

强于大市

石油石化行业 2024 年半年报综述

营收及利润同比小幅提升，行业高景气度维持

2024年上半年石油石化行业营收及归母净利润同比小幅提升，行业盈利能力有所回升，ROE保持平稳。展望后市，油气上游高景气度延续，下游需求有望逐步复苏，此外，当期估值处于历史低位水平，维持行业强于大市评级。

支撑评级的要点

- **营收及归母净利润同比小幅提升。**2024年上半年国际原油价格维持高位，海外天然气价格回调，主要石化产品价格有所分化，石油石化行业实现营收38,353.74亿元，同比增长1.73%，其中，二季度行业营收为18,859.79亿元，同比减少1.74%，环比减少3.25%。行业盈利能力保持稳健，2024年上半年全行业实现归母净利润1,372.65亿元，同比增长4.22%，其中，第二季度行业归母净利润为664.23亿元，同比提升4.35%，环比下滑6.24%。2024年上半年全行业ROE（摊薄）为4.94%，同比下降0.01pct；销售毛利率和销售净利率分别为17.01%、3.58%，同比分别提升0.27pct、0.09pct，其中，二季度分别为17.00%、3.52%，环比一季度分别降低0.04pct、0.11pct。和历年数据对比来看，石油石化行业各项指标仍处于近年较高水平，行业景气度仍维持高位。
- **2024H1其他石化、油田服务、油气及炼化工程板块营收、利润同比增长，逐季提升。**2024年上半年，其他石化、油气开采、油田服务和炼油化工板块营收实现正增长，同比分别增加15.10%、6.27%、5.76%和2.03%。其中二季度，除炼油化工、油品石化贸易板块以外，各板块营收均实现环比正增长。归母净利润方面，除油品石化贸易外，上半年各子板块归母净利润均同比正增长，炼油化工、油气开采、油田服务、油气及炼化工程归母净利润同比增速分别为5.55%、3.19%、17.76%、12.24%，其他石化归母净利润同比增长652.03%，主要系涤纶长丝价格及价差改善，油品石化贸易归母净利润同比降幅为62.27%，主要系上半年煤炭及天然气价格下降影响。单二季度来看，其他石化、油田服务、油气及炼化工程板块归母净利润环比提升，增幅分别为10.18%、51.03%、39.72%。
- **行业在建工程小幅下降，固定资产持续增加。**2024年上半年石油石化行业在建工程为5,605.94亿元，同比减少2.04%，固定资产达到18,866.34亿元，同比增长6.38%。石油石化在建工程持续向龙头企业集中，截至2024年6月30日，中国石油、中国石化、荣盛石化、恒力石化、东方盛虹、东华能源6家企业在建工程占据全行业全部在建工程的94.05%。行业在建工程规模仍维持在较高水平，固定资产有望持续增长。

相关研究报告

《石油石化行业 2023 年三季度报综述》

20231121

《石油石化行业 2023 年半年报综述》

20230912

《石油石化行业 2022 年年报及 2023 年一季报综述》

20230514

中银国际证券股份有限公司

具备证券投资咨询业务资格

石油石化

证券分析师：余嫻嫻

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

证券分析师：徐中良

zhongliang.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300524050001

投资建议

- 截至9月11日收盘，行业市盈率（TTM，剔除负值）为10.04，处在历史（2002年至今）的8.77%分位数，市净率（MRQ，剔除负值）为1.13，处在历史水平的0.09%分位数。随着下游需求复苏，国内稳增长经济政策发力，对行业整体走势保持乐观，维持行业强于大市评级。建议关注以下投资线索：
- 中高油价背景下，油气开采板块高景气度延续，能源央企提质增效深入推进，分红派息政策稳健，推荐：中国石油、中国海油、中国石化。
- 油气上游资本开支增加，油服行业景气度修复，技术进步带动竞争力提升，海外发展未来可期，建议关注：中海油服、海油发展、海油工程。
- 石化下游产业受成本高位及需求抑制等多重影响，主营业务阶段性承压，行业景气度处于历史低位。未来随着内需提升及外需改善，行业景气度有望逐步修复，推荐行业竞争格局改善，产品盈利修复的涤纶长丝行业龙头桐昆股份，建议关注：新凤鸣。

评级面临的主要风险

- 油价异常波动的风险；全球经济增速不及预期等。

石油石化行业 2024 年半年报总结

收入及盈利稳健，行业景气度仍处高位

根据申万 2021 年版石油石化分类，剔除掉 B 股、部分主业脱离化工业务及近三年上市财务数据披露不完整的上市公司，本报告共汇总并分析石油石化行业 41 家上市公司（见附表）。2024 年上半年原油价格维持高位，海外天然气价格回调，主要石化产品保持平稳，石油石化行业营收及归母净利润保持稳健。2024H1 石油石化行业收入合计 38,353.74 亿元，同比增加 1.73%，归母净利润合计 1,372.65 亿元，同比增加 4.22%。

图表 1. 石油石化行业 2024 年上半年经营数据分析

	2024 年 H1	2023 年 H1	2022 年 H1	2021 年 H1
营收 (亿元)	38,353.74	37,701.70	38,917.80	29,675.46
增速 (%)	1.73	(3.12)	31.14	26.95
归母净利润(亿元)	1,372.65	1,317.07	1,559.67	1,242.73
增速 (%)	4.22	(15.55)	25.50	411.52

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

单季度来看，2024 年第二季度石油石化行业收入同环比均小幅下降，归母净利润环比下滑幅度大于收入，但同比有一定增长。单二季度石油石化行业实现营收 18,859.79 亿元，环比下降 3.25%，同比下降 1.74%；实现归母净利润 664.23 亿元，环比下降 6.24%，同比增长 4.35%。

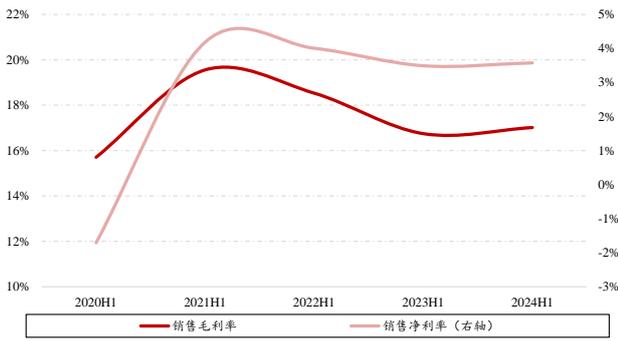
图表 2. 石油石化行业 2024 年二季度同比及环比情况

	2024 年 Q2	2024 年 Q1	2023 年 Q2	2022 年 Q2
营业收入 (亿元)	18,859.79	19,493.95	19,193.72	20,384.09
2024Q2 环比 2024Q1(%)	(3.25)			
2024Q2 同比 2023Q2(%)	(1.74)			
归母净利润 (亿元)	664.23	708.42	636.54	792.87
2024Q2 环比 2024Q1(%)	(6.24)			
2024Q2 同比 2023Q2(%)	4.35			

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

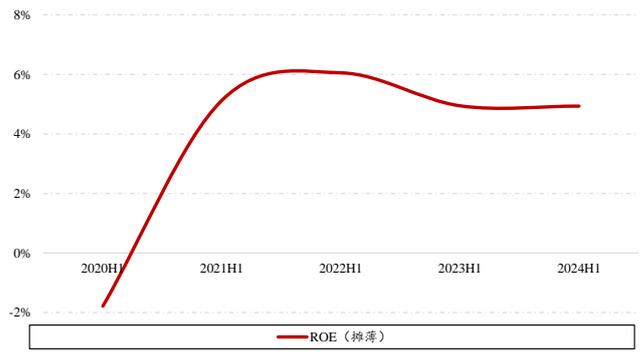
行业利润率小幅回升，ROE（摊薄）维持平稳。2024 年上半年石油石化行业销售毛利率、销售净利率分别为 17.01%、3.58%，同比分别提升 0.27 pct、0.09 pct，上半年 ROE（摊薄）为 4.94%，同比下滑 0.01 pct。其中，二季度行业销售毛利率、销售净利率分别为 17.00%、3.52%，环比一季度分别下降 0.04 pct、0.11 pct。

图表 3. 近年石油石化行业毛利率、净利率走势



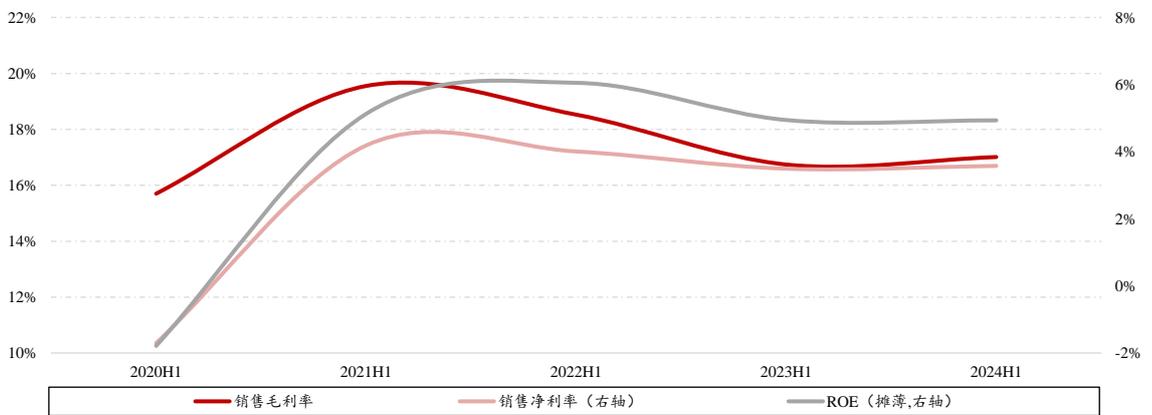
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 4. 近年石油石化行业 ROE (摊薄) 走势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 5. 石油石化行业毛利率、净利率、ROE (摊薄) 走势 (2020H1-2024H1)



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

2024H1 原油价格维持高位，天然气价格下跌。2024 年上半年，俄乌冲突、巴以冲突等地缘政治延续，同时 OPEC+ 维持减产执行力度，原油价格维持高位震荡。根据百川盈孚统计数据，2024 年上半年布伦特原油、WTI 原油均价分别为 78.81 美元/桶、83.45 美元/桶，同比 2023H1 分别上涨 5.27%、4.29%，环比 2023H2 分别下跌 1.78%、1.08%。海外天然气在供需整体宽松背景下，价格持续走低，2024 年上半年 NYMEX 天然气均价为 2.21 美元/百万英热单位，环比 2023H2 下跌 20.61%，同比 2023H1 下跌 13.03%；TTF 天然气均价为 29.66 欧元/兆瓦时，环比 2023H2 下跌 22.84%，同比 2023H1 下跌 33.08%。下游石化产品价格有所分化，其中，2024H1 纯苯及乙烯产品价格涨幅较大，纯苯上半年均价为 8,638.74 元/吨，同比、环比分别上涨 13.90%、24.94%，乙烯上半年均价为 962.72 元/吨，同比、环比分别上涨 11.43%、7.46%。

图表 6. 2024H1 主要石化产品价格同环比变化

产品	单位	2024H1 均价	2023H2 均价	环比 2023H2 (%)	2023H1 均价	同比 2023H1 (%)
布伦特原油	美元/桶	78.81	80.24	(1.78)	74.87	5.27
WTI 原油	美元/桶	83.45	84.36	(1.08)	80.02	4.29
NYMEX 天然气	美元/BTU	2.21	2.79	(20.61)	2.55	(13.03)
TTF 天然气	欧元/MWh	29.66	38.44	(22.84)	44.32	(33.08)
汽油	元/吨	8,923.35	8,894.29	0.33	8,739.78	2.10
柴油	元/吨	7,530.49	7,824.46	(3.76)	7,711.22	(2.34)
燃料油	元/吨	5,616.57	5,399.40	4.02	5,929.72	(5.28)
纯苯	元/吨	8,638.74	7,584.48	13.90	6,914.33	24.94
甲苯	元/吨	7,354.31	7,432.09	(1.05)	7,084.97	3.80
二甲苯	元/吨	7,557.01	7,869.21	(3.97)	7,476.77	1.07
乙烯	美元/吨	962.72	863.99	11.43	895.86	7.46
丙烯	美元/吨	816.54	791.01	3.23	864.24	(5.52)
PTA	元/吨	5,904.73	5,932.20	(0.46)	5,794.39	1.90

资料来源：同花顺 iFinD、百川盈孚、中银证券

综合来看，2024 年上半年国际油价维持高位，除天然气外主要石油化工品种价格保持相对平稳。和历年数据对比来看，石油石化行业 ROE（摊薄）处于近年高位水平，行业景气度维持高位。

其他石化、油田服务、油气及炼化工程板块营收、利润同比增长，油品及石化贸易板块承压

根据申万 2021 年版石油石化分类，石油石化行业涵盖炼油化工、油品及石化贸易、其他石化、油气开采、油田服务、油气及炼化工程等六个细分板块。石油石化行业营收近年保持较快增长，各板块近三年营收平均复合增速分别为 9.02%、5.89%、7.06%、18.18%、10.67% 以及 4.07%，油气开采板块营收增长幅度居前。2024 年上半年，炼油化工、其他石化、油气开采和油田服务板块营收同比实现正增长，同比分别增加 2.03%、15.10%、6.27% 和 5.76%。油品石化贸易、油气及炼化工程板块营收减少，同比分别降低 46.14% 和 5.49%，其中油品石化贸易板块收入承压主要系煤炭及天然气价格下跌。单二季度来看，其他石化、油气开采、油田服务、油气及炼化工程板块营收实现环比正增长，其中其他石化、油气及炼化工程营收环比增速分别为 18.54%、23.11%。

图表 7. 石油石化行业 2024 年上半年营收同比数据及二季度环比数据 (%)

子行业名称	24H1 同比 23H1	24Q2 环比 24Q1	21H1-24H1 复合增速
炼油化工	2.03	(4.99)	9.02
油品石化贸易	(46.14)	(23.84)	5.89
其他石化	15.10	18.54	7.06
油气开采	6.27	4.88	18.18
油田服务	5.76	7.98	10.67
油气及炼化工程	(5.49)	23.11	4.07

资料来源：同花顺 iFinD、中银证券

其他石化、油田服务、油气及炼化工程板块归母净利润涨幅居前。2024 年上半年，除油品石化贸易板块外，其他子板块均实现归母净利润同比正增长。其中，炼油化工、油气开采、油田服务、油气及炼化工程归母净利润同比增速分别为 5.55%、3.19%、17.76%、12.24%，其他石化归母净利润同比增长 652.03%，主要系涤纶长丝价格及价差改善，油品石化贸易归母净利润同比降幅为 62.27%。单二季度来看，其他石化、油田服务、油气及炼化工程 2024Q2 归母净利润环比增速分别为 10.18%、51.03%、39.72%。从近三年各板块归母净利润复合增速来看，油气开采、油田服务、油气及炼化工程增速居前，分别为 41.65%、27.10%、16.78%。

图表 8. 石油石化行业 2024 年上半年归母净利润同比数据及二季度环比数据 (%)

子行业名称	24H1 同比 23H1	24Q2 环比 24Q1	21H1-24H1 复合增速
炼油化工	5.55	(7.32)	4.46
油品石化贸易	(62.27)	(15.35)	1.18
其他石化	652.03	10.18	(48.08)
油气开采	3.19	(24.10)	41.65
油田服务	17.76	51.03	27.10
油气及炼化工程	12.24	39.72	16.78

资料来源：同花顺 iFinD、中银证券

油品石化贸易板块 ROE (摊薄) 及营运能力有所承压。2024 年上半年除油气开采板块外，石油石化各子行业毛利率均同比改善。其中，炼油化工、油品石化贸易、其他石化、油田服务、油气及炼化工程毛利率分别为 17.39%、17.15%、6.09%、12.50%、10.07%，分别同比提升 0.29 pct、0.06 pct、0.15 pct、1.27 pct、0.23 pct。净资产收益率 (摊薄) 方面，炼油化工板块最高，2024H1 同比提升 0.05 pct 至 5.11%，油品石化贸易板块 ROE (摊薄) 同比下滑 6.64 pct 至 4.44%。各子板块营运能力指标均处于合理区间。

图表 9. 2024H1 石油石化行业子板块各指标及同比变化

板块名称	2024H1 销售毛利率 (%)	2024H1 销售毛利率同比 (pct)	2024H1 ROE (摊薄) (%)	2024H1 ROE (摊薄) 同比 (pct)	2024H1 应收账款周转率 (次)	2023H1 应收账款周转率 (次)	2024H1 存货周转率 (次)	2023H1 存货周转率 (次)
炼油化工	17.39	0.29	5.11	0.05	22.39	22.97	5.01	5.21
油品石化贸易	17.15	0.06	4.44	(6.64)	6.33	7.97	7.64	10.52
其他石化	6.09	0.15	1.29	1.12	8.01	6.87	4.23	4.56
油气开采	50.11	(2.89)	4.26	(0.86)	2.78	2.70	12.15	10.48
油田服务	12.50	1.27	4.51	0.46	2.20	2.14	10.84	10.72
油气及炼化工程	10.07	0.23	3.04	0.26	2.76	2.54	2.57	2.66

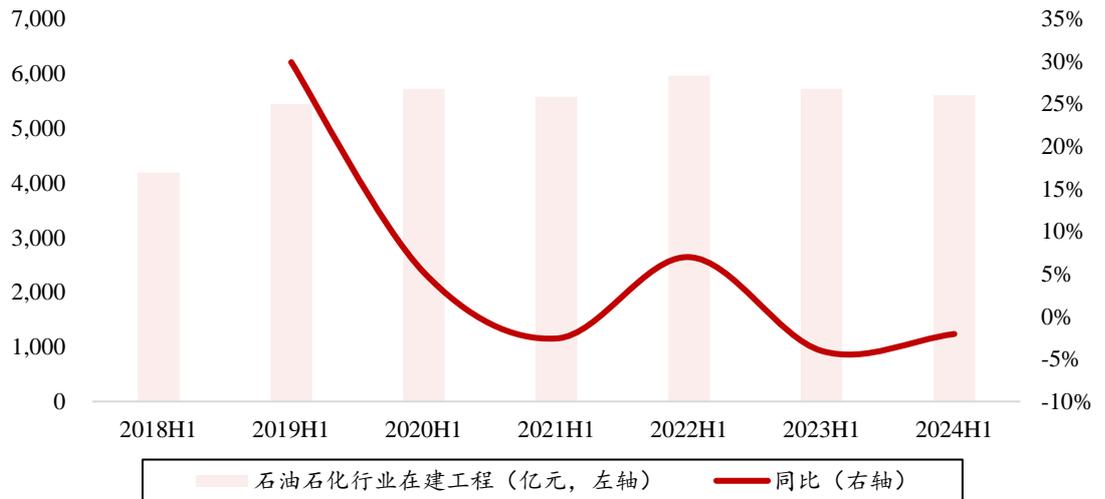
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：应收账款数据包含应收票据

行业在建工程小幅下降，固定资产持续增长

石油石化行业在建工程规模连续两年放缓。2024 年上半年石油石化行业在建工程为 5,605.94 亿元，同比减少 2.04%。其中，中国石油、荣盛石化、恒力石化、东华能源在建工程为 2,011.56 亿元、530.69 亿元、524.29 亿元、76.16 亿元，同比分别增长 1.06%、60.95%、22.07%、10.47%。同时部分龙头企业的在建工程规模有所降低，东方盛虹、中国石化在建工程分别为 211.84 亿元、1,917.80 亿元，同比分别降低 35.67%、11.00%。石油石化行业在建工程规模连续两年放缓，展望未来，大型炼化项目的集中投建或告一段落，但我们预计行业在建工程规模或仍维持在较高位水平。

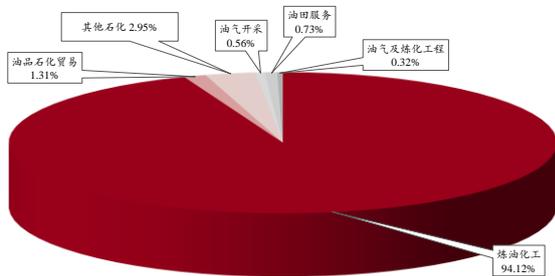
图表 10. 历年石油石化行业在建工程 (2018H1-2024H1)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

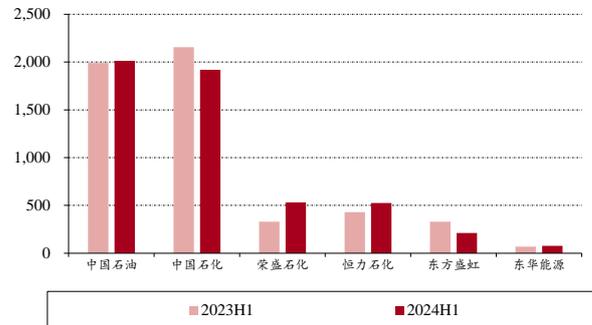
分板块来看, 炼油化工板块的在建工程依然在全行业占据主导, 占比达到 94.12%, 较 2023 年同期提升 1.57 pct。石油石化行业的扩产主要集中于行业龙头企业, 中国石油、中国石化、荣盛石化、恒力石化、东方盛虹、东华能源 6 家企业在建工程占据全行业全部在建工程的 94.05%。

图表 11. 2024H1 石油石化不同子行业在建工程占比



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

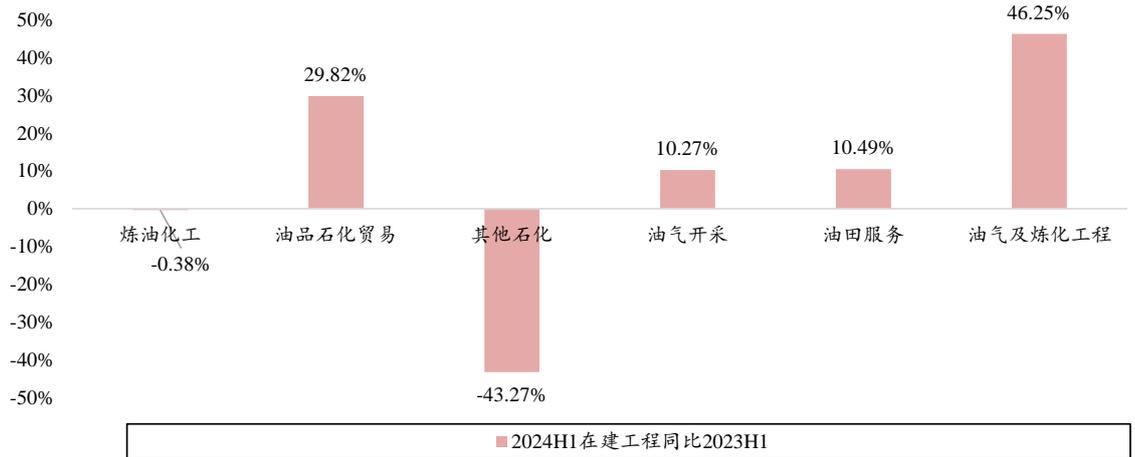
图表 12. 石油石化行业在建工程前六企业 (2023H1-2024H1) (亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

从变化来看, 炼油化工、油品石化贸易、其他石化、油气开采、油田服务、油气及炼化工程 2024 年上半年在建工程同比分别减少 0.38%、增长 29.82%、减少 43.27%、增长 10.27%、增长 10.49%、增长 46.25%。截至 2024 年 6 月 30 日, 齐翔腾达在建工程同比增长 20.51% 至 17.23 亿元, 东华能源在建工程同比增长 10.47% 至 76.16 亿元, 在大炼化企业迅速发展的背景之下, 部分石化企业开始依托自身资源或产品优势, 寻求差异化的扩张路线。

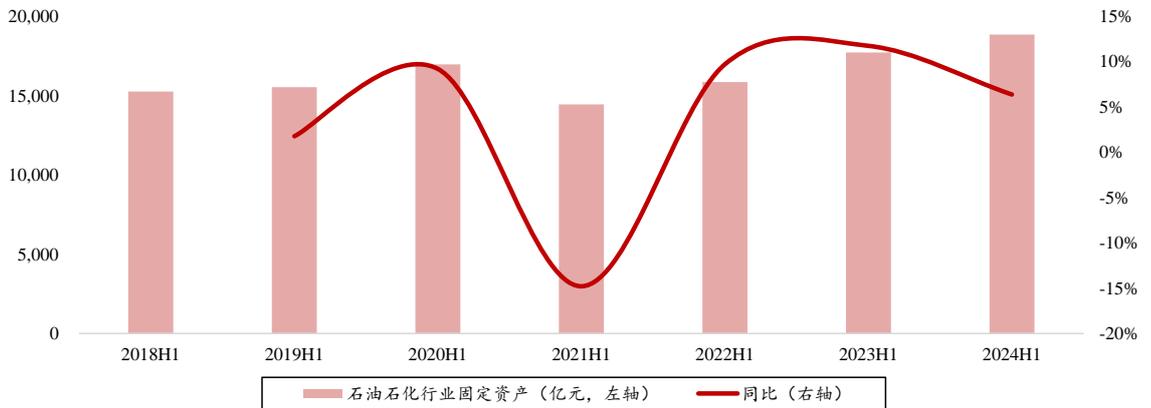
图表 13. 石油石化子行业 2024 年上半年在建工程与 2023 年上半年增长比较



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

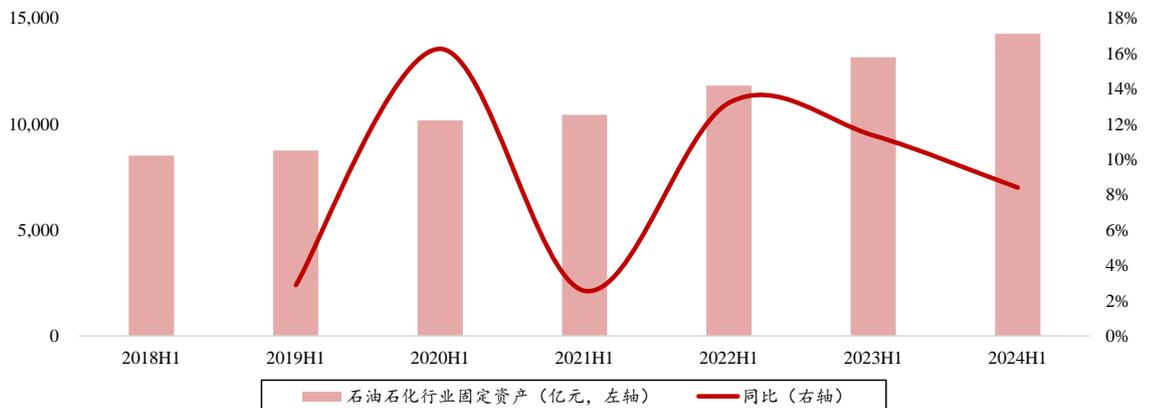
全行业固定资产持续增加。截止到 2024 年上半年，石油石化行业固定资产 18,866.34 亿元，同比增长 6.38%。中国石油在 2020 年下半年因处置子公司及其他营业单位（油气管道业务剥离），导致固定资产原值减少 3,801.24 亿元，从而导致 2021 年上半年全行业固定资产显著下滑。在剔除掉中国石油的资产影响以后，石油石化行业总固定资产自 2019 年以来便呈现持续增长的趋势。

图表 14. 历年石油石化行业固定资产



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 15. 历年石油石化行业固定资产（剔除中国石油）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

投资建议与风险提示

投资建议

营收及归母净利润同比小幅提升。2024年上半年国际原油价格维持高位，海外天然气价格回调，主要石化产品价格维持相对稳定，石油石化行业实现营收38,353.74亿元，同比增长1.73%，其中，二季度行业营收为18,859.79亿元，同比减少1.74%，环比减少3.25%。行业盈利能力保持稳健，2024年上半年全行业实现归母净利润1,372.65亿元，同比增长4.22%，其中，第二季度行业归母净利润为664.23亿元，同比提升4.35%，环比下滑6.24%。2024年上半年全行业ROE（摊薄）为4.94%，同比下降0.01 pct；销售毛利率和销售净利率分别为17.01%、3.58%，同比分别提升0.27 pct、0.09 pct，其中，二季度分别为17.00%、3.52%，环比一季度分别降低0.04 pct、0.11 pct。和历年数据对比来看，石油石化行业各项指标仍处于近年较高水平，行业景气度仍维持高位。

2024H1 其他石化、油田服务、油气及炼化工程板块营收、利润同比增长，逐季提升。2024年上半年，其他石化、油气开采、油田服务和炼化化工板块营收实现正增长，同比分别增加15.10%、6.27%、5.76%和2.03%。其中二季度，除炼油化工、油品石化贸易板块以外，各板块营收均实现环比正增长。归母净利润方面，除油品石化贸易外，上半年各子板块归母净利润均同比正增长，炼油化工、油气开采、油田服务、油气及炼化工程归母净利润同比增速分别为5.55%、3.19%、17.76%、12.24%，其他石化归母净利润同比增长652.03%，主要系涤纶长丝价格及价差改善，油品石化贸易归母净利润同比降幅为62.27%，主要系上半年煤炭及天然气价格下降影响。单二季度来看，其他石化、油田服务、油气及炼化工程板块归母净利润环比提升，增幅分别为10.18%、51.03%、39.72%。

行业在建工程小幅下降，固定资产持续增加。2024年上半年石油石化行业在建工程为5,605.94亿元，同比减少2.04%，固定资产达到18,866.34亿元，同比增长6.38%。石油石化在建工程持续向龙头企业集中，截至2024年6月30日，中国石油、中国石化、荣盛石化、恒力石化、东方盛虹、东华能源6家企业在建工程占据全行业全部在建工程的94.05%。行业在建工程规模仍维持在较高水平，固定资产有望持续增长。

2024年上半年，上游原油价格保持高位，下游需求缓慢复苏，石油石化行业集中度持续提升。截至9月11日收盘，行业市盈率（TTM，剔除负值）为10.04，处在历史（2002年至今）的8.77%分位数，市净率（MRQ，剔除负值）为1.13，处在历史水平的0.09%分位数。随着下游需求复苏，国内稳增长经济政策发力，对行业整体走势保持乐观。维持行业强于大市评级。建议关注以下投资线索：

1. 中高油价背景下，油气开采板块高景气度延续，能源央企提质增效深入推进，分红派息政策稳健，推荐：中国石油、中国海油、中国石化。
2. 油气上游资本开支增加，油服行业景气度修复，技术进步带动竞争力提升，海外发展未来可期，建议关注：中海油服、海油发展、海油工程。
3. 石化下游产业受成本高位及需求抑制等多重影响，主营业务阶段性承压，行业景气度处于历史低位。未来随着内需提升及外需改善，行业景气度有望逐步修复，推荐：行业竞争格局改善，产品盈利修复的涤纶长丝行业龙头桐昆股份，建议关注：新凤鸣。

风险提示

(1) **油价异常波动风险。**影响油价走势的不确定性风险有增加的趋势，美国加息、减产协议退出或者执行率下降、地缘政治风险等因素都有可能给油价走势带来影响，甚至在个别时点会引起油价异常巨大的波动，并因此给行业政策、企业盈利带来负面影响。

(2) **全球经济持续低迷。**化工产品需求与全球经济息息相关，经济发展和人民生活水平直接影响行业的下游需求，当前全球经济增长放缓，终端需求疲软，化工行业盈利或承压。

图表 16. 推荐及建议关注标的

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)			市盈率(x)			最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	(元/股)
601857.SH	中国石油	买入	8.40	14,813.66	0.88	0.94	1.00	8.02	8.97	8.42	7.95
600028.SH	中国石化	买入	6.72	7,602.98	0.50	0.59	0.67	11.01	11.40	10.00	6.53
600938.SH	中国海油	买入	28.37	8754.18	2.61	3.03	3.25	8.05	9.36	8.72	15.09
601808.SH	中海油服	未有评级	14.13	529.72	0.63	0.80	0.98	23.15	17.68	14.42	8.86
600968.SH	海油发展	未有评级	4.05	411.69	0.30	0.36	0.41	9.40	11.26	10.01	2.48
600583.SH	海油工程	未有评级	5.19	229.47	0.37	0.44	0.52	16.21	11.71	10.01	5.73
601233.SH	桐昆股份	买入	11.12	268.12	0.33	1.29	1.74	45.77	8.62	6.39	15.11
603225.SH	新凤鸣	未有评级	10.35	157.81	0.71	1.12	1.52	20.00	9.26	6.78	10.97

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：股价截止日 2024 年 9 月 25 日；未有评级公司每股收益数据采用同花顺 iFinD 一致预期

附表

附录图表 17.石油石化行业上市公司列表

子行业	股票代码	股票简称
炼油化工	600028.SH	中国石化
	600346.SH	恒力石化
	600688.SH	上海石化
	601857.SH	中国石油
	000059.SZ	华锦股份
	000301.SZ	东方盛虹
	000698.SZ	沈阳化工
	000703.SZ	恒逸石化
	002493.SZ	荣盛石化
	600256.SH	广汇能源
油品石化贸易	600387.SH	*ST海越
	603223.SH	恒通股份
	000096.SZ	广聚能源
	000554.SZ	泰山石油
	600800.SH	渤海化学
	601233.SH	桐昆股份
	603798.SH	康普顿
	000637.SZ	茂化实华
	000819.SZ	岳阳兴长
	000985.SZ	大庆华科
其他石化	002221.SZ	东华能源
	002408.SZ	齐翔腾达
	002476.SZ	宝莫股份
	300055.SZ	万邦达
	300135.SZ	宝利国际
	300839.SZ	博汇股份
	600759.SH	洲际油气
	600777.SH	ST新潮
	000968.SZ	蓝焰控股
	600871.SH	石化油服
油气开采	601808.SH	中海油服
	603619.SH	中曼石油
	002207.SZ	准油股份
	002629.SZ	仁智股份
	002828.SZ	贝肯能源
	600339.SH	中油工程
油田服务	600583.SH	海油工程
	603727.SH	博迈科
	002554.SZ	惠博普
	300164.SZ	通源石油
	300191.SZ	潜能恒信

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“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，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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) 3988 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) 3988 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
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371