



**买入**

**15% ↑**

目标价格: 港币 12.12

原评级: 持有

原目标价格: 港币 11.47

0883.HK

价格: 港币 10.50

目标价格基础: 分部加总

板块评级: 中立

# 中海油

## 因盈利高于预期，评级上调

中海油 2014 年盈利比我们的预测和市场预期分别高出 33% 和 14%，主要是得益于良好的成本控制和低于预期的税收。更新模型后，我们将 2015-16 年每股收益预测上调 3-12%。尽管我们仍预测 2015 年盈利大幅下降，但公司股价在当前水平上似乎具备吸引力，尤其是从未来市盈率的角度来看。因此，我们将评级由持有上调为买入，并将目标价提高至 12.12 港币。

### 支撑评级的要点

- 2014 年公司总成本同比下降 6% 至 42.3 美元/桶。与原预算相比，2014 年公司节省了 55 亿人民币的经营费用以及 10 亿人民币的销售、管理及一般性费用。公司甚至只用 97% 的资本支出预算完成了 110% 的计划勘探工作。
- 2014 年公司和产量分成合作伙伴一起成功使 13 个新项目投入运营。所有项目均提前或按原计划投入运营，且全部是在预算之内。
- 公司拥有相对强劲的资产负债表，截至 2014 年底负债率为 26%，在手现金 377 亿人民币。公司还拥有 540 亿人民币的短期金融资产。所有这些都帮助公司抵御了当前行业的下行走势。
- 公司预测 2015 年总油气产量同比增长 10-14%，在中国主要石油公司中是唯一一家实现产量增长的。

### 评级面临的主要风险

- 油价大跌。
- 成本控制不及预期。

### 估值

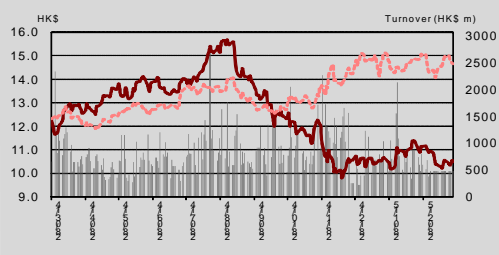
- 我们将目标估值基础由 10 倍市盈率（2008 年金融危机后的较高水平）和预期净资产溢价 5%（5 年平均）的平均值调整为预期净资产溢价 5%，这也是我们长期使用的估值方法。由于公司现金状况好于预期，我们将 2015 年预期每股净资产由 9.64 港币提高至 11.54 港币。因此，我们将目标价由 11.47 港币上调为 12.12 港币。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	285,857	274,634	208,543	261,674	232,439
变动 (%)	15	(4)	(24)	25	(11)
净利润(人民币 百万)	56,461	60,199	26,131	47,379	51,283
全面摊薄每股收益(人民币)	1.265	1.348	0.583	1.058	1.145
变动 (%)	(11.4)	6.6	(56.7)	81.3	8.2
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.511	0.876	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.519	1.032	-
调整幅度 (%)	-	-	12.5	2.5	-
全面摊薄市盈率(倍)	6.7	6.2	14.4	8.0	7.3
每股现金流量(人民币)	2.54	2.77	1.91	2.82	2.57
价格/每股现金流量(倍)	3.3	3.0	4.4	3.0	3.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.4	3.4	4.4	3.4	3.2
每股股息(人民币)	0.453	0.455	0.182	0.350	0.380
股息率 (%)	5.4	5.4	2.2	4.2	4.5

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	0.6	(5.8)	(0.6)	(13.8)
相对恒生中国企业指数	1.3	(3.4)	(3.5)	(34.3)

发行股数(百万)	44,647
流通股 (%)	29
流通股市值(港币 百万)	468,798
3个月日均交易额(港币 百万)	709
净负债比率 (%) (2015E)	22
主要股东 (%)	
中海油	66

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2015 年 3 月 27 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

## 2014 年盈利大幅超预期

中海油净利润同比增长 7%至 602 亿人民币，比我们的预测和市场预期分别高出 33%和 14%。

实际盈利和我们的预测存在差距主要是因为成本和税收低于预期。尤其是勘探费用、销售管理和一般性费用以及折旧损耗和摊销费用分别比我们的预测低 72 亿、14 亿和 12 亿人民币。除所得税外的税金比预期低 33 亿人民币，因为公司回拨了此前多缴的资源补偿费，从 2015 年开始该费用将取消。2014 年实际所得税率也由 2013 年的 30%下降至 27%，因为来自加拿大油砂项目的部分递延税资产抵消了部分所得税。

实际上，公司对北美和英国北海的部分油砂资产也计提了 42 亿人民币的减值拨备。

## 成本削减成果显著

通过产量提升（总油气产量同比上升 5%）和成本节省，公司成功实现盈利增长，完全抵消了实现油价同比下跌 8%的负面影响。

2014 年，公司经营费用基本持平在 12.22 美元/桶，总成本同比削减 6%至 42.30 美元/桶油当量。与原先的预算相比，公司的经营费用、销售管理和一般性费用以及资本支出分别节省了 55 亿人民币、10 亿人民币及 90 亿人民币。

## 良好的勘探成果及强劲的新项目进展

2014 年，公司在中国近海和海外分别取得了 15 项和 5 项新发现。其中包含南海的陵水 17-2 气田，这是公司首个独立获得的大型深水气田发现。公司探明可采油气储备的储量替代率达到 112%。

从新项目进展来看，2014 年公司和产量分成合作伙伴成功使 13 个新项目投入运营，所有项目均提前或按原计划投入运营，且全部是在预算之内。

## 2015 年盈利将大幅下滑

展望未来，我们预测由于 14 年下半年和 15 年初油价大跌，2015 年公司盈利同比下滑 57%。尽管我们预测 2015 年总油气产量同比增长 13%，但仍不足以抵消实现油价预期同比下跌 38%的负面影响。

## 预测、目标价和评级变动

根据实际业绩更新模型后，我们将 2015 和 16 年盈利预测分别上调 12%和 3%。我们将评级由持有上调为买入，因为在当前水平上该股开始具备吸引力，尤其是以 2016 年预期市盈率来看。

我们将目标估值基础由 10 倍市盈率（2008 年金融危机后的较高水平）和预期净资产溢价 5%（5 年平均）的平均值调整为预期净资产溢价 5%，这也是我们长期使用的估值方法。由于公司现金状况好于预期，我们将 2015 年预期每股净资产由 9.64 港币提高至 11.54 港币。因此，我们将目标价由 11.47 港币上调为 12.12 港币。

**图表 1. 业绩摘要**

(人民币, 百万)	2013	2014	变动(%)
油气销售	226,445	218,210	(4)
营销收入	55,495	50,263	(9)
其他收入	3,917	6,161	57
总营业收入	285,857	274,634	(4)
经营费用	(30,014)	(31,180)	4
生产税	(15,937)	(11,842)	(26)
勘探费用	(17,120)	(11,525)	(33)
折旧、损耗及摊销	(56,456)	(58,286)	3
特别收益金	(23,421)	(19,072)	(19)
减值亏损	45	(4,120)	na
营销采购	(53,386)	(47,912)	(10)
销售、管理及一般性费用	(7,859)	(6,613)	(16)
其他	(3,206)	(3,169)	(1)
经营利润	78,503	80,915	3
净财务成本	(2,365)	(3,701)	56
净外汇收益	873	1,049	20
投资收入	2,611	2,684	3
联营公司	133	232	74
合资公司	762	774	2
其他	334	560	68
税前利润	80,851	82,513	2
税金	(24,390)	(22,314)	(9)
净利润	56,461	60,199	7
每股收益(人民币)	1.26	1.35	7
每股股息(港币)			
末期	0.32	0.32	-
全年	0.57	0.57	-

资料来源: 公司数据

**图表 2. 经营数据**

	2013	2014	变动%
<b>产量</b>			
原油(百万桶)	333.1	348.8	5
天然气(十亿立方英尺)	455.3	485.5	7
合计(百万桶油当量)	411.7	432.5	5
<b>销量</b>			
原油(百万桶)	326.8	340.6	4
天然气(十亿立方英尺)	408.0	435.0	7
<b>实现油价</b>			
原油(美元/桶)	104.60	96.04	(8)
天然气(美元/千立方英尺)	5.78	6.44	11

资料来源: 公司数据

**图表 3. 各地区油气产量**

	2013	2014	变动(%)
<b>原油及液化气产量(百万桶)</b>			
渤海湾	143.2	147.4	3
西南中国海	27.6	29.4	7
东南中国海	51.7	51.5	(0)
西中国海	0.6	0.7	17
<b>中国近海合计</b>	<b>223.1</b>	<b>229.0</b>	<b>3</b>
亚洲(不含中国)	10.6	13.6	28
大洋洲	1.7	1.6	(6)
非洲	28.2	28.0	(1)
加拿大	14.6	17.6	21
北美其他国家	16.1	18.2	13
南美	8.3	8.7	5
欧洲	30.5	32.1	5
<b>海外合计</b>	<b>110.0</b>	<b>119.8</b>	<b>9</b>
<b>合计</b>	<b>333.1</b>	<b>348.8</b>	<b>5</b>
<b>天然气产量(十亿立方英尺)</b>			
渤海湾	46.5	50.3	8
西南中国海	120.6	124.7	3
东南中国海	55.3	49.9	(10)
西中国海	11.6	12.0	3
<b>中国近海合计</b>	<b>233.9</b>	<b>236.8</b>	<b>1</b>
亚洲(不含中国)	51.2	56.4	10
大洋洲	35.8	40.6	13
加拿大	38.7	42.9	11
北美其他国家	40.0	41.1	3
南美	45.2	48.9	8
欧洲	10.5	18.5	76
<b>海外合计</b>	<b>221.3</b>	<b>248.4</b>	<b>12</b>
<b>合计</b>	<b>455.3</b>	<b>485.3</b>	<b>7</b>
<b>总产量(百万桶油当量)</b>	<b>411.7</b>	<b>432.5</b>	<b>5</b>

资料来源: 公司数据

**图表 4. 总成本**

(美元/桶油当量)	2013	2014	变动(%)
经营成本	12.25	12.22	(0)
折旧、损耗及摊销	21.03	21.3	1
拆卸	2.02	1.55	(23)
销售、管理及一般性费用	3.21	2.59	(19)
除所得税外的税金	6.51	4.64	(29)
<b>合计</b>	<b>45.02</b>	<b>42.3</b>	<b>(6)</b>

资料来源: 公司数据

**图表 5. 资本支出**

(人民币, 十亿)	2013	2014	2015B
勘探	18.2	23.2	
开发	61.1	69.7	
生产	10.6	12.9	
其他	1.0	1.3	
<b>总计</b>	<b>90.9</b>	<b>107.0</b>	<b>70-80</b>

资料来源: 公司数据

**图表 6. 2014 年投运的新项目列表**

项目	地点	开工日期	总高峰产量 (桶油当量/天)	工作权益 (%)
流花 19-5 气田	东南中国海	14 年 1 季度	4,800	100
荔湾 3-1 气田	东南中国海	14 年 1 季度	58,000	51
垦利 3-2 油田	渤海	14 年 2 季度	35,000	100
丽水 36-1 气田	中国东海	14 年 3 季度	7,400	51
番禺 10-2/5/8 油田	东南中国海	14 年 3 季度	13,000	100
文昌 13-6 油田	西南中国海	14 年 3 季度	6,000	100
恩平 24-2 油田	东南中国海	14 年 4 季度	40,000	100
Golden Eagle	英国北海	14 年 4 季度	70,000	36.50
惠州 25-8 油田, 西江 24-3 油田, 西江 24-2 区联合开发项目*	东南中国海	14 年 4 季度	33,000	100.00
番禺 34-1/35-1/35-2 气田	东南中国海	14 年 4 季度	25,000	100
Kinosi 1A (沥青)*	加拿大阿尔伯特	14 年 4 季度	20,000	100
流花 34-2 气田*	东南中国海	14 年 4 季度	7,500	51
陆丰 7-2 油田	东南中国海	14 年 4 季度	23,000	51

\*计划于 2015 年开工的项目

资料来源: 公司数据

**图表 7. 预期每股净资产**

		2015E
核心业务	10%的折现现金流	8.57
无形资产	账面成本	0.37
合资公司及联营企业	账面成本	0.59
MEG 能源	每股 21.01 加元	0.07
其他短期投资	资产负债表	1.21
其他长期资产	资产负债表	0.39
净现金/(负债)		(1.93)
每股净资产(人民币)		9.25
<b>每股净资产(港币)</b>		<b>11.54</b>

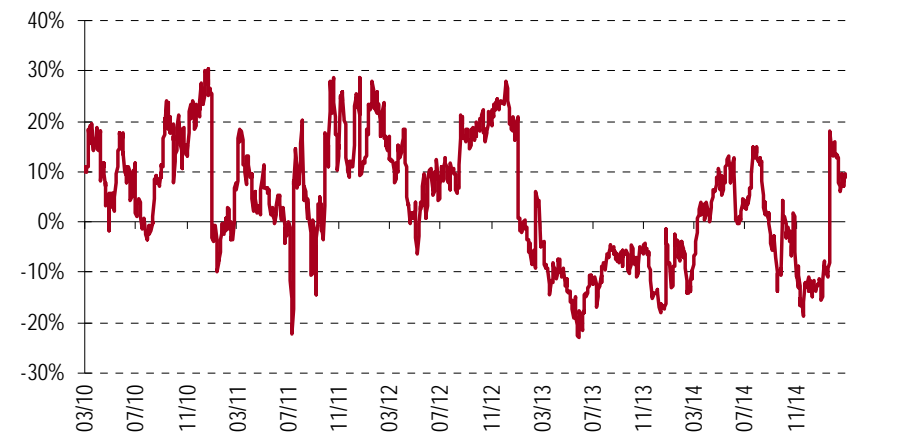
资料来源: 中银国际研究预测

**图表 8. 主要预测变动**

	原预测			新预测			
	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E	2017E
<b>产量</b>							
原油(百万桶)	341.8	402.5	426.0	348.8	406.8	420.2	424.6
天然气(十亿立方英尺)	524.1	477.4	481.5	485.2	486.5	512.1	531.1
总油气产量(百万桶油当量)	432.3	485.0	509.1	432.5	490.8	508.7	513.1
实现油价(美元/桶)	95.4	59.4	73.5	96.0	59.4	73.6	76.3
单位经营费用(美元/桶油当量)	11.4	10.3	10.2	12.2	11.0	10.9	10.8
综合成本(美元/桶油当量)	52.7	41.1	43.3	42.3	41.1	43.4	44.7
美元/人民币	6.16	6.25	6.25	6.16	6.25	6.25	6.20

资料来源: 中银国际研究预测

图表 9. 股价对预期净资产的溢价/ (折扣)



资料来源: 中银国际研究

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	285,857	274,634	208,543	261,674	232,439
销售成本	(139,833)	(125,651)	(93,929)	(115,998)	(78,658)
经营费用	(11,065)	(9,782)	(9,958)	(9,999)	(11,391)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>134,959</b>	<b>139,201</b>	<b>104,656</b>	<b>135,677</b>	<b>142,390</b>
折旧及摊销	(56,456)	(58,286)	(66,526)	(69,126)	(70,281)
<b>经营利润 (息税前利润)</b>	<b>78,503</b>	<b>80,915</b>	<b>38,130</b>	<b>66,551</b>	<b>72,109</b>
净利息收入/(费用)	(2,365)	(3,701)	(2,487)	(2,920)	(3,035)
其他收益/(损失)	4,713	5,299	1,854	3,773	3,773
<b>税前利润</b>	<b>80,851</b>	<b>82,513</b>	<b>37,497</b>	<b>67,404</b>	<b>72,847</b>
所得税	(24,390)	(22,314)	(11,366)	(20,025)	(21,563)
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>56,461</b>	<b>60,199</b>	<b>26,131</b>	<b>47,379</b>	<b>51,283</b>
<b>核心净利润</b>	<b>56,461</b>	<b>60,199</b>	<b>26,131</b>	<b>47,379</b>	<b>51,283</b>
每股收益(人民币)	1.265	1.348	0.583	1.058	1.145
核心每股收益(人民币)	1.265	1.348	0.583	1.058	1.145
每股股息(人民币)	0.453	0.455	0.182	0.350	0.380
收入增长(%)	15	(4)	(24)	25	(11)
息税前利润增长(%)	(10)	3	(53)	75	8
息税折旧前利润增长(%)	12	3	(25)	30	5
每股收益增长(%)	(11)	7	(57)	81	8
核心每股收益增长(%)	(11)	7	(57)	81	8

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	80,851	82,513	37,497	67,404	72,847
折旧与摊销	56,456	58,286	66,526	69,126	70,281
净利息费用	2,365	3,701	2,487	2,920	3,035
运营资本变动	3,558	6,874	2,087	(1,337)	(10,725)
税金	(32,648)	(24,390)	(22,314)	(11,366)	(20,025)
其他经营现金流	2,819	(3,393)	(908)	(822)	(822)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>113,401</b>	<b>123,591</b>	<b>85,375</b>	<b>125,925</b>	<b>114,591</b>
购买固定资产净值	(174,643)	(95,673)	(75,000)	(105,000)	(96,600)
投资减少/增加	451	0	0	0	0
其他投资现金流	13,488	5,000	(100)	(100)	(100)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(160,704)</b>	<b>(90,673)</b>	<b>(75,100)</b>	<b>(105,100)</b>	<b>(96,700)</b>
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	42,656	(13,931)	(1,067)	(4,650)	(8,134)
支付股息	(20,226)	(20,286)	(15,113)	(11,608)	(16,520)
其他融资现金流	(6,339)	(1,483)	(4,169)	(4,558)	(4,661)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>16,091</b>	<b>(35,701)</b>	<b>(20,348)</b>	<b>(20,816)</b>	<b>(29,315)</b>
现金变动	(31,212)	(2,783)	(10,073)	9	(11,424)
期初现金	71,914	40,536	37,753	27,680	27,688
公司自由现金流	(46,211)	33,991	10,910	20,948	17,874
权益自由现金流	(7,157)	15,831	5,039	11,617	5,096

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	91,639	91,783	81,710	81,718	70,294
应收帐款	34,136	29,441	21,478	26,950	23,939
库存	9,153	10,608	7,008	8,963	1,601
其他流动资产	11,624	8,573	9,840	18,874	24,581
<b>流动资产总计</b>	<b>146,552</b>	<b>140,405</b>	<b>120,036</b>	<b>136,506</b>	<b>120,416</b>
固定资产	419,102	463,222	471,696	507,570	526,326
无形资产	17,000	16,491	16,426	16,362	16,297
其他长期资产	38,819	42,438	43,446	44,368	45,290
<b>长期资产总计</b>	<b>474,921</b>	<b>522,151</b>	<b>531,568</b>	<b>568,300</b>	<b>587,913</b>
<b>总资产</b>	<b>621,473</b>	<b>662,556</b>	<b>651,604</b>	<b>704,805</b>	<b>708,329</b>
应付帐款	48,558	52,192	42,716	48,806	27,708
短期债务	49,841	31,180	4,650	8,134	4,650
其他流动负债	30,549	19,810	22,865	31,524	33,062
<b>流动负债总计</b>	<b>128,948</b>	<b>103,182</b>	<b>70,230</b>	<b>88,465</b>	<b>65,420</b>
长期借款	82,011	105,383	109,391	105,977	98,227
其他长期负债	68,894	74,368	74,368	80,996	80,996
股本	949	43,081	43,081	43,081	43,081
储备	340,671	336,529	354,534	386,287	420,604
<b>股东权益</b>	<b>341,620</b>	<b>379,610</b>	<b>397,615</b>	<b>429,368</b>	<b>463,685</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>总负债及权益</b>	<b>621,473</b>	<b>662,543</b>	<b>651,604</b>	<b>704,805</b>	<b>708,329</b>
每股帐面价值(人民币)	7.65	8.50	8.91	9.62	10.39
每股有形资产(人民币)	7.27	8.13	8.54	9.25	10.02
每股净负债/(现金)(人民币)	2.05	2.21	1.93	1.94	1.94

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	47.2	50.7	50.2	51.8	61.3
息税前利润率(%)	27.5	29.5	18.3	25.4	31.0
税前利润率(%)	28.3	30.0	18.0	25.8	31.3
净利率(%)	19.8	21.9	12.5	18.1	22.1
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.1	1.4	1.7	1.5	1.8
利息覆盖率(倍)	22.7	16.9	12.2	21.9	23.9
净权益负债率(%)	26.7	26.0	21.7	20.1	18.7
速动比率(倍)	1.1	1.3	1.6	1.4	1.8
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	6.7	6.2	14.4	8.0	7.3
核心业务市盈率(倍)	6.7	6.2	14.4	8.0	7.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	7.7	7.2	16.7	9.2	8.5
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
价格/现金流(倍)	3.3	3.0	4.4	3.0	3.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.4	3.4	4.4	3.4	3.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	18.8	28.7	34.2	25.1	24.5
应收帐款周转天数	36.9	42.2	44.6	33.8	40.0
应付帐款周转天数	46.3	67.0	83.1	63.8	60.1
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	35.9	33.7	31.1	33.0	33.1
净资产收益率(%)	17.3	16.7	6.7	11.5	11.5
资产收益率(%)	10.2	9.2	4.0	6.9	7.2
已运用资本收益率(%)	18.9	16.6	7.5	12.6	13.0

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