



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年1月24日

互联网

研究部

金宇

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080207070053

jinyu@cicc.com.cn

钟文明

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010025

zhongwm@cicc.com.cn

杨磊

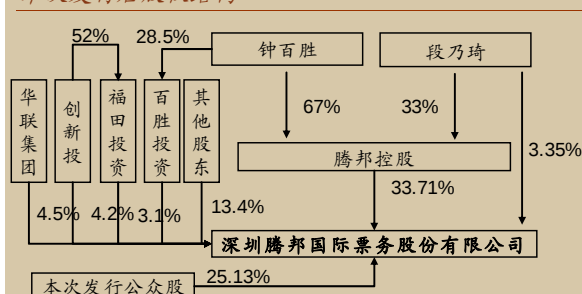
分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010045

vandlei3@cicc.com.cn

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	110.0	123.9	171.3	266.0	340.5
(+/-)	50%	13%	38%	55%	28%
主营业务利润	88.2	97.7	129.2	175.5	219.3
(+/-)	44%	11%	32%	36%	25%
营业利润	59.1	65.3	104.3	139.6	175.6
(+/-)	26%	11%	60%	34%	26%
净利润	46.8	53.1	86.1	115.8	147.5
(+/-)	29%	13%	62%	35%	27%
全面摊薄每股盈利(元)	0.39	0.44	0.72	0.97	1.24
(+/-)	29%	13%	62%	35%	27%
市盈率	80.4	71.0	43.8	32.5	25.5
市净率	27.95	15.34	3.06	2.83	2.59
EV/EBITDA	31.1	32.7	15.9	17.2	13.3
净资产收益率	34.8%	21.6%	7.0%	8.7%	10.1%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.6%	0.8%
每股经营现金流(元)	0.80	1.03	1.28	1.42	1.53
股价/经营现金	39.2	30.6	24.7	22.2	20.6

本次发行后股权结构



基本发行情况

发行股数:	3,000万股
发行后总股本:	11,940万股
发行股数占发行后总股本的比例:	25.13%
发行方式	网下向询价对象配售与网上向社会公众投资者定价发行相结合
初步询价及推介日期	2011年1月20日(T-5)至2011年1月24日(T-3)
预计发行日期	T日(1月27日)
发行前每股净资产:	3.43元(截至2010年9月30日)

资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

1/24/2010 (T-3 日)	初步询价、现场推介
1/25/2010 (T-2 日)	确定发行价格、刊登《网上路演公告》
1/26/2010 (T-1 日)	刊登《发行公告》、网上路演
1/27/2010 (T 日)	网上发行申购日、网下申购缴款日

腾邦国际 (300178.CH)

专注在线商旅服务市场, 建议询价价格 32 元

投资提示:

我们对腾邦国际 IPO 进行了投资价值分析, 建议询价价格为 32 元。预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.72 元、0.97 元和 1.24 元, 分别同比增长 62%、35%和 27%。相关互联网上市公司 2011 年交易市盈率为 38.3x 左右, 我们给予公司 2011 年 30-35x 合理市盈率区间, 综合考虑当前的市场环境、发行定价规则、公司的发行股数和互联网行业属性, 建议投资者可按 2011 年 33 倍市盈率参与询价, 2011 每股收益 0.97 元对应的股价为 32 元。

投资亮点:

- **在线旅行服务市场的长期增长前景向好。**中国旅游业正处于黄金发展期, 未来五年复合增长率为 14.7%, 而受益于从线下向线上转移这一不可逆转的趋势, 在线旅行服务市场增速将远超整个旅游业, 预计未来五年将呈年 40% 的高速增长。
- **腾邦国际机票代理业务优势地位明显。**腾邦国际目前年机票销售规模 40 亿元, 日均出票 1 万张。公司 BSP 中性机票销售量全国排名第二, 华南地区排名第一, 处于行业优势地位。机票销售的营运效率(包括单张机票销售佣金和单位销售成本)均优于携程和艺龙等大型综合在线旅行服务提供商。
- **差异化战略打造在线综合商旅服务平台。**商旅服务涉及“吃、住、行、游、购、娱”六大要素, 在个别项目竞争较为充分的情况下, 部分细分领域发展空间仍十分巨大。腾邦国际依靠现有优势业务, 将拓展国际航线、集团客户和提供高端商旅产品作为公司差异化营销的核心战略, 在上市融资获得资金支持后, 有机会打造实力较强的在线综合商旅服务平台并在部分细分领域脱颖而出。

风险:

机票代理市场竞争一步加剧, 机票价格及佣金率下滑; 跨地区业务拓展缓慢; 国际业务短期内的投入产出比较低; 竞争对手在部分细分领域抢先建立优势和竞争壁垒;

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

公司背景.....	3
投资亮点.....	4
在线旅行服务市场持续快速增长,	4
腾邦国际机票代理业务优势地位明显.....	5
国际业务+集团客户+高端商旅产品.....	6
财务预测与估值	8
驱动因素: 机票价格及佣金率、集团客户业务拓展、跨区域营销、国际业务.....	8
2011-2012 年 EPS 分别为 0.97 和 1.24 元.....	8
估值建议: 建议询价价格 32 元.....	8
风险	11

图表目录

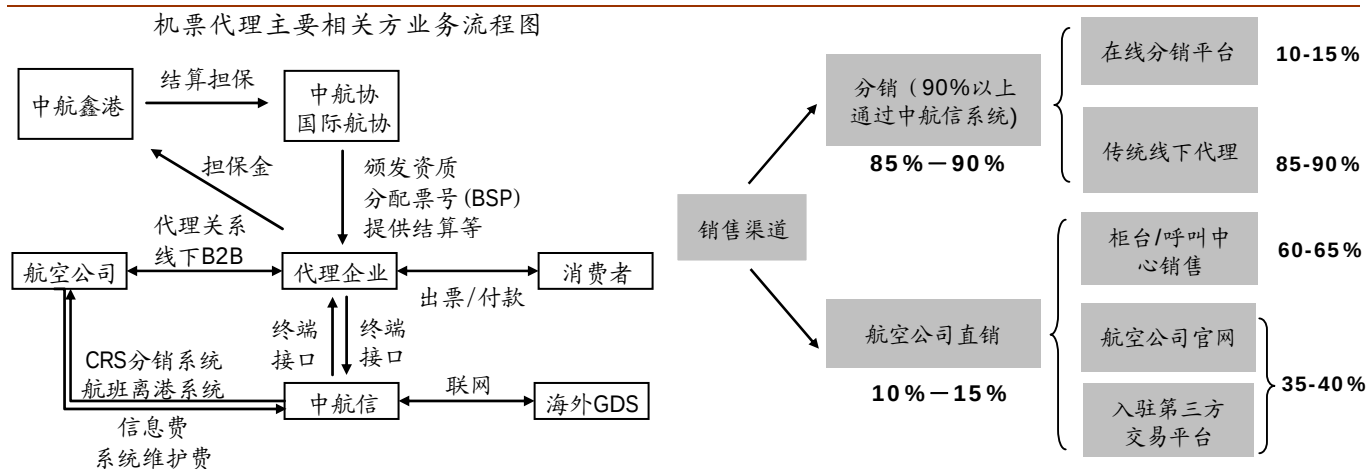
主要财务信息.....	1
近来事件.....	1
图表 1: 航空公司分销渠道及机票代理业务流程图	3
图表 2: 公司营业收入和净利润增速 (2007~2010E)	3
图表 3: 中国旅游业中长期增长趋势较为乐观.....	4
图表 4: 航空客流量稳步增长.....	4
图表 5: 互联网用户及在线预订用户规模	5
图表 6: 在线旅行市场增长率远高于整个旅游业.....	5
图表 7: 航空客运代理运营数据对比	5
图表 8: 机票佣金比例和收入规模对比.....	6
图表 9: 机票业务多渠道销售	6
图表 10: 合作销售(集团客户).....	7
图表 11: 生存发展路径.....	7
图表 12: 主要盈利预测情况 (2008A-2012E)	9
图表 13: 近期 A 股发行市盈率对比	10
图表 14: A 股传媒行业估值对比	10

公司背景

腾邦国际(深圳腾邦国际票务股份有限公司)定位为国内领先的在线综合商旅服务提供商,从传统机票代理业务起家,是国内最大的航空客运销售代理企业之一,目前年机票销售规模 40 亿元,日均出票 1 万张。公司 BSP 中性机票销售量全国排名第二,华南地区排名第一。除机票代理外,同时提供酒店预订、商旅管理、旅游度假和网上交易平台服务。目前机票代理销售佣金仍是主要收入来源,占全部收入的 95%以上。

国内航空客运机票销售分为航空公司直销和分销,航空公司直销包括柜台、呼叫中心、官方网站以及部分航空公司入驻第三方交易平台(如淘宝)这四种方式。分销是航空公司通过代理商将机票销售给用户,其中又以具有相关资质的代理商通过开票终端对接中航信的分销系统进行销售为主。

图表 1: 航空公司分销渠道及机票代理业务流程图

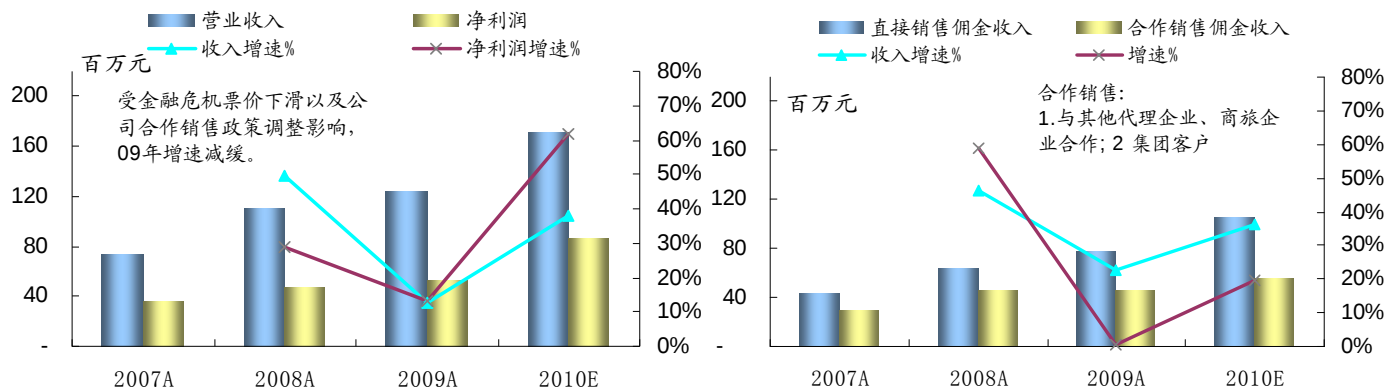


资料来源：招股说明书，艾瑞咨询，中金公司研究部

过去 3 年(2007~09)腾邦国际营收的年均复合增长率(CAGR)为 30%,净利润 CAGR 为 21%。预计 2010 年全年实现营业收入 1.71 亿元,净利润 8,600 万元,同比分别增长 38%和 62%。

腾邦国际毛利率从 07 年的逾 88.5%收窄至 10 年前三季度的 82.4%,主要因公司新增机器设备、办公设备和房屋等固定资产以适应业务规模的迅速增大,折旧摊销费用大幅增加所致。长期来看,随着其他商旅服务产品收入贡献的增加,毛利率会有所降低。2007~09 年营业利润率稳定在略高于 50%的水平,净利润率维持在略高于 40%的水平,主要得益于公司的规模效应以及在机票分销渠道中与航空公司的议价能力。

图表 2: 公司营业收入和净利润增速(2007~2010E)



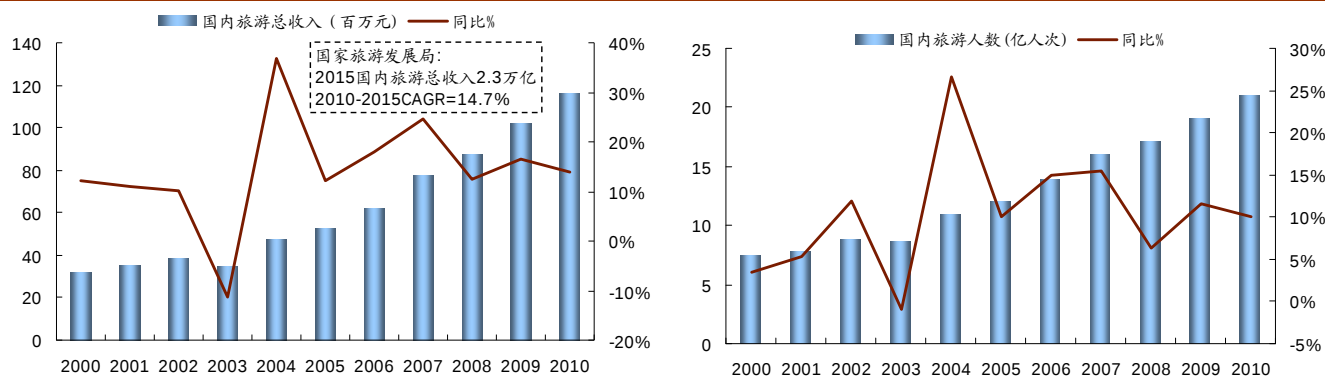
资料来源：公司资料，中金公司研究部

投资亮点

在线旅行服务市场持续快速增长，

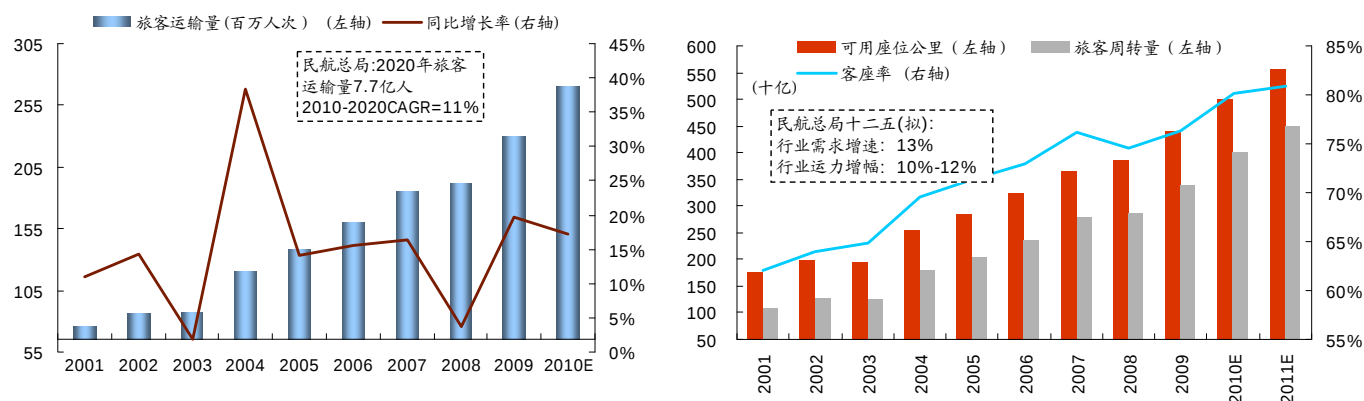
- **中国旅游业正处于黄金发展期。**“十二五”时期是我国旅游业培育国民经济战略性支柱产业的黄金发展期，根据国家旅游局提出的规划目标，到 2015 年国内旅游人数将达 33 亿人次，旅游总收入达 2.3 万亿元，未来五年复合增长率为 14.7%。航空客运市场也将呈现稳步增长态势，未来五年整体供需增幅稳定在 10%-15%。

图表 3：中国旅游业中长期增长趋势较为乐观



资料来源：Wind，国家旅游局，中金公司研究部

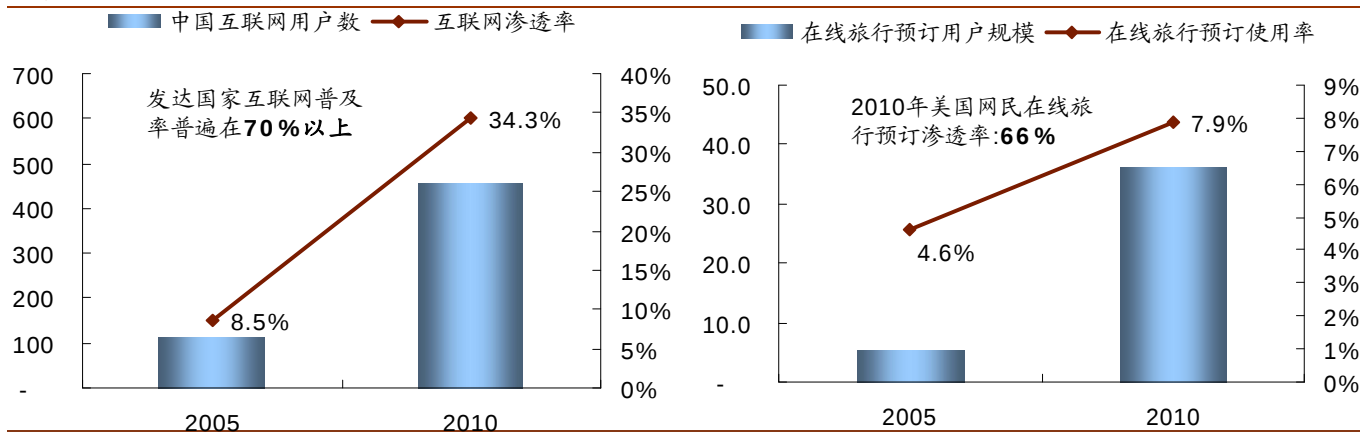
图表 4：航空客流量稳步增长



资料来源：CEIC，民航总局，中金公司研究部

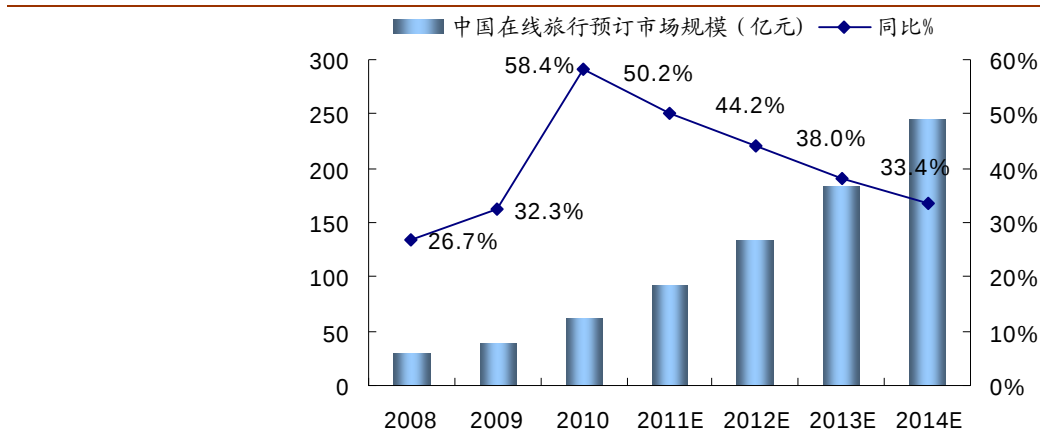
- **受益于从线下向线上转移这一不可逆转的趋势，在线旅行服务市场增速将远超整个旅游业。**2008 年中国已超过美国成为世界互联网用户最多的国家，受益于互联网渗透率的大幅提升、电子商务的普及、携程等 OTA 们加大投入扩大产业链布局以及淘宝、新浪等互联网巨头进军在线旅游市场，越来越多的用户从线下转向线上的趋势将不可逆转。2010 年我国在线旅行预订用户规模达 3600 万，但网络预订使用率仍不到 8%，市场整体规模为 61.6 亿元，预计未来五年仍将呈现年 40% 的高速增长。

图表 5：互联网用户及在线预订用户规模



资料来源：CNNIC，中金公司研究部

图表 6：在线旅行市场增长率远高于整个旅游业

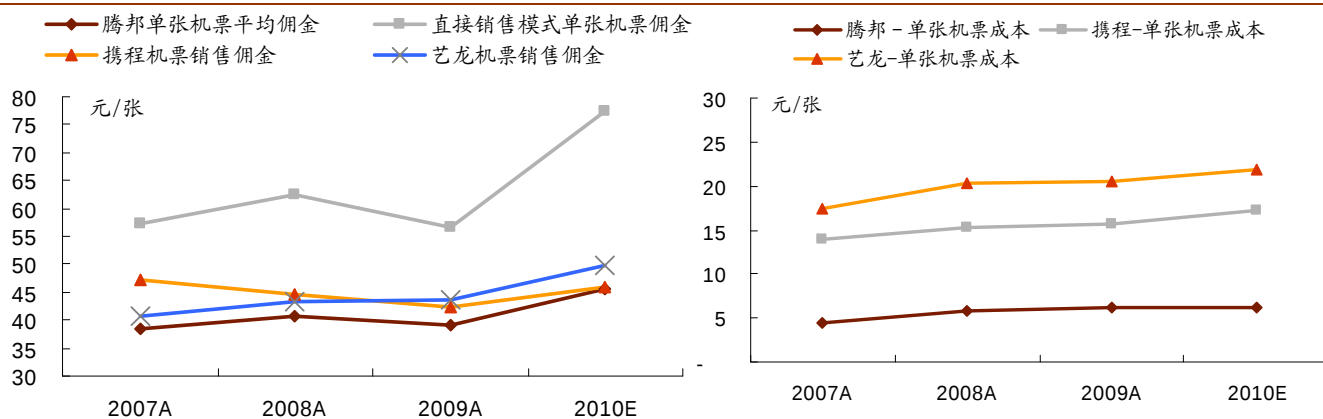


资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

腾邦国际机票代理业务优势地位明显

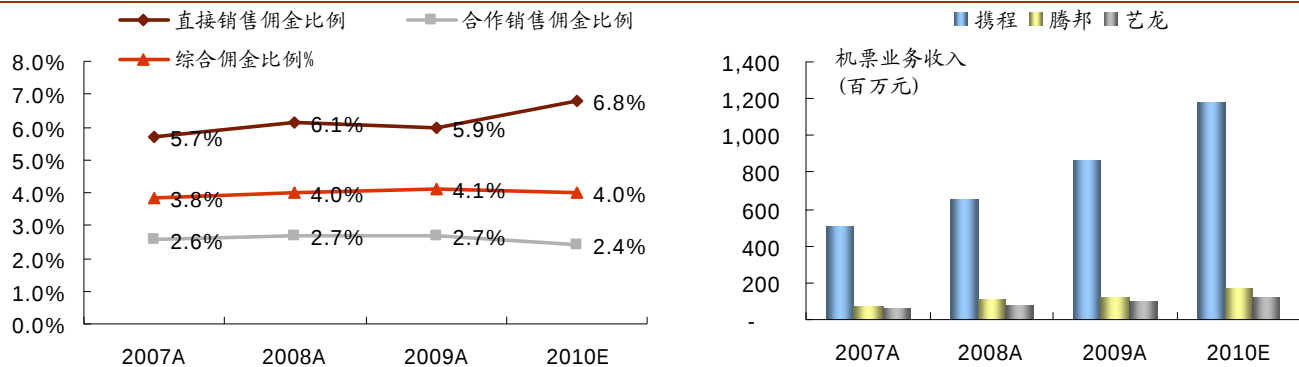
腾邦国际深耕机票代理业务十多年，是国内各大航空公司的金牌和一级代理。按售票量统计，目前占深圳市航空客运代理市场份额的 20%，全国航空客运代理市场份额的 1.37%，公司 BSP 机票销售量全国排名第二，华南地区排名第一。行业优势地位，尤其是区域(珠三角地区)优势地位明显。机票销售的营运效率(包括单张机票销售佣金和单张机票销售成本)都领先于携程和艺龙等大型综合在线旅行服务提供商。通过渠道创新以及上市融资后在电子商务信息化发面投入的力度加大，我们认为腾邦能够继续强化其优势地位。

图表 7：航空客运代理运营数据对比



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表8：机票佣金比例和收入规模对比



资料来源：公司数据，中金公司研究部

- ▶ **多种销售模式有效扩大市场份额。**腾邦抓住电子客票全面推行的契机，借传统业务规模优势展开多渠道销售。建立了可可西网 (cococ.cc)、飞人网 (feiren.com)、网购 B2B 交易平台 (want-go.com)、呼叫中心以及入驻淘宝等第三方交易平台，通过立体的多渠道营销模式有效扩大市场份额。
- ▶ **合作销售进一步放大规模效应。**腾邦国际一方面通过发展合作销售方开拓华南地区以外及二三线城市，突破各种门槛限制(如担保额、返利政策等)迅速扩大规模，另一方面把发展需求稳定、价格敏感度低、粘度高的集团客户作为重要的差异化战略。目前公司拥有超过 700 家合作销售方，包括 300 家集团客户。

图表9：机票业务多渠道销售



资料来源：公司数据，中金公司研究部

国际业务+集团客户+高端商旅产品

航空客运销售代理业目前竞争充分，全国具有资质的代理企业超过 7000 家，算上各类黑票代总数超过 10 万家，但行业集中度很低，真正具有一定规模的一级资质(可代理国际业务)企业不到 100 家。由于互联网巨头的纷纷加入、航空公司加大直销力度以及第三方平台的出现使得竞争愈加激烈。相对而言，旅行服务市场的其他细分领域，如酒店、租车、邮轮、国际航线等还存在巨大发展空间，我们认为类似于驴妈妈、途牛网、腾邦国际等走差异化营销和垂直细分市场路线的企业将在大浪淘沙中生存下来并有机会做大做强。

- ▶ **着眼于集团用户和高端商旅需求。**腾邦已研发了 GC 系统对接企业客户 OA/ERP/财务等系统软件，将为客户提供更好的差旅管理和员工休假等增值服务。目前已初步发展集团客户 300 多家，计划 2012 年达 1000 家。集团客户具有需求稳定、价格敏感度低以及利于嫁接其他商旅增值产品的特点，是公司未来差异化营销的核心之一。

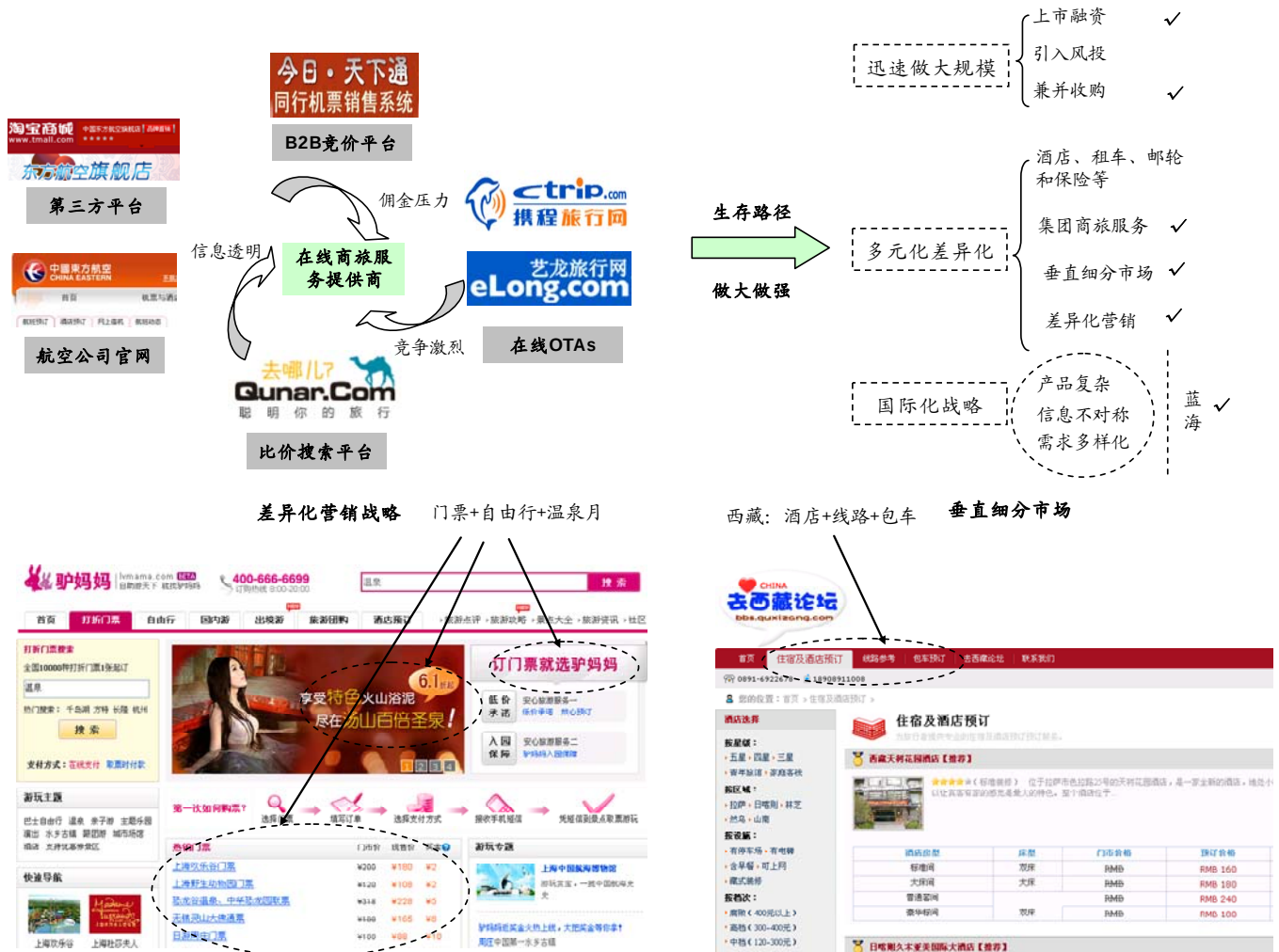
- **国际战略开拓蓝海市场。**国际机票销售由于产品线路复杂、信息不对称以及需求多样化致使对销售人才的专业要求极高,人才培养耗时费力。携程等大型 OTA 也很难依靠标准化程序来提供服务。腾邦早前就制定了长远规划,建立了腾邦商学院、并与诸多院校委托定向培养等建立自己的人才储备,加之依靠广东深港的区域优势,将利用募集资金在北美、欧洲、澳洲建立区域营销中心,有望成为拓展国际航线蓝海市场的领先者。

图表 10: 合作销售(集团客户)



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 11: 生存发展路径



资料来源: 公司网站, 中金公司研究部

财务预测与估值

驱动因素：机票价格及佣金率、集团客户业务拓展、跨区域营销、国际业务

- ▶ **机票价格及佣金率。**航空客运行业的景气程度直接影响价格水平及航空公司给予的佣金率和返点，进而影响公司业绩水平。
- ▶ **集团客户业务拓展情况。**公司 2011 年将上线新的 IT 系统并大力拓展集团客户，2011 和 2012 年的目标分别为拥有 500 和 1000 家集团客户。除对传统机票业务具有拉动作用外，更成为驱动酒店预订、旅行度假、差旅管理等其他商旅服务的重要驱动因素。
- ▶ **跨区域营销。**通过低成本复制公司在珠三角地区的成功经验，腾邦将在北京、上海、成都、西安、沈阳、香港建立区域营销中心，其业务进展情况对提高公司产品覆盖范围和市场占有率将有重要影响。
- ▶ **国际业务。**作为公司差异化营销的核心战略，公司依托自身的人才储备，利用募集资金在澳洲、北美和欧洲建立营销服务中心，国际业务也是未来几年公司业绩驱动的主要驱动因素。

2011-2012 年 EPS 分别为 0.97 和 1.24 元

公司 2010 年净利润约 8600 万元，对应每股收益为 0.72 元，综合考虑以上驱动因素，包括酒店代理、旅游度假以及跨区域和国际业务的收入贡献，我们预计 2011 和 2012 年分别实现净利润 1.16 亿元和 1.48 亿元，对应每股收益 0.97 元和 1.24 元，同比增长 35%和 27%。

估值建议：建议询价价格 32 元

近期创业板和中小板 IPO 对应 2011 年发行市盈率的中值分别为 38x 和 31x。A 股互联网行业上市公司的 2011 年交易市盈率为 38.3x。

公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.72 元、0.97 元和 1.24 元，分别同比增长 62%、35%和 27%。我们给予公司 2011 年 30-35x 合理市盈率区间，综合考虑当前的市场环境、发行定价规则、公司的发行股数和互联网行业属性，建议投资者可按合理估值区间的中间价 32 元参与询价，对应 2011 市盈率为 33x。

图表 12：主要盈利预测情况（2008A-2012E）

人民币（百万）		Y2008A	Y2009A	Y2010E	Y2011E	Y2012E
主营业务收入	总计	110.0	123.9	171.3	266.0	340.5
	机票销售佣金	109.0	123.6	168.9	252.7	316.0
	基础佣金	90.8	113.2	126.7	189.5	237.0
	后返奖励佣金	18.2	10.3	42.2	63.2	79.0
	酒店代理	0.2	0.4	0.6	10.0	20.0
	旅游度假	-	-	0.1	1.2	2.0
	网购代理	-	-	1.7	2.1	2.5
	其他业务收入	0.8	0.0	-	-	-
毛利率	综合毛利率	85.6%	84.1%	80.7%	71.5%	69.9%
运营指标	三项费用	25.3	32.4	30.4	35.9	43.7
	主营业务占比	23.0%	26.2%	17.7%	13.5%	12.8%
	销售费用	7.4	4.7	7.7	14.6	18.0
	主营业务占比	6.7%	3.8%	4.5%	5.5%	5.3%
	管理费用	11.6	16.5	21.4	35.9	45.6
	主营业务占比	10.5%	13.3%	12.5%	13.5%	13.4%
	财务费用	6.3	11.2	1.3	-14.6	-20.0
	主营业务占比	5.8%	9.1%	0.7%	-5.5%	-5.9%
其他指标	营业利润	59.1	65.3	104.3	139.6	175.6
	营业利润率	53.7%	52.7%	60.9%	52.5%	51.6%
	所得税	10.5	13.0	18.3	23.7	28.1
其他指标	有效税率	18.0%	19.7%	17.5%	17.0%	16.0%
	少数股东损益	0.9	-	-	-	-
净利指标	净利润	46.8	53.1	86.1	115.8	147.5
	净利润率	42.6%	42.8%	50.2%	43.6%	43.3%
	每股盈利	0.39	0.44	0.72	0.97	1.24
	净利润年同比增长	28.9%	13.4%	62.2%	34.6%	27.4%
资产负债表指标	现金	240.7	176.8	971.1	987.5	1,016.5
	应收账款	57.2	29.8	41.1	63.9	81.8
	预付账款	8.7	17.0	28.5	65.2	88.1
	固定资产净值	28.8	130.0	245.6	299.2	407.9
	预收账款	5.4	1.2	1.6	2.5	2.3
现金流指标	经营现金流	60.3	92.2	114.0	169.5	182.6
	资本开支	-18.1	-116.3	-130.5	-150.5	-150.5

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 13：近期 A 股发行市盈率对比

					发行市盈率	
证券代码	证券简称	上网发行日期	上市日期	发行价格 (元)	2010E	2011E
中小板						
2541	鸿路钢构	2011-1-6	2011-1-18	41	36.3	24.6
2539	新都化工	2011-1-6	2011-1-18	33.88	40.0	29.4
2538	司尔特	2011-1-6	2011-1-18	26	44.5	35.1
2540	亚太科技	2011-1-6	2011-1-18	40	47.8	37.8
2537	海立美达	2010-12-29	2011-1-10	40	42.9	31.0
2535	林州重机	2010-12-29	2011-1-11	25	52.5	31.1
2536	西泵股份	2010-12-29	2011-1-11	36	38.7	29.4
2534	杭锅股份	2010-12-29	2011-1-10	26	34.9	30.2
2532	新界泵业	2010-12-22	2010-12-31	32.88	45.9	33.2
2531	天顺风能	2010-12-22	2010-12-31	24.9	53.0	35.5
2533	金杯电工	2010-12-22	2010-12-31	33.8	42.0	30.0
2530	丰东股份	2010-12-22	2010-12-31	12	50.7	37.2
2527	新时达	2010-12-15	2010-12-24	16	38.6	31.1
2529	海源机械	2010-12-15	2010-12-24	18	40.7	29.9
2528	英飞拓	2010-12-15	2010-12-24	53.8	68.3	41.7
2526	山东矿机	2010-12-8	2010-12-17	20	44.5	27.4
Median					43.7	31.0
创业板						
300160	秀强股份	2011-1-4	2011-1-13	35	57.5	38.0
300163	先锋新材	2011-1-4	2011-1-13	26	73.1	34.9
300161	华中数控	2011-1-4	2011-1-13	26	57.3	41.2
300162	雷曼光电	2011-1-4	2011-1-13	38	63.4	34.6
300164	通源石油	2011-1-4	2011-1-13	51.1	51.8	34.6
300159	新研股份	2010-12-27	2011-1-7	69.98	57.5	38.0
300156	天立环保	2010-12-27	2011-1-7	58	46.6	34.6
300158	振东制药	2010-12-27	2011-1-7	38.8	59.9	40.7
300155	安居宝	2010-12-27	2011-1-7	49	54.1	39.5
300157	恒泰艾普	2010-12-27	2011-1-7	57	68.2	45.8
300154	瑞凌股份	2010-12-20	2010-12-29	38.5	49.0	35.0
300153	科泰电源	2010-12-20	2010-12-29	40	58.7	41.3
300152	燃控科技	2010-12-20	2010-12-29	39	54.3	38.0
Median					57.5	38.0

资料来源：公司资料，Wind，中金公司研究部

图表 14：A 股互联网行业估值对比

公司名称	股票代码	股价货币	股价 (2011-1-21)	总市值	中金评级	PE			PB			EV/EBITDA		
互联网-A股														
金融信息服务				(百万元)		10E	11E	12E	10E	11E	12E	10E	11E	12E
东方财富	300059.SZ	人民币	45.7	6,401	推荐	78.5	57.5	45.9	3.9	3.7	3.5	81.5	65.4	43.3
同花顺	300033.SZ	人民币	30.4	4,082		39.7	30.0	22.3	3.7	3.3	2.9	27.6	21.9	16.3
电子商务														
焦点科技	002315.SZ	人民币	67.1	7,878	中性	55.7	42.8	37.3	4.9	4.4	3.9	45.8	32.5	27.0
生意宝	002095.SZ	人民币	23.4	3,159		52.4	37.7	28.2	7.2	6.2	5.3	34.5	19.3	16.4
网络游戏														
中青宝	300052.SZ	人民币	18.0	2,334		52.2	38.3	27.7	3.1	3.0	2.9	43.0	29.7	25.2
顺网科技	300113.SZ	人民币	69.4	4,164	中性	84.7	63.2	54.1	5.6	5.2	4.8	69.6	47.0	36.2
网络视频														
乐视网	300104.SZ	人民币	54.2	5,422	中性	77.1	54.1	40.5	5.5	5.1	4.6	36.7	25.5	18.6
移动互联网/SP														
拓维信息	002261.SZ	人民币	37.9	5,509	审慎推荐	48.2	39.2	27.1	7.9	6.7	5.5	38.4	26.5	19.0
北纬通信	002148.SZ	人民币	35.0	2,644	中性	60.0	50.2	32.7	6.5	6.0	5.2	50.8	35.6	26.1
神州泰岳	300002.SZ	人民币	49.2	15,541		43.2	31.3	22.4	5.9	5.0	4.1	n.a.	n.a.	n.a.
互联网支撑商														
二六三	002467.SZ	人民币	26.8	3,216	中性	41.8	33.6	28.0	3.5	3.2	2.7	25.2	20.9	16.5
三五互联	300051.SZ	人民币	23.5	1,882		40.4	32.0	n.a.	2.1	1.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
网宿科技	002095.SZ	人民币	23.4	3,159		52.4	37.7	28.2	7.2	6.2	5.3	34.5	19.3	16.4
整体中值						52.4	38.3	28.2	5.5	5.0	4.4	38.4	26.5	19.0
旅行预订-海外														
携程网	CTRP.US	美元	43.1	6,368	审慎推荐	43.6	34.8	26.7						
艺龙旅行网	Long.US	美元	18.1	430		55.0	44.2	n.a.						
Expedia		美元	26.0	7,198		17.0	14.8	n.a.						

注：浅绿色标示的为中金覆盖公司，采用中金公司盈利预测；其他公司尚不在中金公司覆盖范围，采用WIND和Bloomberg盈利预测。

资料来源：彭博咨询，公司资料，中金公司研究部

风险

- ▶ **机票代理市场竞争一步加剧。**航空公司直销力度加大、第三方交易平台、大型互联网企业和电信运营商的投入使得机票代理业务竞争加剧，整体佣金水平存在降低的风险。
- ▶ **跨区域业务拓展缓慢。**公司在其他城市将不再拥有华南地区的优势地位，如何依靠差异化竞争和服务品质发展用户扩大需要很强的执行力和全面的战略规划。
- ▶ **国际业务短期内的投入产出比较低。**中小学生人数下降、素质教育力度加大等均有可能影响教辅图书的市场发行收入，占营收比重较大的教辅产品增速可能达不到预期。
- ▶ **竞争对手在部分细分领域抢先建立优势和竞争壁垒。**如同携程利用先发和规模优势在散客的酒店预订业务上建立较大的资源壁垒，如若公司跨区域拓展、产品多元化和差异化战略进展较缓，其他竞争对手(如途牛网、12580、驴妈妈等)也有可能逐渐在个细分市场建立优势和品牌影响力，留给其他参与者的空间将变小。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED