

2011年10月31日

买入(↑持有)

600115.SS - 人民币 4.84

目标价格: 人民币 5.78 (▲5.84)

A

买入(↑持有)

0670.HK - 港币 3.18

目标价格: 港币 4.28 (▲3.33)

H

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(%)	(26)	(2)	(13)	(46)
相对新华富时 A50 指数(%)	(17)	(9)	(9)	(27)

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)	11,277
流通股(%)	42
流通股市值(人民币 百万)	22,924
3个月日均交易额(人民币 百万)	207
净负债比率(%)	219
主要股东(%)	
中国东方航空集团	43
香港中央结算(代理人)有限公司	31

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

东方航空

3季度净利润同比增长 4.85%

在中国会计准则下, 2011年3季度公司实现归属于母公司所有者净利润为人民币33.08亿元, 同比增长4.85%。期内公司营业收入同比增长了12.01%至244.51亿元人民币, 营业成本同比增长了16.24%, 管理费用同比下降9.7%, 财务收益则由于期内人民币升值录得汇兑收益而同比增长了1.79倍, 公允价值变动则录得1,400万损失(去年同期为收益2.24亿元), 营业利润同比下降了4.6%。公司业绩好于我们之前的预期。我们将公司2011-13年每股盈利预测A股上调至0.598元、0.553元和0.653元, H股上调至0.590元、0.553元和0.654元人民币。我们将A股和H股目标价分别调整为5.78元人民币和4.28港币, 将公司评级由持有上调为买入。

支撑评级的要点

- 在2010年世博会行情拉动的超常高基数基础上, 公司航空客运继续取得较快增长, 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3.4%、3.5%、6.8%和-16.3%, 客座率也位于历史的高点。未来随着高基数效应消失, 我们预计航空客运将重拾增速, 能否出现淡季不淡的情况, 将是对明年需求增速的一个重要观察点。
- 受世界经济复苏放缓和公司运力调整影响, 货邮周转量1-9月合计累计同比出现0.14%的下滑。3季度分航线同比增速分别为18.8%、1.2%、25.5%和-6.6%。
- 3季度人民币升值约1.8%, 我们测算公司录得汇兑收益约6亿人民币。

评级面临的风险因素

- 经济复苏不及预期, 或油价出现大幅上涨。

估值

- 分别按照13倍和8倍2011年市盈率, 我们将A股和H股目标价由5.84元和3.33港币调整为5.78元人民币和4.28港币, 将公司评级由持有上调为买入。

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)	39,831	74,958	88,585	99,270	111,670
变动(%)	(5)	88	18	12	12
净利润(人民币 百万)	712	4,604	6,741	6,235	7,362
全面摊薄每股收益(人民币)	0.074	0.408	0.598	0.553	0.653
变动(%)	(102.6)	449.7	46.4	(7.5)	18.1
先前预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.504	0.391	0.408
调整幅度(%)	-	-	18.7	41.2	60.2
核心每股收益(人民币)	0.074	0.408	0.598	0.553	0.653
变动(%)	(102.6)	449.7	46.4	(7.5)	18.1
全面摊薄市盈率(倍)	65.2	11.9	8.1	8.8	7.4
核心市盈率(倍)	65.2	11.9	8.1	8.8	7.4
每股现金流量(人民币)	0.50	0.93	2.21	1.80	2.03
价格/每股现金流量(倍)	9.7	5.2	2.2	2.7	2.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	38.2	9.6	7.5	6.2	5.0
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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(%)	(19)	17	(19)	(34)
相对恒生中国企业指数(%)	(3)	2	(4)	(13)

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)	11,277
流通股(%)	42
流通股市值(港币 百万)	15,007
3个月日均交易额(港币 百万)	51
净负债比率(%)	223

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)	40,278	74,462	88,104	98,609	110,828
变动(%)	(4)	85	18	12	12
净利润(人民币 百万)	169	4,923	6,655	6,231	7,375
全面摊薄每股收益(人民币)	0.018	0.437	0.590	0.553	0.654
变动(%)	(100.6)	2,378.7	35.2	(6.4)	18.4
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.496	0.378	0.392
调整幅度(%)	-	-	18.9	46.3	66.8
核心每股收益(人民币)	0.018	0.437	0.590	0.553	0.654
变动(%)	(100.6)	2,378.7	35.2	(6.4)	18.4
全面摊薄市盈率(倍)	147.9	6.0	4.4	4.7	4.0
核心市盈率(倍)	147.9	6.0	4.4	4.7	4.0
每股现金流量(人民币)	0.36	0.94	1.52	1.73	1.96
价格/每股现金流量(倍)	7.3	2.8	1.7	1.5	1.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.5	6.8	5.0	4.1	3.3
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

业绩和估值

在中国会计准则下，2011年3季度公司实现归属于母公司所有者净利润为人民币33.08亿元，同比增长4.85%。期内公司营业收入同比增长了12.01%至244.51亿元人民币，营业成本同比增长了16.24%，管理费用同比下降9.7%，财务收益则由于期内人民币升值录得汇兑收益而同比增长了1.79倍，公允价值变动则录得1,400万损失（去年同期为收益2.24亿元），营业利润同比下降了4.6%。公司业绩好于我们之前的预期。我们将公司2011-13年每股盈利预测A股上调至0.598元、0.553元和0.653元，H股上调至0.590元、0.553元和0.654元人民币。分别按照13倍和8倍2011年市盈率，我们将A股和H股目标价分别调整为5.78元人民币和4.28港币，将公司评级由持有上调为买入。

图表2. 东方航空2011年3季度和1-9月业绩摘要

(人民币，百万)	2010年3季度	2011年3季度	同	2010年	2011年	1-9月同
	季度	季度	比(%)	1-9月	1-9月	比(%)
营业收入	21,830	24,451	12.01	55,466	63,233	14.00
总营业成本	(18,732)	(21,270)	13.55	(50,951)	(58,072)	13.98
营业成本	(16,266)	(18,907)	16.24	(43,845)	(51,301)	17.00
营业税金及附加	(435)	(554)	27.37	(1,096)	(1,330)	21.38
销售费用	(1,456)	(1,499)	2.91	(3,758)	(4,046)	7.66
管理费用	(681)	(615)	(9.70)	(1,645)	(1,740)	5.82
财务费用	111	310	178.64	(526)	385	(173.20)
资产重估亏损	(4)	(5)	12.07	(81)	(40)	(50.78)
公允价值收益	224	(14)	(106.37)	449	71	(84.13)
投资收益	32	33	3.57	57	96	67.84
营业利润	3,354	3,200	(4.61)	5,021	5,329	6.13
营业外收入	102	259	154.30	612	785	28.44
营业外支出	(114)	(3)	(96.98)	(122)	(16)	(87.00)
利润总额	3,342	3,456	3.38	5,510	6,098	10.68
所得税费用	(23)	(63)	172.58	(71)	(185)	159.22
税后利润	3,319	3,392	2.20	5,439	5,913	8.72
少数股东损益	164	84	(48.71)	340	153	(54.84)
净利润	3,155	3,308	4.85	5,099	5,760	12.96
基本每股收益(元)	0.2798	0.2934	4.86	0.4591	0.5108	11.26
主要比率(%)						
毛利率	23.49	20.41		18.97	16.77	
营业利润率	15.37	13.09		9.05	8.43	
净利率	14.45	13.53		9.19	9.11	

资料来源：公司数据，中银国际研究

航空客运供需两旺

在 2010 年世博会行情拉动的超常高基数基础上，公司航空客运继续取得较快增长，2011 年 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 3.4%、3.5%、6.8% 和 -16.3%，客座率也位于历史的高点。未来随着高基数效应消失，我们预计航空客运将重拾增速，能否出现淡季不淡的情况，将是明年需求增速的一个重要观察点。

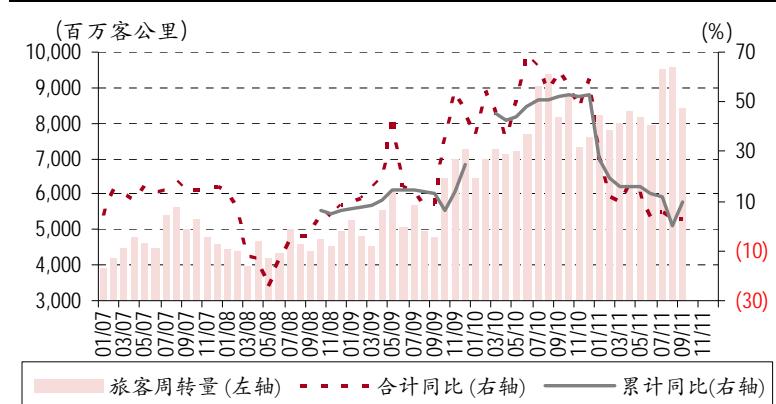
受世界经济复苏放缓和公司运力调整影响，公司 3 季度货邮周转量重拾涨势，分航线同比增速分别为 18.8%、1.2%、25.5% 和 -6.6%，但 1-9 月合计累计同比则出现 0.14% 的下滑。

图表 3. 东方航空 2011 年 3 季度和 1-9 月运营数据

	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	3.43	3.45	6.78	(16.30)	9.53	7.71	17.66	(5.38)
货邮周转量同比	18.81	1.24	25.45	(6.55)	(0.14)	(6.51)	1.96	(2.75)
客座率	81.65	82.81	79.04	78.96	79.25	80.97	75.76	73.26
货运载运率	63.26	47.14	69.93	48.61	61.4	45.6	69.0	48.4

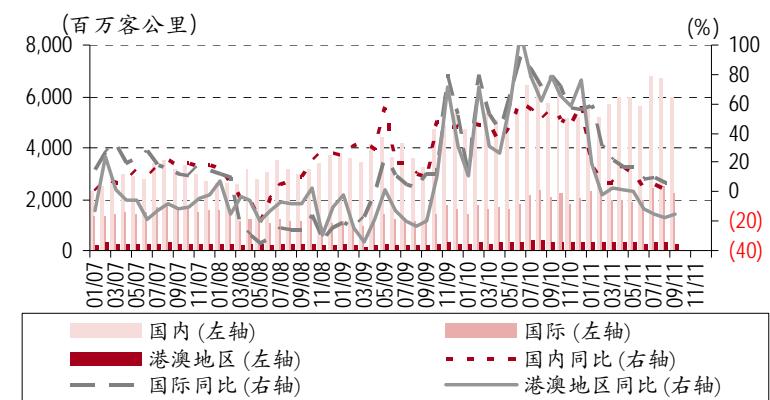
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4. 东方航空旅客周转量月度数据



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5. 东方航空旅客周转量月度数据 (分航线)



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	39,831	74,958	88,585	99,270	111,670
销售成本	(37,248)	(60,727)	(71,292)	(78,816)	(87,996)
经营费用	(194)	(2,458)	(3,114)	(3,653)	(4,230)
息税折旧前利润	(2,944)	4,788	6,397	8,045	9,716
折旧及摊销	(5,333)	(6,986)	(7,782)	(8,755)	(9,729)
经营利润(息税前利润)	2,389	11,774	14,179	16,801	19,444
净利润收入/(费用)	(1,735)	(2,259)	(1,507)	(1,847)	(1,785)
其他收益/(损失)	5,319	2,536	2,689	820	820
税前利润	640	5,065	7,578	7,018	8,751
所得税	(81)	(138)	(375)	(351)	(876)
少数股东权益	152	(323)	(463)	(433)	(513)
净利润	712	4,604	6,741	6,235	7,362
核心净利润	712	4,604	6,741	6,235	7,362
每股收益(人民币)	0.074	0.408	0.598	0.553	0.653
核心每股收益(人民币)	0.074	0.408	0.598	0.553	0.653
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	(5)	88	18	12	12
息税前利润增长(%)	(52)	(263)	34	26	21
息税折旧前利润增长(%)	(264)	393	20	18	16
每股收益增长(%)	(103)	450	46	(8)	18
核心每股收益增长(%)	(103)	450	46	(8)	18

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	640	5,065	7,578	7,018	8,751
折旧与摊销	5,333	6,986	7,782	8,755	9,729
净利息费用	1,735	2,259	1,507	1,847	1,785
营运资本变动	955	(2,091)	10,256	2,978	3,455
税金支付	(81)	(138)	(375)	(351)	(876)
其它经营现金流	(3,793)	(1,635)	(1,869)	0	0
经营活动产生的现金流	4,789	10,444	24,880	20,248	22,843
购买固定资产净值	(7,613)	(9,961)	(10,210)	(12,210)	(12,210)
投资减少/增加	33	525	0	0	0
其他投资现金流	(1,015)	1,000	287	7	(8)
投资活动产生的现金流	(8,595)	(8,436)	(9,923)	(12,203)	(12,218)
净增权益	14,056	519	0	0	0
净增债务	(9,698)	3,890	(8,394)	(5,000)	(2,000)
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(2,273)	(5,062)	(3,190)	(114)	(372)
融资活动产生的现金流	2,086	(652)	(11,584)	(5,114)	(2,372)
现金变动	(1,721)	1,356	3,373	2,931	8,253
期初现金	3,451	1,735	3,078	6,451	9,382
公司自由现金流	(3,807)	2,009	14,958	8,045	10,625
权益自由现金流	(15,710)	4,212	6,302	1,199	6,840

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	6.0	15.7	16.0	16.9	17.4
息税前利润率	(7.4)	6.4	7.2	8.1	8.7
税前利润率	1.6	6.8	8.6	7.1	7.8
净利率	1.8	6.1	7.6	6.3	6.6
流动性(倍)					
流动比率	0.2	0.3	0.5	0.6	0.8
利息覆盖率	(1.6)	2.1	3.9	3.8	4.5
净权益负债率(%)	1,266.6	352.9	218.7	158.7	109.2
速动比率	0.2	0.3	0.5	0.6	0.8
估值(倍)					
市盈率	65.2	11.9	8.1	8.8	7.4
核心业务市盈率	65.2	11.9	8.1	8.8	7.4
目标价对应核心业务市盈率	77.8	14.2	9.7	10.5	8.9
市净率	13.8	3.5	2.4	1.9	1.5
价格/现金流	9.7	5.2	2.2	2.7	2.4
企业价值/息税折旧前利润	38.2	9.6	7.5	6.2	5.0
周转率					
存货周转天数	8.8	6.7	10.1	13.0	13.1
应收账款周转天数	42.3	26.8	54.0	76.4	80.0
应付账款周转天数	173.8	98.2	119.6	144.4	144.1
回报率(%)					
股息支付率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率	(17.3)	48.6	35.6	24.5	22.8
资产收益率	(3.5)	5.4	5.5	6.1	6.4
已运用资本收益率	(5.8)	7.5	8.1	9.7	10.9

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	1,735	3,078	6,451	9,382	17,635
应收帐款	3,742	7,284	18,942	22,616	26,343
库存	932	1,287	2,658	2,978	3,350
其他流动资产	454	71	19	19	19
流动资产总计	6,864	11,721	28,070	34,996	47,348
固定资产	55,753	68,109	72,777	78,471	83,193
无形资产	1,401	1,822	1,782	1,742	1,702
其他长期资产	8,000	19,158	16,723	14,516	12,324
长期资产总计	65,155	89,089	91,282	94,730	97,219
总资产	72,019	100,810	119,352	129,726	144,567
应付帐款	19,275	21,041	37,029	41,495	46,678
短期债务	15,258	17,810	15,810	13,810	11,810
其他流动负债	1,130	316	22	22	22
流动负债总计	35,663	39,168	52,860	55,327	58,510
长期借款	32,240	43,760	42,660	43,899	47,683
其他长期负债	502	1,307	52	52	52
股本	9,582	11,277	11,277	11,277	11,277
储备	(6,216)	4,301	11,042	17,276	24,638
股东权益	3,366	15,577	22,318	28,553	35,915
少数股东权益	248	999	1,462	1,895	2,408
总负债及权益	72,019	100,810	119,352	129,726	144,567
每股帐面价值(人民币)	0.35	1.38	1.98	2.53	3.18
每股有形资产(人民币)	0.21	1.22	1.82	2.38	3.03
每股净负债/(现金)(人民币)	4.78	5.19	4.61	4.29	3.71

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	40,278	74,462	88,104	98,609	110,828
销售成本	(32,727)	(58,158)	(68,697)	(76,609)	(85,438)
经营费用	(455)	(3,850)	(3,840)	(4,289)	(4,955)
息税折旧前利润	1,821	5,697	7,760	8,931	10,681
折旧及摊销	(5,274)	(6,758)	(7,807)	(8,780)	(9,754)
经营利润(息税前利润)	7,096	12,455	15,567	17,711	20,435
净利润收入/(费用)	(1,569)	(1,432)	(2,037)	(1,916)	(1,917)
其他收益/(损失)	(4)	1,118	1,769	0	0
税前利润	249	5,383	7,492	7,015	8,764
所得税	(53)	(133)	(375)	(351)	(876)
少数股东权益	(28)	(326)	(463)	(433)	(513)
净利润	169	4,923	6,655	6,231	7,375
核心净利润	169	4,923	6,655	6,231	7,375
每股收益(人民币)	0.018	0.437	0.590	0.553	0.654
核心每股收益(人民币)	0.018	0.437	0.590	0.553	0.654
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	(4)	85	18	12	12
息税前利润增长(%)	(112)	213	36	15	20
息税折旧前利润增长(%)	(169)	76	25	14	15
每股收益增长(%)	(101)	2,379	35	(6)	18
核心每股收益增长(%)	(101)	2,379	35	(6)	18

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	1,735	3,078	6,451	9,382	15,635
应收帐款	3,741	7,284	9,793	10,969	12,338
库存	932	1,287	1,988	2,229	2,501
其他流动资产	454	431	194	215	239
流动资产总计	6,863	12,080	18,426	22,796	30,714
固定资产	56,557	68,822	75,618	81,713	86,834
无形资产	70	11,333	11,293	11,253	11,213
其他长期资产	8,215	11,098	8,473	5,848	5,223
长期资产总计	64,841	91,254	95,385	98,815	103,271
总资产	71,704	103,334	113,810	121,610	133,985
应付帐款	20,049	21,793	30,689	34,377	38,665
短期债务	14,456	17,348	15,582	12,108	8,719
其他流动负债	1,006	122	241	267	297
流动负债总计	35,511	39,264	46,512	46,751	47,681
长期借款	30,250	40,425	38,725	39,492	42,725
其他长期负债	4,415	7,083	7,082	7,933	8,923
股本	9,582	11,277	11,277	11,277	11,277
储备	(8,494)	3,995	8,461	13,971	20,680
股东权益	1,088	15,271	19,737	25,248	31,956
少数股东权益	442	1,291	1,753	2,186	2,699
总负债及权益	71,704	103,334	113,810	121,610	133,985
每股帐面价值(人民币)	0.11	1.35	1.75	2.24	2.83
每股有形资产(人民币)	0.11	0.35	0.75	1.24	1.84
每股净负债/(现金)(人民币)	4.48	4.85	4.24	3.74	3.18

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	249	5,383	7,492	7,015	8,764
折旧及摊销	5,274	6,758	7,807	8,780	9,754
净利息费用	1,569	1,432	2,037	1,916	1,917
运营资本变动	247	(2,845)	1,993	2,175	2,538
税金	(78)	(99)	(375)	(351)	(876)
其他经营现金流	(3,831)	12	(1,769)	0	0
经营活动产生的现金流	3,429	10,641	17,186	19,535	22,096
购买固定资产净值	(7,613)	(9,987)	(6,210)	(8,210)	(10,210)
投资减少/增加	213	1,694	455	5	6
其他投资现金流	164	(340)	123	258	375
投资活动产生的现金流	(7,236)	(8,633)	(5,632)	(7,947)	(9,829)
净增权益	14,056	519	0	0	0
净增债务	(9,765)	515	(7,790)	(6,483)	(3,723)
支付股息	(44)	(42)	0	0	0
其他融资现金流	(2,161)	(1,645)	(391)	(2,174)	(2,292)
融资活动产生的现金流	2,086	(652)	(8,181)	(8,657)	(6,015)
现金变动	(1,721)	1,356	3,373	2,931	6,253
期初现金	3,451	1,735	3,078	6,451	9,382
公司自由现金流	(3,807)	2,009	13,323	11,588	12,268
权益自由现金流	(15,733)	879	3,373	2,931	6,253

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	17.6	16.7	17.7	18.0	18.4
息税前利润率	4.5	7.7	8.8	9.1	9.6
税前利润率	0.6	7.2	8.5	7.1	7.9
净利率	0.4	6.6	7.6	6.3	6.7
流动性(倍)					
流动比率	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6
利息覆盖率	1.0	3.8	3.6	4.1	4.7
净权益负债率(%)	2,810.0	330.3	222.7	153.9	103.3
速动比率	0.2	0.3	0.4	0.4	0.6
估值(倍)					
市盈率	147.9	6.0	4.4	4.7	4.0
核心业务市盈率	147.9	6.0	4.4	4.7	4.0
目标价对应核心业务市盈率	197.2	8.0	5.9	6.3	5.3
市净率	23.0	1.9	1.5	1.2	0.9
价格/现金流	7.3	2.8	1.7	1.5	1.3
企业价值/息税折旧前利润	9.5	6.8	5.0	4.1	3.3
周转率					
存货周转天数	10.1	7.0	8.7	10.0	10.1
应收账款周转天数	41.8	27.0	35.4	38.4	38.4
应付帐款周转天数	176.8	102.6	108.7	120.4	120.3
回报率(%)					
股息支付率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率	(2.8)	60.2	38.0	27.7	25.8
资产收益率	2.0	6.3	6.8	7.2	7.5
已运用资本收益率	4.5	9.6	10.5	11.9	13.4

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，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、意见及推測仅基于现状，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