

2011 年 10 月 28 日

# 中国国航

## 3 季度业绩低于预期

**买入**
**A**

601111.SS - 人民币 7.97

目标价格: 人民币 11.26 (▲13.63)

**H**
**买入**

0753.HK - 港币 6.45

目标价格: 港币 7.28 (▲8.74)

杜建平

(8610) 6622 9079

jianping.du@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209090310

### 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 (%)	(42)	(2)	(21)	(50)
相对新华富时 A50 指数 (%)	(31)	(6)	(14)	(29)

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)	12,892
流通股 (%)	13
流通股市值 (人民币 百万)	13,357
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	125
净负债比率 (%) (2011E)	134
主要股东 (%)	
中航集团公司	40
国泰航空	18

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

具备证券投资咨询业务资格

公司 1-9 月实现归属于母公司净利润 78.63 亿元人民币, 同比减少 20.3%。其中 7-9 月份公司营业收入同比增长 13.4%, 由于航煤价格同比增长 30% 以上, 营业成本同比上升 18.4%; 销售及管理费用同比分别增长 5.7% 和 21.2%; 期内人民币升值约 1.8%, 公司录得汇兑收益使财务收益同比增长 13.7% 至 6.60 亿人民币; 投资收益同比下降 35%; 期内公司录得归属于母公司净利润 38 亿人民币, 同比下降 26.5%。公司业绩低于我们之前的预期, 我们将 2011-13 年每股收益 A 股下调至 0.751 元、0.72 元和 0.83 元人民币, H 股下调至 0.743 元、0.708 元和 0.827 元人民币。11 月后航空运输将进入传统淡季, 但由于去年世博会高基数效应将结束, 航空客运需求增速很可能出现反弹, 将可能对公司股价形成利好。我们将 A 股和 H 股目标价分别下调为 11.26 元人民币和 7.28 港币, 维持对 A 股和 H 股买入的评级。

### 支撑评级的要点

- 航空客运供需两旺, 货运需求小幅增长。公司 3 季度旅客周转量合计、国内、国际和港澳台地区航线分别同比增长 8.6%、8.4%、8.4% 和 15.5%, 货邮周转量分航线同比增速分别为 1.2%、3.6%、0.7% 和 -0.4%。
- 客座率处于历史同期最高水平, 1-9 月公司客座率达到了 82.8%, 票价水平也处于历史较高水平。
- 期内航空煤油价格同比上涨 35% 左右, 大幅侵蚀公司利润空间, 导致公司 3 季度业绩低于预期。

### 评级面临的主要风险

- 世界经济复苏不及预期, 或国际油价出现大幅上涨。

### 估值

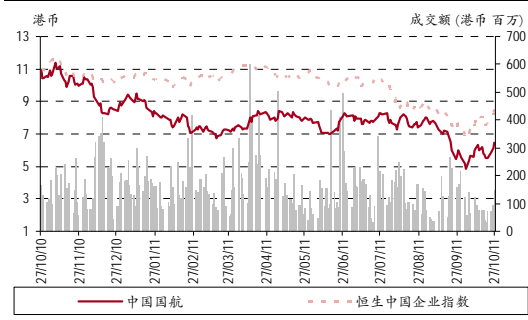
- 目前公司 A 股和 H 股股价分别相当于 10.6 倍和 7.1 倍 2011 年市盈率, 估值已处合理区间, 11 月后航空客运需求增速很可能出现反弹, 将可能对公司股价形成利好。我们分别基于 15 倍和 8 倍 2011 年市盈率, 将 A 股和 H 股目标价分别下调为 11.26 元人民币和 7.28 港币, 维持对 A 股和 H 股买入的评级。

### 图表 1. 投资摘要 (A 股)

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入 (人民币 百万)	51,095	80,963	99,584	109,536	120,484
变动 (%)	(4)	58	23	10	10
净利润 (人民币 百万)	5,029	12,208	9,682	9,287	10,701
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.411	0.947	0.751	0.720	0.830
变动 (%)	(155.0)	130.7	(20.7)	(4.1)	15.2
先前预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.909	0.861	1.018
调整幅度 (%)	-	-	(17.3)	(16.3)	(18.5)
核心每股收益 (人民币)	0.411	0.947	0.751	0.720	0.830
变动 (%)	(155.0)	130.7	(20.7)	(4.1)	15.2
全面摊薄市盈率 (倍)	19.4	8.4	10.6	11.1	9.6
核心市盈率 (倍)	19.4	8.4	10.6	11.1	9.6
每股现金流量 (人民币)	0.56	1.53	1.08	1.64	1.76
价格/每股现金流量 (倍)	14.2	5.2	7.4	4.9	4.5
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	16.1	8.3	7.9	6.9	6.1
每股股息 (人民币)	0.000	0.118	0.075	0.072	0.083
股息率 (%)	0.0	1.5	0.9	0.9	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 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(%)	(26)	14	(22)	(41)
相对恒生中国企 业指数(%)	(9)	0	(6)	(21)

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)	12,892
流通股(%)	36
流通股市值(港币 百万)	29,902
3个月日均交易额(港币 百万)	116
净负债比率(%) (2011E)	132

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	51,392	82,488	100,180	110,153	121,573
变动(%)	(3)	61	21	10	10
净利润(人民币 百万)	4,853	12,005	9,579	9,124	10,657
全面摊薄每股收益(人民币)	0.396	0.931	0.743	0.708	0.827
变动(%)	(155.3)	135.1	(20.2)	(4.7)	16.8
先前预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.909	0.854	1.029
调整幅度(%)	-	-	(18.2)	(17.1)	(19.7)
核心每股收益(人民币)	0.396	0.931	0.743	0.708	0.827
变动(%)	(152.4)	135.1	(20.2)	(4.7)	16.8
全面摊薄市盈率(倍)	13.3	5.7	7.1	7.4	6.4
核心市盈率(倍)	13.3	5.7	7.1	7.4	6.4
每股现金流量(人民币)	0.45	1.42	0.89	1.50	1.61
价格/每股现金流量(倍)	11.8	3.7	5.9	3.5	3.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.2	6.4	5.9	5.1	4.5
每股股息(人民币)	0.000	0.118	0.075	0.072	0.083
股息率(%)	0.0	2.2	1.4	1.4	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 业绩和估值

公司1-9月实现归属于母公司净利润78.63亿元人民币, 同比减少20.3%。其中7-9月份公司营业收入同比增长13.4%, 由于航空煤油价格同比增幅达到了30%以上, 营业成本同比上升18.4%; 销售及管理费用同比分别增长5.7%和21.2%; 期内人民币升值约1.8%, 公司录得汇兑收益使财务收益同比增长13.7%至6.60亿人民币; 投资收益同比下降35%; 期内公司录得归属于母公司净利润38亿人民币, 同比下降26.5%。公司业绩低于我们之前的预期, 我们将2011-13年每股收益A股下调至0.751元、0.72元和0.83元人民币, H股下调至0.743元、0.708元和0.827元人民币。目前公司A股和H股股价分别相当于10.6倍和7.1倍2011年市盈率, 估值已处合理区间, 11月后航空运输将进入传统淡季, 但由于去年世博会基数效应将结束, 航空客运需求增速很可能出现反弹, 将可能对公司股价形成利好。我们分别基于15倍和8倍2011年市盈率, 将A股和H股目标价分别下调为11.26元人民币和7.28港币, 维持对A股和H股买入的评级。

## 图表2.公司2011年1-9月和3季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2010年 1-9月	2011年 1-9月	2010年 1-9月 比(%)	2010年 3季度	2011年 3季度	2010年 3季度 比(%)
营业收入	59,134	73,275	23.9	24,826.38	28,144.17	13.4
营业成本	(44,101)	(56,113)	27.2	(17,149.48)	(20,308.92)	18.4
营业税金及附加	(1,177)	(1,682)	43.0	(514.55)	(654.22)	27.1
销售费用	(4,132)	(4,888)	18.3	(1,710.46)	(1,807.18)	5.7
管理费用	(1,582)	(2,041)	29.0	(622.36)	(754.41)	21.2
财务费用	293	1,391	375.2	580.89	660.29	13.7
资产重估亏损	(126)	(515)	307.7	(0.19)	(495.32)	267640.0
总营业费用	(50,825)	(63,848)	25.6	(19,416.14)	(23,359.77)	20.3
公允价值收益	1,096	77	(93.0)	518.55	37.88	(92.7)
投资收益	2,788	1,224	(56.1)	897.71	583.93	(35.0)
营业利润	12,192	10,728	(12.0)	6,826.49	5,406.21	(20.8)
营业外收入	306	537	75.5	92.47	281.07	204.0
营业外支出	(28)	(61)	112.9	(8.69)	(10.60)	22.0
利润总额	12,470	11,204	(10.2)	6,910.27	5,676.68	(17.9)
所得税费用	(2,215)	(2,672)	20.6	(1,437.17)	(1,497.44)	4.2
净利润	10,254	8,531	(16.8)	5,473.10	4,179.25	(23.6)
少数股东损益	393	669	69.9	306.32	379.62	23.9
净利润	9,861	7,863	(20.3)	5,166.78	3,799.62	(26.5)
基本每股收益(元)	0.85	0.65	(23.5)	0.45	0.31	(31.1)

## 主要比率(%)

毛利率	23.43	21.13	28.85	25.52
营业利润率	20.6	14.6	27.5	19.2
净利率	16.7	10.7	20.8	13.5

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

## 航空运输在去年高基数上取得较快增长，供需两旺

公司3季度旅客周转量合计、国内、国际和港澳台地区航线分别同比增长8.6%、8.4%、8.4%和13.5%，货邮周转量分航线同比增速分别为1.2%、3.6%、0.7%和-0.4%。2010年世博会对航空需求的拉动抬高了今年的基数，尽管如此，航空客运仍取得了供需两旺的局面，客座率处于历史同期最高水平，1-9月公司客座率达到了82.8%，票价水平也处于历史较高水平。由于世界经济复苏放缓，航空货运需求增速仅出现小幅增长。

11月将进入航空运输的传统淡季，由于去年世博会高基数效应将结束，航空客运需求增速很可能出现反弹，将成为对明年航空客运需求的重要观察窗口。

图表3.国航前三季度运营数据

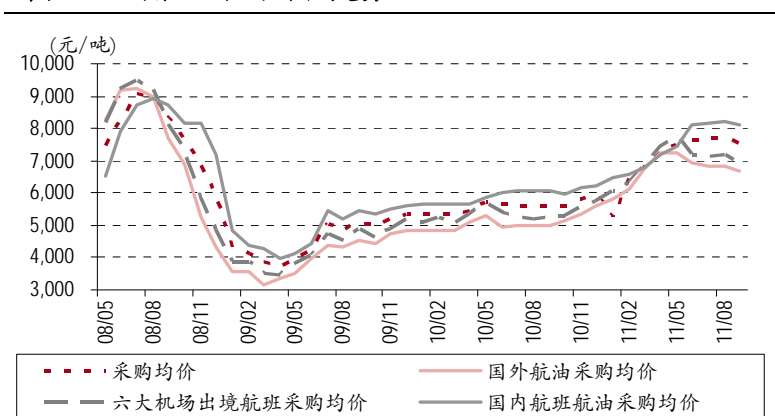
(%)	2011年3季度				2011年1-9月			
	合计	国内	国际	港澳台地区	合计	国内	国际	港澳台地区
旅客周转量同比	7.41	5.52	9.75	16.25	8.60	8.40	8.40	13.50
货邮周转量同比	(2.14)	3.18	(3.73)	8.47	1.20	3.60	0.70	(0.40)
客座率	85.19	86.26	83.86	81.83	82.80	84.30	81.40	76.00
货运载运率	58.57	44.98	64.43	42.71	57.7	50.2	61.1	40.5

资料来源：公司数据，中银国际研究

## 油价大幅上升侵蚀公司利润空间

期内航空煤油价格同比上涨35%左右，大幅侵蚀公司利润空间，导致公司3季度业绩低于预期。后期油价趋势对公司业绩仍是决定性影响因素之一。

图表4.公司航油采购价格走势



资料来源：公司数据，中银国际研究

### 损益表—A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	51,095	80,963	99,584	109,536	120,484
销售成本	(41,947)	(61,005)	(78,072)	(85,330)	(93,600)
经营费用	(24)	(876)	(1,752)	(2,374)	(3,666)
息税折旧前利润	2,210	10,507	9,761	11,280	12,666
折旧及摊销	(6,913)	(8,575)	(9,999)	(10,551)	(10,551)
经营利润(息税前利润)	9,124	19,081	19,760	21,831	23,217
净利息收入/(费用)	(1,315)	(1,352)	(2,065)	(2,130)	(2,532)
其他收益/(损失)	4,419	5,870	5,449	3,450	4,400
税前利润	5,315	15,025	13,144	12,600	14,535
所得税	(336)	(2,570)	(2,629)	(2,520)	(2,907)
少数股东权益	51	(247)	(833)	(793)	(927)
净利润	5,029	12,208	9,682	9,287	10,701
核心净利润	5,029	12,208	9,682	9,287	10,701
每股收益(人民币)	0.411	0.947	0.751	0.720	0.830
核心每股收益(人民币)	0.411	0.947	0.751	0.720	0.830
每股股息(人民币)	0.000	0.118	0.075	0.072	0.083
收入增长(%)	(4)	58	23	10	10
息税前利润增长(%)	(240)	375	(7)	16	12
息税折旧前利润增长(%)	95	109	4	10	6
每股收益增长(%)	(155)	131	(21)	(4)	15
核心每股收益增长(%)	(155)	131	(21)	(4)	15

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2,637	14,205	40,157	53,772	69,806
应收帐款	3,046	5,017	8,614	9,475	10,422
库存	931	932	1,992	2,191	2,410
其他流动资产	565	834	27	27	27
流动资产总计	7,179	20,988	50,790	65,465	82,665
固定资产	80,879	111,743	116,074	119,854	123,634
无形资产	3,063	4,498	4,528	4,558	4,588
其他长期资产	15,042	17,990	17,990	17,990	17,990
长期资产总计	98,984	134,231	138,593	142,402	146,212
总资产	106,163	155,220	189,382	207,867	228,876
应付帐款	13,945	23,081	24,049	26,453	29,097
短期债务	22,450	27,552	37,273	40,956	45,006
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	36,394	50,633	61,323	67,409	74,103
长期借款	42,688	56,985	70,798	73,784	77,068
其他长期负债	3,120	5,902	6,570	6,872	7,203
股本	12,251	12,892	12,892	12,892	12,892
储备	11,672	28,761	36,919	45,238	55,010
股东权益	23,923	41,653	49,811	58,130	67,902
少数股东权益	39	47	880	1,673	2,600
总负债及权益	106,163	155,220	189,382	207,867	228,876
每股帐面价值(人民币)	1.95	3.23	3.86	4.51	5.27
每股有形资产(人民币)	1.70	2.88	3.51	4.16	4.91
每股净负债/(现金)(人民币)	5.10	5.46	5.27	4.73	4.05

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	5,315	15,025	13,144	12,600	14,535
折旧与摊销	6,913	8,575	9,999	10,551	10,551
净利息费用	1,315	1,352	2,065	2,130	2,532
营运资本变动	(500)	2,624	(3,687)	1,344	1,478
税金支付	(336)	(2,570)	(2,629)	(2,520)	(2,907)
其它经营现金流	(5,812)	(5,338)	(4,999)	(3,000)	(3,500)
经营活动产生的现金流	6,895	19,667	13,893	21,105	22,688
购买固定资产净值	(7,758)	(17,324)	(14,360)	(14,360)	(14,361)
投资减少/增加	(6,081)	3,650	2,806	3,000	3,500
其他投资现金流	1,257	(400)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(12,582)	(14,074)	(11,554)	(11,360)	(10,861)
净增权益	0	6,421	0	0	0
净增债务	11,750	1,267	23,535	6,668	7,335
支付股息	(1,386)	(1,600)	(590)	(3,099)	(3,460)
其他融资现金流	(4,938)	(15)	668	302	332
融资活动产生的现金流	5,427	6,074	23,612	3,871	4,206
现金变动	(260)	11,666	25,952	13,616	16,033
期初现金	2,913	2,637	14,205	40,157	53,772
公司自由现金流	(5,687)	5,593	2,340	9,745	11,827
权益自由现金流	6,063	6,860	25,875	16,413	19,162

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	17.9	23.6	19.8	19.9	19.3
息税前利润率	4.3	13.0	9.8	10.3	10.5
税前利润率	10.4	18.6	13.2	11.5	12.1
净利率	9.8	15.1	9.7	8.5	8.9
流动性(倍)					
流动比率	0.2	0.4	0.8	1.0	1.1
利息覆盖率	1.7	7.4	4.3	4.7	5.0
净权益负债率(%)	260.8	168.7	134.0	101.9	74.1
速动比率	0.2	0.4	0.8	0.9	1.1
估值(倍)					
市盈率	19.4	8.4	10.6	11.1	9.6
核心业务市盈率	19.4	8.4	10.6	11.1	9.6
目标价对应核心业务市盈率	27.4	11.9	15.0	15.6	13.6
市净率	4.1	2.5	2.1	1.8	1.5
价格/现金流	14.2	5.2	7.4	4.9	4.5
企业价值/息税折旧前利润	16.1	8.3	7.9	6.9	6.1
周转率					
存货周转天数	7.6	5.6	6.8	8.9	9.0
应收帐款周转天数	23.4	18.2	25.0	30.1	30.1
应付帐款周转天数	104.8	83.5	86.4	84.1	84.1
回报率(%)					
股息支付率	0.0	12.5	10.0	10.0	10.0
净资产收益率	23.0	37.2	21.2	17.2	17.0
资产收益率	2.0	6.7	4.5	4.5	4.6
已运用资本收益率	2.6	9.8	7.0	6.9	6.9

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	51,392	82,488	100,180	110,153	121,573
销售成本	(41,791)	(65,319)	(82,260)	(90,044)	(98,677)
经营费用	2,990	2,416	2,686	2,510	1,676
息税折旧前利润	5,499	10,928	10,607	12,068	14,022
折旧及摊销	(7,091)	(8,656)	(9,999)	(10,551)	(10,551)
经营利润(息税前利润)	12,591	19,584	20,606	22,619	24,573
净利息收入/(费用)	(1,174)	(1,389)	434	(2,630)	(3,032)
其他收益/(损失)	739	5,295	2,000	3,000	3,500
税前利润	5,065	14,834	13,041	12,437	14,490
所得税	(263)	(2,498)	(2,629)	(2,520)	(2,907)
少数股东权益	51	(331)	(833)	(793)	(927)
净利润	4,853	12,005	9,579	9,124	10,657
核心净利润	4,853	12,005	9,579	9,124	10,657
每股收益(人民币)	0.396	0.931	0.743	0.708	0.827
核心每股收益(人民币)	0.396	0.931	0.743	0.708	0.827
每股股息(人民币)	0.000	0.118	0.075	0.072	0.083
收入增长(%)	(3)	61	21	10	10
息税前利润增长(%)	(388)	99	(3)	14	16
息税折旧前利润增长(%)	181	56	5	10	9
每股收益增长(%)	(155)	135	(20)	(5)	17
核心每股收益增长(%)	(152)	135	(20)	(5)	17

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2,676	14,376	42,716	54,922	69,611
应收帐款	3,764	6,021	9,227	10,145	11,197
库存	1,385	1,609	2,304	2,534	2,796
其他流动资产	726	974	131	131	131
流动资产总计	8,551	22,979	54,377	67,732	83,735
固定资产	75,045	96,153	100,484	104,263	108,043
无形资产	1,955	2,164	2,194	2,224	2,254
其他长期资产	22,369	37,478	33,845	35,419	37,151
长期资产总计	99,368	135,795	136,522	141,906	147,448
总资产	107,919	158,774	190,899	209,637	231,183
应付帐款	14,041	23,752	24,019	26,412	29,134
短期债务	22,889	28,133	37,273	40,956	45,006
其他流动负债	268	504	601	661	729
流动负债总计	37,199	52,389	61,894	68,029	74,870
长期借款	42,688	58,221	72,035	75,020	78,305
其他长期负债	4,078	6,793	6,712	7,380	8,145
股本	12,251	12,892	12,892	12,892	12,892
储备	11,665	28,546	36,601	44,757	54,485
股东权益	23,916	41,438	49,493	57,649	67,377
少数股东权益	39	(67)	766	1,560	2,486
总负债及权益	107,919	158,774	190,899	209,637	231,183
每股帐面价值(人民币)	1.95	3.21	3.84	4.47	5.23
每股有形资产(人民币)	1.79	3.05	3.67	4.30	5.05
每股净负债/(现金)(人民币)	5.13	5.58	5.17	4.74	4.17

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	5,065	14,834	13,041	12,437	14,490
折旧及摊销	7,091	8,656	9,999	10,551	10,551
净利息费用	1,174	1,389	(434)	2,630	3,032
运营资本变动	(1,265)	178	(1,533)	1,476	1,675
税金	(263)	(2,498)	(2,629)	(2,520)	(2,907)
其他经营现金流	(6,336)	(4,193)	(6,971)	(5,231)	(6,075)
经营活动产生的现金流	5,465	18,366	11,473	19,344	20,766
购买固定资产净值	(7,916)	(17,238)	(10,641)	(15,887)	(16,041)
投资减少/增加	(5,708)	22	0	0	0
其他投资现金流	959	3,158	5,842	3,000	3,500
投资活动产生的现金流	(12,666)	(14,058)	(4,799)	(12,887)	(12,541)
净增权益	0	6,421	0	0	0
净增债务	6,813	1,042	22,954	6,668	7,335
支付股息	0	0	(1,524)	(968)	(929)
其他融资现金流	136	0	236	50	57
融资活动产生的现金流	6,948	7,463	21,666	5,750	6,463
现金变动	(252)	11,771	28,340	12,206	14,689
期初现金	2,949	2,676	14,376	42,716	54,922
公司自由现金流	(7,201)	4,308	6,674	6,457	8,225
权益自由现金流	(388)	5,350	29,628	13,125	15,560

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	24.5	23.7	20.6	20.5	20.2
息税前利润率	10.7	13.2	10.6	11.0	11.5
税前利润率	9.9	18.0	13.0	11.3	11.9
净利率	9.4	14.6	9.6	8.3	8.8
流动性(倍)					
流动比率	0.2	0.4	0.9	1.0	1.1
利息覆盖率	4.6	7.5	3.8	4.2	4.6
净权益负债率(%)	262.6	174.0	132.5	103.1	76.9
速动比率	0.2	0.4	0.8	1.0	1.1
估值(倍)					
市盈率	13.3	5.7	7.1	7.4	6.4
核心业务市盈率	13.3	5.7	7.1	7.4	6.4
目标价对应核心业务市盈率	15.0	6.4	8.0	8.4	7.2
市净率	2.7	1.6	1.4	1.2	1.0
价格/现金流	11.8	3.7	5.9	3.5	3.3
企业价值/息税折旧前利润	9.2	6.4	5.9	5.1	4.5
周转率					
存货周转天数	11.5	8.4	8.7	9.8	9.9
应收帐款周转天数	27.0	21.6	27.8	32.1	32.0
应付帐款周转天数	104.4	83.6	87.0	83.6	83.4
回报率(%)					
股息支付率	0.0	12.7	10.1	10.2	10.0
净资产收益率	22.1	36.7	21.1	17.0	17.0
资产收益率	5.0	6.8	4.8	4.8	5.1
已运用资本收益率	6.5	10.1	9.6	7.4	7.6

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都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其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均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；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；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中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它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，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任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有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任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。

中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任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有限责任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。中银国际证券有限责任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有限责任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。

中银国际证券有限责任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) 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  
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