



股票代码	600028.CH	0386.HK
评级	持有	持有
原评级	买入	买入
收盘价	人民币 5.60	港币 7.25
目标价	人民币 5.65	港币 7.93
原目标价	人民币 6.46	港币 9.04
上/下浮比例	1%	9%
目标价格基础	较H股折让	市净率
板块评级	增持	中立

中国石化

缺乏催化剂

根据中国石化的会计处理方法, 销售公司的增资计划可能不会像投资者所想的那样带来巨额的一次性收益。基本面方面, 由于近期油价大跌, 中石化的盈利将出现环比下滑。我们将在稍后回顾我们的油价预测, 并考虑是否需要下调对该股的盈利预测。由于先前预期的盈利提振难以实现及未来盈利面临下滑风险, 我们将中国石化的A股和H股评级从买入下调为持有。

支撑评级的主要因素

- 公司决定引入25家第三方投资者入股, 变相剥离销售公司30%的股权。中石化会将此次重组按照少数股东权益增加入账, 并不增加损益表中的利润。因此, 此次交易不会产生任何剥离收益, 这让一直期待着巨额一次性收益的投资者们颇感失望。这也正是周一H股股价大跌7%的原因。
- 14年3季度, 油价大幅下跌。截至目前, 布伦特原油期货价格已下跌14%。中央政府已三次下调了成品油价格, 这周可能会出台第四轮下调。这些都不可避免的会损害中石化的3季度盈利。
- 计划于14年4季度投入使用的山东液化天然气终端可能会成为业绩的拖累。

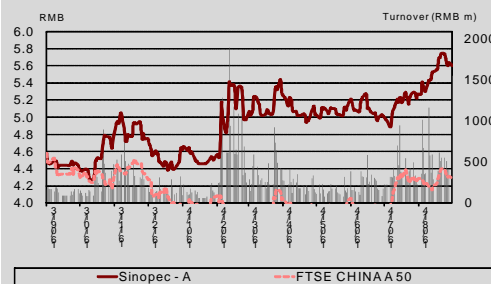
评级面临的主要风险

- 油价大幅反弹拉动成品油价格上涨。
- 市场分部的非油业务业绩增长超预期。

估值

- 我们将H股目标价从9.04港币下调至7.93港币, 对应1.2倍2014年预期市净率(先前为1.25倍)。我们在盈利模型中不再考虑任何销售公司增资扩股所带来的价值增厚。
- 我们将A股目标价从6.46人民币下调至5.65人民币, 较H股折让10%。

股价表现 — A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	25.0	6.3	9.2	22.3
相对新华富时A50指数	22.4	(4.0)	2.5	29.2

发行股数(百万)	116,795
流通股(%)	5
流通股市值(人民币百万)	654,054
3个月日均交易额(人民币百万)	358
净负债比率(%) (2014E)	27
主要股东(%)	
中石化集团	73

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年9月15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

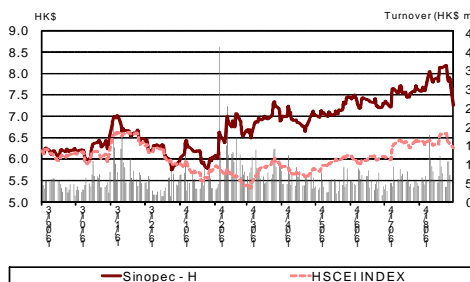
lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

投资摘要 — A股

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币百万)	2,786,045	2,880,311	2,872,098	2,897,831	2,836,730
变动(%)	11	3	0	1	(2)
净利润(人民币百万)	63,496	67,179	70,499	81,587	83,648
全面摊薄每股收益(人民币)	0.563	0.579	0.583	0.674	0.691
变动(%)	(10.2)	2.8	0.7	15.7	2.5
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.626	0.685	0.685
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.586	0.707	0.708
调整幅度(%)	-	-	(0.5)	(4.6)	(2.3)
核心每股收益(人民币)	0.563	0.579	0.583	0.674	0.691
变动(%)	(10.2)	2.8	0.7	15.7	2.5
全面摊薄市盈率(倍)	10.0	9.7	9.6	8.3	8.1
核心市盈率(倍)	10.0	9.7	9.6	8.3	8.1
每股现金流量(人民币)	1.38	1.40	1.48	1.68	1.76
价格/每股现金流量(倍)	4.1	4.0	3.8	3.3	3.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.4	5.1	4.7	4.1	4.0
每股股息(人民币)	0.228	0.240	0.240	0.290	0.290
股息率(%)	4.1	4.3	4.3	5.2	5.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现 — H 股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	14.5	(4.9)	(2.6)	19.6
相对恒生中国企业指数	14.4	(2.4)	(5.6)	16.8

发行股数(百万)	116,795
流通股(%)	22
流通股市值(港币 百万)	846,766
3个月日均交易额(港币 百万)	629
净负债比率(%) (2014E)	27
主要股东(%)	
中石化集团	73

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
 以2014年9月15日收市价为标准

投资摘要 — H 股

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	2,786,045	2,880,311	2,920,872	2,946,268	2,884,368
变动(%)	11	3	1	1	(2)
净利润(人民币 百万)	63,879	66,132	69,452	80,540	82,601
全面摊薄每股收益(人民币)	0.566	0.570	0.574	0.666	0.683
变动(%)	(12.9)	0.6	0.8	15.9	2.6
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.621	0.673	0.689
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.577	0.698	0.699
调整幅度(%)	-	-	(0.5)	(4.7)	(2.4)
核心每股收益(人民币)	0.566	0.570	0.574	0.666	0.683
变动(%)	(12.9)	0.6	0.8	15.9	2.6
全面摊薄市盈率(倍)	10.1	10.1	10.0	8.6	8.4
核心市盈率(倍)	10.1	10.1	10.0	8.6	8.4
每股现金流量(人民币)	1.35	1.39	1.48	1.68	1.76
价格/每股现金流量(倍)	4.3	4.1	3.9	3.4	3.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.5	5.3	5.0	4.3	4.1
每股股息(人民币)	0.228	0.240	0.240	0.290	0.290
股息率(%)	4.0	4.2	4.2	5.1	5.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

巨额一次性收益恐难实现

中石化销售公司已同意 25 家投资者入股，将以发行新股的方式募集 1071 亿人民币。虽然这将会使中石化在销售公司的持股比例从 100% 摊薄至 70.01%，而且交易价格也高于销售公司的账面价值，但是此次交易并不会像投资者期待的那样产生巨额的一次性收益。中石化将把交易所得记为股权(基本等同于少数股东权益增加)。虽然此举可能是为了避税，但是这还是让从 2 月交易消息放出时就一直耐心等待的投资者颇感失望。

盈利面临下行风险

14 年 3 季度原油价格大幅下跌，原先令投资者忧心忡忡的中东和中亚地缘政治紧张引发供应问题的情况并未发生，短期内市场供应充足。上周五，布伦特原油现货价格从今年 6 月末的 113.5 美元/桶跌至 97.3 美元/桶，是 2012 年 7 月以来的最低点。发改委已三次下调了主要成品油价格，汽油和柴油的降价幅度累计已达到 6% 和 7%。我们预计本周还有一轮下调。

较低的油价和成品油价格将导致 3 季度盈利环比下行。我们将在稍后回顾我们的油价预测，并考虑是否需要调整该股的盈利预测。

新的液化天然气终端或将拖累盈利

中石化的首个液化天然气终端、年产 300 万吨的山东液化天然气终端将在 14 年 4 季度投入运营。虽然公司可以直接跟客户商定价格，但是我们认为在目前中国的天然气定价机制下，该项目最好的情况也只是盈亏平衡。

调整盈利预测、目标价格和评级

我们将 14-16 年盈利预测下调 1-5%，以反映行权完成后(预计为 14 年 10 月末)出让销售公司 30% 股权以致少数股东权益增加以及大量现金流入导致利息费用减少所带来的净影响。

我们将 H 股目标价从 9.04 港币下调至 7.93 港币，对应 1.2 倍 2014 年预期市净率(先前为 1.25 倍)。我们在盈利模型中不再考虑任何销售公司(先前价值为每股 0.79 港币)增资扩股所带来的价值增厚。

我们将A股目标价从6.46人民币下调至5.65人民币，较H股折让10%。

210亿人民币A股可转债转股可能会拖累A股的表现。转股价为4.98人民币。如果全部转股，A股的自由流通股数量将增加75%。

鉴于A、H股上涨空间有限，我们将其评级从买入下调为**持有**。

图表 1. 市净率趋势(H股)



资料来源：中银国际研究

损益表 - A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	2,786,045	2,880,311	2,872,098	2,897,831	2,836,730
销售成本	(2,372,235)	(2,457,041)	(2,444,425)	(2,440,235)	(2,377,913)
经营费用	(247,149)	(241,788)	(236,216)	(234,755)	(225,588)
息税折旧前利润	96,205	100,217	102,819	127,342	130,611
折旧及摊销	(70,456)	(81,265)	(88,639)	(95,499)	(102,617)
经营利润(息税前利润)	166,661	181,482	191,457	222,841	233,228
净利息收入(费用)	(9,963)	(9,034)	(10,284)	(9,971)	(9,869)
其他收益/(损失)	3,865	5,799	7,087	7,867	7,664
税前利润	90,107	96,982	99,622	125,238	128,406
所得税	(23,696)	(25,605)	(24,905)	(31,310)	(32,102)
少数股东权益	(2,915)	(4,198)	(4,217)	(12,341)	(12,657)
净利润	63,496	67,179	70,499	81,587	83,648
核心净利润	63,496	67,179	70,499	81,587	83,648
每股收益(人民币)	0.563	0.579	0.583	0.674	0.691
核心每股收益(人民币)	0.563	0.579	0.583	0.674	0.691
每股股息(人民币)	0.228	0.240	0.240	0.290	0.290
收入增长(%)	11	3	0	1	(2)
息税前利润增长(%)	(7)	4	3	24	3
息税折旧前利润增长(%)	0	9	5	16	5
每股收益增长(%)	(10)	3	1	16	3
核心每股收益增长(%)	(10)	3	1	16	3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	10,864	15,101	133,784	17,564	16,176
应收帐款	81,395	68,466	68,271	68,882	67,430
库存	218,262	221,906	220,767	220,388	214,760
其他流动资产	34,230	67,537	54,220	46,232	45,953
流动资产总计	344,751	373,010	477,042	353,067	344,319
固定资产	757,946	830,225	911,795	986,327	1,053,563
无形资产	56,091	66,518	65,272	64,026	62,780
其他长期资产	88,483	113,163	115,519	117,875	120,231
长期资产总计	902,520	1,009,906	1,092,586	1,168,228	1,236,574
总资产	1,247,271	1,382,916	1,569,629	1,521,295	1,580,892
应付帐款	353,304	371,246	365,540	359,036	344,614
短期债务	115,982	163,870	211,515	111,288	161,513
其他流动负债	23,823	36,706	36,706	41,771	54,644
流动负债总计	493,109	571,822	613,762	512,095	560,771
长期借款	162,116	145,590	80,272	68,876	17,363
其他长期负债	41,445	42,244	42,244	42,244	42,244
股本	112,866	116,565	116,795	116,795	116,795
储备	400,508	453,781	552,330	604,718	654,495
股东权益	513,374	570,346	669,125	721,513	771,290
少数股东权益	37,227	52,914	164,225	176,567	189,224
总负债及权益	1,247,271	1,382,916	1,569,628	1,521,295	1,580,892
每股帐面价值(人民币)	4.40	4.89	5.73	6.18	6.60
每股有形资产(人民币)	3.92	4.32	5.17	5.63	6.07
每股净负债(现金)(人民币)	2.29	2.53	1.35	1.39	1.39

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	90,107	96,982	99,622	125,238	128,406
折旧与摊销	70,456	81,265	88,639	95,499	102,617
净利息费用	9,963	9,034	10,284	9,971	9,869
运营资本变动	(16,530)	(17,200)	(4,334)	(6,855)	(7,062)
税金	(23,696)	(25,605)	(24,905)	(31,310)	(32,102)
其他经营现金流	25,554	17,594	3,549	3,521	3,511
经营活动产生的现金流	155,854	162,070	172,854	196,065	205,240
购买固定资产净值	(158,148)	(154,946)	(161,600)	(161,600)	(161,600)
投资减少/增加	(9,921)	(31,937)	2,486	0	0
其他投资现金流	2,219	6,647	0	0	0
投资活动产生的现金流	(165,850)	(180,236)	(159,114)	(161,600)	(161,600)
净增权益	0	19,406	0	0	0
净增债务	41,750	37,433	36,129	(111,515)	(1,288)
支付股息	(30,024)	(28,424)	(27,996)	(29,199)	(33,871)
其他融资现金流	(16,061)	(5,930)	96,810	(9,971)	(9,869)
融资活动产生的现金流	(4,335)	22,485	104,942	(150,685)	(45,028)
现金变动	(14,331)	4,319	118,683	(116,220)	(1,388)
期初现金	25,197	10,864	15,101	133,784	17,564
公司自由现金流	(8,742)	(16,598)	15,940	36,701	44,139
权益自由现金流	21,791	10,233	39,586	(87,021)	32,483

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - A股

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.0	6.3	6.7	7.7	8.2
息税前利润率(%)	3.5	3.5	3.6	4.4	4.6
税前利润率(%)	3.2	3.4	3.5	4.3	4.5
净利率(%)	2.3	2.3	2.5	2.8	2.9
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6
利息覆盖率(倍)	8.6	9.5	8.2	10.4	12.6
净权益负债率(%)	48.5	47.2	19.0	18.1	16.9
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2
估值					
市盈率(倍)	10.0	9.7	9.6	8.3	8.1
核心业务市盈率(倍)	10.0	9.7	9.6	8.3	8.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	10.0	9.8	9.7	8.4	8.2
市净率(倍)	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
价格/现金流(倍)	4.1	4.0	3.8	3.3	3.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.4	5.1	4.7	4.1	4.0
周转率					
存货周转天数	32.4	32.7	33.0	33.0	33.4
应收帐款周转天数	9.2	9.5	8.7	8.6	8.8
应付帐款周转天数	34.7	45.9	46.8	45.6	45.3
回报率					
股息支付率(%)	41.9	41.6	39.8	41.5	40.5
净资产收益率(%)	12.9	12.4	11.4	11.7	11.2
资产收益率(%)	6.0	5.6	5.2	6.2	6.3
已运用资本收益率(%)	12.4	11.6	10.2	11.8	11.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表 - H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	2,786,045	2,880,311	2,920,872	2,946,268	2,884,368
销售成本	(2,627,438)	(2,711,721)	(2,743,878)	(2,740,052)	(2,672,050)
经营费用	10,511	9,460	17,596	20,016	24,342
息税折旧前利润	98,662	96,785	105,952	130,732	134,042
折旧及摊销	(70,456)	(81,265)	(88,639)	(95,499)	(102,617)
经营利润(息税前利润)	169,118	178,050	194,590	226,231	236,659
净利息收入(费用)	(9,963)	(9,034)	(10,284)	(9,971)	(9,869)
其他收益/(损失)	1,943	7,301	3,900	4,680	4,477
税前利润	90,642	95,052	99,567	125,441	128,650
所得税	(23,846)	(24,763)	(25,939)	(32,680)	(33,516)
少数股东权益	(2,917)	(4,157)	(4,176)	(12,221)	(12,534)
净利润	63,879	66,132	69,452	80,540	82,601
核心净利润	63,879	66,132	69,452	80,540	82,601
每股收益(人民币)	0.566	0.570	0.574	0.666	0.683
核心每股收益(人民币)	0.566	0.570	0.574	0.666	0.683
每股股息(人民币)	0.228	0.240	0.240	0.290	0.290
收入增长(%)	11	3	1	1	(2)
息税前利润增长(%)	(7)	(2)	9	23	3
息税折旧前利润增长(%)	0	5	9	16	5
每股收益增长(%)	(13)	1	1	16	3
核心每股收益增长(%)	(13)	1	1	16	3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	90,642	95,052	99,567	125,441	128,650
折旧与摊销	70,456	81,265	88,639	95,499	102,617
净利息费用	9,963	9,034	10,284	9,971	9,869
运营资本变动	(13,000)	(12,460)	(2,707)	(5,900)	(5,892)
税金	(22,678)	(25,992)	(25,939)	(32,680)	(33,516)
其他经营现金流	16,960	14,028	3,010	3,734	3,511
经营活动产生的现金流	152,343	160,927	172,854	196,065	205,240
购买固定资产净值	(157,066)	(154,946)	(161,600)	(161,600)	(161,600)
投资减少/增加	(8,537)	(27,739)	2,486	0	0
其他投资现金流	3,264	3,592	0	0	0
投资活动产生的现金流	(162,339)	(179,093)	(159,114)	(161,600)	(161,600)
净增权益	0	19,406	107,094	0	0
净增债务	41,750	37,433	36,129	(111,515)	(1,288)
支付股息	(25,486)	(28,298)	(27,996)	(29,199)	(33,871)
其他融资现金流	(20,599)	(6,056)	(10,284)	(9,971)	(9,869)
融资活动产生的现金流	(4,335)	22,485	104,942	(150,685)	(45,028)
现金变动	(14,331)	4,319	118,683	(116,220)	(1,389)
期初现金	25,197	10,864	15,101	133,784	17,564
公司自由现金流	(8,742)	(16,598)	15,940	36,701	44,138
权益自由现金流	21,791	10,233	39,585	(87,021)	32,482

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	10,864	15,101	133,784	17,564	16,176
应收帐款	81,395	68,466	68,271	68,882	67,430
库存	218,262	221,906	225,031	226,987	222,219
其他流动资产	54,494	67,537	68,488	69,084	67,632
流动资产总计	365,015	373,010	495,574	382,518	373,457
固定资产	757,946	830,225	903,177	970,551	1,032,295
无形资产	6,257	6,255	6,255	6,255	6,255
其他长期资产	128,726	173,426	180,221	187,044	193,877
长期资产总计	892,929	1,009,906	1,089,653	1,163,850	1,232,427
总资产	1,257,944	1,382,916	1,585,227	1,546,368	1,605,884
应付帐款	215,628	202,724	203,312	201,942	195,149
短期债务	115,982	163,870	265,579	165,352	215,577
其他流动负债	181,763	205,228	216,653	227,226	233,558
流动负债总计	513,373	571,822	685,544	594,520	644,285
长期借款	162,116	145,590	80,272	68,876	17,363
其他长期负债	34,419	43,878	43,878	43,878	43,878
股本	86,820	116,565	116,795	116,795	116,795
储备	424,094	452,238	494,644	545,986	594,716
股东权益	510,914	568,803	611,439	662,781	711,511
少数股东权益	37,122	52,823	164,093	176,314	188,847
总负债及权益	1,257,944	1,382,916	1,585,227	1,546,368	1,605,884
每股帐面价值(人民币)	4.38	4.88	5.24	5.67	6.09
每股有形资产(人民币)	4.33	4.83	5.18	5.62	6.04
每股净负债(现金)(人民币)	2.29	2.53	1.82	1.86	1.86

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - H股

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.1	6.2	6.7	7.7	8.2
息税前利润率(%)	3.5	3.4	3.6	4.4	4.6
税前利润率(%)	3.3	3.3	3.4	4.3	4.5
净利率(%)	2.3	2.3	2.4	2.7	2.9
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
利息覆盖率(倍)	8.8	9.1	8.5	10.7	12.9
净权益负债率(%)	48.8	47.4	27.3	25.8	24.1
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2
估值					
市盈率(倍)	10.1	10.1	10.0	8.6	8.4
核心业务市盈率(倍)	10.1	10.1	10.0	8.6	8.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	11.1	11.0	10.9	9.4	9.2
市净率(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	4.3	4.1	3.9	3.4	3.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.5	5.3	5.0	4.3	4.1
周转率					
存货周转天数	29.3	29.6	29.7	30.1	30.7
应收帐款周转天数	9.2	9.5	8.5	8.5	8.6
应付帐款周转天数	25.7	26.5	25.4	25.1	25.1
回报率					
股息支付率(%)	41.7	42.3	40.4	42.1	41.0
净资产收益率(%)	13.0	12.2	11.8	12.6	12.0
资产收益率(%)	6.1	5.4	5.3	6.2	6.3
已运用资本收益率(%)	12.7	11.2	10.5	12.1	12.2

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