

2010年2月10日

中海油服

2010年增速可观

买入
A 601808.SS – 人民币 15.17
 目标价格: 人民币 23.56 (↑23.15)

买入
H 2883.HK – 港币 10.48
 目标价格: 港币 14.96 (↑12.47)

刘志成, CFA

+852 2905 2130

lawrence.lau@bocigroup.com

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(%)	(7)	(5)	(3)	3
相对新华富时	6	4	9	(27)
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)	4,495
流通股 (%)	11
流通股市值 (人民币 百万)	7,638
3个月日均交易额 (人民币 百万)	190
净负债比率 (%)	116
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

由于 2010 年石油公司普遍将增加资本开支, 中海油服的经营环境有所改善。虽然我们只假设其钻井船队的日均费率保持平稳, 但业务量的增长将推动今年的增长。我们维持对其 A 股和 H 股的买入评级, 将 A 股目标价上调至 23.56 人民币, 将 H 股目标价上调至 14.96 港币。

支撑评级的要点

- 经营环境有所改善;
- 钻井船队 90% 的日费已经锁定;
- 估值低廉。

评级面临的主要风险

- 新的半潜式钻井船交货日期进一步推迟;
- 可能通过增发融资来降低负债率。

估值

- 我们将计算目标价的基础由 2009 年盈利预测改为了 2010 年盈利预测。因此, 我们将 H 股目标价由 12.47 港币上调至 14.96 港币, 仍对应 15 倍当年盈利。
- 我们将 A 股目标价由 23.15 人民币上调至 23.56 人民币, 仍基于三个月 A-H 股平均溢价水平, 09 年 10 月底以来, 这一水平已由 112% 缩窄至 80%。

图表 1. 投资摘要 (A 股)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	9,242	12,430	17,686	18,033	19,547
变动 (%)	42	34	42	2	8
净利润 (人民币 百万)	2,238	3,155	3,255	3,923	3,655
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.542	0.702	0.724	0.873	0.813
变动 (%)	92.0	29.5	3.2	20.5	(6.8)
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.728	0.892	0.808
调整幅度 (%)	-	-	(1)	(2)	1
全面摊薄市盈率(倍)	28.0	21.6	21.0	17.4	18.7
每股现金流量 (人民币)	0.74	1.01	1.47	1.82	1.75
价格/每股现金流量 (倍)	20.5	15.0	10.3	8.3	8.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.9	16.9	11.6	12.9	10.7
每股股息 (人民币)	0.120	0.125	0.150	0.145	0.170
股息率 (%)	0.8	0.8	1.0	1.0	1.1

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>, firstcall.com, Multex.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)



股价表现 (H 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	13	(2)	15	54
相对恒生中国内地综合指数 (%)	22	9	25	11

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)	4,495
流通股 (%)	34
流通股市值 (港币 百万)	16,065
3 个月日均交易额 (港币 百万)	124
净负债比率 (%)	123

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	9,047	12,192	17,292	17,632	19,108
变动 (%)	41	35	42	2	8
净利润 (人民币 百万)	2,238	3,102	3,255	3,923	3,655
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.542	0.690	0.724	0.873	0.813
变动 (%)	92.0	27.3	4.9	20.5	(6.8)
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.704	0.773	0.910
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.728	0.892	0.808
调整幅度 (%)	-	-	(1)	(2)	1
全面摊薄市盈率 (倍)	17.0	13.3	12.7	10.5	11.3
每股现金流量 (人民币)	0.75	1.03	1.47	1.81	1.78
价格/每股现金流量 (倍)	12.3	9.0	6.3	5.1	5.2
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	8.9	12.4	8.8	8.7	7.1
每股股息 (人民币)	0.120	0.140	0.140	0.170	0.170
股息率 (%)	1.3	1.5	1.5	1.8	1.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

经营环境改善

由于油价走高，因此大部分石油公司增加了 2010 年资本开支预算。根据巴克莱资本管理公司的研究，2010 年全球油气勘探总支出将同比增长 11%至 4,390 亿美元。亚洲地区支出增长更快，将同比增长 18%至 607 亿美元。

特别是，中海油(0883.HK/港币 11.80, 买入)的 2010 年资本支出预算同比增长了 29%至 79.3 亿美元，其中勘探支出将同比增长 36%至 14.7 亿美元。由于中海油是公司的主要客户，因此中海油预算的增加意味着将给公司带来更多业务。

持续扩大作业能力

公司 2010 年的资本支出预算为 85 亿人民币，其中 51% 将用于钻井业务。虽然这一数字较去年的 90 亿人民币略有下降，但与其经营现金流相比仍处于非常高的水平。

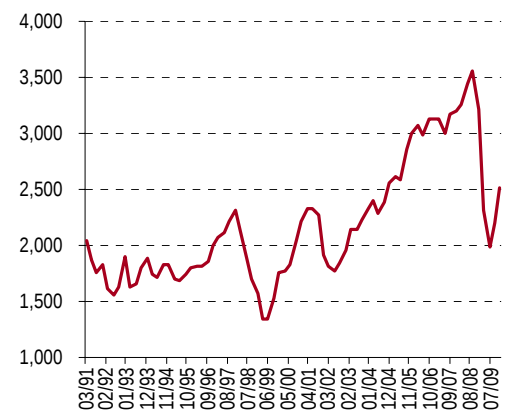
公司已经收到了 2 艘新的 300 英尺自升式钻井船，并将于 2010 年下半年和年底分别再收到 4 艘新的 200 英尺自升式钻井船和 2,500 英尺的半潜式钻井船。公司已锁定了其船队日费的 90%。

其他业务部门也将获得新的设备或船只，例如油井服务部门将获得 2 艘自升自航式修井作业船，海上支持及运输部门将获得 1 艘修井支持驳船、物探部门将新增 1 个海底电缆队。即使没有提高服务费，新设备也将推动公司的盈利增长。

打造深水作业能力

公司正在积极打造深水作业能力，以配合中海油公司进入中国沿海深水水域的计划。目前，公司正在建造 3 艘 2,500 英尺半潜式钻井平台，将于 2010-2012 年间陆续交货。公司还计划负责母公司 2011 年将收到的 3,000 米深水钻井平台的管理经营。公司还将建造 2 艘操锚/拖带/平台供应船和 1 艘深水测量船。再加上相关技术的购买和人员培训，公司计划在 2 年内打造出其深水作业能力。

图表 2.在营运钻井平台数量



资料来源：贝克休斯公司

调整盈利预测和目标价

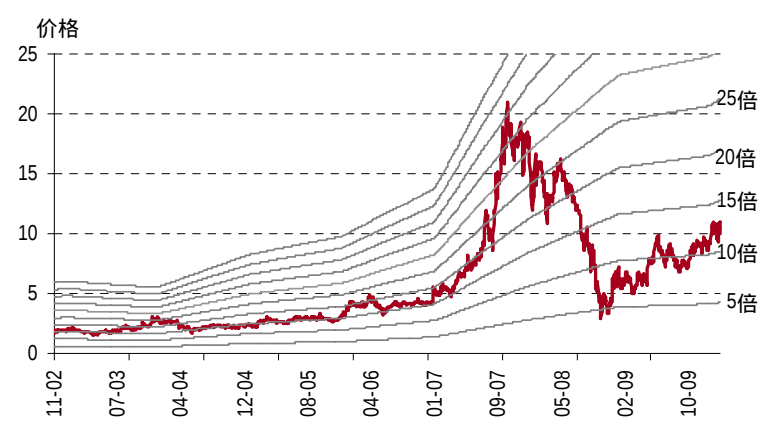
根据最新的时间表，第一艘 2,500 英尺半潜式钻井平台的交货时间将略晚于预期，而 4 艘 200 英尺自升式钻井船将略微提前交货。我们还从盈利预测中剔除了 3,000 米深水钻井平台的贡献，因为公司尚未与母公司商定该平台的经营模式。总体来说，我们将 2009-11 年盈利预测调整了 1-2%。

我们维持对其 A 股和 H 股的**买入**评级。由于 2010 年石油公司将增加资本支出预算，因此公司的经营环境将有所改善。目前，其 H 股的 2010 年预测市盈率只有 10.5 倍，估值看起来较为便宜，因为所有美国大型综合石油服务公司(包括斯伦贝谢、哈里伯顿和贝克休斯)的 2010 年预测市盈率均在 20-22 倍。

我们将计算目标价的基础由 2009 年盈利预测改为了 2010 年盈利预测。因此，我们将 H 股目标价由 12.47 港币上调至 14.96 港币，仍对应 15 倍当年盈利。

我们将 A 股目标价由 23.15 人民币上调至 23.56 人民币，仍基于三个月 A-H 股平均溢价水平，09 年 10 月底以来，这一水平已由 112%缩窄至了 80%。

图表 3. H 股市盈率区间图



资料来源：中银国际研究

损益表 — A 股 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	9,242	12,430	17,686	18,033	19,547
销售成本	(5,890)	(7,930)	(10,947)	(12,315)	(13,291)
经营费用	521	891	1,464	1,778	2,031
经营利润(息税前利润)	2,830	3,828	5,871	4,801	5,255
折旧及摊销	(1,042)	(1,564)	(2,331)	(2,695)	(3,033)
息税折旧前利润	3,872	5,392	8,202	7,496	8,288
净利息收入/(费用)	24	(275)	(959)	(1,087)	(994)
其他收益/(损失)	12	(193)	(1,083)	902	39
税前利润	2,867	3,360	3,829	4,616	4,300
所得税	(629)	(205)	(574)	(692)	(645)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	2,238	3,155	3,255	3,923	3,655
核心净利润	2,238	3,155	3,255	3,923	3,655
每股收益(人民币)	0.542	0.702	0.724	0.873	0.813
核心每股收益(人民币)	0.542	0.702	0.724	0.873	0.813
每股股息(人民币)	0.120	0.125	0.150	0.145	0.170
收入增长(%)	42	34	42	2	8
息税前利润增长(%)	104	35	53	(18)	9
息税折旧前利润增长(%)	69	39	52	(9)	11
每股收益增长(%)	92	29	3	21	(7)
核心每股收益增长(%)	92	29	3	21	(7)

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	8,778	4,578	3,854	1,360	2,850
应收帐款	1,405	2,735	3,490	3,471	3,388
库存	418	781	1,109	1,131	1,309
其他流动资产	833	2,003	1,996	1,964	1,964
流动资产总计	11,434	10,097	10,449	7,926	9,510
固定资产	10,849	41,077	48,684	57,625	57,236
无形资产	68	4,014	4,008	4,002	3,995
其他长期资产	738	4,952	4,852	4,852	4,852
长期资产总计	11,655	46,562	54,063	62,997	62,603
总资产	23,089	56,659	64,512	70,923	72,113
应付帐款	1,668	2,377	3,284	3,694	3,987
短期债务	400	7,779	20,926	22,470	20,577
其他流动负债	1,317	2,253	2,199	4,901	7,398
流动负债总计	3,385	12,408	26,409	31,065	31,962
长期借款	2,244	20,384	10,420	7,577	3,563
其他长期负债	236	4,069	4,069	4,069	4,069
股本	4,495	4,495	4,495	4,495	4,495
储备	12,730	15,303	19,119	23,717	28,023
股东权益	17,225	19,798	23,614	28,212	32,519
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	23,089	56,659	64,512	70,923	72,113
每股帐面价值(人民币)	3.83	4.40	5.25	6.28	7.23
每股有形资产(人民币)	3.82	3.51	4.36	5.39	6.35
每股净负债/(现金)/(人民币)	(1.36)	5.25	6.12	6.38	4.74

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	2,867	3,360	3,829	4,616	4,300
折旧与摊销	1,042	1,564	2,331	2,695	3,033
净利息费用	(24)	275	959	1,087	994
运营资本变动	(192)	(1,268)	(176)	407	199
税金	(629)	(205)	(574)	(692)	(645)
其他经营现金流	(9)	811	223	90	0
经营活动产生的现金流	3,055	4,537	6,592	8,203	7,880
购买固定资产净值	(3,142)	(23,278)	(8,950)	(8,500)	(2,150)
投资减少/增加	41	12	0	0	0
其他投资现金流	(293)	983	0	0	0
投资活动产生的现金流	(3,394)	(22,283)	(8,950)	(8,500)	(2,150)
净增权益	6,599	0	0	0	0
净增债务	644	15,211	3,155	(436)	(2,595)
支付股息	(240)	(539)	(562)	(674)	(652)
其他融资现金流	8	(971)	(959)	(1,087)	(994)
融资活动产生的现金流	7,011	13,701	1,634	(2,198)	(4,240)
现金变动	6,672	(4,046)	(724)	(2,494)	1,490
期初现金	2,130	8,778	4,578	3,854	1,360
公司自由现金流	(293)	(17,555)	(2,237)	(222)	5,790
权益自由现金流	308	(2,983)	(162)	(1,820)	2,142

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	41.9	43.4	46.4	41.6	42.4
息税前利润率	30.6	30.8	33.2	26.6	26.9
税前利润率	31.0	27.0	21.7	25.6	22.0
净利率	24.2	25.4	18.4	21.8	18.7
流动性(倍)					
流动比率	3.4	0.8	0.4	0.3	0.3
利息覆盖率	79.5	8.2	5.4	4.1	5.0
净权益负债率(%)	净现金	119.1	116.4	101.7	65.5
速动比率	3.3	0.8	0.4	0.2	0.3
估值(倍)					
市盈率	28.0	21.6	21.0	17.4	18.7
核心业务市盈率	28.0	21.6	21.0	17.4	18.7
目标价对应核心业务市盈率	43.5	33.6	32.5	27.0	29.0
市净率	4.0	3.4	2.9	2.4	2.1
价格/现金流	20.5	15.0	10.3	8.3	8.7
企业价值/息税折旧前利润	15.9	16.9	11.6	12.9	10.7
周转率					
存货周转天数	22.0	27.6	31.5	33.2	33.5
应收帐款周转天数	47.2	60.8	64.2	70.5	64.0
应付帐款周转天数	63.7	59.4	58.4	70.6	71.7
回报率(%)					
股息支付率	24.1	17.8	20.7	16.6	20.9
净资产收益率	17.3	17.0	15.0	15.1	12.0
资产收益率	12.2	9.0	8.2	6.0	6.2
已运用资本收益率	19.0	11.9	11.6	8.6	9.3

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	9,047	12,192	17,292	17,632	19,108
销售成本	0	0	0	0	0
经营费用	(5,177)	(6,998)	(9,540)	(9,609)	(10,317)
经营利润(息税前利润)	2,827	3,630	4,918	4,840	5,294
折旧及摊销	(1,042)	(1,564)	(2,835)	(3,183)	(3,496)
息税折旧前利润	3,869	5,194	7,752	8,022	8,790
净利息收入/(费用)	40	(448)	(959)	(1,087)	(994)
其他收益/(损失)	(1)	124	(129)	863	0
税前利润	2,867	3,307	3,830	4,616	4,301
所得税	(629)	(205)	(574)	(692)	(645)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	2,238	3,102	3,255	3,923	3,655
核心净利润	2,238	3,102	3,255	3,923	3,655
每股收益(人民币)	0.542	0.690	0.724	0.873	0.813
核心每股收益(人民币)	0.542	0.690	0.724	0.873	0.813
每股股息(人民币)	0.120	0.140	0.140	0.170	0.170
收入增长(%)	41	35	42	2	8
息税前利润增长(%)	103	28	35	(2)	9
息税折旧前利润增长(%)	69	34	49	3	10
每股收益增长(%)	92	27	5	21	(7)
核心每股收益增长(%)	92	27	5	21	(7)

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	9,386	4,618	3,854	1,360	2,850
应收帐款	1,405	2,735	3,884	3,960	4,293
库存	418	781	1,109	1,131	1,226
其他流动资产	218	1,861	2,491	2,533	2,883
流动资产总计	11,426	9,994	11,339	8,984	11,251
固定资产	11,126	41,856	48,302	53,880	52,788
无形资产	52	4,004	3,999	3,993	3,988
其他长期资产	493	4,213	4,001	4,001	4,001
长期资产总计	11,671	46,593	52,821	58,394	57,297
总资产	23,097	56,587	64,159	67,378	68,548
应付帐款	2,087	3,759	5,339	5,444	5,901
短期债务	200	7,779	20,926	22,470	20,577
其他流动负债	1,097	777	777	777	777
流动负债总计	3,384	12,315	27,042	28,690	27,254
长期借款	2,244	20,384	10,420	7,577	3,563
其他长期负债	236	4,091	4,387	5,432	9,086
股本	4,495	4,495	4,495	4,495	4,495
储备	12,730	15,303	17,928	21,222	24,114
股东权益	17,225	19,798	22,424	25,718	28,609
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	23,089	56,587	64,272	67,416	68,512
每股帐面价值(人民币)	3.83	4.40	4.99	5.72	6.36
每股有形资产(人民币)	3.82	3.51	4.10	4.83	5.48
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.41)	5.24	6.12	6.38	4.74

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	2,867	3,307	3,830	4,616	4,301
折旧与摊销	1,042	1,564	2,835	3,183	3,496
净利息费用	(40)	448	959	1,087	994
运营资本变动	(596)	(950)	(528)	(35)	(153)
税金	(324)	(419)	(574)	(692)	(645)
其他经营现金流	153	663	100	0	0
经营活动产生的现金流	3,101	4,612	6,620	8,158	7,992
购买固定资产净值	(3,128)	(23,278)	(8,950)	(8,500)	(2,150)
投资减少/增加	27	12	0	0	0
其他投资现金流	(542)	816	0	0	0
投资活动产生的现金流	(3,643)	(22,450)	(8,950)	(8,500)	(2,150)
净增权益	6,599	0	0	0	0
净增债务	824	15,411	3,155	(436)	(2,595)
支付股息	(240)	(539)	(629)	(629)	(764)
其他融资现金流	(172)	(1,040)	(959)	(1,087)	(994)
融资活动产生的现金流	7,011	13,831	1,567	(2,153)	(4,352)
现金变动	6,469	(4,007)	(763)	(2,495)	1,490
期初现金	2,332	8,778	4,618	3,854	1,360
公司自由现金流	(495)	(17,647)	(2,209)	(268)	5,903
权益自由现金流	285	(2,875)	(134)	(1,866)	2,254

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	42.8	42.6	44.8	45.5	46.0
息税前利润率	31.3	29.8	28.4	27.4	27.7
税前利润率	31.7	27.1	22.1	26.2	22.5
净利率	24.7	25.4	18.8	22.3	19.1
流动性 (倍)					
流动比率	3.4	0.8	0.4	0.3	0.4
利息覆盖率	89.6	5.7	4.6	4.2	5.0
净权益负债率 (%)	净现金	118.9	122.6	111.5	74.4
速动比率	3.3	0.7	0.4	0.3	0.4
估值 (倍)					
市盈率	17.0	13.3	12.7	10.5	11.3
核心业务市盈率	17.0	13.3	12.7	10.5	11.3
目标价对应核心业务市盈率	24.2	19.0	18.1	15.1	16.2
市净率	2.4	2.1	1.8	1.6	1.4
价格/现金流	12.3	9.0	6.3	5.1	5.2
企业价值/息税折旧前利润	8.9	12.4	8.8	8.7	7.1
周转率					
存货周转天数	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
应收帐款周转天数	48.3	62.0	69.9	81.2	78.8
应付帐款周转天数	79.0	87.5	96.0	111.6	108.3
回报率 (%)					
股息支付率	24.1	20.3	19.3	19.5	20.9
净资产收益率	17.3	16.8	15.4	16.3	13.5
资产收益率	12.2	8.5	6.9	6.3	6.6
已运用资本收益率	19.4	11.3	9.9	9.0	9.9

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；及(ii)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。他们涉及以下上市法团证券的做市活动：中海油及中国移动。中银国际集团在过去 12 个月内与神州数码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 2 月 8 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，不能成为或被视为出售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(包括收購或出售)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