

2010年2月23日

中国石油

尽管下调盈利预测，但仍具吸引力

A **买入**
 601857.SS - 人民币 12.92
 目标价格: 人民币 14.98 (↓15.98)

H **买入**
 0857.HK - 港币 8.75
 目标价格: 港币 10.50 (↓11.13)

刘志成, CFA
 +852 2905 2130
 lawrence.lau@bocigroup.com

股价相对指数表现 (A 股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现 (A 股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(7)	(5)	(8)	14
相对新华富时A50指数(%)	5	(0)	4	(20)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据 (A 股)

发行股数(百万)	183,021
流通股(%)	2
流通股市值(人民币 百万)	52,022
3个月日均交易额(人民币 百万)	586
净负债比率(%)	13
主要股东(%)	
中国石油天然气集团公司	87

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

由于09年4季度,中国北方的暴雪导致成品油需求下降,因此我们将09年盈利预测下调了12%。此外,主要由于2010年起资源税上调,因此我们还将2010-11年盈利预测下调了10-12%。尽管如此,鉴于其估值仍具吸引力,我们维持对其A股和H股的买入评级。我们将A股和H股目标价分别下调至14.98人民币和10.50港币。

支撑评级的要点

- 2010年每股收益增长不俗;
- 内地可能上调天然气价格的最大受益者;
- 如果未来成品油价格进一步上涨,该股是一个安全的选择;
- 估值具有吸引力,特别是H股。

评级面临的主要风险

- 资源税上调幅度大于预期;
- 中国政府未能适时上调成品油和天然气价格或上调幅度不及预期。

估值

- 采用分部加总法,我们将H股目标价由11.13港币下调至10.50港币;
- 基于A-H股平均溢价水平63%,我们将A股目标价由15.98人民币下调至14.98人民币。

图表 1. 投资摘要 (A 股)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入(人民币 百万)	836,353	1,071,146	919,690	1,155,369	1,245,788
变动(%)	21	28	(14)	26	8
净利润(人民币 百万)	145,656	114,273	103,888	135,716	138,268
全面摊薄每股收益(人民币)	0.811	0.624	0.568	0.742	0.755
变动(%)	6.5	(23.0)	(9.1)	30.6	1.9
市场预测每股收益(人民币)	-	-	0.638	0.809	0.909
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.646	0.823	0.855
调整幅度(%)	-	-	(12.1)	(9.9)	(11.7)
全面摊薄市盈率(倍)	15.9	20.7	22.8	17.4	17.1
每股现金流量(人民币)	1.19	0.97	1.14	1.31	1.32
价格/每股现金流量(倍)	10.8	13.3	11.3	9.9	9.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.9	11.1	11.8	9.7	9.6
每股股息(人民币)	0.157	0.281	0.256	0.335	0.341
股息率(%)	1.2	2.2	2.0	2.6	2.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

股价相对指数表现 (H 股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现 (H 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	(6)	(5)	(12)	52
相对恒生中国内地综合指数 (%)	1	(2)	(4)	(7)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据 (H 股)

发行股数 (百万)	183,021
流通股 (%)	12
流通股市值 (港币 百万)	184,165
3 个月日均交易额 (港币 百万)	926
净负债比率 (%)	12

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

投资摘要 (H 股)

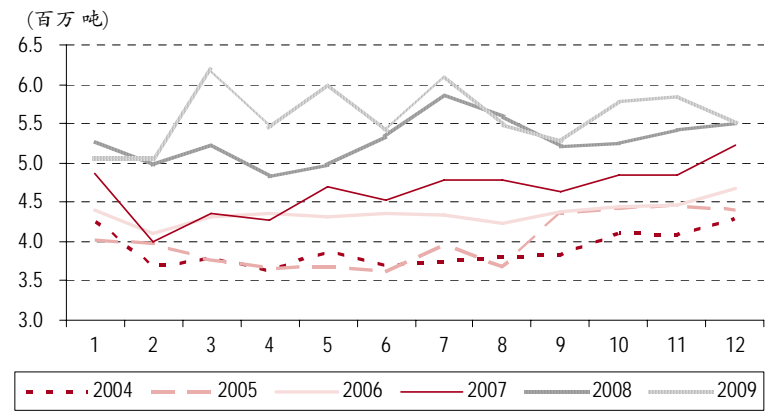
年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	836,353	1,071,146	919,690	1,155,369	1,245,788
变动 (%)	21	28	(14)	26	8
净利润 (人民币 百万)	146,750	114,431	104,155	136,177	138,542
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.817	0.625	0.569	0.744	0.757
变动 (%)	2.8	(23.4)	(9.0)	30.7	1.7
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.608	0.767	0.857
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.647	0.826	0.857
调整幅度 (%)	-	-	(12.1)	(9.9)	(11.6)
全面摊薄市盈率 (倍)	9.4	12.3	13.5	10.3	10.2
每股现金流量 (人民币)	1.15	0.94	1.16	1.29	1.33
价格/每股现金流量 (倍)	6.7	8.2	6.6	6.0	5.8
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	5.3	6.0	6.7	5.7	5.6
每股股息 (人民币)	0.358	0.281	0.256	0.335	0.341
股息率 (%)	4.7	3.7	3.3	4.4	4.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

北方暴雪的最大受害者

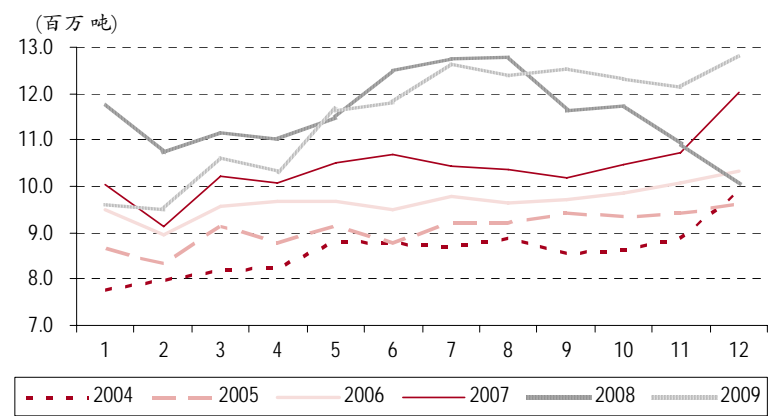
09年11月和12月, 中国北方地区大面积遭遇暴雪, 这不仅阻断了货物运输 (包括煤炭), 也减少了其他经济活动。因此, 汽油、柴油等成品油的需求明显下滑。如下图所示, 11月和12月, 中国的汽、柴油表观需求分别出现环比下滑, 这与往年4季度通常呈持续增长的状况有所不同。我们认为, 由于北方地区是公司的主要市场, 因此暴雪对其的影响最大。成品油实现价格可能会低于政府制定的最高限价。

图表 2. 中国的汽油的表观需求



资料来源: 中国石油和化学工业协会

图表 3. 中国的柴油的表观需求



资料来源: 中国石油和化学工业协会

加入资源税实际税率上升的影响

中国政府提出对各种矿石的资源税进行改革已有一段时间。由于国内经济已重返正轨，因此2010年很可能实施资源税的调整。目前，原油资源税为16-30元/吨(不同油田的资源税率有所不同)，基本相当于0.3-0.6美元/桶。根据改革计划，将会按照实现油价的一定比例来征收资源税。我们认为，最可能的情况是，税率为实现油价的3-5% (根据原油质量不同税率有所差异)。目前，我们将资源税改革的影响加入了盈利预测，假设改革将于2010年4月开始实施(与煤炭资源税改革同步)。

调整盈利预测和目标价

我们将09年盈利预测下调了12%，这主要是为了反映09年4季度炼油和销售业务盈利不及预期。我们还小幅调整了其他业务的盈利预测，特别是上调了勘探和生产业务成本及总部费用预测。

我们还将2010-11年盈利预测下调了10-12%，这主要是为了反映资源税率的上升。此外，我们之前假设2010年1月汽油和柴油价格将分别上调300元/吨，但实际并未实现。目前，我们预计政府将于2010年4月提价，幅度仍是300元/吨。

尽管下调了盈利预测，但公司H股2010年预测市盈率只有10.3倍，股息率4.4%，估值仍较为便宜。作为中国最大的天然气生产企业(占全国产量的70%以上)，中国石油也是内地天然气提价的最大受益者。我们维持对其H股的**买入**评级。基于分部加法，我们将H股目标价由11.13港币下调至10.50港币。

A股方面，我们的目标价仍是基于三个月A-H股平均溢价水平(由09年11月末的64%略微缩窄至目前的63%)。因此，我们将A股目标价由15.98人民币下调至14.98人民币，同样维持对其A股的**买入**评级。

图表 4. 各业务经营利润最新预测

(人民币 百万)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
勘探和生产	207,503	240,198	109,090	156,645	158,715
炼油和销售	(20,680)	(82,970)	26,410	22,300	24,080
化工	7,831	(2,877)	4,807	4,261	3,907
天然气及管道	12,495	16,057	19,118	19,908	21,905
其他	(6,378)	(11,108)	(15,269)	(15,645)	(15,882)
总经营利润	200,771	159,300	144,156	187,468	192,726

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 5. 各业务经营利润原预测

(人民币 百万)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
勘探和生产	207,503	240,198	115,045	170,569	177,928
炼油和销售	(20,680)	(82,970)	33,920	24,560	25,130
化工	7,831	(2,877)	4,900	4,376	4,038
天然气及管道	12,495	16,057	20,223	21,116	23,218
其他	(6,378)	(11,108)	(12,998)	(13,375)	(13,611)
总经营利润	200,771	159,300	161,090	207,246	216,703

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 6. 净资产值预测

	估值方法	2010E 每股净资产值 (人民币)
勘探和生产	按 10% 贴现率折现	7.00
炼油和销售	1.2 倍市净率	1.64
化工	1.0 倍市净率	0.46
天然气及管道	按 10% 贴现率折现	1.36
总部费用	按 10% 贴现率折现	(0.45)
净现金 / (负债)	资产负债表	(0.83)
总计 (人民币)		9.19
总计 (港币)		10.50

资料来源：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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	836,353	1,071,146	919,690	1,155,369	1,245,788
销售成本	(548,222)	(800,137)	(699,238)	(878,843)	(957,602)
经营费用	(18,909)	(45,330)	(4,018)	(10,000)	(12,310)
经营利润(息税前利润)	202,149	146,844	128,088	171,400	176,658
折旧及摊销	(67,073)	(78,835)	(88,346)	(95,125)	(99,220)
息税折旧前利润	269,222	225,679	216,433	266,526	275,877
净利息收入(费用)	(2,003)	(689)	(4,854)	(4,264)	(6,128)
其他收益/(损失)	3,825	15,420	17,607	16,925	16,925
税前利润	203,971	161,575	140,841	184,061	187,454
所得税	(49,871)	(35,154)	(31,688)	(41,456)	(42,177)
少数股东权益	(8,444)	(12,148)	(5,266)	(6,889)	(7,009)
净利润	145,656	114,273	103,888	135,716	138,268
核心净利润	145,656	114,273	103,888	135,716	138,268
每股收益(人民币)	0.811	0.624	0.568	0.742	0.755
核心每股收益(人民币)	0.811	0.624	0.568	0.742	0.755
每股股息(人民币)	0.157	0.281	0.256	0.335	0.341
收入增长(%)	21	28	(14)	26	8
息税前利润增长(%)	5	(27)	(13)	34	3
息税折旧前利润增长(%)	4	(16)	(4)	23	4
每股收益增长(%)	7	(23)	(9)	31	2
核心每股收益增长(%)	7	(23)	(9)	31	2

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	92,590	45,879	34,072	32,616	20,330
应收帐款	18,565	16,756	14,387	18,074	19,488
库存	88,496	90,670	66,756	86,617	95,496
其他流动资产	40,951	73,678	47,052	48,389	48,902
流动资产总计	240,602	226,983	162,267	185,695	184,215
固定资产	767,500	899,860	1,044,614	1,166,389	1,284,069
无形资产	20,022	23,702	22,488	21,274	20,060
其他长期资产	41,011	44,504	44,504	44,504	44,504
长期资产总计	828,533	967,918	1,111,458	1,232,019	1,348,485
总资产	1,069,135	1,194,901	1,273,725	1,417,714	1,532,701
应付帐款	104,468	118,197	95,133	112,697	110,792
短期债务	30,386	92,761	85,158	125,038	185,298
其他流动负债	64,368	53,379	70,458	73,638	76,630
流动负债总计	199,222	264,337	250,749	311,373	372,720
长期借款	39,688	32,827	66,179	61,109	30,967
其他长期负债	46,823	50,012	50,018	50,018	50,018
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
储备	556,595	608,598	662,387	743,933	820,706
股东权益	739,616	791,619	845,408	926,954	1,003,727
少数股东权益	43,786	56,106	61,372	68,260	75,269
总负债及权益	1,069,135	1,194,901	1,273,725	1,417,714	1,532,701
每股帐面价值(人民币)	4.04	4.33	4.62	5.06	5.48
每股有形资产(人民币)	3.93	4.20	4.50	4.95	5.37
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.12)	0.44	0.64	0.84	1.07

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	203,971	161,575	140,841	184,061	187,454
折旧与摊销	67,073	78,835	88,346	95,125	99,220
净利息费用	2,003	689	4,854	4,264	6,128
运营资本变动	(14,127)	(53,726)	4,078	(7,320)	(12,711)
税金	(49,871)	(35,154)	(31,688)	(41,456)	(42,177)
其他经营现金流	5,231	26,182	2,738	4,551	4,552
经营活动产生的现金流	214,280	178,401	209,168	239,226	242,465
购买固定资产净值	(181,449)	(224,000)	(233,100)	(216,900)	(216,900)
投资减少/增加	(19,420)	(9,505)	0	0	0
其他投资现金流	33,266	6,242	0	0	0
投资活动产生的现金流	(167,603)	(227,263)	(233,100)	(216,900)	(216,900)
净增权益	66,243	0	0	0	0
净增债务	91	59,203	67,239	34,842	29,962
支付股息	(69,346)	(56,364)	(50,093)	(54,357)	(61,495)
其他融资现金流	(4,838)	(576)	(5,027)	(4,264)	(6,317)
融资活动产生的现金流	(7,850)	2,263	12,119	(23,779)	(37,850)
现金变动	38,827	(46,599)	(11,812)	(1,453)	(12,285)
期初现金	54,070	92,590	45,879	34,072	32,616
公司自由现金流	48,639	(46,588)	(22,742)	23,328	26,341
权益自由现金流	44,576	9,652	38,453	52,904	49,399

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	32.2	21.1	23.5	23.1	22.1
息税前利润率	24.2	13.7	13.9	14.8	14.2
税前利润率	24.4	15.1	15.3	15.9	15.0
净利率	17.4	10.7	11.3	11.7	11.1
流动性(倍)					
流动比率	1.2	0.9	0.6	0.6	0.5
利息覆盖率	50.6	49.6	21.2	32.5	25.6
净权益负债率(%)	净现金	9.4	12.9	15.4	18.2
速动比率	0.8	0.5	0.4	0.3	0.2
估值(倍)					
市盈率	15.9	20.7	22.8	17.4	17.1
核心业务市盈率	15.9	20.7	22.8	17.4	17.1
目标价对应核心业务市盈率	18.5	24.0	26.4	20.2	19.8
市净率	3.2	3.0	2.8	2.6	2.4
价格/现金流	10.8	13.3	11.3	9.9	9.8
企业价值/息税折旧前利润	8.9	11.1	11.8	9.7	9.6
周转率					
存货周转天数	54.8	40.9	41.1	31.8	34.7
应收帐款周转天数	5.9	6.0	6.2	5.1	5.5
应付帐款周转天数	39.8	37.9	42.3	32.8	32.7
回报率(%)					
股息支付率	19.7	45.1	45.1	45.2	45.1
净资产收益率	22.7	14.9	12.7	15.3	14.3
资产收益率	16.2	10.1	8.0	9.9	9.3
已运用资本收益率	27.4	16.3	12.7	15.4	14.3

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	836,353	1,071,146	919,690	1,155,369	1,245,788
销售成本	(508,312)	(740,669)	(587,505)	(723,258)	(787,796)
经营费用	(59,996)	(76,574)	(99,683)	(149,517)	(166,047)
经营利润(息税前利润)	200,771	159,300	144,156	187,468	192,726
折旧及摊销	(67,274)	(94,603)	(88,346)	(95,125)	(99,220)
息税折旧前利润	268,045	253,903	232,501	282,594	291,945
净利息收入(费用)	(1,505)	(689)	(4,854)	(4,264)	(6,128)
其他收益/(损失)	5,691	3,218	1,904	1,415	1,228
税前利润	204,957	161,829	141,206	184,619	187,825
所得税	(49,781)	(35,178)	(31,771)	(41,539)	(42,261)
少数股东权益	(8,426)	(12,220)	(5,279)	(6,903)	(7,022)
净利润	146,750	114,431	104,155	136,177	138,542
核心净利润	146,750	114,431	104,155	136,177	138,542
每股收益(人民币)	0.817	0.625	0.569	0.744	0.757
核心每股收益(人民币)	0.817	0.625	0.569	0.744	0.757
每股股息(人民币)	0.358	0.281	0.256	0.335	0.341
收入增长(%)	21	28	(14)	26	8
息税前利润增长(%)	1	(21)	(10)	30	3
息税折旧前利润增长(%)	3	(5)	(8)	22	3
每股收益增长(%)	3	(23)	(9)	31	2
核心每股收益增长(%)	3	(23)	(9)	31	2

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	87,537	43,369	35,500	30,955	20,468
应收帐款	18,565	16,756	14,387	18,074	19,488
库存	88,496	90,670	66,756	86,617	95,496
其他流动资产	40,951	73,678	73,678	73,678	73,678
流动资产总计	235,549	224,473	190,321	209,323	209,129
固定资产	765,933	898,909	1,043,663	1,165,438	1,283,118
无形资产	8,488	10,677	10,221	9,765	9,309
其他长期资产	57,710	60,115	62,025	63,253	64,480
长期资产总计	832,131	969,701	1,115,909	1,238,456	1,356,908
总资产	1,067,680	1,194,174	1,306,230	1,447,779	1,566,037
应付帐款	40,447	40,447	29,779	38,639	42,600
短期债务	30,934	92,761	85,158	125,038	185,298
其他流动负债	127,841	131,129	172,905	182,062	182,172
流动负债总计	199,222	264,337	287,842	345,739	410,069
长期借款	39,688	32,827	62,036	56,966	26,824
其他长期负债	46,670	49,884	49,884	49,884	49,884
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
储备	555,183	607,817	661,880	743,699	820,747
股东权益	738,204	790,838	844,901	926,720	1,003,768
少数股东权益	43,896	56,288	61,567	68,470	75,492
总负债及权益	1,067,680	1,194,174	1,306,230	1,447,779	1,566,037
每股帐面价值(人民币)	4.03	4.32	4.62	5.06	5.48
每股有形资产(人民币)	3.99	4.26	4.56	5.01	5.43
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.09)	0.45	0.61	0.83	1.05

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	204,957	161,829	141,206	184,619	187,825
折旧与摊销	67,274	94,603	88,346	95,125	99,220
净利息费用	1,505	689	4,854	4,264	6,128
运营资本变动	(8,248)	(43,223)	15,615	(14,688)	(6,332)
税金	(55,027)	(53,893)	(35,178)	(31,771)	(41,539)
其他经营现金流	(3,026)	11,190	(1,904)	(1,415)	(1,228)
经营活动产生的现金流	207,435	171,195	212,939	236,135	244,074
购买固定资产净值	(173,268)	(222,109)	(233,100)	(216,900)	(216,900)
投资减少/增加	(34)	(2,722)	0	0	0
其他投资现金流	5,875	2,424	0	0	0
投资活动产生的现金流	(167,427)	(222,407)	(233,100)	(216,900)	(216,900)
净增权益	66,243	0	0	0	0
净增债务	91	59,203	67,239	34,842	29,962
支付股息	(69,346)	(56,364)	(50,093)	(54,357)	(61,495)
其他融资现金流	(810)	4,317	(4,854)	(4,264)	(6,128)
融资活动产生的现金流	(3,822)	7,156	12,292	(23,779)	(37,661)
现金变动	36,186	(44,056)	(7,869)	(4,545)	(10,487)
期初现金	51,571	87,537	43,369	35,500	30,955
公司自由现金流	41,970	(48,938)	(18,971)	20,237	27,950
权益自由现金流	37,907	7,302	42,224	49,813	51,008

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	32.0	23.7	25.3	24.5	23.4
息税前利润率	24.0	14.9	15.7	16.2	15.5
税前利润率	24.5	15.1	15.4	16.0	15.1
净利率	17.5	10.7	11.3	11.8	11.1
流动性(倍)					
流动比率	1.2	0.8	0.7	0.6	0.5
利息覆盖率	55.7	53.8	23.9	35.6	27.9
净权益负债率(%)	净现金	9.7	12.3	15.2	17.8
速动比率	0.7	0.5	0.4	0.4	0.3
估值(倍)					
市盈率	9.4	12.3	13.5	10.3	10.2
核心业务市盈率	9.4	12.3	13.5	10.3	10.2
目标价对应核心业务市盈率	11.3	14.8	16.2	12.4	12.2
市净率	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4
价格/现金流	6.7	8.2	6.6	6.0	5.8
企业价值/息税折旧前利润	5.3	6.0	6.7	5.7	5.6
周转率					
存货周转天数	59.1	44.1	48.9	38.7	42.2
应收帐款周转天数	5.9	6.0	6.2	5.1	5.5
应付帐款周转天数	13.7	13.8	13.9	10.8	11.9
回报率(%)					
股息支付率	44.7	45.0	45.0	45.0	45.0
净资产收益率	22.2	15.0	12.7	15.4	14.4
资产收益率	15.7	11.0	8.9	10.6	9.9
已运用资本收益率	26.3	17.7	14.3	16.9	15.7

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的1%的财务权益；(ii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iii)他们与有关上市法团之间在过去12个月内不存在投资银行业务关系。中银国际集团涉及以下上市法团证券的做市活动：中国石油。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照2010年2月19日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisers Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资者”或“专业投资者”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 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) 2867 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) 2867 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 15 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