

2011年3月24日

# 中海油服

## H股依然具有吸引力

**A 持有**

601808.SS - 人民币 23.41

目标价格: 人民币 25.28

**H 买入**

2883.HK - 港币 16.34

目标价格: 港币 22.06 (↑19.06)

刘志成, CFA

(0852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209030301

### 股价相对指数表现 (A股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现 (A股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(8)	(9)	(4)	50
相对新华富时A50指数(%)	(12)	(12)	(6)	61

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)	4,49	5
流通股(%)		11
流通股市值(人民币 百万)	1	1,786
3个月日均交易额(人民币 百万)	369	
净负债比率(%) (2011E)		61
主要股东(%)		
中海油		55

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

虽然公司的2010年净利润比我们预期低10%,但是主营业务盈利符合我们的预期。展望未来,我们预计公司将受益于石油企业的资本性开支提高,尤其是最大的客户中海油。我们重申对A股的持有评级和H股的买入评级。

### 支撑评级的要点

- 2011年中海油的资本性开支同比提高73%;
- 新设备上线将有效的扩大产能及提高作业能力;
- 估值相比全球同业依然较低。

### 评级面临的主要风险

- 石油价格大幅下挫导致油企削减资本性开支;
- 利比亚军事冲突时间延长及中东地区的局势进一步恶化。

### 估值

- 由于同业估值较高,我们将H股2011年预期核心市盈率从18.3倍上调至19.3倍,相应的,我们将目标价从19.06港币上调为22.06港币。
- 我们对A股维持25.28人民币的目标价,A股可能增发会影响股价走势。

### 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)	18,3	45	18,060	19,637	21,597	23,403	
变动(%)	48	(2)	9	10	8		
净利润(人民币 百万)	3,13	5	4,128	5,544	4,906	5,308	
全面摊薄每股收益(人民币)	0.697	0.918	1.23	3	1.091	1.181	
变动(%)	1.1	31.7	34.3	(11.5)	8.2		
市场预期每股收益(人民币)-			-1.09	4	1.349	-	
先前预测每股收益(人民币)			-1.20	2	1.121	-	
调整幅度(%)			-	2.6	(2.7)	NA	
核心每股收益(人民币)	0.697	0.899	0.96	3	1.091	1.181	
变动(%)	1.1	28.9	7.1	13.3	8.2		
全面摊薄市盈率(倍)	33.6		25.5	19.0	21.5	19.8	
核心市盈率(倍)	33.6		26.0	24.3	21.5	19.8	
每股现金流量(人民币)	1.41	1.88	2.1	1	1.91	1.25	
价格/每股现金流量(倍)	16.6	12.5	1.1	12.2	18.8		
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.3	15.1	13.8	12.5	17.9		
每股股息(人民币)	0.14	0	0.180	0.19	0	0.220	0.230
股息率(%)	0.6	0.8	0.8	0.9	1.0		

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com)上获取

买入(BUY)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(SELL)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(HOLD)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

### 股价相对指数表现 (H股)



资料来源：彭博及中银国际研究

### 股价表现 (H股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(3)	5	2	39
相对恒生中国企业指数(%)	(3)	1	0	33

资料来源：彭博及中银国际研究

### 重要数据 (H股)

发行股数(百万)	4.49	5
流通股(%)		34
流通股市值(港币百万)	25,0	48
3个月日均交易额(港币百万)	155	
净负债比率(%) (2011E)		62

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

### 投资摘要 (H股)

年结日：12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	17,974	17,650	19,177	21,081	22,835
变动(%)	47	(2)	9	10	8
净利润(人民币百万)	3,135	4,128	5,544	4,906	5,308
全面摊薄每股收益(人民币)	0.697	0.918	1.233	1.091	1.181
变动(%)	1.1	31.7	34.3	(11.5)	8.2
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.017	1.152	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.202	1.121	-
调整幅度(%)	-	-	2.6	(2.6)	-
核心每股收益(人民币)	0.697	0.899	0.963	1.091	1.181
变动(%)	1.1	28.9	7.1	13.3	8.2
全面摊薄市盈率(倍)	19.7	15.0	11.1	12.6	11.6
核心市盈率(倍)	19.7	15.3	14.3	12.6	11.6
每股现金流量(人民币)	1.58	1.89	2.17	2.07	2.21
价格/每股现金流量(倍)	8.7	7.3	6.3	6.6	6.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.0	10.2	8.5	7.5	6.6
每股股息(人民币)	0.140	0.180	0.190	0.220	0.230
股息率(%)	1.0	1.3	1.4	1.6	1.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 主营业务盈利符合预期

在国际会计准则和中国会计准则下，2010年中海油服的净利润同比增长32%至41.28亿人民币，比我们预期低10%，主要是因为汇兑净收益低于预期。公司的息税前利润仅比我们的预测低1%。

### 钻井服务拉动业绩增长

公司业绩的主要推动力是钻井服务，2010年该业务在国际会计准则下的经营利润同比增长28%至35亿人民币，受益于2009年中和年末交付的两艘自升式钻井平台带来全期贡献及半潜式钻井平台和生活平台的日费率上升。

在国际会计准则下，2010年油井服务的息税前利润同比增长10%至8.14亿人民币，而分部营收却同比下滑2%。公司终止了一些传统业务，同时成功打入了一些新的业务领域，譬如煤层气项目物探与海洋压裂项目。

2010年在国际会计准则下，船舶服务业务的经营利润同比下滑17%至5.42亿人民币。公司调整了船队，废弃了14艘公用事业船，增加了几艘新船，但总作业天数同比减少了3%。该业务并录得2,700万人民币的资产减值亏损。

2010年国际会计准则下，物探服务的息税前利润同比增长5%至3.39亿人民币。虽然二维采集业务作业量同比减少28%，但是公司的三维采集业务作业量同比增加25%，新增的海底电缆采集业务也带来了贡献。

### 未来保持合理增速

展望未来，我们认为公司的经营环境将有所改善。根据巴克莱资本的调查，亚洲地区的石油企业资本性开支将同比增加9%，全球范围内将同比增长10.8%。其中，公司最大的客户中海油将在2011年将资本性开支同比提高73%。

为了捕捉到需求不断扩大带来的商机，公司将投资兴建新设备来扩大产能。两艘新的200英尺自升式钻井平台和一艘2,500英尺半潜式钻井平台已在2010年末交付，2011年将带来全年贡献。其他业务也相继会有新设备投产。

**图表 2.业绩摘要(H股)**

(人民币, 百万)	2009	2010	同比变动%
收入	17,879	17,561	(2)
其他收入 95		89	(7)
折旧与摊销	(2,865)	(3,122)	9
员工薪酬	(2,670)	(2,938)	10
维修与维护	(609)	(438)	(28)
供应、材料和服务	(3,610)	(3,277)	(9)
分包合同费用	(884)	(1,144)	29
经营性租赁	(589)	(380)	(36)
其他经营性费用	(1,076)	(937)	(13)
其他一般、销售和管理费用	(382)	(42)	(89)
资产减值	(820)	(172)	(79)
经营利润 4,46	8	5,200	16
汇兑亏损	(93)	88	(194)
财务成本	(786)	(674)	(14)
利息收入	60	77	27
合资控股公司利润 110		144	30
税前利润	3,760	4,834	29
税金	(624)	(706)	13
净利润	3,135	4,128	32
每股收益(人民币)	0.698	0.918	32
每股派息(人民币) 0.14		0.18	29

资料来源: 公司数据

**图表 3.经营利润组成(H股)**

(人民币, 百万)	2009	2010	同比变动%
钻井服务	2,748	3,505	28
油井服务	743	814	10
船舶服务	654	542	(17)
物探服务 323		339	5
总计	4,468	5,200	16

资料来源: 公司数据

## 建设深水作业能力

为了与中海油迈向深水的策略相匹配, 中海油服已经在建设相关的深水设施。除了 2010 年末交付的 2,500 英尺半潜式钻井平台, 公司还将在 2011 年和 2012 年分别交付一艘 2,500 英尺半潜式钻井平台。值得一提的是, 母公司投资的 10,000 英尺半潜式钻井平台将在 2011 年中交付, 届时中海油服将负责管理该超深水钻井船。2011 年, 公司将到货两艘深水多功能船和两艘深水物探船(一艘为 12 缆物探船, 另一艘为测量船)。

## A 股增发最新信息

公司计划通过在 A 股市场发行不超过 5 亿股新股募集资金 70 亿人民币。公司已就变更募集资金用途获得了股东的批准, 目前还在等到证监会的批复。我们预计增发将在年内完成。

## 利比亚和中东局势紧张

公司在利比亚有五台陆上钻机和一套物探设备。考虑到利比亚爆发内战, 公司已经在 2 月末撤回了中国员工, 目前所有设备由当地员工看管。我们假设这会导致 2011 年损失三个月的收入, 日均亏损 7 万美元。

此外, 公司还有五艘钻井船位于中东境内, 包括沙特阿拉伯的一艘和伊朗的四艘。如果紧张局势进一步恶化, 上述两个国家爆发内战, 那么这些钻井船的正常作业将受到负面影响。

## 调整盈利预测和目标价

我们根据实际业绩及最新信息调整了盈利模型, 将 2011 年盈利预测上调 3%, 将 2012 年盈利预测下调 3%。预计未来三年公司的核心每股收益将保持 5%-15% 的增长。

由于同业估值较高, 我们将 H 股 2011 年预期核心市盈率从 18.3 倍上调至 19.3 倍, 相应的, 我们将目标价从 19.06 港币上调为 22.06 港币。对 H 股重申**买入**评级。

我们对 A 股维持 25.28 人民币的目标价, A 股可能增发会影响股价走势。对 A 股维持**持有**评级。

**图表 4.业绩摘要(A股)**

	(人民币, 百万)		同比变动%
	2009	2010	
营收	18,345	18,060	(2)
销售成本	(11,689)	(11,717)	0
营业税及其附加	(467)	(499)	7
<b>毛利润</b>	<b>6,190</b>	<b>5,844</b>	<b>(6)</b>
销售费用	(7)	(8)	13
管理费用	(428)	(442)	3
财务费用	(868)	(510)	(41)
减值亏损	(879)	(418)	(52)
联营公司及合资控股公司	110	144	30
其他投资收入	49	0	(100)
<b>经营利润</b>	<b>4,166</b>	<b>4,610</b>	<b>11</b>
非经营收入	95	89	(7)
非经营开支	(502)	135	(127)
<b>税前利润</b>	<b>3,760</b>	<b>4,834</b>	<b>29</b>
税金	(624)	(706)	13
<b>净利润</b>	<b>3,135</b>	<b>4,128</b>	<b>32</b>
每股收益(人民币)	0.697	0.918	32
每股派息(人民币)	0.14	0.18	29

资料来源: 公司数据

**图表 5.经营数据**

	2009	2010	同比变动%
<b>钻井服务</b>			
<b>经营天数</b>			
自升式钻井船	7,089	7,933	12
半潜式钻井船 1,06	6	1,003	(6)
供应船	730	730	0
模块钻机 1,42	3	1,418	(0)
陆上钻机	2,051	2,127	4
<b>总计</b>	<b>12,359</b>	<b>13,211</b>	<b>7</b>
<b>可利用天数(%)</b>			
自升式钻井船	98.7	99.5	1
半潜式钻井船 100.	0	100.0	0
<b>日费(千美元/天)</b>			
自升式钻井船	120	113	(6)
半潜式钻井船 188		194	3
供应船	196	221	13
<b>船舶支持和运输</b>			
<b>作业天数</b>			
备用船只	16,433	16,466	0
AHTS 船只 6,78	7	6,225	(8)
平台供应船	1,759	1,733	(1)
多功能船 1,94	9	1,239	(36)
修井支持驳船	774	1,106	43
<b>总计</b>	<b>27,702</b>	<b>26,769</b>	<b>(3)</b>
<b>物探服务</b>			
<b>二维数据采集</b>			
数据采集(公里)	33,900	24,469	(28)
数据处理(公里) 22,5	88	14,846	(34)
<b>三维</b>			
数据采集(平方公里)	10,394	13,008	25
数据处理(平方公里)	7,951	7,983	0

资料来源: 公司数据

**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	18,345	18,060	19,637	21,597	23,403
销售成本	(11,689)	(11,717)	(12,698)	(14,029)	(15,358)
经营费用 1,96	3	2,173	2,057	2,187	(1,241)
经营利润(息税前利润)	5,754	5,394	5,900	6,425	6,797
折旧及摊销	(2,865)	(3,122)	(3,096)	(3,330)	(6)
息税折旧前利润	8,619	8,516	8,996	9,755	6,803
净利息收入(费用)	(775)	(597)	(696)	(535)	(429)
其他收益/(损失)	(1,219)	38	1,397	(50)	(50)
税前利润	3,760	4,834	6,600	5,840	6,319
所得税	(624)	(706)	(1,056)	(935)	(1,011)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	3,135	4,128	5,544	4,906	5,308
核心净利润	3,135	4,041	4,329	4,906	5,308
每股收益(人民币) 0.69	7	0.918	1.233	1.091	1.181
核心每股收益(人民币) 0.69	7	0.899	0.963	1.091	1.181
每股股息(人民币) 0.14	0	0.180	0.190	0.220	0.230
收入增长(%) 4	8	(2)	9	10	8
息税前利润增长(%) 5	0	(6)	9	9	6
息税折旧前利润增长(%)	60	(1)	6	8	(30)
每股收益增长(%) 1		32	34	(12)	8
核心每股收益增长(%) 1		29	7	13	8

资料来源: 公司数据, 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 4,22	3	6,297	6,485	5,856	2,754
应收帐款 3,74	6	3,461	3,403	3,743	4,056
库存 821		816	884	976	1,069
其他流动资产 1,41	1	1,263	1,263	1,263	3,915
流动资产总计	10,200	11,836	12,034	11,838	11,794
固定资产 44,2	40	45,963	56,520	55,923	55,140
无形资产 5,06	2	4,872	4,866	4,859	4,853
其他长期资产 1,43	2	923	1,061	1,205	1,349
长期资产总计	50,733	51,758	62,447	61,987	61,342
总资产	60,933	63,593	74,481	73,825	73,136
应付帐款 3,17	5	3,613	3,916	4,326	4,736
短期债务 283		1,224	3,124	2,568	2,390
其他流动负债 1,74	0	1,900	10,006	6,529	1,701
流动负债总计	5,198	6,738	17,046	13,423	8,826
长期借款 30,8	21	28,591	22,897	20,329	17,939
其他长期负债 2,60	9	2,675	2,596	2,371	2,371
股本 4,49	5	4,495	4,495	4,495	4,495
储备 17,8	10	21,094	27,448	33,207	39,504
股东权益	22,306	25,590	31,943	37,703	43,999
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	60,933	63,593	74,481	73,825	73,136
每股帐面价值(人民币) 4.96		5.69	7.11	8.39	9.79
每股有形资产(人民币) 3.84		4.61	6.02	7.31	8.71
每股净负债/(现金)(人民币) 5.98		5.23	4.35	3.79	3.91

资料来源: 公司数据, 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 3,76	0	4,834	6,600	5,840	6,319
折旧与摊销 2,86	5	3,122	3,096	3,330	6
净利息费用 775		597	696	535	429
运营资本变动	(1,414)	70	292	(22)	4
税金	(624)	(706)	(1,056)	(935)	(1,011)
其他经营现金流 969		535	(144)	(144)	(144)
经营活动产生的现金流	6,331	8,452	9,485	8,604	5,603
购买固定资产净值	(7,399)	(4,434)	(4,720)	(4,720)	(4,720)
投资减少/增加 12		70	0	0	0
其他投资现金流 613		790	0	0	0
投资活动产生的现金流	(6,774)	(3,574)	(4,720)	(4,720)	(4,720)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务 3,05	1	(463)	(2,622)	(3,124)	(2,568)
支付股息	(629)	(629)	(809)	(854)	(989)
其他融资现金流	(2,010)	(633)	(696)	(535)	(429)
融资活动产生的现金流	411	(1,725)	(4,127)	(4,513)	(3,985)
现金变动	(32)	3,153	638	(629)	(3,102)
期初现金 4,29	5	3,215	5,847	6,485	5,856
公司自由现金流	(382)	4,955	4,857	3,983	991
权益自由现金流 1,88	2	3,818	1,447	226	(2,113)

资料来源: 公司数据, 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
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率 47.0		47.2	45.8	45.2	29.1
息税前利润率 31.4		29.9	30.0	29.7	29.0
税前利润率 20.5		26.8	33.6	27.0	27.0
净利率 17.1		22.9	28.2	22.7	22.7
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率 2.0		1.8	0.7	0.9	1.3
利息覆盖率 6.9		8.0	7.5	10.1	12.7
净权益负债率(%)	120.5	91.9	61.2	45.2	39.9
速动比率 1.8		1.6	0.7	0.8	1.2
<b>估值(倍)</b>					
市盈率 33.6		25.5	19.0	21.5	19.8
核心业务市盈率 33.6		26.0	24.3	21.5	19.8
目标价对应核心业务市盈率 36.2		28.1	26.2	23.2	21.4
市净率 4.7		4.1	3.3	2.8	2.4
价格/现金流 16.6		12.5	11.1	12.2	18.8
企业价值/息税折旧前利润 15.3		15.1	13.8	12.5	17.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数 25.0		25.5	24.4	24.2	24.3
应收帐款周转天数 64.5		72.8	63.8	60.4	60.8
应付帐款周转天数 55.2		68.6	70.0	69.6	70.7
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率 20.1		19.6	15.4	20.2	19.5
净资产收益率 14.9		17.2	19.3	14.1	13.0
资产收益率 8.2		7.4	7.2	7.3	7.8
已运用资本收益率 11	.5	10.1	10.6	11.0	11.1

资料来源: 公司数据, 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	17,974	17,650	19,177	21,081	22,835
销售成本0		0	0	0	0
经营费用	(10,640)	(9,327)	(9,805)	(10,806)	(11,879)
经营利润(息税前利润)	4,468	5,200	5,705	6,232	6,604
折旧及摊销	(2,865)	(3,122)	(3,667)	(4,043)	(4,352)
息税折旧前利润	7,333	8,322	9,372	10,275	10,956
净利息收入(费用)	(726)	(597)	(696)	(535)	(429)
其他收益/(损失) 18		231	1,590	144	144
税前利润	3,760	4,834	6,600	5,841	6,320
所得税	(624)	(706)	(1,056)	(935)	(1,011)
少数股东权益0		0	0	0	0
净利润	3,135	4,128	5,544	4,906	5,308
核心净利润	3,135	4,040	4,329	4,906	5,308
每股收益(人民币) 0.69	7	0.918	1.233	1.091	1.181
核心每股收益(人民币) 0.69	7	0.899	0.963	1.091	1.181
每股股息(人民币) 0.14	0	0.180	0.190	0.220	0.230
收入增长(%) 47		(2)	9	10	8
息税前利润增长(%) 23		16	10	9	6
息税折旧前利润增长(%)	41	13	10	7	
每股收益增长(%) 1		32	34	(11)	8
核心每股收益增长(%) 1		29	7	13	8

资料来源: 公司数据, 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 4,26	2	6,335	7,231	7,314	8,531
应收帐款 3,74	6	3,461	3,762	4,137	4,483
库存 821		816	886	975	1,056
其他流动资产 1,20	6	1,123	1,116	1,158	1,197
流动资产总计	10,034	11,734	12,995	13,584	15,267
固定资产 45,0	87	46,371	49,388	50,328	51,061
无形资产 5,05	7	4,870	4,864	4,859	4,854
其他长期资产 599		522	666	810	954
长期资产总计	50,743	51,763	54,918	55,997	56,868
总资产	60,777	63,497	67,913	69,580	72,135
应付帐款 4,22	4	4,436	4,822	5,303	5,746
短期债务 283		1,224	3,124	2,568	2,390
其他流动负债 564		981	1,583	1,569	1,928
流动负债总计	5,071	6,642	9,529	9,440	10,064
长期借款 30,8	21	28,591	22,897	20,329	17,939
其他长期负债 2,57	9	2,675	5,164	5,435	5,436
股本 4,49	5	4,495	4,495	4,495	4,495
储备 17,8	11	21,094	25,829	29,881	34,201
股东权益	22,306	25,590	30,324	34,377	38,696
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	60,777	63,497	67,913	69,580	72,135
每股帐面价值(人民币) 4.96		5.69	6.75	7.65	8.61
每股有形资产(人民币) 3.84		4.61	5.66	6.57	7.53
每股净负债/(现金)(人民币)	5.97	5.22	4.18	3.47	2.62

资料来源: 公司数据, 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 3,76	0	4,834	6,600	5,841	6,320
折旧与摊销 2,86	5	3,122	3,667	4,043	4,352
净利息费用 726		597	696	535	429
运营资本变动 493		868	(20)	(25)	(23)
税金	(624)	(706)	(1,056)	(935)	(1,011)
其他经营现金流	(110)	(231)	(144)	(144)	(144)
经营活动产生的现金流	7,110	8,485	9,743	9,316	9,922
购买固定资产净值	(8,413)	(5,480)	(4,720)	(4,720)	(4,720)
投资减少/增加 13		70	0	0	0
其他投资现金流 498		0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(7,903)	(5,410)	(4,720)	(4,720)	(4,720)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务 3,05	1	(463)	(2,622)	(3,124)	(2,568)
支付股息	(629)	(629)	(809)	(854)	(989)
其他融资现金流	(1,944)	90	(696)	(535)	(429)
融资活动产生的现金流	477	(1,002)	(4,127)	(4,513)	(3,985)
现金变动	(316)	2,073	896	83	1,217
期初现金 4,61	8	4,262	6,335	7,231	7,314
公司自由现金流	(733)	3,151	5,115	4,695	5,310
权益自由现金流 1,53	1	2,014	1,705	937	2,206

资料来源: 公司数据, 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
<b>盈利能力 (%)</b>					
息税折旧前利润率	40.8	47.2	48.9	48.7	48.0
息税前利润率 24.9		29.5	29.8	29.6	28.9
税前利润率 20.9		27.4	34.4	27.7	27.7
净利率 17.4		23.4	28.9	23.3	23.2
<b>流动性 (倍)</b>					
流动比率 2.0		1.8	1.4	1.4	1.5
利息覆盖率 5.7		7.7	7.2	9.8	12.3
净权益负债率 (%)	120.3	91.8	62.0	45.3	30.5
速动比率 1.8		1.6	1.3	1.3	1.4
<b>估值 (倍)</b>					
市盈率 19.7		15.0	11.1	12.6	11.6
核心业务市盈率 19.7		15.3	14.3	12.6	11.6
目标价对应核心业务市盈率	26.6	20.6	19.3	17.0	15.7
市净率 2.8		2.4	2.0	1.8	1.6
价格/现金流 8.7		7.3	6.3	6.6	6.2
企业价值/息税折旧前利润	12.0	10.2	8.5	7.5	6.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数 n.a.		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
应收帐款周转天数 65.8		74.5	68.7	68.4	68.9
应付帐款周转天数 77.7		89.5	88.1	87.6	88.3
<b>回报率 (%)</b>					
股息支付率 20.1		19.6	15.4	20.2	19.5
净资产收益率	14.9	17.2	19.8	15.2	14.5
资产收益率 6.4		7.1	7.3	7.6	7.8
已运用资本收益率 8.9		9.7	10.4	11.1	11.5

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

## 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容予任何其他人士，或将此报告全部或部分容发表。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