



股票代码	601857.CH	0857.HK
评级	<b>持有</b>	<b>持有</b>
收盘价	人民币 8.98	港币 5.73
目标价	人民币 8.40	港币 5.70
原目标价	人民币 8.12	港币 5.54
上/下浮比例	-6%	-1%
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

## 重组启动

中国石油一口气公布了三项重组交易。出售天然气储量以及中亚天然气管道公司的部分权益将为公司带来一次性收益。我们将 2015 年盈利预测上调 6%，以反映出出售天然气储量的收益。我们认为未来还会有更多交易发生，从而对公司近期股价起到支撑。维持持有评级。

### 支撑评级的要点

- 中国石油将以 35 亿人民币向中石油集团出售 6 个气田相关资产中的剩余天然气储量，因为这批资产邻近中石油集团的 6 套已完工天然气储存设备。相关天然气储量将作为这些天然气储存设施的基础垫层气。扣除成本后总作价为 35 亿人民币，将直接计入 2015 年的税前利润。
- 公司董事会还批准了全资持有的昆仑燃气与昆仑能源的整合。昆仑燃气注入昆仑能源将产生小量的处置收益，但并表后无法体现。
- 中国石油和中石油集团各持股 50% 的合资公司中国石油天然气勘探开发公司同意将其全资子公司中亚天然气管道公司 50% 权益（不含中亚管道 D 资产和部分现金）以 150 亿-155 亿人民币的价格出售给国资委旗下的国新国际投资有限公司。中国石油对管道公司的实际持股比例将由 50% 下降至 25%，可观的资产处置收益将于 2015 年入帐。

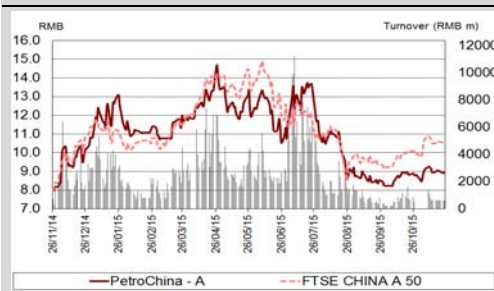
### 评级面临的主要风险

- 油价继续大跌。
- 公司石油和天然气资产出现大幅减值亏损。

### 估值

- 我们将 H 股目标价由 5.54 港币上调至 5.70 港币，也就是分部加总净资产 5 年平均折让（19%）及全球主要油企 2015 年平均预期市盈率（由 18.0 倍提高至 18.2 倍）的均值。
- 我们将 A 股目标价由 8.12 人民币上调至 8.40 人民币，仍是基于公司 3 个月平均 A-H 溢价（在一周内由 78% 扩大至 79%）。

## 股价表现—A 股



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(16.9)	1.7	4.9	14.4
相对新华富时 A50 指数	(9.6)	(3.2)	(19.6)	(20.7)

发行股数(百万)	183,021
流通股(%)	2
流通股市值(人民币 百万)	1,643,528
3 个月日均交易额(人民币 百万)	773
净负债比率(%) (2015E)	37
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 25 日收市价为标准

## 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)	2,258,124	2,282,962	1,646,525	1,520,317	1,684,830
变动(%)	3	1	(28)	(8)	11
净利润(人民币 百万)	129,577	107,173	37,250	2,635	9,681
全面摊薄每股收益(人民币)	0.708	0.586	0.204	0.014	0.053
变动(%)	12.4	(17.3)	(65.2)	(92.9)	267.4
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)	-	-	0.191	0.014	0.053
调整幅度(%)	-	-	6.4	1.5	0.1
核心每股收益(人民币)	0.572	0.586	0.204	0.014	0.053
变动(%)	(9.2)	2.3	(65.2)	(92.9)	267.4
全面摊薄市盈率(倍)	12.7	15.3	44.1	623.7	169.8
核心市盈率(倍)	15.7	15.3	44.1	623.7	169.8
每股现金流量(人民币)	1.64	2.11	1.49	1.22	1.34
价格/每股现金流量(倍)	5.5	4.2	6.0	7.4	6.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.9	6.6	9.4	11.0	9.9
每股股息(人民币)	0.319	0.264	0.092	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

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

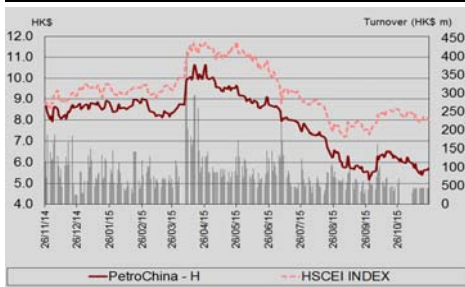
能源：石油及天然气

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	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(33.4)	(9.3)	(8.2)	(34.7)
相对恒生中国企业指数	(17.9)	(3.6)	(14.6)	(28.6)

发行股数(百万)	183,021
流通股(%)	12
流通股市值(港币 百万)	1,048,710
3个月日均交易额(港币 百万)	613
净负债比率(%) (2015E)	37
主要股东(%)	
中国石油化工集团公司	87

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2015 年 11 月 25 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	1,684,830
变动(%)	3	1	(28)	(8)	11
净利润(人民币 百万)	129,599	107,172	37,249	2,634	9,680
全面摊薄每股收益(人民币)	0.708	0.586	0.204	0.014	0.053
变动(%)	12.4	(17.3)	(65.2)	(92.9)	267.5
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)	-	-	0.191	0.014	0.053
调整幅度(%)	-	-	6.4	1.5	0.1
核心每股收益(人民币)	0.572	0.586	0.204	0.014	0.053
变动(%)	(9.1)	2.3	(65.2)	(92.9)	267.5
全面摊薄市盈率(倍)	6.7	8.1	23.2	328.2	89.3
核心市盈率(倍)	8.3	8.1	23.2	328.2	89.3
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)	2.8	2.3	3.2	3.9	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.8	3.9	5.1	6.0	5.4
每股股息(人民币)	0.319	0.264	0.092	0.006	0.024
股息率(%)	6.7	5.6	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. 中亚天然气管道有限公司主要资产**

管道	长度 (公里)	运能 (十亿立方米)	开通时间
中亚管道 A	1,833	15	2009 年底
中亚管道 B	1,833	15	10 年 10 月
南哈萨克斯坦管道 1 期	1,475	10	13 年 9 月
中亚管道 C	1,833	25	14 年 5 月

资料来源: 中石油集团

**图表 2. 拟向中石油集团出售的剩余燃气储备详情**

出售油田	相关项目	剩余燃气储备价值 (人民币, 百万)
新疆	新疆准格尔盆地呼图壁气田呼 2 井块	2,093.7
西南	相国寺气田相 10/18 井块、相 1/5 井块和相 6 井块	178.8
华北	渤海湾盆地文安- 岔河集油田顾辛庄及苏 1 南块	749.0
大港	渤海湾盆地板桥油田白 8、白 6 和板 G1 断块	94.4
辽河	渤海湾盆地辽河坳陷双台子油田双 6 区块	271.2
长庆	靖边气田北部陕 224 井区奥陶系马家沟组马 5 1 和 马 5 2	122.2
<b>总计</b>		<b>3,509.3</b>

资料来源: 中国石油

**图表 3. 分部经营利润预测 (H 股)**

年结日: 12月31日 (人民币, 十亿)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
勘探及生产	189.7	186.9	50.8	(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)
<b>总计</b>	<b>188.6</b>	<b>169.8</b>	<b>76.9</b>	<b>21.4</b>	<b>35.4</b>

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**图表 4. 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	5.45
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)		7.00
净资产值总计(港币)		8.50

资料来源: 中银国际研究预测

**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	20.7	19.8	15.0	3.6	3.7	3.9
英国石油公司	BP/ LN	16.0	15.9	11.5	6.8	6.8	6.8
壳牌	RDSA NA	13.7	12.3	9.5	7.5	7.4	7.5
道达尔	FP FP	11.9	13.2	11.1	5.5	5.4	5.5
雪佛龙	CVX US	26.8	21.6	13.2	4.7	4.8	5.0
埃尼石油集团	ENI IM	43.9	24.6	15.4	5.3	5.2	5.3
挪威国家石油公司	STL NO	20.5	16.8	12.5	5.3	5.3	5.3
<b>平均</b>		<b>21.9</b>	<b>17.7</b>	<b>12.6</b>	<b>5.5</b>	<b>5.5</b>	<b>5.6</b>
<b>除掉极端值后的平均</b>		<b>18.3</b>	<b>17.7</b>	<b>12.6</b>	<b>5.5</b>	<b>5.5</b>	<b>5.6</b>

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	1,684,830
销售成本	(1,940,503)	(1,963,128)	(1,467,137)	(1,393,703)	(1,536,470)
经营费用	4,739	20,604	73,050	87,684	92,791
息税折旧前利润	162,839	166,457	58,735	6,045	19,423
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	252,438	214,297	241,152
净利息收入/(费用)	(21,949)	(22,564)	(21,444)	(22,858)	(25,687)
其他收益/(损失)	37,126	12,875	18,843	20,784	20,853
税前利润	178,016	156,768	56,134	3,971	14,589
所得税	(35,787)	(37,734)	(11,788)	(834)	(3,064)
少数股东权益	(12,652)	(11,861)	(7,095)	(502)	(1,844)
净利润	129,577	107,173	37,250	2,635	9,681
核心净利润	104,755	107,173	37,250	2,635	9,681
每股收益(人民币)	0.708	0.586	0.204	0.014	0.053
核心每股收益(人民币)	0.572	0.586	0.204	0.014	0.053
每股股息(人民币)	0.319	0.264	0.092	0.006	0.024
收入增长(%)	3	1	(28)	(8)	11
息税前利润增长(%)	(6)	2	(65)	(90)	221
息税折旧前利润增长(%)	(1)	6	(26)	(15)	13
每股收益增长(%)	12	(17)	(65)	(93)	267
核心每股收益增长(%)	(9)	2	(65)	(93)	267

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	24,851	6,596	20,698
应收帐款	64,027	53,104	38,299	35,363	39,189
库存	227,017	165,977	107,013	96,011	109,238
其他流动资产	82,659	96,206	184,702	200,441	233,698
流动资产总计	430,953	391,308	354,864	338,410	402,823
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	2,416,339	2,378,770	2,421,088
应付帐款	298,075	240,253	182,365	162,052	172,847
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	567,202	654,091	708,805
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	1,000,514	996,647	1,002,916
股东权益	1,132,850	1,176,010	1,183,535	1,179,668	1,185,937
少数股东权益	137,058	141,750	148,845	149,347	151,191
总负债及权益	2,342,004	2,405,376	2,416,339	2,378,770	2,421,088
每股帐面价值(人民币)	6.19	6.43	6.47	6.45	6.48
每股有形资产(人民币)	5.81	6.02	6.07	6.05	6.09
每股净负债(现金)(人民币)	2.40	2.53	3.11	3.13	3.18

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	56,134	3,971	14,589
折旧与摊销	159,521	173,981	193,703	208,253	221,729
净利息费用	21,949	22,564	21,444	22,858	25,687
运营资本变动	(31,651)	31,137	20,646	(5,429)	(7,491)
税金	(35,787)	(37,734)	(11,788)	(834)	(3,064)
其他经营现金流	7,958	40,181	(6,974)	(5,406)	(5,665)
经营活动产生的现金流	300,006	386,897	273,165	223,412	245,785
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	3,509	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)	(251,642)	(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)	(6,502)	(3,413)
其他融资现金流	(21,049)	(63,023)	(21,633)	(23,047)	(25,687)
融资活动产生的现金流	(24,442)	(78,346)	(72,692)	(43,938)	(20,689)
现金变动	9,054	17,713	(51,169)	(18,255)	14,102
期初现金	49,953	57,250	76,021	24,851	6,596
公司自由现金流	35,718	97,655	22,730	26,060	35,118
权益自由现金流	66,919	118,504	(21,255)	(11,564)	17,514

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	14.3	14.9	15.3	14.1	14.3
息税前利润率(%)	7.2	7.3	3.6	0.4	1.2
税前利润率(%)	7.9	6.9	3.4	0.3	0.9
净利率(%)	5.7	4.7	2.3	0.2	0.6
<b>流动性</b>					
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	2.5	0.3	0.7
净权益负债率(%)	34.5	35.2	42.7	43.1	43.6
速动比率(倍)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	12.7	15.3	44.1	623.7	169.8
核心业务市盈率(倍)	15.7	15.3	44.1	623.7	169.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	14.7	14.3	41.3	583.4	158.8
市净率(倍)	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
价格/现金流(倍)	5.5	4.2	6.0	7.4	6.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.9	6.6	9.4	11.0	9.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	41.5	36.5	34.0	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	46.8	41.3	36.3
<b>回报率</b>					
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	3.2	0.2	0.8
资产收益率(%)	5.8	5.3	1.9	0.2	0.6
已运用资本收益率(%)	9.7	9.3	3.2	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	1,684,830
销售成本	(1,769,893)	(1,790,943)	(1,283,329)	(1,204,424)	(1,344,805)
经营费用	(136,224)	(144,802)	(92,578)	(86,197)	(82,909)
息税折旧前利润	188,642	169,833	76,915	21,443	35,387
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	270,618	229,696	257,116
净利息收入/(费用)	(20,859)	(21,723)	(21,444)	(22,858)	(25,687)
其他收益/(损失)	10,280	8,649	3,655	5,596	5,665
税前利润	178,063	156,759	59,126	4,181	15,366
所得税	(35,789)	(37,731)	(14,782)	(1,045)	(3,841)
少数股东权益	(12,675)	(11,856)	(7,095)	(502)	(1,844)
净利润	129,599	107,172	37,249	2,634	9,680
核心净利润	104,777	107,172	37,249	2,634	9,680
每股收益(人民币)	0.708	0.586	0.204	0.014	0.053
核心每股收益(人民币)	0.572	0.586	0.204	0.014	0.053
每股股息(人民币)	0.319	0.264	0.092	0.006	0.024
收入增长(%)	3	1	(28)	(8)	11
息税前利润增长(%)	8	(10)	(55)	(72)	65
息税折旧前利润增长(%)	8	(1)	(22)	(15)	12
每股收益增长(%)	12	(17)	(65)	(93)	268
核心每股收益增长(%)	(9)	2	(65)	(93)	268

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	59,126	4,181	15,366
折旧与摊销	163,365	177,463	193,703	208,253	221,729
净利息费用	20,859	21,723	21,444	22,858	25,687
运营资本变动	(10,303)	41,504	43,598	8,308	(10,286)
税金	(48,807)	(51,063)	(37,731)	(14,782)	(1,045)
其他经营现金流	6,211	31,814	(7,164)	(5,596)	(5,665)
经营活动产生的现金流	309,388	378,200	272,976	223,222	245,785
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	3,509	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)	(251,642)	(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)	(6,502)	(3,413)
其他融资现金流	(28,506)	(42,556)	(21,444)	(22,858)	(25,687)
融资活动产生的现金流	(33,098)	(66,035)	(72,503)	(43,749)	(20,689)
现金变动	12,772	17,727	(51,169)	(18,255)	14,102
期初现金	46,245	57,250	76,021	24,851	6,596
公司自由现金流	48,092	85,358	22,542	25,870	35,119
权益自由现金流	79,293	106,207	(21,444)	(11,753)	17,515

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	24,851	6,596	20,698
应收帐款	64,027	53,104	38,299	35,363	39,189
库存	227,017	165,977	107,013	96,011	109,238
其他流动资产	82,659	96,206	140,161	169,823	198,295
流动资产总计	430,953	391,308	310,324	307,793	367,421
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	2,372,654	2,349,766	2,388,056
应付帐款	130,353	84,929	54,758	49,128	55,896
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	747,178
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	1,000,397	996,529	1,002,797
股东权益	1,132,735	1,175,894	1,183,418	1,179,550	1,185,818
少数股东权益	137,200	141,887	148,982	149,484	151,328
总负债及权益	2,342,110	2,405,473	2,372,654	2,349,766	2,388,056
每股帐面价值(人民币)	6.19	6.42	6.47	6.44	6.48
每股有形资产(人民币)	5.82	6.08	6.12	6.11	6.14
每股净负债(现金)(人民币)	2.40	2.53	2.72	2.74	2.79

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	15.6	15.2	16.4	15.1	15.3
息税前利润率(%)	8.4	7.4	4.7	1.4	2.1
税前利润率(%)	7.9	6.9	3.6	0.3	0.9
净利率(%)	5.7	4.7	2.3	0.2	0.6
<b>流动性</b>					
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	3.4	0.9	1.4
净权益负债率(%)	34.5	35.2	37.3	37.7	38.2
速动比率(倍)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	6.7	8.1	23.2	328.2	89.3
核心业务市盈率(倍)	8.3	8.1	23.2	328.2	89.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	8.2	8.0	23.1	326.5	88.8
市净率(倍)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
价格/现金流(倍)	2.8	2.3	3.2	3.9	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.8	3.9	5.1	6.0	5.4
<b>周转率</b>					
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
<b>回报率</b>					
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	3.2	0.2	0.8
资产收益率(%)	6.7	5.4	2.4	0.7	1.1
已运用资本收益率(%)	11.3	9.5	4.2	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士，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