

2011年8月29日

A
卖出

600688.SS - 人民币 7.72

目标价格: 人民币 6.28 (▼6.31)

H
买入 (↑持有)

0338.HK - 港币 2.84

目标价格: 港币 3.83 (↑3.72)

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209030301

股价相对指数表现 (A股)


资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现 (A股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(9)	(8)	(13)	(14)
相对新华富时	(3)	(6)	(9)	(10)
A50 指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据 (A股)

发行股数(百万)	7,200
流通股(%)	10
流通股市值(人民币 百万)	5,558
3个月日均交易额(人民币 百万)	45
净负债比率(%) (2011E)	32
主要股东(%)	
中国石油化工集团公司	56

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

上海石化

上调H股评级

尽管上半年公司的盈利小幅下滑, 但是考虑到石油价格下跌, 这一业绩已经远远超出了我们的预期。综合中期业绩和近期我们对石油价格和成品油价格预测的调整, 我们大幅上调了盈利预测。今年以来 H 股股价经历深度调整, 目前估值已非常低廉, 因此我们将评级从持有上调为买入。但是, 考虑到 A 股估值昂贵, 我们依然对其维持卖出评级。

支撑评级的要点

- 预计石油价格将小幅下滑, 预计 2012-13 年盈利将逐步提升;
- H 股估值不足 1 倍 2011 年预期市净率, 估值低廉;
- A 股估值对应 3 倍 2011 年预期市净率, 过于昂贵。

影响评级的主要风险

- 对 H 股而言, 中央政府下调汽油和柴油价格较我们预期快, 而幅度较我们预期大;
- 对 A 股而言, 石油价格大幅下跌。

估值

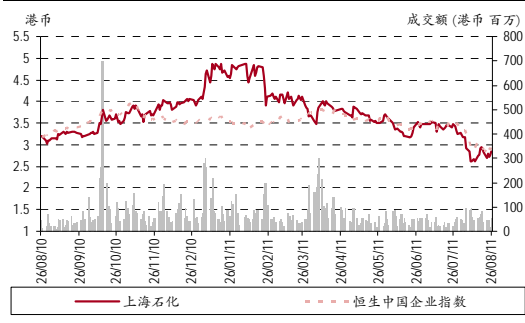
- 我们将 H 股目标估值乘数从 1.5 倍 2011 年预期市净率下调为 1.25 倍, 与我们对其他炼油与化工企业的估值倍数相同。鉴于盈利预测调高, 我们将 H 股目标价小幅上调为 3.83 港币。
- 我们继续以 100% 的 A-H 股溢价对 A 股估值, 将目标价从 6.31 人民币下调为 6.28 人民币。

图表 1. 投资摘要 (A股)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	51,723	77,591	96,325	95,812	96,736
变动(%)	(14)	50	24	(1)	1
净利润(人民币 百万)	1,562	2,704	1,209	1,266	2,256
全面摊薄每股收益(人民币)	0.217	0.376	0.168	0.176	0.313
变动(%)	(125.0)	73.1	(55.3)	4.7	78.1
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.343	0.384	0.430
先前预测每股收益(人民币)	-	-	(0.240)	0.008	0.099
调整幅度(%)	-	-	(170.1)	2,092.7	215.5
全面摊薄市盈率(倍)	35.6	20.6	46.0	43.9	24.6
每股现金流量(人民币)	0.56	0.63	0.26	0.40	0.52
价格/每股现金流量(倍)	13.8	12.3	29.2	19.2	14.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.9	11.9	19.0	17.7	12.6
每股股息(人民币)	0.030	0.100	0.060	0.060	0.100
股息率(%)	0.4	1.3	0.8	0.8	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价相对指数表现 (H股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现 (H股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(30)	(18)	(19)	(11)
相对恒生中国企业指数(%)	(11)	0	0	(1)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据 (H股)

发行股数(百万)	7,200
流通股(%)	32
流通股市值(港币 百万)	6,625
3个月日均交易额(港币 百万)	45
净负债比率(%) (2011E)	33

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

投资摘要 (H股)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入 (人民币 百万)	47,345	72,096	89,503	89,026	89,885
变动(%)	(23)	52	24	(1)	1
净利润(人民币 百万)	1,591	2,772	1,241	1,298	2,289
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.221	0.385	0.172	0.180	0.318
变动(%)	(125.5)	74.2	(55.2)	4.6	76.3
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.306	0.366	0.306
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	(0.235)	0.012	0.104
调整幅度(%)	-	-	NA	1,346.5	206.0
全面摊薄市盈率(倍)	10.5	6.0	13.5	12.9	7.3
每股现金流量 (人民币)	0.51	0.59	0.27	0.41	0.52
价格/每股现金流量(倍)	4.5	3.9	8.6	5.7	4.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.0	3.9	6.3	5.5	3.7
每股股息(人民币)	0.030	0.100	0.060	0.060	0.100
股息率(%)	1.3	4.3	2.6	2.6	4.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中期盈利小幅下滑, 但远佳于我们预期

2011年上半年, 上海石化国际会计准则下盈利同比下滑6%至14.26亿人民币。在中国会计准则下, 盈利同比下滑8%至13.82亿人民币。

2季度中国会计准则下公司盈利环比大幅下滑48%至4.7亿人民币。尽管如此, 但考虑到2季度石油价格的大幅上升, 公司的盈利依然超出了我们的预期。中期业绩超预期主要是因为石化中间产品的平均售价高于预测及石油成本低于预期。

石油价格走高成为盈利下滑的主要诱因

上半年, 公司原油加工量同比增长13%至568万吨。乙烯产量同比下滑0.4%至49.2万吨。平均石油成本同比上涨26%至4,937.9人民币/吨(合102.9美元/桶)。四类主要产品的平均售价同比上涨15-21%。国际会计准则下, 公司毛利率从上年同期的5.5%下滑至4.3%, 在中国会计准则下从8.0%降至6.8%。

预计下半年小幅亏损

由于现货市场的时滞, 石油高成本从5月开始对公司的业绩产生了冲击, 我们预计下半年公司将录得2亿人民币左右亏损。在10月以前, 公司将继续面临石油高成本的压力。与此同时, 石化产品的价格预计将伴随石油价格从近期的高点开始回落。

调整盈利预测、目标价格和评级

我们根据中期业绩、近期对石油价格和成品油价格预测的调整更新了模型, 大幅上调了2011-13年盈利预测。其中, 我们将2011年、2012年和2013年布伦特原油平均价格预测分别从104.9美元/桶、102美元/桶和99美元/桶上调为109.8美元/桶、104.7美元/桶和103.9美元/桶。

业绩摘要(H股)

(人民币, 百万)	2010年 上半年	2011年 上半年	同比变 动%
营收	36,128	49,501	37
销售税及其附加	(2,450)	(3,156)	29
净销售收入	33,678	46,345	38
销售成本	(31,818)	(44,349)	39
毛利润	1,861	1,996	7
一般、销售和管理费用	(256)	(335)	31
其他经营收入	31	28	(11)
其他经营费用	(15)	(27)	85
经营利润	1,622	1,661	2
联营公司	391	183	(53)
投资收入	0	-	NA
净财务成本	(117)	14	NM
税前利润	1,896	1,858	(2)
税金	(389)	(426)	10
税后利润	1,507	1,432	(5)
少数股东权益	7	(6)	NA
净利润	1,514	1,426	(6)
每股收益(人民币)	0.210	0.198	(6)

盈利能力(%)

毛利率	5.5	4.3
经营利润率	4.8	3.6
净利率	4.5	3.1

资料来源: 公司数据

营收构成(H股)

(人民币, 百万)	2010年 上半年	2011年 上半年	同比 变动%
合成纤维	1,891	2,320	23
合成树脂与塑料	7,641	8,654	13
中间石化产品	17,665	20,907	18
石化产品	16,490	25,216	53
石化产品交易	3,992	7,724	93
其他	694	982	41
减: 业务间销售	(12,246)	(16,303)	33
总计	36,128	49,501	37

资料来源: 公司数据

此外, 我们的宏观经济研究团队近期调整了人民币汇率预测。过去, 我们预计2011年末人民币兑美元将升值至6.22: 1, 此后将保持稳定。目前, 我们预计人民币升值缓慢, 2011年末人民币兑美元汇率为6.31: 1, 2012年末进一步升至6.1: 1, 此后将企稳。

根据我们的新预测, 我们预计2011年公司的盈利将同比下滑50%以上, 2012年将与2011年水平相当, 2013年有望同比增长70%。

我们将H股目标估值乘数从1.5倍2011年预期市净率下调为1.25倍, 与我们对其他炼油与化工企业的估值倍数相同。鉴于盈利预测调高, 我们将H股目标价从3.72港币小幅上调为3.83港币。目前H股估值不到1倍2011年预期市净率, 估值低廉, 因此我们将其评级从持有上调为买入。

A股方面, 我们继续以100%的A-H股溢价估值, 将目标价从6.31人民币小幅下调为6.28人民币。鉴于A股估值过于昂贵, 我们对其维持卖出评级。

经营利润构成(H股)

(人民币, 百万)	2010年 上半年	2011年 上半年	同比 变动%
合成纤维	315	364	16
合成树脂与塑料	82	43	(47)
中间石化产品	261	1,045	300
石化产品	930	145	(84)
石化产品交易	7	8	22
其他	27	56	109
总计	1,622	1,661	2

资料来源: 公司数据

营收构成(A股)

(人民币, 百万)	2010年	2011年	同比 变动%
	上半年	上半年	
合成纤维	1,891	2,320	23
合成树脂与塑料	7,641	8,654	13
中间石化产品	17,665	20,907	18
石化产品	16,490	25,216	53
石化产品交易	3,992	7,724	93
其他	717	1,006	40
减: 业务间销售	(12,246)	(16,303)	33
总计	36,151	49,525	37

资料来源: 公司数据

经营利润构成(A股)

(人民币, 百万)	2010年	2011年	同比 变动%
	上半年	上半年	
合成纤维	314	363	15
合成树脂与塑料	81	38	(53)
中间石化产品	261	1,034	296
石化产品	929	132	(86)
石化产品交易	6	8	35
其他	27	53	97
财务成本	(117)	14	NM
投资收益	386	178	(54)
总计	1,888	1,818	(4)

资料来源: 公司数据

业绩摘要(A股)

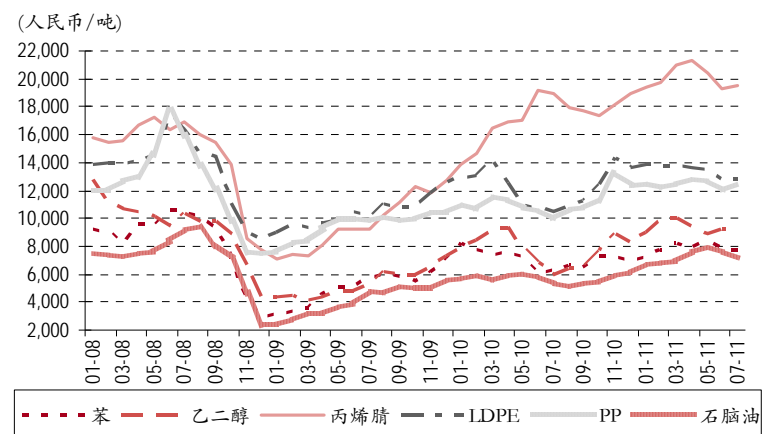
(人民币, 百万)	2010年	2011年	同比 变动%
	上半年	上半年	
收入	36,151	49,525	37
销售成本	(30,822)	(43,007)	40
营业税及其附加	(2,450)	(3,156)	29
毛利润	2,880	3,362	17
销售费用	(256)	(335)	31
管理费用	(958)	(1,244)	30
财务费用	(117)	14	NM
资产减值亏损	(47)	(157)	231
投资收益	386	178	(54)
经营利润	1,888	1,818	(4)
非经营收入	13	9	(35)
非经营支出	(18)	(21)	15
总利润	1,883	1,806	(4)
所得税	(389)	(418)	7
少数股东权益	0	(6)	NA
净利润	1,494	1,382	(8)

盈利能力(%)

毛利率	8.0	6.8
经营利润率	5.2	3.7
净利率	4.1	2.8

资料来源: 公司数据

部分相关石化产品价格



资料来源: 中国石油和化学工业联合会

损益表—A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	51,723	77,591	96,325	95,812	96,736
销售成本	(42,665)	(65,787)	(84,502)	(83,977)	(83,695)
经营费用	(5,510)	(7,115)	(8,758)	(8,653)	(8,689)
经营利润(息税前利润)	1,853	2,985	1,351	1,418	2,524
折旧及摊销	(1,695)	(1,704)	(1,715)	(1,764)	(1,828)
息税折旧前利润	3,548	4,689	3,065	3,181	4,352
净利息收入(费用)	(295)	(236)	(119)	(109)	126
其他收益/(损失)	578	705	382	382	372
税前利润	2,136	3,454	1,613	1,691	3,023
所得税	(510)	(725)	(393)	(412)	(746)
少数股东权益	(64)	(25)	(11)	(12)	(21)
净利润	1,562	2,704	1,209	1,266	2,256
核心净利润	1,562	2,704	1,209	1,266	2,256
每股收益(人民币)	0.217	0.376	0.168	0.176	0.313
核心每股收益(人民币)	0.217	0.376	0.168	0.176	0.313
每股股息(人民币)	0.030	0.100	0.060	0.060	0.100
收入增长(%)	(14)	50	24	(1)	1
息税前利润增长(%)	(118)	61	(55)	5	78
息税折旧前利润增长(%)	(142)	32	(35)	4	37
每股收益增长(%)	(125)	73	(55)	5	78
核心每股收益增长(%)	(125)	73	(55)	5	78

资料来源: 公司数据, 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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	126	100	3,133	4,389	5,520
应收帐款	535	752	933	929	937
库存	6,884	5,352	6,470	6,465	6,444
其他流动资产	1,517	2,327	7,987	12,782	13,125
流动资产总计	9,061	8,532	18,524	24,564	26,026
固定资产	16,049	15,460	16,738	16,019	16,236
无形资产	557	538	525	512	499
其他长期资产	4,791	4,628	4,778	5,128	5,468
长期资产总计	21,397	20,626	22,041	21,659	22,203
总资产	30,458	29,158	40,565	46,224	48,230
应付帐款	3,665	3,323	4,268	4,242	4,227
短期债务	6,700	3,474	9,000	9,000	9,000
其他流动负债	3,914	3,777	7,758	12,773	12,947
流动负债总计	14,279	10,573	21,026	26,014	26,175
长期借款	304	175	175	0	0
其他长期负债	235	237	237	237	237
股本	7,200	7,200	7,200	7,200	7,200
储备	8,146	10,713	11,655	12,489	14,314
股东权益	15,346	17,913	18,855	19,689	21,514
少数股东权益	294	260	271	283	304
总负债及权益	30,458	29,158	40,565	46,224	48,230
每股帐面价值(人民币)	2.13	2.49	2.62	2.73	2.99
每股有形资产(人民币)	2.05	2.41	2.55	2.66	2.92
每股净负债/(现金)(人民币)	0.96	0.49	0.84	0.64	0.48

资料来源: 公司数据, 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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	2,136	3,454	1,613	1,691	3,023
折旧与摊销	1,695	1,704	1,715	1,764	1,828
净利息费用	295	236	119	109	(126)
运营资本变动	103	(833)	(836)	(3)	(27)
税金	(44)	(19)	(393)	(413)	(747)
其他经营现金流	(168)	(24)	(317)	(250)	(208)
经营活动产生的现金流	4,017	4,518	1,901	2,897	3,742
购买固定资产净值	(2,120)	(1,357)	(3,000)	(1,000)	(2,000)
投资减少/增加	(697)	66	0	0	0
其他投资现金流	642	827	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,175)	(463)	(3,000)	(1,000)	(2,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(1,638)	(3,276)	5,015	0	(175)
支付股息	(35)	(260)	(720)	(432)	(432)
其他融资现金流	(671)	(544)	(162)	(209)	(4)
融资活动产生的现金流	(2,344)	(4,080)	4,132	(641)	(611)
现金变动	(502)	(25)	3,033	1,256	1,130
期初现金	628	126	100	3,133	4,389
公司自由现金流	1,887	4,055	(1,091)	1,908	1,742
权益自由现金流	(110)	505	3,753	1,688	1,562

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

主要比率—A股

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	6.9	6.0	3.2	3.3	4.5
息税前利润率	3.6	3.8	1.4	1.5	2.6
税前利润率	4.1	4.5	1.7	1.8	3.1
净利率	3.0	3.5	1.3	1.3	2.3
流动性(倍)					
流动比率	0.6	0.8	0.9	0.9	1.0
利息覆盖率	5.9	10.9	8.3	6.8	566.2
净权益负债率(%)	44.0	19.5	31.6	23.1	16.0
速动比率	0.2	0.3	0.6	0.7	0.7
估值(倍)					
市盈率	35.6	20.6	46.0	43.9	24.6
核心业务市盈率	35.6	20.6	46.0	43.9	24.6
目标价对应核心业务市盈率	29.0	16.7	37.4	35.7	20.0
市净率	3.6	3.1	2.9	2.8	2.6
价格/现金流	13.8	12.3	29.2	19.2	14.9
企业价值/息税折旧前利润	16.9	11.9	19.0	17.7	12.6
周转率					
存货周转天数	48.7	33.9	25.5	28.1	28.1
应收帐款周转天数	2.7	3.0	3.2	3.5	3.5
应付帐款周转天数	21.8	16.4	14.4	16.2	16.0
回报率(%)					
股息支付率	13.8	26.6	35.7	34.1	31.9
净资产收益率	10.7	16.3	6.6	6.6	10.9
资产收益率	4.8	7.9	2.9	2.5	4.0
已运用资本收益率	8.1	13.6	5.6	5.3	8.9

资料来源: 公司数据, 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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	47,345	72,096	89,503	89,026	89,885
销售成本	(45,010)	(68,314)	(87,370)	(86,830)	(86,574)
经营费用	1,353	856	937	1,001	1,057
经营利润(息税前利润)	2,024	2,967	1,405	1,483	2,591
折旧及摊销	(1,665)	(1,671)	(1,665)	(1,714)	(1,778)
息税折旧前利润	3,688	4,638	3,070	3,197	4,369
净利息收入(费用)	(305)	(236)	(119)	(109)	126
其他收益/(损失)	448	803	360	350	340
税前利润	2,167	3,533	1,646	1,724	3,057
所得税	(511)	(736)	(393)	(413)	(747)
少数股东权益	(64)	(25)	(11)	(12)	(21)
净利润	1,591	2,772	1,241	1,298	2,289
核心净利润	1,591	2,772	1,241	1,298	2,289
每股收益(人民币)	0.221	0.385	0.172	0.180	0.318
核心每股收益(人民币)	0.221	0.385	0.172	0.180	0.318
每股股息(人民币)	0.030	0.100	0.060	0.060	0.100
收入增长(%)	(23)	52	24	(1)	1
息税前利润增长(%)	(126)	47	(53)	6	75
息税折旧前利润增长(%)	(160)	26	(34)	4	37
每股收益增长(%)	(126)	74	(55)	5	76
核心每股收益增长(%)	(126)	74	(55)	5	76

资料来源: 公司数据, 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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	126	100	3,183	4,463	5,583
应收帐款	120	74	92	92	92
库存	6,884	5,352	7,012	6,975	7,042
其他流动资产	1,932	3,005	3,464	3,451	3,475
流动资产总计	9,061	8,532	13,752	14,980	16,192
固定资产	14,977	13,571	12,206	12,498	11,714
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	5,870	6,466	9,509	8,837	10,165
长期资产总计	20,847	20,037	21,715	21,334	21,879
总资产	29,908	28,569	35,467	36,315	38,072
应付帐款	1,521	2,376	3,114	3,097	3,127
短期债务	7,775	4,395	9,000	9,175	9,000
其他流动负债	5,009	3,801	4,826	4,812	4,836
流动负债总计	14,305	10,573	16,939	17,084	16,963
长期借款	304	175	175	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	7,200	7,200	7,200	7,200	7,200
储备	7,805	10,361	10,882	11,748	13,605
股东权益	15,005	17,561	18,082	18,948	20,805
少数股东权益	294	260	271	283	304
总负债及权益	29,908	28,569	35,467	36,315	38,072
每股帐面价值(人民币)	2.08	2.44	2.51	2.63	2.89
每股有形资产(人民币)	2.08	2.44	2.51	2.63	2.89
每股净负债/(现金)(人民币)	1.10	0.62	0.83	0.65	0.47

资料来源: 公司数据, 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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	2,167	3,533	1,646	1,724	3,057
折旧与摊销	1,665	1,671	1,665	1,714	1,778
净利息费用	305	236	119	109	(126)
运营资本变动	168	(759)	(786)	20	(38)
税金	(44)	(19)	(393)	(413)	(747)
其他经营现金流	(555)	(414)	(292)	(222)	(192)
经营活动产生的现金流	3,705	4,248	1,959	2,931	3,732
购买固定资产净值	(2,120)	(1,357)	(3,000)	(1,000)	(2,000)
投资减少/增加	(191)	766	0	0	0
其他投资现金流	92	126	(9)	(11)	0
投资活动产生的现金流	(2,220)	(464)	(3,009)	(1,011)	(2,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(1,638)	(3,276)	5,015	0	(175)
支付股息	(35)	(260)	(720)	(432)	(432)
其他融资现金流	(314)	(274)	(162)	(209)	(4)
融资活动产生的现金流	(1,987)	(3,810)	4,132	(641)	(611)
现金变动	(502)	(25)	3,083	1,279	1,120
期初现金	628	126	100	3,183	4,463
公司自由现金流	1,530	3,785	(1,041)	1,931	1,732
权益自由现金流	(467)	235	3,803	1,711	1,552

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

主要比率—H股

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	7.8	6.4	3.4	3.6	4.9
息税前利润率	4.3	4.1	1.6	1.7	2.9
税前利润率	4.6	4.9	1.8	1.9	3.4
净利率	3.4	3.8	1.4	1.5	2.5
流动性(倍)					
流动比率	0.6	0.8	0.8	0.9	1.0
利息覆盖率	6.2	10.8	8.7	7.1	581.0
净权益负债率(%)	52.0	25.1	32.6	24.5	16.2
速动比率	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
估值(倍)					
市盈率	10.5	6.0	13.5	12.9	7.3
核心业务市盈率	10.5	6.0	13.5	12.9	7.3
目标价对应核心业务市盈率	14.2	8.2	18.2	17.4	9.9
市净率	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
价格/现金流	4.5	3.9	8.6	5.7	4.5
企业价值/息税折旧前利润	6.0	3.9	6.3	5.5	3.7
周转率					
存货周转天数	46.1	32.7	25.8	29.4	29.5
应收帐款周转天数	0.8	0.5	0.3	0.4	0.4
应付帐款周转天数	10.8	9.9	11.2	12.7	12.6
回报率(%)					
股息支付率	13.6	26.0	34.8	33.3	31.5
净资产收益率	11.2	17.0	7.0	7.0	11.5
资产收益率	5.4	8.0	3.3	3.1	5.3
已运用资本收益率	8.7	13.1	5.8	5.7	9.3

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 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