2010 年 3 月 2 日

中国石化

估值依然便宜

A 买入
600028.SS – 人民币 11.40
目标价格: 人民币 15.51 (⬇14.72)

H 买入
0386.HK – 港币 6.15
目标价格: 港币 8.09 (⬇8.41)

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

我们将 2009 年盈利预测下调 1%以反映去年 4 季度成品油需求因为华北地区出现大面积暴雪天气而有所下滑，而且考虑到资源税调高以及成品油价格低于预期，将 2010-11 年盈利预测下调 4-7%，但当前股价对应估值依然便宜，所以我们对 A 股和 H 股均维持买入评级。

支撑评级的要点

- 估值不贵，尤其是 H 股；
- 海外上游资产注入为潜在的催化剂。

评级面临的主要风险

- 当油价上涨时中央政府不能及时上调成品油价或调整幅度不到位；
- 国内成品油市场和全球石化市场竞争加剧。

估值

- 根据分部加总法，我们将 H 股目标价由 8.41 港币下调至 8.09 港币；
- 自 09 年 11 月底以来 3 个月 A-H 溢价已由 100%扩大至 119%，因此我们将 A 股目标价由 14.72 元上调至 15.51 元。

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(%)	(19)	2	(6)	38
相对新华富时 A50 指数 (%)	(9)	(2)	2	(8)

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)	86,702
流通股 (%)	4
流通股市值 (人民币 百万)	40,525
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	1,363
净负债比率 (%)	57
主要股东(%)	
中国石化集团公司	76

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

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)	1,204,843	1,452,101	1,382,743	1,644,431	1,744,983
变动 (%)	*13*	*21*	*(5)*	*19*	*6*
净利润 (人民币 百万)	56,515	29,689	61,168	58,335	61,326
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.652	0.342	0.685	0.653	0.687
变动 (%)	*8.5*	*(47.5)*	*100.0*	*(4.6)*	*5.1*
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.737	0.841	0.903
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.694	0.705	0.720
调整幅度(%)	-	-	*(1.3)*	*(7.3)*	*(4.6)*
全面摊薄市盈率 (倍)	17.5	33.3	16.6	17.5	16.6
每股现金流量 (人民币)	1.54	1.03	1.19	1.57	1.61
价格/每股现金流量 (倍)	7.4	11.1	9.6	7.3	7.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.5	43.5	8.5	8.4	8.0
每股股息 (人民币)	0.165	0.120	0.180	0.180	0.185
股息率 (%)	1.4	1.1	1.6	1.6	1.6

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(%)	(11)	0	(5)	52
相对恒生中国内地综合指数(%)	(7)	(4)	(1)	(15)

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)	86,702
流通股 (%)	19
流通股市值 (港币 百万)	103,445
3 个月日均交易额 (港币 百万)	733
净负债比率 (%)	63

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)	204,843	452,101	407,093	675,054	777,200
变动 (%)	*13*	*21*	*(3)*	*19*	*6*
净利润 (人民币 百万)	56,533	29,769	61,243	58,358	61,349
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.652	0.343	0.686	0.653	0.687
变动 (%)	*5.8*	*(47.3)*	*99.7*	*(4.7)*	*5.1*
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.727	0.766	0.820
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.695	0.705	0.720
调整幅度 (%)	-	-	*(1.3)*	*(7.3)*	*(4.6)*
全面摊薄市盈率 (倍)	8.3	15.8	7.9	8.3	7.9
每股现金流量 (人民币)	1.46	0.91	1.19	1.57	1.61
价格/每股现金流量 (倍)	3.7	6.0	4.6	3.4	3.4
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	4.9	9.2	5.0	5.0	4.8
每股股息 (人民币)	0.165	0.120	0.180	0.180	0.185
股息率 (%)	3.1	2.2	3.3	3.3	3.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

华北暴雪打压去年 4 季度需求

我们曾在 2 月 23 日出版的中国石油(0857.HK / 港币 8.85; 601857.SS / 人民币 13.06, 买入)报告中指出，华北地区大面积遭遇暴雪侵袭，使得汽、柴油等成品油需求明显下滑。虽然华北并不是公司的主要市场，但销量的下滑仍对公司产生了负面影响。

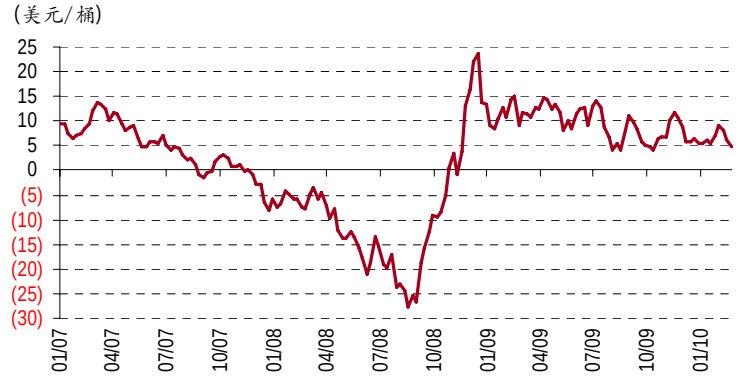
资源税上调预期

我们还在 2 月 23 日出版的中国石油报告中提到，中央政府很可能对各类矿产资源的资源税进行改革。目前原油的资源税为每吨 16-30 元（各油田征收税率不一），约合每桶 0.3-0.6 美元。改革后税率将按照实现油价的百分比开征，税率最有可能在 3-5%（不同品质的原油开征税率不同）。现在我们在预测中考虑到了这一因素，假设新税率将在今年 4 月开始执行。

成品油上调预期落空

我们原先假设中央政府将在今年 1 月初将汽柴油价格每吨上调 300 元，但这一预期并未兑现。虽然 2 月油价有所回落，但我们预期公司 2010 年 1 季度的炼油业务利润率仍处在较低水平。现在我们认为中央政府将在今年 4 月将汽柴油价格上调对应幅度。

中石化简化炼油业务利润率预测



资料来源：中银国际研究预测

调整预测和目标价

我们将 2009 年盈利预测下调 1%，主要是为反映营销业务盈利在 09 年 4 季度受暴雪影响而环比下降。同时我们将 2010-11 年盈利预测下调 4-7%以反映资源税上调的预期以及今年迄今炼油业务利润的低迷。

尽管预测有所下调，中国石化 H 股 8.3 倍的 2010 年市盈率估值依然偏低。维持 H 股的买入评级，根据分部加总法，我们将目标价由 8.41 港币下调至 8.09 港币。

至于 A 股，3 个月平均 A-H 溢价从 09 年 11 月底后已经由 100%扩大至 119%，参考这一溢价，我们将 A 股目标价由 14.72 元上调至 15.51 元并维持 A 股的**买入**评级。

各业务营业利润最新预测

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
勘探及开采	48,766	66,569	30,906	48,649	52,276
炼油	(10,452)	(61,538)	20,314	3,032	4,110
营销和分销	35,727	38,209	29,295	31,440	33,416
化工	13,306	(13,102)	16,563	12,518	10,513
企业及其他	(1,483)	(2,015)	(3,166)	(3,539)	(3,930)
合计	85,864	28,123	93,913	92,100	96,386

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

各业务营业利润原先预测

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
勘探及开采	48,766	66,569	31,179	51,326	54,986
炼油	(10,452)	(61,538)	19,586	5,088	4,180
营销和分销	35,727	38,209	30,933	32,934	34,412
化工	13,306	(13,102)	16,563	12,518	10,513
企业及其他	(1,483)	(2,015)	(3,166)	(3,539)	(3,930)
合计	85,864	28,123	95,095	98,327	100,161

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

净资产值预测

	估值法	2010E *(元)*
勘探及开采	按照 10%现金流折现	4.26
炼油	1.2 倍市净率	2.31
营销	1.2 倍市净率	2.04
化工	1.0 倍市净率	1.57
总部费用	按照 10%现金流折现	(0.17)
净现金(负债)	资产负债表	(2.94)
加总(元)		7.08
加总(港币)		8.09

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	1,204,843	1,452,101	1,382,743	1,644,431	1,744,983
销售成本	(1,013,201)	(1,326,783)	(1,160,233)	(1,400,399)	(1,487,327)
经营费用	(70,498)	(97,788)	(80,718)	(99,480)	(105,370)
经营利润 (息税前利润)	77,799	(18,323)	93,299	91,556	95,842
折旧及摊销	(43,345)	(45,853)	(48,493)	(52,996)	(56,444)
息税折旧前利润	121,144	27,530	141,792	144,552	152,286
净利息收入/(费用)	(6,909)	(10,881)	(10,789)	(12,996)	(13,071)
其他收益/(损失)	12,544	53,430	2,455	2,467	2,411
税前利润	83,434	24,226	84,965	81,027	85,182
所得税	(24,713)	1,889	(21,241)	(20,257)	(21,295)
少数股东权益	(2,206)	3,574	(2,555)	(2,435)	(2,560)
净利润	56,515	29,689	61,168	58,335	61,326
核心净利润	56,515	29,689	61,168	58,335	61,326
每股收益(人民币)	0.652	0.342	0.685	0.653	0.687
核心每股收益(人民币)	0.652	0.342	0.685	0.653	0.687
每股股息 (人民币)	0.165	0.120	0.180	0.180	0.185
收入增长 (%)	13	21	(5)	19	6
息税前利润增长(%)	5	(124)	(609)	(2)	5
息税折旧前利润增长(%)	12	(77)	415	2	5
每股收益增长(%)	9	(47)	100	(5)	5
核心每股收益增长(%)	9	(47)	100	(5)	5

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	83,434	24,226	84,965	81,027	85,182
折旧与摊销	43,345	45,853	48,493	52,996	56,444
净利息费用	6,909	10,881	10,789	12,996	13,071
运营资本变动	7,570	(21,324)	(26,605)	2,757	36
税金	(27,674)	(21,072)	(21,241)	(20,257)	(21,295)
其他经营现金流	19,890	50,882	6,416	6,416	6,416
经营活动产生的现金流	133,474	89,446	102,817	135,935	139,854
购买固定资产净值	(110,638)	(108,575)	(111,800)	(111,800)	(111,800)
投资减少/增加	(1,135)	(2,487)	0	0	0
其他投资现金流	(5,623)	1,214	0	0	0
投资活动产生的现金流	(117,396)	(109,848)	(111,800)	(111,800)	(111,800)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	13,614	56,796	31,523	5,021	(2,787)
支付股息	(13,872)	(12,572)	(13,872)	(15,606)	(15,606)
其他融资现金流	(15,090)	(24,407)	(10,789)	(12,996)	(13,071)
融资活动产生的现金流	(15,348)	19,817	6,861	(23,581)	(31,465)
现金变动	730	(585)	(2,122)	553	(3,411)
期初现金	7,698	8,364	7,700	5,578	6,131
公司自由现金流	16,482	(19,957)	(8,306)	24,886	28,840
权益自由现金流	23,125	25,513	11,750	16,160	12,195

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	8,364	7,700	5,578	6,131	2,720
应收帐款	22,947	12,989	12,369	14,709	15,609
库存	116,032	95,255	83,298	100,540	106,781
其他流动资产	34,175	32,063	31,083	34,781	36,202
流动资产总计	181,518	148,007	132,327	156,162	161,312
固定资产	470,550	525,151	590,739	651,646	708,926
无形资产	28,295	30,293	29,047	27,801	26,555
其他长期资产	65,081	63,112	63,112	63,112	63,112
长期资产总计	548,345	604,228	668,570	728,231	784,265
总资产	729,863	752,235	800,897	884,392	945,577
应付帐款	93,049	56,667	49,554	59,811	63,524
短期债务	60,494	98,483	9,979	5,787	21,821
其他流动负债	108,214	103,083	99,413	122,820	134,800
流动负债总计	261,757	258,233	158,945	188,418	220,145
长期借款	120,314	127,144	223,534	232,392	213,571
其他长期负债	14,298	15,912	15,912	15,912	15,912
股本	86,702	86,702	86,702	86,702	86,702
储备	221,343	243,378	292,383	335,111	380,831
股东权益	308,045	330,080	379,085	421,813	467,533
少数股东权益	25,449	20,866	23,421	25,856	28,416
总负债及权益	729,863	752,235	800,898	884,392	945,577
每股帐面价值(人民币)	3.55	3.81	4.37	4.87	5.39
每股有形资产(人民币)	3.23	3.46	4.04	4.54	5.09
每股净负债/(现金)(人民币)	1.99	2.51	2.63	2.68	2.68

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	10.1	1.9	10.3	8.8	8.7
息税前利润率	6.5	(1.3)	6.7	5.6	5.5
税前利润率	6.9	1.7	6.1	4.9	4.9
净利率	4.7	2.0	4.4	3.5	3.5
流动性 *(倍)*					
流动比率	0.7	0.6	0.8	0.8	0.7
利息覆盖率	10.6	(1.6)	8.1	6.7	6.9
净权益负债率 (%)	51.7	62.1	56.6	51.8	46.9
速动比率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2
估值 *(倍)*					
市盈率	17.5	33.3	16.6	17.5	16.6
核心业务市盈率	17.5	33.3	16.6	17.5	16.6
目标价对应核心业务市盈率	23.8	45.3	22.6	23.7	22.6
市净率	3.2	3.0	2.6	2.3	2.1
价格/现金流	7.4	11.1	9.6	7.3	7.1
企业价值/息税折旧前利润	9.5	43.5	8.5	8.4	8.0
周转率					
存货周转天数	38.0	29.1	28.1	24.0	25.4
应收帐款周转天数	5.8	4.5	3.3	3.0	3.2
应付帐款周转天数	22.1	18.8	14.0	12.1	12.9
回报率 *(%)*					
股息支付率	25.3	35.0	25.5	26.8	26.2
净资产收益率	19.9	9.3	17.3	14.6	13.8
资产收益率	8.2	2.5	9.0	8.1	7.9
已运用资本收益率	16.3	(3.3)	15.5	14.0	13.6

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	1,204,843	1,452,101	1,407,093	1,675,054	1,777,200
销售成本	(1,077,934)	(1,369,030)	(1,264,830)	(1,525,990)	(1,619,702)
经营费用	2,270	(9,125)	143	(3,967)	(4,668)
经营利润(息税前利润)	85,864	28,123	93,913	92,100	96,386
折旧及摊销	(43,315)	(45,823)	(48,493)	(52,996)	(56,444)
息税折旧前利润	129,179	73,946	142,406	145,096	152,830
净利息收入/(费用)	(6,909)	(10,881)	(10,789)	(12,996)	(13,071)
其他收益/(损失)	4,509	7,075	1,936	1,948	1,892
税前利润	83,464	24,317	85,060	81,052	85,207
所得税	(24,721)	1,883	(21,265)	(20,263)	(21,302)
少数股东权益	(2,210)	3,569	(2,552)	(2,432)	(2,556)
净利润	56,533	29,769	61,243	58,358	61,349
核心净利润	56,533	29,769	61,243	58,358	61,349
每股收益(人民币)	0.652	0.343	0.686	0.653	0.687
核心每股收益(人民币)	0.652	0.343	0.686	0.653	0.687
每股股息(人民币)	0.165	0.120	0.180	0.180	0.185
收入增长(%)	13	21	(3)	19	6
息税前利润增长(%)	7	(67)	234	(2)	5
息税折旧前利润增长 (%)	13	(43)	93	2	5
每股收益增长(%)	6	(47)	100	(5)	5
核心每股收益增长(%)	6	(47)	100	(5)	5

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	8,364	7,700	5,578	6,131	2,720
应收帐款	22,947	12,989	12,369	14,709	15,609
库存	116,032	95,255	92,303	109,880	116,581
其他流动资产	37,773	48,367	47,171	54,291	57,005
流动资产总计	185,116	164,311	157,420	185,012	191,915
固定资产	470,550	525,151	589,270	648,885	704,916
无形资产	15,490	14,237	14,237	14,237	14,237
其他长期资产	77,059	78,365	76,185	74,005	71,825
长期资产总计	547,609	603,516	665,455	722,890	776,741
总资产	732,725	767,827	822,875	907,901	968,656
应付帐款	93,049	56,667	45,905	56,063	59,593
短期债务	60,494	98,483	33,566	29,374	45,408
其他流动负债	111,812	119,387	103,801	128,821	140,533
流动负债总计	265,355	274,537	183,273	214,258	245,535
长期借款	120,314	127,144	223,534	232,392	213,571
其他长期负债	14,298	16,824	16,824	16,824	16,824
股本	86,702	86,702	86,702	86,702	86,702
储备	220,731	241,967	289,338	332,089	377,831
股东权益	307,433	328,669	376,040	418,791	464,533
少数股东权益	25,325	20,653	23,205	25,636	28,193
总负债及权益	732,725	767,827	822,875	907,901	968,656
每股帐面价值(人民币)	3.55	3.79	4.34	4.83	5.36
每股有形资产(人民币)	3.37	3.63	4.17	4.67	5.19
每股净负债/(现金)(人民币)	1.99	2.51	2.90	2.95	2.96

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	83,464	24,317	85,060	81,052	85,207
折旧与摊销	43,315	45,823	48,493	52,996	56,444
净利息费用	6,909	10,881	10,789	12,996	13,071
运营资本变动	13,043	9,371	(26,720)	2,681	17
税金	(27,674)	(21,072)	(21,265)	(20,263)	(21,302)
其他经营现金流	7,104	9,273	6,460	6,472	6,416
经营活动产生的现金流	126,161	78,593	102,817	135,934	139,853
购买固定资产净值	(113,827)	(108,016)	(111,800)	(111,800)	(111,800)
投资减少/增加	273	(1,460)	0	0	0
其他投资现金流	0	(598)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(113,554)	(110,074)	(111,800)	(111,800)	(111,800)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	13,614	56,796	31,523	5,021	(2,787)
支付股息	(13,872)	(12,572)	(13,872)	(15,606)	(15,606)
其他融资现金流	(11,619)	(13,328)	(10,789)	(12,996)	(13,071)
融资活动产生的现金流	(11,877)	30,896	6,861	(23,581)	(31,465)
现金变动	730	(585)	(2,122)	553	(3,411)
期初现金	7,698	8,364	7,700	5,578	6,131
公司自由现金流	13,011	(31,036)	(8,305)	24,886	28,840
权益自由现金流	19,654	14,434	11,751	16,160	12,195

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	10.7	5.1	10.1	8.7	8.6
息税前利润率	7.1	1.9	6.7	5.5	5.4
税前利润率	6.9	1.7	6.0	4.8	4.8
净利率	4.7	2.1	4.4	3.5	3.5
流动性(倍)					
流动比率	0.7	0.6	0.9	0.9	0.8
利息覆盖率	11.7	2.5	8.2	6.7	7.0
净权益负债率 (%)	51.8	62.4	63.0	57.5	52.0
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
估值(倍)					
市盈率	8.3	15.8	7.9	8.3	7.9
核心业务市盈率	8.3	15.8	7.9	8.3	7.9
目标价对应核心业务市盈率	10.9	20.7	10.4	10.9	10.4
市净率	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0
价格/现金流	3.7	6.0	4.6	3.4	3.4
企业价值/息税折旧前利润	4.9	9.2	5.0	5.0	4.8
周转率					
存货周转天数	35.7	28.2	27.1	24.2	25.5
应收帐款周转天数	5.8	4.5	3.3	3.0	3.1
应付帐款周转天数	22.1	18.8	13.3	11.1	11.9
回报率(%)					
股息支付率	25.3	35.0	25.5	26.7	26.1
净资产收益率	19.8	9.4	17.4	14.7	13.9
资产收益率	9.0	3.7	8.9	8.0	7.7
已运用资本收益率	17.9	5.2	15.4	13.6	13.3

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；及(ii)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。受雇于中银国际集团或与中银国际集团有联系的个人担任中国银行的高级人员。他们涉及以下上市法团证券的做市活动：中国石化及中国石油。

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26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，豁免披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閣下作参考之用，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，亦并未考慮到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本报告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本报告均須在承諾購買任何报告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本报告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取决于投資者的自身情况及目標。投資者須在采取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。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。阁下須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，毋須提前通知。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。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之强制規定作出任何推薦須有合理基礎; (2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之强制規定披露其在本報告中提及的任何証券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

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