



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

业绩回顾

证券研究报告

2011 年 3 月 31 日

航空

研究部

陶薇

分析员, SAC 执业证书编号:

S0080205070024

taovivian@cicc.com.cn

中性

东方航空(600115.SH)

2011 机遇和挑战并存

主要财务信息

单位 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	41,842	39,831	74,958	84,058	89,163
(+/-%)	(3.9)	(4.8)	88.2	12.1	6.1
主营业务利润	(2,125)	1,564	12,769	15,445	15,047
(+/-%)	(144.3)	173.6	716.3	21.0	(2.6)
EBITDA	(8,444)	5,945	11,472	14,312	14,301
(+/-%)	(490.0)	170.4	93.0	24.7	(0.1)
净利润	(13,928)	712	5,380	4,925	2,974
(+/-%)	n.m.	105.1	656.0	(8.5)	(39.6)
每股盈利 (元)	(2.86)	0.07	0.48	0.44	0.26
每股经营现金流 (元)	0.71	0.98	2.15	2.71	2.97
市盈率 (倍)	n.m.	86.0	13.4	14.6	24.2
EV/EBITDA (倍)	n.m.	18.8	10.8	8.7	8.8
市净率 (倍)	n.m.	19.7	4.6	3.5	3.1
股价/每股经营现金流	4.3	3.1	1.4	1.1	1.0
净资产收益率 (%)	n.m.	22.9	34.5	24.0	12.7
投入资本回报率 (%)	1.1	(27.8)	3.1	7.7	6.9
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

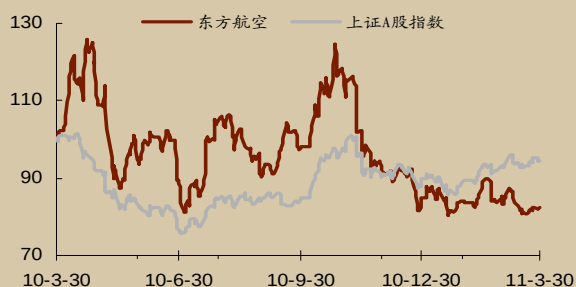
股票信息

	H股	A股
当前股价	港币 3.01	人民币 6.39
股票代码	670.HK	600115.CH
日成交量 (百万股)	8.0	33.2
52周最高价/最低价	港币 5.38/2.88	人民币 9.91/6.08
总市值 (百万元)	港币 69,571	人民币 58,585
发行股数 (百万股)	11,277	11,277
其中: 流通股 (百万股)	2,057	2,662
主要股东 (持股比例)	东方航空集团 (59.9%)	

最近估值走势

	近1周	1个月	3个月	年初至今
[600115.SH]	-0.31	-3.06	+0.32	-3.65
[上证A股指数]	+1.21	+2.72	+8.45	+6.27
[中金航空指数]	+0.88	-4.82	-15.59	-15.59

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

2010 年业绩略低于预期:

东方航空 2010 年实现营业收入 749.58 亿元, 同比上升 88.2%, 营业成本 607.27 亿元, 同比上升 63.0%。最终实现净利润 53.80 亿元, 合每股 0.48 元, 同比上升 656.0%, 比我们的预期略低 1.1%。

正面:

- ▶ 合并协同效应显现, 市场控制力加强, 收益率同比大幅提升 17.7%。
- ▶ 资产负债率降低 11.4 个百分点, 财务负担有所减轻。

发展趋势:

日本地震和高铁分流两大因素将给东航 2011 年的经营带来明显挑战, 考虑到日本航线和京沪航线较大的收入和利润贡献, 需求前景的不确定性将对于东航今年的收入增长带来一定的压力。根据我们的分析, 高铁全面开通后东航受到的冲击也将是三大航中最大的。如何对其运力及时进行调整, 以维持当前较高的客座率和票价水平, 将是东航今明两年面临的主要挑战。

此外, 油价的持续上升将进一步增加东航的成本压力。而 2011 年随着燃油套保仓位的下降和合约到期日的临近, 燃油对冲收益将逐步下降, 减少对利润的贡献程度。整体来看, 我们预计公司今年业绩相比去年会出现小幅下滑。

估值与建议:

公司目前对应的 2011、2012 年市净率分别为 3.5x 和 3.1x, 在板块中处于相对偏高的位置, 维持中性的投资评级。公司今年的投资机会将取决于其在战略投资者引进上的进程, 有一定风险承受能力的投资者可以关注。

2010 年业绩回顾

东方航空 2010 年实现营业收入 749.58 亿元，同比上升 88.2%，营业成本 607.27 亿元，同比上升 63.0%。最终实现净利润 53.80 亿元，合每股 0.48 元，同比上升 656.0%，比我们的预期略低 1.1%。

需求高速增长与客座率提升明显

自东航在 2010 年初吸收合并上航后，整合效应带动东上航的需求有较好的表现。去年旅客周转量同比增速达到 19.8%（同期数据合并上航），位于三大航中的领先地位。分市场来看，国内市场的增速为 12.6%，要低于国航的南航，主要的原因是东航在国内市场的运力投放较为谨慎（可用座位公里仅增长 6.2%），一定程度上限制了需求的增长。而国际市场的表现较为抢眼，由于外围经济的回暖以及 2009 年较低的基数，国际市场的同比增速高达 48.3%，大幅度好于国内市场 35.7 个百分点。从时点上分析，东航全年的增速都维持在较高水平，即使国航和南航在四季度的需求都有所回落，而东航依然保持了 19.8% 的增长，东上航合并的协同效应逐步显现。

值得一提的是，2010 年东航运力增长仅为 11.2%，不仅小于南航和国航，也低于行业平均水平 2.4 个百分点，有效的运力控制帮助提升了公司的营运效率，东航客座率 2010 年同比上升 5.6 个百分点，提升幅度位居三大航之首。

图表 1: 2010 年营运数据

(百万)	2010	2009	变化 (%)
客运			
可用座位公里	119,240	107,237	11.2
收入客公里	93,054	77,701	19.8
客座率 (%)	78.0	72.5	5.6ppt
国内			
可用座位公里	83,280	78,442	6.2
收入客公里	66,259	58,858	12.6
客座率 (%)	79.6	75.0	4.5ppt
国际			
可用座位公里	30,408	23,593	28.9
收入客公里	22,736	15,334	48.3
客座率 (%)	74.8	65.0	9.8ppt
香港			
可用座位公里	5,552	5,202	6.7
收入客公里	4,060	3,509	15.7
客座率 (%)	73.1	67.5	5.7ppt
货运			
货运转吨公里	4,303	3,361	28.0

注：东航数据去年同期包括上航

资料来源：公司数据，中金公司研究部

合并推升票价水平

上海市场作为 2010 年需求最为火爆的细分市场，居高不下的景气程度推升了整体票价水平，而东上航合并之后。公司在上海市场的控制力有了明显提升，东航成为该市

场的最大赢家，整体客运收益率同比提升幅度到达 17.7%，分别好于国航和南航的 5.4 和 3.4 个百分点。国内市场方面，主要得益于世博效应的显现，运价同比提升 17.4%，而国际市场方面，得益于全球经济的复苏，票价有 17.8% 的涨幅。

图表 2: 2010 年票价水平（港股数据）

客运收益率 (元/客公里)	1H10	YoY	2H10	YoY	2010	YoY
国内	0.61	22.6%	0.66	13.4%	0.64	17.4%
国际	0.57	9.4%	0.62	24.3%	0.60	17.8%
地区	0.76	26.8%	0.80	19.9%	0.78	23.4%
总体	0.60	18.2%	0.66	16.0%	0.63	17.7%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

成本控制有效，增速低于收入

归功于管理层较为有效的成本控制措施和东上航整合效应的体现，公司 2010 年的营业成本的同比增速低于收入 25.2 个百分点。其中，油价成本虽然同比上升 76.3%，但占总成本的比例却下降了 0.64 个百分点，成本结构并未发生较大变化。此外，由于合并上航和业务量的增长，飞机起降费用、维修费，餐食费用都有所增长。整体来看，东航 2010 年实现了 127.69 亿元的主业利润，是 2009 年营业利润的 7 倍，也超过了行业周期高点 2007 年的 48.0 亿元，创下历史最好水平。

费用方面，销售佣金因为收入的增长和合并上航的原因大幅增加 68.1%，而管理费用则由于合并上航增加了非航空运输的相关费用，同比急升 94.1%。

图表 3: 2010 年成本明细（国际会计准则数据）

	2010	2009	变化
人工成本	8,941	5,149	73.6%
起降费	7,455	5,460	36.5%
燃油费	21,606	12,255	76.3%
食品饮料	1,596	1,201	32.9%
折旧与摊销	6,758	5,203	29.9%
租赁	4,577	2,925	56.5%
维修费用	4,614	3,019	52.8%
佣金	3,324	1,978	68.1%
办公费用	7,284	3,752	94.1%
其他费用	3,039	1,180	157.5%
燃油套保公允价	-833	-3,775	-77.9%
值变动			
资产减值损失	405	109	270.5%
合计	68,765	38,456	78.8%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

资产结构改善显著 汇兑收益增厚业绩

2010 年底，公司的资产负债率降至 83.6%，相比 2009 年同期下降了 11.4 个百分点，在经营状况趋好的情况下，公司的资产结构有了较为明显的改善，利息支出同比减少 16.2%，财务负担有所减轻。此外，2010 年人民币升值也帮助公司录得 10.75 亿元的汇兑收益，提高了整体业绩。

综上所述，2010 年东航实现净利润达到 53.80 亿元，同比大幅提升 656.0%。

2011 年展望

关注上海枢纽港建设

2010 年公司在上海市场上收获颇丰，不仅提升了市场占有率，票价水平和客座率水平均获得较好的提升。我们预计，随着上海枢纽建设的推进，在中转联程旅客的支持下，东航能够加大国际远程航线的投入，提升公司的航线网络覆盖率，进而带动国内和国际旅客的同步增长。

从 2010 年前两个月的营运数据分析，东航在国际和国内市场的需求增速仍要快于国航和南航。特别是在国际航线上，同比增速依然高达 43.8%，客座率提升的幅度也到达 3.1 个百分点，符合我们年初的预期。国内市场方面，随着比较基数的抬高，增速有所放缓，但依然达到 11.8%，维持良性增长态势。

图表 4: 2011 年 1~2 月营运数据

(百万)	2011 1~2	2010 1~2	变化 (%)
客运			
可用座位公里	20,931	18,308	14.3
收入客公里	16,040	13,453	19.2
客座率 (%)	76.6	73.5	3.1ppt
国内			
可用座位公里	13,759	12,924	6.5
收入客公里	10,796	9,655	11.8
客座率 (%)	78.5	74.7	3.8ppt
国际			
可用座位公里	6,218	4,516	37.7
收入客公里	4,591	3,194	43.8
客座率 (%)	73.8	70.7	3.1ppt
香港			
可用座位公里	954	868	10.0
收入客公里	652	605	7.8
客座率 (%)	68.3	69.7	-1.4ppt
货运			
货运载运吨公里	546	599	-8.9

资料来源：公司数据，中金公司研究部

日本地震和高铁分流增加经营不确定性

近期日本地震给东航的东北亚航线造成了不利影响，虽然进港航班一票难求，但整体客座率依然出现了下滑。和以往的地震灾难不同，如果日本核辐射问题出现长期化态势，将无疑对旅行需求带来一定的抑制，商贸、留学和旅游等主要需求来源将出现萎缩。鉴于在中日航线上，东航占据的市场份额最多，需求的波动将给公司经营带来挑战。

此外，下半年京沪高铁开通之后，东航的京沪航线也将面对需求分流的局面。鉴于东上航合并后，东航在京沪线的市场份额已经超过 50%，因而高铁所带来的客流减少和客座率下降将会不可避免的影响这条黄金航线的盈利能力。此外，根据我们的分析（《高铁冲击全年投资机会较为平淡》，2011 年 1 月 18 日），由于航线网络和高铁路线重合度较大，高铁全面开通后，东航将是三大航中受冲击最大的航空公司。如何对其运力及时进行调整，以维持当前较高的客座率和票价水平，将是东航今明两年面临的主要挑战。

期待战略投资者引进

随着东上航合并的完成和公司资产结构的改善，战略投资者引进的预期将有所加强。鉴于公司管理层对此保持的一贯积极态度，如果 2011 年能够在该事项上有所推进，将能够帮助公司提升运营效率，拓展航线网络，符合管理层目前的经营思路和发展战略。

盈利预测调整

由于日本地震和京沪高铁的提前开通对东航的冲击都最为直接，我们相应调整了东航相关航线的盈利预期。综合来看，我们将公司 2011 年和 2012 年的盈利预测分别下调至 49.25 亿元和 29.74 亿元，合每股 0.44 元和 0.26 元，下调幅度分别为 11% 和 9%。

图表 5: 盈利预测调整

		2011E	2012E
成本 + 费用 (人民币 百万)	调整前	68,453	74,492
	调整后 (+/-%)	75,922	81,869
净利润 (人民币 百万)	调整前	5,554	3,261
	调整后 (+/-%)	4,925	2,974
每股盈利 (人民币)	调整前	0.49	0.29
	调整后 (+/-%)	0.44	0.26
		-11	-9

资料来源：公司数据，中金公司研究部

估值与建议

公司目前对应的 2011、2012 年市净率分别为 3.5x 和 3.1x，在板块中处于相对偏高的位置，维持中性的投资评级。公司今年的投资机会将取决于其在战略投资者引进上的进程，有一定风险承受能力的投资者可以关注。

图表 6: 2010 年业绩分析

(单位: 百万元)	季度数据						年度数据			中金点评
	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	YoY	2009	2010	YoY	
营业收入	10,931	15,569	18,067	21,830	19,492	78.3%	39,831	74,958	88.2%	航空需求旺盛加上合并上航使收入同比大增
吨公里收入 (元/吨公里)	5.19	5.51	5.81	6.39	6.02	16.0%	5.03	5.95	18.3%	
主营业务成本	10,390	12,962	14,617	16,266	16,881	62.5%	37,248	60,727	63.0%	油价上涨及合并上航使燃油成本大幅上升
吨公里成本 (元/吨公里)	3.31	3.11	3.31	3.41	3.73	12.9%	2.98	3.40	14.0%	
营业税金及附加	282	377	284	435	367	30.0%	1,019	1,463	43.6%	
主营业务利润	259	2,230	3166	5,129	2,244	765.9%	1,564	12,769	716.3%	
主营业务利润率 (%)	2.4	14.3	17.5	23.5	11.5	9.1ppt	3.9	17.0	13.1ppt	合并协同效应显现, 毛利率提升明显
营业费用	983	1,074	1,228	1,456	1,567	59.4%	2,970	5,325	79.3%	合并上航及销售量的增加使销售佣金大增
管理费用	548	471	493	681	1,012	84.5%	1,539	2,656	72.6%	合并上航增加了非航空运输的相关费用
财务费用	328	389	249	(111)	(95)	n.m	1,639	431	-73.7%	人民币升值, 汇兑收益同比明显上升
资产减值损失	74	9	68	4	346	370.4%	118	427	261.2%	
公允价值变动收益	816	463	(239)	224	385	-52.8%	3,775	833	-77.9%	油料衍生合同公允价值变动收窄
投资收益	2	1	24	32	62	3718.6%	(23)	119	-624.7%	
营业利润	(856)	753	914	3354	(139)	n.m	(950)	4,882	-614.0%	
营业利润率 (%)	(7.8)	4.8	5.1	15.4	(0.7)	7.1ppt	(2.4)	6.5	8.9ppt	
营业外收入	202	63	447	102	482	138.6%	1,604	1,093	-31.9%	去年收到民航建设基金返回8.3亿元, 今年无该事项
营业外支出	(2)	4	4	114	12	n.m	14	134	846.6%	
利润总额	(651)	812	1,356	3,342	331	n.m	640	5,841	812.5%	
所得税	52	25	24	23	67	27.6%	81	138	70.9%	
少数股东损益	(93)	17	158	164	(17)	-81.8%	(152)	323	-311.6%	
净利润	(610)	770	1,174	3,155	281	n.m	712	5,380	656.0%	
净利润率 (%)	(5.6)	4.9	6.5	14.5	1.4	7.0ppt	1.8	7.2	5.4ppt	
每股收益 (元)	(0.064)	0.068	0.104	0.280	0.02	n.m	0.06	0.48	656.0%	

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 7: 历史和预测的财务数据

(百万元)	2008 A	2009 A	2010 A	2011 E	2012 E
损益表					
主营业务收入净额	41,842	39,831	74,958	84,058	89,163
(+/-%)	(3.9)	(4.8)	88.2	12.1	6.1
主营业务成本	43,076	37,248	60,727	66,972	72,376
(+/-%)	14.4	(13.5)	63.0	10.3	8.1
主营业务利润	(2,125)	1,564	12,769	15,445	15,047
(+/-%)	(144.3)	173.6	716.3	21.0	(2.6)
营业利润	(8,551)	(4,702)	3,929	5,921	3,429
(+/-%)	(5,377.1)	(155.0)	(16.4)	(250.7)	(157.9)
利润总额	(13,985)	640	5,841	6,566	4,074
(+/-%)	(2,029.4)	104.6	(812.5)	(12.4)	38.0
净利润	(13,928)	712	5,380	4,925	2,974
(+/-%)	(2,406.1)	105.1	656.0	(8.5)	(39.6)
现金流量表					
经营活动现金流	3,465	4,789	10,444	13,206	14,472
投资活动现金流	(2,254)	(7,613)	(4,249)	(13,026)	(13,265)
融资活动现金流	585	1,108	(4,852)	(3,395)	(1,811)
现金及现金等价物净增加额	1,796	-1,716	1,343	-3,215	-603
资产负债表					
流动资产	10,401	6,864	11,721	9,378	9,224
长期投资和固定资产	60,180	62,754	76,957	82,226	86,884
无形资产及其他资产	2,524	2,344	12,089	12,510	12,931
流动负债	54,565	36,257	40,587	43,544	46,977
长期负债	29,683	32,148	43,646	38,740	37,054
少数股东权益	534	510	999	1,327	1,531
股东权益	-11,599	3,104	15,577	20,502	23,476
财务指标					
税前利润率 (%)	(33.4)	1.6	7.8	7.8	4.6
净利润率 (%)	(33.3)	1.8	7.2	5.9	3.3
息税折旧摊销前利润率 (%)	(19.7)	14.6	15.0	16.6	15.7
股本回报率 (%)	n.m.	22.9	34.5	24.0	12.7
资产收益率 (%)	(19.0)	1.0	5.3	4.7	2.7
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净债务/股东权益 (%)	(455.3)	1,456.9	362.3	277.2	246.0
资产负债率 (%)	115.1	95.0	83.6	79.0	77.1
流动比率	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
速动比率	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2

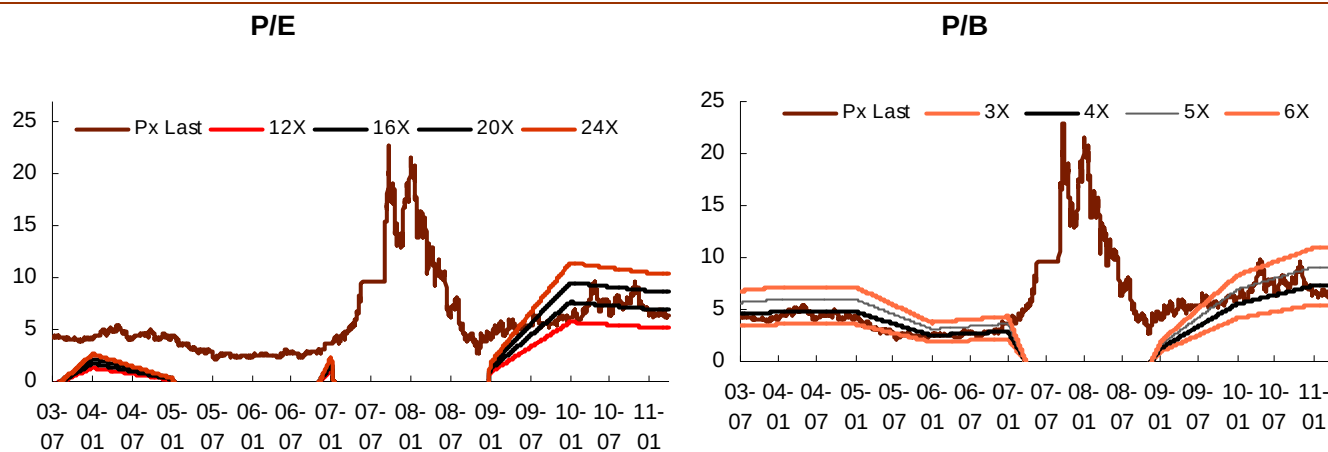
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 8: 可比公司估值

公司名称	代码	货币	股价	市盈率				EV/EBITDA				市净率				
			2011-3-30	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	
亚太航空公司																
国泰航空	293 HK	HKD	18.64	15.6	5.2	7.9	7.7	14.6	5.7	5.7	5.4	1.5	1.4	1.3	1.1	
新加坡航空	SIA SP	SGD	13.54	74.4	11.9	10.7	9.6	4.6	3.4	3.2	3.0	1.2	1.1	1.1	1.0	
全日空	9202 JP	JPY	247.00	n.m.	66.5	15.5	12.4	22.3	6.5	5.4	4.9	1.3	1.3	1.2	1.1	
中华航空	2610 TT	TWD	17.10	n.m.	6.7	11.8	8.5	20.5	7.3	10.4	9.4	1.9	1.5	1.4	1.3	
长荣航空	2618 TT	TWD	23.10	n.m.	5.7	7.7	7.5	15.7	20.5	8.9	8.3	2.1	2.1	1.5	1.4	
快达航空	QAN AU	AUD	2.19	44.7	9.9	7.4	7.1	4.6	3.6	3.0	2.8	0.8	0.8	0.7	0.7	
泰国航空	THAI TB	THB	38.25	4.6	8.0	6.7	5.6	6.1	4.9	4.5	4.2	1.0	0.9	0.9	0.8	
马来西亚航空	MAS MK	MYR	1.84	25.4	17.9	9.7	7.4	11.6	6.1	4.2	3.7	1.8	1.5	1.3	1.2	
平均值				32.9	15.6	9.4	8.0	12.5	7.3	5.7	5.2	1.4	1.3	1.1	1.0	
中值				25.4	8.4	7.9	7.5	13.1	5.9	4.9	4.5	1.4	1.3	1.2	1.1	
国际航空公司																
英国航空	BAY LN	GBp	234.50	n.m.	12.5	7.9	6.0	7.9	5.3	4.5	3.9	1.3	0.9	0.8	0.8	
汉莎航空	LHA GR	EUR	14.99	6.1	10.3	8.3	7.6	3.1	3.0	2.7	2.6	0.8	0.9	0.8	0.8	
法国航空	AF FP	EUR	11.92	n.m.	n.m.	12.1	6.7	29.8	5.7	4.4	3.8	0.5	0.6	0.6	0.5	
平均值				6.1	11.4	9.4	6.8	13.6	4.7	3.9	3.4	0.9	0.8	0.7	0.7	
中值				6.1	11.4	8.8	6.8	10.8	5.0	4.1	3.6	0.9	0.8	0.8	0.7	
国内航空公司（港股）																
中国国航	753 HK	HKD	7.36	16.4	6.6	6.2	9.4	14.1	8.7	7.7	8.7	3.3	1.9	1.5	1.3	
南方航空	1055 HK	HKD	3.40	72.8	4.9	5.4	10.4	16.4	8.0	7.1	7.0	2.3	1.1	0.9	0.8	
东方航空	670 HK	HKD	3.01	150.4	5.8	5.8	9.7	13.7	7.6	5.6	5.7	20.6	1.9	1.4	1.2	
平均值				79.9	5.8	5.8	9.9	14.7	8.1	6.8	7.1	8.7	1.6	1.2	1.1	
中值				72.8	5.8	5.8	9.7	14.1	8.0	7.1	7.0	3.3	1.9	1.4	1.2	
国内航空公司（A股）																
中国国航	601111 CH	CNY	11.21	27.3	11.5	11.1	17.2	17.5	10.3	8.8	10.0	5.7	3.4	2.7	2.4	
南方航空	600029 CH	CNY	8.16	182.4	13.8	15.3	28.7	21.9	9.3	10.6	11.7	6.3	3.0	2.5	2.3	
东方航空	600115 CH	CNY	6.39	86.0	13.4	14.6	24.2	18.8	10.8	8.7	8.8	19.7	4.6	3.5	3.1	
海南航空	600221 CH	CNY	8.32	92.4	11.2	12.1	11.8	18.3	8.4	8.7	7.6	4.5	2.8	2.2	1.8	
平均值				97.1	12.5	13.3	20.5	19.4	9.7	9.2	9.5	8.7	3.4	2.7	2.4	
中值				89.2	12.5	13.4	20.7	18.8	9.8	8.7	9.4	6.3	3.2	2.6	2.3	

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 9: 历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

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。

截至报告发布日前十二个月，中金公司为东方航空提供了投资银行服务。

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