

2010 年 12 月 8 日

A

增持

H

增持

杜建平

(8610) 6622 9079

jianping.du@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300209090310

图表 1. 上市航空公司和机场估值表

公司名称	股票代码	评级	收盘价	目标价	上/下 浮比例
			(人民币)	(人民币)	(%)
			港币	港币	
航空公司					
中国国航 - A	601111.SS	买入	13.01	19.50	49.9
南方航空 - A	600029.SS	买入	9.3	10.42	12.0
东方航空 - A	600115.SS	买入	7.09	8.36	17.9
海南航空	600221.SS	买入	9.54	12.00	25.8
中国国航 - H	0753.HK	买入	10.02	11.60	15.8
南方航空 - H	1055.HK	买入	5.38	6.16	14.5
东方航空 - H	0670.HK	买入	4.41	5.93	34.5
国泰航空	0293.HK	买入	23.35	24.60	5.4
机场					
上海机场	600009.SS	买入	12.29	15.39	25.2
白云机场	600004.SS	买入	8.91	11.49	29.0
深圳机场	000089.SZ	买入	5.67	8.36	47.4
厦门空港	600897.SS	买入	15.74	19.78	25.7
美兰机场	0357.HK	买入	9.57	9.63	0.6

资料来源：彭博及中银国际研究预测

以 2010 年 12 月 6 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

中银国际证券有限责任公司

航空运输行业季度策略

春运行情可期

2010 年航空运输业经历了一个国内、国际客货运需求强劲反弹的过程，航空运输行业的盈利弹性之大、从金融危机中恢复的速度之迅速，都大大超出了人们的预期。世界上大多数航空公司 2010 年都将录得历史上最高的盈利水平。展望 2011 年，由于有消费结构升级、居民收入增加和国内旅游持续升温等因素的支撑，考虑到今年的高基数因素，我们预计 2011 年国内航空客运需求将体现自然增长态势，国内和国际旅客运输量将分别同比增长 10% 和 15%；国内和国际货运需求分别同比增长 10% 和 15%。2011 年 1 月中旬春运将拉开大幕，在铁路供给仍然偏于紧张态势下，航空运输有望再一次重演 2010 年春运的火爆行情，取得良好业绩。我们对航空公司行业和机场行业均维持**增持**的评级。

支撑评级的要点

- 我们预计 2011 年我国 GDP 将保持 8% 以上增速，全球经济继续缓慢回升，航空运输将继续受益于稳定的经济增长。
- 我们预计全行业 2011 年客运运力（座位数）增加量与近两年水平接近，但由于比较基数因素，同比增速有所降低，约在 11% 左右（2008、09 年座位数增速分别为 11.1% 和 12.9%），供需基本平衡。
- 我们预计国际油价仍处于相对中等水平，不会实质性影响航空公司盈利能力。人民币将继续升值趋势，对航空公司盈利构成实质利好。

首选买入

- 在航空公司个股中，我们看好航空公司行业龙头中国国航、对人民币升值弹性最大的南方航空，以及占据建设海南省国际旅游岛先机的海南航空。我们维持**买入**的评级。
- 在机场个股中，我们看好具有资产注入承诺的上海机场、经营稳健的厦门空港，以及利润增长空间大的白云机场。我们维持**买入**的评级。

目录

投资建议	3
行业盈利重心抬升	6
2011 年航空客运：国内需求恢复自然增长，国际维持较高速增长	13
2011 年货运需求	21
供需关系相对平衡，票价将维持高水平	23
其他关键因素	29
航空公司和机场投资重点	30
附录、亚太和中东地区航空运量反弹最为强劲	32
研究报告中所提及的有关上市公司	35

投资建议

2010 年航空运输业经历了一个国内、国际客货运需求强劲反弹的过程，航空运输行业的盈利弹性之大、从金融危机中恢复的速度之迅速，都大大超出了人们的预期。世界上大多数航空公司 2010 年都将录得历史上最高的盈利水平。

从我国经济发展特征和行业发展周期来看，我国航空运输行业仍处于快速发展阶段。在成长期向成熟期转变过程中，行业规模和盈利能力都处于快速上升通道中，行业的盈利重心不断抬升。航空公司行业是高投入和资金密集性行业，拥有大量的飞机、航材等固定资产，在高通胀情况下，占到公司营运成本约 20% 的折旧和摊销费用，都体现了历史成本水平，必然提升公司未来年度的利润率，有效地对冲了高通胀的负面影响。

目前，行业发展遇到了一些瓶颈问题，关键资源面临短缺。航班时刻不足，大中型机场的容量基本饱和，运量排名前 50 位的机场中有 27 个的日均架次已经接近或超过日总量限制，主要分布在东部地区。空域资源短缺，由流量控制引起的航班不正常的比例在快速升高，飞行流量管理难度加大，对行业系统性维护的要求提高。人力资源缺乏，飞行员、机务人员、空中管制人员以及安保、安检等等的压力都比较大。为了保障行业安全平稳发展，行业调控已逐渐呈现收紧态势。我们认为，解决包括空域、空管、机场、人力资源等在内的关键资源瓶颈、保持行业安全平稳运行，将是民航“十二五”规划的重要内容，宏观调控将继续适度收紧。

展望 2011 年，由于有消费结构升级、居民收入增加和国内旅游持续升温等因素的支撑，同时，考虑到今年的高基数因素，2011 年国内航空客运需求将体现自然增长态势，我们预计国内旅客运输量将同比增长 10%。基于行业宏观调控从紧的情况，在未来几年，随着国家区域性战略的实施，航空运输将呈现结构性增长，不发达地区航空运量可能增速更快。综合国际国内经济形势和国民出境旅游留学快速增长等态势，我们判断 2011 年国际航线客运需求仍处于较快增长通道中。我们估计国际航线旅客运输量同比增长 15%。整体旅客运输量同比增长 10.4% 左右，旅客周转量同比增长 10.9% 左右。

2011 年全球经济延续温和增长，而回升幅度可能放缓，中国将面临外需增速下降的事实，加上比较基数提高，中国出口增速将回落到 15% 左右。从世界范围内看，国际机场协会成员机场货运吞吐量增速已从高点开始回落。我们认为，2011 年国际航线货邮运输量增速将回落到 15% 左右，国内增速回落到 10% 左右，整体增速为 11.7% 左右。整体货邮周转量同比增速约为 13.4%。

自 2010 年年初以来，航空客运各分航线票价水平都已大幅创出历史同期最好水平，特别是在传统淡季的 6 月份，票价水平居然超出了往年 7、8 月份的旺季水平，属于比较超常的现象。今年票价走高幅度之大，远远超出了人们的预期，但多大程度上是上海世博会带动需求出现集中爆发性增长所致，很难量化分析。因此，2011 年国内的票价水平能否维持今年的水平或进一步创新高，仍难以论述清楚。

一般而言，航空票价主要取决于行业的供需关系。我们预计全行业 2011 年客运运力（座位数）增加量与近两年水平接近，但由于比较基数因素，同比增速有所降低，约在 11% 左右（2008、09 年座位数增速分别为 11.1% 和 12.9%），目前供给面变量主要取决于航空公司退出老旧飞机的架数。我们认为整体而言，2011 年国内机票价格将维持较高水平，但能否赶上甚或超出今年的水平，目前尚无确切根据加以判断。对于国际和地区航线票价水平，我们相对更有信心。大型飞机由于历史原因存量较少，又存在退出压力，自 2011 年起大型飞机的引进数量会略快，但相对于国际需求的恢复而言，仍处于供需平衡阶段，我们认为 2011 年国际航线票价水平可能会延续 2010 年的高水平。

自 09 年初以来，各航线货运载运率一直呈现逐月上升的趋势，随着世界经济逐渐恢复，我们认为这种趋势在 2011 年还将延续或维持较高水平。我们对 2011 年航空货运运价继续持乐观态度。

航空运输行业的发展阶段决定了航空公司和机场业仍处于较快增长阶段，行业规模和盈利能力都处于上升通道，因此仍具有较高的投资价值。人民币升值对航空公司及相关行业的促进作用也尤为突出。在这个前提下，我国航空公司在经济恢复性增长阶段所具有的业绩增长弹性，非常值得关注。我们维持对航空公司和机场行业 **增持** 的评级。

我们认为，在 10 月底上海世博会结束后，11、12 月航空运输可能会暂时进入淡季低谷，但是，2011 年 1 月中旬春运将拉开大幕，在铁路供给仍然偏于紧张态势下，航空运输有望再一次重演 2010 年春运的火爆行情，取得良好业绩。

在航空公司个股选择中，我们看好航空公司行业龙头中国国航、对人民币升值弹性最大的南方航空，以及占据建设海南省国际旅游岛先机的海南航空。

在机场个股选择中，我们看好具有资产注入承诺的上海机场、经营稳健的厦门空港，以及利润增长空间大的白云机场。

图表 2. 航空公司行业估值表

	代码	收盘价	评级	目标价	市盈率 (倍)				市净率 (倍)				每股收益同比增长 (%)				净资产收益率 (倍)				市值
					08	09	10E	11E	08	09	10E	11E	08	09	10E	11E	08	09	10E	11E	
		10-12-6																			(人民币/港币:百万)
A 股																					
南方航空	600029.SS	9.30	买入	10.42	(12.03)	207.90	12.98	12.87	8.72	7.18	3.31	2.69	(282.5)	(105.8)	1502	0.8	(52.7)	4.1	37.3	23.0	65,310.6
东方航空	600115.SS	7.09	买入	8.36	(2.48)	125.86	24.40	20.61	(2.97)	21.89	7.55	4.47	(240.6)	(102.0)	415.9	18.4	306.7	(12.7)	109.3	51.3	65,366.9
海南航空	600221.SS	9.54	买入	12.00	(23.81)	100.63	46.95	38.17	5.48	5.14	4.93	4.37	(325.6)	(123.7)	114.3	23.0	(20.6)	5.3	11.5	12.1	39,357.2
中国国航	601111.SS	13.01	买入	19.50	(17.01)	31.69	12.85	11.52	8.06	6.66	3.92	3.05	(368.6)	(153.7)	146.7	11.6	(37.2)	23.0	39.3	29.8	110,406.4
平均					(13.83)	116.52	24.29	20.79	4.82	10.22	4.93	3.64	(639.1)	(121.3)	544.7	13.4	13.2	4.9	49.4	29.1	
中值					(14.52)	113.25	18.69	16.74	6.77	6.92	4.43	3.71	(325.6)	(114.7)	281.3	15.0	(37.2)	4.7	38.3	26.4	
H 股																					
南方航空	1055.HK	5.38	买入	6.16	(6.27)	111.8	6.45	6.39	4.31	3.56	1.64	1.33	(288)	(106)	1,632.6	0.98	(50.06)	3.80	37.27	23.03	15,036.7
东方航空	0670.HK	4.41	买入	5.93	(1.20)	214.5	13.72	11.74	(1.40)	33.29	5.17	2.94	(436.5)	(101)	1,463.2	16.84	284.42	(2.81)	154.55	62.12	9,071.1
中国国航	0753.HK	10.02	买入	11.60	(11.98)	21.67	8.56	7.59	5.27	4.40	2.57	2.01	(317)	(155)	153.13	12.79	(34.73)	22.14	38.74	29.78	44,144.9
国泰航空	0293.HK	23.35	买入	24.60	(10.57)	19.57	8.07	9.08	2.50	2.18	1.77	1.57	(224)	(154)	142.70	(11.19)	(19.93)	11.89	24.19	18.35	18,376.5
平均					(7.51)	91.88	9.20	8.70	2.67	10.86	2.79	1.96	(1,299)	(129)	847.92	4.85	44.92	8.75	63.69	33.32	
中值					(8.42)	66.72	8.31	8.34	3.41	3.98	2.17	1.79	(303)	(130)	808.16	6.88	(27.33)	7.85	38.00	26.40	

资料来源: 中银国际研究

图表 3. 机场行业估值表

公司	代码	收盘价	评级	目标价	市盈率 (倍)				市净率 (倍)				每股收益同比增长 (%)				净资产收益率 (倍)				市值
					08	09	10E	11E	08	09	10E	11E	08	09	10E	11E	08	09	10E	11E	
		10-12-6																			(百万)
上海机场	600009.SS	12.29	买入	15.39	27.7	33.6	20.5	16.9	1.9	1.8	1.7	1.6	(49.5)	(17.6)	63.7	21.6	7.2	5.2	6.9	9.7	23,682.32
白云机场	600004.SS	8.91	买入	11.49	21.1	19.1	16.8	14.7	1.8	1.7	1.6	1.5	34.3	10.7	13.8	13.9	8.5	8.4	9.6	10.4	10,246.50
深圳机场	000089.SZ	5.67	买入	8.36	39.1	17.0	13.6	11.8	2.1	1.9	1.6	1.5	(63.7)	130.8	25.0	14.7	5.2	12.8	12.3	13.4	9,583.68
厦门空港	600897.SS	15.74	买入	19.78	24.1	17.4	15.2	13.4	4.2	3.5	2.9	2.4	17.9	38.7	14.0	13.5	17.5	20.3	19.1	18.1	4,687.53
美兰机场	0357.HK	9.57	买入	9.63	20.8	21.5	19.5	18.0	2.1	2.0	1.9	1.7	34.4	(3.2)	10.1	8.7	10.6	10.5	10.4	3.34	4,528.65
平均					26.6	21.7	17.1	15.0	2.4	2.2	1.9	1.8					9.8	11.4	11.6	11.0	
中值					24.1	19.1	16.8	14.7	2.1	1.9	1.7	1.6					8.5	10.5	10.4	10.4	

资料来源: 中银国际研究

行业盈利重心抬升

2010 年航空运输业经历了一个国内、国际客货运需求强劲反弹的过程，航空运输行业的盈利弹性之大、从金融危机中恢复的速度之迅速，都大大超出了人们的预期。世界上大多数航空公司 2010 年都将录得历史上最高的盈利水平，国际民航组织公布，全球各航空公司第二季度累计净利润为 44 亿美元（294 亿人民币），而去年同期则亏损 6.2 亿美元，今年第一季度亏损 19 亿美元，实现扭亏为盈。国际民航组织还再次上调了对 2010 年航空公司业的盈利预测至 89 亿美元。我们估计该预测可能仍然偏保守。

国内需求持续旺盛，国际和地区持续强劲增长成为 2010 年行业景气度的核心因素

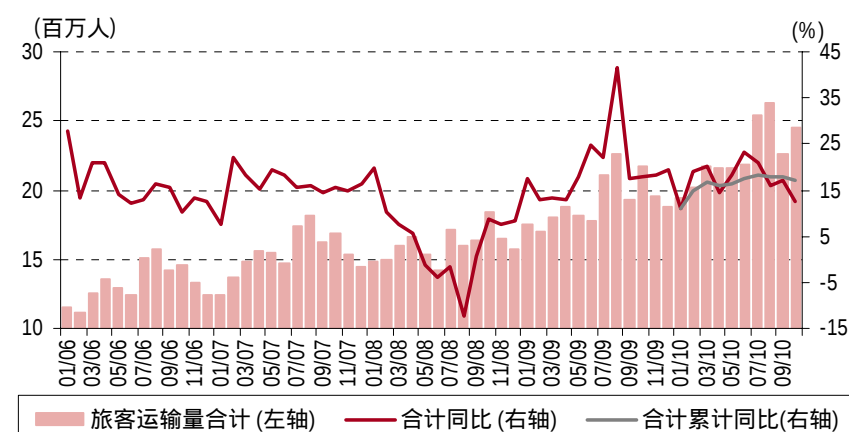
客运需求

我国 2010 年 1-10 月国内航空客运量在 2009 年 22.2% 高增速的基础上，继续保持了 16.1% 的高增长，主要原因是国内经济快速增长，上海世博会直接拉动航空客运。

国际和港澳台地区航线的旅客运输量则延续了自 09 年 8 月份起开始的大幅反弹，2010 年 1-10 月累计分别同比增长 33.8% 和 31.4%。国际和地区航线的持续强劲增长是 2010 年行业景气度大幅提升的核心因素。

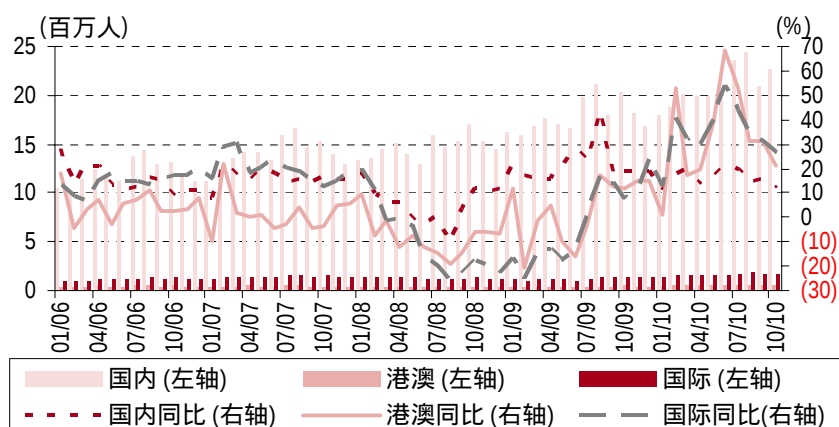
在国内外航空运量均保持持续旺盛的情况下，全行业旅客运输量在 2009 年同比增长 19.7% 的高基数上，2010 年 1-10 月累计增长达到了 17.2%，旅客周转量同比增速更是达到了 21.1%。

图表 4.旅客运输量月度变化



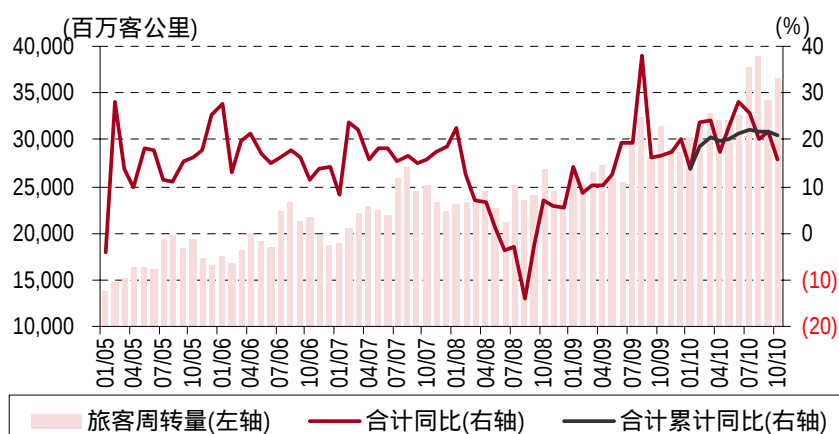
资料来源：中国民用航空局，中银国际研究

图表 5.全行业旅客运输量月度数据 (分航线)



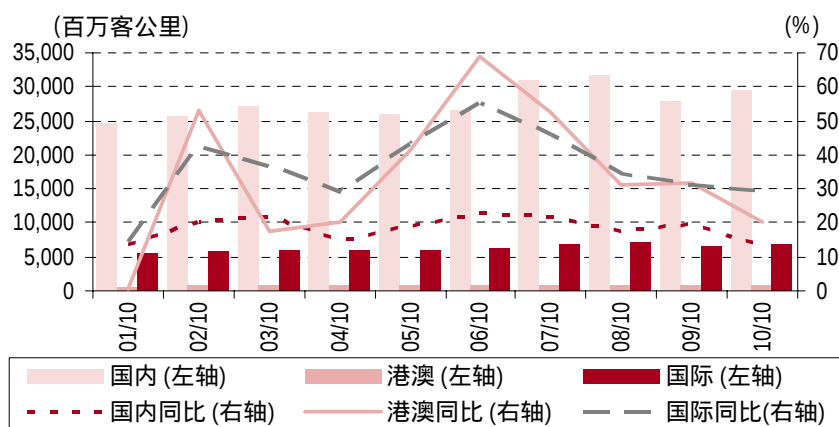
资料来源：中国民用航空局，中银国际研究

图表 6.全行业旅客周转量月度数据



资料来源：中国民用航空局，中银国际研究

图表 7.全行业旅客周转量月度数据(分航线)



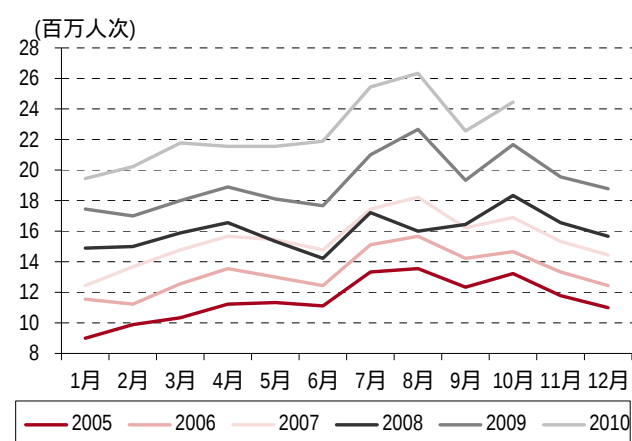
资料来源：中国民用航空局，中银国际研究

从按月份分列的梯度图中可以清楚地看到,09年1月以来,旅客运输量整体和国内航线客运需求均比历史同期最好水平高出15%以上,2010年以来,在09年高基数基础上,运量又抬高了15%左右。

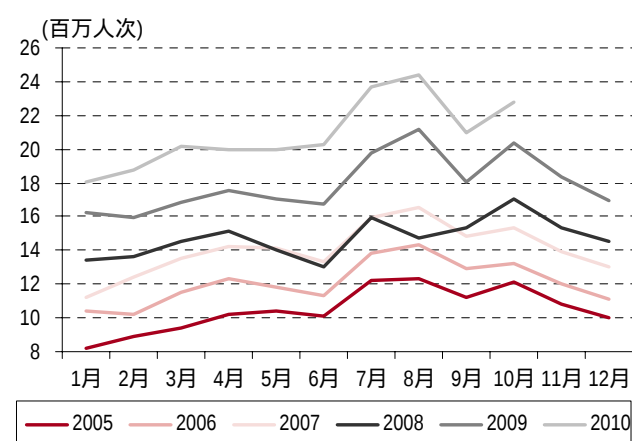
港澳台地区航线的旅客运输量自09年10月已超出历史同期最好水平,从2010年2月起,则比历史同期最好年份的运量高出15%以上,反弹幅度呈现持续放大态势。

国际航线的旅客运输量自2010年2月开始超出历史同期最好年份的运量,在后面的月份内增幅呈现逐渐放大的趋势,比历史同期最好水平超出13-19%。

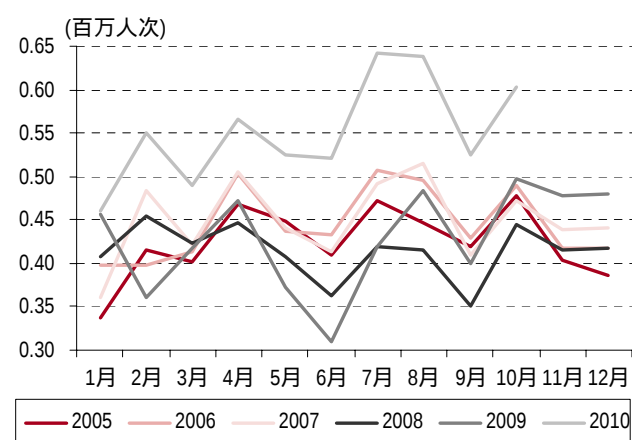
图表 8.全行业旅客运输量月度数据 (梯度图)



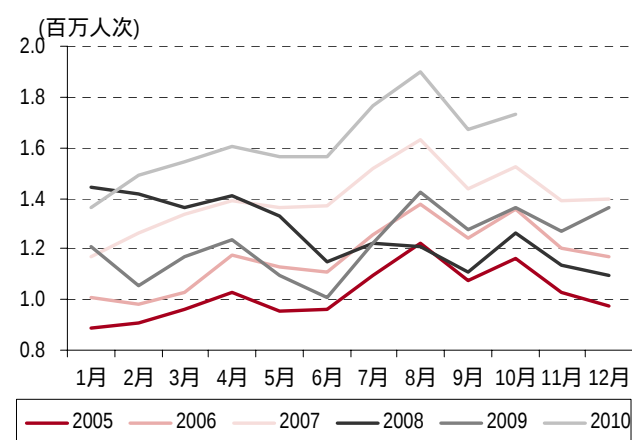
图表 9.国内航线旅客运输量月度数据 (梯度图)



图表 10.港澳台地区航线旅客运输量月度数据 (梯度图)



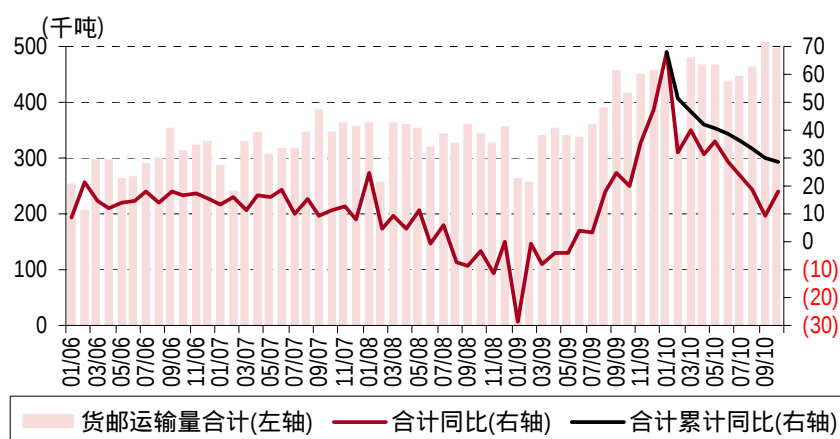
图表 11.国际航线旅客运输量月度数据 (梯度图)



货运需求

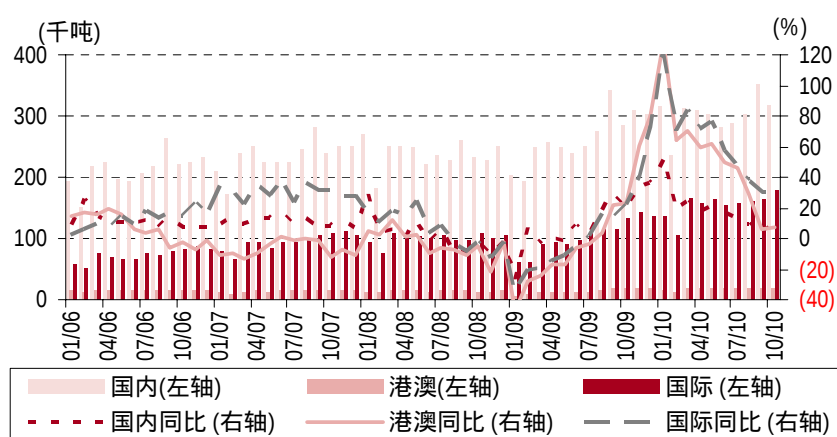
2010 年 1-10 月货运需求的增长态势与客运需求基本一致。货邮运输量合计、国内、港澳台地区和国际航线累计同比增长分别达到了 17.2%、16.1%、31.4%和 33.8%，由于运距发生变化，货邮周转量分别累计同比增长了 27.9%、17.8%、32.7%和 52.0%。国际航线货邮周转量的增速大幅拉高了货邮周转量，随着基数增高和库存周期的变化，国际航线货邮运量增速已呈现回落，但仍然处于较高阶段。

图表 12.全行业货邮运输量月度数据



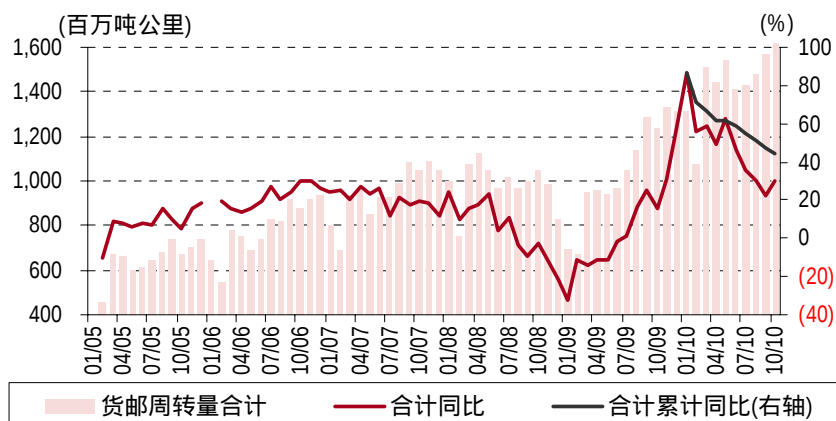
资料来源：中国民用航空局，中银国际研究

图表 13.全行业货邮运输量月度数据(分航线)



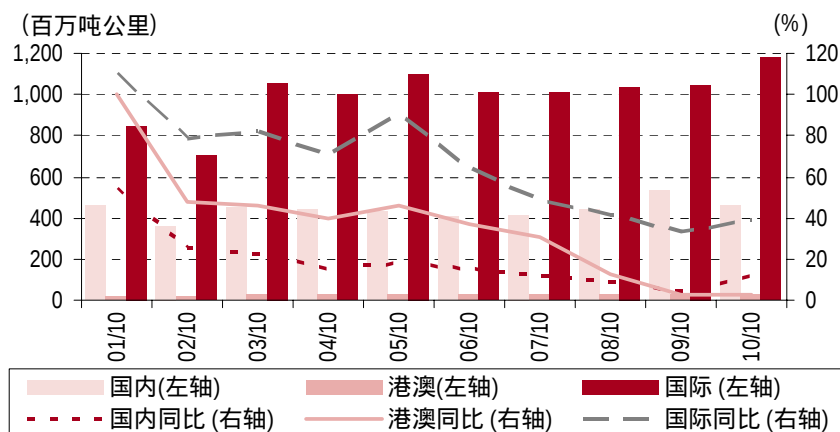
资料来源：中国民用航空局，中银国际研究

图表 14.全行业货邮周转量月度数据



资料来源：中国民用航空局，中银国际研究

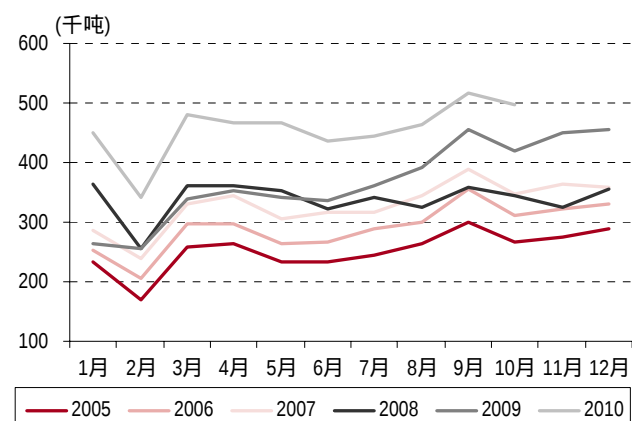
图表 15.全行业货邮周转量月度数据（分航线）



资料来源：中国民用航空局，中银国际研究

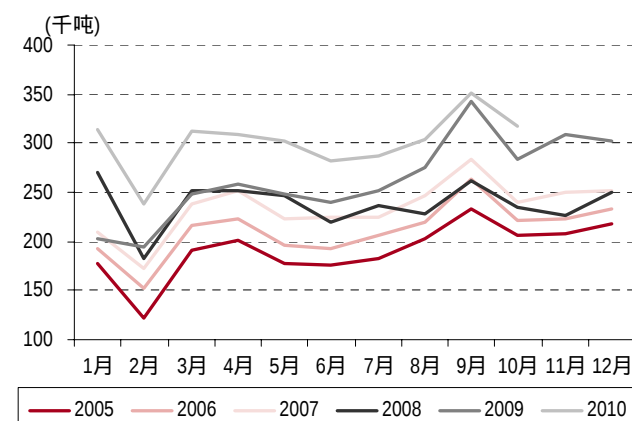
我们从月度梯度图来看，国内和国际航线货运量从 09 年年中、港澳台地区航线从 09 年 9 月份开始超出历史同期最好年份运量以来，一直保持了大幅提升的趋势。

图表 16.全行业货邮运输量月度数据 (梯度图)



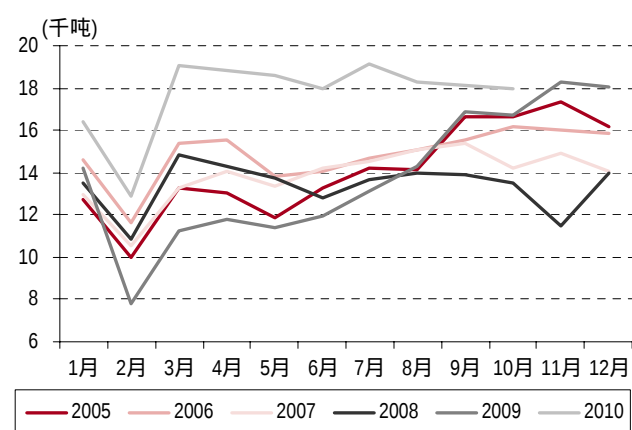
资料来源：中国民用航空局，中银国际研究

图表 17.国内航线货邮运输量月度数据 (梯度图)



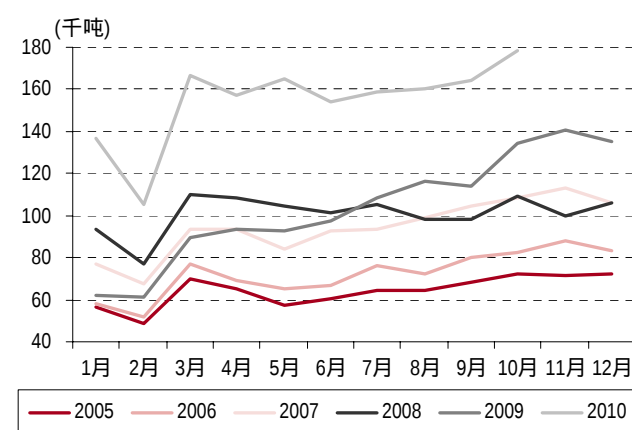
资料来源：中国民用航空局，中银国际研究

图表 18.港澳台地区航线货邮运输量月度数据(梯度图)



资料来源：中国民用航空局，中银国际研究

图表 19.国际航线货邮运输量月度数据 (梯度图)

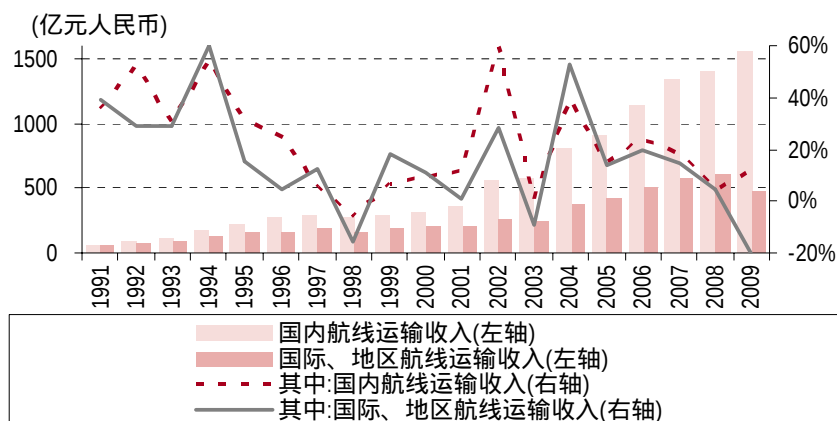


资料来源：中国民用航空局，中银国际研究

行业盈利重心处于抬升通道中

从我国经济发展特征和行业发展周期来看,我国航空运输行业仍处于快速发展阶段。在成长期向成熟期转变过程中,行业规模和盈利能力都处于快速上升通道中,行业的盈利重心不断抬升。

图表 20. 航空运输收入年度变化



资料来源：中银国际研究

航空公司行业是高投入和资金密集性行业，拥有大量的飞机、航材等固定资产，在高通胀情况下，占到公司营运成本约 20% 的折旧和摊销费用，都体现了历史成本水平，必然提升公司未来年度的利润率，有效地对冲了高通胀的负面影响。

由于在 2015 年前大中型民用飞机的供给能力仍处于寡头垄断阶段，因此世界范围内新增运力可能仍然延续偏紧态势，这将有助于航空公司保持票价的合理水平。

行业集中度的提高，使航空公司间的竞争行为趋于理性化，行业经营风险降低。

在消费结构升级的背景下，航空运输已逐渐演变成消费类产品，随着社会产品整体价格重心提升，过去限制恶性竞争的“禁折令”已基本不起作用，延续了近十年的机票基准定价标准体系，未来也将面临进一步改革的可能。

2011 年航空客运：国内需求恢复自然增长，国际维持较高速增长

关键资源紧缺，行业调控收紧

航班时刻不足，大中型机场的容量基本饱和，运量排名前 50 位的机场有 27 个的日均架次已经接近或超过日总量限制，主要分布在东部地区。空域资源短缺，由流量控制引起的航班不正常的比例在快速升高，飞行流量管理难度加大，对行业系统性维护的要求提高。人力资源缺乏，飞行员、机务人员、空中管制人员以及安保、安检等等的压力都比较大。

为了减少航班延误，调控资源紧张机场和航线的航班量，华东空管局已从 9 月 29 日零时起，开始执行新的雷达管制最低间隔标准，进近管制范围内由不小于 10 公里压缩为不小于 6 公里，区域管制范围内由不小于 20 公里压缩为不小于 10 公里。在资源压力更大的北京、上海、广州大三角航线上，民航局规定尽量安排大座级飞机，原则上不增加班次和进入新公司，亦不安排任何经停和串飞航班。

2009 年民航局发布的《民航局关于航空公司设立分公司的管理意见》，给航空公司设立分公司提高了门槛，规定航空公司要设立新的分公司，首先必须具有 3 年以上的运营经验，安全、服务、经营状况良好；最近两年内未发生重大飞行事故，航班正常率达到行业平均水平；连续两年实现盈利。此外，还要求航空公司在拥有飞机达到 10 架以上后，方可设立分公司。在 10-50 架之间，原则上每增加 10 架飞机方可增设一个分公司；在 50-100 架之间，每增加 8 架飞机方可增设一个分公司；100 架以上可视飞机增加情况增设分公司。每个分公司飞机不少于 3 架，并具有相应的基地机场保障条件。

2007 年民航局曾规定 3 年内停止受理新设立航空公司的申请，2010 年 10 月，民航局又发出《关于进一步加强公共航空运输企业经营许可管理，落实航空运输安全要求的通知》，将继续暂停受理新设立航空公司的申请，以及暂停受理航空公司设立子公司、分公司，要求各地区管理局对辖区内已设立的分公司，按照《关于印发“民航局关于航空公司设立分公司的管理意见”的通知》要求进行全面梳理，不符合要求的，要在 2010 年底前予以整改；整改后仍不符合要求的，报请民航局取消其分公司的核准。

但是，这些措施还远远无法从根本上解决问题，我们认为，解决包括空域、空管、机场、人力资源等在内的关键资源瓶颈、保持行业安全平稳运行，将是民航“十二五”规划的重要内容，宏观调控将继续适度收紧。

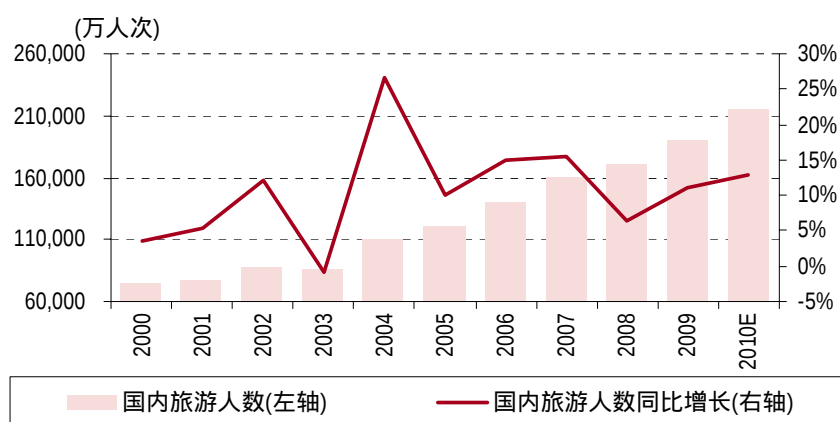
国内航空客运需求恢复自然增长和结构性增长

据中银国际宏观组预测，2011 年我国 GDP 同比增速为 8.6%。

“十二五”规划建议中提出要努力实现居民收入增长和经济发展同步、劳动报酬增长和劳动生产率提高同步，低收入者收入明显增加，中等收入群体持续扩大。这将进一步扩大消费结构升级，特别是增加对航空运输体验型需求的基础。

国内旅游方兴未艾。2009 年国内旅游人数达 19.02 亿人次，增长 11.1%；国内旅游收入 1.02 万亿元，增长 16.4%；我们预计 2010 年国内旅游人数将达到 21.5 亿人次，增长 13%；预计到 2015 年，国内旅游市场出游将达到 33 亿人次，年均增长 10%。

图表 21.国内旅游人数年度数据

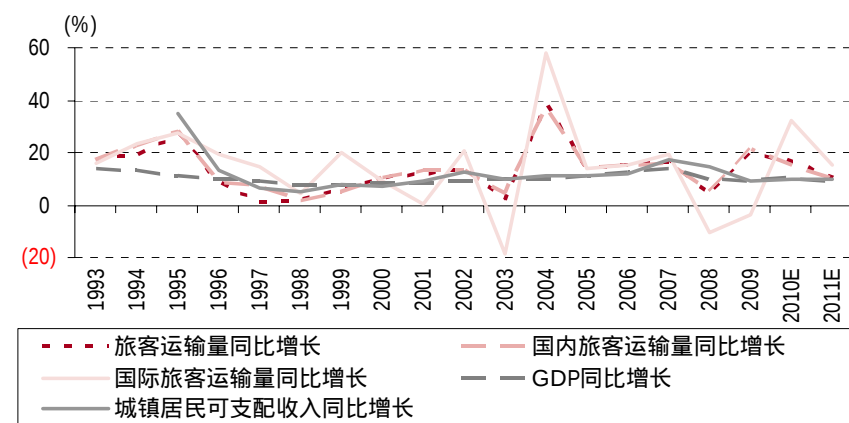


资料来源：万得资讯，中银国际研究

除了经济基本面和消费结构升级的推动外，民航是一个很容易受到事件性因素影响的行业，上海世博会对航空的拉动尤为明显，在长达 186 天的会展期间，共有 7,308 万人次参观了世博会，日均达到 39.3 万人次。世博会对航空的拉动效应目前尚难以量化分析，但根据我们从航空公司了解到的进入 11 月以来的运营数据来看，在世博会结束后，航空客运进入了温和增长阶段，当月可能仅实现个位数的同比增长。

我们认为，展望 2011 年，由于有消费结构升级、居民收入增加和国内旅游持续升温等因素的支撑，同时，考虑到今年的高基数因素，2011 年国内航空客运需求将体现自然增长态势，我们预计国内旅客运输量将同比增长 10%。基于行业宏观调控从紧的情况，在未来几年，随着国家区域性战略的实施，航空运输将呈现结构性增长，不发达地区航空运量可能增速更快。

图表 22.航空客运增长年度趋势



资料来源: 中银国际研究预测

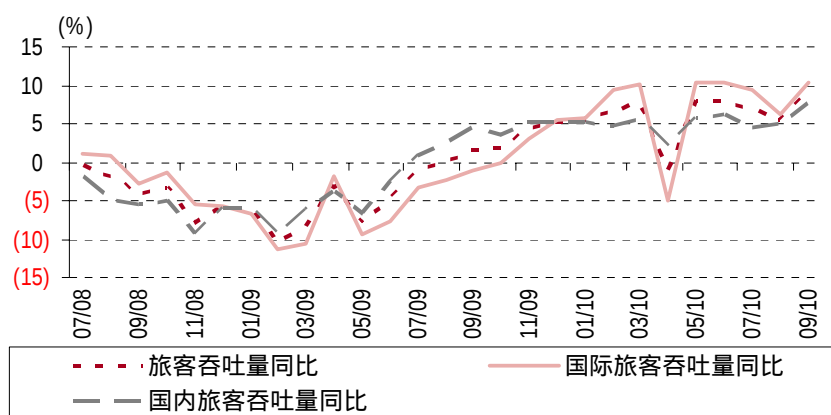
国际航空客运将保持较高速增长

从世界范围内看国际航线需求：仍处于恢复性增长中

金融危机之后，在各国经济刺激政策作用下，2010 年世界经济整体实现恢复性的增长，国际货币基金组织（IMF）估计全球经济增速在 4.5%左右，2011 年将在 4.3%左右。根据中银国际宏观研究小组分析，2011 年全球经济仍将处于危机后相对漫长的再平衡过程，总需求缓慢回升，供给面在经历调整后也将延续恢复，全球经济将呈现温和增长态势。人民币有效汇率在未来一段时期仍可能延续平稳升值态势。

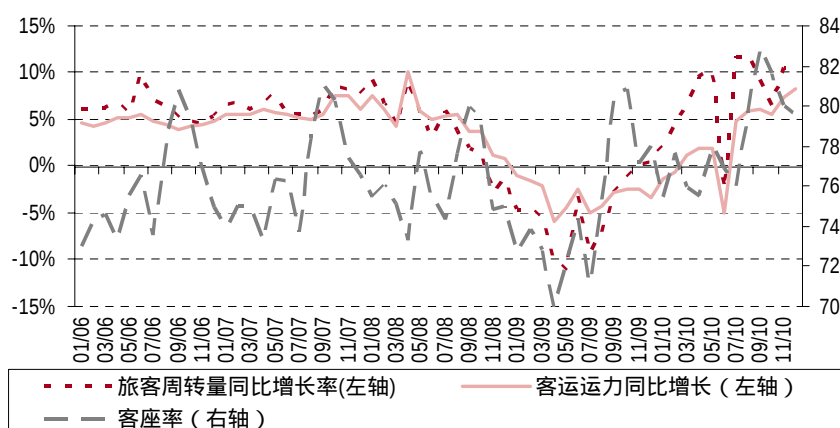
国际机场协会数据显示，其成员机场的国际旅客吞吐量自 09 年 10 月恢复正增长后，到 2010 年 9 月，月度增速维持在 10%左右的通道中。国际航空公司协会数据显示，其成员航空公司的国际航线上的旅客周转量也维持在 10%左右的水平，运量已经超出 08 年水平。

图表 23.国际机场协会成员机场旅客吞吐量月度增速



资料来源：国际机场协会，中银国际研究

图表 24.全球航空公司国际航线客运运量和运力增速对比



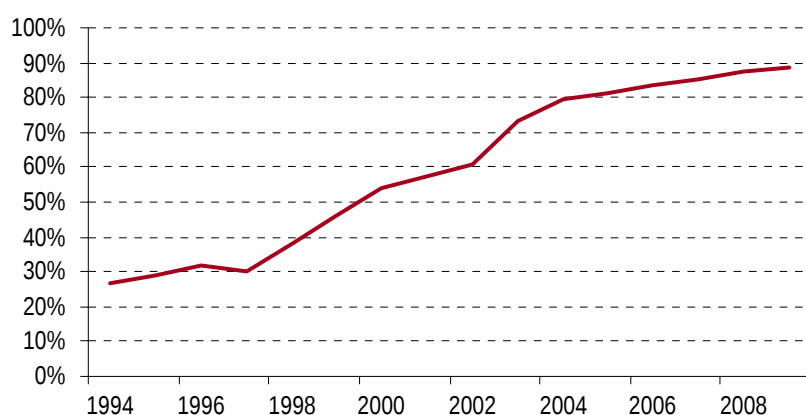
资料来源：国际民航组织，中银国际研究

我国出境人数未来将保持较高速增长

出境人数一般受到经济发展水平和币值的影响。以日本为例，日本在 1985 年之后出境人数增长比较快，一是汇率因素，二是 1985-1990 年是日本经济增长较快的时期，日本在 1985 年提出出境旅游倍增计划，推动日本国民出境旅游，希望通过推动日本公民出境旅游来培育公民的视野和眼光，也希望通过出境旅游、外汇的输出来缓解国际贸易摩擦紧张程度。

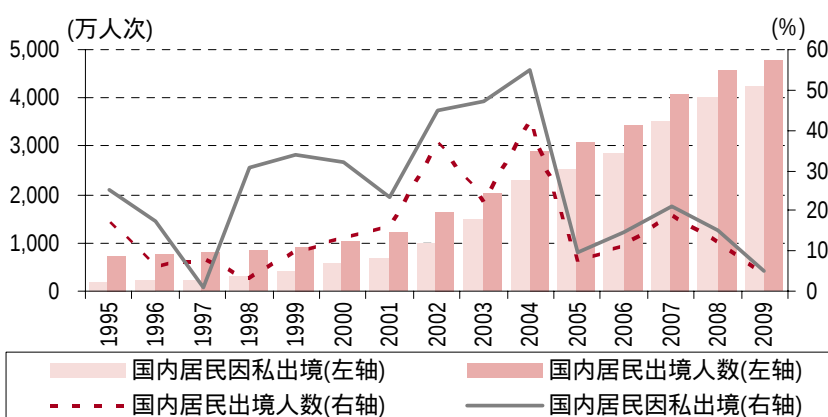
受益经济增长和人民币升值，2006-08 年我国国内居民因私出境人数增速分别达到 14.6%、21.3%和 14.9%，2009 年仅增长了 5.2%。我国居民因私出境人数占居民出境人数的比例由 2006 年的 83.4%稳步上升到 2009 年末的 88.6%，因私出境已成为出境人数的主要组成部分和增长点。

图表 25.国内居民因私出境占比



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 26.我国国内居民出境人数和同比增长



资料来源：万得资讯，中银国际研究

在出境人员中，出国留学正经历快速增长。2009 年度我国出国留学人员总数达到 22.93 万人，其中国家公派 1.20 万人，单位公派 0.72 万人，自费留学 21.01 万人，自费留学占比达到了 91.63%。出国留学人数同比增长了 27.5%。

国家旅游局最新发布的旅游经济分析报告认为 2010 年人民币升值将进一步刺激中国的出境旅游 2010 年上半年中国出境旅游市场增长强劲，上半年全国出境人数约 2,680 万人次，同比增长 19.0%。其中赴台旅游持续大幅增长，上半年大陆居民赴台旅游 62.26 万人次，同比增长 101.0%。国家旅游局预计，2010 年全年中国出境旅游人数将达 5,400 万人次，增长约 10%。

观光产业是台湾当局非常重视的行业，2008 年曾明确提出 2012 年每天开放万名大陆游客的目标。2010 年 10 月，在“十一”长假带动下，全月大陆游客达到 15 万人，平均每天接近 5,000 人。台湾当局预期，2011 年大陆游客实际赴台的日均值可望提高到六七千人，2012 年达到 1 万人。以此推算，2011 年起码会有 220 万大陆游客赴台，2012 年则达 360 万人。仅赴台游客的增量将给地区航线的航空客运增加 10% 以上的增量。

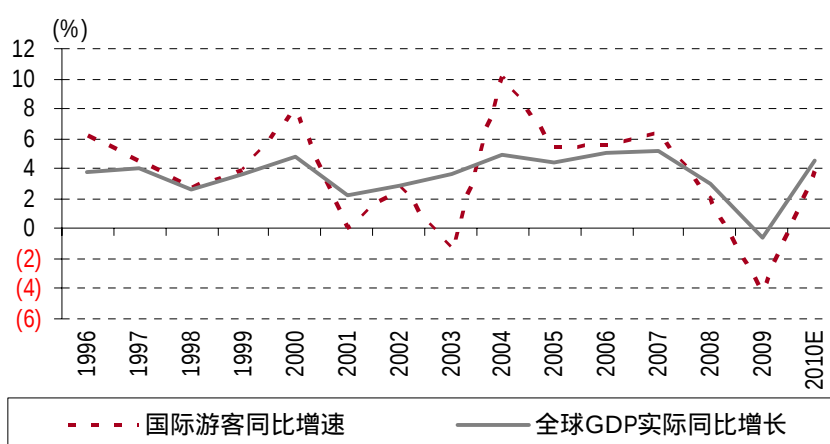
我国航空口岸城市不断增加，除北京、上海、广州等一线城市外，我国的航空口岸权限逐渐向成都、西安等二线城市扩散。全国经济发展排名前十位的地区拥有出境游旅行社数量占全国总量的 62.3%。我国出境游目的地国家（地区）不断增加，因私出境份额不断增大。

预计到 2015 年，我国出境旅游市场旅游人数将超过 1 亿人次，年均增长 13%，境外花费约 700 亿美元。

入境旅游：温和增长

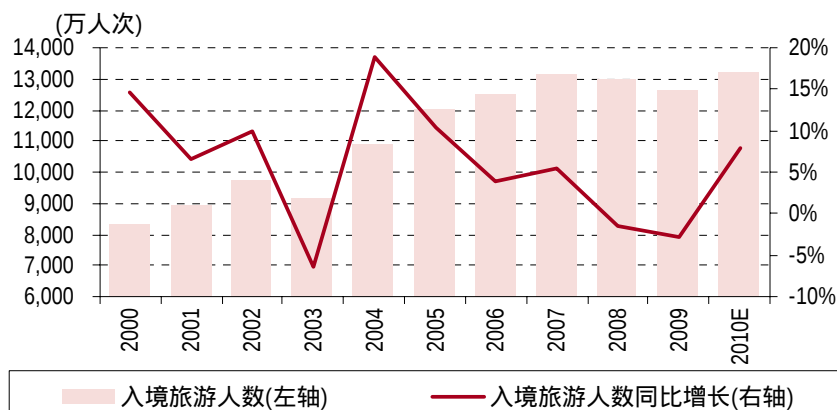
根据国际旅游协会（World Tourism Organization）的一项研究，当世界经济增速在 4% 以上时，旅游增速会高于 GDP 增速；当世界经济增速低于 2% 时，旅游业的增速会更低。以 1975-2000 年为例，世界经济增速为 3.5%，旅游平均增速为 4.6%，弹性约为 1.3 倍。2000 年后的情况也体现了类似的相关性。

图表 27. 国际旅游与世界经济增速对比



资料来源：世界旅游协会，万得资讯，中银国际研究

图表 28.我国入境旅游人数增速



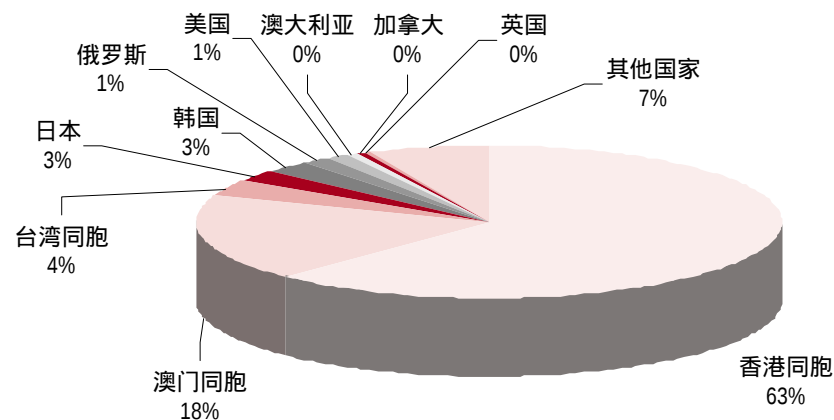
资料来源：万得资讯，中银国际研究

入境旅游进入温和增长期。入境旅游人数在 2008、09 两年均出现个位数的下降，预计 2010 年入境旅游入次数会达到 1.36 亿人次，同比增长 8%。

在入境客流中，香港同胞约占 60%，澳门同胞约占 18%，台湾同胞约占 3.5%。2010 年 1-3 月香港和澳门同胞入境人数同比分别增长 2.1 和下降 5.0%，而受益于两岸直航等因素的推动，台湾同胞入境人数则同比增长了 13.1%。

除港澳台地区之外的主要客源地国家包括日本、韩国、俄罗斯和美国，今年上半年入境游客人数分别同比增长 25.8%、27.6%、33.1%和 18.3%。来自其他客源地国家如澳大利亚、加拿大、德国、印度、法国、印尼、马来西亚等国的入境人数，在今年上半年同比增速均达到和/或超出了 18%。

图表 29.我国入境客流国际/地区分布



资料来源：万得资讯，中银国际研究

我们预计 2010 年入境旅游人数将达到 1.32 亿人次，同比增长 5%，其中过夜旅游人数 5,450 万人次，同比增长 7%。预计到 2015 年，入境旅游市场游客将超过 2 亿人次，年均增长 5.5%；过夜游客突破 1 亿人次，年均增长 8%。

国际航线客运需求将保持较高增长

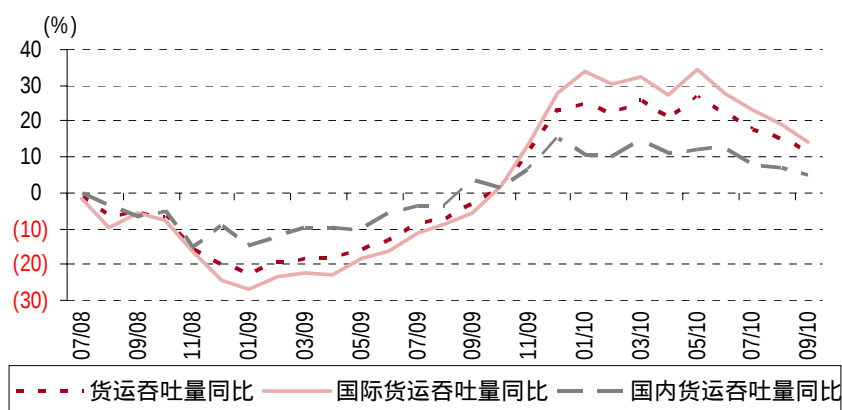
综合国际国内经济形势，我们判断 2011 年国际航线客运需求仍处于较快增长通道中。我们估计国际航线旅客运输量同比增长 15%左右。

2011 年货运需求

中银国际宏观研究组认为,2011 年全球经济延续温和增长,而回升幅度可能放缓,中国将面临外需增速下降的事实,加上比较基数提高,中国出口增速将回落到 15%左右。从世界范围内看,国际机场协会成员机场货运吞吐量增速已从高点开始回落。

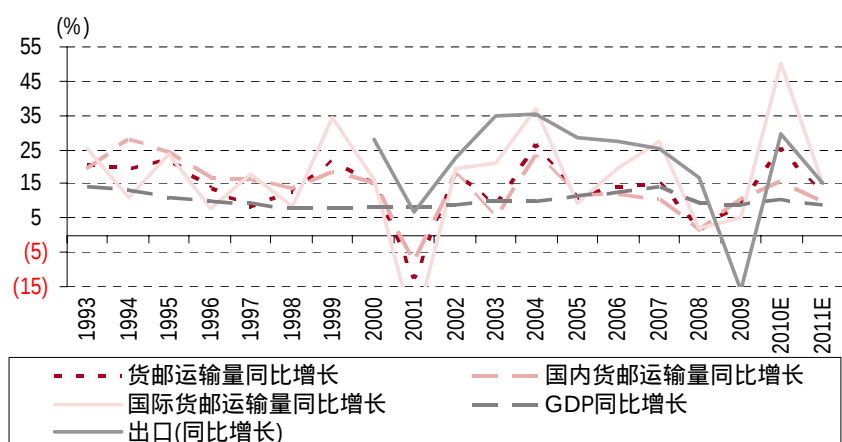
我们认为,2011 年国际航线货邮运输量增速将回落到 15%左右,国内增速回落到 10%左右,整体增速为 11.7%。整体货邮周转量增速将达到 13.4%。

图表 30.国际机场协会成员机场货运吞吐量月度增速



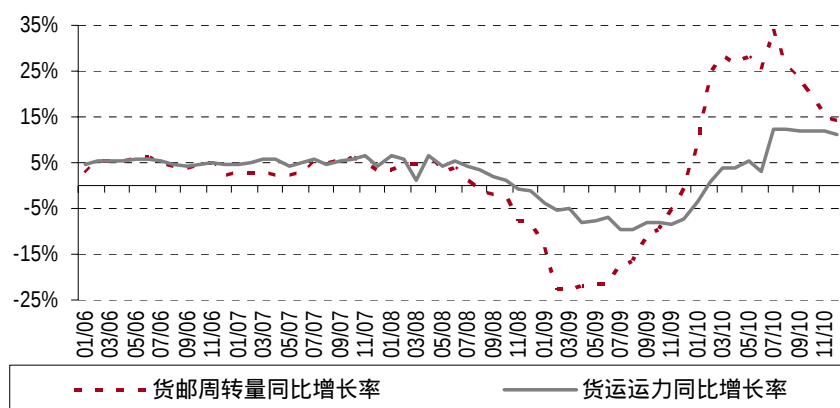
资料来源：国际机场协会，中银国际研究

图表 31.民航货邮运输量和周转量增速



资料来源：中银国际研究

图表 32.全球航空公司国际航线货运运量和运力增速对比



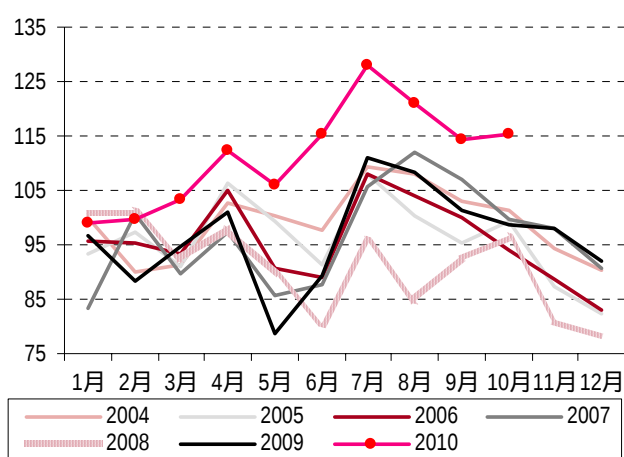
资料来源：国际民航组织，中银国际研究

供需关系相对平衡，票价将维持高水平

客运票价水平

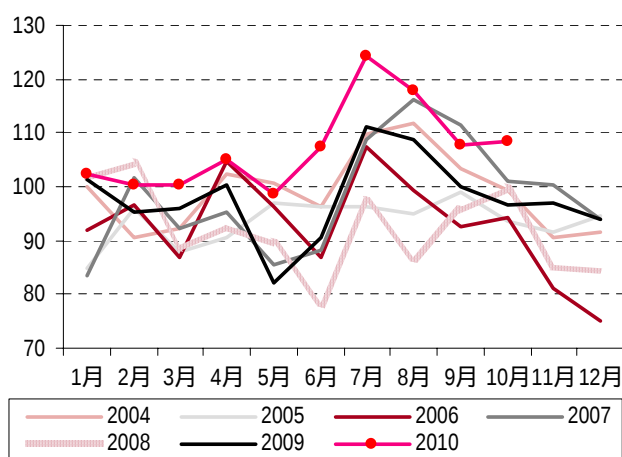
自 2010 年年初以来，航空客运各分航线票价水平都已大幅创出历史同期最好水平，特别是在传统淡季的 6 月份，票价水平居然超出了往年 7、8 月份的旺季水平，属于比较超常的现象。

图表 33. 中国民航国内航线综合票价指数



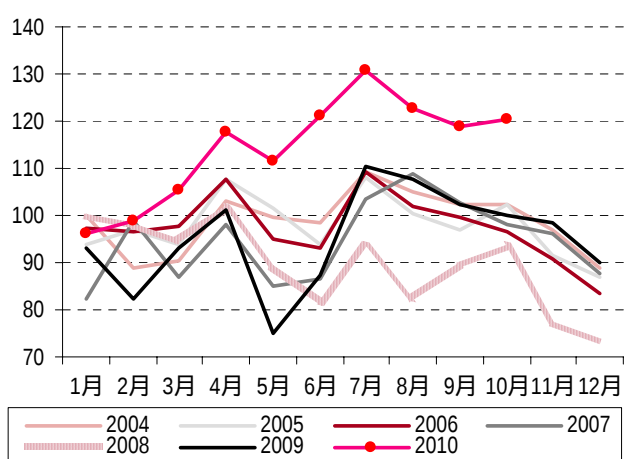
资料来源：《中国民用航空》（《China Civil Aviation》）

图表 34. 中国民航国内远程航线票价指数



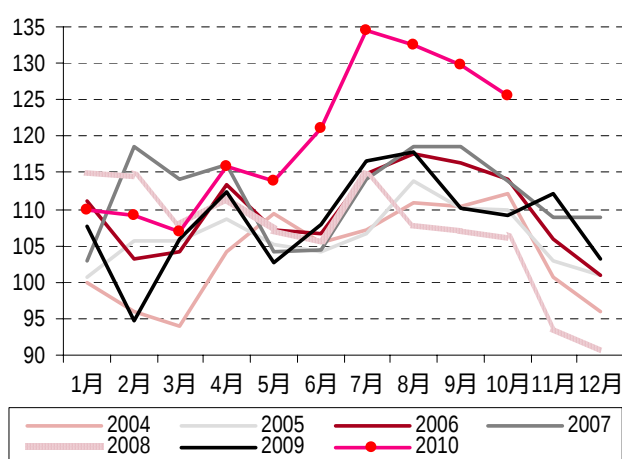
资料来源：《中国民用航空》（《China Civil Aviation》）

图表 35. 中国民航国内中程航线票价指数

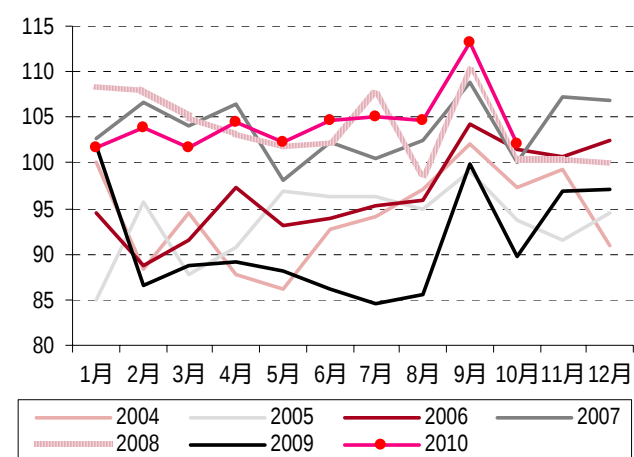


资料来源：《中国民用航空》（《China Civil Aviation》）

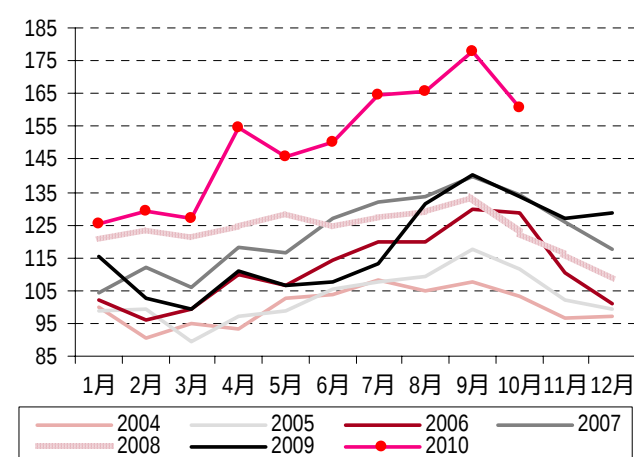
图表 36. 中国民航国内支线航线票价指数



资料来源：《中国民用航空》（《China Civil Aviation》）

图表 37. 亚洲及港澳地区航线票价指数


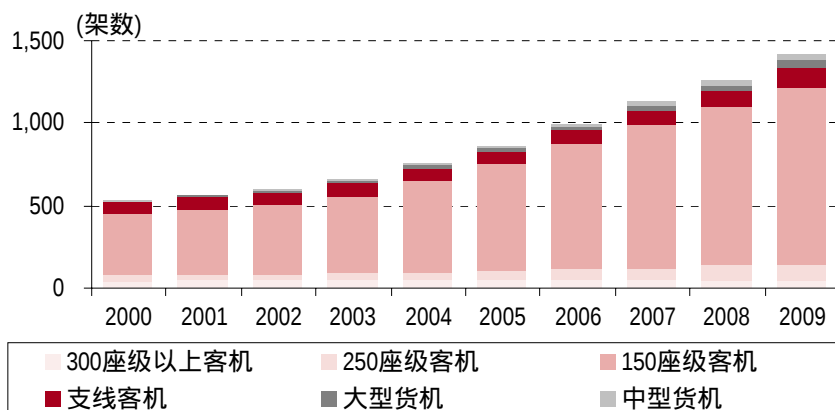
资料来源：《中国民用航空》（《China Civil Aviation》）

图表 38. 中国民航国际航线票价指数 (不含亚洲地区)


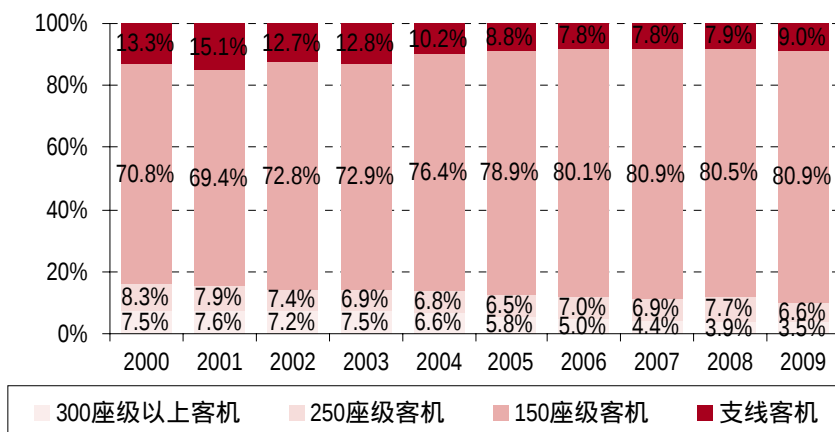
资料来源：《中国民用航空》（《China Civil Aviation》）

今年票价走高幅度之大，超出了人们的预期。但多大程度上是上海世博会带动需求出现集中爆发性增长所致，很难量化分析。因此，2011 年国内的票价水平能否维持今年的水平或进一步创新高，仍难以论述清楚。

一般而言，航空票价主要取决于行业的供需关系。我们预计全行业 2011 年客运运力（座位数）增加量与近两年水平接近，但由于比较基数因素，同比增速有所降低，约在 11% 左右（2008、09 年座位数增速分别为 11.1% 和 12.9%），目前供给面变量主要取决于航空公司退出老旧飞机的架数。全行业仍有包括 B737-300/500、B767、MD90 等在内的老旧飞机约 100 架左右，航空公司有一定空间调整机队结构和运力投放。另外，由于排名前 30 位的机场时刻都很紧张，在航班时刻资源紧张的航线上，供需矛盾可能进一步加剧，有助于机票价格维持在高水平上，甚至创出新高。但是，由于新增运力可能更多地投放于资源富裕航线，导致这些航线的票价水平难以实质性提高，甚至有可能走低，从而压低整体票价水平的提升空间。

图表 39.全行业飞机数量


资料来源:《从统计看民航》,中银国际研究预测

图表 40.客运机队构成变化


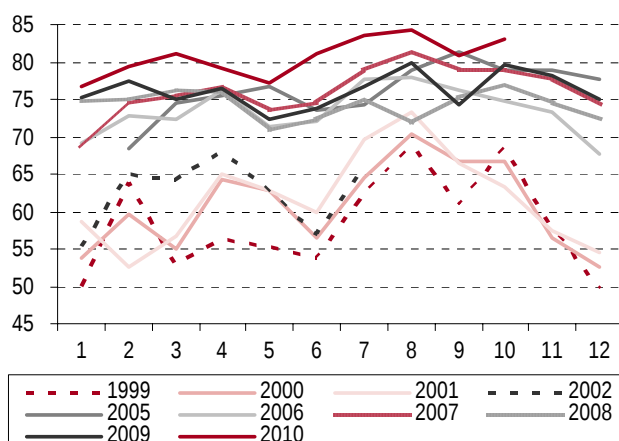
资料来源:中银国际研究

近年来,行业新引进的客运飞机以 A320 和 B737 系列为代表的 150 座级飞机为主,同时支线客机的数量也有小幅增长,这些机型主要适用于国内航线和国际短程航线。各公司出于开拓国际航线的需要,同时一些老旧大型客机也面临升级换代,因此,估计 2011 年引进大型客机的数量会多于往年。

同时,航空票价也受到行业竞争行为和运输成本的影响。目前,行业集中度较前有大幅度的提高,航空公司竞争态势趋于平稳,竞争行为趋于成熟,大范围爆发价格战的可能性很小。同时,由于生产资料和生活资料价格都面临较大的上涨压力,航空公司在燃油、员工工资等成本方面都面临越来越大的上涨压力,因此即使征收了燃油附加费,机票本票价格水平下行的可能性也不大;再考虑到随着油价水平不断提高,燃油附加费也随之水涨船高,因此从成本角度考虑,实际票价水平将出现逐渐走高趋势。

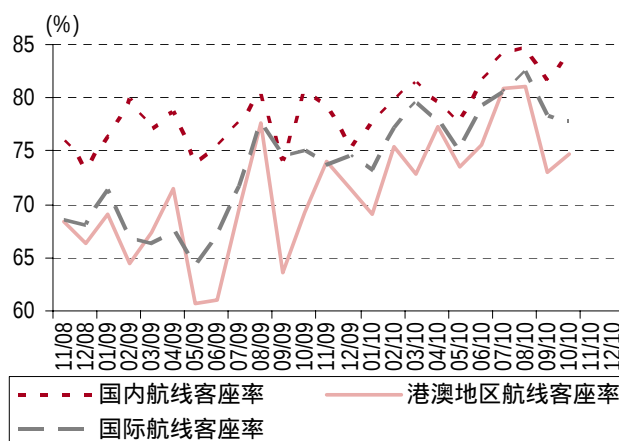
因此,我们认为整体而言,2011年国内机票价格将维持较高水平,但能否赶上甚或超出今年的水平,目前尚无确切根据加以判断。

图表 41. 行业客座率月度数据 (梯度图)



资料来源:中国民用航空局,中银国际研究

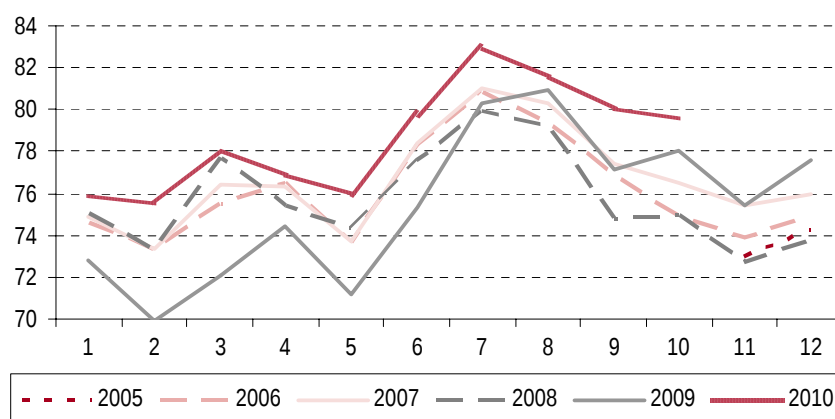
图表 42. 行业客座率月度数据 (分航线)



资料来源:中国民用航空局,中银国际研究

对于国际和地区航线票价水平,我们相对更有信心。如前所述,大型飞机由于历史存量较少,又存在退出压力,自2011年起大型飞机的引进数量会略快,但相对于国际需求的恢复而言,仍处于供需平衡阶段。我们认为,2011年国际航线票价水平可能会延续2010年的高水平。

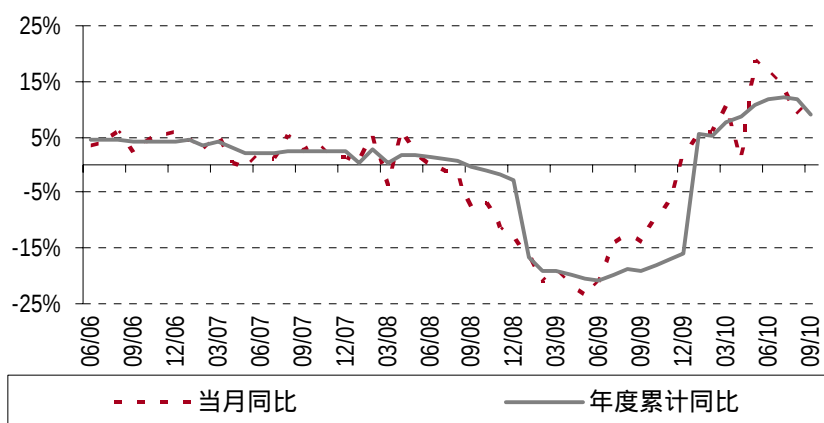
图表 43. 全球航空公司国际航线客座率月度数据



资料来源:国际民航组织,中银国际研究

从世界范围来看，国际航线两舱运量在经历了 2009 年 15.8% 的同比下降后，目前仍然处在恢复通道之中，但依然没有恢复到 08 年时的水平。随着世界经济继续恢复，国际航线的两舱运量会继续保持回升态势，对国际航线运价构成支撑。

图表 44. 国际航线两舱运量趋势



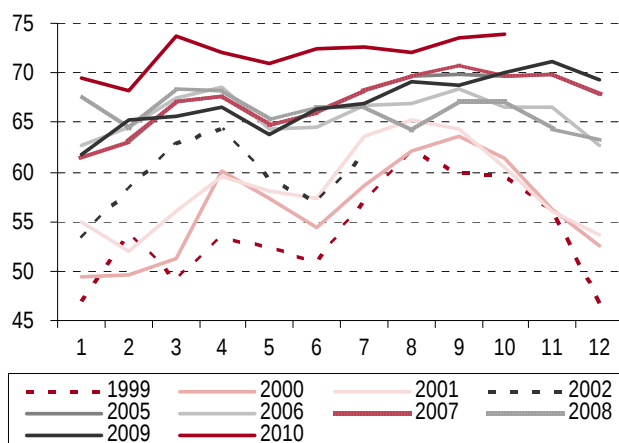
资料来源：国际航协，中银国际研究

货运票价水平

自 09 年初以来，各航线货运载运率一直呈现逐月上升的趋势，随着世界经济逐渐恢复，我们认为这种趋势在 2011 年还将延续或维持较高水平。

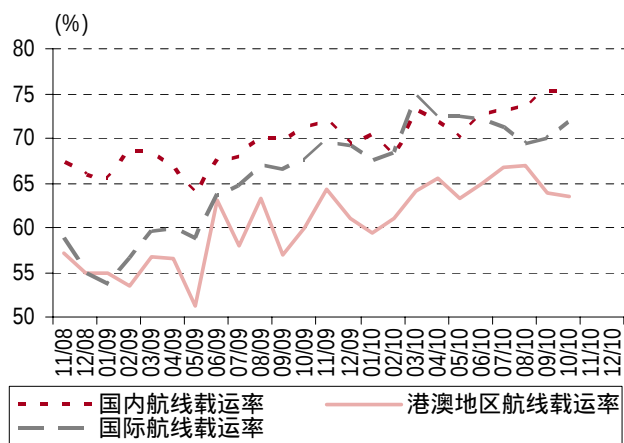
货运运力主要来源于两部分，一是全货机机队，二是客机腹舱运力。近年来，全货机数量增速一直较快，但是，这一方面是基数太低的原因，一方面运力增速仍然低于需求增速。航空货运、特别是国际航空货运仍处于高速增长期，并促进了对国内干支线航空货运的诱发需求增长。基于此，我们对 2011 年航空货运运价继续持乐观态度。

图表 45.行业正班载运率月度数据（梯度图）



资料来源：中国民用航空局，中银国际研究

图表 46.行业正班载运率月度数据（分航线）



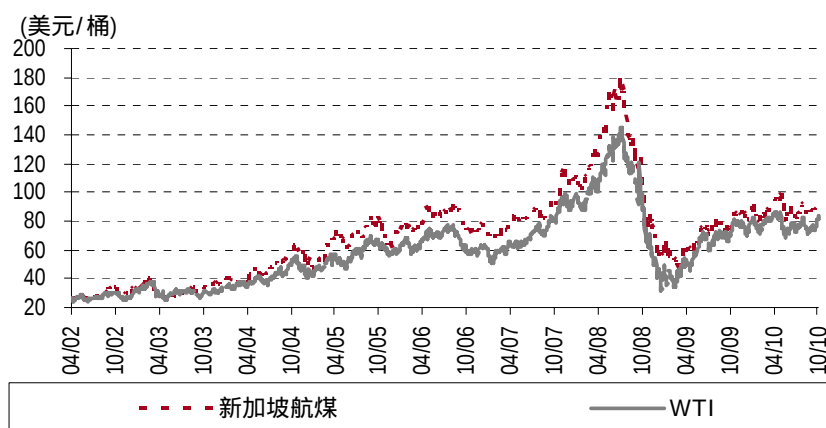
资料来源：中国民用航空局，中银国际研究

其他关键因素

油价水平

目前，油价水平已回升到 2007 年下半年的水平，在全球宽松货币政策环境下，石油等资源价格面临进一步上涨压力。但是，在全球实体经济缓慢回升的前提下，我们预计 2011 年油价将会温和上升。在 100 美元/桶左右的原油价格水平上，航空公司可通过加收燃油附加费传导大部分由油价上涨带来的成本压力，同时需求也不会受到实质性打击。

图表 47. 国际原油和航空煤油价格走势



资料来源：中银国际研究

人民币升值因素

如前所提到的，我们预计人民币对美元将保持升值态势。如果美元指数延续前期的下跌走势，向 75 或者 70 左右的历史低位靠近，我们预计 2011 年人民币对美元升值幅度会达到 5% 甚至更高。

人民币升值对航空行业的促进作用主要表现在下列三方面：一是航空公司的高美元负债率使得公司能够录得大量的汇兑收益；二是使航空公司需以外币支付的航材、维修、燃油等运营成本降低；三是人民币升值会有效刺激公民出境旅游，从而直接增加了航空公司的需求。

航空公司和机场投资重点

行业整体投资价值分析

航空运输行业的发展阶段决定了航空公司和机场业仍处于较快增长阶段，行业规模和盈利能力都处于上升通道，因此仍具有较高的投资价值。人民币升值对航空公司及相关行业的促进作用也尤为突出。在这个前提下，我国航空公司在经济恢复性增长阶段所具有的业绩增长弹性，非常值得关注。我们维持对航空公司和机场行业**增持**的评级。

我们认为，在 10 月底上海世博会结束后，11、12 月航空运输可能会暂时进入淡季低谷，但是，2011 年 1 月中旬春运将拉开大幕，在铁路供给仍然处于紧张状态下，航空运输有望再一次重演 2010 年春运的火爆行情，取得良好业绩。

在航空公司个股选择中，我们看好航空公司行业龙头中国国航、对人民币升值弹性最大的南方航空，以及占据建设海南国际旅游岛先机的海南航空。

在机场个股选择中，我们看好具有资产注入承诺的上海机场、经营稳健的厦门空港，以及利润增长空间大的白云机场。

中国国航

到目前为止，国航知音会员已达 1,400 万人，是中国民航拥有最多会员的航空公司，同时拥有协议大客户超过 4,000 家，盈利能力名列前茅。公司在收购了深圳航空后，航线网络进一步增宽增厚，已形成了以北京、上海、香港、成都、深圳为主要枢纽的网络结构，公司加快机队更新换代步伐，2011 年将引进 54 架新飞机（含深圳航空），其中包括 4 架 B777 和 5 架 A330，并退出包括 B747、B767 等在内的老旧飞机，为公司未来发展奠定基础。

图表 48. 中国国航 (母公司) 机队引进计划

	2010 年 9 月 30 日					引进计划		
	小计	自有	融资租赁	经营租赁	平均机龄	2010	2011	2012
A319	33	21	9	3	5.9			
A320/A321	42	8	21	13	2.5*	12	14	14
A330	23	3	17	3	2.6	3	5	6
A340	6	3	3	0	12.1			
B737	125	55	22	48	7.4*	12	9	9
B747	9	6	3	0	13.2			
B757	11	11	0	0	15.6			
B767	5	5	0	0	13.4			
B777	10	3	7	0	10.4		4	6
B787								
TU204	1	1	0		1.7	1		
B747F	9	7	0	2	15.9	1	3	
公务机	4	0	0	4	1.3	2		
总计	278	123	82	73	7.2	31	35	35

*平均机龄不包括湿租飞机

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 49. 深圳航空公司机队引进计划

	2010 年 9 月 30 日					引进计划		
	小计	自有	融资租赁	经营租赁	平均机龄	2010	2011	2012
A319	5	3	0	2	4	0	0	0
A320	35	25	0	10	2	13	9	12
B737	57	24	6	27	7.4	0	10	6
总计	97	52	6	39	5.4	13	19	18

资料来源：公司数据，中银国际研究

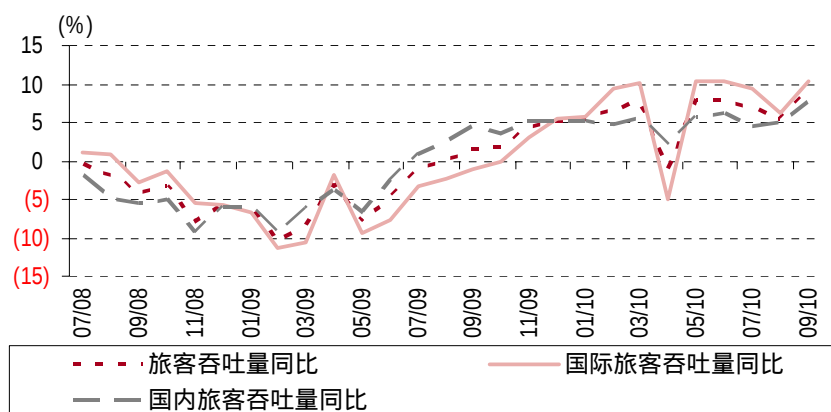
海南航空

公司作为航空运输业的第四大集团，在海南省国际旅游岛建设中享有得天独厚的优势。公司日前公告，拟对母公司海航集团有限公司（下称“海航集团”）控股子公司海航国际旅游岛开发建设有限公司（下称“海岛建设”）现金增资 15 亿元人民币，增资后海岛建设注册资本变更为 45 亿元，公司与海航集团、海航实业控股有限公司分别持股 33%、60%和 7%。海岛建设将致力于整合地产、高尔夫、物业、酒店开发经营等相关资源，建设高端旅游产业项目，打造免税购物中心，通过收购打造和完善产业链条，建设海南旅游基础设施，助推海南国际旅游岛建设。拟投资重点项目之一——西海岸人工岛一期工程已于 2010 年 10 月取得海南省海洋厅海域使用权正式批复，正式施工已具备合法条件。我们认为，公司依托海南省建设国际旅游岛的国家战略，积极开拓下游产业，将对公司的航空主营构成有力支持，并有助于公司分享海南国际旅游岛的未来发展和多元化经营，对公司长远发展构成支撑。

附录、亚太和中东地区航空运量反弹最为强劲

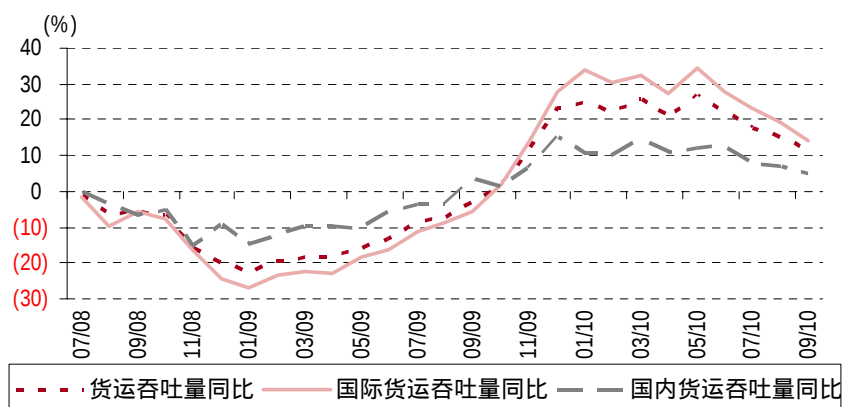
从世界范围来看,国际机场协会成员机场的旅客和货运吞吐量自 2009 年年中或年底开始均出现明显反弹,虽然由于欧洲火山爆发,导致 2010 年 4 月份的旅客吞吐量增速出现较大幅度回落,但后面的几个月均恢复了之前的反弹态势。值得注意的是,自 2010 年 5 月以来,货运吞吐量的增速出现了持续下滑态势,特别是国际货运吞吐量的下滑态势更为明显一些,当然目前增速仍在 12%左右,我们将密切关注这一指数。

图表 50.国际机场协会成员机场旅客吞吐量月度同比变化趋势



资料来源：中银国际研究

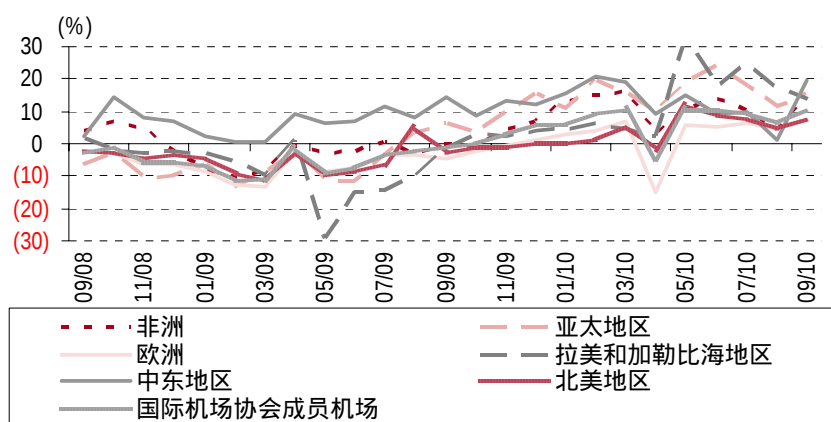
图表 51.国际机场协会成员机场货运吞吐量月度同比变化趋势



资料来源：中银国际研究

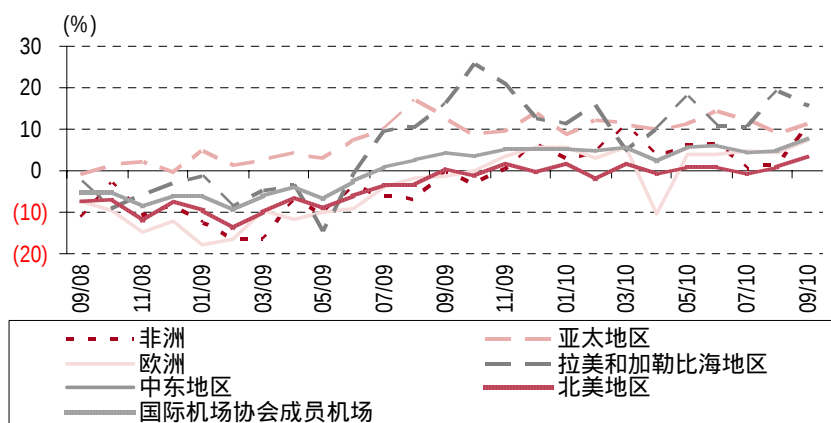
从分地区、分航线数据来看,拉美和加勒比海地区、亚太地区和中东地区客运运输量比其他地区呈现出更强劲的反弹,货运需求反弹相对均衡。

图表 52.旅客吞吐量(国际航线)月度同比变化



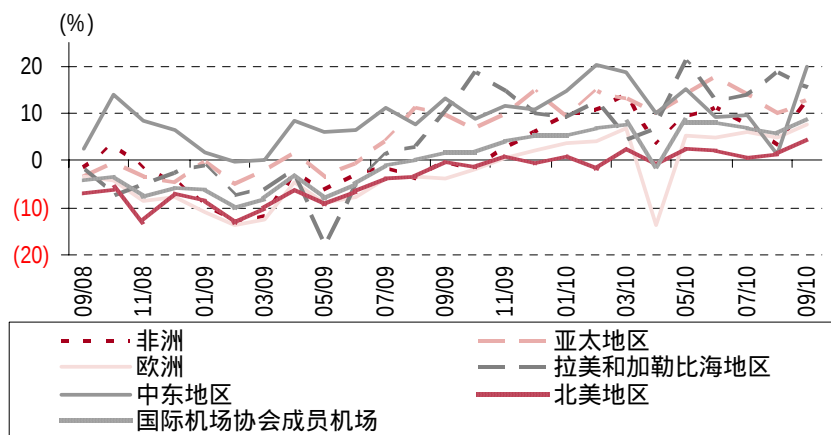
资料来源：中银国际研究

图表 53.旅客吞吐量(国内航线)月度同比变化



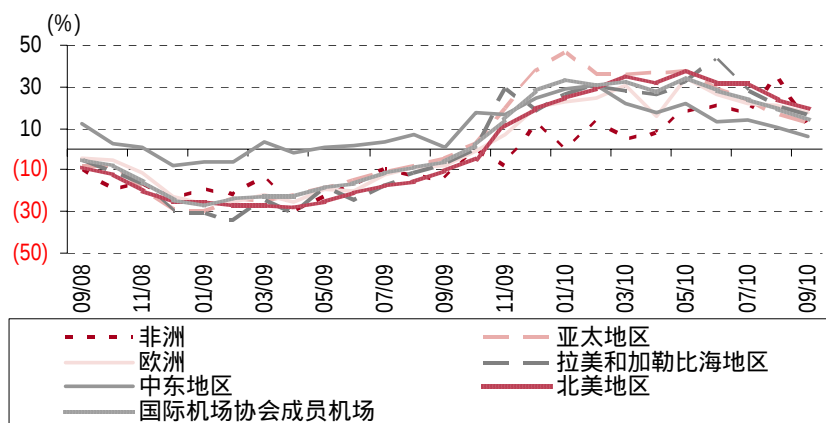
资料来源：中银国际研究

图表 54.旅客吞吐量(合计)月度同比变化



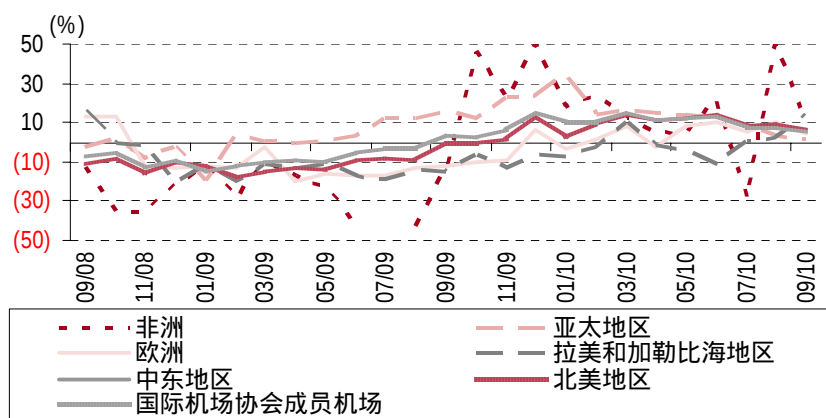
资料来源：中银国际研究

图表 55. 货运吞吐量（国际航线）月度同比变化



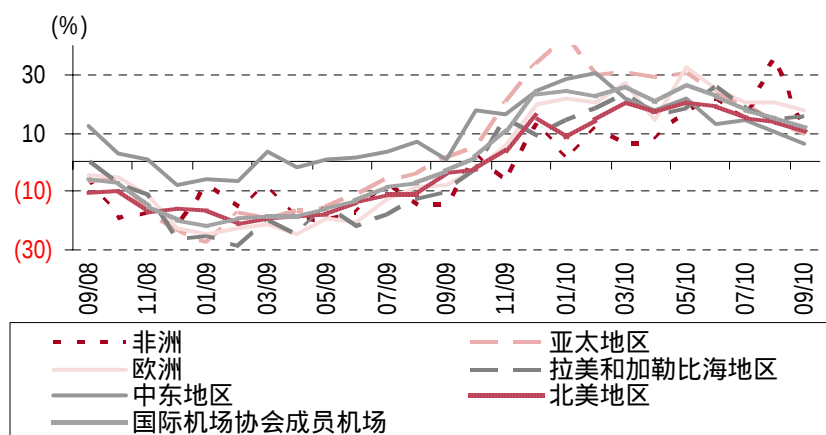
资料来源：中银国际研究

图表 56. 货运吞吐量（国内航线）月度同比变化



资料来源：中银国际研究

图表 57. 货运吞吐量（合计）月度同比变化



资料来源：中银国际研究

研究报告中所提及的有关上市公司

中国国航 (601111.SS/人民币 13.01; 0753.HK/港币 10.02, 买入)

南方航空 (600029.SS/人民币 9.30; 1055.HK/港币 5.38, 买入)

东方航空 (600115.SS/人民币 7.09; 0670.HK/港币 4.41, 买入)

海南航空 (600221.SS/人民币 9.54, 买入)

国泰航空 (0293.HK/港币 23.35, 买入)

上海机场 (000089.SZ/人民币 12.29, 买入)

深圳机场 (000089.SZ/人民币 5.67, 买入)

白云机场 (600004.SS/人民币 8.91, 买入)

厦门空港 (600897.SS/人民币 15.74, 买入)

美兰机场 (0357.HK/港币 9.57, 买入)

以 2010 年 12 月 6 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)。持有则指预计该行业(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

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 12 月 6 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为卖出或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或賣出)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 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