股票代码	600688.CH	0338.HK
评级	持有	买入
收盘价	人民币 3.54	港币 2.38
目标价	人民币 3.19	港币 3.04
原目标价	人民币 3.19	港币 3.02
上/下浮比例	-10%	+28%
目标价格基础	较 H 股溢价	1.5 倍账面价值
板块评级	未有评级	未有评级

上海石化

因非营项目 14 年 3 季度扭亏

上海石化 14 年 3 季度在中国会计准则下的净利润为 1,300 万人民币，扭转了前两个季度的亏损。这主要是因为当地教育附加费返还。剔除此项，公司录得净亏损 1.18 亿人民币，环比扩大 28%，主要是由炼油利润率下降所致。根据业绩以及油价和成品油价预测的近期变动对模型进行更新后，我们将 2014-16 年 H 股和 A 股盈利预测分别下调 3-13%和 8-23%。维持对 H 股的买入评级。

支撑评级的主要因素

- 公司 A 股价格较 H 股溢价 89%。鉴于沪港通即将实施，我们认为 H 股和 A 股的价格差将缩窄。
- 2015 年初全国范围柴油质量标准将由国 III 升级为国 IV，这将为公司带来更高的炼油利润率。
- 管理层因 A 股股票期权激励计划而受到鼓舞，该计划对 2015-17 年净利润和净资产收益率有着明确的考核目标。

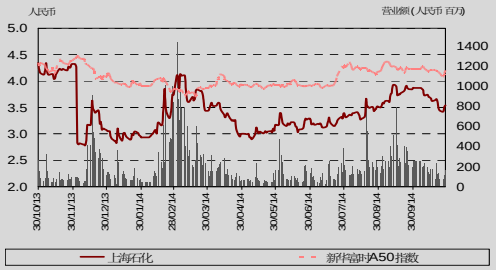
评级面临的主要风险

- 石化产品价格大跌。
- 汽车燃油质量标准升级的正面影响小于预期。

估值

- 我们将 H 股目标价由 3.02 港币上调为 3.04 港币，主要是因为人民币近期升值。我们仍根据 1.5 倍市净率来设定目标估值。
- A 股方面，我们也维持 3.19 人民币的目标价不变。我们继续根据 H 股溢价 33%来设定目标价。

股价表现 — A 股



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	15.1	(8.8)	5.7	(15.8)
相对新华富时 A50 指数	15.2	(3.6)	8.6	(14.2)

发行股数 (百万)	10,800
流通股 (%)	15
流通股市值 (人民币 百万)	38,232
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	227
净负债比率 (%) (2014E)	35
主要股东(%)	
中国石油化工集团公司	51

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2014 年 10 月 29 日收市价为标准

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)	93,072	115,540	101,849	99,939	101,991
变动 (%)	*(3)*	*24*	*(12)*	*(2)*	*2*
净利润 (人民币 百万)	(1,548)	2,004	6	1,598	1,795
全面摊薄每股收益 (人民币)	(0.143)	0.186	0.001	0.148	0.166
变动 (%)	*(264.0)*	*(229.4)*	*(99.7)*	*25,950.8*	*12.3*
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.100	0.150	0.180
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.001	0.170	0.181
调整幅度 (%)	-	-	*(23.3)*	*(12.9)*	*(8.1)*
核心每股收益 (人民币)	(0.142)	0.104	0.010	0.148	0.166
变动 (%)	*(306.1)*	*(173.5)*	*(90.6)*	*1,405.9*	*12.3*
全面摊薄市盈率(倍)	N/M	19.1	6231.5	23.9	21.3
核心市盈率(倍)	N/M	33.9	360.2	23.9	21.3
每股现金流量 (人民币)	(0.12)	0.54	0.33	0.40	0.40
价格/每股现金流量 (倍)	(30.5)	6.5	10.9	8.7	8.8
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	(175.5)	10.2	19.9	9.9	9.0
每股股息 (人民币)	0.000	0.100	0.000	0.045	0.050
股息率 (%)	0.0	2.8	0.0	1.3	1.4

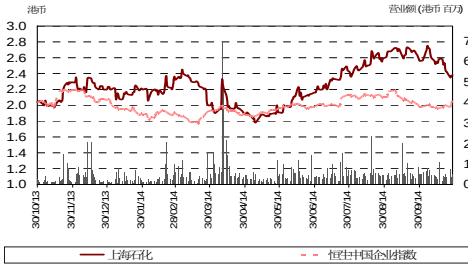
资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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： S1300510120019

股价表现—H股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	6.3	(11.6)	(4.8)	14.5
相对恒生中国企业指数	8.8	(11.2)	(0.1)	11.7

发行股数(百万)	10,800
流通股(%)	32
流通股市值(港币 百万)	25,704
3个月日均交易额(港币 百万)	55
净负债比率(%)(2014E)	35
主要股东(%)	
中国石油化工集团公司	51

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2014年10月29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)	87,217	105,503	93,001	91,258	93,131
变动(%)	*(3)*	*21*	*(12)*	*(2)*	*2*
净利润(人民币 百万)	(1,528)	2,055	58	1,650	1,848
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.142)	0.190	0.005	0.153	0.171
变动(%)	*(259.9)*	*(234.5)*	*(97.2)*	*2,749.0*	*12.0*
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.089	0.123	0.164
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.006	0.175	0.186
调整幅度(%)	-	-	*(3.1)*	*(12.6)*	*(7.8)*
核心每股收益(人民币)	(0.140)	0.109	0.015	0.153	0.171
变动(%)	*(300.2)*	*(177.9)*	*(86.6)*	*944.9*	*12.0*
全面摊薄市盈率(倍)	N/M	9.9	349.8	12.3	11.0
核心市盈率(倍)	N/M	17.2	128.3	12.3	11.0
每股现金流量(人民币)	(0.15)	0.51	0.33	0.41	0.41
价格/每股现金流量(倍)	(12.7)	3.7	5.8	4.6	4.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(332.7)	6.6	9.3	4.8	4.3
每股股息(人民币)	0.000	0.100	0.000	0.045	0.050
股息率(%)	0.0	5.3	0.0	2.4	2.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

由于当地教育附加费一次性返还，14年3季度扭亏

公司报告在中国会计准则下14年3季度净利润1,300万人民币，扭转了2季度9200万人民币的亏损，主要是因为当地教育附加费返还。剔除此项，公司报告净亏损1.18亿人民币，环比扩大28%，主要是由炼油利润率下降所致。14年3季度，由于国际原油价格大幅下跌，发改委5次下调成品油价，汽油和柴油累计下调幅度达到9%和10%。因此，公司炼油业务受到重创，因为要到成品油价下调4-6周后原油价格的下跌才会反映在成本中。

14年1-9月，公司净亏损1.52亿人民币，较去年同期10.04亿人民币的净利润大幅下滑。利润大降主要是因为今年石化产品需求连续回落，以及14年上半年人民币对美元贬值导致兑汇亏损严重。

14年4季度盈利有望上升

我们预测14年4季度公司盈利环比有所上升，因为原油价格下跌的利好将在4季度得到反映。

预测和目标价变动

在根据业绩以及油价和成品油价预测的近期变动更新模型后，我们将H股和A股2014-16年盈利预测分别下调3-13%和8-23%。

我们将H股目标价由3.02港币上调至3.04港币，主要是考虑到人民币近期的升值。我们仍根据1.5倍的市净率来设定目标估值。

A股方面，我们也维持3.19人民币的目标价不变。我们仍根据H股溢价33%来设定目标价。

图表 1. 业绩摘要(14 年 3 季度)

(人民币，百万)	13 年 3 季度	14 年 3 季度	同比 %
销售收入	29,246	25,345	(13)
销售成本	(25,155)	(22,468)	(11)
营业税及附加	(2,570)	(2,066)	(20)
核心业务利润	1,521	811	(47)
销售费用	(162)	(152)	(7)
管理费用	(659)	(713)	8
财务费用	(0)	(76)	27,265
资产减值亏损	0	(0)	na
联营公司及共同控制实体业绩	54	35	(35)
其他投资收入	-	6	na
经营利润	753	(88)	na
非营收入	15	131	787
非营费用	(21)	(32)	52
总利润	747	11	(99)
所得税	(176)	5	na
少数股东权益	(5)	(4)	(24)
净利润	566	13	(98)
盈利能力 (%)			
毛利率	5.2	3.2	
经营利润率	2.6	(0.3)	
净利率	1.9	0.1	

资料来源: 公司数据

图表 2. 业绩摘要(14 年 1-9 月)

(人民币，百万)	13 年 1-9 月	14 年 1-9 月	同比 %
销售收入	86,356	76,719	(11)
销售成本	(75,174)	(67,485)	(10)
营业税及附加	(7,493)	(6,720)	(10)
核心业务利润	3,689	2,514	(32)
销售费用	(497)	(426)	(14)
管理费用	(1,985)	(1,937)	(2)
财务费用	149	(355)	(338)
资产减值亏损	(24)	(23)	(4)
联营公司及共同控制实体业绩	62	(31)	na
其他投资收入	-	6	na
经营利润	1,395	(252)	na
非营收入	23	156	588
非营费用	(61)	(62)	1
总利润	1,357	(158)	na
所得税	(343)	12	na
少数股东权益	(9)	(7)	(27)
净利润	1,004	(152)	na
盈利能力 (%)			
毛利率	4.3	3.3	
经营利润率	1.6	(0.3)	
净利率	1.2	(0.2)	

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	93,072	115,540	101,849	99,939	101,991
销售成本	(86,041)	(100,477)	(90,167)	(86,640)	(88,272)
经营费用	(7,302)	(10,930)	(9,599)	(9,329)	(9,512)
经营利润(息税前利润)	(2,002)	1,652	(140)	1,700	1,881
折旧及摊销	(1,731)	(2,480)	(2,223)	(2,271)	(2,326)
息税折旧前利润	(271)	4,133	2,083	3,971	4,208
净利息收入/(费用)	(270)	(298)	(198)	149	270
其他收益/(损失)	239	1,039	375	626	626
税前利润	(2,033)	2,393	37	2,475	2,777
所得税	508	(379)	(22)	(626)	(701)
少数股东权益	(23)	(10)	(9)	(251)	(281)
净利润	(1,548)	2,004	6	1,598	1,795
核心净利润	(1,535)	1,128	106	1,598	1,795
每股收益(人民币)	(0.143)	0.186	0.001	0.148	0.166
核心每股收益(人民币)	(0.142)	0.104	0.010	0.148	0.166
每股股息(人民币)	0.000	0.100	0.000	0.045	0.050
收入增长(%)	(3)	24	(12)	(2)	2
息税前利润增长(%)	(294)	(183)	(108)	(1,315)	11
息税折旧前利润增长(%)	(110)	(1,626)	(50)	91	6
每股收益增长(%)	(264)	(229)	(100)	25,951	12
核心每股收益增长(%)	(306)	(173)	(91)	1,406	12

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	(2,033)	2,393	37	2,475	2,777
折旧与摊销	1,731	2,480	2,223	2,271	2,326
净利息费用	270	298	198	(149)	(270)
运营资本变动	(1,743)	1,239	907	125	(140)
税金	(43)	(379)	(22)	(626)	(701)
其他经营现金流	563	(174)	178	276	336
经营活动产生的现金流	(1,255)	5,857	3,520	4,373	4,329
购买固定资产净值	(4,260)	(1,323)	(1,000)	(2,000)	(2,000)
投资减少/增加	28	469	(91)	(90)	(90)
其他投资现金流	169	225	0	0	0
投资活动产生的现金流	(4,062)	(629)	(1,091)	(2,090)	(2,090)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	6,586	(4,118)	(594)	(1,500)	(1,709)
支付股息	(388)	(379)	(540)	0	(486)
其他融资现金流	(811)	(759)	(376)	(247)	(185)
融资活动产生的现金流	5,387	(5,256)	(1,510)	(1,747)	(2,381)
现金变动	70	(28)	920	535	(142)
期初现金	91	161	133	1,053	1,589
公司自由现金流	(5,207)	5,228	2,430	2,359	2,296
权益自由现金流	912	733	1,460	535	344

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	161	133	1,053	1,589	1,447
应收帐款	1,083	1,976	1,742	1,710	1,745
库存	8,938	9,039	7,810	7,456	7,651
其他流动资产	2,710	3,337	11,168	9,776	8,431
流动资产总计	12,891	14,486	21,774	20,530	19,274
固定资产	18,674	17,655	16,498	16,293	16,033
无形资产	498	459	446	433	420
其他长期资产	4,743	4,317	4,227	4,437	4,647
长期资产总计	23,914	22,430	21,171	21,164	21,101
总资产	36,806	36,916	42,945	41,694	40,374
应付帐款	5,523	8,852	7,944	7,633	7,777
短期债务	11,024	6,484	6,500	5,000	3,500
其他流动负债	2,380	2,681	9,143	8,549	7,258
流动负债总计	18,927	18,017	23,587	21,182	18,535
长期借款	1,231	628	628	419	209
其他长期负债	190	180	180	180	180
股本	7,200	10,800	10,800	10,800	10,800
储备	8,990	7,032	7,483	8,595	9,851
股东权益	16,190	17,832	18,283	19,395	20,651
少数股东权益	267	259	268	519	799
总负债及权益	36,806	36,916	42,945	41,694	40,374
每股帐面价值(人民币)	1.50	1.65	1.69	1.80	1.91
每股有形资产(人民币)	1.45	1.61	1.65	1.76	1.87
每股净负债/(现金)(人民币)	1.12	0.65	0.56	0.35	0.21

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	(0.3)	3.6	2.0	4.0	4.1
息税前利润率	(2.2)	1.4	(0.1)	1.7	1.8
税前利润率	(2.2)	2.1	0.0	2.5	2.7
净利率	(1.7)	1.7	0.0	1.6	1.8
流动性(倍)					
流动比率	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0
利息覆盖率	(5.6)	4.3	(0.4)	6.9	10.1
净权益负债率 (%)	73.5	38.6	32.7	19.2	10.5
速动比率	0.2	0.3	0.6	0.6	0.6
估值(倍)					
市盈率	N/M	19.1	6231.5	23.9	21.3
核心业务市盈率	N/M	33.9	360.2	23.9	21.3
目标价对应核心业务市盈率	N/M	30.6	324.6	21.6	19.2
市净率	2.4	2.1	2.1	2.0	1.9
价格/现金流	(30.5)	6.5	10.9	8.7	8.8
企业价值/息税折旧前利润	(175.5)	10.2	19.9	9.9	9.0
周转率					
存货周转天数	30.8	32.7	34.1	32.2	31.2
应收帐款周转天数	3.3	4.8	6.7	6.3	6.2
应付帐款周转天数	19.9	22.7	30.1	28.4	27.6
回报率(%)					
股息支付率	n.a.	53.9	0.0	30.4	30.1
净资产收益率	(9.0)	11.8	0.0	8.5	9.0
资产收益率	(5.9)	3.8	(0.1)	3.0	3.4
已运用资本收益率	(7.3)	6.5	0.1	8.2	9.3

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	87,217	105,503	93,001	91,258	93,131
销售成本	(86,935)	(101,129)	(90,003)	(86,255)	(87,878)
经营费用	(372)	(553)	(463)	(547)	(559)
经营利润(息税前利润)	(1,772)	1,724	386	2,257	2,440
折旧及摊销	(1,683)	(2,097)	(2,150)	(2,198)	(2,254)
息税折旧前利润	(89)	3,821	2,536	4,456	4,694
净利息收入/(费用)	(270)	(286)	(198)	149	270
其他收益/(损失)	26	1,007	(100)	120	120
税前利润	(2,016)	2,445	89	2,526	2,830
所得税	511	(379)	(22)	(626)	(701)
少数股东权益	(23)	(10)	(9)	(251)	(281)
净利润	(1,528)	2,055	58	1,650	1,848
核心净利润	(1,515)	1,179	158	1,650	1,848
每股收益(人民币)	(0.142)	0.190	0.005	0.153	0.171
核心每股收益(人民币)	(0.140)	0.109	0.015	0.153	0.171
每股股息(人民币)	0.000	0.100	0.000	0.045	0.050
收入增长(%)	(3)	21	(12)	(2)	2
息税前利润增长(%)	(267)	(197)	(78)	484	8
息税折旧前利润增长(%)	(103)	(4,373)	(34)	76	5
每股收益增长(%)	(260)	(234)	(97)	2,749	12
核心每股收益增长(%)	(300)	(178)	(87)	945	12

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	(2,016)	2,445	89	2,526	2,830
折旧与摊销	1,683	2,097	2,150	2,198	2,254
净利息费用	270	286	198	(149)	(270)
运营资本变动	(2,243)	(607)	810	128	(137)
税金	(43)	(9)	(22)	(626)	(701)
其他经营现金流	749	1,264	297	372	411
经营活动产生的现金流	(1,600)	5,475	3,520	4,449	4,386
购买固定资产净值	(4,260)	(1,323)	(1,000)	(2,000)	(2,000)
投资减少/增加	74	539	(91)	(90)	(90)
其他投资现金流	13	155	0	(77)	(57)
投资活动产生的现金流	(4,172)	(629)	(1,091)	(2,167)	(2,147)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	6,586	(4,118)	(594)	(1,500)	(1,709)
支付股息	(388)	(379)	(540)	0	(486)
其他融资现金流	(356)	(377)	(376)	(247)	(185)
融资活动产生的现金流	5,842	(4,874)	(1,510)	(1,747)	(2,381)
现金变动	70	(28)	920	535	(142)
期初现金	91	161	133	1,053	1,589
公司自由现金流	(5,662)	4,846	2,430	2,359	2,296
权益自由现金流	457	351	1,460	535	344

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	161	133	1,053	1,589	1,447
应收帐款	93	148	130	128	130
库存	8,938	9,039	8,144	7,991	8,155
其他流动资产	3,699	5,166	4,847	4,803	4,850
流动资产总计	12,891	14,486	14,175	14,511	14,583
固定资产	17,469	16,669	15,487	14,549	13,555
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	6,102	5,481	5,588	6,520	7,453
长期资产总计	23,571	22,151	21,075	21,069	21,008
总资产	36,463	36,637	35,249	35,580	35,592
应付帐款	2,887	2,740	2,469	2,422	2,472
短期债务	11,024	7,094	6,500	5,209	3,709
其他流动负债	5,017	8,183	8,135	8,110	8,140
流动负债总计	18,927	18,017	17,103	15,742	14,321
长期借款	1,231	628	628	419	209
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	7,200	10,800	10,800	10,800	10,800
储备	8,837	6,932	6,450	8,100	9,462
股东权益	16,037	17,732	17,250	18,900	20,262
少数股东权益	267	259	268	519	799
总负债及权益	36,463	36,637	35,249	35,580	35,592
每股帐面价值(人民币)	1.48	1.64	1.60	1.75	1.88
每股有形资产(人民币)	1.48	1.64	1.60	1.75	1.88
每股净负债/(现金)(人民币)	1.12	0.70	0.56	0.37	0.23

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	(0.1)	3.6	2.7	4.9	5.0
息税前利润率	(2.0)	1.6	0.4	2.5	2.6
税前利润率	(2.3)	2.3	0.1	2.8	3.0
净利率	(1.8)	1.9	0.1	1.8	2.0
流动性(倍)					
流动比率	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0
利息覆盖率	(5.0)	4.6	1.0	9.1	13.2
净权益负债率 (%)	74.2	42.2	34.7	20.8	11.7
速动比率	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
估值(倍)					
市盈率	N/M	9.9	349.8	12.3	11.0
核心业务市盈率	N/M	17.2	128.3	12.3	11.0
目标价对应核心业务市盈率	N/M	21.9	163.8	15.7	14.0
市净率	1.3	1.1	1.2	1.1	1.0
价格/现金流	(12.7)	3.7	5.8	4.6	4.6
企业价值/息税折旧前利润	(332.7)	6.6	9.3	4.8	4.3
周转率					
存货周转天数	30.5	32.4	34.8	34.1	33.5
应收帐款周转天数	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
应付帐款周转天数	12.6	9.7	10.2	9.8	9.6
回报率(%)					
股息支付率	n.a.	52.5	0.0	29.5	29.2
净资产收益率	(9.0)	12.2	0.3	9.1	9.4
资产收益率	(5.3)	4.0	0.8	4.8	5.2
已运用资本收益率	(6.4)	6.7	2.2	10.7	11.6

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，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，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证券分析师撰写并向特定客户发布。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。

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