

股票代码	600115.SS	0670.HK
评级	买入	买入
收盘价	人民币 4.04	港币 2.59
目标价	人民币 4.94	港币 3.70
原先目标价	人民币 5.78	港币 4.28
上/下浮比例	22%	43%
目标价格基础	15倍 12年市盈率	10倍 12年市盈率
板块评级	中立	中立

东方航空

1 季度净利润同比下降 73.68%

公司 2012 年 1 季度归属于母公司股东的净利润同比大幅下降 73.68% 至 2.67 亿人民币。期内公司营业收入同比温和增长 6.42%，但由于油价同比增长 20% 以上，导致营业成本同比增长 12.98%。受益于上海试点营业税改增值税，公司营业税金及附加同比则大幅下降 57.34%；销售和管理费用控制得力，分别小幅增长 2.2% 和 2.93%；去年同期公司录得汇兑净收益 3.3 亿元人民币，但本期内人民币兑美元汇率相对稳定，导致公司财务费用同比大增 10.79 倍至 3.96 亿人民币；再加上上年同期公司航油套期保值公允价值收益约人民币 7,945 万元，而公司该合约已于 2011 年底结束，因此公司本期公允价值变动收益大幅下降 91.26% 至 913 万人民币。上述因素导致公司期内录得营业亏损 1.96 亿人民币。得益于期内公司收到政府经营性财税补贴增加，公司录得净利润 1.8 亿元人民币。公司业绩低于我们之前预期。我们将公司 A 股 2012-13 年每股收益预测分别下调为 0.33、0.4 元人民币，H 股分别下调为 0.3、0.37 元人民币。分别基于 15 倍和 10 倍 2012 年市盈率，我们将公司 A 股和 H 股目标价分别调整为 4.94 元人民币和 3.70 港币。维持买入评级。

股价表现 — A 股



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	9	6	(3)	(38)
相对新华富时 A50 指数	(3)	2	(6)	(23)

发行股数(百万)	11,277
流通股(%)	42
流通股市值(人民币 百万)	19,066
3 个月日均交易额(人民币 百万)	134
净负债比率(%) (2012E)	233
主要股东(%)	
中国东方航空集团公司	43

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2012 年 4 月 27 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：航空

杜建平

(8610) 6622 9079

jianping.du@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120037

季报要点

- 航空业务量增速温和。期内公司旅客周转量合计、国内、国际和港澳台地区航线同比分别增长 5.31%、6.41%、3.74% 和下降 2.76%；货邮周转量分项同比增速分别为 20.75%、-2.15%、30.92% 和 -26.05%，其中除国际航线大幅增长外，国内和地区航线均为负增长。公司的航空业务量增速低于行业平均，我们认为，在经济复苏仍乏力的情况下，今年公司客货运数据可能会维持这种温和增长态势。
- 我们认为今后公司的业绩和股价走势将主要取决于油价水平。国际油价自 2011 年初开始快速攀升，自 4、5 月份开始高位盘整，并一直维持在高水平。因此如果今后油价仍处于高位的话，公司燃油成本在今年上半年仍将面临较大压力，大幅侵蚀公司利润空间。

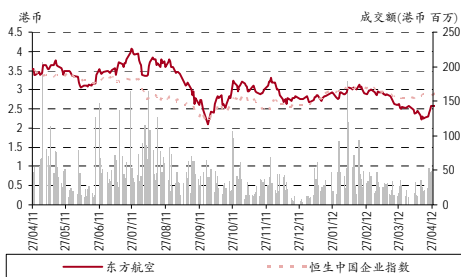
估值

- 分别基于 15 倍和 10 倍 2012 年市盈率，我们将公司 A 股和 H 股目标价分别下调为 4.94 元人民币和 3.70 港币。维持买入评级。

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)	74,958	83,975	92,812	102,950	114,311
变动(%)	88	12	11	11	11
净利润(人民币 百万)	4,604	5,295	3,704	4,525	5,130
全面摊薄每股收益(人民币)	0.408	0.470	0.329	0.401	0.455
变动(%)	449.7	15.0	(30.0)	22.1	13.4
市场预期每股收益(人民币)	-	0.508	0.485	0.546	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.391	0.408	0.495
调整幅度(%)	-	-	(16.1)	(1.6)	(8.0)
核心每股收益(人民币)	0.408	0.470	0.329	0.401	0.455
变动(%)	449.7	15.0	(30.0)	22.1	13.4
全面摊薄市盈率(倍)	9.9	8.6	12.3	10.1	8.9
核心市盈率(倍)	9.9	8.6	12.3	10.1	8.9
每股现金流量(人民币)	0.93	1.19	1.29	1.56	1.74
价格/每股现金流量(倍)	4.4	3.4	3.1	2.6	2.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.8	9.8	7.5	6.4	5.5
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

股价表现—H股


(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(8)	2	(8)	(24)
相对恒生中国企业指数	(17)	(3)	(7)	(8)

发行股数(百万)	11,277
流通股(%)	42
流通股市值(港币 百万)	12,223
3个月日均交易额(港币 百万)	42
净负债比率(%) (2012E)	244
主要股东(%)	
中国东方航空集团公司	43

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2012年4月30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)	74,462	83,464	93,662	103,902	115,271
变动(%)		12	12	11	11
净利润(人民币 百万)	4,923	4,443	3,378	4,165	4,645
全面摊薄每股收益(人民币)	0.437	0.394	0.300	0.369	0.412
变动(%)		(9.7)	(24.0)	23.3	11.5
市场预期每股收益(人民币)			0.323	0.388	0.415
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.378	0.392	0.484
调整幅度(%)	-	-	(20.7)	(5.8)	(15.0)
核心每股收益(人民币)	0.437	0.394	0.300	0.369	0.412
变动(%)		(9.7)	(24.0)	23.3	11.5
全面摊薄市盈率(倍)	4.8	5.3	7.0	5.7	5.1
核心市盈率(倍)	4.8	5.3	7.0	5.7	5.1
每股现金流量(人民币)	0.94	1.21	1.37	1.69	1.85
价格/每股现金流量(倍)	2.2	1.7	1.5	1.2	1.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.3	7.4	5.5	4.7	4.0
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

图表 1.2012 年 1 季度业绩摘要 (A/H 股)

(人民币, 百万)	11 年 1 季度	12 年 1 季度	同比变动(%)
营业收入	18,157.81	19,324.12	6.42
减: 营业总成本	(17,390.32)	(19,566.51)	12.51
营业成本	(15,265.26)	(17,247.30)	12.98
营业税金及附加	(366.35)	(156.28)	(57.34)
销售费用	(1,183.80)	(1,209.90)	2.20
管理费用	(541.33)	(557.18)	2.93
财务费用-净额	(33.58)	(395.88)	1,078.92
资产减值损失	0	0.03	n.a.
加: 公允价值变动收益	104.43	9.13	(91.26)
投资收益	28.88	37.56	30.06
营业亏损	900.81	(195.71)	(121.73)
加: 营业外收入	174.27	414.83	138.04
减: 营业外支出	(5.68)	(9.52)	67.61
利润总额	1,069.40	209.6	(80.40)
减: 所得税费用	(19.54)	(29.98)	53.43
净利润	1,049.86	179.62	(82.89)
少数股东损益	37.1	(86.91)	(334.26)
归属于母公司股东的净利润	1,012.77	266.53	(73.68)
每股收益	0.0898	0.0236	(73.68)

主要比率(%)

毛利率	13.9	9.9
经营利润率	5.0	(1.0)
净利率	5.6	1.4
净资产收益率	6.29	1.30

资料来源：公司数据

图表 2. 东方航空 2012 年 1 季度主要运营数据

	合计	2012 年 1 季度		
		国内	国际	港澳台地区
旅客周转量同比	5.31	6.41	3.74	(2.76)
货邮周转量同比	20.75	(2.15)	30.92	(26.05)
客座率同比	1.62	(0.01)	4.92	3.64
货运载运率同比	1.15	(1.76)	0.83	(3.45)

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	74,958	83,975	92,812	102,950	114,311
销售成本	(60,727)	(70,448)	(75,916)	(83,691)	(92,218)
经营费用	(2,458)	(2,415)	(2,575)	(2,780)	(3,127)
息税折旧前利润	4,788	3,741	6,111	7,297	8,810
折旧及摊销	(6,986)	(7,371)	(8,209)	(9,183)	(10,156)
经营利润(息税前利润)	11,774	11,112	14,320	16,480	18,966
净利息收入/(费用)	(2,259)	(1,507)	(1,950)	(1,957)	(2,083)
其他收益/(损失)	2,536	2,812	(31)	(31)	(31)
税前利润	5,065	5,045	4,129	5,309	6,695
所得税	(138)	265	(190)	(495)	(1,242)
少数股东权益	(323)	(16)	(235)	(290)	(323)
净利润	4,604	5,295	3,704	4,525	5,130
核心净利润	4,604	5,295	3,704	4,525	5,130
每股收益(人民币)	0.408	0.470	0.329	0.401	0.455
核心每股收益(人民币)	0.408	0.470	0.329	0.401	0.455
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	88	12	11	11	11
息税前利润增长(%)	(263)	(22)	63	19	21
息税折旧前利润增长(%)	393	(6)	29	15	15
每股收益增长(%)	450	15	(30)	22	13
核心每股收益增长(%)	450	15	(30)	22	13

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	5,065	5,045	4,129	5,309	6,695
折旧与摊销	6,986	7,371	8,209	9,183	10,156
净利息费用	2,259	1,507	1,950	1,957	2,083
运营资本变动	(2,091)	1,194	(15)	1,683	1,891
税金	(138)	265	(190)	(495)	(1,242)
其他经营现金流	(1,635)	(1,919)	482	0	0
经营活动产生的现金流	10,444	13,464	14,566	17,636	19,583
购买固定资产净值	(9,961)	13,548	(12,210)	(14,210)	(15,210)
投资减少/增加	525	344	0	0	0
其他投资现金流	1,000	(28,672)	245	(8)	8
投资活动产生的现金流	(8,436)	(14,780)	(11,965)	(14,218)	(15,202)
净增权益	519	1,005	0	0	0
净增债务	3,890	51,590	(2,782)	(2,000)	1,000
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(5,062)	(50,459)	4,950	2,763	2,154
融资活动产生的现金流	(652)	2,136	2,168	763	3,154
现金变动	1,356	820	4,769	4,181	7,535
期初现金	1,735	3,078	3,861	8,630	12,811
公司自由现金流	2,009	(1,316)	2,601	3,418	4,381
权益自由现金流	4,212	52,132	(2,132)	(538)	3,298

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	3,078	3,861	8,630	12,811	20,346
应收帐款	7,284	7,809	7,722	8,569	9,514
库存	1,287	1,556	1,763	1,956	2,172
其他流动资产	71	487	0	0	0
流动资产总计	11,721	13,712	18,115	23,336	32,031
固定资产	68,109	71,565	77,806	83,073	87,367
无形资产	1,822	1,899	1,859	1,819	1,779
其他长期资产	19,158	25,038	22,598	22,406	23,198
长期资产总计	89,089	98,503	102,263	107,298	112,344
总资产	100,810	112,215	120,378	130,635	144,376
应付帐款	21,041	21,927	24,926	27,649	30,700
短期债务	17,810	21,404	19,404	17,404	15,404
其他流动负债	316	333	51	51	51
流动负债总计	39,168	43,665	44,382	45,105	46,156
长期借款	43,760	45,268	49,882	54,601	61,838
其他长期负债	1,307	1,137	29	29	29
股本	11,277	11,277	11,277	11,277	11,277
储备	4,301	9,161	12,865	17,390	22,520
股东权益	15,577	20,437	24,142	28,666	33,797
少数股东权益	999	1,708	1,943	2,232	2,555
总负债及权益	100,810	112,215	120,378	130,635	144,376
每股帐面价值(人民币)	1.38	1.81	2.14	2.54	3.00
每股有形资产(人民币)	1.22	1.64	1.98	2.38	2.84
每股净负债/(现金)(人民币)	5.19	5.57	5.38	5.25	5.05

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(%)	15.7	13.2	15.4	16.0	16.6
息税前利润率(%)	6.4	4.5	6.6	7.1	7.7
税前利润率(%)	6.8	6.0	4.4	5.2	5.9
净利率(%)	6.1	6.3	4.0	4.4	4.5
流动性					
流动比率(倍)	0.3	0.3	0.4	0.5	0.7
利息覆盖率(倍)	2.1	2.3	2.9	3.3	3.5
净权益负债率(%)	352.9	283.6	232.5	191.6	156.5
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
估值					
市盈率(倍)	9.9	8.6	12.3	10.1	8.9
核心业务市盈率(倍)	9.9	8.6	12.3	10.1	8.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	12.1	10.5	15.0	12.3	10.9
市净率(倍)	2.9	2.2	1.9	1.6	1.3
价格/现金流(倍)	4.4	3.4	3.1	2.6	2.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.8	9.8	7.5	6.4	5.5
周转率					
存货周转天数	6.7	7.4	8.0	8.1	8.2
应收帐款周转天数	26.8	32.8	30.5	28.9	28.9
应付帐款周转天数	98.2	93.4	92.1	93.2	93.2
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	48.6	29.4	16.6	17.1	16.4
资产收益率(%)	5.4	3.5	5.0	5.3	5.2
已运用资本收益率(%)	7.5	4.6	6.8	7.7	8.5

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	74,462	83,464	93,662	103,902	115,271
销售成本	(58,158)	(66,699)	(75,134)	(82,839)	(91,289)
经营费用	(3,850)	(5,640)	(4,158)	(4,552)	(5,098)
息税折旧前利润	5,697	4,172	6,136	7,303	8,704
折旧及摊销	(6,758)	(6,954)	(8,234)	(9,207)	(10,181)
经营利润(息税前利润)	12,455	11,126	14,370	16,511	18,884
净利息收入/(费用)	(1,432)	(1,340)	(2,333)	(2,354)	(2,494)
其他收益/(损失)	1,118	1,876	0	0	0
税前利润	5,383	4,708	3,803	4,949	6,209
所得税	(133)	(264)	(190)	(495)	(1,242)
少数股东权益	(326)	(1)	(235)	(290)	(323)
净利润	4,923	4,443	3,378	4,165	4,645
核心净利润	4,923	4,443	3,378	4,165	4,645
每股收益(人民币)	0.437	0.394	0.300	0.369	0.412
核心每股收益(人民币)	0.437	0.394	0.300	0.369	0.412
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	n.a.	12	12	11	11
息税前利润增长(%)	n.a.	(27)	47	19	19
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(11)	29	15	14
每股收益增长(%)	n.a.	(10)	(24)	23	12
核心每股收益增长(%)	n.a.	(10)	(24)	23	12

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	5,383	4,708	3,803	4,949	6,209
折旧与摊销	6,758	6,954	8,234	9,207	10,181
净利息费用	1,432	1,340	2,333	2,354	2,494
运营资本变动	(2,845)	30	474	2,143	2,381
税金	(99)	(158)	(190)	(495)	(1,242)
其他经营现金流	12	750	851	851	851
经营活动产生的现金流	10,641	13,623	15,504	19,010	20,875
购买固定资产净值	(9,987)	(13,550)	(8,210)	(10,210)	(11,210)
投资减少/增加	1,694	345	529	5	6
其他投资现金流	(340)	(1,734)	154	288	404
投资活动产生的现金流	(8,633)	(14,939)	(7,527)	(9,917)	(10,800)
净增权益	519	1,005	0	0	0
净增债务	515	2,989	(2,149)	(3,552)	(1,015)
支付股息	(42)	(157)	0	0	0
其他融资现金流	(1,645)	(1,701)	(2,487)	(2,642)	(2,898)
融资活动产生的现金流	(652)	2,136	(4,636)	(6,195)	(3,914)
现金变动	1,356	820	3,341	2,898	6,161
期初现金	1,735	3,078	3,861	7,202	10,101
公司自由现金流	2,009	(1,316)	7,977	9,093	10,074
权益自由现金流	879	(28)	3,341	2,898	6,161

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	3,078	3,861	7,202	10,101	16,262
应收帐款	7,284	7,809	10,415	11,562	12,835
库存	1,287	1,556	2,125	2,337	2,571
其他流动资产	431	482	186	206	229
流动资产总计	12,080	13,708	19,928	24,206	31,897
固定资产	68,822	73,758	80,398	86,066	90,760
无形资产	11,333	11,354	11,313	11,273	11,233
其他长期资产	11,098	15,919	13,294	12,669	13,044
长期资产总计	91,254	101,031	105,005	110,008	115,037
总资产	103,334	114,739	124,933	134,214	146,934
应付帐款	21,793	22,705	32,640	36,234	40,225
短期债务	17,348	20,630	18,821	15,333	11,901
其他流动负债	122	51	284	309	338
流动负债总计	39,264	43,387	51,744	51,876	52,464
长期借款	40,425	41,405	43,197	47,456	54,181
其他长期负债	7,083	8,142	7,532	8,362	9,283
股本	11,277	11,277	11,277	11,277	11,277
储备	3,995	8,849	9,269	13,040	17,203
股东权益	15,271	20,126	20,546	24,317	28,480
少数股东权益	1,291	1,679	1,914	2,204	2,526
总负债及权益	103,334	114,739	124,933	134,214	146,934
每股帐面价值(人民币)	1.35	1.78	1.82	2.16	2.53
每股有形资产(人民币)	0.35	0.78	0.82	1.16	1.53
每股净负债/(现金)(人民币)	4.85	5.16	4.86	4.67	4.42

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(%)	16.7	13.3	15.3	15.9	16.4
息税前利润率(%)	7.7	5.0	6.6	7.0	7.6
税前利润率(%)	7.2	5.6	4.1	4.8	5.4
净利率(%)	6.6	5.3	3.6	4.0	4.0
流动性					
流动比率(倍)	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
利息覆盖率(倍)	3.8	2.9	2.5	2.8	3.0
净权益负债率(%)	330.3	266.8	244.1	198.7	160.7
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.6
估值					
市盈率(倍)	4.8	5.3	7.0	5.7	5.1
核心业务市盈率(倍)	4.8	5.3	7.0	5.7	5.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	6.9	7.6	10.0	8.1	7.3
市净率(倍)	1.5	1.2	1.2	1.0	0.8
价格/现金流(倍)	2.2	1.7	1.5	1.2	1.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.3	7.4	5.5	4.7	4.0
周转率					
存货周转天数	4.0	7.8	8.9	9.8	9.8
应收帐款周转天数	17.9	33.0	35.5	38.6	38.6
应付帐款周转天数	53.4	97.3	107.8	121.0	121.1
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	64.5	25.1	16.6	18.6	17.6
资产收益率(%)	10.8	3.6	4.9	5.1	5.0
已运用资本收益率(%)	15.5	5.4	7.5	8.7	9.8

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转载或转发的，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