



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2010年3月28日

石油天然气

研究部

关滨

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080210030004

guanbin@cicc.com.cn

中性

S 上石化 (600028.SH)

炼油业务成本压力加大, 下调盈利预测和评级

主要财务信息

A股(百万元, IFRS)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	61,642.0	47,345.3	72,095.9	76,048.1	86,544.3
同比变化	13.4%	-23.2%	52.3%	5.5%	13.8%
营业利润	(7,817.3)	2,023.5	2,967.1	2,160.4	2,630.4
同比变化	n.a.	n.a.	46.6%	-27.2%	21.8%
净利润	(6,238.4)	1,591.0	2,771.6	1,883.2	2,235.4
同比变化	n.a.	n.a.	74.2%	-32.1%	18.7%
每股盈利(元)	-0.87	0.22	0.38	0.26	0.31
同比变化	n.a.	n.a.	74.2%	-32.1%	18.7%
每股股息(元)	0.00	0.03	0.10	0.04	0.05
股息收益率	0.0%	0.3%	1.1%	0.4%	0.5%
市盈率(倍)	-10.5	41.0	23.5	34.6	29.2
市净率(倍)	4.8	4.3	3.7	3.5	3.2
EV/EBITDA (x)	-16.5	20.8	27.8	20.6	18.2
净资产收益率	-35.9%	10.9%	16.7%	10.2%	11.2%
投入资本回报率	-25.3%	6.7%	10.3%	7.1%	8.2%

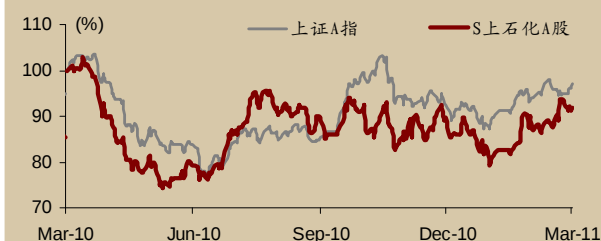
股票信息

港股(港币)	A股(人民币)
338 HK	600688 CH
4.10	9.06
4.00	-
1,226	1,162
9	7
4.98 / 2.61	10.18 / 7.19
2,330	4,870
2,330	841
控股股东	中国石油化工股份有限公司 (55.56%)

最近估值走势

	1周	1个月	3个月	年初以来
600688 CH	-1.8%	2.3%	2.5%	6.8%
上证A指	2.4%	4.0%	5.0%	6.0%
中金中国油气及相关股票指数	2.2%	1.8%	4.0%	2.0%

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

2011年4月 2011年1季度业绩报告

业绩符合我们预测, 但超出市场预期达 13%:

2010 年度收入同比增长 52%至 720 亿元, 归属于控股股东的净利润(国际财务报告准则)达 27.72 亿元, 同比 74%; 对应的每股收益为 0.385 元人民币, 基本符合我们的盈利预测(0.38 元人民币), 但超出市场预期达 13%。每股股利为 0.1 元人民币, A 股和港股对应的股息收益率分别为 1%和 3%。2010 年度成品油价格形成机制基本到位, 炼油业务毛利得到保证; 合成纤维、塑料和中间化工产品营业利润同比大幅增加 71%; S 上石化持股 20%的上海赛科(中石化股份 30%、BP50%) 2010 年度乙烯产量同比增长 48%, 使得公司来自上海赛科的投资收益同比增长了 3 倍。

正面:

石化产品产量同比增加 29%至 1,148 万吨, 产品加权平均价格同比上涨幅度为 16-33%; 原油加权平均成本低于国际原油价格的上涨幅度; 净资产收益率同比增加 6 个百分点; 有效所得税率同比下降 3 个百分点。

负面:

计提了 1.4 亿元的固定资产减值准备, 及处置固定资产损失 0.3 亿元。

发展趋势:

在地缘政治风险和投机炒作的推动下, 国际原油价格高位运行且波动幅度增加, 国内炼油行业成本压力加大。但发改委表示要对目前的成品油定价机制进行微调, 进一步增强其市场化程度。国内紧缩的宏观经济政策, 煤制烯烃等非石化业务的推广, 可能使得公司化工产品需求和毛利空间增幅缩窄。公司 2011 年度资本支出为 30 亿元, 主要推进渣油加氢、催化裂解等炼油改造装置的建设, 进一步提高公司原油加工能力和深度, 提升公司石油产品的毛利水平。

估值与建议:

基于公司缺少利润水平较高的下游批发和零售业务, 而高油价下公司的炼油业务可能微利, 我们分别下调其 2011 年和 2012 年盈利预测至 0.26 和 0.31 元人民币, 幅度分别达 17%和 8%, 港股投资评级从“审慎推荐”下调至“中性”, 维持 A 股“中性”的投资评级, 维持港股 4.0 港币的目标价格, 分别对应 13 倍和 11 倍的 2011 年和 2012 年市盈率。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 2010 年财务数据分析

利润表(百万元, IFRS)	1H09	2H09	1H10	2H10	09年	10年	同比	中金公司评论
外部经营净收入	21,377	26,246	36,160	36,046	47,622	72,206	52%	[正面] 主要由于产品价格和销售量的增加
经营成本	(19,127)	(24,808)	(33,696)	(33,871)	(43,934)	(67,567)	54%	[注意] 计提了1.4亿元的固定资产减值准备, 及处置固定资产损失0.3亿元
息税折旧摊销前利润	2,250	1,438	2,464	2,175	3,688	4,638	26%	
折旧及摊销	(774)	(891)	(840)	(831)	(1,665)	(1,671)	0%	
息税前利润	1,476	548	1,624	1,344	2,023	2,967	47%	
财务成本	(215)	(106)	(117)	21	(321)	(95)	-70%	[正面] 主要由于净汇兑收益增加1.6亿元
联营公司利润及收益	108	356	391	271	464	662	43%	
税前利润	1,369	798	1,898	1,636	2,167	3,533	63%	
所得税	(325)	(186)	(389)	(347)	(511)	(736)	44%	[正面] 有效所得税率下降3个百分点
少数股东损益	(42)	(22)	7	(32)	(64)	(25)	-61%	
归属于控股股东的净利润	1,002	589	1,515	1,257	1,591	2,772	74%	
其他损益项目	0	0	0	0	0	0	n.m.	
归属于控股股东的净利润	1,002	589	1,515	1,257	1,591	2,772	74%	
资产负债表(百万元)								
总资产	27,651	29,908	29,617	28,569	29,908	28,569	-4%	[注意] 计提了1.4亿元的固定资产减值准备, 及处置固定资产损失0.3亿元
股东权益	14,805	15,299	16,539	17,821	15,299	17,821	16%	
净负债(现金)	7,401	7,953	7,084	4,470	7,953	4,470	-44%	[注意] 本年度偿还了约38亿元的短期借款
净负债(现金)/股东权益	50%	52%	43%	25%	52%	25%		
净负债(现金)/投入资本	33%	34%	30%	20%	34%	20%		
现金流量表(百万元)								
经营活动现金净流量	2,688	659	367	3,877	3,347	4,244	27%	
投资活动现金净流量	(731)	(1,445)	572	(1,036)	(2,175)	(463)	-79%	[注意] 主要由于本年度资本支出下降
融资活动现金净流量	(2,161)	488	(665)	(3,141)	(1,673)	(3,806)	127%	
现金及等价物变动	(203)	(298)	274	(300)	(502)	(25)	-95%	
自由现金流量	1,958	(786)	939	2,841	1,172	3,781	223%	
每股信息								
每股收益	0.139	0.082	0.210	0.175	0.221	0.385	74%	
每股收益报告数	0.139	0.082	0.210	0.175	0.221	0.385	74%	
每股经营活动现金流量	0.373	0.091	0.051	0.538	0.465	0.589	27%	
每股股利	-	0.03	-	0.10	0.030	0.100	233%	
股利覆盖倍数	n.m.	2.73	n.m.	1.75	7.366	3.850		
总股份数(百万)	7,200	7,200	7,200	7,200	7,200	7,200		
利润率及回报率分析								
EBITDAX/营业收入	11%	5%	7%	6%	8%	6%		
EBIT/营业收入	7%	2%	4%	4%	4%	4%		
归属于控股股东的利润率	5%	2%	4%	3%	3%	4%		
有效所得税率	24%	23%	21%	21%	24%	21%		
总资产收益率(税前)	5%	2%	5%	5%	7%	10%		
净资产收益率	7%	4%	10%	7%	11%	17%		[正面] 净资产收益率同比上升6个百分点
投入资本回报率	5%	2%	6%	5%	7%	10%		
利息保障倍数(EBITDAX)	10	14	21	-101	11	49		
利息保障倍数(EBIT)	7	5	14	-63	6	31		
盈利现金保障倍数	2.68	1.12	0.24	3.09	2.10	1.53		

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2: 2010 年经营数据分析

经营数据(千吨)	1H09	2H09	1H10	2H10	09年	10年	同比	中金公司评论
WTI价格(美元/桶)	51.3	72.1	78.3	80.6	58.9	79.5	35%	
原油加工量	4,195	4,563	5,043	5,478	8,758	10,521	20%	[正面] 原油加工量增加20%
其中：进口原油	3,649	4,428	4,725	4,835	8,077	9,560	18%	
海洋原油	546	135	318	643	681	960	41%	[注意] 国内海洋原油加工量上升幅度较快
汽、煤及柴油产量	2,011	2,276	2,383	2,991	4,287.6	5,374.0	25%	[正面] 成品油收率增加
其中：汽油	437	369	463	470	806.0	932.4	16%	
柴油	1,272	1,530	1,540	2,136	2,802.6	3,675.9	31%	
航空煤油	302	377	381	385	679.0	765.7	13%	
乙烯产量	439	488	494	479	927.7	972.9	5%	[正面] 乙烯和丙烯产量增加
丙烯产量	237	251	270	253	487.6	523.2	7%	
合成树脂和共聚物产量	541	549	569	565	1,089.8	1,133.7	4%	
合成纤维共聚物产量	289	311	330	313	599.7	643.2	7%	
合成纤维产量	121	121	124	130	241.3	253.6	5%	
化工产品销售量								
合成纤维	124	122	124	132	245.8	255.9	4%	
树脂及塑料	767	777	822	799	1,543.3	1,620.2	5%	
中间石化产品	526	994	1,117	1,269	1,519.4	2,386.5	57%	[正面] 主要由于60万吨/年的PX芳烃联合装置在09年下半年投产
石油产品	2,429	2,842	2,853	3,490	5,271.4	6,342.8	20%	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 3: 2010 年板块业绩分析

		上半年	下半年	环比	年度	中金公司评论
2010						
板块营业利润	百万元					
合成纤维		314.5	121.1	-62%	436	
树脂与塑料		82.1	909.0	1008%	991	[正面] 下半年树脂和塑料板块盈利大幅增加
中间石化产品		261.5	103.6	-60%	365	
石油产品		930.7	209.6	-77%	1,140	
其他		34.7	0.3	-99%	35	
合计		1,623.5	1,343.6	-17%	2,967	
归属于控股股东净利润	百万元	1,515.1	1,256.6	-17%	2,772	
每股收益	元	0.21	0.17	-17%	0.38	
每股股利	元	0.00	0.10	n.m.	0.10	
2009						
板块营业利润	百万元					
合成纤维		28.3	(16.9)	-160%	11	
树脂与塑料		962.0	(117.7)	-112%	844	
中间石化产品		371.8	(181.1)	-149%	191	
石油产品		(61.5)	866.3	-1510%	805	
其他		175.3	(3.2)	-102%	172	
合计		1,475.9	547.5	-63%	2,023	
归属于控股股东净利润	百万元	1,001.9	589.1	-41%	1,591	
每股收益	元	0.14	0.08	-41%	0.22	
每股股利	元	0.00	0.03	n.m.	0.03	
2010/09 变动						
板块营业利润						
合成纤维		1012%	n.m.		3713%	
树脂与塑料		-91%	n.m.		17%	
中间石化产品		-30%	n.m.		91%	
石油产品		-1614%	-76%		42%	
其他		-80%	n.m.		-80%	
合计		10%	145%		47%	[正面] 10年下半年盈利同比大幅回升
归属于控股股东净利润		51%	113%		74%	
每股收益		51%	113%		74%	
每股股利		n.m.	233%		233%	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 4: 业务板块营业利润率比较

百万元	2005	2006	2007	2008	2009	2010
毛收入						
合成纤维	4,782	4,727	4,342	3,670	2,861	3,955
树脂及塑料	14,063	15,864	16,002	14,934	12,452	15,184
中间石化产品	20,435	21,337	26,373	28,098	20,677	35,983
石油产品	20,314	21,448	23,428	32,838	24,699	36,413
其他	5,648	6,876	7,058	5,728	7,531	9,933
小计	65,242	70,252	77,203	85,268	68,220	101,468
营业利润						
合成纤维	263	196	(82)	(1,651)	11	436
树脂及塑料	1,491	1,162	656	(2,177)	844	991
中间石化产品	981	680	814	(43)	191	365
石油产品	(447)	(1,698)	(644)	(3,946)	805	1,140
其他	240	212	149	(1)	172	35
小计	2,528	553	893	(7,817)	2,023	2,967
营业利润率						
合成纤维	6%	4%	-2%	-45%	0%	11%
树脂及塑料	11%	7%	4%	-15%	7%	7%
中间石化产品	5%	3%	3%	0%	1%	1%
石油产品	-2%	-8%	-3%	-12%	3%	3%
其他	4%	3%	2%	0%	2%	0%
小计	4%	1%	1%	-9%	3%	3%

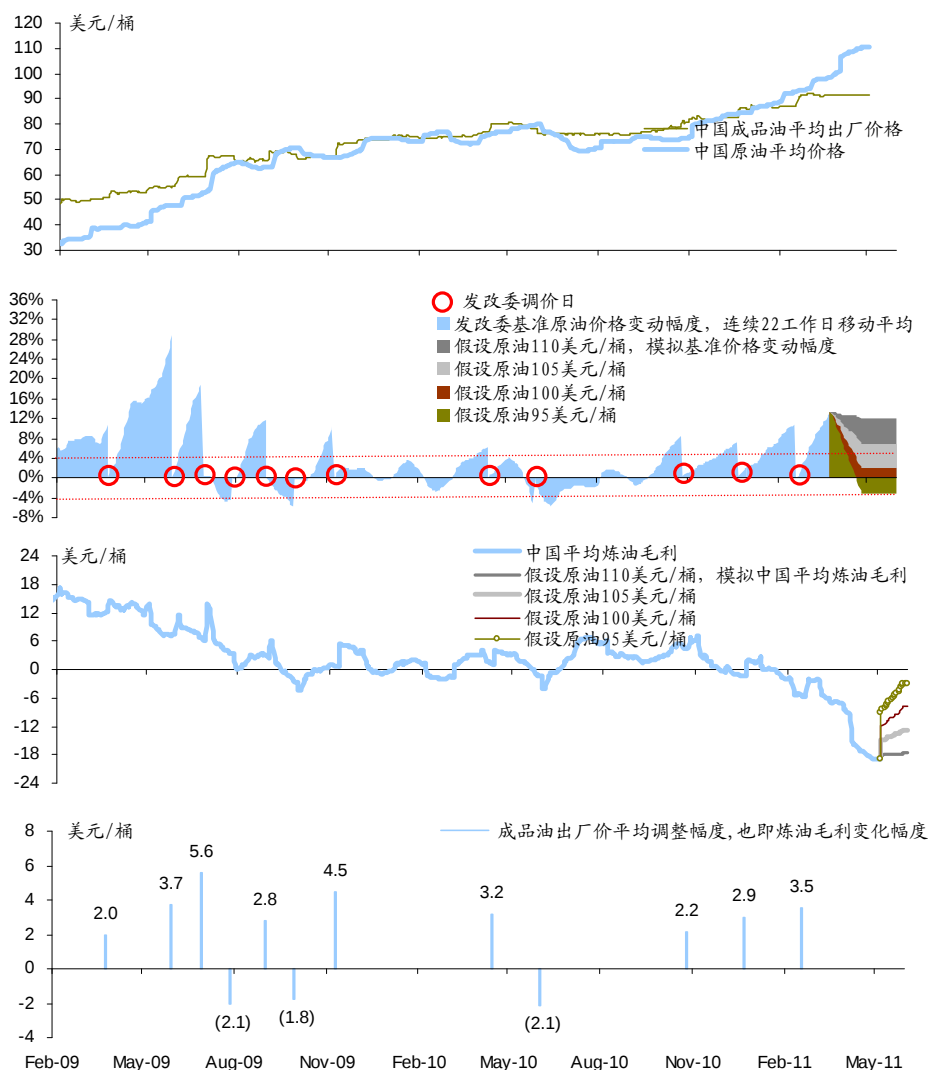
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 5: 盈利预测调整

		2011E			2012E		
		新	旧	变化	新	旧	变化
每股收益	元	0.26	0.32	-17%	0.31	0.34	-8%
市场平均预测	元	0.34			0.38		
中金相对市场		-23%			-18%		

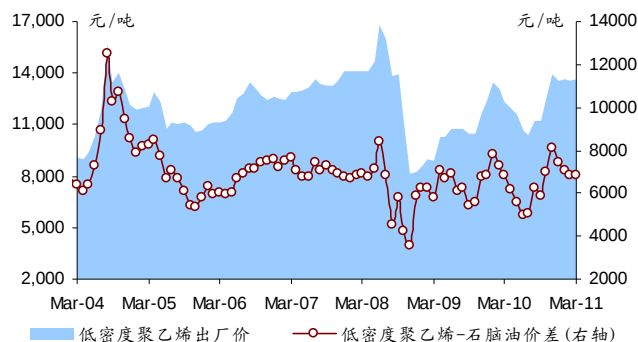
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 6: 中金监测：中国成品油平均出厂价、原油综合采购成本、发改委基准原油价格、国内炼油毛利及调价幅度



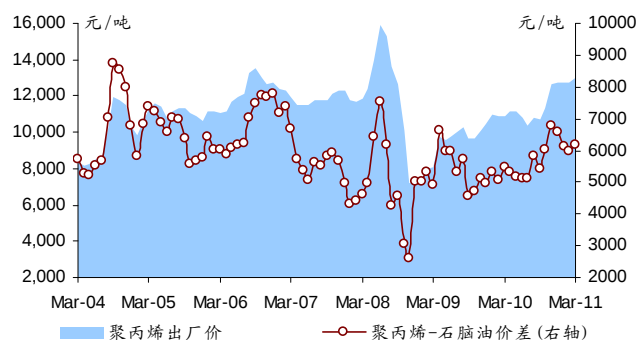
资料来源：彭博资讯、发改委、公司数据、中金公司研究部

图表 7：低密度聚乙烯与石脑油价差



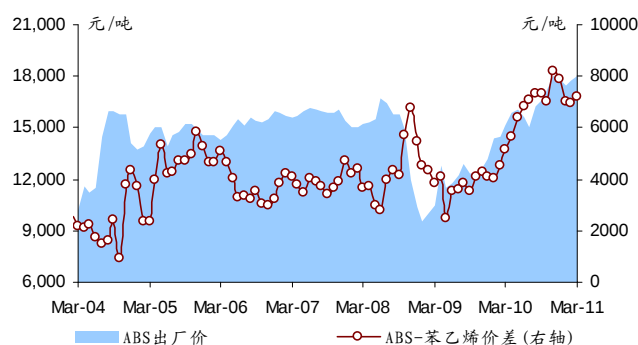
资料来源：隆重石化商务网、中金公司研究部

图表 8：聚丙烯与石脑油价差



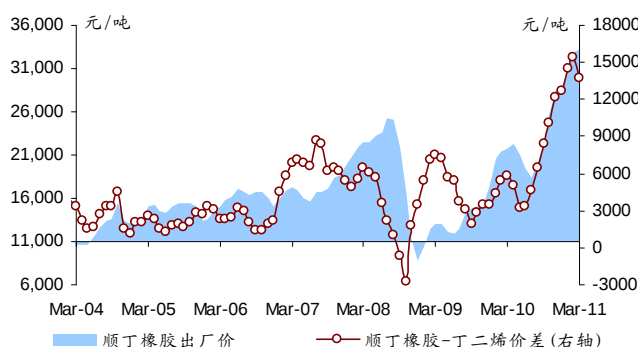
资料来源：隆重石化商务网、中金公司研究部

图表 9：ABS 与苯乙烯价差



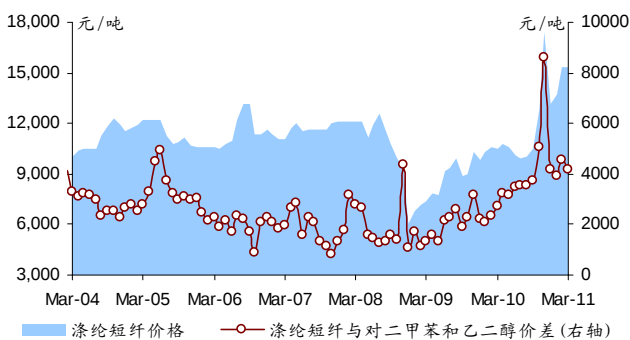
资料来源：隆重石化商务网、中金公司研究部

图表 10：顺丁橡胶与丁二烯价差



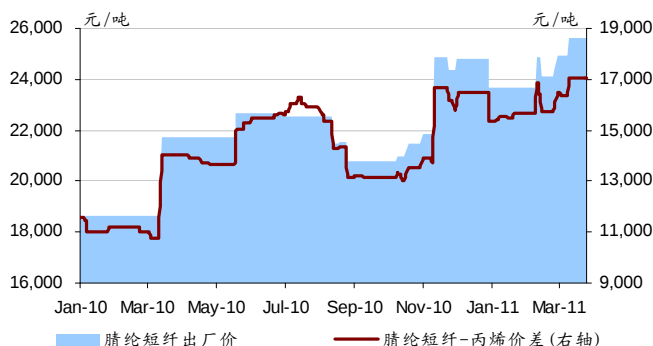
资料来源：隆重石化商务网、百川资讯、中金公司研究部

图表 11：涤纶短纤与对二甲苯及乙二醇价差



资料来源：隆重石化商务网、中金公司研究部

图表 12：腈纶短纤-丙烯价差



资料来源：隆重石化商务网、百川资讯、中金公司研究部

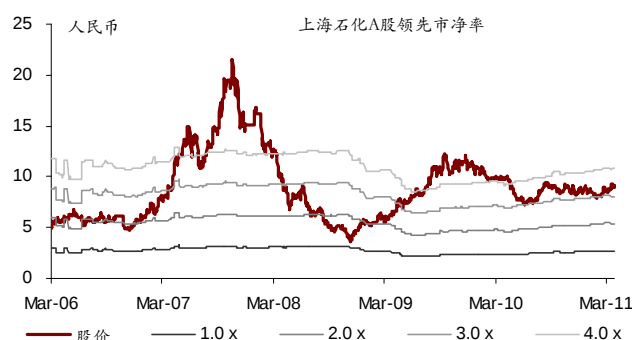
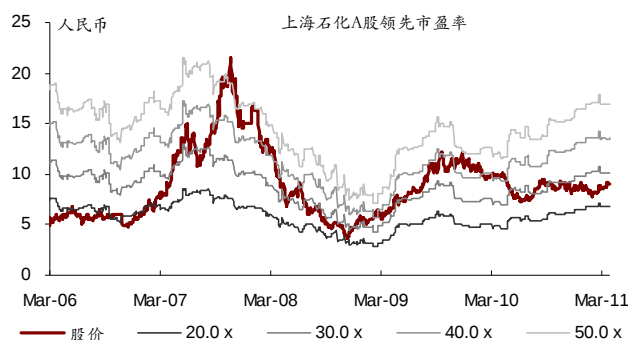
图表 13: 上海石化历史和预测的财务和经营数据

(百万元)	FY08	FY09	FY10	FY11E	FY12E
利润表					
收入	62,539	51,658	77,521	81,772	93,058
营业利润及附加	(897)	(4,313)	(5,425)	(5,724)	(6,514)
净收入	61,642	47,345	72,096	76,048	86,544
销售成本	(68,556)	(45,010)	(68,314)	(73,163)	(83,644)
销售及管理费用	(468)	(450)	(629)	(525)	(70)
其他收入	145	277	110	100	100
其他费用净额	(580)	(138)	(296)	(300)	(300)
营业利润	(7,817)	2,023	2,967	2,160	2,630
应占合营公司利润	1	241	661	660	660
投资收益	132	223	0	0	0
财务费用净额	(330)	(321)	(95)	(284)	(280)
税前利润	(8,014)	2,167	3,533	2,536	3,011
所得税	1,813	(511)	(736)	(634)	(753)
有效税率	23%	24%	21%	25%	25%
少数股东权益	(37)	(64)	(25)	(19)	(23)
净利润	(6,238)	1,591	2,772	1,883	2,235
每股盈利					
人民币	(0.87)	0.22	0.38	0.26	0.31
港币	(0.99)	0.25	0.44	0.32	0.38
每股股利					
人民币	0.00	0.03	0.10	0.04	0.05
港币	0.00	0.03	0.11	0.05	0.06
资产负债表					
流动资产	6,511	9,061	8,532	9,738	11,365
非流动资产	21,022	20,847	20,037	21,151	22,548
总资产	27,533	29,908	28,569	30,890	33,913
流动负债	13,343	14,305	10,573	11,712	12,760
非流动负债	429	304	175	175	175
少数股东权益	264	294	260	279	301
股东权益	13,497	15,005	17,561	18,724	20,677
负债和股东权益	27,533	29,908	28,569	30,890	33,913
现金流量表					
经营活动	(3986)	3347	4244	3874	3703
投资活动	(707)	(2175)	(463)	(2997)	(2993)
筹资活动	4429	(1673)	(3806)	(720)	(282)
汇兑损益调整	(1)	(0)	(0)	0	0
现金净增加(减少)额	(265)	(502)	(26)	156	427

主要假设					
货币(美元/人民币)	7.07	6.83	6.77	6.45	6.29
(港币/人民币)	0.88	0.88	0.87	0.83	0.81
原油加工量(千吨)	9,238	8,758	10,521	10,500	11,200
产品销售量(千吨)					
合成纤维	278	246	254	263	280
树脂及塑料	1,463	1,543	1,620	1,680	1,792
中间石化产品	1,347	1,519	2,387	2,310	2,464
石油产品	5,747	5,271	6,343	6,300	6,720
主要财务比率					
经营利润率	-12%	4%	4%	3%	3%
净利率	-10%	3%	4%	2%	2%
总资产收益率	-27%	7%	10%	7%	8%
净资产收益率	-36%	11%	17%	10%	11%
投入资本回报率	-25%	7%	10%	7%	8%
净债务资本比率	67%	52%	25%	23%	19%
利息保障倍数	(23.7)	6.3	31.2	7.6	9.4
盈利现金保障倍数	0.5	1.7	1.4	1.8	1.4

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 14: 上海石化领先市盈率和市净率



资料来源：公司数据、中金公司研究部 (注：基于市场一致预期盈利)

图表 15: 化工可比公司估值

公司名称	彭博代码	货币	股价 2011-3-27	一年內股价		市值 (十亿美元)	股价变化(%)		日均交易量(百万股)			市盈率(倍)			市净率(倍)			EV/EBITDA (x)			市净率	收益率(09A)					
				最高	最低		周	季	年	周	季	年	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A(倍)	股息	股利			
A股公司																											
上海石化A股 (*)	600688 CH	人民币	9.06	10.2	7.2	8.0	-1.8	7.9	4.7	9.4	10.6	12.2	41.0	23.5	34.6	19.5	15.4	16.8	20.8	27.8	20.6	4.3	0.3%	10.9%			
H股公司																											
上海石化H股 (*)	338 HK	港币	4.10	5.0	2.6	8.0	4.9	1.0	26.5	8.3	17.7	21.4	16.4	9.3	13.0	7.8	6.1	6.3	8.7	11.7	8.7	1.7	0.8%	10.9%			
台湾公司																											
Formosa Plastics	1301 TT	台币	100.50	105.0	61.8	20.9	1.5	4.4	29.8	9.9	11.1	11.7	22.3	14.9	12.6	19.8	15.5	11.1	27.5	15.6	14.5	2.7	4.0%	13.6%			
Nan Ya Plastics	1303 TT	台币	83.60	88.9	49.6	22.3	-1.5	16.1	22.4	12.4	14.0	11.2	40.0	16.5	13.3	23.8	23.0	15.9	40.8	20.1	16.1	2.6	2.3%	6.9%			
Formosa Chem & Fiber	1326 TT	台币	108.00	113.5	67.5	20.9	1.4	11.5	41.0	12.4	11.5	10.8	20.8	14.6	11.9	14.1	15.3	12.9	25.5	16.5	13.5	2.7	4.2%	14.4%			
Fair Eastern Textile	1402 TT	台币	47.20	52.2	29.0	7.6	9.5	-3.7	15.7	16.6	16.6	18.1	27.7	18.3	16.4	28.8	24.5	18.6	225.7	84.6	48.8	2.4	2.7%	9.1%			
台湾平均值																											
													27.7	16.1	13.5	21.6	19.6	14.6	79.9	34.2	23.2	2.6	3.3%	11.0%			
韩国公司																											
Hanwha Chemical	009830 KS	韩币	44,250	45,050	13,350	5.6	8.5	38.3	64.8	2.0	1.8	2.0	18.2	14.1	11.5	8.9	13.3	11.1	15.0	13.1	11.1	2.3	1.0%	14.1%			
Honam Petrochemical	011170 KS	韩币	393,000	414,000	111,000	11.2	5.1	48.9	93.6	0.3	0.2	0.2	15.7	15.8	12.4	11.3	13.4	11.4	14.1	12.3	10.4	3.4	0.4%	19.2%			
Korea Kumho Petrochemical	011780 KS	韩币	154,000	161,500	25,800	3.5	13.7	70.9	125	0.5	0.3	0.2	n.a.	14.2	8.9	10.8	12.5	9.1	27.0	12.1	8.6	6.8	0.0%	67.6%			
LG Chemical	051910 KS	韩币	431,000	435,500	235,500	25.6	4.4	14.8	33.4	0.3	0.3	0.3	23.7	13.7	12.1	15.9	12.8	10.8	n.a.	8.9	7.4	5.0	0.8%	29.8%			
韩国平均值																											
													19.2	14.4	11.2	11.7	13.0	10.6	18.7	11.6	9.4	4.4	0.6%	32.7%			
印度公司																											
Reliance Industries	RIL IN	卢比	1,026.6	1,187.0	840.6	75.2	3.4	-2.7	1.6	3.4	6.0	5.8	19.0	20.0	16.0	22.0	14.7	10.2	15.6	12.3	9.9	2.8	0.6%	18.7%			
日本公司																											
Hitachi Chemical	4217 JP	日元	1,591	2,097.0	1,335.0	4.1	0.1	-5.6	-0.2	1.3	0.9	0.9	n.a.	15.7	12.2	6.0	6.2	5.9	5.2	4.2	3.8	1.3	2.0%	9.1%			
Mitsui Chemicals	4183 JP	日元	278	338.0	201.0	3.5	10.8	-3.5	23.6	17.2	14.9	13.3	n.a.	10.8	3.8	5.4	2.9	21.3	11.4	6.9	0.6	3.2%	-7.7%	7.0%			
Shin-Etsu Chemical	4063 JP	日元	4,000	5,720.0	3,395.0	21.2	9.3	-9.7	-8.0	3.4	2.2	2.3	11.0	21.4	15.0	6.7	10.1	8.5	4.1	7.2	5.9	1.2	2.5%	6.0%			
Sumitomo Chemical	4005 JP	日元	403	487.0	330.0	8.2	10.1	3.6	6.6	11.4	12.5	11.5	n.a.	71.1	35.2	8.5	5.6	4.0	12.5	11.7	7.9	1.2	2.2%	2.6%			
日本平均值																											
													11.0	36.1	18.3	6.2	6.8	5.3	10.8	8.6	6.1	1.1	2.5%	2.5%			
S&P 500 成员公司																											
Dow Chemical	DOW US	美元	37.15	39.0	22.4	43.6	3.6	8.2	33.1	6.6	7.5	7.7	116.1	19.9	14.1	18.7	9.9	7.9	15.6	9.0	7.7	2.6	1.6%	11.5%			
Eastman Chemical	EMN US	美元	98.12	99.7	51.1	6.9	4.6	18.5	35.4	1.0	1.0	0.9	52.2	13.5	12.2	9.4	10.2	9.0	9.9	6.7	6.5	4.7	1.8%	27.9%			
S&P 500 平均值																											
													84.1	16.7	13.2	14.0	10.1	8.5	12.7	7.9	7.1	3.6	1.7%	19.7%			
欧洲公司																											
BASF	BAS GR	欧元	59.01	62.0	39.9	76.4	6.0	-2.7	26.8	3.6	3.6	3.5	38.3	10.8	9.8	8.6	7.2	6.5	8.1	6.2	5.6	3.1	2.9%	23.4%			
DSM	DSM NA	欧元	43.32	45.1	30.0	11.1	3.3	1.1	16.5	0.7	0.9	0.9	21.6	13.4	12.3	5.5	7.3	7.0	9.4	6.7	6.3	1.4	2.8%	9.5%			
欧洲平均值																											
													29.9	12.1	11.1	7.1	7.3	6.7	8.7	6.4	5.9	2.3	2.8%	16.5%			
全球市场汇总																											
最高值													13.7	70.9	124.8	116.1	71.1	35.2	28.8	24.5	18.6	225.7	84.6	48.8	6.8	4.2%	67.6%
最低值													-1.8	-9.7	-8.0	11.0	9.3	8.9	3.8	5.4	2.9	4.1	4.2	3.8	0.6	0.0%	-7.7%
平均值													5.1	11.4	31.2	32.3	18.9	15.0	13.2	12.0	9.8	28.2	15.7	11.6	2.8	1.9%	15.7%

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部 注：*使用中金公司盈利预测，其他使用市场一直预期盈利预测

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（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。

本报告亦可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。

本报告亦可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”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/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。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可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信赖依据。

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

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

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。

北京

中国国际金融有限公司
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

中国国际金融有限公司上海分公司
上海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

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

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

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
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

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107、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

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



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED