2011 年 10 月 28 日

中国远洋

前三季度净亏损 47.8 亿低于预期

A 持有
601919.SS – 人民币 6.65
目标价格: 人民币 6.77(⬇7.12)

H 卖出
1919.HK – 港币 4.43
目标价格: 港币 2.53(⬇2.64)

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(%)	(29)	5	(15)	(40)
相对新华富时 A50 指数 (%)	(19)	1	(8)	(19)

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)	10,216
流通股 –A 股(%)	73.18
流通股市值 (人民币 百万)	49,715
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	85
净负债比率 (%) (2011E)	54.5
主要股东(%)	
中国远洋运输(集团)总公司	52.01

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*江映德为本报告重要贡献者

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 2011 年前 3 季度完成营业收入 524.6 亿元, 同比下降 12.2%; 归属母公司净亏损 47.8 亿元, 而去年同期盈利 56.4 亿元; 每股收益为-0.47 元, 其中 3 季度亏损 20.7 亿元。受世界经济复苏步伐放缓导致需求疲软以及运力过剩影响, 公司主营的集运市场和干散货航运市场持续低迷, 运价下滑使得公司收入同比下降; 而油价持续高位使得公司燃油成本大幅上升, 侵蚀公司利润。我们将公司 A、H 股 2011-2013 年的盈利预测分别下调至-0.702 元、0.013 元和 0.271 元人民币, 将 A、H 股目标价格下调至 6.77 元与 2.53 港币, 并维持其*持有*和*卖出*评级不变。

支撑评级的要点

- **集运和干散货市场运价同比大幅下滑。**2011 年 1-9 月集运市场持续低迷, CCFI 综合指数均值同比下跌 11.7%, 其中最主要的美线和欧线运价分别下跌 10.3%和 31.1%; 干散货市场受运力严重过剩影响, BDI 均值同比跌幅达 51%。
- **油价持续高位侵蚀利润。**2011 年 1-9 月, 国际油价持续高位, 新加坡 380CST 均价同比上涨 39.8%, 带动公司营业成本大幅上涨。
- **前景不明, 行业拐点到来尚需时日。**近期受铁矿石运输需求推动 BDI 大幅反弹, 但由于国内钢材市场疲软及运力过剩, 其未来继续反弹空间有限。集运市场方面, 虽然短期市场对欧债危机的解决转向乐观, 但欧洲国家面临的财政紧缩政策将影响未来需求; 而美国经济数据仍旧较为疲软, 集运市场需求前景仍不明朗。而由于在手订单比例仍然很高, 未来运力交付压力较大, 行业拐点到来尚需时日。

评级面临的主要风险

- 欧债危机恶化以及世界经济二次探底。

估值

- 我们将公司 A、H 股 2011-2013 年的盈利预测分别下调至-0.702 元、0.013 元和 0.271 元人民币, 分别以 1.6 倍和 0.55 倍 2011 年市净率, 将公司 A 股和 H 股目标价由 7.12 元和 2.64 港币下调至 6.77 元和 2.53 港币, 维持 A 股和 H 股评级为*持有*和*卖出*。

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)	55,735	80,578	64,827	72,469	81,881
变动 (%)	*(51.52)*	*44.58*	*(19.55)*	*11.79*	*12.99*
净利润 (人民币 百万)	(7,541)	6,761	(7,176)	132	2,772
全面摊薄每股收益 (人民币)	(0.738)	0.662	(0.702)	0.013	0.271
变动 (%)	*(169.63)*	*189.65*	*(206.14)*	*101.84*	*2,002.50*
先前预测每股收益 (人民币)			(0.133)	0.154	0.325
调整幅度(%)			*(428)*	*(92)*	*(17)*
全面摊薄市盈率 (倍)	(9.0)	10.0	(9.5)	515.3	24.5
核心市盈率(倍)	(9.9)	9.1	(10.3)	515.3	24.5
每股现金流量 (人民币)	(0.58)	1.09	(0.46)	0.56	0.88
价格/每股现金流量 (倍)	(11.6)	6.1	(14.6)	11.8	7.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(69.4)	7.9	390.2	17.4	11.5
每股股息 (人民币)	0.000	0.090	0.000	0.000	0.115
股息率 (%)	0.0	1.4	0.0	0.0	1.7

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(%)	(46)	36	(22)	(50)
相对恒生中国企业指数 (%)	(29)	23	(6)	(30)

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)	10,216
流通股-H 股 (%)	25.26
流通股市值(港币 百万)	9,323
3 个月日均交易额(港币 百万)	99
净负债比率 (%)(2011E)	54.5

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)	68,463	96,439	77,792	86,963	98,258
变动(%)	*(48)*	*41*	*(19)*	*12*	*13*
净利润(人民币 百万)	(7,468)	6,858	(7,176)	132	2,772
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.731)	0.671	(0.702)	0.013	0.271
变动(%)	*(164)*	*(192)*	*(205)*	*102*	*2,003*
原先预测摊薄每股收益(人民币)			(0.133)	0.154	0.325
调整幅度(%)			*(428)*	*(92)*	*(17)*
全面摊薄市盈率(倍)	(4.9)	5.4	(5.1)	279.9	13.3
每股现金流量(人民币)	(0.6)	1.1	(0.5)	0.6	0.9
价格/每股现金流量(倍)	(4.4)	3.4	(7.9)	6.4	4.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(18.0)	6.0	(85.4)	13.1	8.7
每股股息(人民币)	0.000	0.090	0.000	0.000	0.115
股息率(%)		2.5			3.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

估值及评级

我们将公司 A、H 股 2011-2013 年的盈利预测分别下调至-0.702 元、0.013 元和 0.271 元人民币，分别以 1.6 倍和 0.55 倍 2011 年市净率，将公司 A 股和 H 股目标价由 7.12 元和 2.64 港币下调至 6.77 元和 2.53 港币，维持 A 股和 H 股评级为***持有***和***卖出***。

3 季度业绩摘要

公司 2011 年前 3 季度完成营业收入 524.6 亿元，同比下降 12.2%；归属母公司净亏损 47.8 亿元，而去年同期盈利 56.4 亿元；每股收益为-0.47 元，其中 3 季度亏损 20.7 亿元。受世界经济复苏步伐放缓导致需求疲软以及运力过剩影响，公司主营的集运市场和干散货航运市场持续低迷，运价下滑使得公司收入同比下降；而油价持续高位使得公司燃油成本大幅上升，侵蚀公司利润。

而受益于公司持股的中集集团和中远太平洋股权利润大幅增长，公司前 3 季度获得投资收益 18.5 亿元，同比大幅增长 43.1%。

图表 2.前 3 季度业绩摘要

(人民币，百万)	10 年 1-3 季度	11 年 1-3 季度	同比变动(%)
营业收入	59,743.50	52,456.74	(12.2)
营业成本	(48,398.20)	(52,433.35)	8.3
营业税及附加	(287.71)	(343.38)	19.3
销售及营销费用	(100.46)	(111.63)	11.1
管理费用	(3,490.68)	(3,551.61)	1.7
财务费用	(712.02)	(177.17)	(75.1)
资产重估损失	15.53	1.78	(88.5)
营业成本	(52,973.54)	(56,615.36)	6.9
公允价值变动收益	126.76	136.17	7.4
投资收益	1,295.87	1,853.79	43.1
营业利润	8,192.59	(2,168.66)	
营业外收入	415.05	780.26	88.0
营业外支出	(979.29)	(1,388.12)	41.7
税前利润	7,628.35	(2,776.52)	
所得税	(1,085.42)	(596.96)	(45.0)
税后利润	6,542.93	(3,373.48)	
少数股东权益	904.32	1,403.07	55.2
净利润	5,638.61	(4,776.55)	
全面摊薄每股收益(人民币)	0.55	(0.47)	
主要比率(%)			
毛利率	19.0	0.0	
营业利润率	13.7	(4.1)	
净利率	9.4	(9.1)	

资料来源：公司数据

图表 3.3 季度业绩摘要

(人民币，百万)	10 年第 3 季度	11 年第 3 季度	同比变动*(%)*
营业收入	21,550.33	18,229.13	(15.4)
营业费用	(17,433.42)	(19,150.39)	9.8
营业税及附加	(100.70)	(117.91)	17.1
销售及营销费用	(35.22)	(42.07)	19.5
管理费用	(1,285.03)	(1,174.16)	(8.6)
财务费用	(345.98)	(99.04)	(71.4)
资产重估损失	2.74	6.71	145.0
营业成本	(19,197.61)	(20,576.86)	7.2
公允价值变动收益	45.79	20.96	(54.2)
投资收益	654.59	488.51	(25.4)
营业利润	3,053.10	(1,838.25)	
营业外收入	28.59	408.84	1,330.0
营业外支出	(410.83)	35.46	
税前利润	2,670.86	(1,393.95)	
所得税	(117.75)	(235.90)	100.3
税后利润	2,553.11	(1,629.86)	
少数股东权益	440.60	436.13	(1.0)
净利润	2,112.51	(2,065.98)	
全面摊薄每股收益(人民币)	0.21	(0.20)	
主要比率*(%)*			
毛利率	19.1	(5.1)	
营业利润率	14.2	(10.1)	
净利率	9.8	(11.3)	

资料来源：公司数据

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	55,735	80,578	64,827	72,469	81,881
销售成本	(57,760)	(66,310)	(65,878)	(66,563)	(71,811)
经营费用	(2,974)	(3,824)	(2,381)	(2,814)	(3,367)
息税折旧前利润	(1,572)	13,944	315	7,169	11,110
折旧及摊销	(3,427)	(3,500)	(3,747)	(4,076)	(4,406)
经营利润(息税前利润)	(4,999)	10,445	(3,432)	3,092	6,704
净利息收入/(费用)	(664)	(555)	(1,161)	(1,194)	(1,242)
其他收益/(损失)	(650)	(704)	(608)	0	0
税前利润	(6,313)	9,186	(5,201)	1,898	5,462
所得税	(424)	(1,192)	(372)	(2)	(750)
少数股东权益	(804)	(1,233)	(1,603)	(1,764)	(1,940)
净利润	(7,541)	6,761	(7,176)	132	2,772
核心净利润	(6,891)	7,465	(6,568)	132	2,772
每股收益(人民币)	(0.738)	0.662	(0.702)	0.013	0.271
核心每股收益(人民币)	(0.675)	0.731	(0.643)	0.013	0.271
每股股息(人民币)	0.00	0.09	0.00	0.00	0.12
收入增长(%)	(51.52)	44.58	(19.55)	11.79	12.99
息税前利润增长(%)	(124.67)	(308.94)	(132.86)	(190.09)	116.80
息税折旧前利润增长(%)	(106.58)	(987.26)	(97.74)	2,178.42	54.98
每股收益增长(%)	(170)	190	(206)	102	2,003
核心每股收益增长(%)	(144)	208	(188)	102	2,003

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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	(6,313)	9,186	(5,201)	1,898	5,462
折旧与摊销	3,427	3,500	3,747	4,076	4,406
净利息费用	664	555	1,161	1,194	1,242
运营资本变动	(1,286)	20	(1,758)	919	1,131
税金	(424)	(1,192)	(372)	(2)	(750)
其他经营现金流	(1,948)	(917)	(2,234)	(2,346)	(2,463)
经营活动产生的现金流	(5,879)	11,152	(4,657)	5,739	9,028
购买固定资产净值	(11,182)	(8,466)	(12,100)	(7,100)	(10,100)
投资减少/增加	1,770	(2,380)	2,434	2,546	2,663
其他投资现金流	(1,681)	(193)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(11,094)	(11,039)	(9,666)	(4,554)	(7,437)
净增权益	372	4,131	0	0	0
净增债务	33,431	1,716	10,000	2,000	0
支付股息	0	(919)	0	0	(1,178)
其他融资现金流	(4,618)	(2,112)	(2,080)	(1,194)	(64)
融资活动产生的现金流	29,185	2,815	7,920	806	(1,242)
现金变动	12,213	2,928	(6,403)	1,991	349
期初现金	31,827	44,098	46,551	40,148	43,481
公司自由现金流	(16,973)	113	(14,323)	1,185	1,591
权益自由现金流	16,458	1,828	(4,323)	3,185	1,591

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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	44,098	46,551	40,148	43,481	49,129
应收帐款	9,038	11,011	9,486	10,533	11,822
库存	1,956	2,318	1,945	2,174	2,456
其他流动资产	106	1,145	945	745	545
流动资产总计	55,197	61,025	52,524	56,934	63,953
固定资产	62,760	66,729	75,082	78,105	83,799
无形资产	2,694	2,769	2,769	2,769	2,769
其他长期资产	17,968	20,345	20,345	20,345	20,345
长期资产总计	83,422	89,843	98,196	101,220	106,914
总资产	138,620	150,868	150,720	158,153	170,867
应付帐款	19,678	22,274	18,618	20,813	23,516
短期债务	7,248	6,068	8,068	9,411	14,709
其他流动负债	142	61	61	61	61
流动负债总计	27,068	28,402	26,747	30,285	38,286
长期借款	52,999	54,455	62,455	64,455	64,455
其他长期负债	5,161	5,790	5,790	5,790	5,790
股本	10,216	10,216	10,216	10,216	10,216
储备	32,606	37,536	29,440	29,572	32,344
股东权益	42,822	47,752	39,657	39,789	42,561
少数股东权益	10,571	14,467	16,071	17,834	19,774
总负债及权益	138,620	150,868	150,720	158,153	170,867
每股帐面价值(人民币)	4.19	4.67	3.88	3.89	4.17
每股有形资产(人民币)	3.93	4.40	3.61	3.62	3.89
每股净负债/(现金)(人民币)	1.58	1.37	2.97	2.97	2.94

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (A 股)

年结日：12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	(2.8)	17.3	0.5	9.9	13.6
息税前利润率	(9.0)	13.0	(5.3)	4.3	8.2
税前利润率	(11.3)	11.4	(8.0)	2.6	6.7
净利率	(13.5)	8.4	(11.1)	0.2	3.4
流动性(倍)					
流动比率	2.04	2.15	1.96	1.88	1.67
利息覆盖率	(6.5)	19.8	(2.0)	3.6	6.4
净权益负债率(%)	30.2	22.5	54.5	52.7	48.2
速动比率	2.0	2.0	1.9	1.8	1.6
估值(倍)					
市盈率	(9.0)	10.0	(9.5)	515.3	24.5
核心业务市盈率	(9.9)	9.1	(10.3)	515.3	24.5
目标价对应核心业务市盈率	(10.0)	9.3	(10.5)	524.6	25.0
市净率	1.6	1.4	1.7	1.7	1.6
价格/现金流	(11.6)	6.1	(14.6)	11.8	7.5
企业价值/息税折旧前利润	(69.4)	7.9	390.2	17.4	11.5
周转率					
存货周转天数	11.4	11.8	11.8	11.3	11.8
应收帐款周转天数	62.0	45.4	57.7	50.4	49.8
应付帐款周转天数	117.9	95.0	115.1	99.3	98.8
回报率(%)					
股息支付率	0.0	13.6	0.0	0.0	42.5
净资产收益率	(15.9)	14.9	(16.4)	0.3	6.7
资产收益率	(5.9)	4.7	(4.8)	0.1	1.7
已运用资本收益率	(5.0)	8.8	(2.8)	2.4	4.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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	68,463	96,439	77,792	86,963	98,258
销售成本	(72,398)	(84,052)	(80,847)	(81,745)	(88,965)
经营费用	(4,670)	(4,944)	(4,000)	(4,471)	(5,052)
息税折旧前利润	(4,320)	13,058	(1,073)	7,169	11,110
折旧及摊销	(3,427)	(3,500)	(3,747)	(4,076)	(4,406)
经营利润(息税前利润)	(7,747)	9,558	(4,820)	3,092	6,704
净利息收入/(费用)	(664)	(555)	(1,161)	(1,194)	(1,242)
其他收益/(损失)	2,197	271	780	0	0
税前利润	(6,214)	9,274	(5,201)	1,898	5,462
所得税	(451)	(1,189)	(372)	(2)	(750)
少数股东权益	(804)	(1,226)	(1,603)	(1,764)	(1,940)
净利润	(7,468)	6,858	(7,176)	132	2,772
核心净利润	(9,665)	6,588	(7,956)	132	2,772
每股收益(人民币)	(0.731)	0.671	(0.702)	0.013	0.271
核心每股收益(人民币)	(0.946)	0.645	(0.779)	0.013	0.271
每股股息(人民币)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1
收入增长(%)	(47.7)	40.9	(19.3)	11.8	13.0
息税前利润增长(%)	(140.2)	(223.4)	(150.4)	(164.1)	116.8
息税折旧前利润增长(%)	(118.9)	(402.3)	(108.2)	(767.9)	55.0
每股收益增长(%)	(164)	(192)	(205)	102	2,003
核心每股收益增长(%)	(166)	(168)	(221)	102	2,003

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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	44,098	46,551	40,148	43,481	49,129
应收帐款	8,728	10,987	9,462	10,509	11,799
库存	1,783	2,117	1,744	1,973	2,256
其他流动资产	489	850	650	450	250
流动资产总计	55,097	60,505	52,004	56,414	63,433
固定资产	62,930	66,588	74,942	77,965	83,659
无形资产	2,273	2,303	2,303	2,303	2,303
其他长期资产	17,441	20,146	20,146	20,146	20,146
长期资产总计	82,644	89,037	97,390	100,414	106,108
总资产	137,741	149,542	149,394	156,827	169,541
应付帐款	17,692	20,301	16,821	18,924	21,514
短期债务	7,233	5,870	7,870	9,213	14,511
其他流动负债	2,504	2,278	2,103	2,195	2,308
流动负债总计	27,428	28,449	26,793	30,331	38,333
长期借款	53,117	54,927	62,927	64,927	64,927
其他长期负债	4,611	5,190	5,190	5,190	5,190
股本	10,216	10,216	10,216	10,216	10,216
储备	31,776	36,292	28,197	28,328	31,100
股东权益	41,992	46,509	38,413	38,545	41,317
少数股东权益	10,592	14,467	16,071	17,834	19,774
总负债及权益	137,741	149,542	149,394	156,827	169,541
每股帐面价值(人民币)	4.11	4.55	3.76	3.77	4.04
每股有形资产(人民币)	3.89	4.33	3.53	3.55	3.82
每股净负债/(现金)(人民币)	1.59	1.39	3.00	3.00	2.97

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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	(6,214)	9,274	(5,201)	1,898	5,462
折旧与摊销	3,427	3,500	3,747	4,076	4,406
净利息费用	664	555	1,161	1,194	1,242
运营资本变动	(1,286)	20	(1,758)	919	1,131
税金	(424)	(1,192)	(372)	(2)	(750)
其他经营现金流	(4,604)	(1,149)	(2,234)	(2,346)	(2,463)
经营活动产生的现金流	(8,436)	11,008	(4,657)	5,739	9,028
购买固定资产净值	(11,182)	(8,466)	(12,100)	(7,100)	(10,100)
投资减少/增加	1,770	(2,380)	2,434	2,546	2,663
其他投资现金流	817	(34)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(8,595)	(10,880)	(9,666)	(4,554)	(7,437)
净增权益	372	4,131	0	0	0
净增债务	33,431	1,716	10,000	2,000	0
支付股息	0	(919)	0	0	(1,178)
其他融资现金流	(4,585)	(2,127)	(2,080)	(1,194)	(64)
融资活动产生的现金流	29,219	2,800	7,920	806	(1,242)
现金变动	12,187	2,928	(6,403)	1,991	349
期初现金	31,827	44,098	46,551	40,148	43,481
公司自由现金流	(17,032)	128	(14,323)	1,185	1,591
权益自由现金流	16,400	1,843	(4,323)	3,185	1,591

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率(H股)

年结日：12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	(6.3)	13.5	(1.4)	8.2	11.3
息税前利润率	(11.3)	9.9	(6.2)	3.6	6.8
税前利润率	(9.1)	9.6	(6.7)	2.2	5.6
净利率	(10.9)	7.1	(9.2)	0.2	2.8
流动性(倍)					
流动比率	2.01	2.13	1.94	1.86	1.65
利息覆盖率	(10.7)	18.2	(3.2)	3.6	6.4
净权益负债率(%)	30.9	23.4	56.3	54.4	49.6
速动比率	1.9	2.0	1.9	1.8	1.6
估值(倍)					
市盈率	(4.9)	5.4	(5.1)	279.9	13.3
核心业务市盈率	(3.8)	5.6	(4.6)	279.9	13.3
目标价对应核心业务市盈率	(2.2)	3.2	(2.6)	159.9	7.6
市净率	0.9	0.8	1.0	1.0	0.9
价格/现金流	(4.4)	3.4	(7.9)	6.4	4.1
企业价值/息税折旧前利润	(18.0)	6.0	(85.4)	13.1	8.7
周转率					
存货周转天数	8.3	8.5	8.7	8.3	8.7
应收帐款周转天数	49.6	37.3	48.0	41.9	41.4
应付帐款周转天数	86.5	71.9	87.1	75.0	75.1
回报率(%)					
股息支付率	0.0	13.4	0.0	0.0	42.5
净资产收益率	(15.8)	15.5	(16.9)	0.3	6.9
资产收益率	(5.8)	4.8	(4.8)	0.1	1.7
已运用资本收益率	(7.7)	8.1	(3.9)	2.4	4.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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