

2010年3月29日

A
卖出

600688.SS - 人民币 9.85

目标价格: 人民币 9.29 (↓10.46)

H
卖出

0338.HK - 港币 3.01

目标价格: 港币 2.70 (↓3.33)

刘志成, CFA

(852) 2905 2130

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209030301

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(%)	(10)	(1)	(11)	54
相对新华富时A50指数(%)	0	(2)	(5)	27

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)	7,200
流通股 (%)	10
流通股市值 (人民币 百万)	7,092
3个月日均交易额 (人民币 百万)	46
净负债比率 (%)	50
主要股东 (%)	
中国石油化工集团公司	56

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

上海石化

盈利预测大幅调低

虽然上海石化 2009 年利润较高, 相比 2008 年巨额亏损有了明显的好转, 但是 2009 年 4 季度公司只能勉强实现盈利。我们认为公司盈利已经步入了下滑周期。由于中国政府近期内没有上调成品油价格, 因此预计炼油业务的利润率将下滑。考虑到盈利前景黯淡, 我们下调了该股的目标价格, 对 A 股和 H 股均维持**卖出**评级。

支撑评级的要点

- 炼油业务利润率缩窄;
- 盈利前景黯淡;
- 资产负债表较差。

评级面临的主要风险

- 中国政府以超过预期的幅度上调成品油价格;
- 石化产品价格大幅上涨。

估值

- 考虑到盈利前景黯淡, 我们将目标市净率从 1.4 倍调低至 1.1 倍, 将 H 股目标价格从 3.33 港币下调至 2.70 港币;
- 基于 A-H 股三个月溢价 我们将 A 股目标价格从 10.46 人民币下调至 9.29 人民币。

图表 1. 投资摘要 (A 股)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	60,311	51,723	68,533	71,301	72,425
变动 (%)	9	(14)	33	4	2
净利润 (人民币 百万)	(6,245)	1,562	661	170	(660)
全面摊薄每股收益 (人民币)	(0.867)	0.217	0.092	0.024	(0.092)
变动 (%)	(492.3)	(125.0)	(57.7)	(74.3)	(488.6)
市场预期每股收益 (人民币)	-	0.316	0.396	0.406	-
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.138	0.124	-
调整幅度 (%)	-	-	(33.5)	(81.0)	n.a.
全面摊薄市盈率 (倍)	n.m.	45.4	107.2	417.3	n.m.
每股现金流量 (人民币)	(0.40)	0.56	0.23	0.24	0.14
价格/每股现金流量 (倍)	n.m.	17.7	42.8	41.2	72.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	n.m.	21.2	30.8	40.9	108.9
每股股息 (人民币)	0.000	0.030	0.030	0.000	0.000
股息率 (%)	0.0	0.3	0.3	0.0	0.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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(%)	(2)	9	(2)	51
相对恒生中国企业指数 (%)	4	4	3	9

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)	7,200
流通股 (%)	32
流通股市值 (港币 百万)	7,022
3 个月日均交易额 (港币 百万)	51
净负债比率 (%)	54

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	61,642	47,345	62,733	65,266	66,295
变动 (%)	13	(23)	33	4	2
净利润 (人民币 百万)	(6,238)	1,591	691	199	(631)
全面摊薄每股收益 (人民币)	(0.866)	0.221	0.096	0.028	(0.088)
变动 (%)	(481.8)	(125.5)	(56.6)	(71.1)	(416.6)
市场预期每股收益 (人民币)	-	0.270	0.246	0.268	-
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.142	0.128	-
调整幅度 (%)	-	-	(32.6)	(78.4)	n.a.
全面摊薄市盈率 (倍)	n.m.	12.0	27.6	95.6	n.m.
每股现金流量 (人民币)	(0.47)	0.51	0.23	0.24	0.14
价格每股现金流量 (倍)	n.m.	5.1	11.4	11.0	19.0
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	n.m.	6.7	9.5	11.9	27.9
每股股息 (人民币)	0.000	0.030	0.030	0.000	0.000
股息率 (%)	0.0	1.1	1.1	0.0	0.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

2009 年盈利低于市场预期

上海石化公告 2009 年国际会计准则下净利润为 15.9 亿人民币，远远超过 2008 年的亏损 62.4 亿人民币。在中国会计准则下，2009 年公司实现净利润 15.6 亿人民币，优于 2008 年的净亏损 62.5 亿人民币。公司的盈利符合我们预期，但是 H 股盈利比市场预期低 18%。

2009 年盈利大幅增长主要由石油价格大幅下跌，平均原油成本同比下降 43% 至 3,020 人民币/吨所拉动。此外，2009 年上半年中央政府严格执行成品油定价机制，上调了国内成品油价格，利润率有明显提升。

2009 年 4 季度勉强盈利

但是，深入分析后我们发现，2009 年 4 季度中国会计准则下公司仅实现 2,400 万人民币利润。主营业务方面出现亏损，毛利率从 3 季度的 10.1% 收窄至 5.7%。公司之所以能够实现盈利主要是因为联营公司和合资控股公司(主要是与英国石油成立的合资公司)贡献利润 1.22 亿人民币，及出售持有证券等投资获得 6,400 万人民币盈利。中国政府推迟上调成品油价格导致国内炼油厂的利润率面临压力。

盈利前景不确定

由于从 2009 年 11 月中旬开始中国政府没有上调国内成品油价格，同时石油价格仍在走强，因此我们预计公司的炼油业务在 2010 年营收中的占比为 37%。近期下游石化产品价格上涨不足以抵消利润下滑，甚至是炼油业务的亏损。新完工的 60 万吨芳烃(PX)项目贡献不会有太大的帮助。我们预计 2010 年公司的盈利将大幅下降，未来三年中将步入下滑趋势。

调整盈利预测和目标价格

我们根据公司披露的年报和最新的石油价格及成品油价格预测更新了我们的盈利模型，将 2010-11 年盈利预测下调 33-78%。考虑到盈利前景较差，我们对上海石化的 H 股和 A 股均维持 **卖出** 评级。

图表 2.业绩摘要(H股)

(百万人民币)	2008	2009	同比变动%
净销售收入	59,330	47,345	(20)
其他收入	2,312	-	n.m.
销售成本	(68,556)	(45,010)	(34)
毛利润	(6,914)	2,335	n.m.
一般 销售和管理费用	(468)	(450)	(4)
其他经营收入	145	277	91
其他经营费用	(580)	(138)	(76)
经营利润	(7,817)	2,023	n.m.
净财务成本	(330)	(321)	(3)
投资收入	132	223	69
联营公司	1	241	16,078
税前利润	(8,014)	2,167	n.m.
税金	1,813	(511)	n.m.
税后利润	(6,202)	1,655	n.m.
少数股东权益	(37)	(64)	76
净利润	(6,238)	1,591	n.m.
每股收益(人民币)	(0.866)	0.221	n.m.
每股派息(人民币)	0.000	0.030	n.m.
盈利能力(%)			
毛利率	(11.7)	4.9	
经营利润率	(13.2)	4.3	
净利率	(10.5)	3.4	

资料来源：公司数据

图表 3.经营收入构成(H股)

(百万人民币)	2008	2009	同比变动%
合成纤维	3,662	2,824	(23)
树脂和塑料	14,850	12,264	(17)
中间石化产品	10,272	8,421	(18)
成品油	27,553	18,918	(31)
其他	2,993	4,919	64
总计	59,330	47,345	(20)

资料来源：公司数据

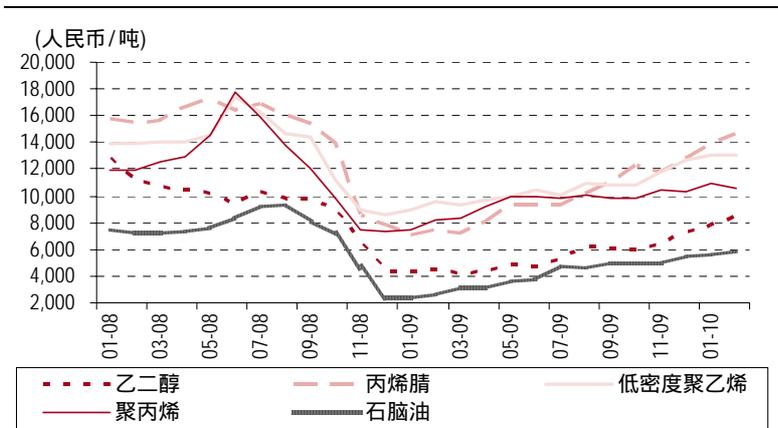
图表 4.经营利润率(H股)

(%)	2008	2009
合成纤维	(45.1)	0.4
树脂和塑料	(14.7)	6.9
中间石化产品	(0.4)	2.3
成品油	(14.3)	4.3
其他	(0.0)	3.5

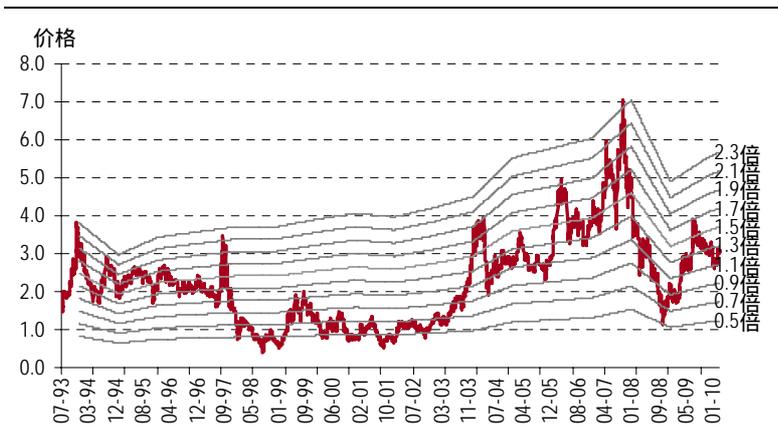
资料来源：公司数据

考虑到盈利前景黯淡，我们将 H 股估值从 1.4 倍预期市净率下调至 1.1 倍市净率，是近期股价交易范围的中间点。因此，我们将 H 股目标价格从 3.33 港币下调至 2.70 港币。

A 股方面，从我们最近一次在 2009 年 10 月末出版报告以来，3 个月 A-H 股溢价从 258% 扩大至 293%。因此，我们将目标价格从 10.48 人民币下调至 9.29 人民币。

图表 5.部分石化产品价格走势


资料来源：中国石油和化学工业协会

图表 6.市净率区间-H股


资料来源：彭博，中银国际研究

图表 7.业绩摘要(A 股)

(百万 人民币)	2008	2009	同比变动%
收入	60,311	51,723	(14)
销售成本	(65,754)	(42,665)	(35)
营业税及附加	(897)	(4,313)	381
毛利润	(6,340)	4,745	n.m.
销售费用	(468)	(410)	(12)
一般和管理费用	(2,179)	(2,327)	7
财务费用	(428)	(311)	(27)
减值亏损	(1,180)	(155)	(87)
公允价值收益	98	(10)	n.m.
联营公司及合资控股公司	(9)	231	n.m.
其他投资收入	141	295	109
经营利润	(10,365)	2,058	n.m.
非经营收入	2,374	150	(94)
非经营费用	(32)	(72)	127
总利润	(8,022)	2,136	n.m.
所得税	1,814	(510)	n.m.
少数股东权益	(37)	(64)	76
净利润	(6,245)	1,562	n.m.
每股收益(人民币)	(0.867)	0.217	n.m.
每股派息(人民币)	-	0.030	n.m.
盈利能力(%)			
毛利率	(10.5)	9.2	
经营利润率	(17.2)	4.0	
净利率	(10.4)	3.0	

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	60,311	51,723	68,533	71,301	72,425
销售成本	(65,754)	(42,665)	(58,438)	(61,488)	(63,637)
经营费用	(3,045)	(5,510)	(7,617)	(7,974)	(8,106)
经营利润(息税前利润)	(10,167)	1,853	701	39	(1,140)
折旧及摊销	(1,679)	(1,695)	(1,778)	(1,800)	1,822
息税折旧前利润	(8,488)	3,548	2,479	1,839	682
净利息收入/(费用)	(498)	(295)	(331)	(351)	(324)
其他收益/(损失)	2,643	578	531	531	531
税前利润	(8,022)	2,136	901	220	(932)
所得税	1,814	(510)	(212)	(42)	246
少数股东权益	(37)	(64)	(28)	(8)	26
净利润	(6,245)	1,562	661	170	(660)
核心净利润	(6,245)	1,562	661	170	(660)
每股收益(人民币)	(0.867)	0.217	0.092	0.024	(0.092)
核心每股收益(人民币)	(0.867)	0.217	0.092	0.024	(0.092)
每股股息(人民币)	0.000	0.030	0.030	0.000	0.000
收入增长(%)	9	(14)	33	4	2
息税前利润增长(%)	(1,461)	(118)	(62)	(94)	(3,014)
息税折旧前利润增长(%)	(440)	(142)	(30)	(26)	(63)
每股收益增长(%)	(492)	(125)	(58)	(74)	(489)
核心每股收益增长(%)	(492)	(125)	(58)	(74)	(489)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	628	126	172	121	571
应收帐款	226	535	709	737	749
库存	4,492	6,884	8,879	9,344	9,624
其他流动资产	1,165	1,517	2,148	2,152	2,136
流动资产总计	6,511	9,061	11,908	12,354	13,081
固定资产	15,875	16,049	16,299	14,742	13,162
无形资产	577	557	544	531	518
其他长期资产	5,144	4,791	4,971	5,371	5,771
长期资产总计	21,596	21,397	21,814	20,644	19,452
总资产	28,107	30,458	33,722	32,998	32,533
应付帐款	2,513	3,665	5,020	5,282	5,466
短期债务	8,838	6,700	8,500	7,500	7,500
其他流动负债	1,991	3,914	3,106	3,158	3,194
流动负债总计	13,343	14,279	16,626	15,940	16,161
长期借款	429	304	33	33	33
其他长期负债	230	235	235	235	235
股本	7,200	7,200	7,200	7,200	7,200
储备	6,641	8,146	9,306	9,260	8,599
股东权益	13,841	15,346	16,506	16,460	15,799
少数股东权益	264	294	322	330	305
总负债及权益	28,107	30,458	33,722	32,998	32,533
每股帐面价值(人民币)	1.92	2.13	2.29	2.29	2.19
每股有形资产(人民币)	1.84	2.05	2.22	2.21	2.12
每股净负债/(现金)(人民币)	1.20	0.96	1.16	1.03	0.97

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	(8,022)	2,136	901	220	(932)
折旧与摊销	1,679	1,695	1,778	1,800	1,822
净利息费用	498	295	331	351	324
运营资本变动	1,633	103	(744)	(212)	(84)
税金	23	(44)	(213)	(42)	246
其他经营现金流	1,339	(168)	(396)	(396)	(391)
经营活动产生的现金流	(2,850)	4,017	1,657	1,720	984
购买固定资产净值	(1,511)	(2,120)	(2,000)	(200)	(200)
投资减少/增加	198	(697)	0	0	0
其他投资现金流	606	642	0	0	0
投资活动产生的现金流	(707)	(2,175)	(2,000)	(200)	(200)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	5,151	(1,638)	940	(1,000)	0
支付股息	(722)	(35)	(216)	(216)	0
其他融资现金流	(1,137)	(671)	(335)	(355)	(333)
融资活动产生的现金流	3,293	(2,344)	389	(1,571)	(333)
现金变动	(265)	(502)	46	(51)	451
期初现金	893	628	126	172	121
公司自由现金流	(3,530)	1,887	(325)	1,538	802
权益自由现金流	1,036	(110)	262	165	451

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	(14.1)	6.9	3.6	2.6	0.9
息税前利润率	(16.9)	3.6	1.0	0.1	(1.6)
税前利润率	(13.3)	4.1	1.3	0.3	(1.3)
净利率	(10.4)	3.0	1.0	0.2	(0.9)
流动性(倍)					
流动比率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8
利息覆盖率	(18.2)	5.9	2.1	0.1	(3.4)
净权益负债率(%)	61.2	44.0	49.7	44.1	43.2
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
估值(倍)					
市盈率	n.m.	45.4	107.2	417.3	n.m.
核心业务市盈率	n.m.	45.4	107.2	417.3	n.m.
目标价对应核心业务市盈率	n.m.	42.8	101.1	393.6	n.m.
市净率	5.1	4.6	4.3	4.3	4.5
价格/现金流	n.m.	17.7	42.8	41.2	72.1
企业价值/息税折旧前利润	n.m.	21.2	30.8	40.9	108.9
周转率					
存货周转天数	26.9	48.7	49.2	54.1	47.8
应收帐款周转天数	2.4	2.7	3.3	3.7	3.7
应付帐款周转天数	13.4	21.8	23.1	26.4	27.1
回报率(%)					
股息支付率	n.a.	13.8	32.7	0.0	n.a.
净资产收益率	(35.9)	10.7	4.2	1.0	(4.1)
资产收益率	(34.7)	4.8	1.7	0.1	(3.5)
已运用资本收益率	(41.3)	8.1	2.9	0.2	(4.7)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	61,642	47,345	62,733	65,266	66,295
销售成本	(68,556)	(45,010)	(61,415)	(64,586)	(66,784)
经营费用	746	1,353	1,290	1,288	1,300
经营利润(息税前利润)	(7,817)	2,024	863	201	(978)
折旧及摊销	(1,649)	(1,665)	(1,745)	(1,767)	1,789
息税折旧前利润	(6,169)	3,688	2,608	1,968	811
净利息收入/(费用)	(401)	(305)	(331)	(351)	(324)
其他收益/(损失)	204	448	400	400	400
税前利润	(8,014)	2,167	932	250	(902)
所得税	1,813	(511)	(213)	(42)	246
少数股东权益	(37)	(64)	(28)	(8)	26
净利润	(6,238)	1,591	691	199	(631)
核心净利润	(6,238)	1,591	691	199	(631)
每股收益(人民币)	(0.866)	0.221	0.096	0.028	(0.088)
核心每股收益(人民币)	(0.866)	0.221	0.096	0.028	(0.088)
每股股息(人民币)	0.000	0.030	0.030	0.000	0.000
收入增长(%)	13	(23)	33	4	2
息税前利润增长(%)	(976)	(126)	(57)	(77)	(587)
息税折旧前利润增长(%)	(336)	(160)	(29)	(25)	(59)
每股收益增长(%)	(482)	(126)	(57)	(71)	(417)
核心每股收益增长(%)	(482)	(126)	(57)	(71)	(417)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	628	126	172	121	571
应收帐款	89	120	159	166	168
库存	4,492	6,884	8,594	8,941	9,082
其他流动资产	1,302	1,932	2,118	2,149	2,161
流动资产总计	6,511	9,061	11,042	11,375	11,982
固定资产	13,273	14,977	13,762	12,524	11,265
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	7,749	5,870	7,525	7,593	7,661
长期资产总计	21,022	20,847	21,287	20,117	18,926
总资产	27,533	29,908	32,329	31,493	30,908
应付帐款	1,273	1,521	2,120	2,206	2,241
短期债务	9,373	7,775	8,740	7,740	7,740
其他流动负债	2,697	5,009	5,633	5,720	5,758
流动负债总计	13,343	14,305	16,494	15,666	15,738
长期借款	429	304	33	33	33
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	7,200	7,200	7,200	7,200	7,200
储备	6,297	7,805	8,280	8,263	7,632
股东权益	13,497	15,005	15,480	15,463	14,832
少数股东权益	264	294	322	330	305
总负债及权益	27,533	29,908	32,329	31,493	30,908
每股帐面价值(人民币)	1.87	2.08	2.15	2.15	2.06
每股有形资产(人民币)	1.87	2.08	2.15	2.15	2.06
每股净负债/(现金)(人民币)	1.27	1.10	1.19	1.06	1.00

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	(8,014)	2,167	932	250	(902)
折旧与摊销	1,649	1,665	1,745	1,767	1,789
净利息费用	401	305	331	351	324
运营资本变动	2,200	168	(744)	(212)	(84)
税金	23	(44)	(213)	(42)	246
其他经营现金流	340	(555)	(376)	(375)	(371)
经营活动产生的现金流	(3,401)	3,705	1,675	1,738	1,002
购买固定资产净值	(1,511)	(2,120)	(2,000)	(200)	(200)
投资减少/增加	198	(191)	0	0	0
其他投资现金流	579	92	(18)	(19)	(18)
投资活动产生的现金流	(735)	(2,220)	(2,018)	(219)	(218)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	5,151	(1,638)	940	(1,000)	0
支付股息	(722)	(35)	(216)	(216)	0
其他融资现金流	(558)	(314)	(335)	(355)	(333)
融资活动产生的现金流	3,871	(1,987)	389	(1,571)	(333)
现金变动	(265)	(502)	46	(51)	451
期初现金	893	628	126	172	121
公司自由现金流	(4,109)	1,530	(325)	1,538	802
权益自由现金流	457	(467)	262	165	451

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	(10.0)	7.8	4.2	3.0	1.2
息税前利润率	(12.7)	4.3	1.4	0.3	(1.5)
税前利润率	(13.0)	4.6	1.5	0.4	(1.4)
净利率	(10.1)	3.4	1.1	0.3	(1.0)
流动性(倍)					
流动比率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
利息覆盖率	(14.0)	6.2	2.6	0.6	(2.9)
净权益负债率(%)	66.7	52.0	54.4	48.5	47.6
速动比率	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
估值(倍)					
市盈率	n.m.	12.0	27.6	95.6	n.m.
核心业务市盈率	n.m.	12.0	27.6	95.6	n.m.
目标价对应核心业务市盈率	n.m.	10.7	24.8	85.8	n.m.
市净率	1.4	1.3	1.2	1.2	1.3
价格/现金流	n.m.	5.1	11.4	11.0	19.0
企业价值/息税折旧前利润	n.m.	6.7	9.5	11.9	27.9
周转率					
存货周转天数	25.8	46.1	46.0	49.5	49.6
应收帐款周转天数	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
应付帐款周转天数	8.2	10.8	10.6	12.1	12.2
回报率(%)					
股息支付率	n.a.	13.6	31.3	0.0	n.a.
净资产收益率	(36.5)	11.2	4.5	1.3	(4.2)
资产收益率	(27.2)	5.4	2.1	0.5	(3.1)
已运用资本收益率	(31.1)	8.7	3.6	0.8	(4.2)

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)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)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(iv) 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。

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 2009 年 9 月 3 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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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(“上市集团”)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 條之強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 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(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 2009 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