

股票代码	600688.CH	0338.HK
评级	买入	买入
目标价	人民币 7.06	港币 3.12
原目标价	人民币 8.96	港币 3.65
上/下浮比例	+27%	+17%
目标价格基础	较H股溢价	1.7倍账面价值
板块评级	未有评级	未有评级

上海石化

15年3季度业绩可观

在中国会计准则下，上海石化15年3季度净利润同比大涨39倍至5.15亿人民币。尽管环比下降了69%，但由于6月底至8月底期间油价下行，市场对此早有预料。由于15年1-9月净利润已相当于我们全年预测的87%，我们的全年预测存在上调空间。保守起见，我们目前阶段暂维持预测不变。重申对H股和A股的买入评级。

支撑评级的主要因素

- 我们没有15年3季度盈利的官方预测，但在中国会计准则下15年3季度和4季度的推算平均盈利均为4.27亿人民币。因此，15年3季度的实际盈利(5.15亿人民币)略高于我们的预期。15年3季度毛利率为7.2%，低于2季度的13.1%。
- 我们当前的预测意味着15年4季度中国会计准则下净利润为3.38亿人民币。除非今年剩余时间内油价大幅下降，否则15年4季度净利润将因为炼油业务利润率的改善而出现环比上升。在正常情况下，我们预计公司在中国会计准则下的每季度平均净利润约为6亿-7亿人民币。
- 在当前水平上H股和A股估值均具备吸引力。

评级面临的主要风险

- 油价大幅下跌，从而造成成品油价下降。
- 石化产品需求不及预期。

估值

- 我们的H股目标价仍为3.65港币，仍对应1.7倍2015年预期市净率，处于过去7年交易区间的上端(剔除沪港通刚开通时的超高估值)。
- 我们将A股目标价维持在8.96人民币，相比H股溢价198%。

股价表现 — A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	63.1	(1.3)	(15.4)	96.1
相对新华富时A50指数	75.3	7.9	0.7	55.0

发行股数(百万)	10,800
流通股(%)	15
流通股市值(人民币 百万)	76,248
3个月日均交易额(人民币 百万)	964
净负债比率(%) (2015E)	11
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2015年10月22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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	115,540	102,183	74,454	66,013	71,503
变动(%)	24	(12)	(27)	(11)	8
净利润(人民币 百万)	2,004	(716)	2,584	2,622	4,029
全面摊薄每股收益(人民币)	0.186	(0.066)	0.239	0.243	0.373
变动(%)	(229.4)	(135.7)	(460.9)	1.5	53.7
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.257	0.272	0.335
核心每股收益(人民币)	0.104	(0.062)	0.241	0.243	0.373
变动(%)	(173.5)	(159.1)	(490.9)	0.7	53.7
全面摊薄市盈率(倍)	38.1	N/M	29.5	29.1	18.9
核心市盈率(倍)	67.6	N/M	29.3	29.1	18.9
每股现金流量(人民币)	0.54	0.41	0.47	0.40	0.50
价格/每股现金流量(倍)	13.0	17.3	15.2	17.5	14.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.4	43.6	15.1	15.4	10.9
每股股息(人民币)	0.100	0.000	0.080	0.080	0.120
股息率(%)	1.4	0.0	1.1	1.1	1.7

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	37.4	2.0	(13.1)	23.3
相对恒生中国企业指数	49.0	(5.8)	(3.4)	21.7

发行股数(百万)	10,800
流通股(%)	32
流通股市值(港币 百万)	33,696
3个月日均交易额(港币 百万)	85
净负债比率(%) (2015E)	11
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2015年10月22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)	105,503	92,725	67,562	59,903	64,885
变动(%)	21	(12)	(27)	(11)	8
净利润(人民币 百万)	2,055	(692)	2,609	2,646	4,054
全面摊薄每股收益(人民币)	0.190	(0.064)	0.242	0.245	0.375
变动(%)	(234.5)	(133.7)	(476.8)	1.4	53.2
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.265	0.273	0.293
核心每股收益(人民币)	0.109	(0.059)	0.243	0.245	0.375
变动(%)	(177.9)	(154.5)	(509.1)	0.7	53.2
全面摊薄市盈率(倍)	13.4	N/M	10.6	10.4	6.8
核心市盈率(倍)	23.4	N/M	10.5	10.4	6.8
每股现金流量(人民币)	0.51	0.37	0.46	0.40	0.50
价格/每股现金流量(倍)	5.0	6.8	5.6	6.4	5.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.5	22.5	5.3	5.0	3.2
每股股息(人民币)	0.100	0.000	0.080	0.080	0.120
股息率(%)	3.9	0.0	3.1	3.1	4.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 业绩摘要—15年3季度(A股)

(人民币, 百万)	14年3季度	15年3季度	同比%
营业收入	25,345	19,405	(23)
销售成本	(22,468)	(14,776)	(34)
营业税及附加	(2,066)	(3,230)	56
核心业务利润	811	1,400	73
销售费用	(152)	(114)	(25)
管理费用	(713)	(639)	(10)
财务费用	(76)	(105)	38
资产减值亏损	(0)	(25)	55,330
联营公司及共同控制实体	35	131	274
其他投资收入	6	30	370
经营利润	(88)	676	NA
营业外收入	131	25	(81)
营业外费用	(32)	(25)	(20)
总利润	11	676	6,008
所得税	5	(149)	NA
少数股东权益	(4)	(13)	253
净利润	13	515	3,918
盈利能力(%)			
毛利率	3.2	7.2	
经营利润率	(0.3)	3.5	
净利率	0.1	2.7	

资料来源: 公司数据

图表 2. 业绩摘要 - 环比 (A 股)

年结日: 12月31日 (人民币, 百万)	15年2季度	15年3季度	环比 %
营业收入	22,522	19,405	(14)
销售成本	(16,025)	(14,776)	(8)
营业税及附加	(3,541)	(3,230)	(9)
核心业务利润	2,957	1,400	(53)
销售费用	(139)	(114)	(17)
管理费用	(759)	(639)	(16)
财务费用	(81)	(105)	30
资产减值亏损	(56)	(25)	(54)
联营公司及共同控制实体	250	131	(48)
投资收入	7	30	336
经营利润	2,180	676	(69)
营业外收入	8	25	196
营业外费用	(10)	(25)	163
总利润	2,178	676	(69)
所得税	(493)	(149)	(70)
少数股东权益	(6)	(13)	107
净利润	1,679	515	(69)
盈利能力 (%)			
毛利率	13.1	7.2	
经营利润率	9.7	3.5	
净利率	7.5	2.7	

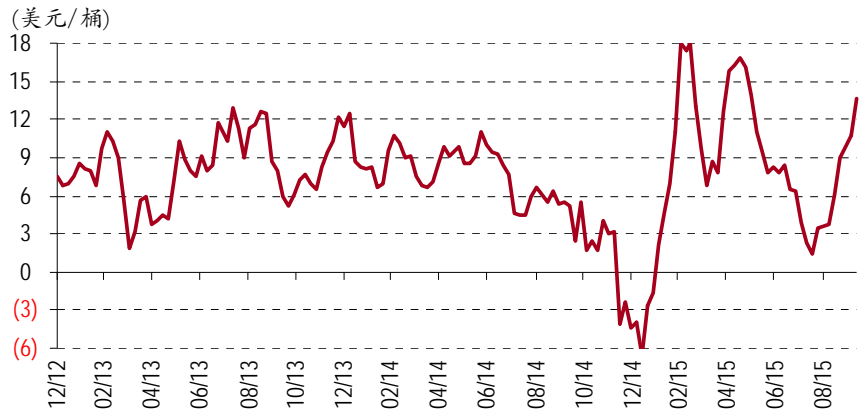
资料来源: 公司数据

图表 3. 业绩摘要 - 15年1-9月 (A 股)

(人民币, 百万)	14年1-9月	15年1-9月	同比 %
营业收入	76,719	61,558	(20)
销售成本	(67,485)	(46,010)	(32)
营业税及附加	(6,720)	(10,291)	53
核心业务利润	2,514	5,258	109
销售费用	(426)	(376)	(12)
管理费用	(1,937)	(2,130)	10
财务费用	(355)	(246)	(31)
资产减值亏损	(23)	(87)	280
联营公司及共同控制实体	(31)	463	NA
其他投资收入	6	37	478
经营利润	(252)	2,919	NA
营业外收入	156	43	(72)
营业外费用	(62)	(46)	(25)
总利润	(158)	2,916	NA
所得税	12	(640)	NA
少数股东权益	(7)	(30)	354
净利润	(152)	2,246	NA
盈利能力 (%)			
毛利率	3.3	8.5	
经营利润率	(0.3)	4.7	
净利率	(0.2)	3.6	

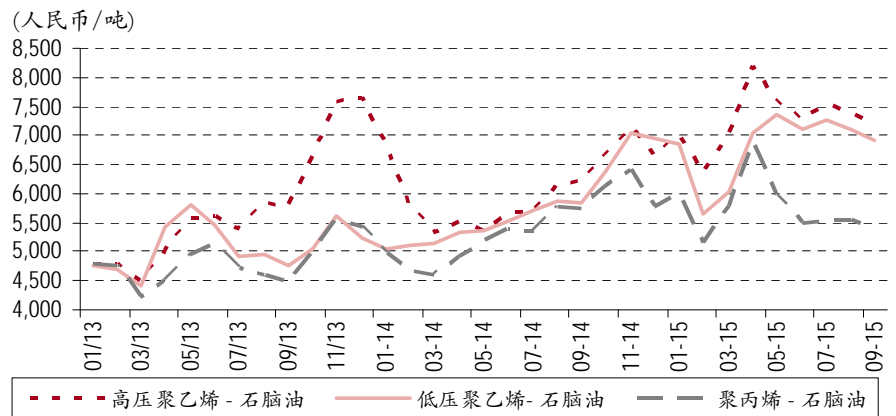
资料来源: 公司数据

图表 4. 中国石化预期简化炼油利润率



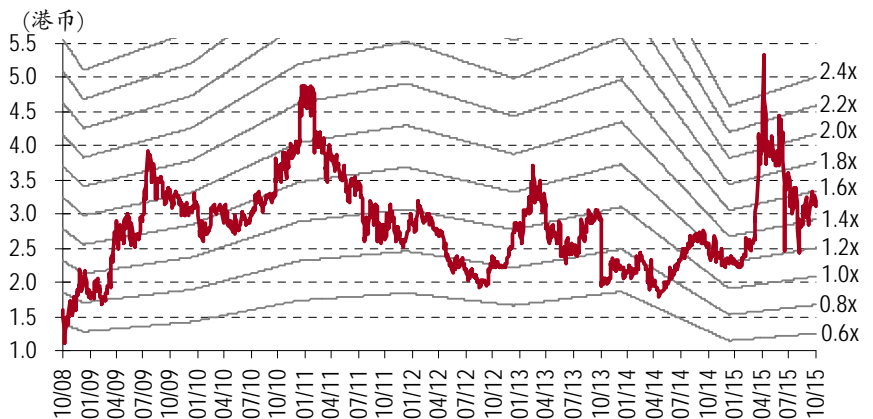
资料来源: 中银国际研究

图表 5. 主要化工产品价差



资料来源: baiinfo.com, 中银国际研究

图表 6. 市净率曲线(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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	115,540	102,183	74,454	66,013	71,503
销售成本	(100,477)	(90,047)	(61,980)	(54,805)	(57,948)
经营费用	(10,930)	(10,328)	(7,607)	(6,466)	(7,125)
经营利润(息税前利润)	1,652	(508)	2,848	2,674	4,312
折旧及摊销	(2,480)	(2,316)	(2,018)	(2,068)	(2,118)
息税折旧前利润	4,133	1,808	4,867	4,742	6,430
净利息收入/(费用)	(298)	(310)	(142)	(6)	252
其他收益/(损失)	1,039	(96)	739	828	828
税前利润	2,393	(914)	3,446	3,496	5,392
所得税	(379)	214	(835)	(848)	(1,322)
少数股东权益	(10)	(16)	(26)	(27)	(41)
净利润	2,004	(716)	2,584	2,622	4,029
核心净利润	1,128	(666)	2,604	2,622	4,029
每股收益(人民币)	0.186	(0.066)	0.239	0.243	0.373
核心每股收益(人民币)	0.104	(0.062)	0.241	0.243	0.373
每股股息(人民币)	0.100	0.000	0.080	0.080	0.120
收入增长(%)	24	(12)	(27)	(11)	8
息税前利润增长(%)	(183)	(131)	(661)	(6)	61
息税折旧前利润增长(%)	(1,626)	(56)	169	(3)	36
每股收益增长(%)	(229)	(136)	(461)	1	54
核心每股收益增长(%)	(173)	(159)	(491)	1	54

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	133	279	215	203	1,545
应收帐款	1,976	1,628	1,186	1,052	1,139
库存	9,039	5,931	4,070	3,637	3,825
其他流动资产	3,337	1,672	4,132	3,978	2,259
流动资产总计	14,486	9,510	9,603	8,869	8,768
固定资产	17,655	16,571	16,094	16,066	15,989
无形资产	459	441	428	415	402
其他长期资产	4,317	4,624	5,194	5,934	6,674
长期资产总计	22,430	21,636	21,716	22,415	23,065
总资产	36,916	31,146	31,319	31,285	31,834
应付帐款	8,852	5,924	4,078	3,606	3,812
短期债务	6,484	4,078	800	1,100	0
其他流动负债	2,681	2,483	6,538	4,891	3,559
流动负债总计	18,017	12,485	11,415	9,597	7,371
长期借款	628	1,633	0	0	0
其他长期负债	180	186	186	186	186
股本	10,800	10,800	10,800	10,800	10,800
储备	7,032	5,771	8,619	10,377	13,110
股东权益	17,832	16,571	19,419	21,177	23,910
少数股东权益	259	271	298	324	365
总负债及权益	36,916	31,146	31,319	31,285	31,834
每股帐面价值(人民币)	1.65	1.53	1.80	1.96	2.21
每股有形资产(人民币)	1.61	1.49	1.76	1.92	2.18
每股净负债/(现金)(人民币)	0.65	0.50	0.05	0.08	(0.14)

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	2,393	(914)	3,446	3,496	5,392
折旧与摊销	2,480	2,316	2,018	2,068	2,118
净利息费用	298	310	142	6	(252)
运营资本变动	1,239	2,096	825	208	(143)
税金	(379)	214	(835)	(848)	(1,322)
其他经营现金流	(174)	393	(573)	(584)	(376)
经营活动产生的现金流	5,857	4,415	5,024	4,346	5,418
购买固定资产净值	(1,323)	(1,089)	(1,500)	(2,000)	(2,000)
投资减少/增加	469	(62)	(90)	(90)	(90)
其他投资现金流	225	241	0	0	0
投资活动产生的现金流	(629)	(910)	(1,590)	(2,090)	(2,090)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(4,118)	(2,059)	(3,278)	(1,333)	(1,100)
支付股息	(379)	(547)	0	(864)	(864)
其他融资现金流	(759)	(752)	(220)	(71)	(22)
融资活动产生的现金流	(5,256)	(3,359)	(3,498)	(2,268)	(1,986)
现金变动	(28)	146	(64)	(12)	1,342
期初现金	161	133	279	215	203
公司自由现金流	5,228	3,504	3,434	2,256	3,328
权益自由现金流	733	1,071	(64)	852	2,206

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	3.6	1.8	6.5	7.2	9.0
息税前利润率	1.4	(0.5)	3.8	4.1	6.0
税前利润率	2.1	(0.9)	4.6	5.3	7.5
净利率	1.7	(0.7)	3.5	4.0	5.6
流动性(倍)					
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	1.2
利息覆盖率	4.3	(1.4)	13.0	37.6	197.0
净权益负债率(%)	38.6	32.3	3.0	4.2	净现金
速动比率	0.3	0.3	0.5	0.5	0.7
估值(倍)					
市盈率	38.1	N/M	29.5	29.1	18.9
核心业务市盈率	67.6	N/M	29.3	29.1	18.9
目标价对应核心业务市盈率	85.8	N/M	37.2	36.9	24.0
市净率	4.3	4.6	3.9	3.6	3.2
价格/现金流	13.0	17.3	15.2	17.5	14.1
企业价值/息税折旧前利润	19.4	43.6	15.1	15.4	10.9
周转率					
存货周转天数	32.7	30.3	29.4	25.7	23.5
应收帐款周转天数	4.8	6.4	6.9	6.2	5.6
应付帐款周转天数	22.7	26.4	24.5	21.2	18.9
回报率(%)					
股息支付率	53.9	n.a.	33.4	33.0	32.2
净资产收益率	11.8	(4.2)	14.4	12.9	17.9
资产收益率	3.8	(1.5)	6.9	6.5	10.3
已运用资本收益率	6.5	(1.9)	13.6	12.7	19.6

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	105,503	92,725	67,562	59,903	64,885
销售成本	(101,129)	(90,970)	(62,095)	(54,614)	(57,873)
经营费用	(553)	(403)	(515)	(391)	(427)
经营利润(息税前利润)	1,724	(588)	2,982	2,876	4,514
折旧及摊销	(2,097)	(1,940)	(1,971)	(2,021)	(2,071)
息税折旧前利润	3,821	1,352	4,952	4,897	6,585
净利息收入/(费用)	(286)	(310)	(142)	(6)	252
其他收益/(损失)	1,007	8	630	650	650
税前利润	2,445	(890)	3,470	3,521	5,416
所得税	(379)	214	(835)	(848)	(1,322)
少数股东权益	(10)	(16)	(26)	(27)	(41)
净利润	2,055	(692)	2,609	2,646	4,054
核心净利润	1,179	(642)	2,628	2,646	4,054
每股收益(人民币)	0.190	(0.064)	0.242	0.245	0.375
核心每股收益(人民币)	0.109	(0.059)	0.243	0.245	0.375
每股股息(人民币)	0.100	0.000	0.080	0.080	0.120
收入增长(%)	21	(12)	(27)	(11)	8
息税前利润增长(%)	(197)	(134)	(607)	(4)	57
息税折旧前利润增长(%)	(4,373)	(65)	266	(1)	34
每股收益增长(%)	(234)	(134)	(477)	1	53
核心每股收益增长(%)	(178)	(154)	(509)	1	53

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	133	279	215	203	1,545
应收帐款	148	631	460	408	441
库存	9,039	5,931	4,313	3,824	4,142
其他流动资产	5,166	2,670	2,299	2,186	2,260
流动资产总计	14,486	9,510	7,286	6,621	8,388
固定资产	16,669	15,542	14,831	14,070	13,260
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	5,481	5,854	6,816	8,279	9,742
长期资产总计	22,151	21,395	21,647	22,350	23,002
总资产	36,637	30,906	28,934	28,970	31,390
应付帐款	2,740	3,512	2,554	2,264	2,452
短期债务	7,094	4,078	2,433	1,100	0
其他流动负债	8,183	4,895	4,525	4,375	4,475
流动负债总计	18,017	12,485	9,511	7,739	6,927
长期借款	628	1,633	0	0	0
其他长期负债	0	16	16	16	16
股本	10,800	10,800	10,800	10,800	10,800
储备	6,932	5,700	8,309	10,091	13,281
股东权益	17,732	16,500	19,109	20,891	24,081
少数股东权益	259	271	298	324	365
总负债及权益	36,637	30,906	28,934	28,970	31,390
每股帐面价值(人民币)	1.64	1.53	1.77	1.93	2.23
每股有形资产(人民币)	1.64	1.53	1.77	1.93	2.23
每股净负债/(现金)(人民币)	0.70	0.50	0.21	0.08	(0.14)

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	2,445	(890)	3,470	3,521	5,416
折旧与摊销	2,097	1,940	1,971	2,021	2,071
净利息费用	286	310	142	6	(252)
运营资本变动	(607)	2,313	699	212	(138)
税金	(9)	(10)	(835)	(848)	(1,322)
其他经营现金流	1,264	374	(466)	(566)	(357)
经营活动产生的现金流	5,475	4,037	4,981	4,346	5,418
购买固定资产净值	(1,323)	(1,089)	(1,500)	(2,000)	(2,000)
投资减少/增加	539	28	(47)	(90)	(90)
其他投资现金流	155	151	0	0	0
投资活动产生的现金流	(629)	(910)	(1,547)	(2,090)	(2,090)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(4,118)	(2,059)	(3,278)	(1,333)	(1,100)
支付股息	(379)	(547)	0	(864)	(864)
其他融资现金流	(377)	(375)	(220)	(71)	(22)
融资活动产生的现金流	(4,874)	(2,981)	(3,498)	(2,268)	(1,986)
现金变动	(28)	146	(64)	(12)	1,342
期初现金	161	133	279	215	203
公司自由现金流	4,846	3,127	3,434	2,256	3,328
权益自由现金流	351	693	(64)	852	2,206

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	3.6	1.5	7.3	8.2	10.1
息税前利润率	1.6	(0.6)	4.4	4.8	7.0
税前利润率	2.3	(1.0)	5.1	5.9	8.3
净利率	1.9	(0.7)	3.9	4.4	6.2
流动性(倍)					
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	1.2
利息覆盖率	4.6	(1.6)	13.6	40.5	206.2
净权益负债率(%)	42.2	32.4	11.4	4.2	净现金
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.6
估值(倍)					
市盈率	13.4	N/M	10.6	10.4	6.8
核心业务市盈率	23.4	N/M	10.5	10.4	6.8
目标价对应核心业务市盈率	27.4	N/M	12.3	12.2	8.0
市净率	1.6	1.7	1.4	1.3	1.1
价格/现金流	5.0	6.8	5.6	6.4	5.1
企业价值/息税折旧前利润	8.5	22.5	5.3	5.0	3.2
周转率					
存货周转天数	32.4	30.0	30.1	27.2	25.1
应收帐款周转天数	0.4	1.5	2.9	2.6	2.4
应付帐款周转天数	9.7	12.3	16.4	14.7	13.3
回报率(%)					
股息支付率	52.5	n.a.	33.1	32.7	32.0
净资产收益率	12.2	(4.0)	14.7	13.2	18.0
资产收益率	4.0	(1.7)	7.6	7.5	11.3
已运用资本收益率	6.7	(2.2)	13.8	13.3	20.5

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