786
息税折旧前利润	162,839	166,457	55,406	6,048	19,445
折旧及摊销	(159,521)	(173,981)	(193,703)	(208,253)	(221,729)
经营利润(息税前利润)	322,360	340,438	249,109	214,301	241,174
净利息收入/(费用)	(21,949)	(22,564)	(21,486)	(22,921)	(25,728)
其他收益/(损失)	37,126	12,875	18,843	20,784	20,853
税前利润	178,016	156,768	52,762	3,911	14,571
所得税	(35,787)	(37,734)	(11,080)	(821)	(3,060)
少数股东权益	(12,652)	(11,861)	(6,669)	(494)	(1,842)
净利润	129,577	107,173	35,013	2,595	9,669
核心净利润	104,755	107,173	35,013	2,595	9,669
每股收益(人民币)	0.708	0.586	0.191	0.014	0.053
核心每股收益(人民币)	0.572	0.586	0.191	0.014	0.053
每股股息(人民币)	0.319	0.264	0.086	0.006	0.024
收入增长(%)	3	1	(28)	(8)	11
息税前利润增长(%)	(6)	2	(67)	(89)	222
息税折旧前利润增长(%)	(1)	6	(27)	(14)	13
每股收益增长(%)	12	(17)	(67)	(93)	273
核心每股收益增长(%)	(9)	2	(67)	(93)	273

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	178,016	156,768	52,762	3,911	14,571
折旧与摊销	159,521	173,981	193,703	208,253	221,729
净利息费用	21,949	22,564	21,486	22,921	25,728
运营资本变动	(31,651)	31,137	19,759	(4,557)	(7,483)
税金	(35,787)	(37,734)	(11,080)	(821)	(3,060)
其他经营现金流	7,958	40,181	(3,465)	(5,406)	(5,665)
经营活动产生的现金流	300,006	386,897	273,165	224,300	245,819
购买固定资产净值	(310,223)	(312,357)	(255,152)	(197,729)	(210,994)
投资减少/增加	30,717	1,924	0	0	0
其他投资现金流	12,996	19,595	0	0	0
投资活动产生的现金流	(266,510)	(290,838)	(255,152)	(197,729)	(210,994)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	54,282	44,168	(21,333)	(14,390)	8,410
支付股息	(57,675)	(59,491)	(29,725)	(5,477)	(3,403)
其他融资现金流	(21,049)	(63,023)	(21,675)	(23,110)	(25,728)
融资活动产生的现金流	(24,442)	(78,346)	(72,734)	(42,976)	(20,721)
现金变动	9,054	17,713	(54,720)	(16,405)	14,105
期初现金	49,953	57,250	76,021	21,300	4,894
公司自由现金流	35,718	97,655	19,179	26,885	35,112
权益自由现金流	66,919	118,504	(24,806)	(10,739)	17,508

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	57,250	76,021	21,300	4,894	18,999
应收帐款	64,027	53,104	38,299	35,363	39,191
库存	227,017	165,977	107,013	96,011	109,241
其他流动资产	82,659	96,206	184,702	200,441	233,699
流动资产总计	430,953	391,308	351,313	336,708	401,130
固定资产	1,648,516	1,747,286	1,790,189	1,764,693	1,738,146
无形资产	69,817	74,722	73,508	72,294	71,080
其他长期资产	192,718	192,060	197,778	203,374	209,039
长期资产总计	1,911,051	2,014,068	2,061,475	2,040,361	2,018,265
总资产	2,342,004	2,405,376	2,412,788	2,377,069	2,419,394
应付帐款	298,075	240,253	181,478	162,037	172,845
短期债务	192,767	169,128	214,390	321,590	365,510
其他流动负债	154,647	170,448	170,448	170,448	170,448
流动负债总计	645,489	579,829	566,315	654,075	708,803
长期借款	302,862	370,301	379,270	258,178	237,669
其他长期负债	123,745	137,486	137,486	137,486	137,486
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
储备	949,829	992,989	998,276	995,395	1,001,661
股东权益	1,132,850	1,176,010	1,181,297	1,178,416	1,184,682
少数股东权益	137,058	141,750	148,419	148,913	150,755
总负债及权益	2,342,004	2,405,376	2,412,788	2,377,069	2,419,394
每股帐面价值(人民币)	6.19	6.43	6.45	6.44	6.47
每股有形资产(人民币)	5.81	6.02	6.05	6.04	6.08
每股净负债(现金)(人民币)	2.40	2.53	3.13	3.14	3.19

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(%)	14.3	14.9	15.1	14.1	14.3
息税前利润率(%)	7.2	7.3	3.4	0.4	1.2
税前利润率(%)	7.9	6.9	3.2	0.3	0.9
净利率(%)	5.7	4.7	2.1	0.2	0.6
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.6
利息覆盖率(倍)	6.9	7.0	2.4	0.3	0.7
净权益负债率(%)	34.5	35.2	43.0	43.3	43.7
速动比率(倍)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
估值					
市盈率(倍)	12.8	15.5	47.3	638.2	171.3
核心业务市盈率(倍)	15.8	15.5	47.3	638.2	171.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	14.2	13.9	42.4	572.6	153.7
市净率(倍)	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
价格/现金流(倍)	5.5	4.3	6.1	7.4	6.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.9	6.6	9.5	11.1	9.9
周转率					
存货周转天数	41.5	36.5	33.9	26.6	24.4
应收帐款周转天数	10.4	9.4	10.1	8.8	8.1
应付帐款周转天数	46.6	43.0	46.7	41.2	36.3
回报率					
股息支付率(%)	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0
净资产收益率(%)	11.8	9.3	3.0	0.2	0.8
资产收益率(%)	5.8	5.3	1.8	0.2	0.6
已运用资本收益率(%)	9.7	9.3	3.0	0.4	1.1

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	2,258,124	2,283,041	1,646,525	1,520,317	1,684,894
销售成本	(1,769,893)	(1,790,943)	(1,283,329)	(1,204,424)	(1,344,839)
经营费用	(136,224)	(144,802)	(96,088)	(86,197)	(82,918)
息税折旧前利润	188,642	169,833	73,406	21,443	35,409
折旧及摊销	(163,365)	(177,463)	(193,703)	(208,253)	(221,729)
经营利润(息税前利润)	352,007	347,296	267,109	229,696	257,138
净利息收入/(费用)	(20,859)	(21,723)	(21,486)	(22,921)	(25,728)
其他收益/(损失)	10,280	8,649	3,655	5,596	5,665
税前利润	178,063	156,759	55,574	4,118	15,347
所得税	(35,789)	(37,731)	(13,894)	(1,030)	(3,837)
少数股东权益	(12,675)	(11,856)	(6,669)	(494)	(1,842)
净利润	129,599	107,172	35,012	2,594	9,668
核心净利润	104,777	107,172	35,012	2,594	9,668
每股收益(人民币)	0.708	0.586	0.191	0.014	0.053
核心每股收益(人民币)	0.572	0.586	0.191	0.014	0.053
每股股息(人民币)	0.319	0.264	0.086	0.006	0.024
收入增长(%)	3	1	(28)	(8)	11
息税前利润增长(%)	8	(10)	(57)	(71)	65
息税折旧前利润增长(%)	8	(1)	(23)	(14)	12
每股收益增长(%)	12	(17)	(67)	(93)	273
核心每股收益增长(%)	(9)	2	(67)	(93)	273

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	178,063	156,759	55,574	4,118	15,347
折旧与摊销	163,365	177,463	193,703	208,253	221,729
净利息费用	20,859	21,723	21,486	22,921	25,728
运营资本变动	(10,303)	41,504	43,598	8,308	(10,288)
税金	(48,807)	(51,063)	(37,731)	(13,894)	(1,030)
其他经营现金流	6,211	31,814	(3,655)	(5,596)	(5,665)
经营活动产生的现金流	309,388	378,200	272,976	224,110	245,820
购买固定资产净值	(304,100)	(306,551)	(255,152)	(197,729)	(210,994)
投资减少/增加	34,707	4,650	0	0	0
其他投资现金流	5,875	7,463	0	0	0
投资活动产生的现金流	(263,518)	(294,438)	(255,152)	(197,729)	(210,994)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	54,282	44,168	(21,333)	(14,390)	8,410
支付股息	(58,874)	(67,647)	(29,725)	(5,477)	(3,403)
其他融资现金流	(28,506)	(42,556)	(21,486)	(22,921)	(25,728)
融资活动产生的现金流	(33,098)	(66,035)	(72,545)	(42,787)	(20,721)
现金变动	12,772	17,727	(54,721)	(16,405)	14,105
期初现金	46,245	57,250	76,021	21,300	4,894
公司自由现金流	48,092	85,358	18,990	26,695	35,112
权益自由现金流	79,293	106,207	(24,996)	(10,928)	17,508

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	57,250	76,021	21,300	4,894	18,999
应收帐款	64,027	53,104	38,299	35,363	39,191
库存	227,017	165,977	107,013	96,011	109,241
其他流动资产	82,659	96,206	141,049	169,839	198,300
流动资产总计	430,953	391,308	307,660	306,107	365,731
固定资产	1,648,823	1,747,691	1,790,594	1,765,098	1,738,551
无形资产	67,270	62,962	62,506	62,050	61,594
其他长期资产	195,064	203,512	209,230	214,826	220,491
长期资产总计	1,911,157	2,014,165	2,062,330	2,041,974	2,020,636
总资产	2,342,110	2,405,473	2,369,990	2,348,080	2,386,366
应付帐款	130,353	84,929	54,758	49,128	55,897
短期债务	192,767	169,128	214,390	321,590	365,510
其他流动负债	322,369	325,772	325,772	325,772	325,772
流动负债总计	645,489	579,829	594,919	696,490	747,179
长期借款	302,862	370,301	307,772	186,680	166,171
其他长期负债	123,824	137,562	137,562	137,562	137,562
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
储备	949,714	992,873	998,159	995,277	1,001,542
股东权益	1,132,735	1,175,894	1,181,180	1,178,298	1,184,563
少数股东权益	137,200	141,887	148,556	149,050	150,892
总负债及权益	2,342,110	2,405,473	2,369,990	2,348,080	2,386,366
每股帐面价值(人民币)	6.19	6.42	6.45	6.44	6.47
每股有形资产(人民币)	5.82	6.08	6.11	6.10	6.14
每股净负债(现金)(人民币)	2.40	2.53	2.74	2.75	2.80

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(%)	15.6	15.2	16.2	15.1	15.3
息税前利润率(%)	8.4	7.4	4.5	1.4	2.1
税前利润率(%)	7.9	6.9	3.4	0.3	0.9
净利率(%)	5.7	4.7	2.1	0.2	0.6
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.5	0.4	0.5
利息覆盖率(倍)	8.2	7.3	3.2	0.9	1.4
净权益负债率(%)	34.5	35.2	37.7	37.9	38.4
速动比率(倍)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	6.3	7.6	23.3	314.3	84.3
核心业务市盈率(倍)	7.8	7.6	23.3	314.3	84.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	8.0	7.8	23.9	321.9	86.4
市净率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
价格/现金流(倍)	2.6	2.2	3.0	3.6	3.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.6	3.8	5.0	5.8	5.2
周转率					
存货周转天数	45.5	40.0	38.8	30.8	27.9
应收帐款周转天数	10.4	9.4	10.1	8.8	8.1
应付帐款周转天数	21.2	17.2	15.5	12.5	11.4
回报率					
股息支付率(%)	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0
净资产收益率(%)	11.8	9.3	3.0	0.2	0.8
资产收益率(%)	6.7	5.4	2.3	0.7	1.1
已运用资本收益率(%)	11.3	9.5	4.0	1.2	1.9

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