



买入

28% ↑

目标价格:人民币 30.00

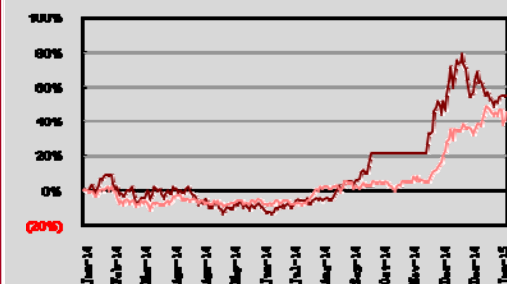
000415.CH

价格:人民币 23.45

目标价格基础: 38 倍 15 年市盈率

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	54.0	54.8	54.8	156.9
相对深证成指	25.3	42.5	21.9	54.3

发行股数(百万)	1,774
流通股(%)	88
流通股市值(人民币 百万)	31,779
3 个月日均交易额(人民币 百万)	777
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
海航资本集团有限公司	44

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2015 年 5 月 22 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

非银金融: 多元金融

魏涛, CPA

(8610)66229364

tao.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080004

郭晓露

(8610)66229361

xiaolu.guobj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514120001

渤海租赁

内外兼修, 国际化视野铸造辉煌

公司作为 A 股唯一纯正的全牌照租赁公司 (同时拥有内资、外资、金融租赁牌照), 业务发展触角多元化, 业务扩张能力和空间充足; 同时, 金融租赁及外资租赁牌照帮助公司打通低成本融资渠道, 公司盈利空间有逐步扩大的趋势。我们认为公司增发完成后, 业绩有望进入快速增长通道, 中长期股价有较大上升空间。首次覆盖给予买入评级, 目标价格 30.00 元。

支撑评级的要点

- 亮点一: 全牌照租赁龙头公司, 长期竞争力突出。
- 亮点二: 海外业务扩张迅猛, 受益低成本资金渠道、国内外业务协同及美元升值。
- 亮点三: 海航体系内, 飞机租赁将大展拳脚。
- 亮点四: 区位优势, 强势切入“一带一路”。
- 亮点五: 海航租赁业务上市平台, 资产整合有想象空间。
- 亮点六: 股权激励预期持续存在, 助力提升经营管理效率。
- 亮点七 (重点关注): 启动新一轮增发, 行业地位与盈利空间将大幅提升。

评级面临的主要风险

- 新一轮增发失败; 租赁行业景气度大幅下滑。

估值

- A 股市场中, 公司是唯一纯正租赁业标的, 其余从事租赁业公司基本都是多元经营, 因此, 估值水平仅具有一定的参考性。这类标的 2015 年预测市盈率水平在 28 倍左右, 公司为 26 倍 (不考虑增发)。按照公司未来 5 年业绩保持 30% 左右复合增长的保守预测, 以及公司标的稀缺性溢价, 我们认为, 可以给予公司 2015 年 35 倍-38 倍市盈率, 目标价 30.00 元, 首次覆盖给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(人民币, 百万)	6,376.49	6,851.96	9,993.29	12,388.34	17,250.56
同比(%)	155.90	7.46	45.85	23.97	39.25
归属母公司净利润(人民币, 百万)	1,052.52	913.20	1,407.21	1,880.53	2,584.97
同比(%)	113.95	(13.24)	54.10	33.64	37.46
净资产收益率(%)	18.60	9.33	13.05	15.52	18.53
每股收益(元)	0.59	0.51	0.79	1.06	1.46
每股净资产(元)	3.19	5.52	6.08	6.83	7.86
市盈率(倍)	39.53	45.56	29.57	22.13	16.10
市净率(倍)	7.35	4.25	3.86	3.43	2.98

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

市场定位：海航旗下融资租赁业务 A 股上市唯一平台	3
战略布局：国内渗透，海外并购	5
租赁行业：国内快速扩张，国外稳定增长.....	10
投资概要：七大亮点或造就股价中长期走强	16
盈利预测：有望实现业绩的长期高复合增长	19
估值及投资建议：看好中长期股价走势，积极配置	20
研究报告中所提及的有关上市公司.....	22

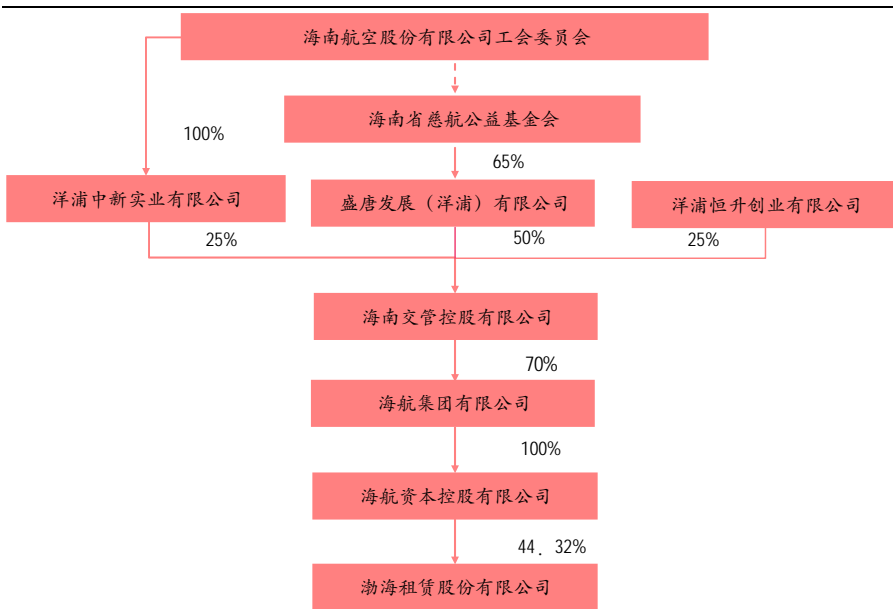
市场定位：海航旗下融资租赁业务 A 股上市唯一平台

海航资本入主，ST 汇通华丽变身

公司原名新疆汇通（集团）股份有限公司，主营建筑工程施工建设、水务及水利建设投资等。2010 年 1 月，公司启动重大资产重组工作，以评估基准日的全部资产和负债与海航资本控股有限公司（以下简称“海航资本”）持有的天津渤海租赁有限公司 6.55% 的等值股权进行置换，同时向天津渤海租赁有限公司全体股东发行 67,601.26 万股购买其持有的天津渤海租赁有限公司其余 93.45% 的股权，发行价格为每股 9 元。2011 年 10 月 26 日，公司通过资产置换及发行股份方式购买天津渤海租赁有限公司 100% 股权的重大资产重组完成，主营业务变更为市政基础设施租赁、电力设施和设备租赁、交通运输基础设施和设备租赁以及新能源、清洁能源设施和设备租赁，公司更名为渤海租赁股份有限公司，股票简称“渤海租赁”。

重组完成后，海航资本直接持有公司 44.90% 的股份，并通过全资子公司天津天信嘉盛投资有限公司间接持有公司 4.26% 的股份，成为公司第一大股东。海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）为公司实际控制人，除通过海航资本间接持有公司 49.16% 的股份外，还通过持股 28.25% 的天津燕山股权投资基金有限公司间接持有公司 12.2% 的股份。公司的最终实际控制人为海南航空股份有限公司工会委员会。

图表 1. 渤海租赁实际控制人及股权情况



资料来源：公司公告，中银国际研究

海航集团于 2000 年 1 月经国家工商行政管理局批准组建，通过多年的资源整合和资本运作，已发展成为一家以航空旅游、现代物流和现代金融服务为三大支柱产业的现代服务业综合运营商，产业覆盖航空、物流、金融、旅游、实业、商业、机场管理和其他相关产业。海航集团为投资控股公司，其实际运营业务均通过下属公司运行。截至 2014 年底，海航集团总资产近 4,500 亿元，2014 年实现收入近 1,700 亿元。

海航资本是海航集团核心产业集团之一，拥有投资银行、租赁、保险、信托、证券、银行、期货、基金、保理等传统及创新金融业务，致力于打造境内外两个平台，发展虚拟金融与实体金融，构建完整的金融服务链条。截至 2014 年 12 月底，海航资本资产规模逾 5,000 亿元，拥有各类成员公司近 30 家，国内营业网点逾 1,200 家，业务遍及北京、上海、天津、深圳、香港、新加坡、悉尼等 100 个大中城市。

图表 2. 海航资本主要控股和参股公司（截至 2014 年 3 月 31 日）

子公司全称	注册资本（万元）	持股比例（%）	经营范围	公司简称
长江租赁有限公司	383,000	100	租赁	长江租赁
扬子江国际租赁有限公司	130,883	100	租赁	扬子江租赁
浦航租赁有限公司	370,000	60.22	租赁	浦航租赁
海航租赁控股（北京）有限公司	10,000	100	租赁	海航租赁
渤海租赁股份有限公司	126,925	47.97	租赁	渤海租赁
渤海国际信托有限公司	200,000	44.9	信托	渤海信托
渤海国际保理有限公司	10,000	51	保理	渤海保理
天津渤海融资担保有限公司	25,000	60	担保	渤海担保
天津燕山小额贷款有限公司	20,000	100	小额贷款	燕山小贷
亿城投资集团股份有限公司	143,023	19.98	房地产为主的综合类	亿城投资

资料来源：公司公告，中银国际研究

战略布局：国内渗透，海外并购

渤海租赁是一家专业租赁控股公司，业务定位为市政基础设施租赁、电力设施和设备租赁、交通运输基础设施和设备租赁以及新能源、清洁能源设施和设备租赁。核心资产主要隶属于全资子公司天津渤海租赁有限公司，该公司成立于2007年12月4日，是商务部批准的第五批内资融资租赁试点企业之一。经过多次增资扩股，天津渤海注册资本增加至62.61亿元，位居国内融资租赁公司前列。

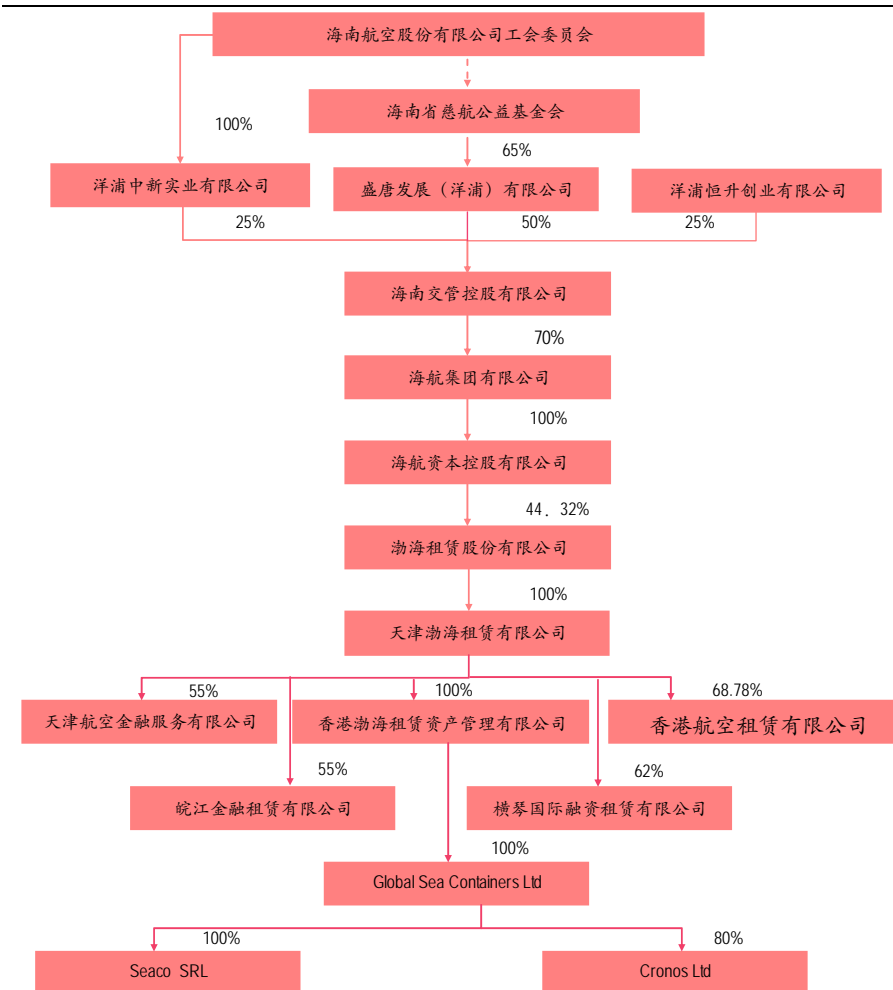
图表3.中国融资租赁十强企业排行榜（截至2014.12.31）

名次	企业名称	注册时间	注册地	注册资金（亿元）
1	工银金融租赁有限公司	2007	天津	110
2	远东国际租赁有限公司	1991	上海	84.59
3	国银金融租赁有限公司	1984	深圳	80
4	浦航租赁有限公司	2009	上海	76.6
5	平安国际融资租赁有限公司	2012	上海	75
6	天津渤海租赁有限公司	2008	天津	62.6
7	交银金融租赁有限责任公司	2007	上海	60
7	招银金融租赁有限公司	2007	上海	60
7	昆仑金融租赁有限责任公司	2010	重庆	60
8	长江租赁有限公司	2004	天津	58
9	民生金融租赁股份有限公司	2007	天津	50.95
10	兴业金融租赁有限公司	2010	天津	50
10	太平石化金融租赁有限责任公司	2014	上海	50

资料来源：多元视角信息中心，中银国际研究

借壳上市以来，公司国内外的几次业务布局都以天津渤海为平台进行，发展战略逐渐清晰。国内方面，业务及融资渠道全面拓展，分享租赁行业的快速增长；国外方面，通过兼并收购获得外延式成长，同时发挥国外租赁公司在人才、技术、管理等方面先进经验，形成国内外业务和团队的协同效应，提升综合竞争力。

经过四年的运作，渤海租赁的收入、利润规模实现了大幅增长。2014年，实现营业收入68.52亿元，实现净利润9.13亿元。下面我们将依循公司的战略发展路径，对公司主要的几块租赁资产（皖江租赁、横琴租赁、HKAC、SEACO、CRONOS）进行分别介绍。

图表 4. 渤海租赁控股子公司股权结构


资料来源：公司公告，中银国际研究

国内：全业态、全牌照的租赁业龙头

2011年年底，公司组建皖江金融租赁有限公司（以下简称“皖江租赁”），获得一张金融租赁公司的牌照。2013年又与澳门南通信托合资设立了横琴国际融资租赁有限公司，是一家中外合资的融资租赁公司。至此，公司囊括了国内“内资租赁”、“外资租赁”、“金融租赁”三大租赁业态，业务资源、融资渠道不断丰富，综合实力进一步提升。

皖江金融租赁有限公司（皖江租赁）

公司成立于2011年12月31日，由天津渤海与芜湖市建设投资有限公司、美的集团有限公司共同出资30亿元在安徽省芜湖市投资组建，其中天津渤海出资16.5亿元，持股比例55%；芜湖市建设投资有限公司出资9.9亿元、持股比例33%；美的集团有限公司出资3.6亿元，持股占比12%。

皖江租赁属银监会监管的金融租赁公司，相对内资租赁公司，金融租赁公司的融资渠道更宽，除向金融机构借款、境外外汇借款外，还可通过发行金融债券、同业拆借、吸收股东一年期以上定期存款等方式融资，且融资成本更低。公司已于 2014 年 4 月加入全国银行间拆借市场，同时公司正积极申请发行金融债券和资产证券化，这将有利于公司拓宽融资渠道，降低资金成本、提高流动性管理水平，进一步提升公司竞争力。金融租赁公司资产和盈利规模总体高于内资和外资租赁公司，我们看到，目前国内 2,000 多家租赁企业中，拥有金融租赁牌照的仅 20 多家，但是业务总量占比在 40% 以上。可见，皖江租赁的金融租赁牌照是竞争力较强的稀缺资源，将会是公司未来着力打造的业务板块之一。

图表 5.2014 年全国融资租赁业务发展概况

	2014 年底业务 总量 (亿元)	2013 年底业务 总量 (亿元)	2014 年底比上 年底增加 (亿 元)	2014 年底比上 年底增长 (%)	2014 年底业务 总量所占比重 (%)
金融租赁	13,000	8,600	4,400	50.2	40.6
内资租赁	10,000	6,900	3,100	44.9	31.3
外资租赁	9,000	5,500	3,500	63.6	28.1
总计	32,000	21,000	11,000	52.4	100

资料来源：中国租赁联盟，多元视角信息中心

截至 2014 年底，皖江租赁注册资本规模排名全国金融租赁公司第 12 位。2012 年正式运营以来，总资产规模一直处于快速扩张阶段，2014 年底总资产达到 178.91 亿元，净资产达到 35.51 亿元，净利润达到 3.47 亿元，权益净利润约 1.9 亿元，对公司的净利润贡献在 15% 以上。随着规模的逐步扩张，盈利规模和业绩贡献都将是提升趋势。

横琴国际融资租赁有限公司（横琴租赁）

公司成立于 2013 年 10 月，是天津渤海与澳门南通信托投资有限公司、珠海大横琴投资有限公司共同出资 1,000 万美元在珠海市横琴新区投资组建的外资租赁公司，天津渤海持股比例 51%，澳门南通信托持股 25%，珠海大横琴持股 24%。公司未来发展主要具备两方面优势：一是依托横琴新区金融创新及地缘优势，在区域基础设施建设、飞机、船舶、海洋工程结构物等方面的业务空间较大，特别是基础设施建设，是横琴开发的启动工程和基础工程，投资规模较大，需要融资支持，租赁公司在相关业务上大有可为；二是澳门股东背景，境外低成本融资渠道打通，我们初步估计，通过境外融资可使公司利差水平扩大到两个点以上，直接扩大利润空间。

有鉴于此，渤海租赁对横琴租赁的发展给予了重点支持，2014 年 12 月再度对横琴租赁增资 2,000 万美元，增资后注册资本升至 3,000 万美元，天津渤海持股比例上升至 63%，澳门南通信托持股比例上升至 30%，珠海大横琴持股比例下降至 8%，公司和澳门股东南通信托对横琴租赁控制力提升，此外，按照 10 倍杠杆的规定，公司资本金规模提升也意味着租赁资产规模上限可以达到 3 亿美元（18 亿人民币）左右。横琴地区基础设施投资额估计在 200 亿左右的规模，因而我们预计后续横琴租赁还有继续增资的动力和空间。目前，横琴租赁仍处于运营初期，盈利贡献较小，随着业务规模的扩大，未来几年业绩贡献有望快速增长。

国外：兼并收购，主攻飞机和集装箱租赁

2012 年，以收购海航集团（香港）有限公司（现更名为香港航空租赁有限公司）为标志，公司租赁业务开始向海外延伸，并开始从事国际飞机租赁业务。此后，公司又先后收购了新加坡 Seaco SRL100%股权和 Cronos 集装箱租赁公司 80%股权，进军国际集装箱租赁业务。通过上述一系列业务布局，公司海外租赁资产实力大幅提升，在飞机和集装箱租赁领域，竞争力排名全球前列。

香港航空租赁有限公司 (HKAC) -- 飞机租赁

前身海航集团（香港）有限公司（简称“海航香港”），成立于 2006 年 4 月 22 日，初期主要负责代理海航集团成员企业在港澳地区的业务、飞机及航材进出口贸易、信息技术服务、融资及投资咨询服务等。2010 年 1 月，海航香港收购 Allco 的飞机租赁业务，并开始运营。2010 年底，将非飞机租赁业务资产剥离，专注于国际飞机租赁业务，在香港、伦敦设有办公地点，在全球范围内进行运作。HKAC 目前主要从事飞机经营性租赁业务，机队机龄合理，规模居于世界前列。主要机型包括 A320-200、B737-800、A330-200 等，集中分布于亚洲、欧洲、北美。公司业务领域包括：定期航线、国家航空公司、干线、低成本航空、地区航空与包租/飞机保险，尤为注重低成本航空业务。

图表 6. 香港航空租赁未来年度机队规划（架）

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
机队规模	71	75	76	75	78	82	86	87	89	86
管理飞机	37	34	30	28	26	22	20	13	9	5
自有飞机	32	32	29	21	19	19	15	13	13	10
新增加的飞机	2	9	17	26	33	41	51	61	67	71
报表内飞机合计	34	41	46	47	52	60	66	74	80	81

资料来源：公司公告，中银国际研究

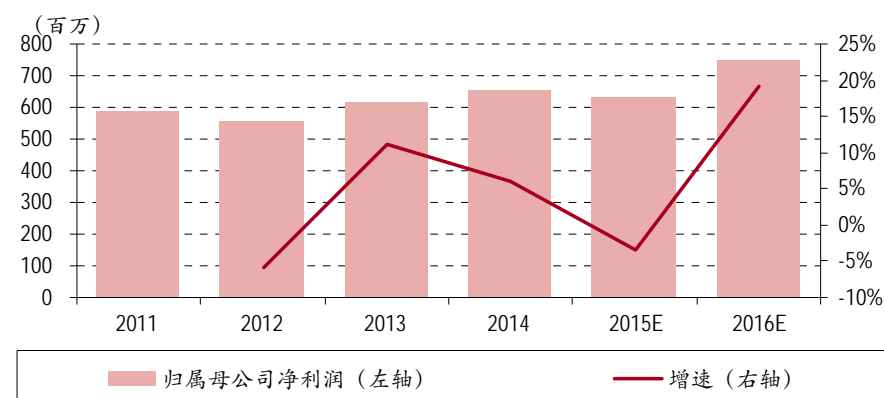
海航香港原为公司实际控制人海航集团的全资子公司，2012 年 8 月，公司通过全资子公司天津渤海以 164,725.40 万元现金和承接海航集团及海航国际总部对海航香港的 78,274.60 万元债务的方式购买了海航香港 100%股权，成为国内第一家从事国际飞机租赁业务的上市公司。收购改组后更名为香港航空租赁有限公司 (HKAC)。HKAC 充分发挥总部所在地香港的区位优势，努力将香港打造成为国际航空租赁与融资中心，与全球承租人保持着良好的合作关系，主要客户包括 IndiGo、Jetstar、RyanAir、夏威夷航空、海南航空等国际知名航空公司。同时，与渤海租赁旗下成员公司一道，开拓中国大陆境内飞机经营性租赁市场。收购改组后，两年多时间，HKAC 实现了规模的快速增长，截至 2014 年末，HKAC 总资产规模已经达到 140 亿元，较 2011 年末公司收购前总资产增长 62.32%；净资产规模达 36.08 亿元，较 2011 年末增长 97.48%。14 年实现营业收入 13.08 亿，净利润 2.49 亿，是重要的盈利来源。

Seaco SRL—集装箱租赁

Seaco SRL 是世界第六大集装箱租赁公司，资产总额超过 29 亿美元，业务网络覆盖六大洲，为世界 80 多个国家和地区的客户提供全方位的集装箱租赁服务，主要客户涵盖世界十大集装箱航运公司。

海航集团于 2011 年并购 Seaco SRL，持股比例 100%。2013 年底，渤海租赁通过增发募资收购 Seaco SRL 100% 股权（天津渤海是收购主体），正式进军国际集装箱租赁市场。截至 2014 年末，Seaco SRL 总资产规模 189.27 亿元，净资产为 52.08 亿元，营业收入 31.69 亿元，净利润 6.54 亿元，对公司净利润贡献达 70% 左右，是最主要的盈利来源。集装箱租赁市场是垄断市场，集中度很高，新进入该领域较难，公司市场份额较稳定，这也是 Seaco SRL 历年盈利保持稳中有升的重要原因，同时也将为渤海租赁带来稳定的业绩贡献。此外，Seaco SRL 债券评级很高（2014 年 8 月在境外发行的 10 年期 5 亿美元资产证券化产品获得标准普尔评级服务公司和 DBRS 信用评级公司 A 评级），融资成本较低。

图表 7. Seaco SRL 历年归属母公司净利润情况



资料来源：公司公告，中银国际研究 注：2015~2016 年预测数据为公司收购 Seaco 时预测数据，2015 年预测净利润下降是由于 2014 年实际发生数超出此前预测。相信通过 Seaco 和 Cronos 集装箱业务的整合，盈利能力还有较大提升空间，2015~2016 年大概率业绩将超出此前预测，保持良好的增长。

Cronos--集装箱租赁

Cronos 集装箱租赁公司全球排名第八，拥有并管理超过 82.3 万 TEU 的标准集装箱。Cronos 的注册地址位于百慕大，在美国、英国、新加坡、韩国、台湾、澳大利亚、荷兰、瑞典、和比利时等地设立了子公司及代表处，业务网络覆盖六大洲，为全球 400 多个客户提供全方位的集装箱租赁服务。Cronos 可以提供全系列的集装箱租赁服务，包括干式集装箱、冷藏集装箱、罐式集装箱和特种专用集装箱等。

2014 年 11 月天津渤海出资 38 亿元人民币现金购买 Cronos 集装箱租赁公司 80% 的股权，使得公司集装箱租赁业务优势巩固，与 seaco 合计市场份额达到 15% 左右，排名全球第一位。

截至目前，Cronos 股权收购已经交割完成，15 年将可以并表为公司贡献业绩。我们预计 Cronos 公司 2014 年实现净利润 4.5 亿元左右，对应 80% 权益净利润可达 3.63 亿，相当于公司 2014 年全年净利润的 40%，业绩贡献非常可观。

租赁行业：国内快速扩张，国外稳定增长

国内：政策支持下，快速扩张势头将延续

融资租赁规模快速成长，渗透率仍处于较低水平

我国自上世纪 80 年代从日本引进融资租赁后，从融资租赁合同余额即业务量来看，发展迅速，近年来增长率稳定在 30%至 40%。2014 年融资租赁额已经突破 30,000 亿大关，至 2013 年底我国现存融资租赁企业共 1,026 家，其中金融租赁 23 家，内资租赁 123 家，外资租赁 880 家，企业数量相对于 2012 年接近翻倍。

但从融资租赁渗透率这一重要指标来看，我国租赁行业发展与世界发达国家间仍存在巨大差距。根据世界租赁年鉴统计，目前发达国家融资租赁的市场渗透率大约在 15%-30%，可作为除银行信贷以外的第二大融资方式。以美国为例，根据美国设备租赁和金融协会（ELFA）官网公布数据可知，美国 2014 年的融资租赁额超过 9,000 亿美元，市场渗透率更是高达 40%。由此可见，尽管近年来我国融资租赁市场渗透率已经从 2006 年的 0.073%增长至 2014 年的 4.71%，纵向比较逐步提高，但是行业发展并没有与我国经济增长相适应，与我国庞大的固定资产投资相适应，还有较大的提升空间。

图表 8.中国融资租赁行业渗透率情况

年份	全国融资租赁 业务总量增长率(%)	全国固定资产投资总额 增长率(%)	融资租赁业务 市场渗透率(%)	融资租赁业务 GDP 渗透 率(%)	我国融资租赁 合同余额 (亿元)
2006		23.91	0.073	0.037	80
2007	200.00	24.84	0.175	0.090	240
2008	545.83	25.85	0.897	0.494	1,550
2009	138.70	29.95	1.647	1.085	3,700
2010	89.20	12.06	2.781	1.743	7,000
2011	32.90	23.76	2.986	1.966	9,300
2012	66.70	20.29	4.137	2.984	15,500
2013	35.50	19.11	4.706	3.572	21,003
2014	42.90	20.11	7.078	4.716	30,013

资料来源：2013-2014 中国金融租赁行业年度发展报告

经济状况与政策支持背景下，融资租赁业迎来黄金发展期

封闭经济和计划经济体制造成我国融资租赁业起步晚和发展迟缓，在当前开放经济和市场经济体制下，可以预计，制度因素对融资租赁业发展的阻碍将会日渐减少，我国融资租赁业在可预见的未来一段时间会有较快的发展。同时，我国正处于工业化中期，上世纪 90 年代以来工业对 GDP 贡献率一直维持在 36%~42%区间水平，工业化还有较长一段路要走。我国当前正处于与国际接轨，实施产业与产品结构战略性调整、产业升级换代的高峰期，这些都是融资租赁业发展的重要经济基础和市场条件。

反过来，融资租赁业作为金融业、制造业完善服务功能、经营链条化的产物，能够有效促进经济发展方式的转变。各类金融机构介入融资租赁，能够开辟资金配置渠道，是当前市场化配置资源的机制创新。在经济增速下行，企业盈利不佳的背景下，租赁行业客户需求往往会提升，这是因为融资租赁作为一种提高资金利用效率的方法，能够帮助企业节约成本，实现盘活存量资产。

习近平主席在 2013 年提出了“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”（简称“一带一路”）构想，之后在三中全会《决定》中上升为国家战略，在 2015 中央经济工作会议中，“一带一路”被确定为 2015 年区域发展的首要战略，相关区域的基础设施建设是一个巨大的市场，基于传统融资渠道的诸多限制，我们认为融资租赁业务与实体经济、实物资产紧密连接，业务空间广阔。

图表 9.2013-2014 年国内融资租赁主要政策

发布时间	发布机构	政策
13 年 1 月	天津市财政局	天津市出台促进融资租赁业发展的财税优惠政策
13 年 4 月	东莞市政府	广东省东莞市出台政策促进融资租赁业发展
13 年 7 月	商务部	关于加强和改善外商投资融资租赁公司审批与管理工作的通知
13 年 7 月	商务部	“全国融资租赁企业管理信息系统”
13 年 8 月	商务部	商务部通过融资租赁企业监督管理办法
13 年 8 月	国税局	关于调整进口飞机有关增值税政策的通知
13 年 9 月	国务院	上海自由贸易试验区金融业开放措施（融资租赁部分）
13 年 10 月	河南省商务厅	河南省出台融资租赁业“十二五”发展规划
13 年 12 月	央行	关于金融支持中国(上海)自由贸易试验区建设的意见
13 年 12 月	国务院	国务院办公厅关于加快飞机租赁业发展的意见
13 年 12 月	商务部	商务部部署加强融资租赁业监管工作
13 年 12 月	财政部	关于将铁路运输和邮政业纳入营业税改征增值税试点的通知
14 年 5 月	国务院	关于租赁企业进口飞机有关税收政策的通知
14 年 6 月	发改委	国家发展改革委关于飞机租赁企业订购国外飞机报备的通知
14 年 6 月	浙江经信委	关于在海宁市等 4 个县（市）开展中小企业融资租赁试点工作的通知
14 年 7 月	国家外汇管理局	国家外汇管理局关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知
14 年 7 月	银监会	金融租赁公司专业子公司管理暂行规定
14 年 7 月	人行天津分行	关于促进金融租赁发展服务实体经济的指导意见
14 年 7 月	商务部	中国（上海）自由贸易试验区条例
14 年 7 月	国务院	国务院关于加强发展生产性服务业促进产业结构调整升级的指导意见
14 年 8 月	国务院	国务院办公厅关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见
14 年 8 月	横琴新区	横琴新区促进融资租赁业发展试行办法
14 年 9 月	商务部	关于在全国开展融资租赁货物出口退税政策试点的通知
14 年 9 月	商务部	境外投资管理办法
14 年 12 月	商务部	商务部关于利用全国金融租赁企业管理信息系统进行租赁物等级查询等有关问题的公告

资料来源：中银国际研究整理

飞机租赁支持力度最大，有望加速发展

细分领域来看，飞机租赁专项政策支持力度最大，2014 年初，国务院办公厅发布国办发（2013）108 号文--《国务院办公厅关于加快飞机租赁业发展的意见》。文中明确，今后十年到二十年是我国大飞机市场开拓和航空制造业转型升级的关键时期，是我国飞机租赁发展的黄金时期。为此，108 号文明确了我国飞机租赁的“三步走”战略，并提出了七项发展飞机租赁的具体政策措施。

图表 10. 国务院办公厅关于加快飞机租赁业发展的意见（2013 年 12 月）

改进购租管理	尊重企业决策自主权，允许飞机租赁企业直接订购进口飞机。
加大融资力度	支持符合条件的飞机租赁企业拓宽融资渠道，鼓励股权投资基金和保险资金等各类资金进入飞机租赁业。
完善财税政策	租赁企业一般外贸项下进口飞机并租给国内航空公司使用的，享受与航空公司进口飞机同等税收优惠政策。
开拓国际市场	支持飞机租赁企业通过境外投资、兼并重组等方式拓展全球业务。
加强风险防控	在企业自主决策、自担风险的基础上，督促飞机租赁企业人深化改革，完善治理结构，提高专业技术能力，强化内部管控，及时掌握相关法规、政策，准确研判市场形势，防范重大决策失误和系统性风险。
完善配套条件	大力发展会计、审计、税务、保险、评估、咨询、代理、报关、律师、仲裁、机务维修等配套专业服务。完善飞机出入境、国籍登记和适航管理，探索创新海关特殊监管区域相关支持政策。
支持先行先试	充分发挥天津滨海新区、上海浦东新区和深圳前海现代服务业合作区初步形成的产业优势，探索探索三地飞机租赁企业提取风险准备金等多方面政策措施，并鼓励在风险可控前提下先行先试。

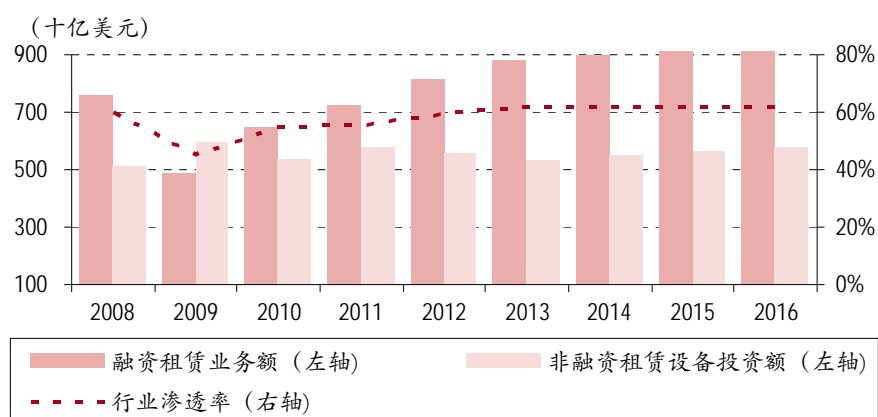
资料来源：《国务院办公厅关于加快飞机租赁业发展的意见》，中银国际研究

从国内飞机租赁行业发展趋势来看，我国飞机租赁行业正在经历高速发展期。根据航升报告的统计数据，2003 年至 2013 年，我国租用商用飞机数量复合年增长率为 15.0%，超过了商用飞机总数的复合年增长率 12.6%。截至 2013 年 12 月 31 日，我国的航空公司营运 2,080 架商用飞机，其中 38.4% 为租用飞机，但是早期国内飞机租赁市场一度被外资垄断，2007 年后国内飞机租赁公司开始跨越式发展，北京、上海、天津等城市对飞机租赁公司也提供了优惠税率及出口退税等优惠政策安排，提升了国内飞机租赁公司的竞争实力。根据航升报告的统计数据，2007 年至 2013 年，国内飞机租赁公司的市场占有率已从 9.1% 增至 37.8%。根据航升报告的预测，2018 年，我国租用商用飞机数量占商用飞机总数的占比为 40%，其中国内飞机租赁公司的市场占有率将达到 55%。

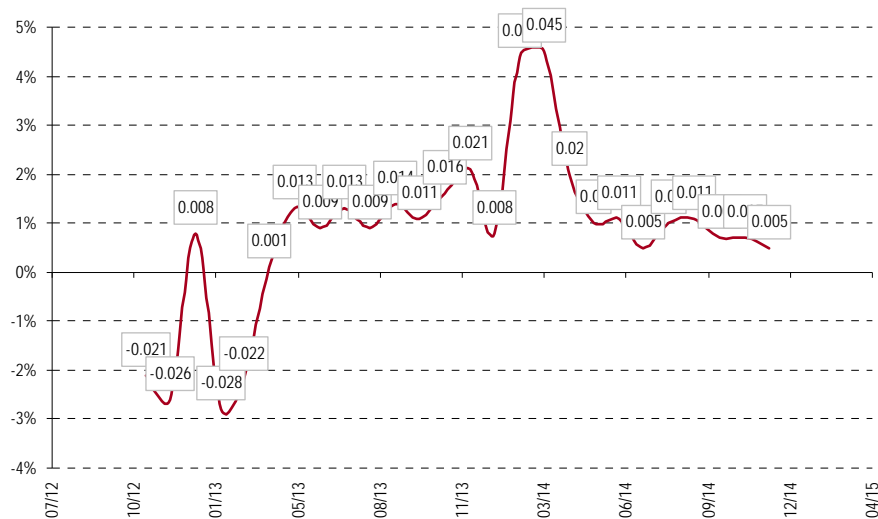
国外：运营成熟、稳定增长的市场

美国融资租赁行业规模稳步增长

美国目前仍是全球最大的融资租赁市场，14 年融资租赁额已达 9,000 亿美元（相当于 5.4 万亿人民币）。美国融资租赁行业规模在经过 09 年金融危机的冲击大幅下滑 35% 之后，10 年开始逐步恢复了稳中有增态势，同时行业渗透率回升到 60% 以上的水平。结合美国融资租赁行业雇员数量趋于稳定的情况，可以看出美国租赁市场已经趋于稳定和成熟。在美国经济温和复苏的过程中，融资租赁行业规模可能维持一个小幅增长的态势。

图表 11.美国融资租赁行业规模及渗透率


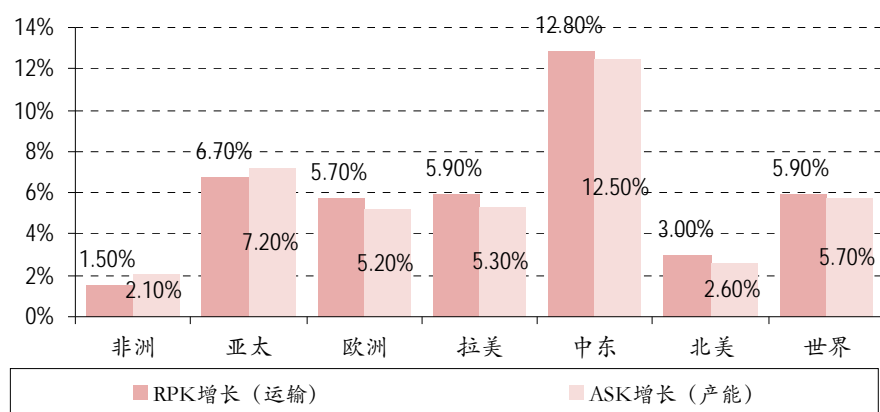
资料来源：美国设备租赁和金融协会 (ELFA) 官网，中银国际研究

图表 12.美国融资租赁行业雇员数量变动


资料来源：美国设备租赁和金融协会 (ELFA) 官网，中银国际研究

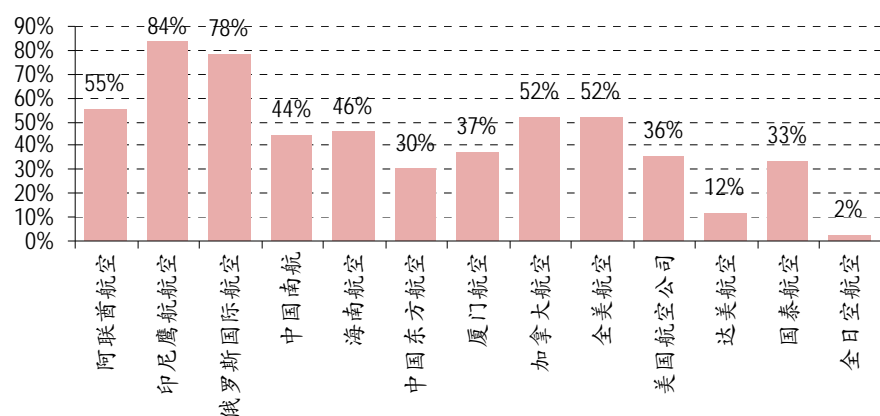
全球航空业繁荣给飞机租赁注入活力

尽管美国 and 欧洲等成熟市场中客运量已趋于稳定，但中东地区、亚太地区、拉丁美洲等新兴市场的经济快速增长，带动飞机数量和客运量的强劲增长，有力推动了世界航空运输业的发展，2014 年，这些地区的航空市场成长速度远超欧美，或将成为未来全球航空业繁荣的接续力量。

图表 13.2014 年全球各区域航空市场成长情况


资料来源：民航资源网，中银国际研究

据咨询机构航升的数据，全球经营性商用飞机租赁的渗透率（商用租赁飞机/商用飞机总数）从1981年的5%左右上升到2013年的近40%。按照这一趋势，全球航空市场的繁荣，有望为飞机租赁业务带来更高的增长弹性。

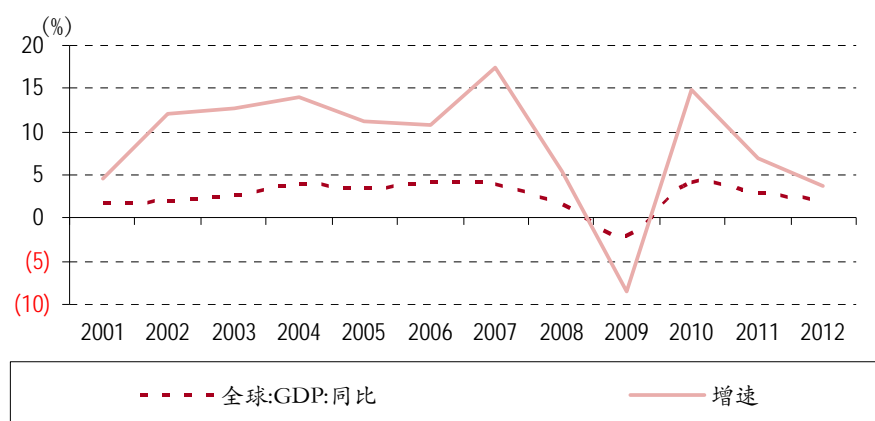
图表 14.各大航空公司飞机租赁比率


资料来源：网页资料，中银国际研究

经济复苏将带动集装箱租赁市场回温

集装箱租赁的发展速度与全球经济增长具备高度的正相关性（01年至12年高达90%），且具有更高的弹性。据国际货币基金组织预测，2015年全球GDP增长率为3.8%，正在缓慢回升，有望带动集装箱贸易增长率更快速的回升，对集装箱租赁需求也会得到提高。近几年，集装箱租赁业务发展迅速，全世界超过40%数量的集装箱来自租赁公司，业务弹性进一步上升。

图表 15.全球港口集装箱运输增速与经济增速高度正相关



资料来源：万得数据，中银国际研究

投资概要：七大亮点或造就股价中长期走强

亮点一：全牌照租赁龙头公司，长期竞争力突出

如上文所述，公司是全牌照租赁公司，国内各类租赁业态竞争格局的变迁，对公司造成的冲击可以很好的对冲，提升公司的抗风险能力，是公司的长期竞争优势所在。

亮点二：海外业务扩张迅猛，多重受益

近两年公司的发展战略逐步清晰，海外业务扩张迅猛，通过几次资产收购，重点布局飞机租赁和集装箱租赁两大板块，目前全球市占率分别排名第 20 位左右和第 1 位，占公司资产总额的 70% 左右。我们认为，公司可从三方面受益：

- 1、受益海外公司低成本融资：海外公司信用评级较高，发债成本非常低，我们估计目前国内外发债利差在 2~3 个点；
- 2、受益国内外业务协同：公司海外租赁公司都是实力雄厚的成熟公司，其团队管理经验、技术实力、客户市场都可以与国内业务团队充分共享，发挥国内外协同效应，提升国内业务团队的竞争力；
- 3、受益美元升值：公司海外资产主要为美元资产，2015 年，随着美国经济复苏，及加息预期逐步升温，美元升值趋势越来越明朗，公司美元资产占比大，将充分受益资产增值。

亮点三：海航体系内，飞机租赁将大展拳脚

截至 2015 年 2 月，海航集团旗下航空运输企业机队总规模 541 架，开通国内外航线 680 余条，通航城市 210 余个，年旅客运输量 6,822 万人次。运营管理海南航空、天津航空、金鹿公务、祥鹏航空、首都航空、西部航空、福州航空、乌鲁木齐航空、北部湾航空、扬子江快运、myCARGO、加纳 AWA 航空、法国蓝鹰航空等航空公司。

海航航空是海航集团旗下管理航空运输企业和航空相关企业的核心资产。海航航空以航空运输企业群为主体拓展全球布局，以航空维修技术（MRO）、通用航空（航校）、商旅服务（销售）、地面支援、航空物流等配套产业为支持打通全产业链。应该说渤海租赁置身海航集团体系之内，依托集团在航空产业链的市场规模和技术实力，发展飞机租赁有得天独厚的优势。

2013 年天津渤海在继续巩固基础设施领域专业地位的同时，与河北航空有限公司合作，完成了渤海租赁第一单飞机租赁业务，标志着天津渤海成功进入了国内飞机租赁市场，为后续操作的其他航空类项目奠定了基础。

亮点四：区位优势，强势切入“一带一路”

2015 年 3 月 28 日，国家发改委、外交部、商务部联合发布《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，系统勾勒了“一带一路”路线图。“一带一路”的建设是多层次的，其中，基础设施的互联互通是“一带一路”战略规划的实施重点，公司注册地在新疆，境内业务核心经营平台天津渤海注册在天津，区位优势明显。同时，天津渤海在基础设施、道路桥梁及轨道交通行业的经营经验丰富，将为天津渤海深入参与“一带一路”带来新的机遇。

亮点五：海航租赁业务上市平台，资产整合有想象空间

除渤海租赁外，海航集团下属仍有四家租赁公司，即浦航租赁（原名：大新华船舶租赁）、长江租赁、扬子江租赁、TIP Trailer Services。浦航租赁从事船舶租赁，而长江租赁、扬子江租赁主要从事海航集团内部的飞机租赁业务，TIP Trailer Services 是欧洲最大的拖车租赁公司，根据海航集团的战略规划安排，海航集团拟以公司为平台整合下属租赁业务资产，在条件成熟时逐步将上述租赁公司股权注入上市公司，逐步解决潜在同业竞争问题。公司近两年已经把飞机租赁作为重点发展的业务板块，未来相关资产整合具有想象空间。

日前，公司发布与长江租赁有限公司、浦航租赁有限公司、扬子江国际租赁有限公司签订《托管经营合同》暨关联交易公告，约定将浦航租赁、长江租赁、扬子江租赁的经营管理权全部委托给公司，包括但不限于人员、财务、资金、业务等全部经营管理工作。托管经营期间，上述三家公司资产产权隶属关系保持不变，其人员的劳动关系不受影响。托管期限 1 年，托管费用共 650 万/年。我们认为，此次托管有助于推进后续集团借助公司平台进行租赁资产整合，从而带来上市公司的业务规模扩张和价值提升。

亮点六：股权激励预期持续存在，助力提升经营管理效率

2014 年 5 月底，公司发布股权激励方案，激励对象共计 41 人，包括公司及子公司经营管理团队、部门级管理干部、业务骨干人员；股票来源为公司向激励对象定向发行新股；拟授予的股票期权为 1,670 万股，占公司已发行股本总额的 0.9412%；股票期权行权价格为 7.96 元。

从本次股权激励的行权业绩条件上看，以 2013 年扣非后净利润 6.05 亿元为基数（注：2013 年 Seaco SRL 贡献的 3.5 亿元净利润作为非经常性损益扣除，但 2014 年及以后年度均不作非经常性损益扣除），2014 年、2015 年、2016 年公司的扣非后净利润分别应不低于 10.53 亿元、13.13 亿元、17.06 亿元。由于海航香港（现为 HKAC）和 Seaco 收购时均有业绩承诺，剔除这两部分后，公司 2014 年-2016 年其他部分（主要是内地租赁业务）的净利润增长率应分别达到 32%、36%和 35%。可见，股权激励方案对国内业务目标要求较高，起到促进发展的作用。

公司方案发出后，至今还没有落地，时间已进入 2015 年，我们估计股权激励方案也会根据新形势进一步调整。

亮点七（重点关注）：启动新一轮增发，行业地位与盈利空间将大幅提升

2015年4月20日，公司公布新一轮增发预案，预案主要内容如下：

增发价：12.23元

增发股本：不超过13.08亿股

增发募资金额：160亿人民币

募集资金用途：1、增资HKAC开展飞机租赁业务80亿元；2、增资天津渤海开展租赁业务33.93亿元；3、偿还所欠GSCII债务26.07亿元；4、偿还所欠SeacoSRL债务并增资SeacoSRL开展集装箱租赁业务20亿元。

发行对象：海航资本32亿元；深圳兴航32亿元；天津通万16亿元；中加基金管理的中加邮储1号16亿元；中信建投基金管理的中信建投定增11号资产管理计划16亿元；广州城投16亿元；西藏瑞华16亿元；上海贝御16亿元。

控股股东股权变化：增发控股股东海航资本及其一致行动人燕山基金合计持有公司53.04%的股份；增发后海航资本及一致行动人燕山基金、深圳兴航、天津通万合计持有公司51.75%的股份，海航资本仍为控股股东。

对于本次增发，我们有如下观点：

1、资产规模与利润规模打开快速增长空间

渤海租赁启动规模达160亿的再融资，完成后净资产将由目前的120亿扩张到300亿左右，按照公司现有5倍杠杆水平，总资产规模可扩至1,500亿，考虑到杠杆率提升空间较大，资产规模有望突破2,000亿，公司将跻身全国租赁公司龙头地位，与业内一直处于领军地位的银行系金融租赁公司比肩。按照1,500~2,000亿目标规模粗略测算，公司利润规模有望达到30~40亿元，较14年约有230%~340%的增长空间。

2、优势产业将进一步巩固实力

公司近两年租赁发展逐步聚焦在飞机租赁和集装箱租赁，这两个领域市场排名分别排在第20位左右（估计值）和第1位（Seaco+Cronos），本次募资重点配置飞机租赁（80亿）和集装箱租赁（20），优势产业将进一步巩固实力。

天津渤海近两年成长迅速，短短几年时间资本金实力已位居国内同行前列，基于“一带一路”、天津自贸区等大的政策背景，公司业务发展空间广阔，本次计划对天津渤海增资34亿元，竞争优势有望进一步扩大。

3、控股股东及一致行动人参与50%，彰显信心

控股股东海航资本及其一致行动人共出资80亿，增发参与比例高达50%，且锁定期为三年，彰显对公司业务发展的支持和信心。

盈利预测：有望实现业绩的长期高复合增长

出于综合考虑，我们给出两种情景下，公司未来三年盈利预测如下：

情景一：不考虑增发，公司仅依靠内生增长可实现的盈利

假设条件：1、公司的杠杆率水平持续稳步提升；2、资产规模的扩张完全依靠杠杆率提升和留存利润的累加实现。

盈利预测结果：

图表 16.渤海租赁盈利预测（不考虑增发）

(人民币，百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	6,376.49	6,851.96	9,993.29	12,388.34	17,250.56
增长率(%)	155.90	7.46	45.85	23.97	39.25
归属母公司股东净利润	1,052.52	913.20	1,407.21	1,880.53	2,584.97
增长率(%)	113.95	(13.24)	54.10	33.63	37.46
净资产收益率(%)	18.60	9.33	13.05	15.52	18.53
每股收益(元)	0.59	0.51	0.79	1.06	1.46

资料来源：公司公告，中银国际研究预测

情景二：考虑增发，公司资产规模扩张依靠内生加外延

假设条件：1、2015 年底完成增发；2、资产规模的扩张依靠杠杆率提升、留存利润的累加、再融资多方面实现；3、增发资金的杠杆率增发完成后 5 年内逐步发挥（较为保守的假设）。

盈利预测结果：

图表 17.渤海租赁盈利预测（考虑增发）

(人民币，百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	6,376.49	6,851.96	9,993.29	16,779.86	22,551.68
增长率(%)	155.90	7.46	45.85	67.91	34.40
归属母公司股东净利润	1,052.52	913.20	1,407.21	2,389.62	3,023.68
增长率(%)	113.95	(13.24)	54.10	69.81	26.53
净资产收益率(%)	18.60	9.33	13.05	8.39	9.87
每股收益(元)—增发摊薄	0.83	0.55	0.79	0.78	0.98

资料来源：公司公告，中银国际研究预测

从上述预测可以看出，未考虑本次增发的情况下，公司未来三年依靠内生性增长，依然可以实现 30% 以上的快速增长。如果假设本次增发及对子公司的增资在 2015 年底完成，那么保守估计 2016 年开始的 5 年内，公司净利润的复合增长率可达到 26% 左右。

估值及投资建议：看好中长期股价走势，积极配置

A股市场中，公司是唯一纯正租赁业标的，其余从事租赁业公司基本都是多元经营，因此，估值水平仅具有一定的参考性。这类标的 2015 年预测市盈率水平在 35 倍左右，公司为 30 倍（不考虑增发）。按照公司未来 3 年业绩保持 30% 左右复合增长的保守预测，以及公司标的稀缺性溢价，我们认为，可以给予公司 2015 年 35 倍~38 倍市盈率，目标价 30.00 元，首次覆盖给予买入评级。

图表 18. 同类公司估值比较

证券简称	收盘价 (人民币)	每股收益(元)			市盈率(倍)		
		2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
渤海租赁	23.45	0.55	0.79	1.06	42.64	29.68	22.12
同类公司：							
中航资本	28.60	0.50	0.72	0.89	57.20	39.72	32.13
爱建股份	25.89	0.46	0.64	0.81	55.80	40.45	31.96
东莞控股	16.57	0.57	0.70	0.85	29.18	23.52	19.52
晨鸣纸业	10.55	0.26	0.43	0.57	40.58	24.31	18.42
合肥城建	23.99	0.54	0.69	0.75	44.43	34.83	31.93
金叶珠宝	30.02	0.26	0.64	0.96	115.46	47.11	31.39
同类公司平均					57.11	34.99	27.56

资料来源：万得，中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	3,254	4,190	6,492	12,845	17,155
应收和预付款项	676	714	1,312	1,199	2,298
存货	1	3	2	4	5
其他流动资产	5,257	7,866	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产和在建工程	25,475	27,316	24,047	20,778	17,508
无形资产和开发支出	1,112	1,104	1,068	1,055	1,055
其他非流动资产	20,812	25,971	25,813	25,654	25,654
资产总计	56,585	67,164	58,734	61,534	63,675
短期借款	4,395	9,151	0	0	0
应付和预收款项	6,964	3,826	3,140	4,062	3,619
长期借款	29,564	32,197	32,197	32,197	32,197
其他负债	7,276	9,392	9,392	9,392	9,392
负债合计	48,200	54,566	44,729	45,651	45,209
股本	1,269	1,774	1,774	1,774	1,774
资本公积	2,713	5,639	5,639	5,639	5,639
留存收益	1,677	2,376	3,373	4,705	6,537
归属母公司股东权益	5,660	9,789	10,786	12,118	13,950
少数股东权益	2,726	2,810	3,219	3,765	4,517
股东权益合计	8,386	12,598	14,004	15,883	18,466
负债和股东权益合计	56,585	67,164	58,734	61,534	63,675

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

利润表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	6,376	6,852	9,993	12,388	17,251
减: 营业成本	3,231	3,671	5,296	6,566	9,143
营业税金及附加	57	60	88	109	152
营业费用	52	59	85	106	148
管理费用	516	618	902	1,118	1,556
财务费用	905	992	1,178	1,231	1,781
资产减值损失	167	242	163	163	163
加: 投资收益	3	22	0	0	0
公允价值变动损益	0	2	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0	0
营业利润	1,452	1,234	2,282	3,096	4,308
加: 其他非经营损益	169	166	140	140	140
利润总额	1,621	1,400	2,422	3,236	4,448
减: 所得税	287	222	605	809	1,112
净利润	1,334	1,179	1,816	2,427	3,336
减: 少数股东损益	281	265	409	547	751
归属母公司股东净利润	1,053	913	1,407	1,881	2,585

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

中航资本(600705.CH/人民币 28.60, 买入)

爱建股份(600643.CH/人民币 25.89, 买入)

东莞控股(000828.CH/人民币 16.57, 未有评级)

晨鸣纸业(000488.CH/人民币 10.55, 未有评级)

合肥城建(002208.CH/人民币 23.99, 未有评级)

金叶珠宝(000587.CH/人民币 30.02, 未有评级)

以 2015 年 5 月 22 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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