

2010年8月30日

中海油服

中期业绩超预期

A
持有 (↕买入)

601808.SS - 人民币 13.58

目标价格: 人民币 14.00 (↕21.40)

H
买入

2883.HK - 港币 9.86

目标价格: 港币 14.06 (↕15.48)

刘志成, CFA

(852) 2905 2130

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(%)	(16)	14	8	(9)
相对新华富时 A50 指数(%)	8	14	10	6

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)	6,837
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	80
净负债比率 (%) (2010E)	96
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

2010 年上半年, 中海油服的中期业绩超出了市场预期, 除物探服务以外, 其他所有业务表现均较为出色。我们根据中期业绩调整了模型, 将 2010-12 年的盈利预测上调 8-21%。我们对 H 股维持买入评级; 同时, 考虑到公司将在最近发行新股, 我们将 A 股评级下调为持有。

支撑评级的要点

- 大部分分析师将上调盈利预测;
- 在油井服务方面的投资已经带来了回报;
- H 股估值低廉;
- 公司将在 A 股市场进行增发, 募集资金最多 70 亿人民币, 短期或对 A 股股价造成压力。

评级面临的主要风险

- 自升式钻井船的日费面临下滑的风险。

估值

- 我们将目标估值从先前的 15 倍 2010 年预期市盈率调整为 12.9 倍 2011 年预期市盈率, 将 H 股目标价从 15.48 港币下调至 14.06 港币;
- 我们将 A 股目标价从 21.40 人民币下调至 14.00 人民币, 也是 A 股增发的预期发行价。

图表 1. 投资摘要 (A 股)

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	12,430	18,345	19,549	21,221	23,146
变动 (%)	34	48	7	9	9
净利润 (人民币 百万)	3,102	3,135	4,918	4,281	4,770
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.690	0.697	1.094	0.952	1.061
变动 (%)	27.3	1.1	56.9	11.8	11.4
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.828	0.996	1.132
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.903	0.843	0.980
调整幅度 (%)	-	-	21.2	13.0	8.3
核心每股收益 (人民币)	0.690	0.697	0.852	0.952	1.061
变动 (%)	27.3	1.1	22.1	11.8	11.4
全面摊薄市盈率 (倍)	19.7	19.5	12.4	14.3	12.8
核心市盈率 (倍)	19.7	19.5	15.9	14.3	12.8
每股现金流量 (人民币)	1.00	1.38	1.92	1.84	1.88
价格/每股现金流量 (倍)	13.6	9.8	7.1	7.4	7.2
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	15.6	10.1	10.3	9.1	8.0
每股股息 (人民币)	0.140	0.140	0.180	0.195	0.215
股息率 (%)	1.0	1.0	1.3	1.4	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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(%)	6	0	6	41
相对恒生中国企业指数 (%)	17	5	4	43

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)	15,114
3 个月日均交易额 (港币 百万)	87
净负债比率 (%) (2010E)	100

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	12,192	17,974	19,132	20,760	22,635
变动 (%)	35	47	6	9	9
净利润 (人民币 百万)	3,102	3,135	4,918	4,289	4,776
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.690	0.697	1.094	0.954	1.063
变动 (%)	27.3	1.1	56.8	(12.8)	11.4
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.788	0.890	1.042
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.903	0.843	0.980
调整幅度 (%)	-	-	21.1	13.2	8.4
核心每股收益 (人民币)	0.690	0.697	0.852	0.954	1.063
变动 (%)	27.3	1.1	22.1	12.0	11.4
全面摊薄市盈率 (倍)	12.5	12.4	7.9	9.0	8.1
核心市盈率 (倍)	12.5	12.4	10.1	9.0	8.1
每股现金流量 (人民币)	1.03	1.58	1.70	1.89	2.03
价格/每股现金流量 (倍)	8.4	5.4	5.1	4.5	4.2
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	11.9	8.9	7.5	6.3	5.3
每股股息 (人民币)	0.140	0.140	0.180	0.195	0.215
股息率 (%)	1.6	1.6	2.1	2.3	2.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中期盈利增长一倍以上

2010 年上半年中海油服的国际会计准则和中国会计准则下盈利同比增长 111%，分别达到 21.74 亿人民币和 21.75 亿人民币。如果我们剔除上年同期因收购 Awilco 而产生的 8.2 亿人民币商誉减值费用；那么今年上半年公司的盈利实际同比增长 18%。

除物探服务外所有分部业绩出色

今年上半年，国际会计准则下钻井业务经营利润同比增长 122%至 18.27 亿人民币。如果我们剔除上年同期 8.2 亿人民币的商誉减值和就挪威诉讼案做出的 1.65 亿人民币拨备，那么今年上半年钻井业务经营利润实际仅增长 1%。

钻井业务的营收平平。得益于去年下半年交付的新船贡献，上半年自升式钻井船的经营天数同比增长 13%，但是这被期内市场费率下滑拖累公司的日费同比降低 13%所抵消。虽然上半年半潜式钻井船的平均日费同比增长 3%，但是由于设备维修，期内四艘半潜式钻井船的经营天数减少了 12%。

上半年，油井服务按照国际会计准则计算的经营利润同比增长 33%至 5.14 亿人民币。营收同比增长 32%，主要是因为随钻测井系统(LWD)和氮气泡沫水控制等高端服务和产品已初见盈利。测井服务也成功的打开了非洲市场。

上半年在国际会计准则下，船舶支持和运输服务业务的经营利润同比增长 21%至 3.54 亿人民币。营收同比增长 35%，主要得益于船队经营天数同比增长 1.5%、原油运输量同比增长 69%和化工产品运输量同比增长 1.2 倍。

上半年在国际会计准则下，物探服务经营利润同比下滑 34%至 1.71 亿人民币。该业务遭受了今年初天气恶劣和需求疲软的双重打击。上半年该业务营收同比增长 9%，在一定程度上是由新推出的海底电缆采集服务所拉动。

图表 2.业绩摘要(H 股)

(人民币, 百万)	09 年 上半年	10 年 上半年	同比变 动%
收入	7,814	8,728	12
其他收入	27	4	(87)
折旧	(1,357)	(1,577)	16
员工费用	(1,130)	(1,383)	22
修理和维护	(150)	(144)	(4)
供应、材料和服务	(1,350)	(1,533)	14
分包合同费用	(313)	(464)	48
经营性租赁	(228)	(247)	8
一般、销售和管理费用	(227)	(50)	(78)
其他经营开支	(443)	(549)	24
减值亏损	(820)	0	NA
经营利润	1,823	2,785	53
汇兑亏损	(57)	41	NA
财务成本	(536)	(335)	(38)
利息收入	28	26	(8)
合资控股公司利润	(62)	80	NA
税前利润	1,196	2,598	117
税金	(167)	(423)	153
净利润	1,028	2,174	111

资料来源：公司数据

图表 3.经营利润分析(H 股)

(人民币, 百万)	09 年 上半年	10 年 上半年	同比变动 %
钻井服务	4,603	4,616	0
油井服务	1,653	2,181	32
船舶服务	881	1,193	35
物探服务	676	738	9
总计	7,814	8,728	12

资料来源：公司数据

图表 4.税前利润分析(H 股)

(人民币, 百万)	09 年 上半年	10 年 上半年	同比变动 %
钻井服务	823	1,827	122
油井服务	387	514	33
船舶服务	293	354	21
物探服务	259	171	(34)
汇兑亏损, 净值	(57)	41	NA
财务成本	(536)	(335)	NA
利息收入	28	26	(8)
总计	1,196	2,598	117

资料来源：公司数据

预计下半年主营利润或将下滑

通常公司会在下半年结算更多的成本，尤其是维修成本，因此我们预计今年下半年主营业务盈利将较上半年为低。考虑到人民币可能升值，预计 40 亿美元的债务将为公司带来 10 亿人民币的汇兑收益，因此下半年利润有望提升。

公司下半年将有两艘 200 英尺自升式钻井船和两艘多功能支援平台等新设备投入使用，我们预计下半年营收将有所提高。

调整盈利预测和目标价

我们根据中期业绩调整了模型，将 2010-12 年的盈利预测上调 8-21%。我们假设未来油井服务和钻井业务的利润将有所提高。

目前，中海油服的 H 股股价仅为 10.1 倍 2010 年预期主营业务盈利，我们对 H 股维持 **买入** 评级。考虑到同业在 2011 年都有望加速增长，我们将中海油服的目标价估值乘数从 2010 年预期市盈率调整为 2011 年同业平均市盈率。我们将 H 股目标价从 15.48 港币下调至 14.06 港币，对应 12.9 倍 2011 年预期盈利。

目前，公司在 A 股市场增发最多 5 亿股新股，募集不超过 70 亿人民币资金的计划已经获得了股东的通过。这可能会导致 A 股的自由流通股数量翻倍，因而可能会影响未来 A 股的走势。考虑到这一点，我们将 A 股评级从 **买入** 下调为 **持有**，将目标价从 21.40 人民币下调到 14.00 人民币，也是新股的预期发行价。

图表 5.业绩摘要(A 股)

(人民币, 百万)	09 年 上半年	10 年 上半年	同比变 动%
营收	7,998	8,994	12
销售成本	(4,824)	(5,532)	15
营业税及其附加	(184)	(265)	44
毛利润	2,990	3,196	7
销售费用	(3)	(3)	12
管理费用	(195)	(196)	1
财务费用	(592)	(268)	(55)
减值亏损	(828)	(153)	(81)
公允价值变动	27	0	NA
联营公司和合资控股公司	(62)	80	NA
经营利润	1,337	2,656	99
非经营收入	27	4	(87)
非经营费用	(168)	(61)	(64)
税前利润	1,196	2,598	117
税金	(167)	(423)	153
净利润	1,028	2,175	111

资料来源：公司数据

图表 6.营收分析(A 股)

(人民币, 百万)	09 年 上半年	10 年 上半年	同比变动 %
钻井服务	4,693	4,741	1
油井服务	1,696	2,253	33
船舶服务	912	1,236	36
物探服务	698	764	10
总计	7,998	8,994	12

资料来源：公司数据

图表 7.经营利润分析(A 股)

(人民币, 百万)	09 年 上半年	10 年 上半年	同比变动 %
钻井服务	980	1,915	95
油井服务	387	523	35
船舶服务	290	394	36
物探服务	253	165	(35)
未分配	(573)	(341)	(41)
总计	1,337	2,656	99

资料来源：公司数据

图表 8.经营数据

	09 年上半年	10 年上半年	同比变动%
钻井			
作业天数			
自升式钻井船	3,471	3,935	13
半潜式钻井船	540	477	(12)
可利用天数(%)			
自升式钻井船	95.8	95.4	(0)
半潜式钻井船	99.4	87.8	(12)
日费(千美元/天)			
自升式钻井船	126	110	(13)
半潜式钻井船	188	193	3
船舶支持和运输			
经营天数	13,194	13,395	2
物探服务			
二维数据采集			
数据采集(公里)	21,597	17,874	(17)
数据处理(公里)	4,743	856	(82)
三维			
数据采集(平方公里)	5,060	5,568	10
数据处理(平方公里)	2,599	2,301	(11)
海底光缆采集(平方公里)	0	185	na

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	12,430	18,345	19,549	21,221	23,146
销售成本	(7,930)	(11,689)	(12,878)	(14,221)	(15,630)
经营费用	891	1,963	1,768	2,066	2,202
经营利润(息税前利润)	3,828	5,754	5,729	5,971	6,388
折旧及摊销	(1,564)	(2,865)	(2,710)	(3,096)	3,330
息税折旧前利润	5,392	8,619	8,439	9,067	9,718
净利息收入/(费用)	(275)	(775)	(827)	(741)	(573)
其他收益/(损失)	(246)	(1,219)	995	(95)	(95)
税前利润	3,307	3,760	5,897	5,135	5,721
所得税	(205)	(624)	(979)	(854)	(951)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	3,102	3,135	4,918	4,281	4,770
核心净利润	3,102	3,135	3,828	4,281	4,770
每股收益(人民币)	0.690	0.697	1.094	0.952	1.061
核心每股收益(人民币)	0.690	0.697	0.852	0.952	1.061
每股股息(人民币)	0.140	0.140	0.180	0.195	0.215
收入增长(%)	34	48	7	9	9
息税前利润增长(%)	35	50	0	4	7
息税折旧前利润增长(%)	39	60	(2)	7	7
每股收益增长(%)	27	1	57	(13)	11
核心每股收益增长(%)	27	1	22	12	11

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	4,578	4,223	3,120	5,095	6,706
应收帐款	2,735	3,746	3,763	3,678	4,011
库存	781	821	874	998	1,097
其他流动资产	2,003	1,411	1,372	1,372	1,372
流动资产总计	10,097	10,200	9,130	11,142	13,186
固定资产	39,566	44,240	56,696	56,436	51,119
无形资产	5,138	5,062	5,056	5,050	5,043
其他长期资产	1,471	1,432	1,592	1,752	1,912
长期资产总计	46,176	50,733	63,344	63,238	58,075
总资产	56,273	60,933	72,474	74,380	71,261
应付帐款	2,377	3,175	3,498	3,863	4,246
短期债务	7,779	283	2,610	3,252	2,696
其他流动负债	2,253	1,740	8,254	7,630	1,958
流动负债总计	12,408	5,198	14,362	14,745	8,900
长期借款	20,384	30,821	27,273	24,020	21,324
其他长期负债	3,683	2,609	2,986	2,672	2,447
股本	4,495	4,495	4,495	4,495	4,495
储备	15,303	17,810	23,358	28,448	34,095
股东权益	19,798	22,306	27,853	32,943	38,590
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	56,273	60,933	72,474	74,380	71,261
每股帐面价值(人民币)	4.40	4.96	6.20	7.33	8.58
每股有形资产(人民币)	3.26	3.84	5.07	6.20	7.46
每股净负债/(现金)/(人民币)	5.25	5.98	5.95	4.93	3.85

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	3,307	3,760	5,897	5,135	5,721
折旧与摊销	1,564	2,865	2,710	3,096	3,330
净利息费用	275	775	827	741	573
运营资本变动	(1,268)	(1,414)	251	326	(50)
税金	(205)	(624)	(979)	(854)	(951)
其他经营现金流	811	859	(70)	(160)	(160)
经营活动产生的现金流	4,484	6,221	8,637	8,285	8,463
购买固定资产净值	(23,278)	(7,399)	(6,920)	(2,150)	(2,150)
投资减少/增加	12	12	0	0	0
其他投资现金流	2,925	723	0	0	0
投资活动产生的现金流	(20,341)	(6,664)	(6,920)	(2,150)	(2,150)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	15,211	3,051	(244)	(2,610)	(3,252)
支付股息	(539)	(629)	(629)	(809)	(877)
其他融资现金流	(879)	(2,010)	(827)	(741)	(573)
融资活动产生的现金流	13,792	411	(1,701)	(4,160)	(4,702)
现金变动	(2,065)	(32)	16	1,974	1,611
期初现金	6,797	4,295	3,104	3,120	5,095
公司自由现金流	(15,666)	(383)	1,768	6,194	6,402
权益自由现金流	(1,094)	1,881	645	2,783	2,488

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	43.4	47.0	43.2	42.7	42.0
息税前利润率	30.8	31.4	29.3	28.1	27.6
税前利润率	26.6	20.5	30.2	24.2	24.7
净利率	25.0	17.1	25.2	20.2	20.6
流动性(倍)					
流动比率	0.8	2.0	0.6	0.8	1.5
利息覆盖率	8.2	6.9	6.5	7.5	9.6
净权益负债率(%)	119.1	120.5	96.1	67.3	44.9
速动比率	0.8	1.8	0.6	0.7	1.4
估值(倍)					
市盈率	19.7	19.5	12.4	14.3	12.8
核心业务市盈率	19.7	19.5	15.9	14.3	12.8
目标价对应核心业务市盈率	20.3	20.1	16.4	14.7	13.2
市净率	3.1	2.7	2.2	1.9	1.6
价格/现金流	13.6	9.8	7.1	7.4	7.2
企业价值/息税折旧前利润	15.6	10.1	10.3	9.1	8.0
周转率					
存货周转天数	27.6	25.0	24.0	24.0	24.5
应收帐款周转天数	60.8	64.5	70.1	64.0	60.6
应付帐款周转天数	59.4	55.2	62.3	63.3	63.9
回报率(%)					
股息支付率	20.3	20.1	16.5	20.5	20.3
净资产收益率	16.8	14.9	19.6	14.1	13.3
资产收益率	9.0	8.2	7.2	6.8	7.3
已运用资本收益率	11.9	11.5	10.4	10.2	10.5

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	12,192	17,974	19,132	20,760	22,635
销售成本	0	0	0	0	0
经营费用	(6,998)	(10,640)	(10,456)	(11,290)	(12,441)
经营利润(息税前利润)	3,630	4,468	5,474	5,724	6,139
折旧及摊销	(1,564)	(2,865)	(3,202)	(3,746)	4,055
息税折旧前利润	5,194	7,333	8,676	9,470	10,195
净利息收入/(费用)	(448)	(726)	(827)	(741)	(573)
其他收益/(损失)	124	18	1,250	160	160
税前利润	3,307	3,760	5,897	5,143	5,727
所得税	(205)	(624)	(979)	(854)	(951)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	3,102	3,135	4,918	4,289	4,776
核心净利润	3,102	3,135	3,828	4,289	4,776
每股收益(人民币)	0.690	0.697	1.094	0.954	1.063
核心每股收益(人民币)	0.690	0.697	0.852	0.954	1.063
每股股息(人民币)	0.140	0.140	0.180	0.195	0.215
收入增长(%)	35	47	6	9	9
息税前利润增长(%)	28	23	23	5	7
息税折旧前利润增长(%)	34	41	18	9	8
每股收益增长(%)	27	1	57	(13)	11
核心每股收益增长(%)	27	1	22	12	11

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	4,618	4,262	3,266	5,472	7,750
应收帐款	2,735	3,746	3,991	4,332	4,725
库存	781	821	874	949	1,035
其他流动资产	1,861	1,206	1,235	1,470	1,551
流动资产总计	9,994	10,034	9,366	12,224	15,060
固定资产	40,345	45,087	49,653	48,258	46,628
无形资产	5,129	5,057	5,051	5,046	5,041
其他长期资产	733	599	759	919	1,079
长期资产总计	46,207	50,743	55,464	54,223	52,748
总资产	56,201	60,777	64,830	66,447	67,808
应付帐款	3,431	4,224	4,501	4,885	5,328
短期债务	7,779	283	2,610	3,252	2,696
其他流动负债	1,105	564	564	564	564
流动负债总计	12,315	5,071	7,675	8,702	8,589
长期借款	20,384	30,821	27,273	24,020	21,324
其他长期负债	3,705	2,579	3,288	3,651	3,921
股本	4,495	4,495	4,495	4,495	4,495
储备	15,303	17,811	22,099	25,579	29,479
股东权益	19,798	22,306	26,594	30,074	33,974
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	56,201	60,777	64,830	66,448	67,808
每股帐面价值(人民币)	4.40	4.96	5.92	6.69	7.56
每股有形资产(人民币)	3.26	3.84	4.79	5.57	6.44
每股净负债/(现金)(人民币)	5.24	5.97	5.92	4.85	3.62

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	3,307	3,760	5,897	5,143	5,727
折旧与摊销	1,564	2,865	3,202	3,746	4,055
净利息费用	448	726	827	741	573
运营资本变动	(950)	493	(72)	(100)	(115)
税金	(419)	(624)	(979)	(854)	(951)
其他经营现金流	663	(110)	(1,250)	(160)	(160)
经营活动产生的现金流	4,612	7,110	7,625	8,516	9,129
购买固定资产净值	(23,278)	(8,413)	(6,920)	(2,150)	(2,150)
投资减少/增加	12	13	0	0	0
其他投资现金流	816	498	0	0	0
投资活动产生的现金流	(22,450)	(7,903)	(6,920)	(2,150)	(2,150)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	15,411	3,051	(244)	(2,610)	(3,252)
支付股息	(539)	(629)	(629)	(809)	(877)
其他融资现金流	(1,040)	(1,944)	(827)	(741)	(573)
融资活动产生的现金流	13,831	477	(1,701)	(4,160)	(4,701)
现金变动	(4,007)	(316)	(996)	2,206	2,277
期初现金	8,778	4,618	4,262	3,266	5,472
公司自由现金流	(17,647)	(733)	756	6,426	7,069
权益自由现金流	(2,875)	1,531	(366)	3,015	3,154

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	42.6	40.8	45.3	45.6	45.0
息税前利润率	29.8	24.9	28.6	27.6	27.1
税前利润率	27.1	20.9	30.8	24.8	25.3
净利率	25.4	17.4	25.7	20.7	21.1
流动性 (倍)					
流动比率	0.8	2.0	1.2	1.4	1.8
利息覆盖率	5.7	5.7	6.2	7.1	9.3
净权益负债率 (%)	118.9	120.3	100.1	72.5	47.9
速动比率	0.7	1.8	1.1	1.3	1.6
估值 (倍)					
市盈率	12.5	12.4	7.9	9.0	8.1
核心业务市盈率	12.5	12.4	10.1	9.0	8.1
目标价对应核心业务市盈率	17.8	17.6	14.4	12.9	11.6
市净率	2.0	1.7	1.5	1.3	1.1
价格/现金流	8.4	5.4	5.1	4.5	4.2
企业价值/息税折旧前利润	11.9	8.9	7.5	6.3	5.3
周转率					
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	16.0
应收帐款周转天数	62.0	65.8	73.8	73.2	73.0
应付帐款周转天数	82.6	77.7	83.2	82.5	82.4
回报率 (%)					
股息支付率	20.3	20.1	16.5	20.4	20.2
净资产收益率	16.8	14.9	20.1	15.1	14.9
资产收益率	8.6	6.4	7.3	7.3	7.6
已运用资本收益率	11.3	8.9	10.1	10.2	10.8

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；(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 2009 年 9 月 3 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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，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资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。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 2009 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