



股票代码	601919.SS	1919.HK
评级	持有	卖出
收盘价	人民币 4.89	港币 4.53
目标价	人民币 4.75	港币 3.36
原先目标价	人民币 6.77	港币 2.53
上/下浮比例	-2.9%	-26%
目标价格基础	1.4倍12年市净率	0.6倍12年市净率
板块评级	中立	中立

中国远洋

2011年净亏损104.5亿元，低于预期

2011年公司实现营业收入689.1亿人民币，同比减少14.5%，归属于母公司所有者净亏损为104.5亿人民币，低于预期；每股收益-1.02元人民币，同比大幅减少254%。其中公司4季度净亏损56.7亿人民币，超过前三季度总和。受运价大幅下滑以及油价持续攀升影响，公司2011年出现巨额亏损。我们将中国远洋(A+H)2012-2013年的盈利预测分别下调至0.084元和0.171元，14年每股收益预测为0.234元人民币，并将A股和H股的目标价分别按1.4倍和0.6倍市净率分别调整为4.75元人民币和3.36港币，维持其持有和卖出评级不变。

股价表现 — A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	9	(15)	4	(52)
相对新华富时A50指数	4	(8)	(0)	(32)

发行股数(百万)	10,216
流通股(%)	73.18
流通股市值(人民币百万)	36,557
3个月日均交易额(人民币百万)	122
净负债比率(%) (2012E)	53.1
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
以2012年3月29日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

交通运输：航运

杜建平

(8610) 6622 9079

jianping.du@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120037

*江映德为本报告重要贡献者

支撑评级的要点

- 受市场运价大幅下跌影响，2011年公司营业收入同比减少14.5%。2011年，受全球经济复苏放缓以及运力过剩影响，公司主营的干散货和集装箱航运市场运价大幅下跌，2011年BDI和CCFI均值同比分别下跌43.8%和12.4%。受此影响，公司干散货和集装箱运输业务收入同比分别下降28.7%和11.8%。
- 物流和码头业务继续保持快速增长，成为主要亮点。2011年公司物流板块和码头业务收入同比分别增长46.1%、29.8%，毛利润同比分别增长8.2%和218%。
- 油价上涨侵蚀公司利润。2011年新加坡380CST燃油均价同比上涨39.4%，公司燃油成本同比大幅上涨35%，在营业成本中占比24%，且贡献营业成本增量的80%。
- 市净率处于低位，但行业基本面未现拐点。目前A股和H股股价分别对应1.4倍和0.9倍市净率，处于历史相对低位。但由于公司主营的干散货航运市场以及集装箱航运市场均处于运力过剩的状态，短期内难现拐点。未来可持续关注中国宏观经济政策尤其是房地产政策对干散货运输市场的影响、欧美经济复苏状况以及班轮公司采取实际行动闲置运力可能对集运市场带来的交易性机会。

评级面临的主要风险

- 油价大幅上涨侵蚀公司利润。

估值

- 我们分别以1.4倍和0.6倍2012年市净率，将公司A股和H股目标价分别由6.77元与2.53港币调整至4.75元人民币和3.36港币，并维持A股和H股的持有和卖出评级不变。

投资摘要 — A股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币百万)	80,628	68,908	74,731	83,756	91,451
变动(%)	44.66	(14.54)	8.45	12.08	9.19
净利润(人民币百万)	6,772	(10,449)	855	1,750	2,390
全面摊薄每股收益(人民币)	0.663	(1.023)	0.084	0.171	0.234
变动(%)	189.79	(254.30)	108.18	104.72	36.54
先前预测每股收益(人民币)			0.154	0.325	
调整幅度(%)			(45.7)	(47.3)	
核心每股收益(人民币)	0.732	(0.925)	0.084	0.171	0.234
变动(%)	208	(226)	109	105	37
全面摊薄市盈率(倍)	7.4	(4.8)	58.4	28.5	20.9
核心市盈率(倍)	6.7	(5.3)	58.4	28.5	20.9
每股现金流量(人民币)	1.09	(0.49)	0.55	0.68	0.80
价格/每股现金流量(倍)	4.5	(10.0)	8.9	7.2	6.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.6	(34.8)	17.0	13.9	11.8
每股股息(人民币)	0.090	0.000	0.000	0.088	0.106
股息率(%)	1.8	0.0	0.0	1.8	2.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现 — H 股


(%)	今年	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	16	(11)	18	(44)
相对恒生中国企业指数	13	0	12	(26)

发行股数(百万)	10,216
流通股(%)	25.26
流通股市值(港币百万)	9,496
3 个月日均交易额(港币百万)	109
净负债比率(%) (2012E)	55.4
主要股东(%)	
中国远洋(集团)总公司	52.01

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2011 年 3 月 29 日收市价为标准

投资摘要 — H 股

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币百万)	96,439	84,639	89,678	100,507	109,741
变动(%)	41	(12)	6	12	9
净利润(人民币百万)	6,858	(11,210)	855	1,750	2,390
全面摊薄每股收益(人民币)	0.671	(1.097)	0.084	0.171	0.234
变动(%)	(192)	(263)	108	105	37
先前预测每股收益(人民币)			0.154	0.325	
调整幅度(%)			(45.7)	(47.3)	
全面摊薄市盈率(倍)	5.5	(3.4)	44.0	21.5	15.7
每股现金流量(人民币)	1.1	(0.5)	0.5	0.7	0.8
价格/每股现金流量(倍)	3.4	(6.5)	6.7	5.4	4.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.1	(19.1)	15.1	12.4	10.6
每股股息(人民币)	0.090	0.000	0.000	0.088	0.106
股息率(%)	2.4	-	-	2.4	2.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值及评级

我们将中国远洋(A+H)2012-2013年的盈利预测分别下调至0.082元和0.170元, 14年每股收益预测为0.232元人民币, 并将A股和H股的目标价分别按1.4倍和0.6倍市净率分别调整为4.75元人民币和3.36港币, 维持其**持有**和**卖出**评级不变。

业绩摘要

2011年公司实现营业收入689.1亿人民币, 同比减少14.5%, 归属于母公司所有者净亏损为104.5亿人民币, 低于预期; 每股收益-1.02元人民币, 同比大幅减少254%。其中公司4季度净亏损56.7亿人民币, 超过前三季度总和。受运价大幅下滑以及油价持续攀升影响, 公司2011年出现巨额亏损。

图表 1.2011 年业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年	11 年	同比变动(%)
营业收入	80,627.52	68,908.18	(14.5)
营业成本	(66,306.76)	(71,888.81)	8.4
营业税及附加	(772.91)	(460.28)	(40.4)
销售及营销费用	(140.81)	(161.86)	14.9
管理费用	(4,835.35)	(5,357.78)	10.8
财务费用	(552.82)	(102.00)	(81.5)
资产重估损失	15.67	(107.61)	(786.8)
营业成本	(72,592.98)	(78,078.34)	7.6
公允价值变动损益	113.33	191.48	69.0
投资收益	1,753.86	2,173.14	23.9
营业利润	9,901.73	(6,805.55)	(168.7)
营业外收入	525.56	984.50	87.3
营业外支出	(1,229.32)	(1,986.35)	61.6
税前利润	9,197.97	(7,807.39)	(184.9)
所得税	(1,191.53)	(1,031.43)	(13.4)
税后利润	8,006.44	(8,838.83)	(210.4)
少数股东权益	1,235.48	1,610.03	30.3
净利润	6,770.96	(10,448.86)	(254.3)
全面摊薄每股收益(人民币)	0.66	(1.02)	(254.3)
主要比率(%)			
毛利率	17.8	(4.3)	
营业利润率	12.3	(9.9)	
净利率	8.4	(15.2)	

资料来源: 公司数据

图表 2.4 季度业绩摘要

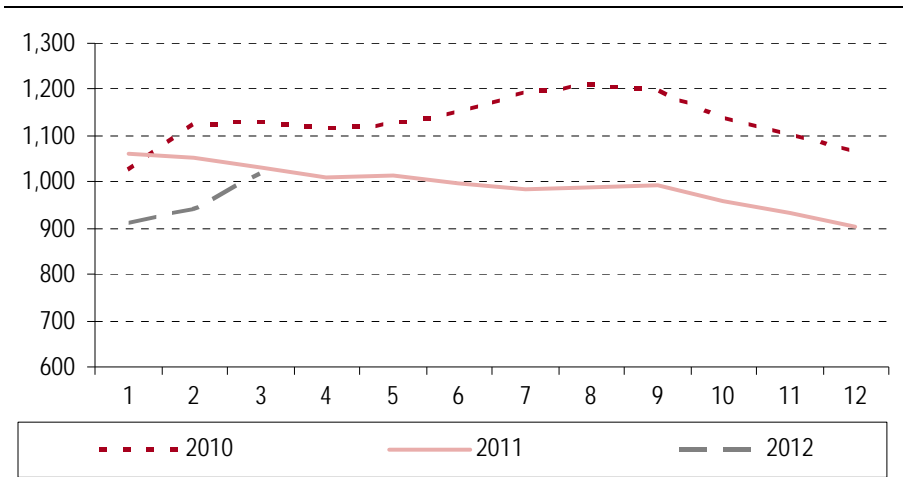
(人民币, 百万)	10 年 4 季度	11 年 4 季度	同比变动(%)
营业收入	20,884.02	16,451.44	(21.2)
营业费用	(17,908.56)	(19,455.46)	8.6
营业税及附加	(485.20)	(116.90)	(75.9)
销售及营销费用	(40.35)	(50.23)	24.5
管理费用	(1,344.67)	(1,806.17)	34.3
财务费用	159.20	75.17	(52.8)
资产重估损失	0.14	(109.39)	(78,239.1)
营业成本	(19,619.44)	(21,462.98)	9.4
公允价值变动损益	(13.43)	55.31	(511.8)
投资收益	457.99	319.35	(30.3)
营业利润	1,709.14	(4,636.89)	(371.3)
营业外收入	110.51	204.24	84.8
营业外支出	(250.03)	(598.23)	139.3
税前利润	1,569.62	(5,030.87)	(420.5)
所得税	(106.11)	(434.47)	309.5
税后利润	1,463.51	(5,465.35)	(473.4)
少数股东权益	331.16	206.96	(37.5)
净利润	1,132.35	(5,672.31)	(600.9)
全面摊薄每股收益(人民币)	0.11	(0.56)	(600.9)
主要比率(%)			
毛利率	14.2	(18.3)	
营业利润率	8.2	(28.2)	
净利率	5.4	(34.5)	

资料来源: 公司数据

运价大幅下跌使得公司收入同比减少 14.5%

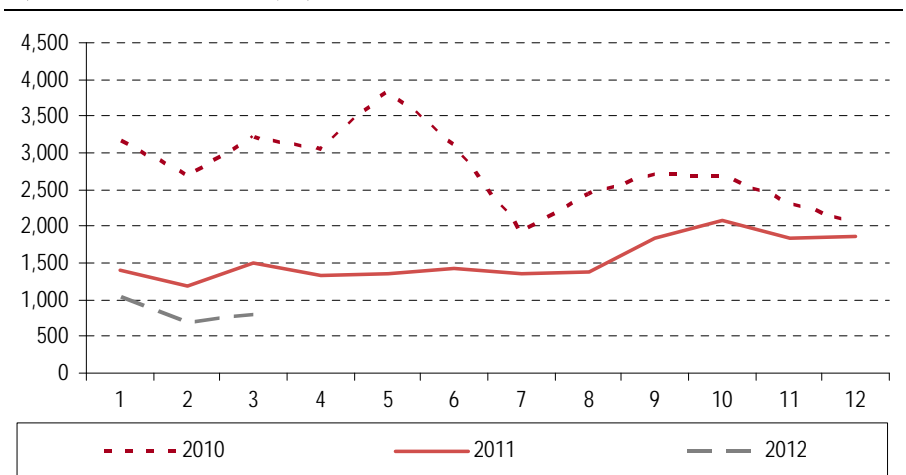
2011 年，受全球经济复苏放缓以及运力过剩影响，公司主营的干散货和集装箱航运市场运价大幅下跌，2011 年 BDI 和 CCFI 均值同比分别下跌 43.8%和 12.4%。受此影响，公司干散货和集装箱运输业务收入同比分别下降 28.7%和 11.8%。

图表 3.CCFI-综合指数走势图



资料来源：万得资讯及中银国际研究

图表 4.BDI 综合指数走势图

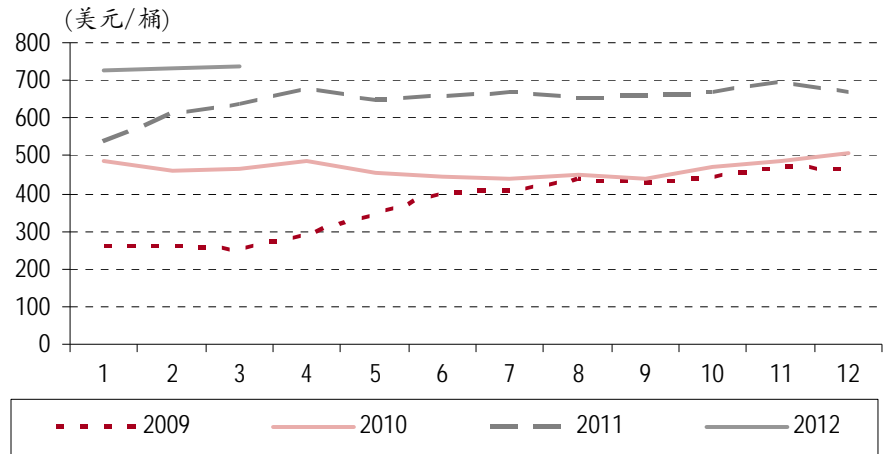


资料来源：万得资讯及中银国际研究

油价持续攀升侵蚀利润

2011 年公司营业成本为 718.89 亿元，同比增长 8.4%，其中占比 24%的燃油成本同比大幅上涨 35%，涨幅占营业成本增量的 80%。2011 年国际油价持续上涨，新加坡 380CST 燃油价格以及布伦特原油平均价格比上年上涨幅度达 39%。

图表 5.新加坡 380CST 燃油价格走势



资料来源: 万得资讯及中银国际研究

损益表 - A 股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	80,628	68,908	74,731	83,756	91,451
销售成本	(66,307)	(71,889)	(67,784)	(74,727)	(80,414)
经营费用	(365)	(186)	(415)	(751)	(967)
息税折旧前利润	13,956	(3,167)	6,533	8,278	10,070
折旧及摊销	(3,502)	(3,537)	(3,773)	(4,102)	(4,432)
经营利润(息税前利润)	10,455	(6,704)	2,760	4,176	5,638
净利息收入(费用)	(553)	(102)	(136)	(154)	(680)
其他收益/(损失)	(704)	(1,002)	0	0	0
税前利润	9,199	(7,807)	2,624	4,021	4,958
所得税	(1,192)	(1,031)	2	(412)	(616)
少数股东权益	(1,235)	(1,610)	(1,771)	(1,860)	(1,953)
净利润	6,772	(10,449)	855	1,750	2,390
核心净利润	7,475	(9,447)	855	1,750	2,390
每股收益(人民币)	0.663	(1.023)	0.084	0.171	0.234
核心每股收益(人民币)	0.732	(0.925)	0.084	0.171	0.234
每股股息(人民币)	0.09	0.00	0.00	0.09	0.11
收入增长(%)	44.66	(14.54)	8.45	12.08	9.19
息税前利润增长(%)	(309.14)	(164.12)	(141.18)	51.27	35.03
息税折旧前利润增长(%)	(988.01)	(122.69)	(306.31)	26.71	21.65
每股收益增长(%)	190	(254)	108	105	37
核心每股收益增长(%)	208	(226)	109	105	37

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	9,199	(7,807)	2,624	4,021	4,958
折旧与摊销	3,502	3,537	3,773	4,102	4,432
净利息费用	553	102	136	154	680
运营资本变动	(26)	334	1,341	1,438	1,226
税金	(1,192)	(1,031)	2	(412)	(616)
其他经营现金流	(898)	(145)	(2,262)	(2,375)	(2,494)
经营活动产生的现金流	11,138	(5,011)	5,613	6,929	8,186
购买固定资产净值	(8,466)	(8,497)	(7,100)	(10,100)	(10,100)
投资减少/增加	(2,380)	2,993	2,462	2,575	2,494
其他投资现金流	(193)	(10)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(11,039)	(5,514)	(4,638)	(7,525)	(7,606)
净增权益	4,131	141	0	0	0
净增债务	1,716	13,921	0	0	0
支付股息	(919)	0	0	(902)	(1,086)
其他融资现金流	(2,127)	(2,402)	(136)	748	(497)
融资活动产生的现金流	2,800	11,660	(136)	(154)	(1,583)
现金变动	2,899	1,135	839	(750)	(1,003)
期初现金	44,255	46,683	46,963	47,802	50,254
公司自由现金流	99	(10,525)	975	(596)	580
权益自由现金流	1,814	3,396	975	(596)	580

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	46,683	46,963	47,802	50,254	54,871
应收帐款	10,973	11,844	11,938	13,292	14,446
库存	2,318	3,652	3,737	4,188	4,573
其他流动资产	1,147	928	728	528	528
流动资产总计	61,121	63,386	64,204	68,261	74,417
固定资产	66,748	72,638	75,965	81,963	87,631
无形资产	2,769	3,183	3,183	3,183	3,183
其他长期资产	20,345	18,229	18,229	18,229	18,229
长期资产总计	89,862	94,050	97,378	103,375	109,044
总资产	150,983	157,437	161,581	171,636	183,461
应付帐款	22,357	25,332	26,851	30,094	32,858
短期债务	6,068	21,982	21,982	25,185	30,805
其他流动负债	61	1	1	1	1
流动负债总计	28,486	47,316	48,834	55,279	63,664
长期借款	54,455	53,842	53,842	53,842	53,842
其他长期负债	5,791	6,109	6,109	6,109	6,109
股本	10,216	10,216	10,216	10,216	10,216
储备	37,563	24,479	25,334	27,084	28,571
股东权益	47,780	34,695	35,550	37,300	38,788
少数股东权益	14,472	15,475	17,246	19,106	21,058
总负债及权益	150,983	157,437	161,581	171,636	183,461
每股帐面价值(人民币)	4.68	3.40	3.48	3.65	3.80
每股有形资产(人民币)	4.41	3.08	3.17	3.34	3.49
每股净负债/(现金)(人民币)	1.35	2.83	2.74	2.82	2.91

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.3	(4.6)	8.7	9.9	11.0
息税前利润率(%)	13.0	(9.7)	3.7	5.0	6.2
税前利润率(%)	11.4	(11.3)	3.5	4.8	5.4
净利率(%)	8.4	(15.2)	1.1	2.1	2.6
流动性					
流动比率(倍)	2.15	1.34	1.31	1.23	1.17
利息覆盖率(倍)	19.9	(64.7)	21.3	28.0	9.3
净权益负债率(%)	22.2	57.5	53.1	51.0	49.8
速动比率(倍)	2.0	1.2	1.2	1.1	1.1
估值					
市盈率(倍)	7.4	(4.8)	58.4	28.5	20.9
核心业务市盈率(倍)	6.7	(5.3)	58.4	28.5	20.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	6.5	(5.1)	56.8	27.7	20.3
市净率(倍)	1.0	1.4	1.4	1.3	1.3
价格/现金流(倍)	4.5	(10.0)	8.9	7.2	6.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.6	(34.8)	17.0	13.9	11.8
周转率					
存货周转天数	11.8	15.2	19.9	19.4	19.9
应收帐款周转天数	45.3	60.4	58.1	55.0	55.4
应付帐款周转天数	95.1	126.3	127.4	124.1	125.6
回报率					
股息支付率(%)	13.6	0.0	0.0	51.6	45.4
净资产收益率(%)	14.9	(25.3)	2.4	4.8	6.3
资产收益率(%)	4.7	(6.8)	0.5	1.1	1.3
已运用资本收益率(%)	8.8	(5.4)	2.2	3.2	4.0

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	96,439	84,639	89,678	100,507	109,741
销售成本	(84,052)	(89,587)	(83,253)	(92,065)	(99,345)
经营费用	671	(175)	109	(165)	(327)
息税折旧前利润	13,057	(5,123)	6,533	8,278	10,070
折旧及摊销	(3,502)	(3,537)	(3,773)	(4,102)	(4,432)
经营利润(息税前利润)	9,556	(8,660)	2,760	4,176	5,638
净利息收入(费用)	(553)	(102)	(136)	(154)	(680)
其他收益/(损失)	271	193	0	0	0
税前利润	9,274	(8,569)	2,624	4,021	4,958
所得税	(1,189)	(1,031)	2	(412)	(616)
少数股东权益	(1,226)	(1,610)	(1,771)	(1,860)	(1,953)
净利润	6,858	(11,210)	855	1,750	2,390
核心净利润	6,588	(11,403)	855	1,750	2,390
每股收益(人民币)	0.671	(1.097)	0.084	0.171	0.234
核心每股收益(人民币)	0.645	(1.116)	0.084	0.171	0.234
每股股息(人民币)	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
收入增长(%)	40.9	(12.2)	6.0	12.1	9.2
息税前利润增长(%)	(223.3)	(190.6)	(131.9)	51.3	35.0
息税折旧前利润增长(%)	(402.3)	(139.2)	(227.5)	26.7	21.6
每股收益增长(%)	(192)	(263)	108	105	37
核心每股收益增长(%)	(168)	(273)	107	105	37

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	9,274	(8,569)	2,624	4,021	4,958
折旧与摊销	3,502	3,537	3,773	4,102	4,432
净利息费用	553	102	136	154	680
运营资本变动	(26)	334	1,341	1,438	1,226
税金	(1,192)	(1,031)	2	(412)	(616)
其他经营现金流	(1,103)	(145)	(2,262)	(2,375)	(2,494)
经营活动产生的现金流	11,008	(5,773)	5,613	6,929	8,186
购买固定资产净值	(8,466)	(8,497)	(7,100)	(10,100)	(10,100)
投资减少/增加	(2,380)	2,993	2,462	2,575	2,494
其他投资现金流	(34)	(10)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(10,880)	(5,514)	(4,638)	(7,525)	(7,606)
净增权益	4,131	141	0	0	0
净增债务	1,716	13,921	0	0	0
支付股息	(919)	0	0	(902)	(1,086)
其他融资现金流	(2,127)	(2,402)	(136)	748	(497)
融资活动产生的现金流	2,800	11,660	(136)	(154)	(1,583)
现金变动	2,928	374	839	(750)	(1,003)
期初现金	44,098	46,683	46,963	47,802	50,254
公司自由现金流	128	(11,287)	975	(596)	580
权益自由现金流	1,843	2,635	975	(596)	580

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	46,683	46,963	47,802	50,254	54,871
应收帐款	10,961	11,899	11,992	13,346	14,500
库存	2,117	3,387	3,472	3,923	4,308
其他流动资产	850	511	311	111	111
流动资产总计	60,610	62,759	63,577	67,633	73,789
固定资产	67,586	73,508	76,847	82,845	88,513
无形资产	2,412	2,869	2,869	2,869	2,869
其他长期资产	20,374	18,323	18,323	18,323	18,323
长期资产总计	90,371	94,700	98,038	104,036	109,704
总资产	150,982	157,459	161,615	171,670	183,494
应付帐款	20,392	23,799	25,278	28,403	31,068
短期债务	5,870	21,713	21,713	24,915	30,535
其他流动负债	2,281	2,481	2,532	2,649	2,749
流动负债总计	28,543	47,993	49,523	55,968	64,353
长期借款	54,927	55,314	55,314	55,314	55,314
其他长期负债	5,211	3,982	3,982	3,982	3,982
股本	10,216	10,216	10,216	10,216	10,216
储备	37,613	24,479	25,334	27,084	28,571
股东权益	47,829	34,695	35,550	37,300	38,788
少数股东权益	14,472	15,475	17,246	19,106	21,058
总负债及权益	150,982	157,459	161,615	171,670	183,494
每股帐面价值(人民币)	4.68	3.40	3.48	3.65	3.80
每股有形资产(人民币)	4.45	3.12	3.20	3.37	3.52
每股净负债/(现金)(人民币)	1.38	2.94	2.86	2.93	3.03

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.5	(6.1)	7.3	8.2	9.2
息税前利润率(%)	9.9	(10.2)	3.1	4.2	5.1
税前利润率(%)	9.6	(10.1)	2.9	4.0	4.5
净利率(%)	7.1	(13.2)	1.0	1.7	2.2
流动性					
流动比率(倍)	2.12	1.31	1.28	1.21	1.15
利息覆盖率(倍)	18.3	(83.9)	21.3	28.0	9.3
净权益负债率(%)	22.7	59.9	55.4	53.1	51.8
速动比率(倍)	2.0	1.2	1.2	1.1	1.1
估值					
市盈率(倍)	5.5	(3.4)	44.0	21.5	15.7
核心业务市盈率(倍)	5.7	(3.3)	44.0	21.5	15.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	4.2	(2.4)	32.6	15.9	11.7
市净率(倍)	0.8	1.1	1.1	1.0	1.0
价格/现金流(倍)	3.4	(6.5)	6.7	5.4	4.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.1	(19.1)	15.1	12.4	10.6
周转率					
存货周转天数	8.5	11.2	15.0	14.7	15.1
应收帐款周转天数	37.2	49.3	48.6	46.0	46.3
应付帐款周转天数	72.3	95.3	99.9	97.5	98.9
回报率					
股息支付率(%)	13.4	0.0	0.0	51.6	45.4
净资产收益率(%)	15.1	(27.2)	2.4	4.8	6.3
资产收益率(%)	4.7	(7.3)	0.5	1.1	1.3
已运用资本收益率(%)	8.1	(6.9)	2.1	3.1	4.0

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 2 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