

2010 年 10 月 28 日

**A**
**卖出**

600688.SS – 人民币 8.68

目标价格: 人民币 7.14 (▼7.97)

**H**
**卖出**

0338.HK – 港币 3.54

目标价格: 港币 3.20 (▲2.91)

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 (%)	(21)	0	2	(21)
相对新华富时 A50 指数 (%)	(7)	(17)	(13)	(12)

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)	6,250
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	63
净负债比率 (%)	45
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

## 3 季度盈利持续下滑

上海石化 3 季度净利润同比下滑 46%, 环比下滑 50%, 这主要是由于国内成品油提价时间滞后。我们预计, 随着石化产品价格上涨以及最近成品油价格上调, 上海石化 4 季度盈利将有所提升。我们还上调了 2010 年和 2011 年盈利预测。尽管如此, 我们仍维持对其 A 股和 H 股的卖出评级。

### 支撑评级的要点

- 明年盈利可能出现下滑;
- 石化产品市场竞争激烈;
- 估值不具吸引力 (特别是 A 股)。

### 评级面临的主要风险

- 石化产品价格大幅上涨;
- 中国政府上调成品油价格的幅度大于预期。

### 估值

- 我们的 H 股估值基准仍是 1.1 倍市净率, 但用 2011 年每股收益预测取代了 2010 年预测。因此, 我们将 H 股目标价由 2.91 港币上调至 3.20 港币。
- 对于 A 股, 我们目前采用的估值基准是 30 倍 2011 年市盈率, 而不再采用 A-H 股溢价, 因为其溢价已高的惊人。因此, 我们将 A 股目标价由 7.97 人民币下调至 7.14 人民币。

图表 1. 投资摘要 (A 股)

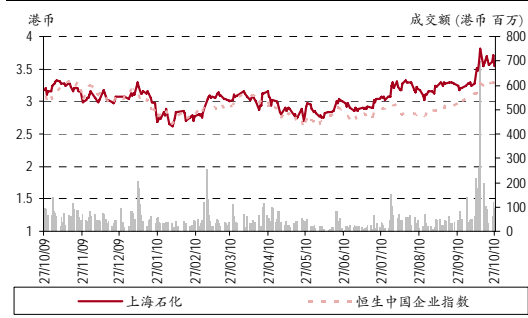
年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	60,311	51,723	83,283	86,417	88,025
变动 (%)	9	(14)	61	4	2
净利润 (人民币 百万)	(6,245)	1,562	2,110	1,714	1,749
全面摊薄每股收益 (人民币)	(0.867)	0.217	0.293	0.238	0.243
变动 (%)	(492.3)	(125.0)	35.1	(18.8)	2.0
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.260	0.223	0.228
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.264	0.220	0.266
调整幅度 (%)	-	-	11.0	8.4	(8.6)
全面摊薄市盈率 (倍)	NM	40.0	29.6	36.5	35.7
每股现金流量 (人民币)	(0.40)	0.56	0.24	0.42	0.44
价格/每股现金流量 (倍)	(21.9)	15.6	36.0	20.7	19.7
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	(8.1)	18.8	16.2	17.8	17.0
每股股息 (人民币)	0.000	0.030	0.090	0.080	0.080
股息率 (%)	0.0	0.3	1.0	0.9	0.9

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 &lt;GO&gt;, thomsonreuters.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(%)	15	9	15	12
相对恒生中国企业指数 (%)	12	2	4	11

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)	8,258
3 个月日均交易额 (港币 百万)	70
净负债比率 (%)	49

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	76,234	79,104	80,575
变动 (%)	13	(23)	61	4	2
净利润 (人民币 百万)	(6,238)	1,591	2,140	1,744	1,778
全面摊薄每股收益 (人民币)	(0.866)	0.221	0.297	0.242	0.247
变动 (%)	(481.8)	(125.5)	34.5	(18.5)	2.0
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.303	0.304	0.310
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.268	0.224	0.270
调整幅度 (%)	-	-	10.8	8.3	(8.4)
全面摊薄市盈率 (倍)	NM	13.8	10.2	12.6	12.3
每股现金流量 (人民币)	(0.47)	0.51	0.24	0.42	0.44
价格/每股现金流量 (倍)	(6.4)	5.9	12.5	7.2	6.9
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	(4.7)	7.4	6.4	6.6	5.9
每股股息 (人民币)	0.000	0.030	0.090	0.080	0.080
股息率 (%)	0.0	1.0	3.0	2.6	2.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 3 季度盈利大幅下滑

上海石化 3 季度中国会计准则下净利润同比下滑 46% 至 2.98 亿人民币。环比来看, 3 季度盈利较上季度下滑 50%。盈利环比大幅下滑主要是由于今年 6 月 1 日中国政府宣布将成品油价格下调 2-3%, 之后一直到 10 月后期成品油提价前都没有变化。然而, 从 6 月初到 9 月末, 国际原油价格上涨了 8%, 因此其炼油业务的利润率明显缩窄。

## 4 季度盈利有望回升

我们预计 4 季度公司盈利将略有回升。10 月 26 日, 中国政府宣布将主要成品油价格上调 3-4%。除此之外, 主要石化产品的价格也在 7 月份触底后有所回升。

## 调整国际油价和国内成品油价格预测

考虑到 10 月国际油价大幅上涨以及美元可能持续疲软, 我们将 2010、2011 和 2012 年布伦特原油平均价格预测由 78.1 美元/桶、82.0 美元/桶和 84.5 美元/桶分别上调至 79.2 美元/桶、84.9 美元/桶和 87.3 美元/桶。我们还将长期油价预测由 88.5 美元/桶上调至 90.0 美元/桶。

成品油价格方面, 我们目前预计中国政府将在 2011 年 7 月 1 日将汽油、柴油和航油价格分别上调 300 元/吨, 之后将在 2012 年 7 月 1 日再次分别上调 200 元/吨。

## 调整盈利预测和目标价

根据调整后的国际油价和成品油价格预测以及最近石化产品价格的上涨修改模型后, 我们将 2010-11 年盈利预测分别上调 8-11%, 但将 2012 年盈利预测下调 8-9%。我们目前预计 2011 年公司盈利将同比下滑 19%。

我们的 H 股估值基准仍是 1.1 倍市净率, 但用 2011 年每股净资产预测取代了 2010 年预测。因此, 我们将 H 股目标价由 2.91 港币上调至 3.20 港币。

**图表 2.3 季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	2009 年 3 季度	2010 年 3 季度	同比 变动%
销售收入	13,059	19,028	46
销售成本	(10,788)	(16,405)	52
营业税及其附加	(958)	(1,395)	46
主营业务利润	1,313	1,228	(6)
销售费用	(107)	(146)	37
管理费用	(575)	(704)	22
财务费用	(49)	19	NA
资产减值损失	1	(137)	NA
公允价值损失	0	-	NA
联营公司及联合控制实 体利润贡献	62	122	97
其他投资收益	97	-	NA
经营利润	743	383	NA
营业外收入	15	25	66
营业外费用	(16)	(29)	76
总利润	742	379	(49)
所得税	(178)	(70)	(60)
少数股东权益	(13)	(11)	(13)
净利润	551	298	(46)

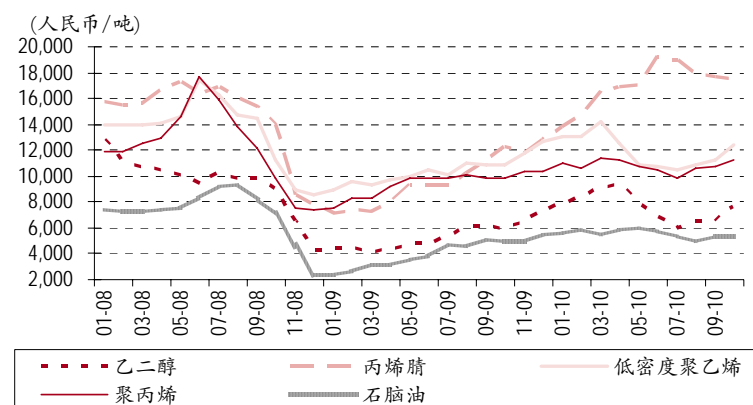
资料来源: 公司数据

**图表 3. 前三季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	2009 年 前三季度	2010 年 前三季度	同比 变动%
销售收入	34,264	55,180	61
销售成本	(27,466)	(47,226)	72
营业税及其附加	(3,053)	(3,845)	26
主营业务利润	3,745	4,108	10
销售费用	(293)	(402)	37
管理费用	(1,533)	(1,662)	8
财务费用	(254)	(97)	(62)
资产减值损失	17	(184)	NA
公允价值损失	(10)	-	NA
联营公司及联合控 制实体利润贡献	109	508	365
其他投资收益	231	0	NA
经营利润	2,013	2,271	13
营业外收入	114	38	(66)
营业外费用	(32)	(47)	50
总利润	2,095	2,262	8
所得税	(502)	(459)	(9)
少数股东权益	(55)	(11)	(81)
净利润	1,538	1,792	17

资料来源: 公司数据

对于 A 股, 我们不再采用 A-H 股溢价作为估值基准, 因为其溢价已高的惊人, 我们认为未来 A-H 股溢价将有所缩窄。因此, 我们目前采用的估值基准是 30 倍 2011 年市盈率。这样得出的目标价为 7.14 人民币, 低于之前的目标价 7.89 人民币。我们对上海石化 A 股和 H 股均维持**卖出**评级。

**图表 4. 部分石化产品价格**


资料来源: 中国石油和化学工业联合会

### 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	83,283	86,417	88,025
销售成本	(65,754)	(42,665)	(69,646)	(72,884)	(74,288)
经营费用	(3,045)	(5,510)	(9,459)	(9,860)	(10,055)
经营利润(息税前利润)	(10,167)	1,853	2,399	1,873	1,860
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	4,177	3,673	3,682
净利息收入/(费用)	(498)	(295)	(330)	(337)	(278)
其他收益/(损失)	2,643	578	740	740	740
税前利润	(8,022)	2,136	2,809	2,276	2,322
所得税	1,814	(510)	(678)	(545)	(556)
少数股东权益	(37)	(64)	(21)	(17)	(17)
净利润	(6,245)	1,562	2,110	1,714	1,749
核心净利润	(6,245)	1,562	2,110	1,714	1,749
每股收益(人民币)	(0.867)	0.217	0.293	0.238	0.243
核心每股收益(人民币)	(0.867)	0.217	0.293	0.238	0.243
每股股息(人民币)	0.000	0.030	0.090	0.080	0.080
收入增长(%)	9	(14)	61	4	2
息税前利润增长(%)	(1,461)	(118)	30	(22)	(1)
息税折旧前利润增长(%)	(440)	(142)	18	(12)	0
每股收益增长(%)	(492)	(125)	35	(19)	2
核心每股收益增长(%)	(492)	(125)	35	(19)	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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	628	126	252	1,073	3,140
应收帐款	226	535	861	894	910
库存	4,492	6,884	10,849	11,354	11,586
其他流动资产	1,165	1,517	2,320	2,328	2,318
流动资产总计	6,511	9,061	14,282	15,649	17,955
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	5,191	5,811	6,431
长期资产总计	21,596	21,397	22,034	21,084	20,112
总资产	28,107	30,458	36,317	36,733	38,067
应付帐款	2,513	3,665	5,983	6,261	6,381
短期债务	8,838	6,700	8,500	7,500	7,500
其他流动负债	1,991	3,914	3,296	3,351	3,375
流动负债总计	13,343	14,279	17,779	17,112	17,256
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	10,755	11,821	12,994
股东权益	13,841	15,346	17,955	19,021	20,194
少数股东权益	264	294	315	332	350
总负债及权益	28,107	30,458	36,317	36,733	38,067
每股帐面价值(人民币)	1.92	2.13	2.49	2.64	2.80
每股有形资产(人民币)	1.84	2.05	2.42	2.57	2.73
每股净负债/(现金)(人民币)	1.20	0.96	1.15	0.90	0.61

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	2,809	2,276	2,322
折旧与摊销	1,679	1,695	1,778	1,800	1,822
净利息费用	498	295	330	337	278
运营资本变动	1,633	103	(1,886)	(240)	(124)
税金	23	(44)	(679)	(546)	(557)
其他经营现金流	1,339	(168)	(615)	(603)	(565)
经营活动产生的现金流	(2,850)	4,017	1,737	3,024	3,176
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)	(648)	(576)
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	(2,003)	(909)
现金变动	(265)	(502)	126	822	2,067
期初现金	893	628	126	252	1,073
公司自由现金流	(3,530)	1,887	(245)	2,843	2,993
权益自由现金流	1,036	(110)	342	1,470	2,643

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	5.0	4.3	4.2
息税前利润率	(16.9)	3.6	2.9	2.2	2.1
税前利润率	(13.3)	4.1	3.4	2.6	2.6
净利率	(10.4)	3.0	2.5	2.0	2.0
流动性(倍)					
流动比率	0.5	0.6	0.8	0.9	1.0
利息覆盖率	(18.2)	5.9	7.2	5.3	5.6
净权益负债率(%)	61.2	44.0	45.3	33.4	21.4
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
估值(倍)					
市盈率	NM	40.0	29.6	36.5	35.7
核心业务市盈率	NM	40.0	29.6	36.5	35.7
目标价对应核心业务市盈率	NM	32.9	24.4	30.0	29.4
市净率	4.5	4.1	3.5	3.3	3.1
价格/现金流	(21.9)	15.6	36.0	20.7	19.7
企业价值/息税折旧前利润	(8.1)	18.8	16.2	17.8	17.0
周转率					
存货周转天数	26.9	48.7	46.5	55.6	47.6
应收帐款周转天数	2.4	2.7	3.1	3.7	3.7
应付帐款周转天数	13.4	21.8	21.1	25.9	26.2
回报率(%)					
股息支付率	NA	13.8	30.7	33.6	32.9
净资产收益率	(35.9)	10.7	12.7	9.3	8.9
资产收益率	(34.7)	4.8	5.5	3.9	3.8
已运用资本收益率	(41.3)	8.1	9.7	7.0	7.0

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	76,234	79,104	80,575
销售成本	(68,556)	(45,010)	(73,119)	(76,488)	(77,959)
经营费用	746	1,353	1,179	1,175	1,184
经营利润(息税前利润)	(7,817)	2,024	2,550	2,024	2,011
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	4,295	3,791	3,800
净利息收入/(费用)	(401)	(305)	(330)	(337)	(278)
其他收益/(损失)	204	448	620	620	620
税前利润	(8,014)	2,167	2,839	2,307	2,353
所得税	1,813	(511)	(679)	(546)	(557)
少数股东权益	(37)	(64)	(21)	(17)	(17)
净利润	(6,238)	1,591	2,140	1,744	1,778
核心净利润	(6,238)	1,591	2,140	1,744	1,778
每股收益(人民币)	(0.866)	0.221	0.297	0.242	0.247
核心每股收益(人民币)	(0.866)	0.221	0.297	0.242	0.247
每股股息(人民币)	0.000	0.030	0.090	0.080	0.080
收入增长(%)	13	(23)	61	4	2
息税前利润增长(%)	(976)	(126)	26	(21)	(1)
息税折旧前利润增长(%)	(336)	(160)	16	(12)	0
每股收益增长(%)	(482)	(126)	34	(19)	2
核心每股收益增长(%)	(482)	(126)	34	(19)	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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	628	126	252	1,073	3,140
应收帐款	89	120	193	201	204
库存	4,492	6,884	10,443	10,836	11,038
其他流动资产	1,302	1,932	2,715	2,750	2,767
流动资产总计	6,511	9,061	13,603	14,860	17,150
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	7,279	7,567	7,855
长期资产总计	21,022	20,847	21,041	20,091	19,120
总资产	27,533	29,908	34,644	34,951	36,270
应付帐款	1,273	1,521	2,577	2,674	2,723
短期债务	9,373	7,775	8,740	7,740	7,740
其他流动负债	2,697	5,009	6,050	6,148	6,197
流动负债总计	13,343	14,305	17,367	16,561	16,661
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	9,729	10,824	12,026
股东权益	13,497	15,005	16,929	18,024	19,226
少数股东权益	264	294	315	332	350
总负债及权益	27,533	29,908	34,644	34,951	36,270
每股帐面价值(人民币)	1.87	2.08	2.35	2.50	2.67
每股有形资产(人民币)	1.87	2.08	2.35	2.50	2.67
每股净负债/(现金)(人民币)	1.27	1.10	1.18	0.93	0.64

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	2,839	2,307	2,353
折旧与摊销	1,649	1,665	1,745	1,767	1,789
净利息费用	401	305	330	337	278
运营资本变动	2,200	168	(1,886)	(240)	(124)
税金	23	(44)	(679)	(546)	(557)
其他经营现金流	340	(555)	(595)	(582)	(545)
经营活动产生的现金流	(3,401)	3,705	1,755	3,043	3,193
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)	(648)	(576)
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	(2,003)	(909)
现金变动	(265)	(502)	126	822	2,067
期初现金	893	628	126	252	1,073
公司自由现金流	(4,109)	1,530	(245)	2,843	2,993
权益自由现金流	457	(467)	342	1,470	2,643

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	5.6	4.8	4.7
息税前利润率	(12.7)	4.3	3.3	2.6	2.5
税前利润率	(13.0)	4.6	3.7	2.9	2.9
净利率	(10.1)	3.4	2.8	2.2	2.2
流动性(倍)					
流动比率	0.5	0.6	0.8	0.9	1.0
利息覆盖率	(14.0)	6.2	7.6	5.7	6.0
净权益负债率(%)	66.7	52.0	49.4	36.5	23.7
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4
估值(倍)					
市盈率	NM	13.8	10.2	12.6	12.3
核心业务市盈率	NM	13.8	10.2	12.6	12.3
目标价对应核心业务市盈率	NM	12.4	9.2	11.3	11.1
市净率	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
价格/现金流	(6.4)	5.9	12.5	7.2	6.9
企业价值/息税折旧前利润	(4.7)	7.4	6.4	6.6	5.9
周转率					
存货周转天数	25.8	46.1	43.2	50.8	49.5
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	9.8	12.1	12.2
回报率(%)					
股息支付率	NA	13.6	30.3	33.0	32.4
净资产收益率	(36.5)	11.2	13.4	10.0	9.5
资产收益率	(27.2)	5.4	6.0	4.4	4.3
已运用资本收益率	(31.1)	8.7	10.3	7.8	7.7

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