



股票代码	600028.CH	0386.HK
评级	<b>买入</b>	<b>买入</b>
收盘价	人民币 7.94	港币 7.17
目标价	人民币 8.72	港币 8.33
原目标价	人民币 8.32	港币 8.33
上/下浮比例	+10%	+16%
目标价格基础	较H股溢价	市净率
板块评级	增持	中立

# 中国石化

## 短期和长期增长都动力满满

在近期的拜访中，公司管理层证实了我们的观点，由于高成本库存减少和近期成品油价格上涨推动炼油业务利润率提升，公司的盈利水平已获得了大幅度的改善。长期来看，公司将受益于汽柴油质量标准升级，尤其是普通柴油。我们对中国石化H股和A股均维持买入评级。

### 主要发现

- 15年2季度，中国石化的盈利大幅改善。首先，在没有前期带下来的高成本库存。由于油价走高，从4月中旬开始，发改委连续三次上调主要成品油价格。考虑到进口原油的物流时间较长，未来公司的炼油业务利润率可能会比平时更高。
- 作为我国最大的原油炼油集团，中国石化将受益于汽柴油的质量升级。近期公布的普通柴油质量升级时间表非常重要，这将迫使那些价格便宜但不够清洁的柴油退出市场。汽油和柴油的京六标准正在起草，将成为国六标准的依据。
- 将涪陵页岩气项目与川气东送管线相连的天然气管道近日已完工。与天然气主要市场连接后，公司将能大幅提高该项目产量。公司维持全年天然气产量同比增长24%的目标，尽管1季度仅同比增长2%。
- 新粤浙管道工程正在进行环境影响评估。但是，由于目前天然气市场需求低迷，公司在拿到批复后可能不会立即开工建设。

### 评级面临的主要风险

- 虽然质量标准升级，但因为需求低迷，公司未能上调汽、柴油价格；
- 原油价格大跌。

### 估值

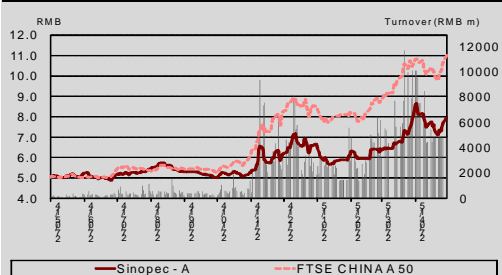
- 我们对H股维持目标价8.33港币，对应1.3倍2015年预期市净率；
- 我们将A股目标价从8.45人民币上调至8.72人民币。我们仍然以3个月A-H股溢价对A股估值，从我们4月底出版最新一期报告以来，溢价已从27%扩大至31%。

### 投资摘要 — A股

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币百万)	2,880,311	2,825,914	2,089,840	2,396,389	2,544,200
变动(%)	3	(2)	(26)	15	6
净利润(人民币百万)	67,179	43,279	33,106	62,645	77,827
全面摊薄每股收益(人民币)	0.579	0.362	0.274	0.517	0.643
变动(%)	2.8	(37.5)	(24.3)	88.8	24.2
全面摊薄市盈率(倍)	13.7	21.9	29.0	15.3	12.4
每股现金流量(人民币)	1.40	1.30	0.85	1.66	1.74
价格/每股现金流量(倍)	5.7	6.1	9.3	4.8	4.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.6	7.8	8.3	6.5	5.8
每股股息(人民币)	0.240	0.200	0.110	0.210	0.260
股息率(%)	3.0	2.5	1.4	2.6	3.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现 — A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	22.3	2.1	29.5	56.6
相对新华富时A50指数	(4.7)	(5.7)	(4.7)	(61.5)

发行股数(百万)	121,071
流通股(%)	8
流通股市值(人民币百万)	961,305
3个月日均交易额(人民币百万)	5,384
净负债比率(%) (2015E)	40
主要股东(%)	
中石化集团	71

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究  
以2015年5月26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

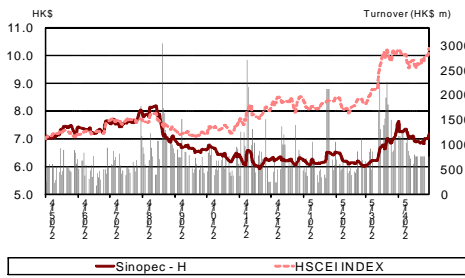
能源：石油及天然气

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120019

**股价表现 — H 股**


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	14.7	0.7	9.8	2.1
相对恒生中国企业指数	(8.8)	(1.5)	(11.3)	(44.0)

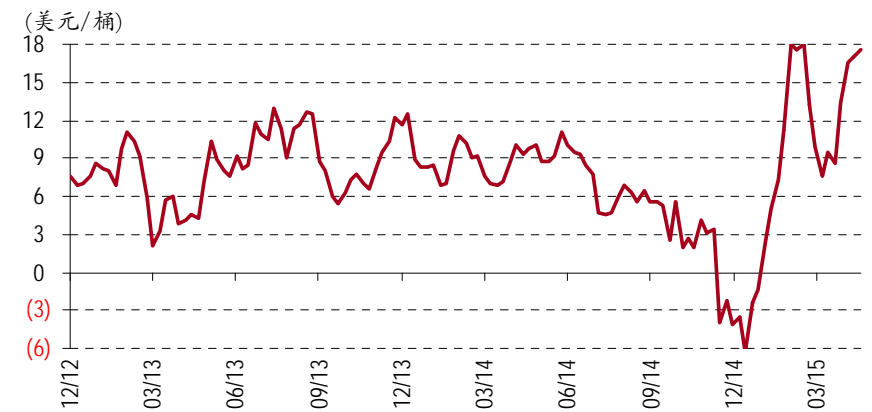
发行股数(百万)	121,071
流通股(%)	21
流通股市值(港币 百万)	868,081
3 个月日均交易额(港币 百万)	944
净负债比率(%) (2015E)	40
主要股东(%)	
中石化集团	71

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2015 年 5 月 26 日收市价为标准

**投资摘要 — H 股**

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	2,880,311	2,825,914	2,123,039	2,433,867	2,582,087
变动(%)	3	(2)	(25)	15	6
净利润(人民币 百万)	66,482	46,466	32,129	61,668	76,850
全面摊薄每股收益(人民币)	0.573	0.398	0.266	0.509	0.635
变动(%)	1.2	(30.5)	(33.1)	97.5	24.6
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.281	0.441	0.488
全面摊薄市盈率(倍)	10.0	14.4	21.6	11.3	9.0
每股现金流量(人民币)	1.39	1.35	0.85	1.66	1.74
价格/每股现金流量(倍)	4.1	4.2	6.7	3.5	3.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.3	5.9	6.7	5.0	4.4
每股股息(人民币)	0.240	0.200	0.110	0.210	0.260
股息率(%)	4.2	3.5	1.9	3.7	4.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**图表 1. 估计中国石化简化炼油业务利润率**


资料来源: 中银国际研究预测

**图表 2. 分部经营利润预测(H 股)**

(人民币, 十亿)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
勘探和生产	54.8	47.1	5.3	25.3	29.3
炼油	8.6	(2.0)	17.9	39.0	51.3
营销和分销	35.5	29.4	32.3	37.7	39.8
化工	0.9	(2.2)	11.5	9.5	9.5
总部及其他	(2.6)	1.1	(1.9)	(2.2)	(2.2)
<b>总计</b>	<b>97.1</b>	<b>73.5</b>	<b>65.1</b>	<b>109.4</b>	<b>127.7</b>

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**损益表 - A股(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>销售收入</b>	2,880,311	2,825,914	2,089,840	2,396,389	2,544,200
销售成本	(2,457,041)	(2,429,017)	(1,778,882)	(2,010,472)	(2,124,463)
经营费用	(241,788)	(239,838)	(152,908)	(180,233)	(193,335)
<b>息税折旧前利润</b>	100,217	66,962	60,922	104,204	121,983
折旧及摊销	(81,265)	(90,097)	(97,128)	(101,480)	(104,419)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	181,482	157,059	158,050	205,684	226,402
净利息收入/(费用)	(9,034)	(9,439)	(16,855)	(17,347)	(13,131)
其他收益/(损失)	5,799	4,807	8,969	10,348	9,987
<b>税前利润</b>	96,982	62,330	53,036	97,205	118,839
所得税	(25,605)	(17,571)	(13,259)	(24,301)	(29,710)
少数股东权益	(4,198)	(1,480)	(6,671)	(10,259)	(11,302)
<b>净利润</b>	67,179	43,279	33,106	62,645	77,827
<b>核心净利润</b>	67,179	43,279	33,106	62,645	77,827
每股收益(人民币)	0.579	0.362	0.274	0.517	0.643
核心每股收益(人民币)	0.579	0.362	0.274	0.517	0.643
每股股息(人民币)	0.240	0.200	0.110	0.210	0.260
收入增长(%)	3	(2)	(26)	15	6
息税前利润增长(%)	4	(33)	(9)	71	17
息税折旧前利润增长(%)	9	(13)	1	30	10
每股收益增长(%)	3	(37)	(24)	89	24
核心每股收益增长(%)	3	(37)	(24)	89	24

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>现金及现金等价物</b>	15,101	10,100	14,524	21,088	33,043
应收帐款	68,466	90,831	67,172	77,025	81,776
库存	221,906	188,223	137,844	155,790	164,623
其他流动资产	67,537	70,990	91,930	122,728	109,396
<b>流动资产总计</b>	373,010	360,144	311,471	376,632	388,838
固定资产	830,225	881,152	931,164	976,646	1,019,011
无形资产	66,518	84,962	83,716	82,470	81,224
其他长期资产	113,163	125,110	127,466	129,822	132,178
<b>长期资产总计</b>	1,009,906	1,091,224	1,142,346	1,188,938	1,232,413
<b>总资产</b>	1,382,916	1,451,368	1,453,817	1,565,570	1,621,252
应付帐款	371,246	396,163	260,248	297,048	312,962
短期债务	163,870	178,578	201,442	231,514	218,680
其他流动负债	36,706	29,516	29,516	29,516	29,516
<b>流动负债总计</b>	571,822	604,257	491,206	558,079	561,157
长期借款	145,590	150,932	80,362	71,709	63,029
其他长期负债	42,244	49,084	49,084	49,084	49,084
股本	116,565	118,280	121,071	121,071	121,071
储备	453,781	476,203	547,768	591,041	641,022
<b>股东权益</b>	570,346	594,483	668,839	712,112	762,093
少数股东权益	52,914	52,612	164,327	174,586	185,887
<b>总负债及权益</b>	1,382,916	1,451,368	1,453,817	1,565,570	1,621,252
每股帐面价值(人民币)	4.89	5.03	5.52	5.88	6.29
每股有形资产(人民币)	4.32	4.31	4.83	5.20	5.62
每股净负债(现金)(人民币)	2.53	2.70	2.21	2.33	2.05

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>税前利润</b>	96,982	62,330	53,036	97,205	118,839
折旧与摊销	81,265	90,097	97,128	101,480	104,419
净利息费用	9,034	9,439	16,855	17,347	13,131
运营资本变动	(17,200)	(9,417)	(54,258)	5,828	800
税金	(25,605)	(17,571)	(13,259)	(24,301)	(29,710)
其他经营现金流	17,594	17,439	3,215	3,065	2,868
<b>经营活动产生的现金流</b>	162,070	152,317	102,716	200,625	210,347
购买固定资产净值	(154,946)	(126,913)	(135,900)	(135,900)	(135,900)
投资减少/增加	(31,937)	(12,835)	0	0	0
其他投资现金流	6,647	4,803	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流</b>	(180,236)	(134,945)	(135,900)	(135,900)	(135,900)
净增权益	19,406	0	0	0	0
净增债务	37,433	13,966	(31,517)	(21,442)	(21,514)
支付股息	(28,424)	(28,130)	(19,064)	(19,371)	(27,846)
其他融资现金流	(5,930)	(8,226)	88,189	(17,347)	(13,131)
<b>融资活动产生的现金流</b>	22,485	(22,390)	37,608	(58,161)	(62,492)
现金变动	4,319	(5,018)	4,424	6,564	11,955
期初现金	10,864	15,101	10,100	14,524	21,088
公司自由现金流	(16,598)	19,151	(32,820)	65,251	75,247
权益自由现金流	10,233	21,899	(81,555)	25,935	39,801

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	6.3	5.6	7.6	8.6	8.9
息税前利润率(%)	3.5	2.4	2.9	4.3	4.8
税前利润率(%)	3.4	2.2	2.5	4.1	4.7
净利率(%)	2.3	1.5	1.6	2.6	3.1
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
利息覆盖率(倍)	9.5	6.0	3.5	5.8	8.8
净权益负债率(%)	47.2	49.4	32.1	31.8	26.2
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	13.7	21.9	29.0	15.3	12.4
核心业务市盈率(倍)	13.7	21.9	29.0	15.3	12.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	15.1	24.1	31.8	16.9	13.6
市净率(倍)	1.6	1.6	1.4	1.3	1.3
价格/现金流(倍)	5.7	6.1	9.3	4.8	4.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.6	7.8	8.3	6.5	5.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	32.7	30.8	33.5	26.7	27.5
应收帐款周转天数	9.5	10.3	13.8	11.0	11.4
应付帐款周转天数	45.9	49.6	57.3	42.4	43.8
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	41.6	54.7	40.2	40.6	40.4
净资产收益率(%)	12.4	7.4	5.2	9.1	10.6
资产收益率(%)	5.6	3.4	3.1	5.2	5.7
已运用资本收益率(%)	11.6	7.2	5.9	9.1	10.1

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	2,880,311	2,825,914	2,123,039	2,433,867	2,582,087
销售成本	(2,630,106)	(2,573,084)	(1,890,812)	(2,155,009)	(2,278,351)
经营费用	(71,805)	(89,246)	(69,998)	(67,936)	(71,569)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>97,135</b>	<b>73,487</b>	<b>65,102</b>	<b>109,442</b>	<b>127,748</b>
折旧及摊销	(81,265)	(90,097)	(97,128)	(101,480)	(104,419)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>178,400</b>	<b>163,584</b>	<b>162,230</b>	<b>210,923</b>	<b>232,167</b>
净利息收入(费用)	(9,034)	(9,439)	(16,855)	(17,347)	(13,131)
其他收益(损失)	7,301	1,456	4,696	6,075	5,714
<b>税前利润</b>	<b>95,402</b>	<b>65,504</b>	<b>52,943</b>	<b>98,170</b>	<b>120,331</b>
所得税	(24,763)	(17,571)	(14,202)	(26,334)	(32,278)
少数股东权益	(4,157)	(1,467)	(6,612)	(10,169)	(11,203)
<b>净利润</b>	<b>66,482</b>	<b>46,466</b>	<b>32,129</b>	<b>61,668</b>	<b>76,850</b>
<b>核心净利润</b>	<b>66,482</b>	<b>46,466</b>	<b>32,129</b>	<b>61,668</b>	<b>76,850</b>
每股收益(人民币)	0.573	0.398	0.266	0.509	0.635
核心每股收益(人民币)	0.573	0.398	0.266	0.509	0.635
每股股息(人民币)	0.240	0.200	0.110	0.210	0.260
收入增长(%)	3	(2)	(25)	15	6
息税前利润增长(%)	(2)	(24)	(11)	68	17
息税折旧前利润增长(%)	5	(8)	(1)	30	10
每股收益增长(%)	1	(31)	(33)	92	25
核心每股收益增长(%)	1	(31)	(33)	92	25

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	95,402	65,504	52,943	98,170	120,331
折旧与摊销	81,265	90,097	97,128	101,480	104,419
净利息费用	9,034	9,439	16,855	17,347	13,131
运营资本变动	(12,460)	(6,891)	(53,894)	7,454	1,876
税金	(25,992)	(21,553)	(14,202)	(26,334)	(32,278)
其他经营现金流	14,028	21,190	3,886	2,507	2,868
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>161,277</b>	<b>157,786</b>	<b>102,715</b>	<b>200,625</b>	<b>210,347</b>
购买固定资产净值	(154,946)	(124,381)	(135,900)	(135,900)	(135,900)
投资减少/增加	(27,739)	(11,493)	0	0	0
其他投资现金流	3,242	3,931	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(179,443)</b>	<b>(131,943)</b>	<b>(135,900)</b>	<b>(135,900)</b>	<b>(135,900)</b>
净增权益	19,406	0	0	0	0
净增债务	37,433	13,966	(31,517)	(21,442)	(21,514)
支付股息	(28,298)	(28,031)	(19,064)	(19,371)	(27,846)
其他融资现金流	(6,056)	(16,795)	88,189	(17,347)	(13,131)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>22,485</b>	<b>(30,860)</b>	<b>37,608</b>	<b>(58,161)</b>	<b>(62,492)</b>
现金变动	4,319	(5,017)	4,424	6,564	11,955
期初现金	10,864	15,101	10,100	14,524	21,088
公司自由现金流	(16,598)	27,622	(32,821)	65,251	75,247
权益自由现金流	10,233	30,370	(81,556)	25,935	39,801

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	15,101	10,100	14,524	21,088	33,043
应收帐款	68,466	90,831	67,172	77,025	81,776
库存	221,906	188,223	141,407	162,110	171,983
其他流动资产	67,537	70,990	71,365	67,030	64,865
<b>流动资产总计</b>	<b>373,010</b>	<b>360,144</b>	<b>294,468</b>	<b>327,253</b>	<b>351,666</b>
固定资产	830,225	881,152	931,910	968,404	1,001,265
无形资产	6,255	6,281	6,281	6,281	6,281
其他长期资产	173,426	203,791	210,920	218,199	225,675
<b>长期资产总计</b>	<b>1,009,906</b>	<b>1,091,224</b>	<b>1,149,111</b>	<b>1,192,884</b>	<b>1,233,221</b>
<b>总资产</b>	<b>1,382,916</b>	<b>1,451,368</b>	<b>1,443,579</b>	<b>1,520,137</b>	<b>1,584,887</b>
应付帐款	202,724	198,366	132,079	153,464	162,902
短期债务	163,870	178,148	244,587	231,514	218,680
其他流动负债	205,228	227,743	152,004	176,438	193,058
<b>流动负债总计</b>	<b>571,822</b>	<b>604,257</b>	<b>528,670</b>	<b>561,416</b>	<b>574,639</b>
长期借款	145,590	150,932	80,362	71,709	63,029
其他长期负债	43,878	50,602	50,602	50,602	50,602
股本	116,565	118,280	121,071	121,071	121,071
储备	452,238	474,761	498,682	540,978	589,982
<b>股东权益</b>	<b>568,803</b>	<b>593,041</b>	<b>619,753</b>	<b>662,050</b>	<b>711,054</b>
少数股东权益	52,823	52,536	164,192	174,361	185,564
<b>总负债及权益</b>	<b>1,382,916</b>	<b>1,451,368</b>	<b>1,443,579</b>	<b>1,520,137</b>	<b>1,584,887</b>
每股帐面价值(人民币)	4.88	5.01	5.12	5.47	5.87
每股有形资产(人民币)	4.83	4.96	5.07	5.42	5.82
每股净负债(现金)(人民币)	2.53	2.70	2.56	2.33	2.05

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	6.2	5.8	7.6	8.7	9.0
息税前利润率(%)	3.4	2.6	3.1	4.5	4.9
税前利润率(%)	3.3	2.3	2.5	4.0	4.7
净利率(%)	2.3	1.6	1.5	2.5	3.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
利息覆盖率(倍)	9.2	6.6	3.8	6.1	9.2
净权益负债率(%)	47.4	49.4	39.6	33.7	27.7
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	10.0	14.4	21.6	11.3	9.0
核心业务市盈率(倍)	10.0	14.4	21.6	11.3	9.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	11.6	16.7	25.0	13.1	10.5
市净率(倍)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
价格/现金流(倍)	4.1	4.2	6.7	3.5	3.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.3	5.9	6.7	5.0	4.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	30.5	29.1	31.8	25.7	26.8
应收帐款周转天数	9.5	10.3	13.6	10.8	11.2
应付帐款周转天数	26.5	25.9	28.4	21.4	22.4
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	42.1	50.9	41.5	41.2	41.0
净资产收益率(%)	12.3	8.0	5.3	9.6	11.2
资产收益率(%)	5.4	3.8	3.3	5.4	6.0
已运用资本收益率(%)	11.2	7.9	6.3	9.8	11.1

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，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