

证券研究报告—调整目标价格

2012年5月2日

股票代码	600688.SS	0338 HK
评级	持有	买入
收盘价	人民币 5.86	港币 2.69
目标价	人民币 6.13	港币 3.78
原先目标价	人民币 5.86	港币 3.61
上/下浮比例	5%	41%
目标价格基础	较 H 股溢价	1.25 倍市净率
板块评级	NA	NA

股价表现—A股



	今年至今 (%)	1个月 (%)	3个月 (%)	12个月 (%)
绝对	(2)	(4)	(2)	(40)
相对新华富时 A50 指数	(15)	(9)	(4)	(25)
发行股数(百万)	7,200			
流通股 (%)	10			
流通股市值(人民币 百万)	4,219			
3个月日均交易额(人民币 百万)	35			
净负债比率%(2012E)	43			
主要股东(%)	56			
中国石油化工集团公司				

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2012年4月27日收市价为标准

上海石化

12年1季度强劲反弹

中国石化公告12年1季度净亏损1.9亿人民币，而11年1季度实现净利润9.12亿人民币。尽管如此，与11年4季度净亏损7.07亿人民币相比，公司盈利情况已取得显著改善。随着2012年3月底成品油价上调的正面影响完全显现，我们预测盈利将于12年2季度进一步改善。我们大幅上调了2012-14年盈利预测。重申对H股的买入评级以及对A股的持有评级。

支撑评级的主要因素

- 随着3月底成品油价上调的影响完全显现，盈利将于12年2季度继续改善。
- 公司是即将推行的中国主要成品油产品定价机制改革的主要受益者。我们预测改革将于2012年底油价回调时推广。
- 2012年底炼油设备升级改造完成后，盈利增长将于2013年加速。
- H股估值具备吸引力，但A股估值过高。

评级面临的主要风险

- 油价飙升。
- 石化产品价格下跌。

估值

- 我们将H股目标价由3.61港币上调至3.78港币，对应1.25倍2012年市净率。
- A股方面，我们设定目标价仍根据H股溢价100%。因此，我们将目标价由5.86人民币相应上调至6.13人民币。

投资摘要—A股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	77,591	95,601	102,581	106,267	110,497
变动(%)	50	23	7	4	4
净利润(人民币 百万)	2,704	944	51	1,219	1,618
全面摊薄每股收益(人民币)	0.376	0.131	0.007	0.169	0.225
变动(%)	73.1	(65.1)	(94.6)	2,293.6	32.7
先前预测每股收益(人民币)	-	-	(0.099)	0.015	0.173
调整幅度(%)	-	-	N/A	NM	30.0
全面摊薄市盈率(倍)	15.6	44.7	828.4	34.6	26.1
每股现金流量(人民币)	0.63	0.37	0.22	0.49	0.57
价格/每股现金流量(倍)	9.3	15.6	26.9	12.0	10.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.1	16.6	25.4	12.4	10.4
每股股息(人民币)	0.100	0.050	0.000	0.060	0.070
股息率(%)	1.7	0.9	0.0	1.0	1.2

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：S1300209030301

股价表现—H股



	今年 (%)	1月至今	3个月	12个月
绝对	(1)	(4)	(1)	(28)
相对恒生中国企业指数	(9)	(8)	(1)	(12)
发行股数(百万)	7,200			
流通股(%)	32			
流通股市值(港币 百万)	6,275			
3个月日均交易额(港币 百万)	25			
净负债比率(%) (2012E)	43			
主要股东(%)	56			
中国石油化工集团公司				

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2012年4月27日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	72,096	89,510	96,045	99,496	103,457
变动(%)	52	24	7	4	4
净利润(人民币 百万)	2,769	956	88	1,256	1,655
全面摊薄每股收益(人民币)	0.385	0.133	0.012	0.174	0.230
变动(%)	74.0	(65.5)	(90.8)	1,333.6	31.8
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.209	0.269	0.333
先前预测每股收益(人民币)	-	-	(0.094)	0.020	0.178
调整幅度(%)	-	-	NA	NM	29.2
全面摊薄市盈率(倍)	5.7	16.5	179.8	12.5	9.5
每股现金流量(人民币)	0.59	0.34	0.22	0.49	0.57
价格/每股现金流量(倍)	3.7	6.4	9.9	4.4	3.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.7	7.0	11.0	5.2	4.2
每股股息(人民币)	0.100	0.050	0.000	0.060	0.070
股息率(%)	4.6	2.3	0.0	2.7	3.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

尽管 12 年 1 季度公告亏损，但盈利环比出现反弹

在中国会计准则下，上海石化公告 12 年 1 季度净亏损 1.9 亿人民币，与 11 年 1 季度 9.12 亿人民币的净利润相去甚远。但是，相较中国会计准则下 11 年 4 季度 7.07 亿人民币的亏损而言，公司实际盈利情况已有显著改善。我们认为，这主要是得益于 2012 年 2 月初和 3 月底的两轮成品油价上调。大部分石化产品价格于 11 年 4 季度下降后，已于 2012 年 2 月出现反弹。12 年 1 季度公司毛利率亦由 11 年 4 季度的 -0.5% 上升至 2.0%。公司业绩实际好于我们的预测。

盈利预计将于 12 年 2 季度进一步改善

展望未来，随着 2012 年 3 月底成品油价上调的全期正面影响显现，我们预测公司 12 年 2 季度将实现微利。原油价格的近期盘整亦将起到一定帮助。实际上，根据公司给出的指引，中国会计准则下 12 年上半年盈利将大幅下降，但不会出现亏损。

预测及目标价变动

公司计划在炼油设备的 6 期扩建工程完工后，将 2012 年原油加工量同比提高 10% 至 1200 万吨。我们因而将 2012-14 年原油加工预测上调 7% 至 17%。扩建工程可使轻质成品油产量上升，因为公司的二次加工能力将与一次加工能力相匹配(即 1,600 万吨/年)。由轻质成品油的价值通常高于重质成品油，公司盈利能力应有所改善。

鉴于 12 年 1 季度公司亏损小于预期、原油加工量预测上调，我们将 2012-13 年盈利预测大幅调高。目前，我们预测 2012 年公司将实现微利。我们将 2014 年盈利预测上调 29-30%。

我们仍根据 1.25 倍 2012 年市净率来设定 H 股目标价。由于我们的盈利预测上调，我们将 H 股目标价由 3.61 港币上调至 3.78 港币。重申对 H 股的买入评级。

A股方面，我们设定目标价仍根据H股溢价100%。因此，我们将目标价由5.86人民币调高至6.13人民币。维持对A股的持有评级，因为在当前水平上估值仍不具备吸引力。

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	11年1季度	12年1季度	同比变动 (%)
营业收入	24,634	23,550	(4)
销售成本	(20,883)	(21,649)	4
营业税及附加	(1,613)	(1,429)	(11)
主营业务利润	2,138	472	(78)
销售费用	(164)	(165)	0
管理费用	(680)	(547)	(20)
财务费用	(8)	(37)	378
资产减值亏损	(185)	2	NA
投资收入	97	32	(67)
经营利润	1,200	(243)	NA
非经营利润	4	5	17
非经营费用	(11)	(12)	14
总利润	1,193	(250)	NA
所得税	(278)	67	NA
少数股东权益	(3)	(7)	105
净利润	912	(190)	NA
利润率(%)			
毛利率	8.7	2.0	
经营利润率	4.9	(1.0)	
净利率	3.7	(0.8)	

资料来源: 公司数据

损益表—A股(人民币 百万)

年结日：12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	77,591	95,601	102,581	106,267	110,497
销售成本	(65,787)	(85,042)	(92,630)	(94,340)	(97,664)
经营费用	(7,115)	(7,854)	(8,126)	(8,299)	(8,639)
经营利润(息税前利润)	2,985	1,033	35	1,656	2,153
折旧及摊销	(1,704)	(1,671)	(1,790)	(1,973)	(2,042)
息税折旧前利润	4,689	2,705	1,825	3,629	4,194
净利息收入/(费用)	(236)	(116)	(179)	(187)	(131)
其他收益/(损失)	705	375	225	220	216
税前利润	3,454	1,292	81	1,689	2,238
所得税	(725)	(317)	(28)	(430)	(567)
少数股东权益	(25)	(30)	(3)	(40)	(53)
净利润	2,704	944	51	1,219	1,618
核心净利润	2,704	944	51	1,219	1,618
每股收益(人民币)	0.376	0.131	0.007	0.169	0.225
核心每股收益(人民币)	0.376	0.131	0.007	0.169	0.225
每股股息(人民币)	0.100	0.050	0.000	0.060	0.070
收入增长(%)	50	23	7	4	4
息税前利润增长(%)	61	(65)	(97)	4,608	30
息税折旧前利润增长(%)	32	(42)	(33)	99	16
每股收益增长(%)	73	(65)	(95)	2,294	33
核心每股收益增长(%)	73	(65)	(95)	2,294	33

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	3,454	1,292	81	1,689	2,238
折旧与摊销	1,704	1,671	1,790	1,973	2,042
净利息费用	236	116	179	187	131
运营资本变动	(833)	(489)	(342)	(188)	(157)
税金	(19)	(23)	0	0	0
其他经营现金流	(24)	130	(140)	(133)	(132)
经营活动产生的现金流	4,518	2,697	1,568	3,528	4,122
购买固定资产净值	(1,357)	(3,481)	(3,200)	(2,000)	(2,000)
投资减少/增加	66	70	0	0	0
其他投资现金流	827	601	0	0	0
投资活动产生的现金流	(463)	(2,810)	(3,200)	(2,000)	(2,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(3,276)	1,315	2,648	(1,625)	(1,500)
支付股息	(260)	(733)	(360)	0	(432)
其他融资现金流	(544)	(477)	(187)	(199)	(139)
融资活动产生的现金流	(4,080)	105	2,101	(1,824)	(2,071)
现金变动	(25)	(8)	469	(296)	51
期初现金	126	100	91	560	264
公司自由现金流	4,055	(82)	(1,622)	1,539	2,129
权益自由现金流	505	986	829	(296)	483

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	100	91	560	264	315
应收账款	752	610	654	678	705
库存	5,352	5,582	6,068	6,206	6,379
其他流动资产	2,327	3,382	7,681	10,242	8,159
流动资产总计	8,532	9,666	14,963	17,389	15,558
固定资产	15,460	16,995	18,899	18,968	18,968
无形资产	538	519	506	493	480
其他长期资产	4,628	3,930	3,879	4,023	4,163
长期资产总计	20,626	21,444	23,284	23,484	23,611
总资产	29,158	31,110	38,247	40,873	39,169
应付账款	3,323	4,650	5,065	5,158	5,340
短期债务	3,474	5,512	7,500	6,000	4,500
其他流动负债	3,777	2,110	6,941	9,714	8,089
流动负债总计	10,573	12,272	19,506	20,872	17,930
长期借款	175	160	35	35	35
其他长期负债	237	296	296	296	296
股本	7,200	7,200	7,200	7,200	7,200
储备	10,713	10,912	10,938	12,157	13,343
股东权益	17,913	18,112	18,138	19,357	20,543
少数股东权益	260	270	273	313	365
总负债及权益	29,158	31,110	38,247	40,873	39,169
每股帐面价值(人民币)	2.49	2.52	2.52	2.69	2.85
每股有形资产(人民币)	2.41	2.44	2.45	2.62	2.79
每股净负债/(现金)(人民币)	0.49	0.78	0.97	0.80	0.59

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	6.0	2.8	1.8	3.4	3.8
息税前利润率	3.8	1.1	0.0	1.6	1.9
税前利润率	4.5	1.4	0.1	1.6	2.0
净利率	3.5	1.0	0.0	1.1	1.5
流动性(倍)					
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
利息覆盖率	10.9	4.8	0.2	8.3	15.5
净权益负债率(%)	19.5	30.4	37.9	29.3	20.2
速动比率	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
估值(倍)					
市盈率	15.6	44.7	828.4	34.6	26.1
核心业务市盈率	15.6	44.7	828.4	34.6	26.1
目标价对应核心业务市盈率	16.3	46.7	866.6	36.2	27.3
市净率	2.4	2.3	2.3	2.2	2.1
价格/现金流	9.3	15.6	26.9	12.0	10.2
企业价值/息税折旧前利润	9.1	16.6	25.4	12.4	10.4
周转率					
存货周转天数	33.9	23.5	23.0	23.7	23.5
应收账款周转天数	3.0	2.6	2.2	2.3	2.3
应付账款周转天数	16.4	15.2	17.3	17.6	17.3
回报率(%)					
股息支付率	26.6	38.1	0.0	35.4	31.1
净资产收益率	16.3	5.2	0.3	6.5	8.1
资产收益率	7.9	2.6	0.1	3.1	4.0
已运用资本收益率	13.6	4.9	0.2	6.5	8.4

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	72,096	89,510	96,045	99,496	103,457
销售成本	(68,317)	(87,881)	(95,257)	(97,062)	(100,496)
)
经营费用	840	1,055	1,097	1,254	1,293
经营利润(息税前利润)	2,964	1,060	141	1,761	2,258
折旧及摊销	(1,655)	(1,624)	(1,744)	(1,927)	(1,995)
息税折旧前利润	4,619	2,684	1,884	3,688	4,253
净利润收入/(费用)	(236)	(116)	(179)	(187)	(131)
其他收益/(损失)	803	353	148	144	140
税前利润	3,530	1,297	111	1,718	2,267
所得税	(735)	(310)	(20)	(422)	(560)
少数股东权益	(25)	(30)	(3)	(40)	(53)
净利润	2,769	956	88	1,256	1,655
核心净利润	2,769	956	88	1,256	1,655
每股收益(人民币)	0.385	0.133	0.012	0.174	0.230
核心每股收益(人民币)	0.385	0.133	0.012	0.174	0.230
每股股息(人民币)	0.100	0.050	0.000	0.060	0.070
收入增长(%)	52	24	7	4	4
息税前利润增长(%)	46	(64)	(87)	1,152	28
息税折旧前利润增长(%)	25	(42)	(30)	96	15
每股收益增长(%)	74	(65)	(91)	1,334	32
核心每股收益增长(%)	74	(65)	(91)	1,334	32

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	3,530	1,297	111	1,718	2,267
折旧与摊销	1,655	1,624	1,744	1,927	1,995
净利息费用	236	116	179	187	131
运营资本变动	(759)	(375)	(328)	(163)	(187)
税金	(19)	(23)	0	0	0
其他经营现金流	(395)	(172)	(113)	(105)	(107)
经营活动产生的现金流	4,248	2,466	1,592	3,564	4,099
购买固定资产净值	(1,357)	(3,481)	(3,200)	(2,000)	(2,000)
投资减少/增加	766	770	0	0	0
其他投资现金流	126	(130)	(10)	(10)	(7)
投资活动产生的现金流	(464)	(2,841)	(3,210)	(2,010)	(2,007)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(3,276)	1,315	2,648	(1,625)	(1,500)
支付股息	(260)	(733)	(360)	0	(432)
其他融资现金流	(274)	(215)	(187)	(199)	(139)
融资活动产生的现金流	(3,810)	366	2,101	(1,824)	(2,071)
现金变动	(25)	(8)	482	(270)	21
期初现金	126	100	91	574	304
公司自由现金流	3,785	(344)	(1,608)	1,564	2,099
权益自由现金流	235	725	842	(270)	453

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	6.4	3.0	2.0	3.7	4.1
息税前利润率	4.1	1.2	0.1	1.8	2.2
税前利润率	4.9	1.4	0.1	1.7	2.2
净利率	3.8	1.1	0.1	1.3	1.6
流动性(倍)					
流动比率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8
利息覆盖率	10.8	4.9	0.8	8.9	16.2
净权益负债率(%)	24.9	30.7	43.2	33.3	23.8
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
估值(倍)					
市盈率	5.7	16.5	179.8	12.5	9.5
核心业务市盈率	5.7	16.5	179.8	12.5	9.5
目标价对应核心业务市盈率	8.0	23.1	252.7	17.6	13.4
市净率	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
价格/现金流	3.7	6.4	9.9	4.4	3.8
企业价值/息税折旧前利润	3.7	7.0	11.0	5.2	4.2
周转率					
存货周转天数	32.7	22.7	22.4	23.4	23.4
应收账款周转天数	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
应付账款周转天数	9.9	11.2	12.4	12.8	12.7
回报率(%)					
股息支付率	26.0	37.7	0.0	34.4	30.5
净资产收益率	16.9	5.4	0.5	6.9	8.5
资产收益率	8.0	2.7	0.4	3.9	5.0
已运用资本收益率	13.1	5.0	0.6	6.8	8.8

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	100	91	574	304	324
应收帐款	74	122	131	136	141
库存	5,352	5,582	6,101	6,320	6,572
其他流动资产	3,005	3,870	4,088	4,203	4,336
流动资产总计	8,532	9,666	10,894	10,963	11,373
固定资产	13,571	12,502	17,580	16,823	16,778
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	6,595	8,551	5,258	6,215	6,388
长期资产总计	20,166	21,053	22,838	23,038	23,166
总资产	28,698	30,719	33,732	34,001	34,539
应付帐款	2,376	3,126	3,417	3,540	3,681
短期债务	4,395	5,512	8,285	6,660	5,160
其他流动负债	3,801	3,633	3,978	4,453	5,075
流动负债总计	10,573	12,272	15,680	14,653	13,915
长期借款	175	160	35	35	35
其他长期负债	0	91	91	91	91
股本	7,200	7,200	7,200	7,200	7,200
储备	10,489	10,726	10,453	11,709	12,932
股东权益	17,689	17,926	17,653	18,909	20,132
少数股东权益	260	270	273	313	365
总负债及权益	28,698	30,719	33,732	34,001	34,539
每股帐面价值(人民币)	2.46	2.49	2.45	2.63	2.80
每股有形资产(人民币)	2.46	2.49	2.45	2.63	2.80
每股净负债/(现金)(人民币)	0.62	0.78	1.08	0.89	0.68

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都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其本人或其关联人士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声明，其员工均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；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；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中银国际证券有限责任公司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。

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，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
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 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