

Sinopec (600028)

Attractive investment opportunity in Sinopec from earnings elasticity & valuation repairment

Buy (Initiation)

11 April 2023

 Research Analyst
Ruibin Chen
 (852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

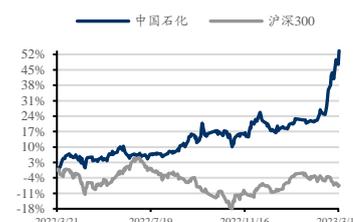
Forecast & Valuation	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue (RMB mn)	2,740,884	3,324,065	3,361,509	3,217,861
Growth (YoY %)	30%	21%	1%	-4%
Net profit (RMB mn)	71,208	64,208	76,595	79,639
Growth (YoY %)	114%	-10%	19%	4%
EPS (RMB)	0.59	0.54	0.64	0.66
P/E (x)	9.56	10.61	8.89	8.55

Key words: # Integration # Cheaper than peer companies # High dividend yield # Reversal effect # Scarce assets

Investment Thesis

- **China Petrochemical Corporation (Sinopec): global leader in refining, with effective integrated advantages to resist oil price fluctuations.** Sinopec is the world's largest refining company and the second-largest chemical company, with business segments covering exploration & production, refining, chemicals, and marketing & distribution. GPM of the exploration & production segment follows a positive trend with oil prices, while the GPM of the refining and chemicals segments follows a negative trend. GPM of the marketing & distribution segment remains stable at around 6-7%. The integrated characteristics of the company can effectively resist oil price fluctuations and maintain relatively stable performance even under highly volatile oil prices.
- **National policies drive increased reserves and production, and with oil prices hanging at high levels, Sinopec's exploration business is developing steadily.** Policy: under the "dual-carbon" background, China's energy structure is undergoing adjustments, with a focus on the development of oil and gas resources. We expect oil prices to remain at high levels in 2023. 1) Supply side: the global capital expenditure of upstream resources has limited growth, and rising oil prices have not increased the enthusiasm for global capital expenditure. Russian exports have increased, but production capacity has entered a period of decline; some OPEC+ countries have reached their production limits; US crude oil production is gradually recovering, but the increase in output is limited, with an average annual increase lower than pre-pandemic levels. 2) Demand side: global crude oil demand has not yet peaked and remains in a growth trend. With policy support and high crude oil prices, Sinopec has increased capital expenditure in the upstream exploration, effectively managing oil and gas operating costs and pushing the exploration business towards high-quality development.
- **As policies become stricter and demand for refined oil products rebounds, the performance of the refining and chemical segment is expected to improve with an expanding overseas price difference.** Policy: during the 14th Five-Year Plan period, China will continue to promote the "reduction of oil and increase of chemicals" for refining companies, and the new refining projects have lower yields of refined oil products. The development of refined oil supply is limited, with restricted growth in substantial refining capacity. Under these circumstances, Sinopec's refining and chemical segment looks promising as it has several key refining and chemicals projects under construction. Refined oil: 1) Domestic market: the price difference between gasoline, diesel, and crude oil has reached a temporary high, while demand for refined oil products is recovering. 2) Overseas market: the price difference for refined oil products is expanding, and the export quota for refined oil products is increasing. We expect Sinopec's domestic and overseas profits in the refining and chemicals segment to rise. Ethylene: China relies heavily on imports of ethylene. As the country's leading ethylene producer, Sinopec has long adhered to an innovation-driven strategy and has been the first in China to complete the industrial test of direct crude oil cracking to produce ethylene, with a clear industrial competitive advantage. In addition, refining and chemicals companies are continuously promoting the production capacity layout of downstream new material, driving demand increase for ethylene.

Price Performance



Market Data

Closing price (RMB)	5.68
52-week Range (RMB)	4.02/5.77
P/B (X)	0.88
Float Cap (RMB mn)	540,255.88
Market Cap (RMB mn)	681,011.60

Basic Data

BVPS (RMB, LF)	6.45
Liabilities/assets (% , LF)	54.86
Total Issued Shares (mn)	119,896.41
Shares outstanding (mn)	95,115.47

Related reports

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees **Shuxian Chen (陈淑娴)** and **Jingjing Guo (郭晶晶)**.

- **With continuous reform of central state-owned enterprises, we expect Sinopec to be re-evaluated.** On March 3, 2023, the SASAC of the State Council held a meeting to mobilize and deploy the value creation action of state-owned enterprises benchmarked against world-class enterprises. Central state-owned enterprises in the petrochemical and chemicals industry have the characteristics of small number and large scale. Sinopec has excellent earnings performance, high concentration in its main business, and focuses on shareholders' returns. Its dividend yield is higher than the other two major oil companies. Sinopec's P/B ratio is much lower than other leading petrochemical and chemical companies, and is expected to return to a rational level under favorable policies.
- **Earnings Forecast & Rating:** We forecast Sinopec's 2022-2024 revenue and EPS to be RMB64.208/76.595/79.639bn (-9.83%/+19.26%/+3.98% YoY) and RMB0.54/0.64/0.66, indicating P/E of 10.61x/8.89x/8.55x and P/B of 0.85x/0.82x/0.79x. We initiate with the "Buy" rating.
- **Catalysts:** Higher-than-expected domestic economic recovery; favorable valuation policy for state-owned enterprises; ongoing high levels of oil prices; increased export quotas for refined oil products; stricter supervision of consumption tax on refined oil products.
- **Risks:** Geopolitical risks; macroeconomic volatility risks; slower-than-expected recovery in demand for refined oil products.

业绩弹性+央企估值修复，中石化迎良机 买入（首次）

2023年4月11日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	2,740,884	3,324,065	3,361,509	3,217,861
同比	30%	21%	1%	-4%
归属母公司净利润（百万元）	71,208	64,208	76,595	79,639
同比	114%	-10%	19%	4%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.59	0.54	0.64	0.66
P/E（现价&最新股本摊薄）	9.56	10.61	8.89	8.55

股价走势



关键词：#一体化 #比同类公司便宜 #股息率高 #困境反转 #稀缺资产

投资要点

- 中国石化：全球炼化龙头，一体化优势有效抵御油价波动风险。**公司是世界第一大炼油公司、第二大化工公司，业务板块包括勘探与开发、炼油、化工、营销与分销。公司勘探开发板块毛利率跟随油价正向波动，炼油、化工板块毛利率跟随油价负向波动，营销及分销板块毛利率稳定在 6-7% 左右，一体化特征可较好抵御油价波动风险，在油价高度波动下仍保持相对稳定的业绩表现。
- 国家政策推动增储上产+油价持续高位运行，勘探业务稳健发展。政策层面：**双碳背景下，我国能源结构发生调整，注重油气资源的开发。我们预计 2023 年油价仍然高位运行：**1) 供给端：**全球上游资本开支增幅有限，油价上行并未提高全球资本开支积极性。俄罗斯出口量增加，但产能已进入下降期；OPEC+ 部分国家产量达到极限；美国原油逐步恢复增产，但是产量增幅有限，年均增产不及疫情前水平。**2) 需求端：**全球原油需求尚未达峰，仍保持增长态势。政策推动以及原油价格高位情况下，公司加大上游勘探板块的资本开支，油气操作成本的管理卓有成效，勘探业务走向高质量发展。
- 政策趋严+成品油需求回暖&海外价差扩大，炼化板块业绩有望改善。政策层面：**十四五期间中国将持续推动炼油企业“降油增化”，新增炼化项目成品油收率较低，产品油供给侧发展受限，后续大幅新增炼化产能有限。在此情况下，公司有多个重点炼化项目正在在建，炼化板块未来可期。**成品油方面：****1) 国内：**汽、柴油与原油价差达到阶段性高点，同时国内成品油分项需求回暖。**2) 海外：**成品油价差扩大，且成品油出口配额增加。公司炼化板块国内外业务利润有望抬升。**乙烯方面：**国内乙烯进口依赖度高。中石化作为全国第一的乙烯生产企业，长期坚持实施创新驱动战略，在国内率先完成原油直接裂解制乙烯工业试验，产业竞争优势明显。此外，炼化企业持续推进下游新材料产能配套布局，带动乙烯需求提升。
- 央企改革持续推进，公司估值水平有望重估。**2023 年 3 月 3 日，国务院国资委召开会议，对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署。石化化工板块的央企具备数量少、体量大的特点。公司业绩表现优异，主业聚集度高，且注重对股东的回报，股息率高于其他两桶油。公司 PB 值远低于其他市值排名靠前的石化化工企业，有望在政策推动下，估值回归理性水平。
- 盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 642.08、765.95 和 796.39 亿元，同比增速分别为 -9.83%、19.26%、3.98%，EPS（摊薄）分别为 0.54、0.64 和 0.66 元/股，2023 年 3 月 17 日收盘价对应的 A 股 PE 分别为 10.61、8.89 和 8.55 倍，A 股 PB 分别为 0.85、

市场数据

收盘价(元)	5.68
一年最低/最高价	4.02/5.77
市净率(倍)	0.88
流通 A 股市值(百万元)	540,255.88
总市值(百万元)	681,011.60

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.45
资产负债率(% ,LF)	54.86
总股本(百万股)	119,896.41
流通 A 股(百万股)	95,115.47

相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢陈淑娟和郭晶晶的指导。

对应的 A 股 PE 分别为 10.61、8.89 和 8.55 倍，A 股 PB 分别为 0.85、0.82 和 0.79 倍。考虑原油价格持续高位保障上游业绩，疫后经济复苏带动成品油需求反弹，2023-2024 年公司业绩增长提速，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **股价催化剂：**国内经济复苏进程超预期；央企估值利好政策出台；油价持续高位运行；成品油出口配额增加；成品油消费税监管加强。
- **风险提示：**地缘政治风险；宏观经济波动风险；成品油需求复苏不及预期。

1. 炼化一体化龙头，盈利能力稳定

1.1. 全产业链布局的炼化一体龙头

国资委实际控制，子公司业务广泛。根据 2022 年三季度报，公司的直接控股股东为中国石油化工集团有限公司，其持有 68.31% 的公司股权。中国石油化工集团有限公司是国务院国有资产监督管理委员会直属的特大型国有企业，故国务院国资委为公司实际控制人。公司总股本近 1199 亿股，其中 A 股 951 亿股，H 股 248 亿股。

中国石化主营业务分为 3 大环节：上游主要从事上游石油天然气勘探开发；中游管道运输、储存、LNG 接收站和液化站；下游石油等化工产品的生产与销售等相关业务。

1.2. 抵御油价波动风险，公司业绩表现稳健

作为上、中、下游一体化的大型能源化工公司，在油价高度波动下仍保持相对稳定的业绩表现。炼油及销售板块是公司利润主要来源。从营收构成来看，炼油及营销分销板块在近十年公司营收中的占比稳定在 60% 左右。从利润贡献来看，勘探开发板块毛利率跟随油价正向波动，炼油、化工板块毛利率跟随油价负向波动，营销及分销板块毛利率稳定在 6-7% 左右，一体化特征可较好抵御周期性波动风险。

1.3. 公司财务状况良好，经营现金流充裕

公司的销售净利率和净资产收益率受油价影响小，盈利能力稳定。2011-2021 年油价周期波动中，公司的净利率一直稳定在 1.7%-3.1%，且在 2016 年和 2020 年油价低迷时也显示出了较强的抗冲击性，仍然保持正销售净利率和净资产收益率，盈利能力稳定。2019-2021 年，与 BP、Exxon Mobil、中海油相比，公司 ROE 相对更平稳，与中石油相比，公司 ROE 整体更高。2022 年前三季度，受油价大幅上涨和国内疫情影响，公司 ROE 小幅下滑。作为炼化一体的石化产业龙头，公司即使在油价波动时也能够保证利润稳定。

2. 勘探开发：稳油增气，推进高质量业务发展

2.1. 勘探及开发板块业务情况

中国石化是我国最大的一体化能源化工公司之一，上游主营石油与天然气勘探开采业务。公司在上游板块拥有 15 家分公司，油气资源覆盖国内各地与海外 26 个国家地区。勘探开发板块经营效益与油价高度相关。公司勘探开发板块收入主要源于少部分自产原油与大部分自产天然气的外销，其经营收入与油价波动正相关，板块毛利率随油价波动较大。2022 年上半年，油价大幅上涨环境下，板块收益同比+321.98% 至 263.02 亿元，毛利率同比+8.40pct 至 23.90%。

2.2. 保障国家能源安全，增储上产进行时

推动能源革命需要保持原油、天然气产能稳定增长。能源是国民经济的重要物质基

础，影响国家宏观经济的发展，掌控着国家未来命运。随着能源革命的愈演愈烈，加快推进我国能源结构的战略性调整迫在眉睫。夯实国内能源生产基础、保障基础民生是能源革命的前提条件。在“双碳”目标的大背景下，石油与天然气作为除煤炭之外最重要的一次能源，保持原油、天然气产能稳定增长，是国家能源结构调整的重要基础举措。

2.3. 油价或持续稳定在高位运行

预计 2023 年油价仍然高位运行。供给端，紧张。能源结构转型背景下，国际石油公司依旧保持谨慎克制的生产节奏，资本开支有限，增产意愿不足；受制裁影响，俄罗斯原油增产能力不足且会一定程度下降；OPEC+供给弹性下降，减产托底油价意愿强烈，沙特控价能力增强；美国原油增产有限，长期存在生产瓶颈，且从 2022 年释放战略原油库存转而进入 2023 年补库周期。**需求端，增长。**今年上半年国内经济恢复但海外经济衰退，下半年国内外经济都进一步恢复，需求端呈现前低后高的格局。综合国内外来看，全球原油需求仍保持增长态势。另外，我们认为，2023 年即便发生经济衰退，但由于美联储为了复苏经济将加息趋缓甚至采取降息措施、沙特主导的 OPEC+通过控制产量支撑油价、非 OPEC 无法大规模增产，油价出现大幅暴跌可能性较小。在没有突发大型冲击事件的情况下，油价或将持续且较为稳定的处于高位运行。**中石化的勘探开发板块业绩或将继续维持稳定且良好的业绩。**

3. 炼化：政策趋严+行业好转，板块业绩有望迎来改善

3.1. 炼化项目审批趋严，中石化更显存量优势

2021 年 9 月以来，中共中央、国务院发布《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，国务院发布《关于印发 2030 年前碳达峰行动方案的通知（国发〔2021〕23 号）》，国家发展改革委发布《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》和《石化化工重点行业严格能效约束推动节能降碳行动方案（2021-2025 年）》，推动石化行业碳达峰，严控新增炼油能力，到 2025 年国内一次加工能力控制在 10 亿吨以内，主要产品产能利用率提升至 80%以上。2021 年 12 月，中央经济工作会议指出新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制。**我们认为，在供给侧发展受限的环境下，后续大幅新增炼化产能有限。**

3.2. 炼油：消费税监管趋严，利好国营炼油龙头

公司炼油能力全国第一。公司作为中国最大的炼油企业，旗下炼厂超过三十座，而且近年来继续投入资本扩建炼厂，加快建设世界级炼化基地。2010-2021 年，公司炼油营收波动上升，至 2021 年炼油营收达到 13856 亿元，为近 10 年来最高。2022 年前半年炼油营收达到 7756 亿元，同比增长 23.9%。

消费税相关举措将进一步整顿油品市场，保证油品质量，有利于提升合法经营的国内民营加油站的认可度。对以上三种成品油征收消费税后，合规经营的国有炼厂和

民营大炼化企业并不会因此加重自身税负，但是小型独立炼厂将因此丧失低价劣质的炼油原料，而被迫提升自身运营成本。因此，在竞争激化的格局下，国有大型炼厂如中石化将逐渐获得更强的竞争力。

3.3. 化工：乙烯仍有进口替代空间，化工板块有望迎改善

化工营收波动上升，2022 年有望创新高。2010-2021 年，公司化工营收波动上升，至 2021 年达到 5055 亿元，同比增长 43.7%。2022 年上半年，化工营收达到 2782 亿元，同比增长 22.7%，全年化工营收有望创新高。

化工板块毛利率与原油价格负相关。2022 年上半年，受油价高企、需求弱勢影响，化工毛利率出现下滑。2023 年，随着疫后经济恢复，下游需求反弹，公司化工板块业绩有望迎来好转。

从具体消费端看，乙烯下游主要应用在聚乙烯领域，占比达到 64%。其它下游产品为环氧乙烷、乙二醇、苯乙烯、聚氯乙烯等，产品可作为部分下游新材料产品的主要原料，伴随炼化企业持续推进下游新材料产能配套布局，乙烯需求有望稳步提升。

4. 营销及分销：油品业务盈利稳健，非油业务强势增长

4.1. 批零价差扩大推动油品业务发展，非油业务快速跟进

汽柴油批零价差震荡上升，公司成品油销售业务盈利能力增强。2022 年以来，汽柴油批零价差一路走高，国内对柴油的需求更为旺盛，柴油价格上升速度快于汽油，汽柴油的批零价差在 2022 年 6 月达到峰值，随后有小幅回调。2023 年以来，伴随天气转暖，人们外出旅行增加，且户外工程基建等行业陆续开工，汽柴油批零价差预计稳中有增，中石化的汽柴油销售盈利能力将得到保障。

4.2. 打造中国第一氢能公司

2022 年 3 月 23 日，国家发展改革委、国家能源局联合发布了《氢能产业发展中长期规划(2021-2035)》，明确了氢能在我国能源绿色低碳转型中的战略定位，是未来实现碳达峰和碳中和的重要手段。

中石化在三桶油中氢能业务发展规模最大，依托其成熟的炼化业务进行制氢，持续拓展绿电制氢业务，而数量最多的加油站又能够有效保障交通加氢的实现。2022 年 7 月 14 日，公司举办《氢能应用现代产业链建设推进会暨高质量发展论坛》，并与河南机场集团、宝武清洁能源公司、一汽解放、中国氢能联盟、中国船级社、上海交大氢科学中心、武汉绿动氢能技术公司等 8 家单位签署氢能产业链建设合作协议，共同谋划携手打造氢能应用现代产业链、推动氢能产业高质量发展。2022 年 9 月 2 日，中国石化发布实施氢能中长期发展战略，加快打造中国第一氢能公司。

5. 央企价值重估正当时

中石化在业务以及社会责任方面表现都十分优异，有望受益于政策推动，估值回归合理水平。根据推动央企估值回升的政策，主要关注以下板块：主业聚集度、业务稳健度、分红回购情况、ESG 表现等。

主业聚焦度：中石化聚焦油品业务，利润占比超 90%。

业务稳健度：中石化依托强大的一体化能力抵御油价剧烈波动对公司盈利影响，经营能力稳健。

分红回购情况：公司维护股东利益，2022 年开展首次回购，实际回购公司 A 股股份 4.4 亿股，占公司总股本的 0.37%，回购均价为 4.27 元/股。中石化 A 股、H 股在 2021 年的股息率分别为 11.11%、15.37%，高于中石油与中海油。

6. 风险提示

- 1、地缘政治风险：若俄乌战争突然结束，可能引发油价暴跌的风险。
- 2、宏观经济波动风险：若美联储持续加息，可能引发海外经济衰退风险。
- 3、成品油需求复苏不及预期：若国内经济复苏缓慢，成品油消费提升有限。

中国石化三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	558,024	655,962	736,837	696,548	营业总收入	2,740,884	3,324,065	3,361,509	3,217,861
货币资金及交易性金融资产	221,989	243,571	328,763	332,328	营业成本(含金融类)	2,216,551	2,846,486	2,863,364	2,710,086
经营性应收款项	50,067	75,477	63,087	60,555	税金及附加	259,032	248,815	260,108	263,870
存货	207,433	251,167	226,060	225,621	销售费用	57,891	56,509	57,146	57,921
合同资产	0	0	0	0	管理费用	62,535	53,185	53,784	54,704
其他流动资产	78,535	85,746	118,927	78,045	研发费用	11,481	13,296	14,546	14,480
非流动资产	1,331,231	1,379,821	1,407,039	1,422,659	财务费用	9,010	8,205	8,129	6,616
长期股权投资	209,179	239,179	268,171	294,780	加:其他收益	5,850	7,645	7,731	7,401
固定资产及使用权资产	783,906	812,570	823,705	822,990	投资净收益	6,032	0	10,085	9,654
在建工程	155,939	140,751	124,601	111,681	公允价值变动	3,341	0	0	0
无形资产	119,210	118,786	122,063	124,728	减值损失	-15,476	-10,424	-10,260	-10,095
商誉	8,594	8,594	8,560	8,540	资产处置收益	665	332	1,484	841
长期待摊费用	10,007	11,007	11,007	11,007	营业利润	112,414	95,123	113,473	117,983
其他非流动资产	44,396	48,933	48,933	48,933	营业外净收支	-4,066	0	0	0
资产总计	1,889,255	2,035,782	2,143,876	2,119,207	利润总额	108,348	95,123	113,473	117,983
流动负债	641,280	741,162	813,937	752,546	减:所得税	23,318	23,781	28,368	29,496
短期借款及一年内到期的非流动负债	56,017	95,025	93,110	94,037	净利润	85,030	71,342	85,105	88,487
经营性应付款项	215,640	200,263	218,106	177,868	减:少数股东损益	13,822	7,134	8,511	8,849
合同负债	124,622	142,324	143,168	135,504	归属母公司净利润	71,208	64,208	76,595	79,639
其他流动负债	245,001	303,550	359,553	345,138	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.59	0.54	0.64	0.66
非流动负债	331,934	341,659	341,659	341,659	EBIT	133,803	113,420	120,293	124,200
长期借款	49,341	84,341	84,341	84,341	EBITDA	249,483	274,943	294,904	308,420
应付债券	42,649	12,649	12,649	12,649	毛利率(%)	19.13	14.37	14.82	15.78
租赁负债	170,233	168,233	168,233	168,233	归母净利率(%)	2.60	1.93	2.28	2.47
其他非流动负债	69,711	76,436	76,436	76,436	收入增长率(%)	30.23	21.28	1.13	-4.27
负债合计	973,214	1,082,821	1,155,596	1,094,205	归母净利润增长率(%)	114.02	-9.83	19.29	3.97
归属母公司股东权益	775,102	804,888	831,696	859,569					
少数股东权益	140,939	148,073	156,584	165,432					
所有者权益合计	916,041	952,961	988,280	1,025,002					
负债和股东权益	1,889,255	2,035,782	2,143,876	2,119,207					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	225,174	251,334	349,804	266,213	每股净资产(元)	6.40	6.71	6.94	7.17
投资活动现金流	-145,198	-243,116	-200,520	-199,441	最新发行在外股份(百万股)	119,896	119,896	119,896	119,896
筹资活动现金流	-57,942	13,364	-64,093	-63,208	ROIC(%)	8.67	6.68	6.78	6.82
现金净增加额	21,031	21,582	85,192	3,565	ROE-摊薄(%)	9.19	7.98	9.21	9.26
折旧和摊销	115,680	161,523	174,610	184,220	资产负债率(%)	51.51	53.19	53.90	51.63
资本开支	-143,443	-184,668	-181,613	-182,485	P/E(现价&最新股本摊薄)	9.56	10.61	8.89	8.55
营运资本变动	-245	-3,481	79,007	-18,465	P/B(现价)	0.89	0.85	0.82	0.79

数据来源: Wind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及 / 或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

