



买入

20% ↑

目标价格:人民币 3.53

600871.CH

价格:人民币 2.93

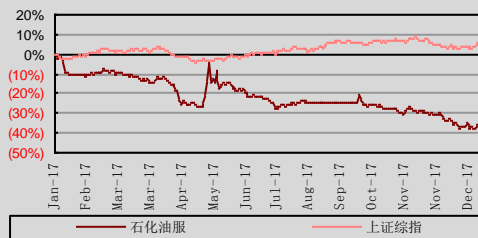
目标价格基础:20倍19年市盈率

板块评级:未有评级

石化油服

油服业务受益油价反弹、页岩气开发，油田环保、管线运维等提供新增长点

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	7.7	1.7	(7.0)	(31.7)
相对上证指数	6.4	(0.9)	(8.3)	(38.9)

发行股数(百万)	14,143
流通股(%)	85
流通股市值(人民币百万)	35,285
3个月日均交易额(人民币百万)	72
净负债比率(%) (2018E)	401
主要股东(%)	
中国石油化工集团公司	65

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年1月5日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

采掘: 采掘服务

杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

闵琳佳

(8621)20328512

linjia.min@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080002

石化油服即中石化石油工程技术服务有限公司,是中石化集团内唯一一家经营工程技术服务的主体,由中石化原有体系内的石油局作业队伍重组而来,超过一半的收入来自中石化集团内。随着原油运行区间上行至60美金后,油田工程技术服务有望迎来业绩的持续好转,环保及储气库等新业务也将成为新的增长点。公司正在进行的非公开发行中大股东认购不低于50%且将同步引入管理层认购,也彰显内部对公司未来趋势向上的认可。

支撑评级的要点

- 位居全球油服行业第四位。中石化石油工程公司2016年收入430亿元,经营收入规模与原第四大国际油服公司Weatherford相当,位居国内油服上市公司首位。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。
- 油服业务顺应油价上行周期,具备业绩弹性。在油服行业低谷,公司承担了设备利用率大幅下滑至50%的经营压力,销售收入较最高点减少了50%,净利润从2014年盈利12亿元转变为近两年大幅亏损。随着油价运行区间上移,中石化石油工程公司的收入和盈利能力具备改善空间。
- 市场倒逼企业变革,环保及储气库等新业务也将成为新的增长点。我们认为油服企业必然思考低油价环境下传统油气工程技术服务业务的局限性,市场将倒逼企业寻求新的盈利增长点,石化油服将在2018年承接中石化集团的储气库建设、油田环保服务及天然气管线施工运营。

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

- 考虑公司业绩将扭亏为盈,参考国际油服估值水平,按照2019年20倍估值约500亿元,对应目标价3.54元,给予**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币百万)	60,349	42,924	52,236	67,166	85,384
变动(%)	(36)	(29)	22	29	27
净利润(人民币百万)	24	(16,115)	(4,624)	456	2,532
全面摊薄每股收益(人民币)	0.002	(1.139)	(0.327)	0.032	0.179
变动(%)	(98.2)	(65,933.7)	(71.3)	(109.9)	455.2
全面摊薄市盈率(倍)	1,692.9	(2.6)	(9.0)	90.9	16.4
价格/每股现金流量(倍)	16.1	(10.6)	(3.2)	2.6	(6.5)
每股现金流量(人民币)	0.18	(0.28)	(0.91)	1.11	(0.45)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.0	(4.6)	(91.1)	11.6	8.4
每股股息(人民币)	0.000	0.002	0.000	0.010	0.054
股息率(%)	n.a.	0.1	n.a.	0.3	1.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

一、中国最大综合油服企业	5
1、隶属于中石化集团的油服巨头	5
2、经营规模位居全球第四	5
3、具备从地球物理、钻完井一体化服务能力	6
4、拥有显著的竞争优势	8
二、全球原油供需改善，油服市场恢复增长	10
1、油价在震荡中企稳回升	10
2、全球原油供需格局改善支撑油价	10
3、资本开支温和回升，油服行业迈过寒冬	12
三、中石化油服增长亮点:天然气、海外市场	14
1、国内油服行业底部回升起	14
2、天然气需求增长加速，增加供给主要依赖非常规	15
3、油服行业国际化，海外市场大有可为	18
四、公司新业务成为业绩增长潜力	21
1、地理信息业务	21
2、节能环保：固废处理业务	22
3、管道运维保业务	23
五、盈利预测及投资评级	24
研究报告中所提及的有关上市公司	26

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 石化油服股权结构.....	5
图表 2. 中石化油服收入规模位居全球第四（2016）.....	6
图表 3. 中石化油服与国际油服的经营效率比较（2016）.....	6
图表 4. 中石化石油工程公司股权结构（上市后）.....	6
图表 5. 中石化石油工程公司主营业务结构（2016）.....	7
图表 6. 中石化石油工程公司主业分类.....	7
图表 7. 石化油服收入结构.....	7
图表 8. 中石化石油工程公司盈利来源（按区域）.....	8
图表 9. 中石化石油工程公司全资子公司经营规模（亿元）.....	8
图表 10. 国际原油现货价格.....	10
图表 11. 全球 GDP 增速预期.....	10
图表 12. OPEC 主要成员国与俄罗斯限产执行情况.....	11
图表 13. 美国原油产量预测.....	11
图表 14. 全球原油供需平衡表.....	12
图表 15. 原油库存持续下降.....	12
图表 16. 全球油田市场收入.....	12
图表 17. 海外与国内石油公司资本开支.....	13
图表 18. 国内油服市场规模及增速.....	14
图表 19. 三桶油近三年资本开支与产量变化.....	14
图表 20. 国内天然气消费增速快速回升.....	15
图表 21. 国内天然气产量增速落后于需求增速.....	15
图表 22. 天然气供需缺口持续扩张.....	16
图表 23. LNG 进口增速最为迅猛.....	16
图表 24. 2016 年我国天然气产量构成.....	16
图表 25. 中美页岩气单井首日测试产量.....	17
图表 26. Schlumberger 主营业务地域分布.....	18
图表 27. 哈利伯顿主营业务地域分布.....	18
图表 28. 全球油服市场区域分布.....	18
图表 29. 全球石油装备及油田技术水平比较.....	19
图表 30. 公司海外主要服务国家与地区.....	19

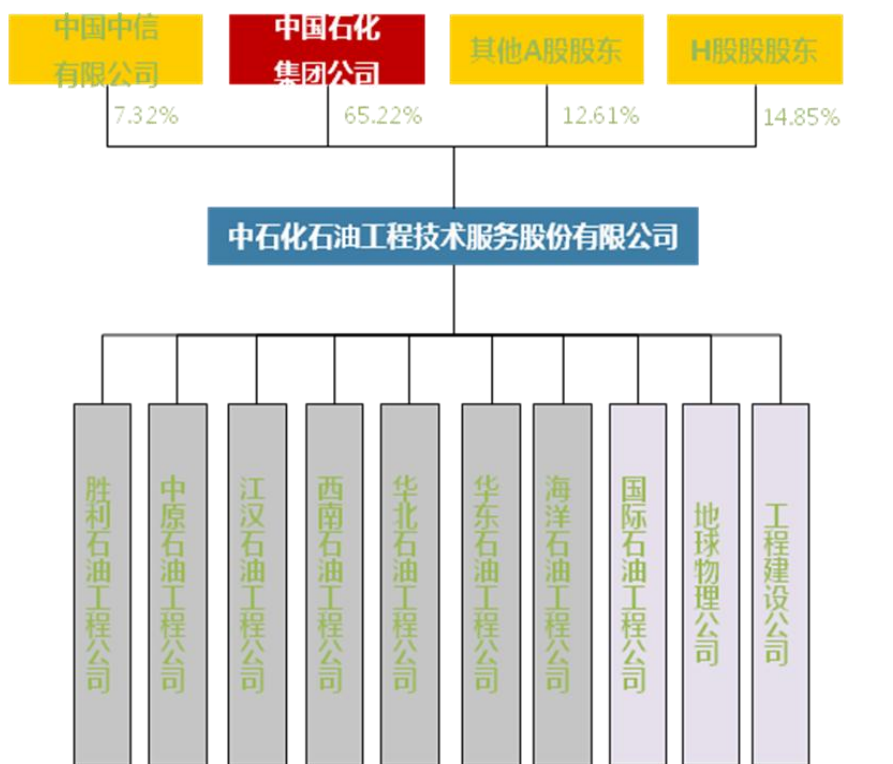
图表 31. 海外在建与剩余合同.....	20
图表 32. 海外完成与新签合同.....	20
图表 33. 地理信息产业规模与公司收入.....	21
图表 34. 节能环保产业规模与公司收入.....	22
图表 35. 未来发展展望.....	24
图表 36. 国内油服公司业务及经营优势对比	24
损益表(人民币 百万).....	25
资产负债表(人民币 百万).....	25
现金流量表(人民币 百万).....	25
主要比率 (%).....	25

一、中国最大综合油服企业

1、隶属于中石化集团的油服巨头

中石化石油工程技术服务有限公司是中国大型石油工程与油田技术综合服务提供商，拥有超过 50 年的经营业绩，可以为油气公司提供全产业链综合服务；在中国的 20 多个省，561 个区块开展油气工程技术服务；在海外 37 个国家执行项目 308 个。

图表 1. 石化油服股权结构



资料来源：公司公告、中银证券

2、经营规模位居全球第四

2016 年，中石化油服的经营规模为 429 亿元，亏损 161 亿元，折合美元分别为收入 62 亿美元和净利润-34 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 2016 年度的收入规模已超过威德福排名第四。

2016 年油服行业全行业陷入亏损。2017 年行业略有回升，石化油服前三季度实现收入 300 亿人民币，同比增长 8%，净亏损 33 亿元，较 2016 年同期减亏超过 55 亿。

图表 2. 中石化油服收入规模位居全球第四 (2016)

(亿美元)	斯伦贝谢	哈里伯顿	贝克休斯	中石化油服	威德福
排名	1	2	3	4	5
收入	278	159	98	62	57
净利润	(17)	(58)	(27)	(23)	(34)
总资产	780	270	190	107	127
净资产	411	94	127	12	21
固定资产	128	85	43	42	45
员工数量 (人)	100,000	50,000	33,000	81,340	30,000
市值 (20180105)	1,007	452	394	58	38

资料来源: 公司公告、中银证券

图表 3. 中石化油服与国际油服的经营效率比较 (2016)

(万美元)	斯伦贝谢	哈利伯顿	贝克休斯	威德福	中石化油服
人均收入	27.8	31.8	29.7	19.2	7.6
人均利润	(1.7)	(11.5)	(8.2)	(11.3)	(2.9)
ROE(%)	(2.71)	(13.17)	(21.26)	(90.03)	(191.57)
ROA(%)	(2.31)	(18.03)	(14.21)	(24.71)	(20.17)
净利率(%)	(6)	(36)	(28)	(59)	(38)
毛利率(%)	13	5.44	(1)	10	(24.68)

资料来源: 公司公告、中银证券

3、具备从地球物理、钻完井一体化服务能力

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。

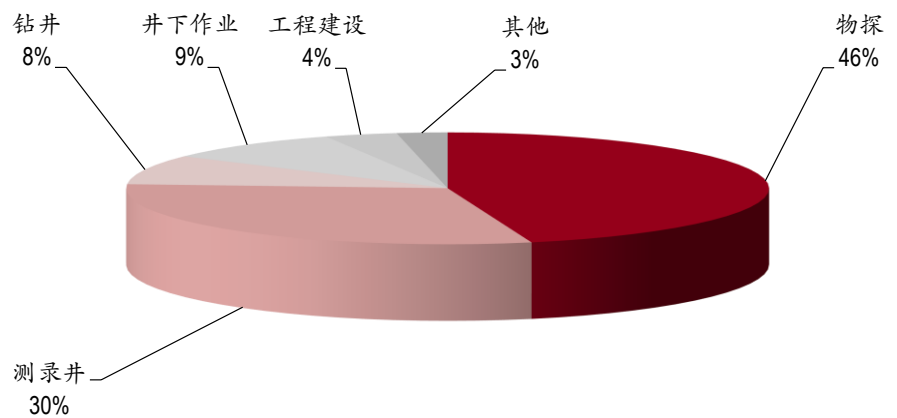
图表 4. 中石化石油工程公司股权结构 (上市后)

	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 ^(注)				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、中银证券

2016 年度公司钻井工程占比最高为 45%，其次是测录井占比 29.88%，钻井、井下作业、工程建设等占比分别为 8.4%、9.01%、3.58%。

图表 5. 中石化石油工程公司主营业务结构 (2016)


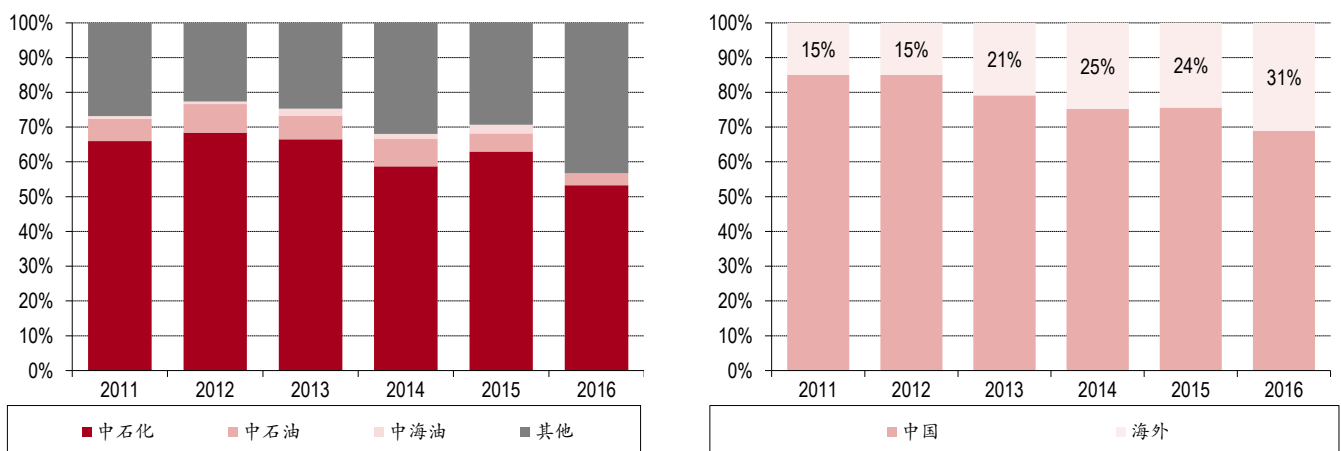
资料来源：公司公告、中银证券

图表 6. 中石化石油工程公司主业分类

主营业务	装备	作业量	收入规模 (2016 年)
地球物理	81 台地震仪, 147 台可控震源, 27621 点单、多分量, 采集仪	二维地震 14.17 百元人民币, 三维地震 12,641 平方千米	36.06 亿元
钻井工程	733 台陆地钻机 (258 台 7,000 米以上钻机), 13 座海上钻井平台	年钻井能力 551 万米	193.69 亿元
测录井	125 套成像测井系统, 169 套快速测井平台, 434 套完成测井, 综合录井仪	15,870 万标准米, 完成录井进尺 531 万米	15.38 亿元
井下特种作业	140 台 2500 及 3000 型压裂车, 46 台 750 以上修井机, 6 座海上作业平台	井下作业 4,386 次	38.68 亿元
工程建设			128.27 亿元

资料来源：公司公告、中银证券

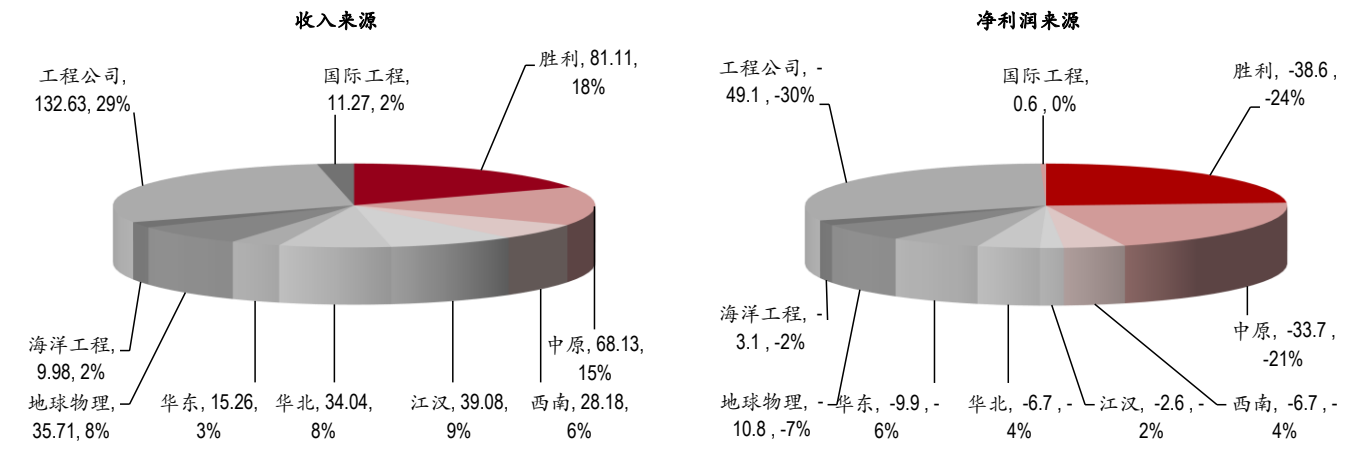
石化油服主要收入源自中石化体系，2016 年中石化为其贡献收入仍超过五成，达到 53%。从趋势而言，源自中石化的收入占比基本保持下降趋势，这主要是由于公司海外收入占比逐渐加大，截至 2017 年上半年海外收入占比达到 32% 的历史最高水平，是公司大力拓展非石化客户，海外竞争力提升的显现。

图表 7. 石化油服收入结构


资料来源：Bloomberg, Transocean, Rystad Energy, Wood Mackenzi, 公司公告、中银证券

中石化油服旗下全资子公司中，6个区域性服务子公司收入占比58%，4个专业子公司收入占比42%。其中，6个区域性服务子公司中，收入规模排名前3分别是胜利、中原和江汉，占比分别为18%、15%、9%。

图表 8. 中石化石油工程公司盈利来源（按区域）



资料来源：公司公告、中银证券

图表 9. 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	130.2	6.2	81.1	(38.6)	(0.5)
中石化中原石油工程有限公司	中原	119.3	11.1	68.1	(33.7)	(0.5)
中石化西南石油工程有限公司	西南	65.8	31.2	28.2	(6.7)	(0.2)
中石化江汉石油工程有限公司	江汉	71.4	14.0	39.1	(2.6)	(0.1)
中石化华北石油工程有限公司	华北	49.5	22.3	34.0	(6.7)	(0.2)
中石化华东石油工程有限公司	华东	32.1	3.6	15.3	(9.9)	(0.6)
中石化石油工程地球物理有限公司	地球物理	44.9	5.6	35.7	(10.8)	(0.3)
中石化海洋石油工程有限公司	海洋工程	57.8	38.7	10.0	(3.1)	(0.3)
中石化石油工程建设有限公司	工程公司	184.6	(55.2)	132.6	(49.1)	(0.4)
中国石化集团国际石油工程有限公司	国际工程	39.6	10.3	11.3	0.6	0.1

资料来源：公司公告、中银证券

4、拥有显著的竞争优势

(1) 50多年的钻完井作业经验，具备元坝气田等高难度施工作业经验

(2) 先进的装备配置：钻井工程：733台陆地钻机（258台7,000米以上钻机），13座海上钻井平台；测录井：125套成像测井系统，169套快速测井平台，434套综合录井仪；井下特种作业：140台2500及3000型压裂车，46台750以上修井机，6座海上作业平台。

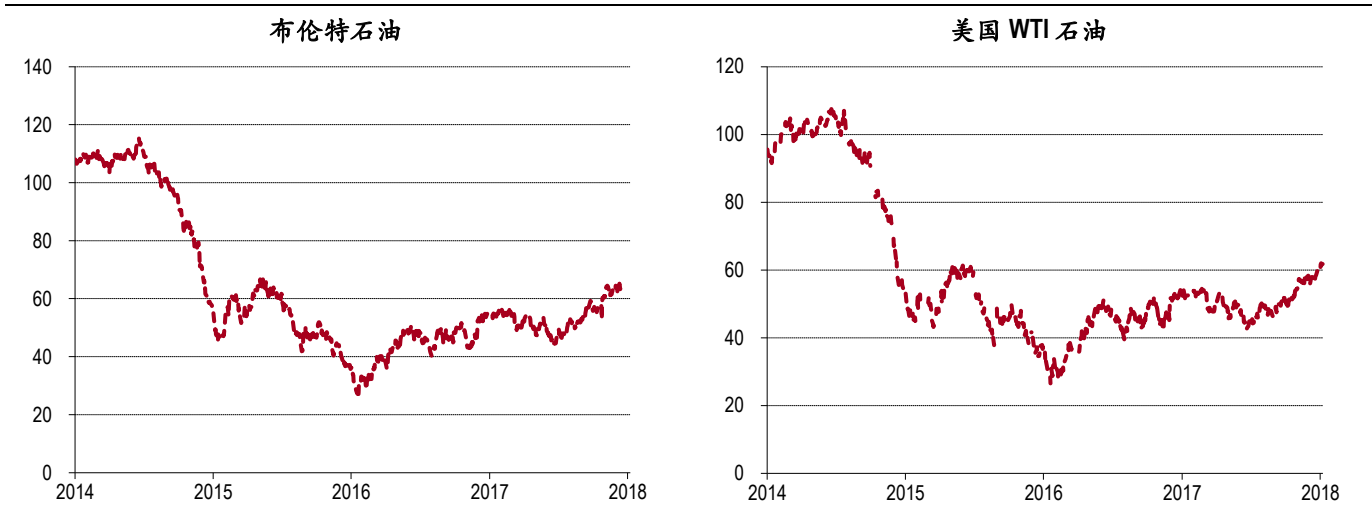
(3) 具备油藏技术能力：精细地震勘探、复杂地区复杂油气藏勘探技术；深井、超深井、水平井的钻完井技术；复杂储层解释评价技术；水平井多级分段压裂配套技术；高温高压高酸油气藏试油测试技术；特殊地形大口径长输管道建造技术。

二、全球原油供需改善，油服市场恢复增长

1、油价在震荡中企稳回升

国际原油价格自 2016 年初见底后缓慢上升并与 2017 年上半年围绕 50 美元/桶不断震荡，在 OPEC 成员国限产与全球经济复苏的共同推动下，2017 年下半年原油价格持续上升。进入 2018 年，在中东局势的波动中，布伦特石油与美国 WTI 石油价格相继突破 65 美元/桶与 60 元/桶，创下此轮反弹新高。

图表 10. 国际原油现货价格



资料来源: wind、中银证券

2、全球原油供需格局改善支撑油价

2.1 全球经济复苏，原油需求稳步回升

全球主要国家与经济体正在经历强劲的经济复苏，并且预期这一趋势将在 2018 年得到延续。根据 OPEC 最新预测，2018 年全球 GDP 增速将达到 3.7%，与 2017 年一致，其中美国 2017、2018 年 GDP 增速均较上月上调 0.1% 至 2.3% 和 2.5%。强劲的经济复苏为原油需求稳步回升奠定基础。

据此 OPEC 预测，2017 与 2018 年全球原油需求分别达到 9690 万桶/天和 98.5 万桶/天，其中 2018 年 Q1、Q2、Q3、Q4 全球原油需求分别为 9720 万桶/天、9780 万桶/天、9920 万桶/天和 9960 万桶/天。

图表 11. 全球 GDP 增速预期

	全球	OECD	美国	日本	欧洲地区	英国	中国	印度	巴西	俄罗斯
2017	3.7	2.3	2.3	1.6	2.3	1.5	6.8	6.5	0.8	1.9
与上月预测的变化	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.3)	0.1	0.1
2018	3.7	2.2	2.5	1.4	2.1	1.4	6.5	7.4	1.5	1.8
与上月预测的变化	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: OPEC、中银证券

2.2 供给控制得当，原油增产有限

供给方面，OPEC 限产效果显著且在 2018 年延续，美国页岩油边际增量有限，原油整体供给控制得当。

1) OPEC 与俄罗斯石油产量持续下降

OPEC 自施行限产计划以来包括伊拉克、伊朗、沙特、阿联酋、科威特、卡塔尔在内的主要产油国原油产量持续下降至达成或接近减产目标。2017 年 9 月至 11 月 OPEC 原油产量分别为 3272.1 万桶/天，3258.1 万桶/天和 3244.8 万桶/天，呈现持续下降趋势。

俄罗斯方面，俄罗斯的限产产量在 1098 万桶/day，而来源于 OPEC 最新数据，俄罗斯原油产量三季度平均为 1106 万桶/day，略高于限产要求。同时 OPEC 预计 2018 年全球俄罗斯原油产量将在限产产量之内。

图表 12. OPEC 主要成员国与俄罗斯限产执行情况

	2016 年 10 月产量	减产/限产目标	执行情况
俄罗斯（非 OPEC 成员）	1120 万桶/day	减产 30 万桶/day	三季度 1106 万桶/day
伊拉克	456.1 万桶/day	减产 20.9 万桶，限产为 435.1 万桶/day	11 月 439.6 万桶/day
伊朗	369 万桶/day	限产为 379.7 万桶/day	11 月 381.8 万桶/day
沙特	1053.2 万桶/day	限产为 1005.8 万桶/day	已达成减产目标
阿联酋	300.7 万桶/day		阿联酋 11 月 288.3 万桶/day
科威特	283.8 万桶/day	阿联酋、科威特、卡塔尔合计减产 30 万桶/day	科威特 11 月 279.3 万桶/day
卡塔尔			卡塔尔 11 月 60.4 万桶/day

资料来源：OPEC、中银证券

2) 美国页岩油增产包含在油价预期之中

美国页岩油是目前全球石油产量的最大变量，伴随油价的上涨美国页岩油产量也持续上升，据 OPEC 估计，美国原油产量 2017 年 9 月达到 948 万桶/天，较 8 月增加了 29 万桶/天。OPEC 预计，2017、2018 年美国原油产量将分别增加 39.4 万桶/天和 70 万桶/天，达到 924 万桶/天和 996 万桶/天，增量主要源自非常规（即页岩油）原油增产。虽然美国页岩油产量持续增加，但已经包含在目前的油价预期当中。

图表 13. 美国原油产量预测

	原油产量				原油产量增量		
	2015	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
非常规	458.1	423.8	466.0	548.0	(34.3)	42.2	82
墨西哥湾	151.5	159.8	169.0	177.0	8.3	9.2	8.0
常规	331.2	302.1	290	271.0	(29.1)	(12)	(20)
合计	940.8	885.7	924	996	(55.1)	39.4	70

资料来源：OPEC、中银证券

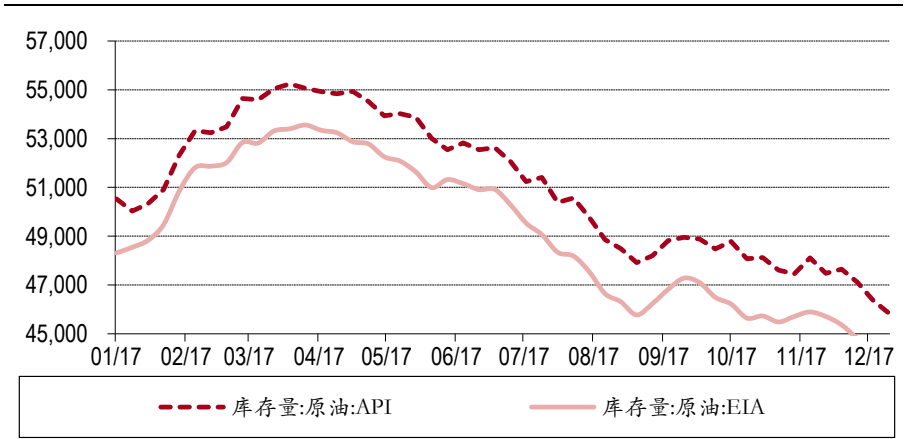
3) 供需缺口促使库存持续下降

供需双重作用下全球原油供需自 2017 年二季度开始出现缺口，同期 API 与 EIA 原油库存见顶开始下降。假设 2017 年 12 月 OPEC 产量与 11 月持平，并且 2018 年各季度产量与 2017 年四季度持平，2018 年全年原油供需缺口将呈现前低后高趋势，全年供需缺口达到 70 万桶/天，原油去库存趋势将得到延续，油价具有支撑。

图表 14. 全球原油供需平衡表

(百万桶/天)	2,014	2,015	2,016	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2,017	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2,018
全球需求	92.0	94.0	95.4	95.7	96.3	97.7	98.1	96.9	97.2	97.8	99.2	99.6	98.5
非 OPEC 供给	62.1	63.8	63.2	64.0	63.7	63.9	64.9	64.1	65.1	65.1	65.2	65.7	65.3
OPEC 供给	30.5	31.7	32.6	32.1	32.3	32.7	32.5	32.4	32.5	32.5	32.5	32.5	32.5
供需平衡 (缺口)	0.6	1.5	0.4	0.4	(0.3)	(1.1)	(0.7)	(0.4)	0.4	(0.2)	(1.5)	(1.4)	(0.7)

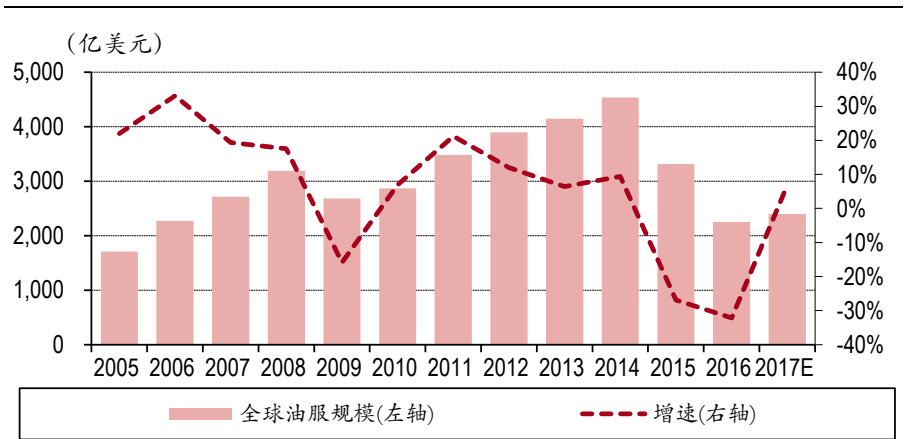
资料来源: OPEC、中银证券

图表 15. 原油库存持续下降


资料来源: wind、中银证券

3、资本开支温和回升，油服行业迈过寒冬

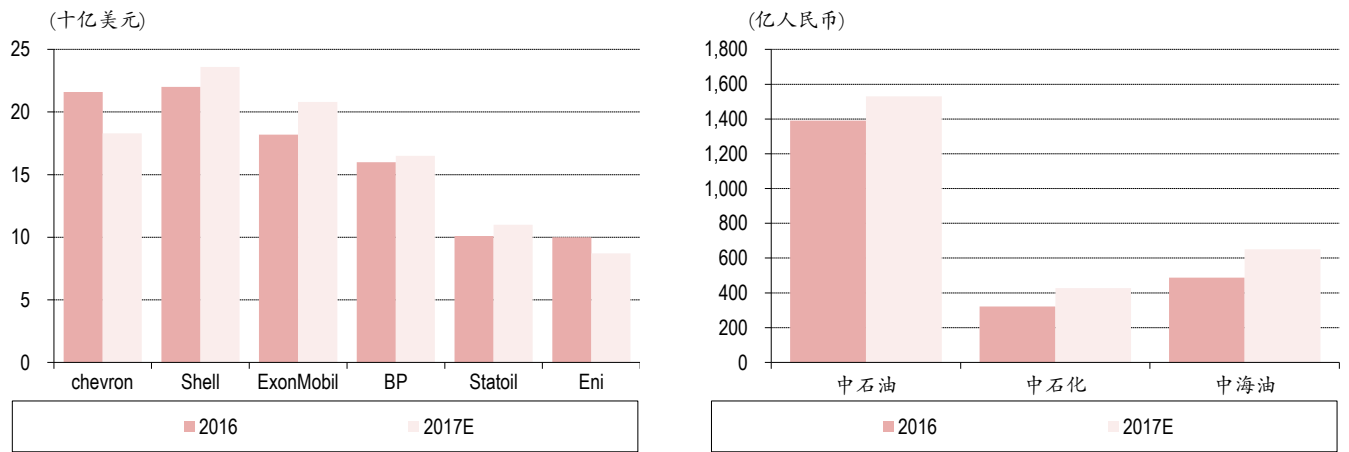
受到 2014-2016 年原油价格快速下跌影响，全球石油行业进入寒冬。2015、2016 年全球勘探开发资本开支快速下滑，全球油田市场收入（不含中国与俄罗斯）累计下降约 50%，从高峰时 4500 亿美元下降至不到 2500 亿美元。

图表 16. 全球油田市场收入


资料来源: 中银证券

油价的温和回升带来全球油田资本开支的企稳回升，一般油田资本开支变化滞后于油价 3-6 个月，2017 海内外油公司大多适度增加了其资本开支，相对应的油田服务市场收入也有 7-8% 的回升。随着油价回升趋势明朗，判断 2018 年油公司资本开支将继续回升，油服行业整体有望走出寒冬。

图表 17. 海外与国内石油公司资本开支



资料来源: Bloomberg, Transocean, Rystad Energy, Wood Mackenzi, 公司公告, 中银证券

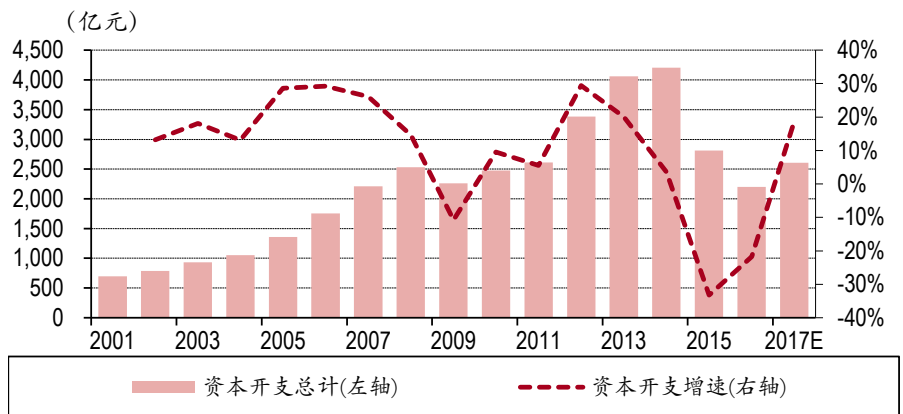
三、中石化油服增长亮点:天然气、海外市场

1、国内油服行业底部回升起

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，2016年最低 2200 亿，2017 年见底回升达到 2600 亿，但较 2014 年高点仍有 38% 的下滑。

图表 18. 国内油服市场规模及增速



资料来源：公司公告、中银证券

自 2015 年以来的资本开支下滑已经带来三桶油国内石油产量的下滑，然而经济的发展对石油天然气等能源的需求仍保持持续增长。大幅的资本开支下降使得需求的刚性与产出的下滑矛盾更为突出，受限于油田开发与产能建设周期，持续的资本开支低位对产出的影响将更为长远。在油价已有回升的基础上，保障能源供给可能再次被重视，判断资本开支将在 2018 年继续回升，带动国内油服行业底部回升。

图表 19. 三桶油近三年资本开支与产量变化

		2015	变化(%)	2016	变化(%)	2017E	变化(%)
中石油	资本开支	1,578	29	1,391	(16)	1,531	10
	产量		3		-0.3%, 其中国内油下降 5.6%		
中石化	资本开支	479	(32)	322	(33)	427	33
	产量		(2)		(8)		
中海油	资本开支	665	(38)	487	(27)	650	33
	产量		(6)		0		

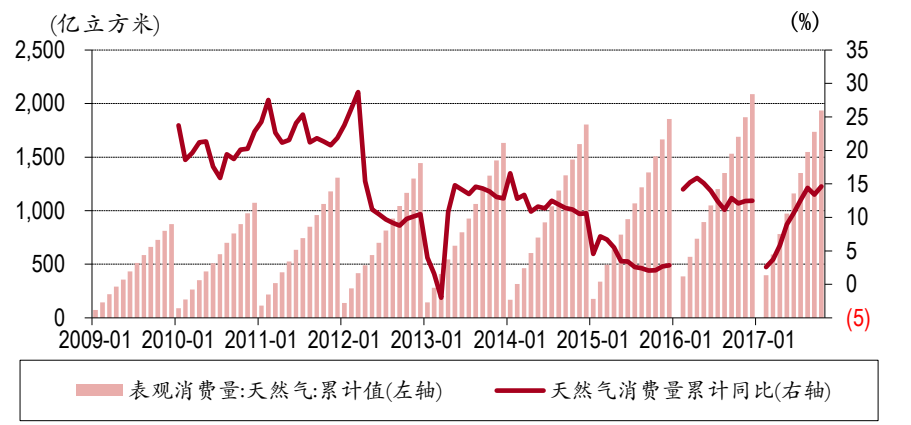
资料来源：公司公告、中银证券

2、天然气需求增长加速，增加供给主要依赖非常规

2.1 天然气消费增速抬升，供需缺口持续扩张

伴随环保趋严与天然气价格从2015年高点回落，自2016年起天然气消费增速再次回升，2016年全年消费量达到2,087亿立方米，同比增长12.48%。2017年“煤改气”持续推进，2017年1-10月天然气表观消费量已经达到1,936.7亿立方米，在高基数的水平下增速继续至14.61%，且在进入采暖季后消费增速再拾升势。

图表 20. 国内天然气消费增速快速回升



然而国内天然气生产产能存在刚性，产能扩张周期长，并且受制于天然气生产与消费的地域错配、时间错配，国内天然气生产与管输企业虽然全力保障需求增长短期内仍无法完全满足增加的需求。2016年国内天然气产量1,368.3亿立方米，同比增长仅2.2%。2017年天然气生产增长好于2016年，1-11月产量达到1,338.1亿立方米，同比增长9.1%。然而这一增速仍低于消费增长，供需缺口持续扩大。

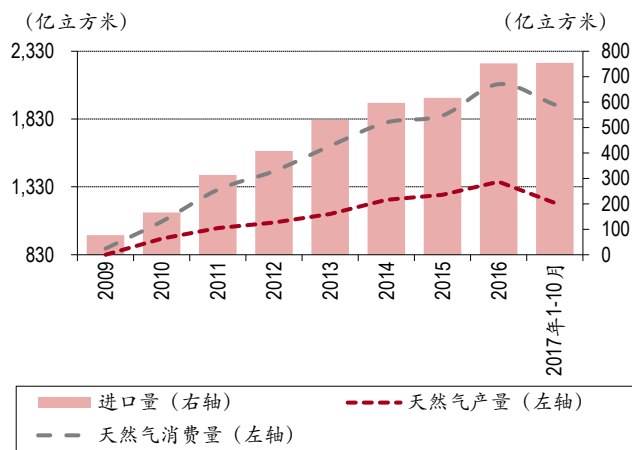
图表 21. 国内天然气产量增速落后于需求增速



无论天然气消费如何变化，其产销缺口却持续扩大。2017年1-10月，我国天然气产销缺口已经达到725亿立方米历史最高，天然气进口也达到754.64亿立方米的历史最高，超过2016年全年缺口与进口水平，2017年全年天然气进口再创新高已成定局。

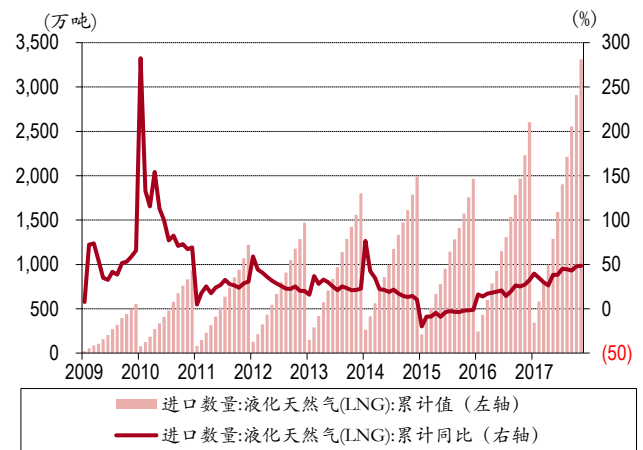
天然气进口主要通过长输管道和沿海LNG接收站两种途径，由于长输管道进口谈判、建设周期长、进口量弹性小，LNG成为补充我国天然气消费增长的主要途径。2017年1-10月我国LNG进口量已经达到3,313万吨（约合460亿立方米，占进口总量超过60%），远超2016年全年进口总量，同比增长48.4%。

图表 22. 天然气供需缺口持续扩张



资料来源: 万得数据及中银证券

图表 23. LNG 进口增速最为迅猛

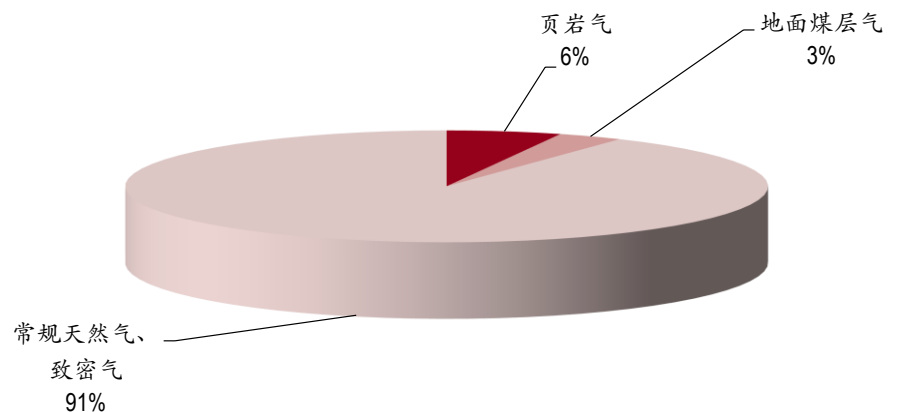


资料来源: 万得数据及中银证券

2.2 石化油服助力非常规天然气开发

2016年，我国天然气产量1369亿立方米，其中地面煤层气约45亿立方米，占比3%，页岩气产量约79亿立方米，同比增长72%，占比5.77%。

图表 24. 2016 年我国天然气产量构成



资料来源: 国土资源部, 中银证券

过去 2014 年以前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。而 2014 年后页岩气成为主要增量。

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。2016 年页岩气产量已经达到 79 亿立方米。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。

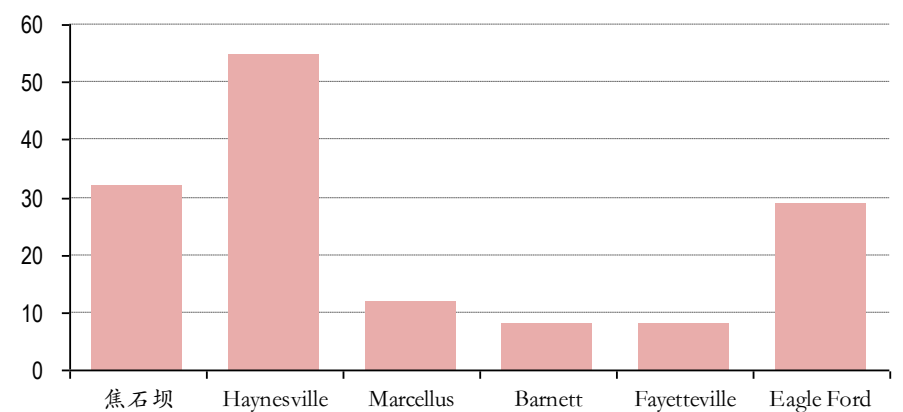
(1) 如果从工作量上看，我们统计，2011-2015 年全国完钻的页岩气水平井分别为 2 口、26 口、40 口、100-120 口、200-250 口，如果从页岩气产量上看，2010-2015 年我国页岩气产量分别为 0、0.2、2、15、65 亿 m³，我们判断页岩气勘探开发已步入规模化生产。

(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，但我们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 2015-16 年产量的释放，我们认为，中国页岩气勘探开发进度符合预期。

(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 25. 中美页岩气单井首日测试产量



资料来源：中银证券

3、油服行业国际化，海外市场大有可为

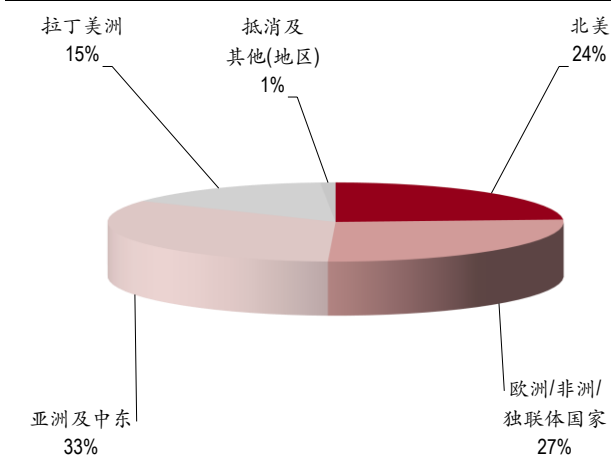
3.1 油服行业国际化

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、完井服务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。

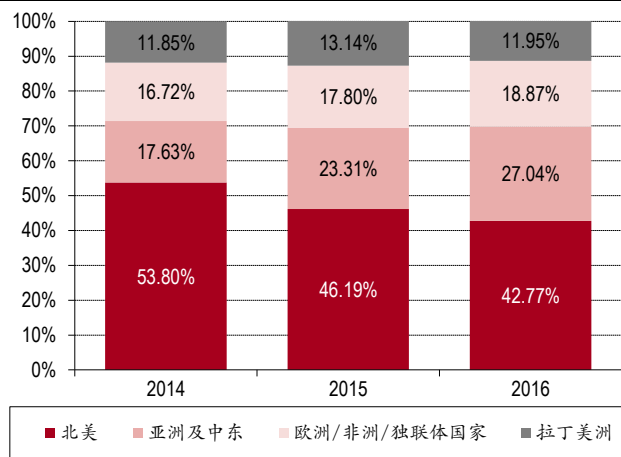
Schlumberger、Halliburton、Baker Hughes 等三家国际油服企业的业务遍布全球，其中 Schlumberger 2/3 的业务在北美以外的油服市场，Halliburton、Baker Hughes 1/2 的业务来自北美以外的油服市场。

图表 26. Schlumberger 主营业务地域分布



资料来源：公司公告，中银证券

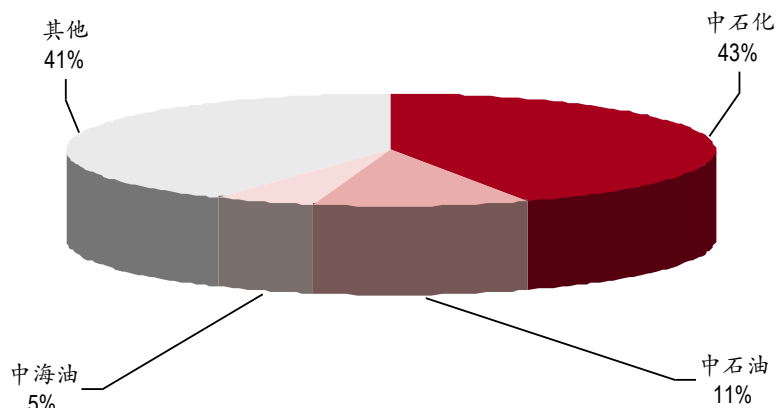
图表 27. 哈利伯顿主营业务地域分布



资料来源：公司公告，中银证券

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 28. 全球油服市场区域分布



资料来源：国土资源部，中银证券

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 29. 全球石油装备及油田技术水平比较

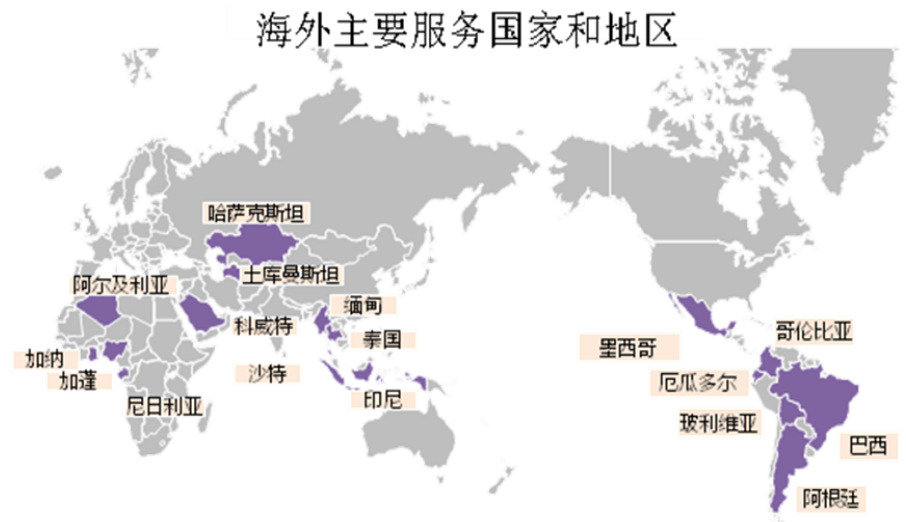
	北美、欧洲	南美	俄罗斯	中国
钻机	很好	一般	一般	很好
固压设备	很好	无	无	很好
测井工具	很好	无	无	一般
井下工具	很好	一般	一般	一般
物探、油藏服务	很好	一般	一般	一般
陆地钻井服务	很好	一般	一般	很好
海上钻井服务	很好	一般	一般	很好

资料来源：公司公告，中银证券

3.2 海外竞争力逐步提升

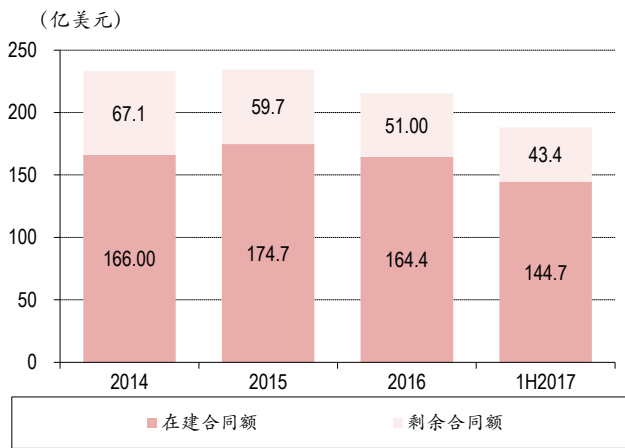
公司是沙特阿美和科威特 KOC 最大的陆上钻井承包商，是阿尔及利亚最大的地球物理服务国际承包商。近年来面对持续低迷的行业，公司发挥中国石化一体化优势，利用原油贸易优势，推进石油工程业务发展。成立中科联合指导委员会，推进一体化油田综合服务项目，扩大中国石化海外勘探开发投资项目的工程服务市场占有率发挥全产业链优势，推进墨西哥 EBANO 和厄瓜多尔 ILY 和 ITT 项目综合油藏服务。

图表 30. 公司海外主要服务国家与地区



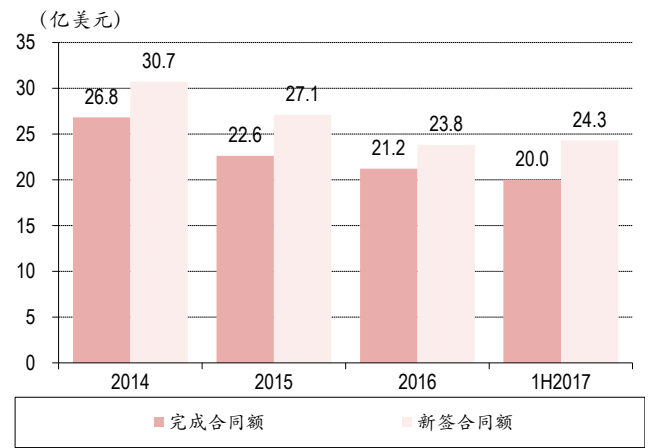
资料来源：公司公告，中银证券

图表 31. 海外在建与剩余合同



资料来源：公司公告，中银证券

图表 32. 海外完成与新签合同



资料来源：公司公告，中银证券

四、公司新业务成为业绩增长潜力

1、地理信息业务

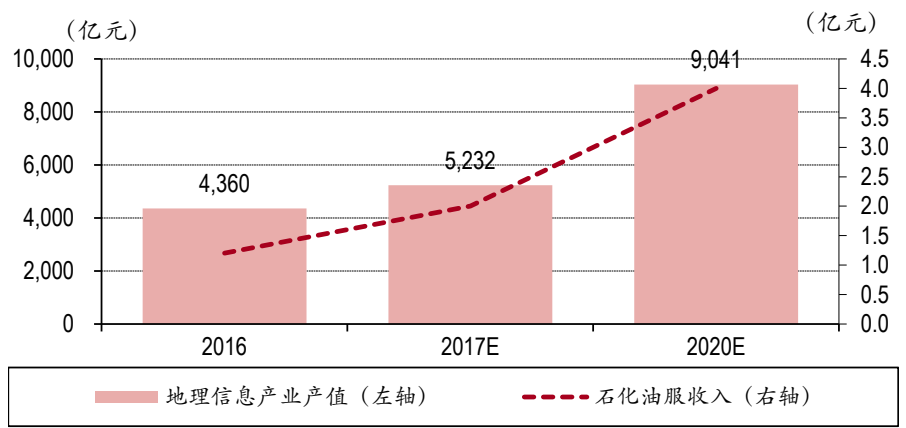
近年来，测绘地理信息产业迅猛发展，不仅在国家信息化、现代化建设中发挥了显著作用，而且在促进经济增长和保持社会稳定中作出了重要贡献。随着中国经济社会快速发展，人民生活水平不断提高，全社会对测绘地理信息服务需求急剧增加，迫切要求加快发展测绘地理信息产业，丰富地理信息产品。为加快业务转型步伐、推进技术研发升级与应用，石化油服将部分物探业务转型为地理地质信息业务，目前收入破亿，且有望继续成长。

(1) 测绘地理信息迎重大机遇

从政策来看，扶持政策不断出台。2016年8月，国家发改委和国家测绘地理信息局联合印发《测绘地理信息事业“十三五”规划》，提出构建以新型基础测绘、地理国情监测、应急测绘、航空航天遥感测绘、全球地理信息资源开发等五大业务为核心的公益性保障服务体系。2017年7月，新修订的《中华人民共和国测绘法》也开始施行。我国地理信息产业将进入飞跃期。

2016年，测绘地理信息行业完成服务总值945.99亿元，其中测绘资质单位完成服务总值929.04亿元，同比增长11%。鉴于测绘地理信息产业在现代服务业的地位将得到极大提升，在国民经济建设和国防建设以及信息服务中发挥更大的作用。预计未来10年，地理信息产业总产值将保持25%以上的年均增长率，到2020年有望将形成一万亿的年产值。

图表 33. 地理信息产业规模与公司收入



资料来源：公司公告，中银证券

(2) 石化油服未来可期

石化油服提供涵盖油气田勘探开发生命周期全程的综合一体化全产业链服务，业务板块主要包括物探业务、钻井业务、测录井业务、井下特种作业业务及工程建设业务等。

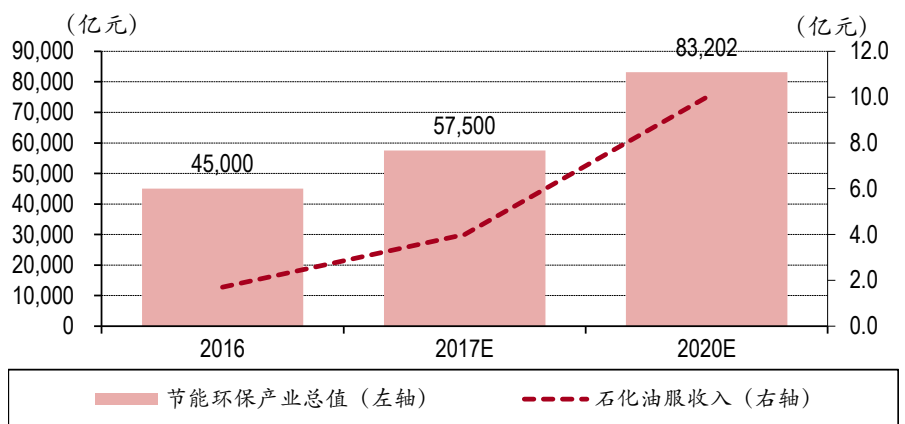
为了在行业复苏整体的背景下实现业绩增长，石化油服积极开拓国内外市场，扎实推进重组整合，加快业务转型步伐，推进技术研发升级与应用。因此石化油服将部分物探业务转型为地理地质信息业务，目前公司已拥有信息系统集成资质。2016年，测绘地理信息业务全年实现收入人民币0.4亿元，获得中国石化集团公司内部项目36个、外部市场项目25个。今年4月份地理地质信息勘查分公司成立后，公司积极开展智能化管线探测业务，目前已确认1.8万公里工作量，预计2017年将完成2万公里、人员转岗1500人、收入人民币2亿元的目标。

随着信息技术的不断发展，“一带一路”政策对周边国家和地区经济的拉动，相关国家和地区的智慧城市建设需求为国内相关企业带来新的成长机遇，石化油服未来有希望在市场规模高达万亿的地理信息产业中大有作为。

2、节能环保：固废处理业务

受益于整体行业发展前景广阔，石化油服主动培育发展新兴业务，促进业务和队伍加快转型发展，作为中石化深化改革、调整产业结构的重大举措，石化油服将部分工程建设业务转型为节能环保工程业务。节能环保工程科技有限公司2015年8月份挂牌成立，优化整合了石化油服工程建设板块拥有的核心环保技术和优势资源。与此同时，节能环保工程业务板块的设立对于践行绿色低碳、做强做大集团公司上游节能环保产业具有重要意义。未来将有望打造成中石化上游唯一的节能环保工程公司、节能环保政策研究及技术支持中心。随着固废处理行业规模飞速发展以及公司节能环保核心技术和一大批发明专利及专有技术逐渐应用，公司陆续开展了涪陵页岩气田、普光气田水处理项目、胜利油田钻井固废资源化项目，东方石化、高桥石化土壤处理项目，节能环保业务收入有望大幅增加。

图表 34. 节能环保产业规模与公司收入



资料来源：公司公告，中银证券

3、管道运维保业务

随着全球经济的逐步复苏以及我国对油气能源的旺盛需求，油气储运业务快速发展。然而，不断扩大的管网规模在为国民经济提供能源保障的同时，也使油气管道安全运行隐患日益突出，对油气管道运行维护提出了更高的要求。当前，石化油服正积极拓展原油、天然气、LNG和成品油管线的运维保业务，为能源网络保驾护航，探索这一颇具潜力的业务增长点，未来有望保持高速增长

(1) 油气管线运维业务前景广阔

当前，我国已基本实现横跨东西、纵贯南北、覆盖全国、连通海外的油气管网。数据显示，截至2016年底，中国油气长输管道总里程累计约为12.6万千米，其中天然气管道约7.43万千米、原油管道约2.62万千米、成品油管道约2.55万千米。随着新管道不断建成投产，这个数字还在增长。据预测，至“十三五”末期，中国油气管道总里程有望突破16万公里。

随着管网的拓展，管道安全、可靠性越来越受到社会关注。一方面，相当一部分管线进入“老龄化”阶段，主要分布在东北、西北及华东地区。这些管线运行年限较高，管道腐蚀严重，安全隐患陡增。另一方面，油气管线已深入人口密集区域，管线上有建筑物时压力较大，可能造成管道变形泄漏；管道安全距离不足也将带来安全隐患。因此，国家层面2014年即下达了油气管道安全隐患整治任务，各级政府和各家企业纷纷开展排查，加强整改。

综上，在政策和行业的双重推动下，保障长输管线的可靠安全以及高效运维的需求凸显，油气管线运维保相关业务前景十分广阔。

(2) 强大实力助推管线运维保业务开拓

作为中国最大的石油工程与油田技术综合服务公司，石化油服能够为油气公司提供全产业链综合服务，在该领域有着深厚的经验优势与强大的业务及研发实力。据了解，公司拥有50余年丰富的勘探、钻井、完井、油气生产、油气集输到弃井的经验，积累了多项专利授权及先进的技术应用。例如，“特大型超深高含硫气田安全高效开发技术及工业化应用”项目2012、2013年连续两年获得国家科技进步特等奖；川气东送管道项目获得国家优秀设计成果一等奖、国家优质工程金质奖等。

近年油气行业稍显低迷、油服行业进入寒冬，石化油服正激发活力，全力打好扭亏脱困攻坚战，积极开拓管道运维保业务，寻求全新利润增长点。在市场上行趋势下，拥有精良设备、丰富经验和雄厚研发实力的石化油服在管线运维保业务方面预计将保持高速增长，前景可期。

五、盈利预测及投资评级

展望 2018 年，公司仍以油田工程技术服务为主，战略性布局管线运维、储气库、环保等新业务：

图表 35. 未来发展展望

	工程技术服务	管线运维	储气库建设	油田环保
中石化体系内	做好涪陵、威远、永川、丁山页岩气田、顺北油田和鄂北气田等重点项目的产能建设	优质高效完成新粤浙管道等重点工程	√	√
国内非中石化系	深化与中国石油、中国海油、延长集团、中国地质调查局在页岩气、煤层气、地热开发、可燃冰等多层次的合作			
海外市场	扩大沙特、科威特等重点市场份额，努力做大海工业务			

资料来源：公司公告，中银证券

我们按行业景气度恢复后，预计 2018 年公司净利润 25 亿元，参考国际国内可比油服公司 20 倍左右的合理估值倍数，我们采用相对保守合理市值约 500 亿元，按最新总股本 141 亿股计算，目标价 3.54 元，首次给予“买入”评级。

图表 36. 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，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	60,349	42,924	52,236	67,166	85,384
销售成本	(55,281)	(53,918)	(51,832)	(59,768)	(73,422)
经营费用	(335)	(1,222)	(1,190)	(2,453)	(4,202)
息税折旧前利润	4,733	(12,217)	(785)	4,945	7,761
折旧及摊销	(3,941)	(3,347)	(3,276)	(3,217)	(3,221)
经营利润(息税前利润)	791	(15,564)	(4,061)	1,728	4,540
净利息收入/(费用)	(657)	(477)	(1,318)	(1,625)	(1,650)
其他收益/(损失)	371	237	756	467	487
税前利润	506	(15,804)	(4,624)	570	3,376
所得税	(481)	(311)	0	(114)	(844)
少数股东权益	(0)	(0)	0	0	0
净利润	24	(16,115)	(4,624)	456	2,532
核心净利润	386	(16,115)	(4,624)	544	2,646
每股收益(人民币)	0.002	(1.139)	(0.327)	0.032	0.179
核心每股收益(人民币)	0.027	(1.139)	(0.327)	0.038	0.187
每股股息(人民币)	0.000	0.002	0.000	0.010	0.054
收入增长(%)	(36)	(29)	22	29	27
息税前利润增长(%)	(44)	(2,066)	(74)	(143)	163
息税折旧前利润增长(%)	(18)	(358)	(94)	(730)	57
每股收益增长(%)	(98)	(65,934)	(71)	(110)	455
核心每股收益增长(%)	(82)	(4,273)	(71)	(112)	387

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	506	(15,804)	(4,624)	570	3,376
折旧与摊销	3,941	3,347	3,276	3,217	3,221
净利息费用	657	477	1,318	1,625	1,650
运营资本变动	(1,655)	65	(14,823)	16,250	(16,069)
税金	(482)	(311)	0	(114)	(844)
其他经营现金流	(392)	8,319	1,914	(5,883)	2,295
经营活动产生的现金流	2,576	(3,907)	(12,938)	15,665	(6,371)
购买固定资产净值	90	3	(403)	(273)	(333)
投资减少/增加	(117)	24	29	29	29
其他投资现金流	(5,014)	(263)	188	459	931
投资活动产生的现金流	(5,042)	(236)	(186)	215	627
净增权益	0	(32)	0	(137)	(760)
净增债务	262	5,241	38,276	(6,651)	17,265
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	2,931	(774)	(1,536)	(1,730)	(1,874)
融资活动产生的现金流	3,194	4,462	36,792	(8,416)	14,853
现金变动	728	318	23,668	7,465	9,109
期初现金	1,214	2,012	2,450	26,118	33,583
公司自由现金流	(2,466)	(4,143)	(13,124)	15,880	(5,744)
权益自由现金流	(1,546)	1,575	26,470	10,854	13,172

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	4,587	3,878	28,153	35,707	44,554
应收帐款	29,695	27,582	19,140	53,091	40,952
库存	14,769	9,318	9,407	16,276	13,960
其他流动资产	460	353	396	595	532
流动资产总计	49,511	41,131	57,096	105,669	99,997
固定资产	31,722	29,676	26,034	22,581	19,066
无形资产	182	185	148	111	71
其他长期资产	404	405	405	405	405
长期资产总计	32,308	30,266	26,587	23,097	19,542
总资产	85,308	74,493	84,731	128,799	119,570
应付帐款	30,194	30,310	15,645	45,907	27,836
短期债务	12,070	17,034	36,990	38,748	41,139
其他流动负债	17,639	17,747	9,115	29,259	19,080
流动负债总计	59,903	65,091	61,750	113,913	88,054
长期借款	619	763	19,159	10,744	25,597
其他长期负债	148	197	169	172	179
股本	14,143	14,143	14,143	14,143	14,143
储备	10,495	(5,700)	(10,489)	(10,171)	(8,401)
股东权益	24,638	8,443	3,654	3,971	5,741
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
总负债及权益	85,308	74,493	84,731	128,799	119,570
每股帐面价值(人民币)	1.74	0.60	0.26	0.28	0.41
每股有形资产(人民币)	1.73	0.58	0.25	0.27	0.40
每股净负债/(现金)(人民币)	0.75	1.09	2.12	1.12	1.70

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	7.8	(28.5)	(1.5)	7.4	9.1
息税前利润率(%)	1.3	(36.3)	(7.8)	2.6	5.3
税前利润率(%)	0.8	(36.8)	(8.9)	0.8	4.0
净利率(%)	0.0	(37.5)	(8.9)	0.7	3.0
流动性					
流动比率(倍)	0.8	0.6	0.9	0.9	1.1
利息覆盖率(倍)	1.2	(32.6)	(3.1)	1.1	2.8
净权益负债率(%)	43.3	181.8	822.2	400.7	418.9
速动比率(倍)	0.6	0.5	0.8	0.8	1.0
估值					
市盈率(倍)	1,692.9	(2.6)	(9.0)	90.9	16.4
核心业务市盈率(倍)	107.3	(2.6)	(9.0)	76.2	15.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	129.3	(3.1)	(10.8)	91.8	18.9
市净率(倍)	1.7	4.9	11.3	10.5	7.1
价格/现金流(倍)	16.1	(10.6)	(3.2)	2.6	(6.5)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.0	(4.6)	(91.1)	11.6	8.4
周转率					
存货周转天数	88.1	81.5	65.9	78.4	75.2
应收帐款周转天数	182.0	243.5	163.2	196.3	201.0
应付帐款周转天数	184.8	257.2	160.6	167.2	157.6
回报率					
股息支付率(%)	0.0	n.a.	n.a.	30.0	30.0
净资产收益率(%)	0.1	(97.4)	(76.4)	12.0	52.1
资产收益率(%)	0.0	(19.5)	(5.1)	1.3	2.7
已运用资本收益率(%)	0.0	(12.7)	(2.7)	0.2	1.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

石化油服 (600871.CH/人民币 2.93, 买入)
恒泰艾普 (300157.CH/人民币 9.75, 未有评级)
中海油服 (601808.CH/人民币 11.89, 未有评级)
杰瑞股份 (002353.CH/人民币 14.70, 未有评级)
安东油服 (3337.HK/港币 0.91, 未有评级)
华油能源 (1251.HK/港币 0.63, 未有评级)
百勤油服 (2178.HK/港币 0.42, 未有评级)
宏华集团 (0196.HK/港币 0.78, 未有评级)
通源石油 (300164.CH/人民币 6.93, 未有评级)
惠博普 (002554.CH/人民币 5.00, 未有评级)
吉艾科技 (300309.CH/人民币 22.40, 未有评级)
石化机械 (000852.CH/人民币 10.48, 未有评级)
神开股份 (002278.CH/人民币 14.69, 未有评级)
宝莫股份 (002476.CH/人民币 5.83, 未有评级)
*ST.墨龙 (002490.CH/人民币 4.97, 未有评级)
仁智股份 (002629.CH/人民币 7.29, 未有评级)
海默科技 (300084.CH/人民币 7.39, 未有评级)
潜能恒信 (300191.CH/人民币 24.77, 未有评级)

以2018年1月5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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，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，中银国际证券股份有限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股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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，中银国际证券股份有限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股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371