



中国石化

炼化趋好，下游盈利有望改善

公司动态

公司近况

我们预计二季度以来中国炼油和石脑油化工行业盈利持续改善。我们维持港股“推荐”评级和 10 港币的目标价；维持 A 股“中性”评级和 8 元人民币的目标价。

评论

二季度炼化行业盈利有望明显改善。4 月份炼化行业利润大幅好转以来，最新数据显示 5、6 月份行业利润仍可能维持高位。我们预计国内炼油行业的毛利维持在 10 美元/桶以上，即炼油营业利润水平 5 美元/桶以上。5 月份国内化工产品，如 PX、MEG、苯乙烯、丁二烯、ABS、合成橡胶、合成纤维等产品价格环比上涨 5~15%，预计 6 月份化工业务盈利仍维持在较高水平。板块盈利仍可能持续改善。

中石化有望持续受益于成品油质量升级。成品油质量升级的进度加快，国五车用汽柴油标准提前全国推广，实施普通柴油国四、国五标准升级，并且未来可能推出国六汽柴油标准。我们由此预计 2015~2018 年间，中国石化的净利润有望累计增厚 148 亿元人民币，折合每股盈利 0.12 元人民币。

加强降本增效力度。低油价时期，中国石化持续加大力降本增效力度，具体措施包括改善产品结构、市场化招标、压缩内部成本、优化投资和资产负债结构等。

估值建议

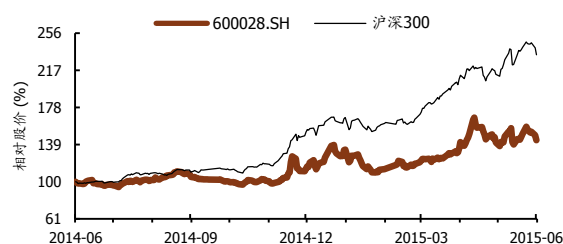
我们上调 2015/16 年每股盈利预测 6%/5%至 0.39 和 0.59 元人民币，三大石油公司中，预计中国石化可能是唯一在 2015 年保持盈利稳定的公司。目前 A 股股价对应 18.9x/12.6x，港股对应 12.8x 和 8.5x 的 2015/16 年市盈率。

风险

国际原油价格、汇率大幅波动；油品、化工品需求低迷；原油进口权放开力度超预期；非油业务发展不及预期等。

维持投资评级

股票代码	600028.SH	00386.HK
评级	中性	推荐
最新收盘价	人民币 7.44	港币 6.29
目标价	人民币 8.00	港币 10.00
52 周最高价/最低价	人民币 9.27~4.89	港币 8.23~5.90
总市值(亿)	人民币 8,395	港币 10,482
30 日日均成交额(百万)	人民币 5,533.52	港币 857.13
发行股数(百万)	121,071	121,071
其中：自由流通股(%)	7	20
30 日日均成交量(百万股)	719.18	127.08
主营行业		石油天然气



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	2,880,311	2,825,914	2,462,280	2,642,385
增速	3.4%	-1.9%	-12.9%	7.3%
归属母公司净利润	67,179	47,430	47,705	71,237
增速	5.8%	-29.4%	0.6%	49.3%
每股净利润	0.55	0.39	0.39	0.59
每股净资产	4.71	4.91	5.10	5.53
每股股利	0.25	0.21	0.16	0.24
每股经营现金流	1.25	1.23	0.91	1.50
市盈率	13.4	19.0	18.9	12.6
市净率	1.6	1.5	1.5	1.3
EV/EBITDA	7.6	9.2	8.4	6.4
股息收益率	3.4%	2.8%	2.1%	3.2%
平均总资产收益率	5.1%	3.3%	3.3%	4.7%
平均净资产收益率	12.4%	8.1%	7.9%	11.1%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

关滨

分析师

bin.guan@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080511080005

SFC CE Ref: AGL097

何帅

分析师

shuai.he@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080511120001

SFC CE Ref: BCH499

周寅鹤

联系人

yinhe.zhou@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080115030006

SFC CE Ref: BCR101



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)					主要财务比率				
	2013A	2014A	2015E	2016E		2013A	2014A	2015E	2016E
利润表									
营业收入	2,880,311	2,825,914	2,462,280	2,642,385	成长能力				
财务费用	6,274	9,618	10,032	7,875	营业收入	3.4%	-1.9%	-12.9%	7.3%
其他	11,940	13,822	400	400	营业利润	9.7%	-32.1%	3.6%	49.3%
营业利润	96,453	65,481	67,859	101,333	EBITDA	12.8%	-16.4%	14.1%	25.7%
营业外收支	1,058	2,000	0	0	净利润	5.8%	-29.4%	0.6%	49.3%
利润总额	96,982	66,481	67,859	101,333	盈利能力				
所得税	25,605	17,571	17,643	26,347	营业利润率	3.3%	2.3%	2.8%	3.8%
少数股东损益	4,198	1,480	2,511	3,749	EBITDA 利润率	5.7%	4.9%	6.4%	7.5%
归属母公司净利润	67,179	47,430	47,705	71,237	净利率	2.3%	1.7%	1.9%	2.7%
EBITDA	165,032	138,019	157,416	197,874	偿债能力				
资产负债表									
货币资金	15,101	10,100	95,453	154,042	流动比率	0.65	0.60	0.70	0.82
应收账款及票据	97,237	104,794	98,491	105,695	速动比率	0.26	0.28	0.47	0.58
预付款项	4,216	3,780	4,000	4,000	现金比率	0.03	0.02	0.19	0.29
存货	221,906	188,223	118,701	127,228	资产负债率	54.9%	55.4%	47.9%	46.9%
其他流动资产	34,550	53,247	40,513	43,710	净债务资本比率	35.4%	40.4%	32.9%	21.6%
流动资产合计	373,010	360,144	357,158	434,675	回报率分析				
固定资产及在建工程	830,225	881,152	912,842	911,805	总资产收益率	5.1%	3.3%	3.3%	4.7%
无形资产及其他长期资产	98,462	121,632	121,632	121,632	净资产收益率	12.4%	8.1%	7.9%	11.1%
非流动资产合计	1,005,765	1,084,245	1,117,435	1,117,898	每股指标				
资产合计	1,382,916	1,451,368	1,481,572	1,559,552	每股净利润 (元)	0.55	0.39	0.39	0.59
短期借款	118,121	166,688	208,334	208,474	每股净资产 (元)	4.71	4.91	5.10	5.53
应付账款及票据	207,250	202,943	148,376	159,035	每股股利 (元)	0.25	0.21	0.16	0.24
其他流动负债	246,451	234,626	150,670	162,460	每股经营现金流 (元)	1.25	1.23	0.91	1.50
流动负债合计	571,822	604,257	507,380	529,968	估值分析				
应付长期债券	99,138	83,506	90,000	90,000	市盈率	13.4	19.0	18.9	12.6
非流动负债合计	179,857	192,196	194,410	193,898	市净率	1.6	1.5	1.5	1.3
负债合计	759,656	804,273	709,610	731,685	EV/EBITDA	7.6	9.2	8.4	6.4
股东权益合计	570,346	594,483	616,916	669,071	股息收益率	3.4%	2.8%	2.1%	3.2%
少数股东权益	52,914	52,612	155,047	158,796					
负债及股东权益合计	1,382,916	1,451,368	1,481,572	1,559,552					
现金流量表									
净利润	67,179	47,430	47,705	71,237					
折旧和摊销	74,853	82,156	99,590	104,416					
营运资本变动	-17,200	-9,417	-39,927	2,388					
其他	31,259	29,658	4,724	7,130					
经营活动现金流	151,893	148,347	109,580	181,422					
投资活动现金流入	9,743	9,272	4,621	4,621					
投资活动现金流出	-188,483	-139,373	-135,900	-108,000					
投资活动现金流	-178,740	-130,101	-131,279	-103,379					
股权融资	32,102	4,128	100,000	0					
银行借款	1,142,890	1,128,447	60,000	60,000					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-583	-25,549	7,052	-19,455					
汇率变动对现金的影响	-82	16	0	0					
现金净增加额	-27,512	-7,287	-14,647	58,589					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

中国石化是全球和中国最大的一体化油气公司之一，主要业务涵盖油气勘探开发、炼油、成品油销售、化工等，其中下游炼油、化工和成品油销售在中国处于领先地位，而且下游资产和主要市场集中在中国经济最发达的东南部地区等。公司在 2014 年的原油和天然气产量分别为 3.6 亿桶和 203 亿立方米，其中海外油气产量占比约 7%；原油一次加工约 20 亿桶，乙烯裂解能力约 1000 万吨，国内成品油销售量 1.89 亿吨，运营超过 3 万座加油站；公司原油、天然气产量占国内总产量的比例分别约 20%和 15%，炼油和化工、成品油销售的市场份额超过 50%。



目录

炼油毛利高位运行，未来受益于成品油质量升级	4
3 月份以来，国内炼油毛利维持在 10 美元/桶以上	4
成品油质量升级进度超预期，国 VI 汽柴油标准有望推出	5
化工行业景气程度可望持续回升	7
二季度化工业务盈利将明显改善	7
盈利预测调整与估值	8

图表

图表 1：中国炼油企业毛利、发改委定价毛利空间和布伦特原油价格走势	4
图表 2：中国炼油行业月度利润趋势（左）；国 V 汽柴油标准的实施对中国石化盈利影响测算（右）	5
图表 3：汽、柴油质量标准升级进程	5
图表 4：汽油（左）、柴油（右）质量标准升级的国际比较	6
图表 5：低密度聚乙烯与石脑油价差（左）；涤纶短纤与对二甲苯及乙二醇价差（右）	7
图表 6：聚丙烯与石脑油价差（左）；腈纶短纤 - 丙烯价差（右）	7
图表 7：中国石化盈利预测调整	8
图表 8：领先市盈率和市净率	8
图表 9：可比公司估值表	9

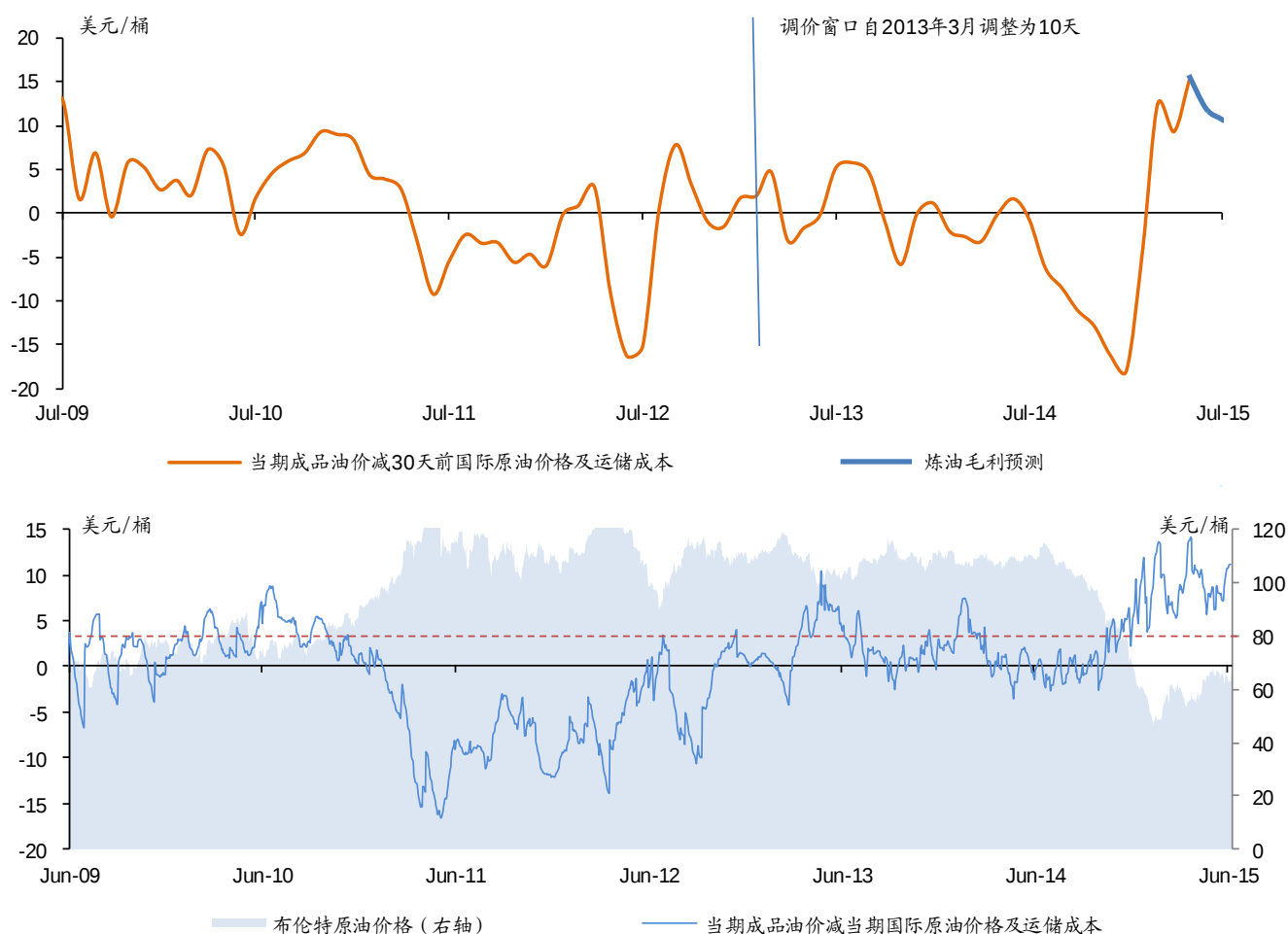


炼油毛利高位运行，未来受益于成品油质量升级

3 月份以来，国内炼油毛利维持在 10 美元/桶以上

根据我们模拟的发改委核定的炼油毛利（不考虑库存因素），在国际原油价格低于 80 美元/桶的情况下，国内炼油企业的毛利空间改善较大。考虑库存因素的影响，3 月份以来，国内炼油企业的毛利维持在 10 美元/桶以上，即炼油营业利润水平 5 美元/桶以上。

图表 1：中国炼油企业毛利、发改委定价毛利空间和布伦特原油价格走势



资料来源：国家发改委、隆重石化、CEIC、彭博资讯、万得资讯、中金公司研究部

全国炼油行业利润在今年 3 月份实现自 2014 年 11 月以来首次反转。国家统计局 4 月份数据显示，盈利状况进一步提升，达到自 2013 年 1 月以来最高水平。根据我们对 5 至 7 月中国炼油毛利趋势的判断，利润水平仍将在高位维持。

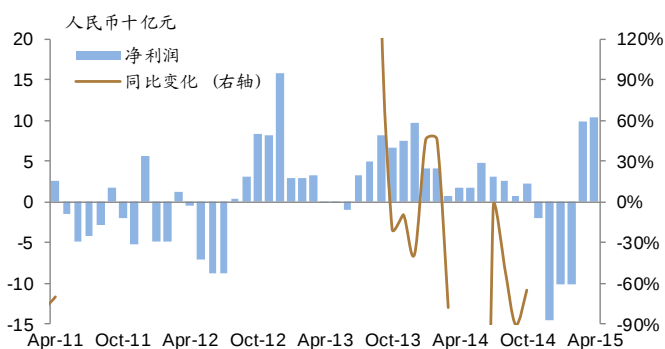


成品油质量升级进度超预期，国 VI 汽柴油标准有望推出

国务院在 5 月份公布《加快成品油质量升级工作方案》，成品油质量升级的推进力度超预期。1) 将 2016 年 1 月起供应国五标准车用汽柴油的区域，从原定的京津冀、长三角、珠三角等区域内重点城市扩大到整个东部地区 11 个省市全境。2) 将全国供应国五标准车用汽柴油的时间由原定的 2018 年 1 月，提前至 2017 年 1 月。3) 增加高标准普通柴油供应，分别从 2017 年 7 月和 2018 年 1 月起，在全国全面供应国四、国五标准普通柴油。

国 VI 标准汽柴油有望推出。根据凤凰网报导¹，政府将可能在 2016 年底颁布第六阶段汽、柴油国家（国 VI）标准，2019 年实施。中石化可能是成品油国 VI 标准推出的受益者之一。

图表 2：中国炼油行业月度利润趋势（左）；国 V 汽柴油标准的实施对中国石化盈利影响测算（右）



		中国石化
原油加工量	百万吨	243.0
成品油产量		
汽油	百万吨	53.5
柴油	百万吨	89.9
价格上涨, 含税		
汽油	人民币/吨	170
车用柴油	人民币/吨	160
普通柴油	人民币/吨	530
单位原油加工量的成本增加		
折旧费用	人民币/吨	20
现金操作费用	人民币/吨	40
净利润增厚	十亿元人民币	15
每股盈利增厚	元人民币	0.12

资料来源：国家统计局、万得资讯、隆重石化、国家发改委、公司报告、中金公司研究部

中石化有望持续受益于成品油质量升级。我们由此预计 2015~2018 年间，中国石化的净利润有望累计增厚 148 亿元人民币，折合每股盈利 0.12 元人民币。

图表 3：汽、柴油质量标准升级进程

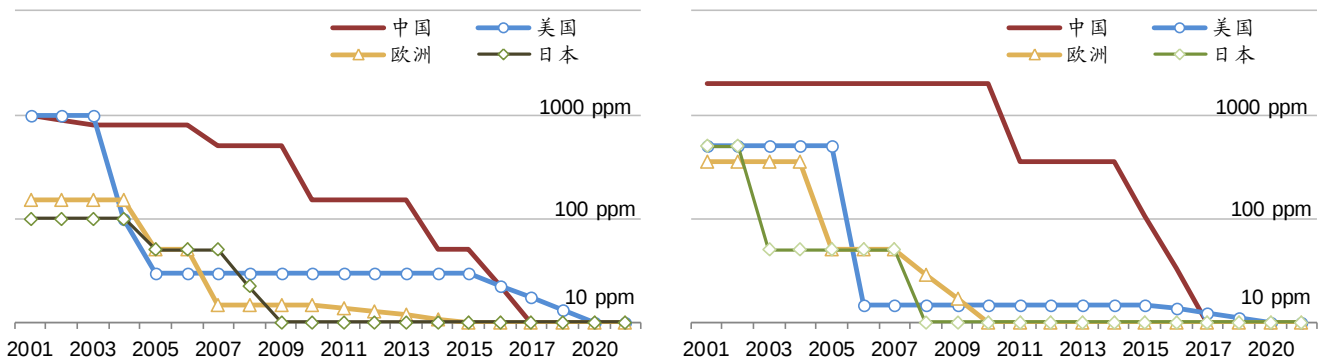
汽油					
执行时间 (全国范围内)	2000年	2005年	2010年	2014年	2017年
标准号	GB 17930-1999	GB 17930-2004	GB 17930-2006	GB 17930-2013	--
对应排放标准	欧I	欧II	国III	国IV	国V
最大硫含量(%)	0.08	0.05	0.015	0.005	0.001
锰含量(毫克/升)	18	18	16	8	2
最大烯烃含量(%)	35	35	30	28	24
芳香烃含量(%)	40	40	40	40	40
柴油					
执行时间 (全国范围内)	2000年	2005年	2010年	2014年	2017年
标准号	GB 252-2000	GB/T 19147-2003	GB/T 19147-2009	GB/T 19147-2013	--
对应排放标准	欧I	欧II	国III	国IV	国V
最大硫含量(%)	0.2	0.05	0.035	0.005	0.001
十六烷值	45/40	49	49	49	51
最大稠环芳香烃(%)	--	--	11	11	11

资料来源：欧盟标准委员会、中金公司研究部

¹ http://news.ifeng.com/a/20150508/43716587_0.shtml



图表 4：汽油（左）、柴油（右）质量标准升级的国际比较



资料来源：NPRA (2009), AM-09-33, Maximizing diesel in existing assets; World Refining & Fuels Service. Global Crude, Refining and Fuels Outlook to 2035; 中金公司研究部

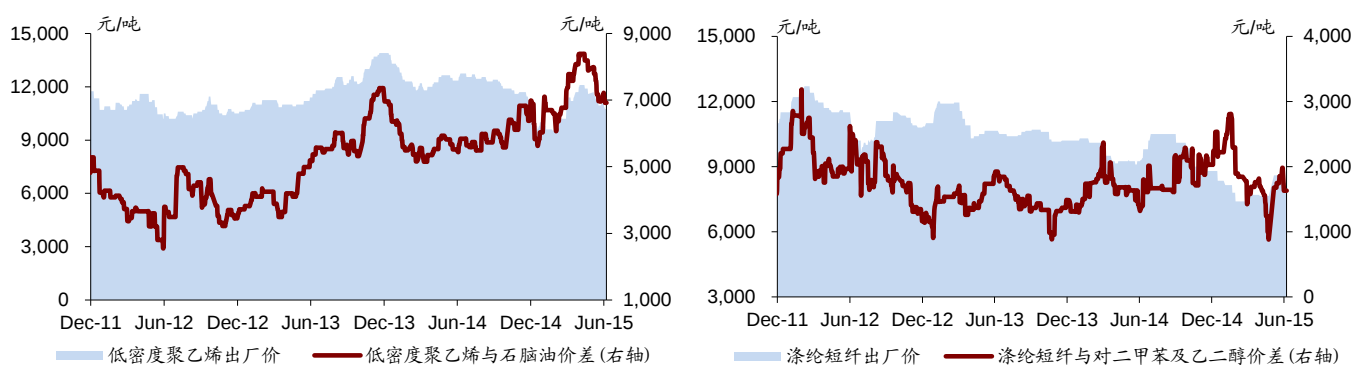


化工行业景气程度可望持续回升

二季度化工业务盈利将明显改善

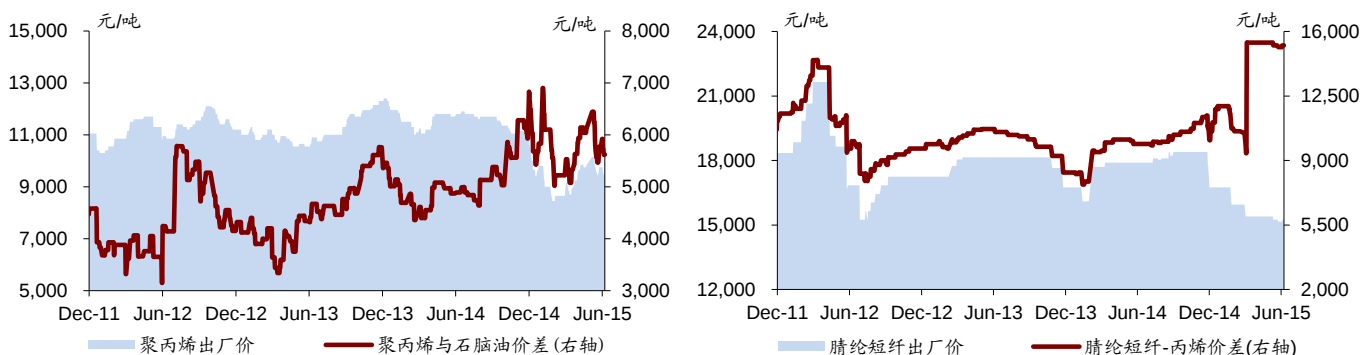
5 月份化工行业盈利环比仍可能持续改善。5 月份国内化工产品, 如 PX、MEG、苯乙烯、丁二烯、ABS、合成橡胶、合成纤维等产品价格环比上涨 500~1200 元人民币/吨, 幅度约 5~15%, 化工业务盈利环比可能仍持续改善。虽然近期国内化工产品价格有所震荡调整, 预计 6 月份化工业务盈利仍维持在较高水平。

图表 5: 低密度聚乙烯与石脑油价差 (左); 涤纶短纤与对二甲苯及乙二醇价差 (右)



资料来源: 隆重石化, 中金公司研究部

图表 6: 聚丙烯与石脑油价差 (左); 腈纶短纤-丙烯价差 (右)



资料来源: 隆重石化, 中金公司研究部



盈利预测调整与估值

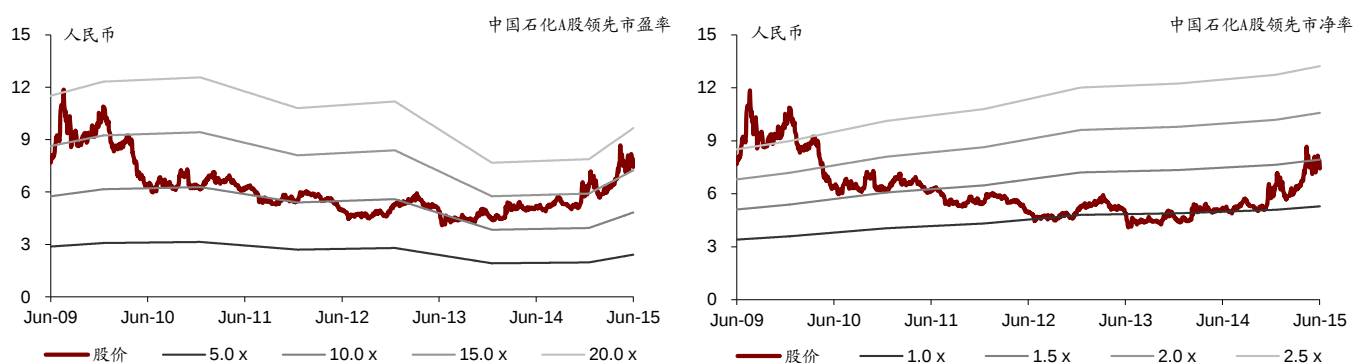
基于炼化行业最新情况,我们上调 2015/16 年每股盈利预测 6%/5%至 0.39 和 0.59 元人民币,三大石油公司中,预计中国石化可能是唯一在 2015 年保持盈利稳定的公司。

图表 7: 中国石化盈利预测调整

(十亿元)	2015E			2016E		
	旧	新	变化	旧	新	变化
营业额及其他收入	2,450.4	2,462.3	0.5%	2,636.9	2,642.4	0.2%
营业额	2,411.5	2,423.3	0.5%	2,595.7	2,601.1	0.2%
其他收入	38.9	39.0	0.3%	41.1	41.2	0.2%
经营费用	(2,378.1)	(2,386.0)	0.3%	(2,533.9)	(2,534.8)	0.0%
采购原油、产品及经营供应品的费用	(1,773.3)	(1,780.5)	0.4%	(1,907.4)	(1,908.4)	0.1%
所得税以外税金	(190.0)	(190.0)	0.0%	(190.2)	(190.2)	0.0%
折旧、耗减及摊销	(99.1)	(99.6)	0.5%	(104.4)	(104.4)	0.0%
勘探费用	(10.6)	(10.7)	0.9%	(12.5)	(12.5)	0.0%
销售、一般及管理费用	(246.7)	(246.8)	0.1%	(259.8)	(259.8)	0.0%
其他经营费用	(58.4)	(58.4)	0.0%	(59.5)	(59.5)	0.0%
经营收益	72.3	76.3	5.5%	103.0	107.6	4.5%
勘探及开发	0.9	0.7	-18.3%	11.9	11.9	0.0%
炼油	26.0	26.4	1.3%	40.0	37.8	-5.5%
营销及分销	38.0	38.0	0.1%	40.9	40.8	0.0%
化工	9.6	13.3	39.0%	12.7	19.5	53.9%
总部	(2.1)	(2.1)	0.0%	(2.4)	(2.4)	0.0%
除税前利润	63.8	67.9	6.3%	96.6	101.3	4.9%
所得税费用	(16.6)	(17.6)	6.3%	(25.1)	(26.3)	4.9%
少数股东收益	(2.4)	(2.5)	6.3%	(3.6)	(3.7)	4.9%
归属于母公司所有者的净利润	44.9	47.7	6.3%	67.9	71.2	4.9%
每股收益(人民币)	0.37	0.39	6.3%	0.56	0.59	4.9%
每股股利(人民币)	0.15	0.16	6.3%	0.22	0.24	4.9%

资料来源: 公司报告、中金公司研究部

图表 8: 领先市盈率和市净率



资料来源: 彭博资讯、公司报告、中金公司研究部



图表 9: 可比公司估值表

	彭博代码	货币	股价 17/6/2015	市值 (US\$bn)	市盈率(倍)			市现率(倍)			市净率(倍)			EV/EBITDA(x)			股息收益率		股权收益率		
					14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	14A	15E	
国际超大公司																					
	ExxonMobil	XOM US	美元	84.02	351.3	11.5	19.8	15.7	7.3	10.1	8.4	2.0	2.0	1.9	5.5	8.3	7.0	3.2%	3.4%	17.6%	10.5%
	Royal Dutch Shell	RDSA LN	英镑	18.54	183.1	8.0	14.6	11.2	4.1	5.5	4.8	0.6	0.7	0.7	3.5	5.1	4.2	10.1%	10.1%	12.1%	7.2%
	BP	BP/ LN	英镑	4.35	123.3	10.7	16.6	13.4	4.2	5.4	4.8	0.6	0.7	0.7	4.4	5.7	4.9	9.1%	9.2%	8.4%	6.2%
	Chevron Texaco	CVX US	美元	99.87	187.8	10.4	24.0	16.0	5.7	7.9	6.1	1.2	1.2	1.2	4.5	6.8	5.5	4.2%	4.3%	12.2%	5.1%
	TotalFinaElf	FP FP	欧元	44.33	119.3	9.4	13.5	11.5	4.7	5.3	4.7	1.1	1.2	1.1	4.4	5.8	4.9	6.0%	5.4%	12.3%	9.2%
	平均值					10.0	17.7	13.6	5.2	6.9	5.8	1.1	1.2	1.1	4.4	6.4	5.3	6.5%	6.5%	12.5%	7.6%
国际大公司																					
	ENI	ENI IM	欧元	15.90	64.9	14.7	26.6	17.3	3.9	4.5	3.8	1.0	1.0	1.0	3.9	4.9	4.0	7.0%	5.3%	6.6%	3.5%
	ConocoPhillips	COP US	美元	63.51	78.3	12.0	161.2	24.6	4.6	8.0	6.0	1.4	1.6	1.6	4.7	8.8	6.1	4.5%	4.6%	12.6%	1.8%
	Occidental	OXY US	美元	77.78	59.7	13.4	67.8	26.6	5.8	10.7	8.1	1.4	1.8	1.9	4.9	10.9	8.0	3.7%	3.8%	10.7%	4.3%
	Repsol YPF	REP SM	欧元	16.67	25.7	13.0	14.2	14.0	5.7	5.3	5.1	0.8	0.8	0.8	6.4	6.2	5.0	11.4%	6.0%	6.5%	6.0%
	Marathon	MRO US	美元	26.49	17.9	12.9	n.m.	n.m.	3.6	7.5	5.2	0.9	0.9	0.9	4.0	9.4	6.7	3.0%	3.2%	11.5%	-3.2%
	Hess Corp	HES US	美元	67.66	19.4	16.2	n.m.	n.m.	4.2	6.8	5.0	0.9	0.9	0.9	3.7	8.1	6.1	1.5%	1.5%	7.5%	-3.5%
	Lukoil	LUKOY US	美元	45.25	38.5	4.8	6.5	5.4	2.1	2.4	2.3	0.4	0.4	0.4	2.0	2.5	2.3	6.8%	6.0%	9.5%	6.1%
	平均值					12.4	55.3	17.6	4.3	6.4	5.1	1.0	1.1	1.1	4.2	7.3	5.5	5.4%	4.3%	9.3%	2.1%
新兴市场公司																					
	ONGC	ONGC IN	卢比	304.40	40.6	9.9	11.0	9.5	5.2	5.4	4.9	1.5	1.4	1.3	5.1	5.3	4.8	3.3%	3.2%	16.4%	13.3%
	PTT	PTT TB	泰铢	341.00	28.9	11.9	10.8	9.6	5.3	6.5	4.7	1.3	1.3	1.2	7.0	6.9	6.4	3.2%	3.6%	11.4%	11.8%
	Gazprom	GAZP RM	卢布	144.26	62.0	4.2	2.9	2.9	1.7	2.0	2.0	0.2	0.2	0.2	2.6	2.6	2.6	3.7%	5.0%	2.1%	9.1%
	Petrobras	PETR4 BZ	里尔	13.02	57.2	8.5	9.4	7.2	3.0	3.2	3.0	0.5	0.5	0.5	7.5	6.9	5.9	6.9%	7.0%	5.8%	5.0%
	中海油(*)	883 HK	港币	11.56	66.6	6.8	14.9	10.8	3.7	4.5	3.8	1.1	1.1	1.0	2.6	3.6	3.0	4.9%	2.3%	15.9%	7.1%
	中国石油H股(*)	857 HK	港币	8.83	352.5	12.0	23.5	16.1	3.6	5.2	4.5	1.1	1.1	1.0	6.4	8.3	7.1	3.8%	1.9%	8.1%	4.1%
	中国石化H股(*)	386 HK	港币	6.43	174.5	13.1	12.8	8.5	4.1	5.6	3.4	1.0	1.0	0.9	6.0	5.8	4.6	4.0%	3.1%	8.0%	7.9%
	平均值					9.5	12.2	9.2	3.8	4.6	3.7	1.0	0.9	0.9	5.3	5.6	4.9	4.2%	3.7%	9.6%	8.1%
中国A股市场																					
	中国石油A股(*)	601857 CH	民币	12.60	352.6	21.5	42.5	29.1	6.5	9.4	8.1	2.0	2.0	1.9	8.1	10.5	9.0	2.1%	1.1%	8.1%	4.1%
	中国石化A股(*)	600028 CH	民币	7.71	139.8	19.0	18.9	12.6	6.3	8.5	5.1	1.5	1.5	1.3	9.2	8.4	6.4	2.8%	2.1%	8.1%	7.9%
环球市场汇总																					
	最高值(不包括A股市场)				352.5	16.2	161.2	26.6	7.3	10.7	8.4	2.0	2.0	1.9	7.5	10.9	8.0	11.4%	10.1%	17.6%	13.3%
	最高值				352.6	21.5	161.2	29.1	7.3	10.7	8.4	2.0	2.0	1.9	8.1	10.9	9.0	11.4%	10.1%	17.6%	13.3%
	最低值				17.9	4.2	2.9	2.9	1.7	2.0	2.0	0.2	0.2	0.2	2.0	2.5	2.3	1.5%	1.1%	2.1%	-3.5%
	平均值					11.7	27.0	13.8	4.5	6.2	4.9	1.1	1.1	1.1	5.0	6.6	5.4	5.0%	4.4%	10.0%	5.7%
	平均值(不包括A股市场)					10.7	26.5	13.0	4.3	5.9	4.8	1.0	1.0	1.0	4.7	6.4	5.2	5.3%	4.7%	10.2%	5.8%

资料来源: 彭博资讯、公司报告、中金公司研究部 注释(*): 公司使用中金盈利预测, 其他公司使用市场一致盈利预期



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150602

编辑：张莹



北京

中金公司

北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中金公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited

Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司

香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

