

2011年6月14日

中国远洋

关注集运业务旺季提价

A	持有
	601919.SS - 人民币 8.40 目标价格: 人民币 8.10
H	持有
	1919.HK - 港币 6.42 目标价格: 港币 6.70

杜建平*

(8610) 6622 9079

jianping.du@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209090310

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(9)	(9)	(22)	(14)
相对新华富时	(6)	(4)	(13)	(15)
A50 指数 (%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据(A股)

发行股数(百万)	10,216
流通股(%)	73.18
流通股市值(人民币 百万)	62,798
3个月日均交易额(人民币 百万)	
净负债比率(%)	32.6
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

*江映德为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

中国远洋是全球最大的航运企业之一, 干散货船队全球第一, 集装箱船队全球第四, 营业收入主要来源于集装箱运输和干散货运输, 两者占比分别为 51% 和 40%。2010 年公司大幅扭亏为盈, 业绩超越市场预期。2011 年, 集装箱运输行业整体供需基本平衡, 有望成为公司业绩的主要支撑; 但干散货运输受运力过剩影响, 运价难有出色表现。受运价下跌以及成本上涨等因素影响, 2011 年公司业绩预计将出现下滑, 我们预计 2011-13 年公司每股收益分别为 0.204、0.328 和 0.56 元人民币。目前 A 股和 H 股股价分别对应 2011 年 1.8 倍和 1.15 倍市净率, 相对行业不具备估值优势, 且受干散货运输行业景气欠佳拖累, 2011 年公司整体业绩难有出色表现。我们预计, 2012 年集运和 2013 年干散货运输的行业基本面将陆续改善, 公司业绩有望实现恢复性增长。我们对 A 股和 H 股首次评级均为持有, 建议投资者关注集运业务旺季提价带来的交易性机会。

支撑评级的要点

- 集装箱运输行业基本面向好。根据预测, 2011 年集运行业需求增长 10%, 运力增长为 7%, 行业基本面向好, 欧美经济持续复苏为集运行业的需求提供支撑。
- 干散货运输行业运力过剩。根据克拉克松的预测, 2011 年干散货运输行业需求增长 5%, 而供给增长达 13%, 运力过剩较严重, 景气度欠佳将拖累公司业绩。
- 高油价的影响已有反映。燃油成本在运输成本中占比 20%, 油价大幅上涨使公司的盈利受到侵蚀, 预计 2011 年公司业绩同比出现下滑。

评级面临的主要风险

- 欧债危机、地缘政治等因素拖累世界经济复苏步伐, 可能导致运输需求疲软, 运价低于预期。
- 油价涨幅超过预期可能进一步侵蚀公司利润的风险。

估值

- 目前 A 股股价对应 2011 年 41 倍市盈率和 1.8 倍市净率, H 股股价对应 26 倍市盈率和 1.15 倍市净率, 相对行业不具备估值优势。我们按照 2011 年 A 股 1.7 倍行业平均的市净率给予 A 股目标价 8.10 元人民币; 参照 H 股过往折价情况, 按 1.2 倍市净率设定目标价 6.70 港币。

图表 1. 投资摘要(A股)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	55,735	80,578	77,994	87,648	100,244
变动(%)	(51.52)	44.58	(3.21)	12.38	14.37
净利润(人民币 百万)	(7,541)	6,761	2,085	3,348	5,717
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.738)	0.662	0.204	0.328	0.560
变动(%)	(169.63)	189.65	(69.16)	60.57	70.77
全面摊薄市盈率(A股)	(11.4)	12.7	41.2	25.6	15.0
全面摊薄市盈率(H股)	(7.3)	8.0	26.2	16.3	9.6
每股现金流量(人民币)	(0.58)	1.09	0.50	0.79	1.12
价格/每股现金流量(倍)	(14.6)	7.7	16.7	10.6	7.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(80.8)	9.2	18.3	14.1	10.1
每股股息(人民币)	-	0.090	0.060	0.096	0.165
股息率(%)	-	0.14	0.29	0.29	0.29

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

投资摘要和估值.....	3
公司概况.....	5
集装箱航运业务分析.....	9
干散货航运业务分析.....	15
成本分析.....	20
主要风险.....	22
研究报告中所提及的有关上市公司	25

投资摘要和估值

中国远洋是全球最大的航运企业之一，干散货船队全球第一，集装箱船队全球第四，其营业收入主要来源于集装箱运输和干散货运输，两者占比分别为 51%和 40%。2010 年公司大幅扭亏为盈，两大主要业务均取得较好的盈利，全年实现每股收益 0.66 元人民币，超越市场预期。

集装箱业务方面，2010 年，全球经济复苏情况好于预期，带动集装箱运输需求增长，再加上行业降低航速、封存运力以及整体缺箱等因素影响，集运市场行情一再超越预期，公司的集运业务也取得很好的表现，全年集运业务收入同比大幅提升 73%，同时大幅扭亏。2011 年，在欧美经济不断复苏以及集运行业供需总体平衡的背景下，行业景气度有望继续保持；但是受新船交付以及船东降价揽货等因素影响，预计运价同比将有所下滑。我们预计 2011 年公司集运单箱收入同比将下降 3%，再加上油价上涨等因素影响，集运业务毛利下降 57%。公司业绩对集装箱运价的变动非常敏感，根据我们的敏感性分析，在乐观的情形下，若平均运价同比上升 5%，则 2011 年业绩将比目前估计的水平大幅增长 94%。

干散货业务方面，2010 年市场需求回暖带动公司盈利上升。但进入 2011 年，由于澳洲洪水等自然灾害影响以及大量运力交付使得市场运价大幅下跌，1-5 月 BDI 均值仅为 1,358，比上年均值下跌 51%，且一季度业绩出现亏损。我们认为，下半年在自然灾害影响逐渐消退以及日本灾后重建等因素带动下，干散货市场运价有望出现一定反弹，但受制于运力过剩以及市场需求疲软等，2011 年全年运价仍将处于低位，影响公司整体业绩提升。我们预计公司 2011 年干散货货运周转量增长 1.8%，而运价同比则下跌 19.9%，相当于全年 BDI 均值 2,200 点的水平。结合油价上涨因素，将使得干散货毛利润下降至 17 亿元，同比大幅下降近 70%。

从 2011 年一季度公司业绩来看，在运价下跌以及成本上涨的双重压力下，公司亏损 5.0 亿元，而上年同期为盈利 8.8 亿元。我们认为亏损主要来自干散货业务。我们预计在 2012 年集运和 2013 年干散货运输基本面有望陆续改善，公司业绩将有望实现较大幅度的恢复性增长。

2011 年以来，油价大幅上涨以及通胀压力不断高涨，预计公司成本上升幅度超过收入上升幅度，公司的盈利将受到侵蚀。根据我们的敏感性分析，油价每上涨 12.5%（对应原油价格在 2010 年的基础上上涨 10 美元/桶），公司利润将比目前估计的水平下降 51%，公司业绩对油价弹性较大。

我们预计公司 2011-13 年公司每股收益分别为 0.204、0.328 和 0.56 元人民币，目前 A 股股价对应 2011 年为 41 倍市盈率和 1.8 倍市净率，H 股股价对应 2011 年 26 倍市盈率和 1.15 倍市净率，相对行业不具备估值优势。我们按照 2011 年 A 股 1.7 倍行业平均的市净率给予 A 股目标价 8.10 元人民币；参照 H 股过往折价情况，按 1.2 倍市净率设定目标价 6.70 港币。未来将逐渐步入集装箱运输旺季，BDI 指数也有望反弹，建议投资者关注集装箱运输旺季提价带来的交易性机会。我们对 A 股和 H 股的首次评级均为**持有**。

图表 2. 航运公司估值表-A 股

证券代码	收盘价	评级	目标价	总市值	每股收益	每股收益增长率	市盈率	市净率	净资产收益率
	11-6-13 (人民币)		(人民币)	(人民币 亿元)	2010 2011E 2012E	2010 2011E 2012E	2010 2011E 2012E	2010 2011E 2012E	2010 2011E 2012E
中海集运 601866.SS	3.55	买入	5.40	414.75	0.360 0.268 0.336	165 (26) 26	9.9 13.3 10.6	1.4 1.3	15.4 10.2 11.5
中海发展 600026.SS	8.38	未有评级	n.a.	285.30	0.504 0.594 0.738	61 18 24	16.6 14.1 11.3	1.3 1.2	7.8 8.0 9.4
宁波海运 600798.SS	4.65	未有评级	n.a.	40.51	0.063 0.106 0.154	86 67 45	73.3 43.8 30.2	2.1 2.0	2.9 4.8 6.5
长航凤凰 000520.SZ	4.99	未有评级	n.a.	33.67	0.016 0.298 0.396	103 1716 33	304.3 16.8 12.6	3.2 2.7	1.1 16.2 17.9
招商轮船 601872.SS	3.91	未有评级	n.a.	134.25	0.217 0.171 0.212	117 (21) 24	18.0 22.8 18.4	1.3 1.3	7.1 5.8 6.4
长航油运 600087.SS	5.66	未有评级	n.a.	106.73	0.006 0.103 0.195	112 1776 89	1029 54.8 29.1	2.1 1.8	0.2 3.8 6.6
中远航运 600428.SS	7.07	未有评级	n.a.	119.51	0.198 0.298 0.479	98 50 61	35.7 23.8 14.8	1.9 1.6	7.3 7.8 11.0
平均							212.4 27.1 18.1	1.9 1.7	6.0 8.1 9.9
中值							35.7 22.8 14.8	1.9 1.6	7.1 7.8 9.4
中国远洋 601919.SS	8.40	持有	8.10	858.17	0.660 0.204 0.328	189 (69) 61	12.7 41.2 25.6	1.8 1.8	14.9 4.3 6.7

资料来源：万得资讯、中银国际研究

图表 3. 航运公司估值表-H 股

证券代码	收盘价	评级	目标价	总市值	每股收益	每股收益增长率	市盈率	市净率	净资产收益率
	11-6-13 (港币)		(港币)	(人民币 亿元)	2010 2011E 2012E	2010 2011E 2012E	2010 2011E 2012E	2010 2011E 2012E	2010 2011E 2012E
中海集运 2866.HK	2.69	买入	4.00	415	0.356 0.268 0.336	165 (25) 26	6.3 8.4 6.7	0.9 0.8	15.4 10.2 11.5
中海发展 1138.HK	7.13	未有评级	n.a.	285	0.499 0.600 0.741	62 20 24	11.9 9.9 8.0	0.9 0.8	7.8 8.0 9.4
中外运航运 0368.HK	2.31	未有评级	n.a.	96	0.207 0.183 0.225	18 (11) 23	9.3 10.5 8.6	0.6 0.5	6.1 5.5 6.4
平均							9.2 9.6 7.7	0.8 0.7	9.8 7.9 9.1
中值							9.3 9.9 8.0	0.9 0.8	7.8 8.0 9.4
中国远洋 1919.HK	6.41	持有	6.70	858	0.664 0.204 0.328	192 (69) 61	8.0 26.2 16.3	1.2 1.15	14.9 4.3 6.7

资料来源：万得资讯、中银国际研究

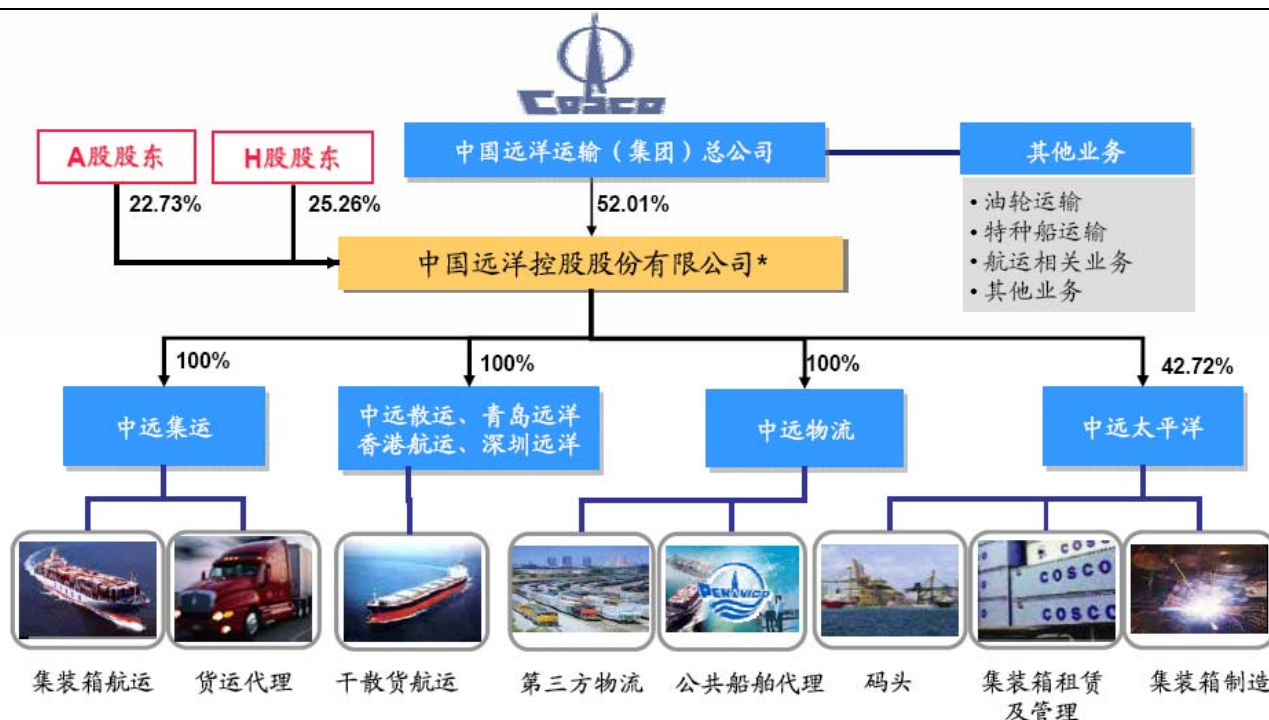
公司概况

公司是中国远洋运输（集团）总公司（简称中远集团）的上市旗舰和资本平台，为国际及国内客户提供包括集装箱航运、干散货航运、物流、码头以及集装箱租赁等涵盖整个航运产业链的服务，拥有全球最大的干散货船队，集装箱船队规模位居全球第五。公司还透过中远太平洋（持有约 42.72% 权益）下属的佛罗伦货箱控股有限公司经营集装箱租赁业务，在全球市场份额中占比 13%，位居世界第三；而中远太平洋参股的中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司是目前世界最大的集装箱制造公司，占有约 50% 的市场份额。此外，公司控股的中国远洋物流有限公司则主要提供包括第三方物流及船舶代理、货运代理在内的综合物流服务，已在内地 29 个省、市、自治区、香港及境外建立了 400 多个业务分支机构，是国内最大的现代物流服务供应商。

公司分别于 2005 年 6 月和 2007 年 6 月在 H 股和 A 股公开发行股票并上市，其控股股东为中远集团，最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会。截至 2010 年 12 月 31 日，中远集团持有公司 53.13 亿股，占总股本的 52.01%。

中远集团旗下除中国远洋运营干散货、集装箱运输以及物流等业务外，还有油轮船队、特种船运输、造船业务以及其他相关业务的资产尚通过其他实体进行运营。而根据中远集团“整体上市、分布实施”的战略，中国远洋将作为中远集团整体上市唯一的资本平台，其他资产注入预期明确。

图表 4. 公司股权结构图以及中远集团的资本平台



资料来源：公司数据及中银国际研究

公司经营情况

按业务类型划分，公司营业收入主要来源于干散货航运、集装箱航运、物流业务、集装箱租赁、集装箱码头及相关业务等五大板块。其中干散货航运和集装箱航运业务占营业收入比重在 90%以上，2010 年占比分别为 51%和 40%。

海运是强周期行业，过去几年，由于金融危机导致市场运价剧烈波动，公司干散货航运和集装箱航运业务的盈利情况出现大幅波动。公司 2009 年干散货航运业务毛利大幅下跌 95%，而集装箱航运业务毛利则大幅亏损 57.5 亿元；2010 年在世界经济快速复苏的背景下，运价触底回升，公司该两类业务盈利状况大幅好转，毛利分别达 55.5 亿元和 59.7 亿元。然而，行业的复苏过程具有波动性，2011 年以来，受运力大量交付影响，运价恢复缓慢，公司盈利出现下滑，一季度净亏损 5 亿元。

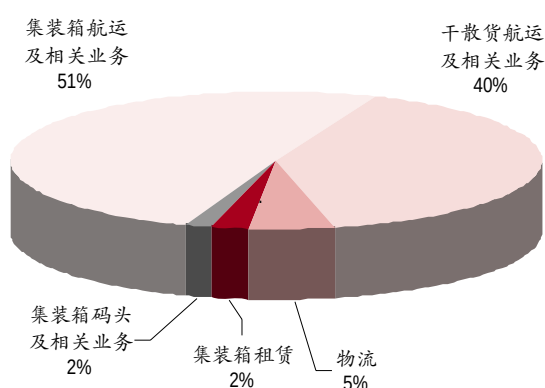
相比较而言，公司的物流业务、集装箱租赁业务以及集装箱码头业务则取得了较为稳定的发展，在营业收入和毛利中的占比逐步上升。物流业务方面，2010 年实现营业收入和毛利分别为 43.8 亿元和 35.9 亿元，同比分别增长 42.5% 和 16.2%，且毛利率基本保持稳定。预计公司的物流业务未来仍将保持稳定的增长速度。集装箱租赁业务以及集装箱码头业务方面，公司主要通过控股子公司中远太平洋进行经营，2010 年合计为公司贡献收入和毛利分别为 31.0 亿元和 11.8 亿元，同比分别增长 26.2% 和 10.0%。

图表 5. 2010 年公司各业务收入及盈利情况

(人民币, 百万)	收入	成本	毛利	毛利率(%)
集装箱航运及相关业务	41,300	35,336	5,965	14.44
干散货航运及相关业务	32,792	27,242	5,551	16.93
物流	4,377	2,807	1,570	35.87
集装箱租赁	1,714	849	865	50.47
集装箱码头及相关业务	1,387	1,076	311	22.45

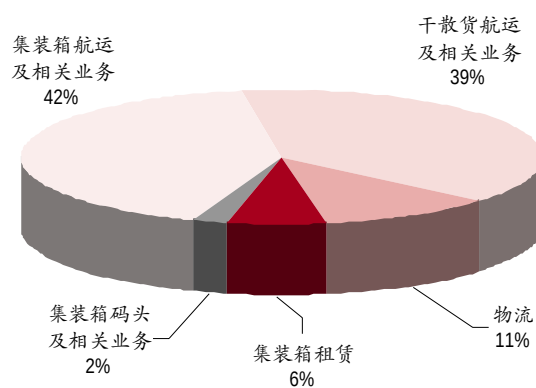
资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 6. 2010 年公司营业收入构成



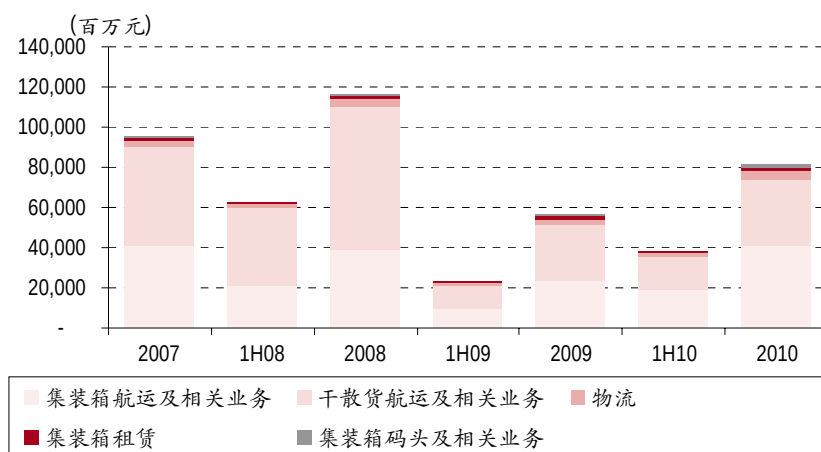
资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 7. 2010 年公司毛利构成



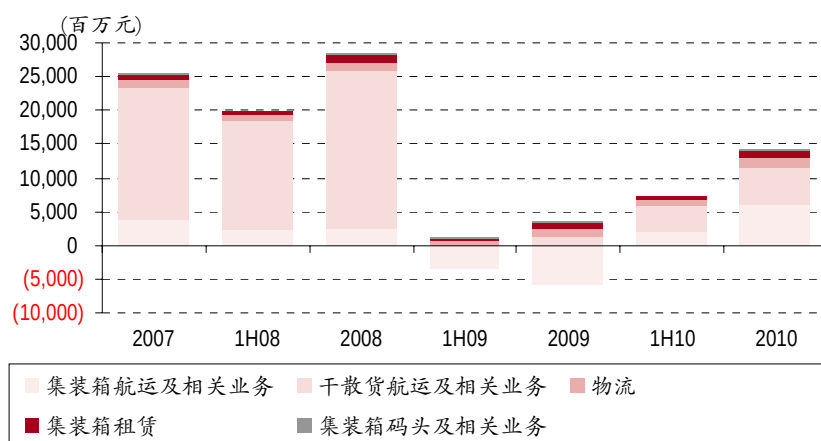
资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 8. 公司营业收入情况



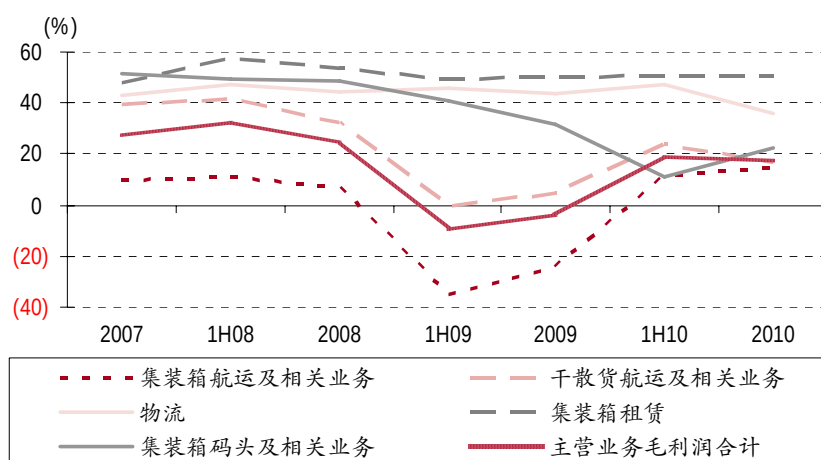
资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 9. 公司毛利情况



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 10. 公司主要业务毛利率情况



资料来源：公司数据及中银国际研究

集装箱航运业务分析

集装箱航运的主要货物为下游工业品和消费品，一般采用班轮运输的模式，其经营者众多且价格透明，行业竞争极为激烈；但由于该行业同时兼具资本密集和技术密集的特点，行业集中度相对较高。

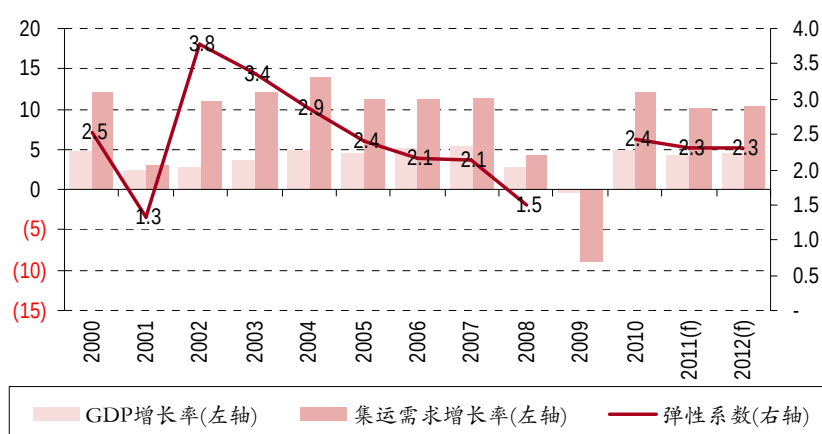
集装箱航运市场分析

集运需求恢复温和增长

集运市场需求直接受宏观经济形势以及进出口贸易量的影响，尤其是美国、欧盟以及中国的经济状况。2010年，随着世界经济触底反弹并持续复苏，中国集装箱进出口贸易逐渐恢复，集运市场运量大幅反弹。

根据我们测算，集装箱运输的需求增长率与GDP增长率的弹性系数在2.3左右。而根据国际货币基金组织的最新预测，2011年和2012年世界经济将增长4.4%和4.5%，由此估算2011年和2012年集运需求增长率分别为10.1%和10.4%。从经济复苏的角度看，我们预计集运需求在2010年大幅反弹的基础上，将随着经济基本面的逐步好转，恢复并保持温和增长。

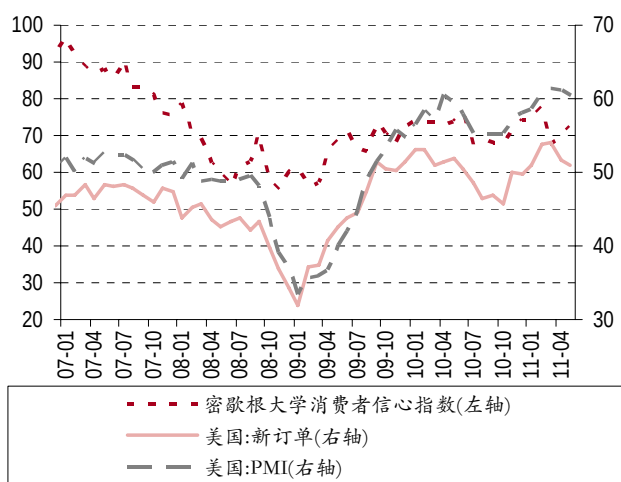
图表 11. 全球集装箱运输需求与 GDP 增长关系图



资料来源：克拉克松及中银国际研究

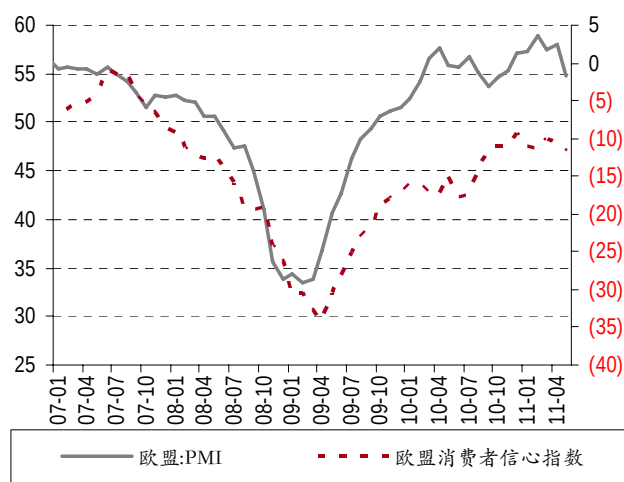
从近期经济数据来看，2011 年 4 月中国主要港口集装箱吞吐量同比增长 14.2%，1-4 月累计同比增长为 13.7%。2011 年以来，美国和欧盟的进出口也保持了较快的增长速度，3 月份进出口总额同比上年分别增长了 16%和 15%。最新的经济先行指标表明欧美经济复苏势头较好，但复苏力度有所减弱。5 月美国密歇根大学消费者信心指数为 72.4，继续保持回升势头，表明投资者对经济前景较为看好。但 5 月份美国 PMI 大幅回落至 53.5，与此同时劳动力市场数据持续低迷，美国 4 月失业率为 9.0%，维持高位。预计随着后续美国量化宽松货币政策的退出以及财政政策趋紧等因素影响，美国经济复苏势头可能进一步趋弱。而受欧债危机以及紧缩政策等因素影响，欧元区经济复苏势头减弱，5 月份 PMI 为 54.6，出现回落。欧美经济继续保持复苏势头预示着未来的海运需求也将有望继续增长，但受各种不确定因素影响，其复苏的前景尚需进一步观察。

图表 12. 美国消费者信心指数及 PMI



资料来源：彭博及中银国际研究

图表 13. 欧盟消费者信心指数及 PMI



资料来源：彭博及中银国际研究

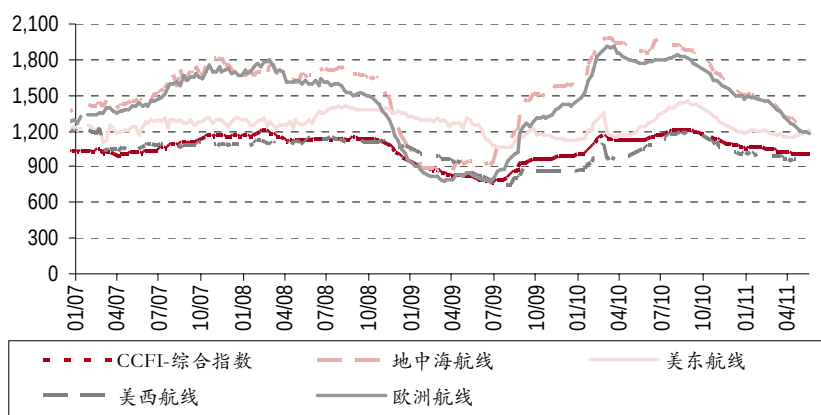
供需基本面逐渐改善，运价有望筑底回升

从 2010 年底和 2011 年初以来的情况看，集运运价的走势从 2009 年的快速反弹中又出现了波动。随着新增运力投放以及部分闲置运力投入市场，船东降价揽货使得市场运价低位盘整，船东拟定的提价计划一再推迟。欧地航线受大船投放因素影响，运价持续低位徘徊，而美线运价在大客户谈判激励下企稳，但之后回归弱势。

从供给端来看, 2011 年 4 月末, 全球集装箱船队规模为 1,456.0 万 TEU, 手持订单为 403.3 万 TEU, 占现有船队规模比重为 27.7%, 保持较低水平。根据订单交付计划, 2011 年预计交付量为 160 万 TEU, 假设按 70% 的交付比例, 则 2011 年市场整体运力增速为 7.7%。根据克拉克松的预测, 2011 年集运行业需求增长 10%, 运力增长为 7%。我们认为, 2011 年集装箱航运市场供需基本面处于改善通道中, 运价将逐渐筑底回升。

我们预计, 随着旺季的逐渐到来以及市场需求持续回暖, 主要航线装载率将继续提高, 公司提价有望取得实质效果, 运价将逐渐走出底部。

图表 14. 中国出口集装箱运价指数



资料来源: 中华航运网及中银国际研究

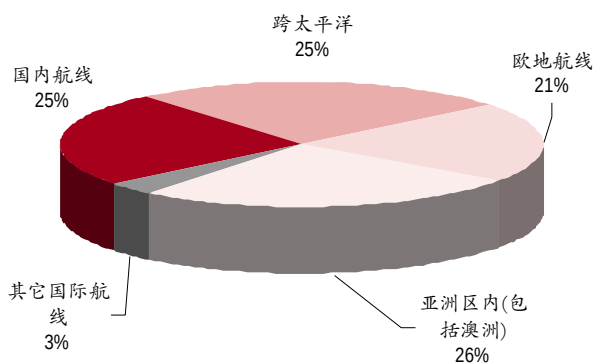
公司集装箱航运业务情况

2010 年, 在全球经济持续复苏的背景下, 集运市场回暖明显, 公司集装箱运输业务收入强劲反弹, 2010 年同比大幅增长 73.3%, 毛利达 59.7 亿元, 大幅扭亏为盈。

公司集运市场细分

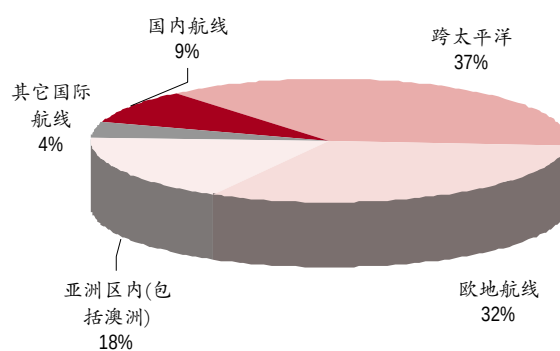
分航线看, 公司集装箱运输收入主要来源于跨太平洋航线、欧地航线、亚洲区内航线以及国内航线, 2010 年, 这四条航线完成的集装箱吞吐量占比分别为 25%、21%、26%、25%, 运输收入占比分别为 37%、32%、18%、9%, 同比大幅增长 96%、98%、51%、35%。

图表 15. 2010 年分航线集装箱吞吐量构成



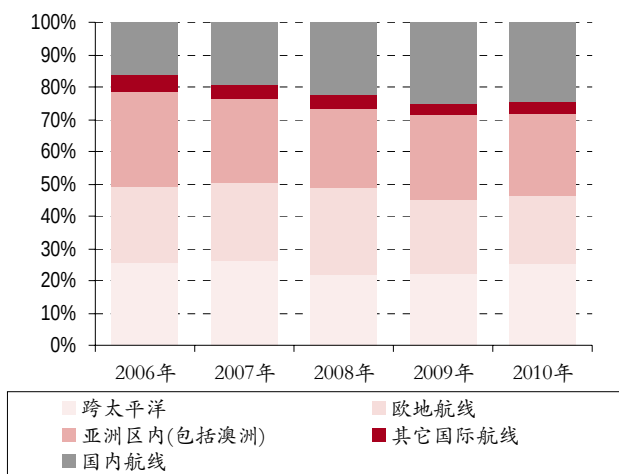
资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 16. 2010 年分航线集装箱业务收入构成



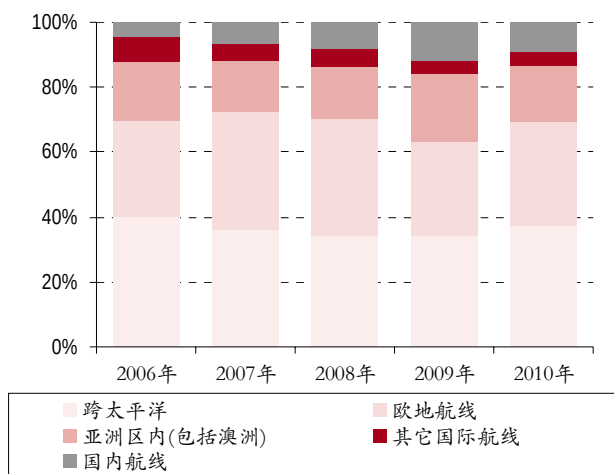
资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 17. 公司各航线集装箱吞吐量占比



资料来源：公司数据，中银国际研究部

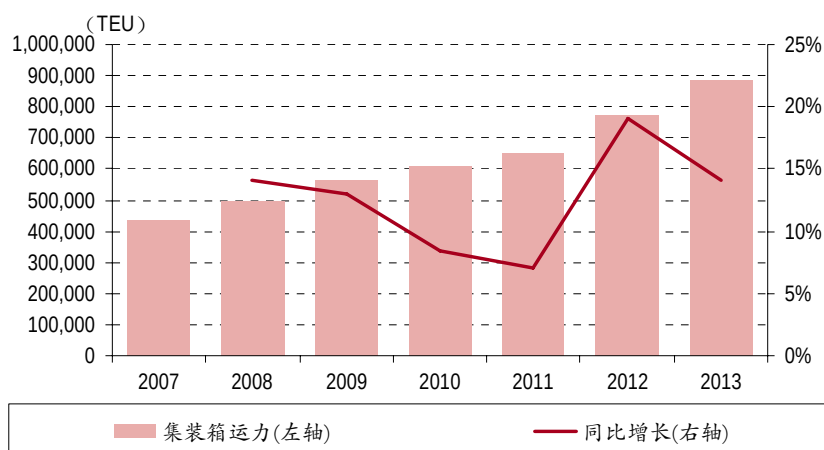
图表 18. 公司各航线集装箱运输收入占比



资料来源：公司数据，中银国际研究部

公司集运运力增速较快，业务增长弹性大

从船队规模看，截至 2011 年 3 月 31 日，公司经营的集装箱船队达 153 艘，合计运力达 62.6 万标准箱，比上年底增加 3%。此外，公司在手订单（包括订购和租入）为 37 艘，合计 30.5 万标准箱，占现有运力 48.7%。根据 AXS-Alphaliner 公司的统计，截至 2011 年 5 月 1 日，公司的船队规模位列全球第五，在手订单占现有运力的比例在 20 大班轮公司中最高。根据现有运力交付计划，2011 和 2012 年底公司集装箱运力同比分别增长 7%和 19%。

图表 19. 公司集装箱船队情况


资料来源：公司数据及中银国际研究

根据目前的船舶订单以及需求情况分析，2012 年集运行业供需关系相比 2011 年有望进一步好转，而根据公司的订单交付计划，2012 年预计将交付 12.4 万标准箱，年底运力同比增长达 19%，未来公司将有望充分受益于行业基本面的好转，获得超越市场平均水平的收益。

集装箱相关业务盈利预测

我们预计，2011 年公司集装箱航运及相关业务收入同比将增长 6%，主要来自于占比 92% 的集装箱运输业务收入。运量方面，在全球经济缓慢复苏的背景下，欧美等发达经济体逐步复苏，我们预计 2011 年公司集装箱运输吞吐量同比增加 8%；而运价方面，2011 年受运力交付以及船东降价竞争获取市场份额等因素影响，平均运价同比将小幅下跌 3%。综合来看，公司 2011 年集装箱运输业务收入同比将增长 6%，而集装箱航运其他相关业务将继续保持稳定增长，同比增长 9% 左右。

图表 20. 公司集装箱航运及相关业务收入预测

单位 (百万元人民币)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
集装箱航运及相关业务收入	23,839	41,300	43,676	49,983	54,832
同比增长 (%)	(39)	73	6	14	10
集装箱运输业务收入	21,249	38,100	40,204	46,061	50,394
同比增长 (%)	(43)	79	6	15	9
集装箱吞吐量 (TEU)	5,234,292	6,215,371	6,740,389	7,237,019	7,761,205
同比增长 (%)	(10)	19	8	7	7
平均单位运价 (元/TEU)	4,060	6,130	5,965	6,365	6,493
同比增长 (%)	(37)	51	(3)	7	2
其他相关业务收入	2,590	3,200	3,472	3,922	4,438
同比增长 (%)	43	24	9	13	13

资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 21. 公司每股收益对集运运价敏感性分析

2011 年平均单箱运价 (元/TEU)	5,517	5,824	5,965	6,437	6,743
同比 2010 年上涨幅度 (%)	(10)	(5)	(3)	5	10
每股收益 (人民币, 元)	0.022	0.147	0.204	0.396	0.521
每股收益较基准变动幅度 (%)	(89)	(28)	基准	94	155

资料来源: 公司数据及中银国际研究

干散货航运业务分析

干散货航运的主要货物为上游的初级产品，如铁矿石、煤炭、粮食以及其他小宗散货等等。干散货航运不同于集装箱航运的班轮运输，市场进入门槛较低，众多船东和货主可以自由进入市场，行业集中度较低，接近完全竞争市场。

干散货航运市场分析

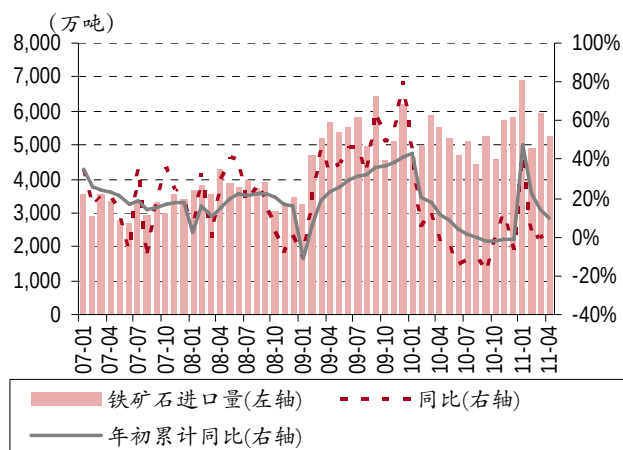
干散货需求增速回归常态

铁矿石和煤炭在干散货运输中占比分别为 30%和 27%，因而其需求主要受各国宏观经济形势的影响。来自中国的铁矿石进口需求占铁矿石海运量的 60%，同时中国也自 2009 年开始成为煤炭净进口国，因此中国经济增长所带动的铁矿石和煤炭进口对干散货运输需求影响重大。

铁矿石方面，2011 年以来，受铁矿石价格持续攀升、需求放缓等因素影响，铁矿石需求增速趋缓，而进口铁矿石港口库存则不断上涨。预计未来随着电荒以及对高耗能行业的限制，再加上紧缩政策导致的下游需求疲软等因素影响，中国进口铁矿石需求增速将继续放缓。2011 年 3 月份日本发生地震和海啸，短期内将影响日本的铁矿石进口。但长期来看，2011 年下半年灾后重建等因素将推动其需求逐步恢复。

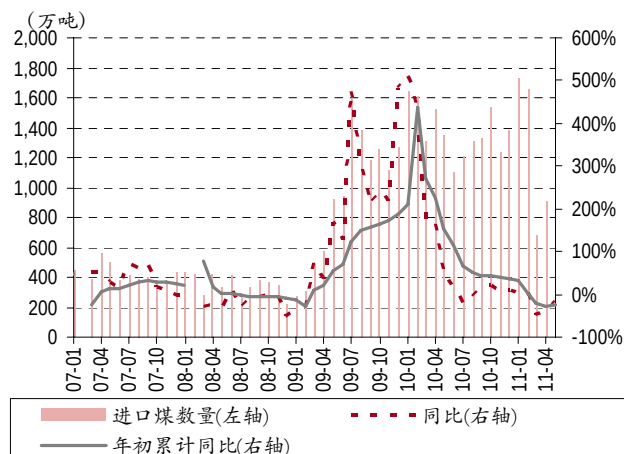
煤炭方面，2011 年 2 月份，澳洲洪水灾害使得煤炭出口受到较大影响，再加上煤炭价格维持高位影响需求，使得煤炭海运量出现下滑。其中 2011 年 1-4 月中国的煤炭进口量累计同比下降 25%。目前中国面临电荒，国内煤炭价格不断上扬，而国际煤炭价格受石油等大宗商品价格下跌影响而出现下降，国内外煤炭价差在不断缩小，预计下半年中国煤炭进口量将有望恢复增长；而日本核危机带来的能源需求以及震后重建等因素也将推动煤炭需求，带动煤炭海运量恢复。

图表 22. 中国铁矿石进口量



资料来源：万得资讯及中银国际研究

图表 23. 中国煤炭进口量



资料来源：万得资讯及中银国际研究

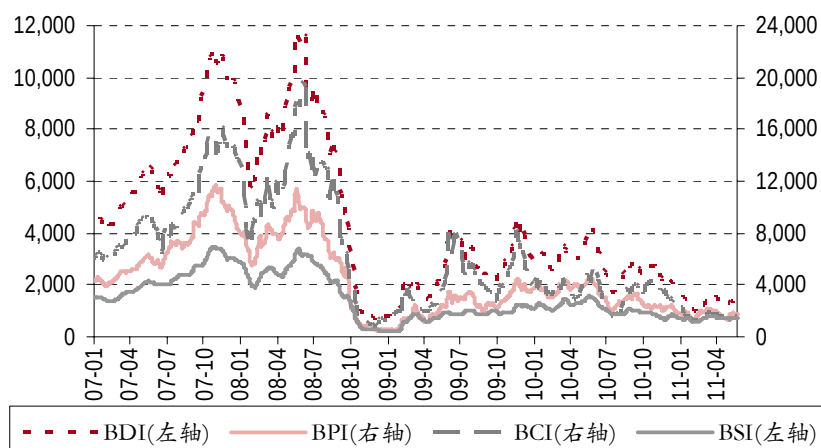
干散货运力过剩较为严重，运价难有趋势性反弹

2010 年，随着世界经济触底反弹并持续复苏，干散货航运市场有所恢复，BDI 全年均值为 2,758，同比增长 5%。但是，2011 年铁矿石和煤炭价格持续攀升，从很大程度上影响了市场需求，而 2 月澳洲洪灾以及 3 月发生的日本地震和海啸等自然灾害进一步使得干散货海运需求下降，再加上大量新船交付，使得市场运价持续低位运行，2011 年 1-5 月 BDI 均值仅为 1,358，比上年均值已跌去 51%。

从供给端来看，2011 年 4 月末，全球干散货船队规模为 5.58 亿载重吨，同比增长 15.4%，增速比前几个月略有所回落；手持订单总额占现有船队规模比重为 46%，该比例虽然自 2008 年以来持续下降，但仍然处于高位。此外，受运价持续低迷影响，船舶拆解有所加快，2011 年 1-4 月累计拆解数量达 673 万载重吨，已超过 2010 年全年 585 万载重吨的拆解量。

根据订单交付计划，2011 年干散货船计划交付量为 1.36 亿载重吨，如果按 70% 的实际交付比例，假设全年拆解量为 0.2 亿载重吨，则 2011 年市场整体运力增速为 14%。根据克拉克松的预测，2011 年干散货运输市场需求同比将增长 5%，而船队运力同比增长 13%，干散货市场运力过剩较为严重。虽然目前运价处于历史低位，下跌空间有限，且受此影响 2011 年船舶拆解速度加快，但受运力不断交付影响，未来干散货运价反弹空间有限。

图表 24. 波罗的海干散货运价指数



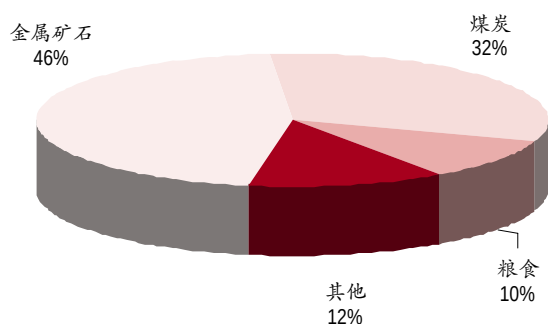
资料来源：中华航运网及中银国际研究

公司干散货业务情况分析

公司干散货业务量情况

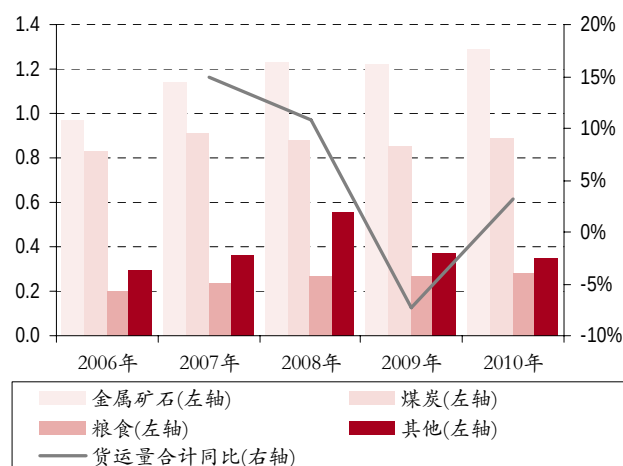
2010 年在经济复苏的背景下，干散货航运市场逐渐回暖，运价回升，公司干散货航运业务收入同比增长 19.8%，而毛利则大幅增长 331%。2010 年公司干散货运输业务完成货运量 2.8 亿吨，同比增长 3.2%，货运周转量 1.4 万亿吨海里，同比增长 1.4%。在运输的货物中，金属矿石与煤炭占比分别为 46% 和 32%。

图表 25. 2010 年干散货运输货运量构成



资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 26. 公司历年干散货货运量情况 (亿吨)

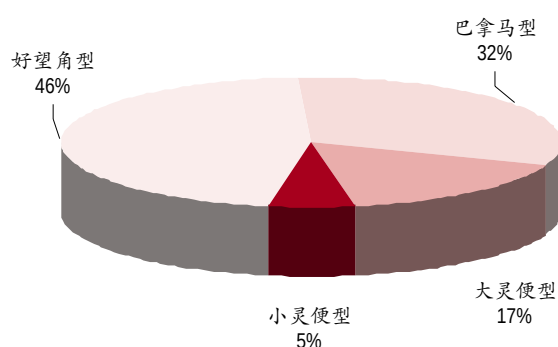


资料来源：公司数据，中银国际研究部

公司干散货船队情况

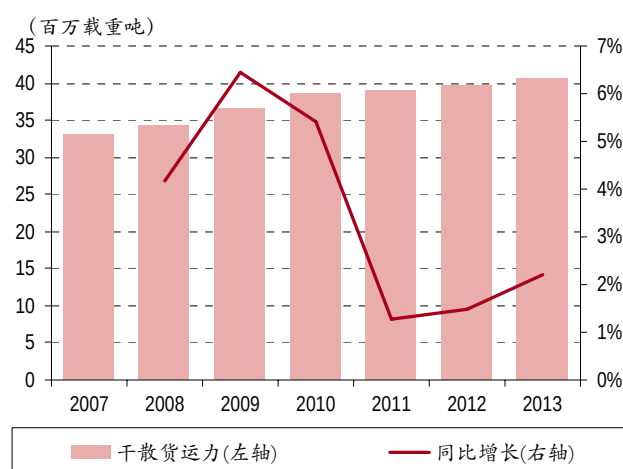
目前，公司拥有世界上规模最大的干散货船队。截至 2011 年 3 月 31 日，公司经营的干散货船队达 438 艘，合计运力达 3,822.3 万载重吨，其中自有船舶 1,830.4 万载重吨，占比为 47.9%，租入船舶占比 52.1%。此外，公司干散货船舶在手订单为 16 艘，合计 226.4 万载重吨，占现有运力 5.9%。在公司目前运营的干散货船队中，好望角型船队和巴拿马型船占比为 46%和 32%。

图表 27. 2010 年干散货船队构成



资料来源：公司数据，中银国际研究部

图表 28. 公司干散货船队情况



资料来源：公司数据，中银国际研究部

FFA 业务对公司未来业绩无重大影响

除干散货运输业务外，中国远洋开展了远期运费协议（FFA）业务，其目的在于对冲租入船舶的运营风险，但由于 2008 年 BDI 指数大幅跳水，FFA 业务给公司带来了较大的浮亏。

图表 29. FFA 业务对公司损益的影响

(人民币亿元)	FFA 已交割部分投资收益	FFA 公允价值变动损益	合计
2007 年	11.5	13.5	25.0
2008 年	11.0	(52.2)	(41.2)
2009 年	(25.1)	35.0	9.9
2010 年	(0.4)	0.8	0.4
2011 年 1 季度	N.A	0.1	0.1

资料来源：公司数据及中银国际研究

随着持有的协议逐渐到期，公司 FFA 协议的持仓规模不断下降，对公司报表的影响也不断减弱。在国资委加强对央企衍生品业务监管的背景下，预计未来 FFA 业务对公司的业绩不再产生重大影响。

干散货相关业务盈利预测

受澳洲洪灾等自然灾害影响，2011 年前 5 个月干散货运输市场运价大幅下滑，BDI 平均值仅为 1,357 点，比 2010 年均值下跌近 50%。我们认为，下半年在自然灾害影响逐渐消退以及日本灾后重建等因素带动下，干散货市场运价有望反弹，但受制于运力过剩以及市场需求疲软等，2011 年全年运价仍将处于低位。从运量来看，我们预计公司 2011 年干散货货运周转量同比增长 1.8%；运价方面，根据不同船型市场综合分析，我们预计公司 2011 年全年平均日租金水平同比下滑 20%，而随着运力交付，公司干散货有效营运天将增加 2%，使得干散货航运及相关业务收入同比下滑 18%。

图表 30. 公司干散货航运及相关业务收入预测

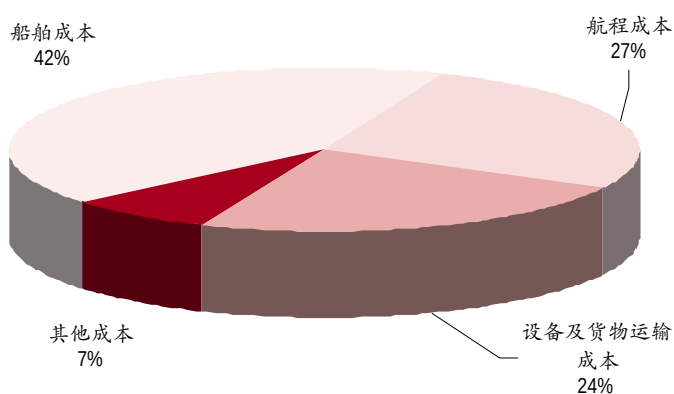
单位（百万元人民币）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
干散货航运及相关业务收入	27,379	32,792	27,015	29,533	36,367
同比增长（%）	(62)	20	(18)	9	23
干散货运输业务收入	18,681	24,301	18,524	21,042	27,876
同比增长（%）	(66)	30	(24)	14	32
干散货营运天	151,827	156,808	157,114	157,161	160,126
同比增长（%）	1	3	2	1	2
日租金水平(美元/天)	18,011	22,898	18,337	20,824	27,076
同比增长（%）	(66)	27	(20)	14	30
其他相关业务收入	8,698	8,491	8,491	8,491	8,491
同比增长（%）	(49)	(2)	0	0	0

资料来源：公司数据及中银国际研究

成本分析

公司的业务成本中，集装箱航运业务以及干散货航运业务成本占比为 92%，而对于这两类运输业务成本，主要包括船舶成本、航程成本、设备及货物运输成本、以及其他成本，2010 年这四类成本占比分别为 42%、27%、24%和 7%。而在船舶成本和航程成本中，占比最大的分别为经营租赁费用以及燃油成本，占总运输成本比例分别为 32%和 20%。

图表 31. 2010 年公司运输业务成本构成



资料来源：公司数据及中银国际研究

受通货膨胀等因素影响，我们预计 2011 年公司业务成本除船舶经营租赁费用部分受市场价格影响外，其他均有不同幅度的提高，我们预计航程成本同比增长 25%，设备及货物运输成本同比增长 14%。在这些成本中，未来可能上涨幅度最大的为航程成本中的燃料成本，主要是国际原油及燃料油价格大幅上涨所致。

受利比亚等非洲和中东地区政治局势动荡影响，国际原油价格在 2011 年大幅上涨，布伦特原油价格最高攀升至 126 美元/桶上方，WTI 原油价格最高也接近 114 美元/桶。5 月初，受需求减少以及 OPEC 可能增产等消息的刺激，国际原油价格以及大宗商品价格出现跳水，之后维持高位震荡。根据美国能源署（EIA）最新的月度报告预计，2011 年 WTI 均价将达到 103 美元/桶，比 2010 年涨幅超过 25%。我们预计 2011 年全年平均原油价格相比上年同比增长 25%。

公司船舶航行主要采用 IF380 燃料油，其价格走势与原油价格基本保持一致。2010 年燃油成本在公司总成本中占比达 20%，因此油价大幅上涨将对公司 2011 年的盈利构成较大压力，我们预计 2011 年公司燃油成本同比增长将达 33%。

图表 32. 公司每股收益对油价敏感性分析

2011 年 WTI 平均价格 (美元/桶)	80	90	100	110	120
燃料油平均价格 (美元/吨)	460	520	575	630	690
同比 2010 年上涨幅度 (%)	0	12.5	25	37.5	50
公司燃油成本 (亿)	135	152	169	186	203
每股收益 (人民币, 元)	0.424	0.314	0.204	0.094	(0.015)
每股收益较基准变动幅度 (%)	108	54	基准	(54)	(108)

资料来源：公司数据及中银国际研究

主要风险

油价波动导致的风险。非洲和中东等地的动荡局势或其他突发事件可能导致国际油价不断攀升，使得公司运营成本大幅上升，侵蚀公司利润。

经济波动导致的风险。欧债危机、地缘政治、自然灾害等因素可能使得世界经济复苏进程受阻，进而导致干散货以及集装箱运输需求低于预期。

损益表-A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	55,735	80,578	77,994	87,648	100,244
销售成本	(57,760)	(66,310)	(70,694)	(77,918)	(86,154)
经营费用	(2,974)	(3,824)	(3,663)	(4,161)	(4,850)
息税折旧前利润	(1,572)	13,944	7,384	9,646	13,646
折旧与摊销	(3,427)	(3,500)	(3,747)	(4,076)	(4,406)
经营利润(息税前利润)	(4,999)	10,445	3,637	5,570	9,240
净利息收入/(费用)	(664)	(555)	(1,017)	(1,012)	(1,035)
其它盈利/(亏损)	(650)	(704)	0	0	0
税前利润	(6,313)	9,186	2,621	4,558	8,205
所得税	(424)	(1,192)	(168)	(620)	(1,479)
少数股东损益	(804)	(1,233)	(368)	(591)	(1,009)
净利润	(7,541)	6,761	2,085	3,348	5,717
核心净利润	(6,891)	7,465	2,085	3,348	5,717
每股收益(人民币)	(0.738)	0.662	0.204	0.328	0.560
核心每股收益(人民币)	(0.675)	0.731	0.204	0.328	0.560
每股股息(人民币)	0.00	0.09	0.06	0.10	0.16
收入增长(%)	(51.52)	44.58	(3.21)	12.38	14.37
息税前利润增长(%)	(124.67)	(308.94)	(65.17)	53.13	65.89
息税折旧前利润增长(%)	(106.58)	(987.26)	(47.04)	30.63	41.46
每股收益增长(%)	(170)	190	(69)	61	71
核心每股收益增长(%)	(144)	208	(72)	61	71

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	(6,313)	9,186	2,621	4,558	8,205
折旧与摊销	3,427	3,500	3,747	4,076	4,406
净利息费用	664	555	1,017	1,012	1,035
运营资本变动	(1,286)	20	(175)	1,160	1,514
支付所得税	(424)	(1,192)	(168)	(620)	(1,479)
其他经营现金流	(1,948)	(917)	(1,891)	(2,080)	(2,288)
经营活动产生的现金流	(5,879)	11,152	5,151	8,107	11,393
购买固定资产净值	(11,182)	(8,466)	(12,100)	(7,100)	(10,100)
投资减少/增加	1,770	(2,380)	2,091	2,280	2,488
其他投资现金流	(1,681)	(193)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(11,094)	(11,039)	(10,009)	(4,820)	(7,612)
净增权益	372	4,131	0	0	0
净增债务	33,431	1,716	10,000	2,000	0
支付股息	0	(919)	(613)	(985)	(1,681)
其他融资现金流	(4,618)	(2,112)	(1,323)	(640)	(338)
融资活动产生的现金流	29,185	2,815	8,064	375	(2,020)
现金变动	12,213	2,928	3,205	3,662	1,761
期初现金	31,827	44,098	46,551	49,756	53,418
公司自由现金流	(16,973)	113	(4,858)	3,287	3,780
权益自由现金流	16,458	1,828	5,142	5,287	3,780

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	44,098	46,551	49,756	53,418	60,146
应收帐款	9,038	11,011	11,290	12,613	14,338
库存	1,956	2,318	2,340	2,629	3,007
其他流动资产	106	1,145	945	745	545
流动资产总计	55,197	61,025	64,332	69,406	78,037
固定资产	62,760	66,729	75,082	78,105	83,799
无形资产	2,694	2,769	2,769	2,769	2,769
其他长期资产	17,968	20,345	20,345	20,345	20,345
长期资产总计	83,422	89,843	98,196	101,220	106,914
总资产	138,620	150,868	162,528	170,625	184,951
应付帐款	19,678	22,274	22,400	25,173	28,790
短期债务	7,248	6,068	8,068	8,068	13,035
其他流动负债	142	61	61	61	61
流动负债总计	27,068	28,402	30,529	33,302	41,886
长期借款	52,999	54,455	62,455	64,455	64,455
其他长期负债	5,161	5,790	5,790	5,790	5,790
股本	10,216	10,216	10,216	10,216	10,216
储备	32,606	37,536	38,702	41,436	46,168
股东权益	42,822	47,752	48,918	51,652	56,384
少数股东权益	10,571	14,467	14,835	15,426	16,435
总负债及权益	138,620	150,868	162,528	170,625	184,951
每股帐面价值(人民币)	4.19	4.67	4.79	5.06	5.52
每股有形资产(人民币)	3.93	4.40	4.52	4.78	5.25
每股净负债/(现金)(人民币)	1.58	1.37	2.03	1.87	1.70

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	(2.8)	17.3	9.5	11.0	13.6
息税前利润率(%)	(9.0)	13.0	4.7	6.4	9.2
税前利润率(%)	(11.3)	11.4	3.4	5.2	8.2
净利率(%)	(13.5)	8.4	2.7	3.8	5.7
流动性					
流动比率(倍)	2.04	2.15	2.11	2.08	1.86
利息覆盖率(倍)	(6.5)	19.8	4.6	6.5	9.9
净权益负债率(%)	30.2	22.5	32.6	28.5	23.8
速动比率(倍)	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8
估值					
市盈率(倍)	(11.4)	12.7	41.2	25.6	15.0
核心业务市盈率(倍)	(12.5)	11.5	41.2	25.6	15.0
目标价对应核心业务市	(12.0)	11.1	39.7	24.7	14.5
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.0	1.8	1.8	1.7	1.5
价格/现金流(倍)	(14.6)	7.7	16.7	10.6	7.5
企业价值/息税折旧前	(80.8)	9.2	18.3	14.1	10.1
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	11.4	11.8	12.0	11.6	11.9
应收帐款周转天数	62.0	45.4	52.2	49.8	49.1
应付帐款周转天数	117.9	95.0	104.5	99.1	98.2
回报率					
股息支付率	0.0	13.6	29.4	29.4	29.4
净资产收益率	(15.9)	14.9	4.3	6.7	10.6
资产收益率	(5.9)	4.7	1.3	2.0	3.2
已运用资本收益率	(5.0)	8.8	2.8	4.1	6.4

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	68,463	96,439	93,593	105,178	120,292
销售成本	(72,398)	(84,052)	(87,034)	(96,280)	(107,155)
经营费用	(4,670)	(4,944)	(4,812)	(5,408)	(6,185)
息税折旧前利润	(4,320)	13,058	7,384	9,646	13,646
折旧与摊销	(3,427)	(3,500)	(3,747)	(4,076)	(4,406)
经营利润	(7,747)	9,558	3,637	5,570	9,240
(息税前利润)					
净利息收入/(费用)	(664)	(555)	(1,017)	(1,012)	(1,035)
其它盈利/(亏损)	2,197	271	0	0	0
税前利润	(6,214)	9,274	2,621	4,558	8,205
所得税	(451)	(1,189)	(168)	(620)	(1,479)
少数股东损益	(804)	(1,226)	(368)	(591)	(1,009)
净利润	(7,468)	6,858	2,085	3,348	5,717
核心净利润	(9,665)	6,588	2,085	3,348	5,717
每股收益(人民币)	(0.731)	0.671	0.204	0.328	0.560
核心每股收益(人民币)	(0.946)	0.645	0.204	0.328	0.560
每股股息(人民币)	0.00	0.09	0.06	0.10	0.16
收入增长(%)	(47.69)	40.86	(2.95)	12.38	14.37
息税前利润增长(%)	(140.17)	223.38	(61.94)	53.13	65.89
息税折旧前利润增长(%)	(118.85)	402.29	(43.45)	30.63	41.46
每股收益增长(%)	(164)	192	(70)	61	71
核心每股收益增长(%)	(166)	168	(68)	61	71

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	44,098	46,551	49,756	53,418	60,146
应收帐款	8,728	10,987	11,266	12,589	14,314
库存	1,783	2,117	2,139	2,429	2,806
其他流动资产	489	850	650	450	250
流动资产总计	55,097	60,505	63,811	68,886	77,517
固定资产	62,930	66,588	74,942	77,965	83,659
无形资产	2,273	2,303	2,303	2,303	2,303
其他长期资产	17,441	20,146	20,146	20,146	20,146
长期资产总计	82,644	89,037	97,390	100,414	106,108
总资产	137,741	149,542	161,202	169,299	183,625
应付帐款	17,692	20,301	20,444	23,101	26,567
短期债务	7,233	5,870	7,870	7,870	12,837
其他流动负债	2,504	2,278	2,261	2,377	2,528
流动负债总计	27,428	28,449	30,575	33,348	41,932
长期借款	53,117	54,927	62,927	64,927	64,927
其他长期负债	4,611	5,190	5,190	5,190	5,190
股本	10,216	10,216	10,216	10,216	10,216
储备	31,776	36,292	37,458	40,192	44,924
股东权益	41,992	46,509	47,674	50,408	55,140
少数股东权益	10,592	14,467	14,835	15,426	16,435
总负债及权益	137,741	149,542	161,202	169,299	183,625
每股帐面价值(人民币)	4.11	4.55	4.67	4.93	5.40
每股有形资产(人民币)	3.89	4.33	4.44	4.71	5.17
每股净负债/(现金)(人民币)	1.59	1.39	2.06	1.90	1.72

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	(6,214)	9,274	2,621	4,558	8,205
折旧与摊销	3,427	3,500	3,747	4,076	4,406
净利息费用	664	555	1,017	1,012	1,035
运营资本变动	(1,286)	20	(175)	1,160	1,514
税金	(424)	(1,192)	(168)	(620)	(1,479)
其他经营现金流	(4,604)	(1,149)	(1,891)	(2,080)	(2,288)
经营活动产生的现金流	(8,436)	11,008	5,151	8,107	11,393
购买固定资产净值	(11,182)	(8,466)	(12,100)	(7,100)	(10,100)
投资减少/增加	1,770	(2,380)	2,091	2,280	2,488
其他投资现金流	817	(34)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(8,595)	(10,880)	(10,009)	(4,820)	(7,612)
净增权益	372	4,131	0	0	0
净增债务	33,431	1,716	10,000	2,000	0
支付股息	0	(919)	(613)	(985)	(1,681)
其他融资现金流	(4,585)	(2,127)	(1,323)	(640)	(338)
融资活动产生的现金流	29,219	2,800	8,064	375	(2,020)
现金变动	12,187	2,928	3,205	3,662	1,761
期初现金	31,827	44,098	46,551	49,756	53,418
公司自由现金流	(17,032)	128	(4,858)	3,287	3,780
权益自由现金流	16,400	1,843	5,142	5,287	3,780

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	(6.3)	13.5	7.9	9.2	11.3
息税前利润率(%)	(11.3)	9.9	3.9	5.3	7.7
税前利润率(%)	(9.1)	9.6	2.8	4.3	6.8
净利率(%)	(10.9)	7.1	2.2	3.2	4.8
流动性					
流动比率(倍)	2.01	2.13	2.09	2.07	1.85
利息覆盖率(倍)	(10.7)	18.2	4.6	6.5	9.9
净权益负债率(%)	30.9	23.4	33.7	29.4	24.6
速动比率(倍)	1.9	2.0	2.0	2.0	1.8
估值					
市盈率(倍)	(7.32)	7.97	26.21	16.32	9.56
核心业务市盈率(倍)	(5.65)	8.3	26.2	16.3	9.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	(5.90)	8.7	27.4	17.0	10.0
市净率(倍)	1.30	1.2	1.15	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	(6.48)	5.0	10.6	6.7	4.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(22.16)	7.4	14.0	10.9	7.8
周转率					
存货周转天数	8.3	8.5	8.9	8.7	8.9
应收帐款周转天数	49.6	37.3	43.4	41.4	40.8
应付帐款周转天数	86.5	71.9	79.4	75.6	75.4
回报率					
股息支付率	0.0	13.4	29.4	29.4	29.4
净资产收益率	(15.8)	15.5	4.4	6.8	10.8
资产收益率	(5.8)	4.8	1.3	2.0	3.2
已运用资本收益率	(7.7)	8.1	2.9	4.1	6.4

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

中国远洋 (601919.SS/人民币 8.40, 1919.HK/港币 6.41, 持有)

中海集运 (601866.SS/人民币 3.55, 2866.HK/港币 2.69, 买入)

中海发展 (600026.SS/人民币 8.38, 1138.HK/港币 7.13, 未有评级)

宁波海运 (600798.SS/人民币 4.65, 未有评级)

长航凤凰 (000520.SZ/人民币 4.99, 未有评级)

招商轮船 (601872.SS/人民币 3.91, 未有评级)

长航油运 (600087.SS/人民币 5.66, 未有评级)

中远航运 (600428.SS/人民币 7.07, 未有评级)

中外运航运 (0368.HK/港币 2.31, 未有评级)

以2011年6月13日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%;
卖出指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

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。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

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客户发布。

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。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中银国际集团成员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 2011 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) 2867 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) 2867 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 15 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