

# 中国石油业

## 需求下降对价格、供给协调带来挑战

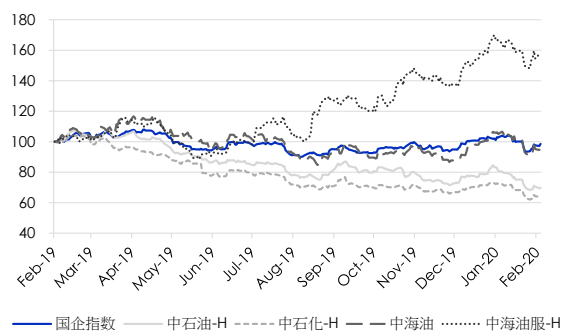
- ▶ 因当前疫情导致较弱需求，调低石油价格预测；
- ▶ 预期对油服的影响有限；
- ▶ OPEC+ 加大减产力度将有助加速油价复苏

**石油价格震荡，但上游活动稳定。**虽然当前石油价格反映了需求的下降，但随着疫情的不断发展，石油市场的前景在短期内仍然具有挑战性。欧佩克+延长减产和/或扩大减产可以为石油价格提供一些缓冲。总体而言，我们下调 2020 年石油价格的预测，因为我们认为疫情可能将在 2020 年上半年稍后时候得到遏制。

**2020 年上半年转趋谨慎。**在经济活动放缓、地面运输和航空运输受到严重影响的情况下，我们对 2020 年上半年中国石油的需求转趋谨慎。考虑到对其他国家的影响，我们目前预计 2020 年全球石油日均需求将增长 0.9%/90 万桶（相比于之前预测为同比+1.3% 或 130 万桶）。我们下调 2020 年布伦特原油平均价格 6 美元/桶至 59 美元/桶。这是根据在 2020 年上半年剩余的时间内，石油价格将基本维持在 53 美元/桶，并将在第三季度随着需求回暖，库存量减少恢复至 61 美元/桶，第四季度恢复至 64 美元/桶的观点。我们认为，鉴于美国页岩油的盈亏平衡价格为 40-60 美元/桶，低于 55 美元/桶的布伦特原油价格（或低于 50 美元/桶的 WTI）的情况不太可能长期持续下去。至于我们的产量预测，基于疫情持续时间的不确定性和对于原油市场的影响可能是短暂的观点，我们假设当前的欧帕克+减产计划将从 2020 年 3 月延长至 2020 年底。假如欧佩克+在下一会议（三月）决定进一步削减产能（虽然要各成员国达成一致共识平不容易），这将可以快速重新平衡市场，使布伦特原油的价格回到 60 美元/桶以上。

**对油服影响有限。**虽然短期内石油需求受到干扰，但我们认为中国将继续致力于增加石油和天然气勘探和生产的资本支出，以确保能源供应这一至关重要的国家使命。我们认为，上游支出的增长是一个结构性趋势，与石油价格无关。这对于刚刚开始并将持续数年的油服公司强劲而可见的盈利增长而言，将是一个促进作用。

### 行业表现



资料来源：彭博，建银国际证券预测

**陈咏娴, CFA**

(852) 3911 8271  
cathychan@ccbintl.com

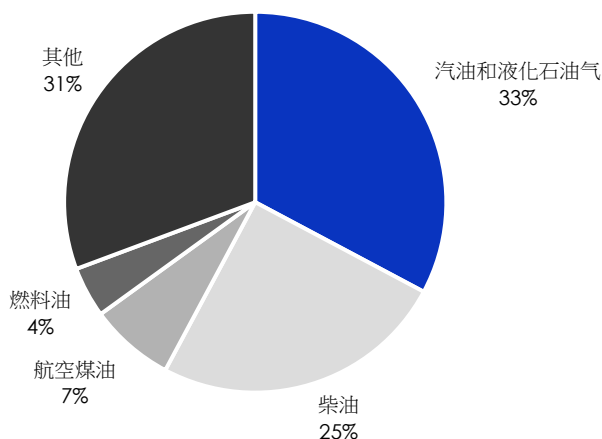
**林学海**

(852) 3911 8245  
felixlam@ccbintl.com

## 疫情将影响 2020 年中国石油需求

为应对 2019 年新型冠状病毒疫情，中国政府采取了史无前例的控制措施，包括延长新年假期以及大规模的旅行限制。商业活动的恢复被推迟，并且我们看到航空运输和地面交通受到了大规模的限制，带来交通运输所需的石油减少，从而转化为对原油的需求的减少。在成品油各类别中，航空煤油受到的影响最大。汽油和柴油的需求（主要用于旅客运输和货运）受到了较温和的影响。

### 中国按燃料类型划分原油需求分解



资料来源：英国石油公司，建银国际证券

**航空煤油** 2019 年占中国总石油需求的 7%，但在过去的一些年中贡献 15-20% 的增量需求。从目前的交通限制并根据 2003 年 SARS 爆发的经验来看，我们预测航空煤油将在 2020 年上半年同比回落 15%，至 2020 年下半年恢复至同比增长 15%，最终实现 2020 年持平的消费总量。

**汽油方面**，我们预期在高速公路和公共交通关闭，尤其是湖北及其周边地区的拖累下，2020 年上半年需求将同比下降 5%。虽然湖北以外地区的交通还没有被暂停，但人们这段时间以来一直在避免使用公共交通出行。这增加了个人使用乘用车出行的次数，部分抵消了车辆交通监管严格地区较低的需求。2020 年下半年，我们假设地面交通将恢复正常，同比增长 5%。我们预测 2020 年全年汽油需求增速为 2.7%/12 万桶/日。

**柴油方面**，虽然出行限制影响了商用车和卡车运输，但一旦工厂恢复生产，货运量将比个人出行恢复的速度更快，因此影响可能相对较为温和。我们预计柴油需求在 2020 年上半年将同比下降 3%，然后在 2020 年下半年恢复至 3% 的同比增长，带来 2020 年全年持平的需求。

随着经济活动恢复正常，2020 年上半年石油需求的收缩可能会被 2020 年下半年的回升部分抵消，从而对全年石油的需求产生较小的负面影响。我们预计中国成品油销量将同比增长 1.4% 或 20 万桶/日。我们将 2020 年全球需求的预测由 130 万桶/日降至 90 万桶/日，其中中国是下降的主要原因。

**病毒的爆发主要影响交通运输的燃料消费，航空煤油受到的打击最大，汽油和柴油受到的影响略小**

## 中国按燃料类型划分石油需求分解

消费量(百万桶/日)	2018	2019F	2020F	增量需求	同比变化(%)
汽油及液化石油气	4.37	4.61	4.74	0.12	2.7
柴油	3.48	3.52	3.52	0.00	0.0
航空煤油	0.91	1.01	1.01	0.00	0.0
燃料油	0.59	0.60	0.61	0.01	1.0
其他	4.18	4.32	4.39	0.07	1.6
<b>总计</b>	<b>13.52</b>	<b>14.06</b>	<b>14.26</b>	<b>0.20</b>	<b>1.4</b>

资料来源: 彭博, 建银国际证券

我们目前预期中国石油需求 2020 年将增长 20 万桶/日, 低于我们此前预测的 60 万桶/日

## 世界石油需求、供给及价格-

	2017	2018	2019	2020F	2021F
<b>石油量(百万桶/日)*</b>					
<b>需求</b>	<b>98.7</b>	<b>99.9</b>	<b>100.8</b>	<b>101.7</b>	<b>103.1</b>
- 美国	20.0	20.5	20.5	20.6	20.7
- 中国	13.6	14.0	14.5	14.7	15.2
- 世界其余地区	65.2	65.4	65.8	66.4	67.2
<b>产量</b>	<b>98.1</b>	<b>100.8</b>	<b>100.8</b>	<b>101.9</b>	<b>103.1</b>
- OPEC	37.4	37.3	35.2	34.2	34.2
- 美国	15.7	17.9	19.6	21.1	21.8
- 世界其余地区	45.1	45.6	46.0	46.6	47.1
<b>同比变化(百万桶/日)</b>					
<b>需求</b>	<b>2.0</b>	<b>1.2</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>	<b>1.4</b>
- 美国	0.1	0.5	0.0	0.1	0.1
- 中国	0.5	0.5	0.5	0.2	0.5
- 世界其余地区	1.3	0.2	0.3	0.6	8
<b>产量</b>	<b>0.6</b>	<b>2.7</b>	<b>-0.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>
- OPEC	-0.1	0.0	-2.1	-0.7	0.0
- 美国	0.8	2.3	1.6	1.2	0.7
- 世界其余地区	-0.1	0.5	0.4	0.6	0.5

\* 包括液态天然气 (NGL)

资料来源: 美国能源信息管理局, 英国石油公司, 彭博, 建银国际证券预测

我们降低对全球石油需求增速的预测 40 万桶/日至 90 万桶/日, 以反映疫情所造成的影响

## 调低我们的石油价格预测; 石油价格在短期内将保持波动...

考虑到疲软的石油需求, 我们对 2020 年布兰特石油价格的预测下调 6 美元/桶, 至 59 美元/桶。我们预测布兰特石油的价格将在 2020 年上半年保持在大约 53 美元/桶, 之后随着库存的收紧, 在 2020 年第三季度恢复至 61 美元/桶, 到 2020 年第四季度再恢复至 64 美元/桶。根据 2003 年 SARS 爆发的经验, 我们认为 2019 年新型冠状病毒对油价的威胁将是短暂的, 因此我们维持 2021 年的油价预测不变。

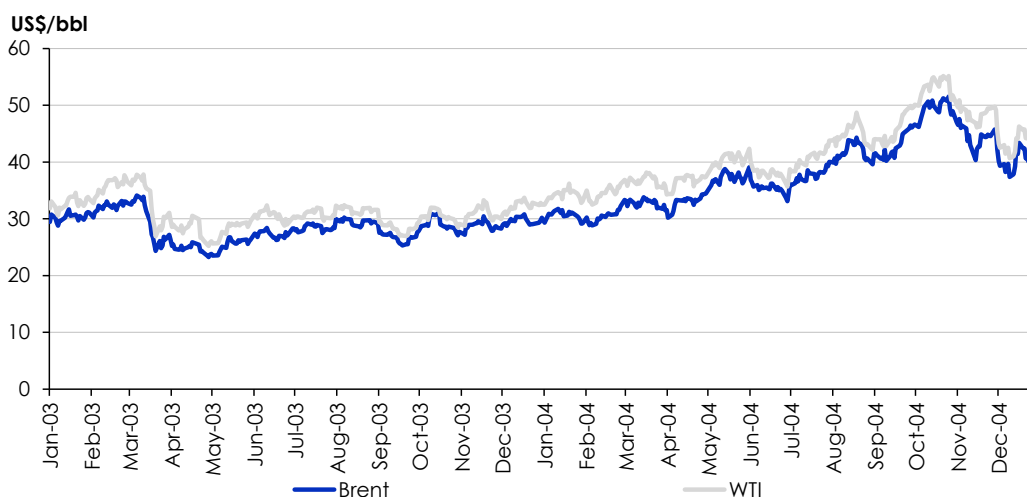
2019 年新型冠状病毒是一种科学界正在全力解决的新型病毒。重要的未知因素包括研发疫苗需要多久时间、病毒突变的速度如何, 以及最关键的: 病毒何时才会消退。这些不确定因素都与石油需求和价格有关, 因此我们预计短期内石油的价格将保持波动。

**我们将 2020 年布伦特原油价格预测下调了 6 美元至 59 美元/桶，但对 2021 年预测保持不变**

美元/桶	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
<b>最新预测</b>											
布伦特原油	63.8	68.5	62.0	62.4	56.0	54.0	61.0	64.0	64.2	59.0	65.0
德州西部原油	54.9	59.9	56.4	56.9	50.0	48.0	55.0	58.0	57.0	53.0	59.0
<b>此前预测</b>											
布伦特原油	63.8	68.5	62.0	62.0	62.0	63.0	68.0	67.0	64.0	65.0	65.0
德州西部原油	54.9	59.9	56.4	56.0	56.0	57.0	62.0	61.0	58.0	59.0	59.0
<b>新 vs 旧 (%)</b>											
布伦特原油	N/A	N/A	N/A	N/A	-9.7	-14.3	-10.3	-4.5	N/A	-9.2	0.0
德州西部原油	N/A	N/A	N/A	N/A	-10.7	-15.8	-11.3	-4.9	N/A	-10.2	0.0
<b>新 vs 旧 (绝对量)</b>											
布伦特原油	N/A	N/A	N/A	N/A	-6.0	-9.0	-7.0	-3.0	N/A	-6.0	0.0
德州西部原油	N/A	N/A	N/A	N/A	-6.0	-9.0	-7.0	-3.0	N/A	-6.0	0.0

资料来源：彭博，建银国际证券

**根据 2003 年 SARS 爆发的经验，病毒爆发对油价的威胁可能是短暂的**



资料来源：彭博，建银国际证券

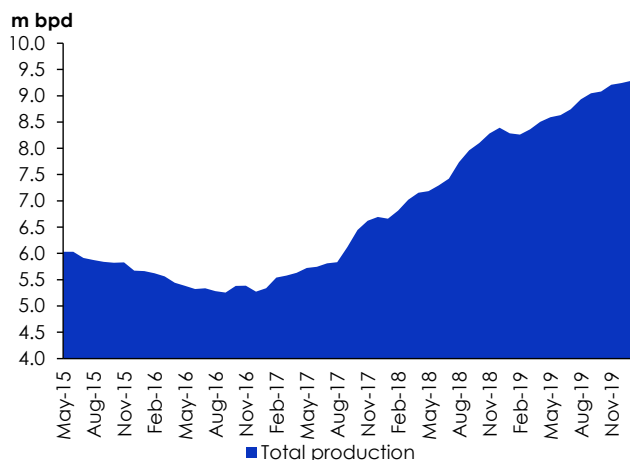
**...但低于 55 美元/桶的布伦特原油将难以长期维持**

虽然未来几周油价波动加剧，但我们认为基于：（1）美国页岩油 40-60 美元/桶的盈亏平衡价格（平均为 55 美元/桶）；以及（2）我们对疫情将在今年稍后时间逐渐消退的假设；石油价格持续下滑至布伦特原油低于 55 美元/桶（或德州西部石油低于 50 美元/桶）将是不太可能的。

同时，美国页岩油的生产商一直在努力保持盈利的同时，面临来自投资者不断增加要求回收资本的压力。如果布伦特原油价格继续维持在低于 55 美元/桶的水平，我们很可能会看到供给侧的回应：美国（世界最大的石油生产国，约占世界产量的 20%）的页岩油公司为应对价格压力的增加，减少钻机数量以及降低产量。我们认为，全球石油市场可能会通过减少供给来平衡自身，使布伦特原油价格重回 55 美元/桶以上。

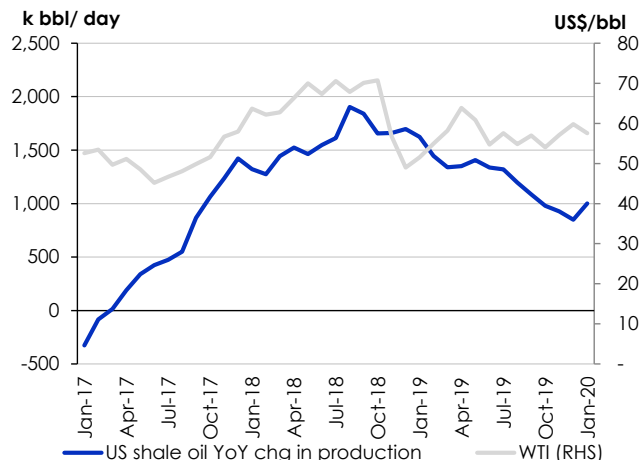
**美国页岩油价格敏感度使低于 55 美元/桶的布伦特原油价格份的情况不可长期持续**

**2019年美国页岩油日总产量飙升...**



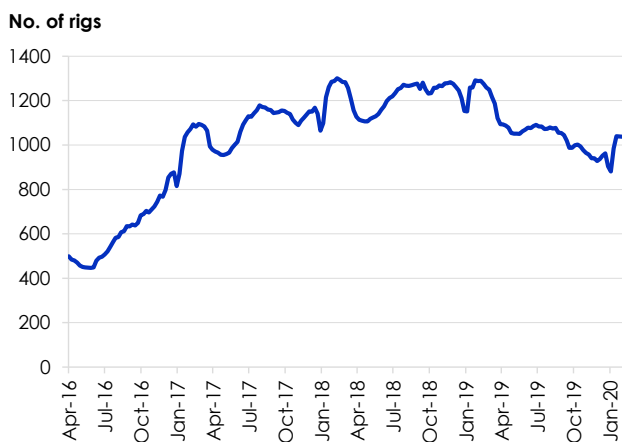
资料来源：彭博，建银国际证券

**...但随着企业挣扎扭亏为盈和解决债务，页岩油产量增速下降**



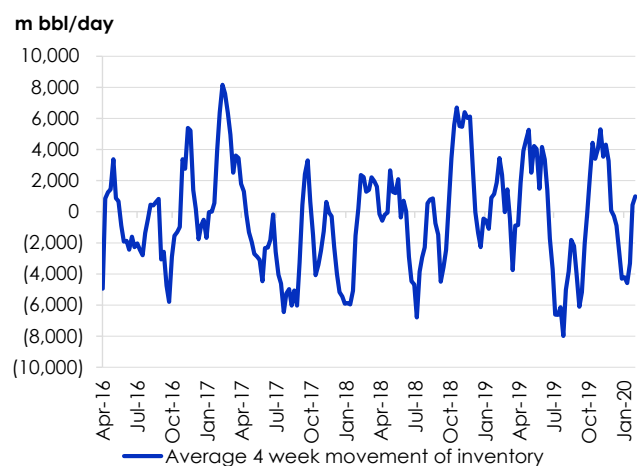
资料来源：彭博，建银国际证券

**2019年北美石油钻机数量呈下降趋势**



资料来源：彭博，建银国际证券

**2020年1月最后两周美国原油库存转向上升**



资料来源：彭博，建银国际证券

一个快速的补救措施可以是目前供应世界石油约45%的欧派克及其盟国（如欧佩克+）加大减产力度。OPEC+技术委员会（JTC）在2月3日该周主持了一次会议，以了解2019年新型冠状病毒的爆发对石油需求的影响。在会议上，专家组建议进一步减产60万桶/日以稳定市场。但据媒体报道，俄罗斯拒绝进一步减产，并正在寻求更多时间来审视欧派克的建议和市场情况。

**如果病毒的爆发持续数月，OPEC将可能进一步降低产量**

下一次的欧佩克+部长级会议定于3月初举行，届时成员们将重新探讨进一步减产的问题。如果疫情持续数月，我们认为欧佩克+可能会进一步减产，以重新平衡市场，使油价回升至60美元/桶以上。回想在2019年12月上旬，OPEC+同意在沙特阿拉伯延长自愿减产40万桶/日的基础上，再削减50万桶/日的产量至2020年3月。这使得有效减产产量从120万桶/日进一步扩大到210万桶/日，约占全球需求的2%。

根据我们掌握的信息，我们预期2019年新型冠状病毒将在2020年第二季度在很大程度上得到遏制，OPEC将把减产计划由2020年三月延长至2020年底。

### 对上游产业形成短期利润率压力

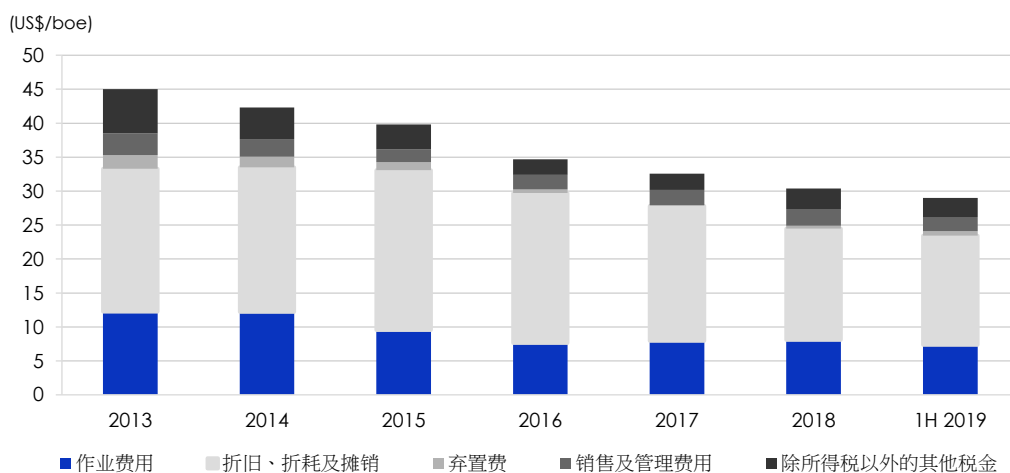
由于实现油价下跌，而总成本保持稳定，中国的上游石油生产商可能会面临短时期的利润率压力。短期内石油和天然气产量也可能下降，因为随着原油储存接近最大量，炼油厂降低开工率。

我们预期这些产能的干扰将是短期的，因为炼油厂可能会减少原油进口，原油进口占中国原油供应的70%左右。石油公司具有调整工作时间表的技术能力，以帮助在今年晚些时随着病毒的消退、需求有所增加的时候，赶上生产。

在中国的三大石油巨头中，中海油拥有最低的桶油主要成本（约30美元/桶）、以及最优秀的成本控制记录。

### 中海油具有强大的成本控制记录

中海油拥有最低的桶油主要成本（约30美元/桶）



资料来源：中海油，建银国际证券

### 下游板块逆风将会持续略长一段时间

传统上在中国农历新年假期期间，汽油和航空煤油的需求会增长，因为数以百万计的中国人会回乡探亲。柴油的消费量会下降，因工厂会关闭或降低其运营。炼油厂在这一时期抓紧机会累积成品油的库存以应对更高的需求。

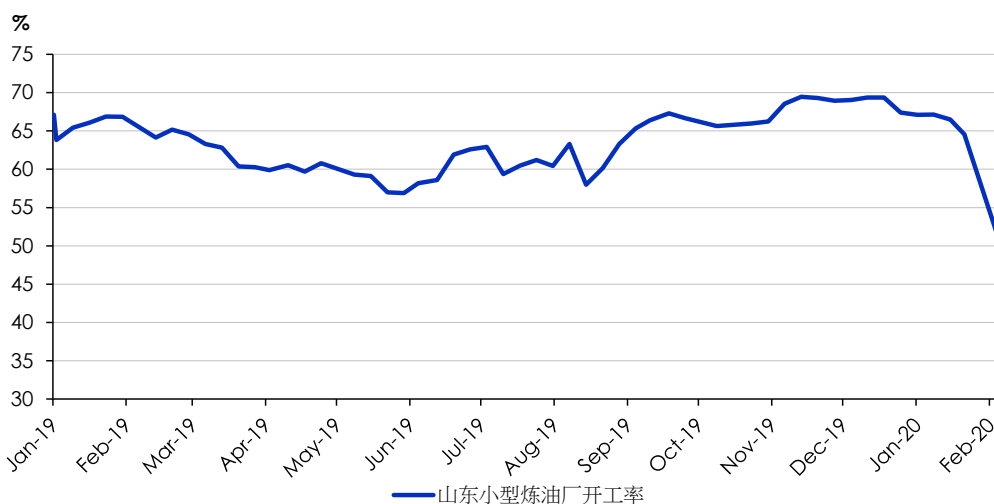
在目前的特定情况下，我们注意到航班被取消、陆路交通受到一定干扰，春节期间和节后的经济活动也放缓。受此影响，中国的燃料消耗也大幅下降，特别是处于隔离期的城市。春节之工厂复工的延迟也同样拖低了燃料的需求。炼油企业作为一个整体因病毒爆发受到的打击最大。

虽然事实上油品库存在春节假期前已经很高，但中国的炼油厂仍在存储未售出的石油产品，例如汽油和航空煤油。随着库存迅速接近最大容量，炼油厂可能会尝试在减低开工率的同时增加出口量，以缓冲国内市场需求冲击并缓解利润压力。

我们认为，占中国炼油总能力 25%左右的山东的小型炼油厂，将是疫病爆发首当其冲会受到影响的企业，毫无疑问将受到比其大型独立同行如恒力石化（600346 CH，未评级）和如中石化和中石油等国有炼油厂更大的冲击。小型炼油厂必须应对物流瓶颈的障碍，因为山东省政府禁止在山东以外登记的卡车将产品运出该省。其他挑战包括仓储设施有限、缺乏出口配额以及较弱的资金能力。基于这些原因，我们预计小型炼油厂开工率下降的幅度将大于其较大的竞争对手。

**山东小型炼油厂受到疫情打击最大**

**山东小型炼油厂开工率直线下降，因疫情造成燃料过剩**



资料来源：彭博，卓创资讯，建银国际证券

在 2019 年新型冠状病毒爆发之前，随着中美贸易协定第一阶段签署后，中国的炼油行业就准备好了下游需求回暖。新冠病毒实际上推迟了贸易协议所带来的益处，直到病毒被遏制住，经济活动恢复正常，我们预期将在 2020 年下半年。我们预期的上行潜在利好可能来自中央政府为缓解经济下行压力而推出的刺激措施。

**评级定义：**

优于大市 — 于未来 12 个月预期回报为高于 10%  
中性 — 于未来 12 个月预期回报在-10%至 10%之间  
弱于大市 — 于未来 12 个月预期回报低于-10%

**分析师证明：**

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的 30 个日历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票，或在本文发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易过本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

**免责声明：**

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司、其关联公司及 / 或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人士使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及 / 或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制或分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问，应征询独立法律、财务、会计、商业、投资和 / 或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与其它第三方进行交易前，使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在上述网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在上述网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及 / 或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及 / 或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及 / 或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和 / 或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团总公司发表的意见不同或相反。本文中提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发予依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交



易法》或 1986 年《美国国内税法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发予任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，则该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过 + 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2020。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

**建银国际证券有限公司**  
香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼  
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097