

2011年5月3日

锦江股份

1 季报符合预期

锦江股份 2011 年 1 季度实现营业收入 4.46 亿元，同比下降 13.1%，净利润 7,618 万元，同比增长 17.9%，合每股收益 0.11 元。扣除置出资产影响，收入和净利润增幅转为 20.7% 和 15.4%，基本符合预期。我们持续看好经济型酒店行业较高景气度和公司稳健积极作风，维持 A 股和 B 股买入评级。

支撑评级的要点

- 经济型酒店开店加快：2011 年 1 季度末，公司签约门店数和开店数比上年末增加 41 和 40 家至 637 家和 457 家，签约客房规模和开业客房规模分别达 77,369 和 58,291 间，开店显著加快。由于新开门店增加和首次加盟费预付款转收条件成熟，首次加盟费大幅增长 91.2%，经济型酒店板块收入增长 23.0% 至 4.0 亿元。
- 客房运营量价齐升：受益于部分地区客房价格调整，2011 年 1 季度，公司所有开业酒店的平均房价为 172.75 元，比上年同期增加 1.31 元，平均出租率为 79.56%，比上年同期提升 0.02 个百分点，从而 RevPAR 增加 4.25 元至 137.44 元，略超我们预期。
- 高标精品酒店进入装修期：公司目前共有包括达华宾馆在内的 2 家门店进入高标酒店装修改造期，预计在今年年底、明年年初陆续开业，定位于高标精品酒店，地理位置佳。
- 餐饮业务收入规模持续增长：2011 年 1 季度，公司餐饮板块各品牌均实现收入增长，其中沪苏锡杭肯德基和新亚大家乐盈利情况较好，上海肯德基餐厅净增 4 家至 273 家。

评级面临的主要风险

- 世博退潮的短期业绩压力。

估值

- 不考虑收购，我们维持公司 2011-13 年每股收益 0.70 元、0.84 元和 1.00 元预测，其中经营性业务为 0.49 元、0.63 元和 0.80 元。

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)	1,898	2,125	1,905	2,359	2,853
变动(%)	139	12	(10)	24	21
净利润(人民币 百万)	327	381	420	508	602
全面摊薄每股收益(人民币)	0.543	0.631	0.696	0.842	0.998
变动(%)	19.8	16.3	10.3	21.0	18.5
市场预测每股收益(人民币)	-	-	0.654	0.788	-
核心每股收益(人民币)	0.541	0.628	0.696	0.842	0.998
变动(%)	20.7	16.0	10.8	21.0	18.5
全面摊薄市盈率(倍)	36.7	31.6	28.7	23.7	20.0
核心市盈率(倍)	36.9	31.8	28.7	23.7	20.0
每股经营现金流量(人民币)	0.74	1.06	0.47	0.61	0.75
价格/每股经营现金流量(倍)	27.1	18.8	42.8	32.5	26.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.6	26.0	26.0	20.8	17.3
每股股息(人民币)	0.360	0.380	0.536	0.649	0.769
股息率(%)	1.8	1.9	2.7	3.3	3.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

A

买入

600754.SS - 人民币 19.94

目标价格：人民币 26.30

B

买入

900934.SS - 美元 1.67

目标价格：美元 2.00

冯雪

(8621) 6860 4866 分机 8590

tracy.feng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300210010330

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(%)	(14)	0	0	(17)
相对新华富时	(20)	(1)	(6)	(15)
A50 指数 (%)				

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据 (A 股)

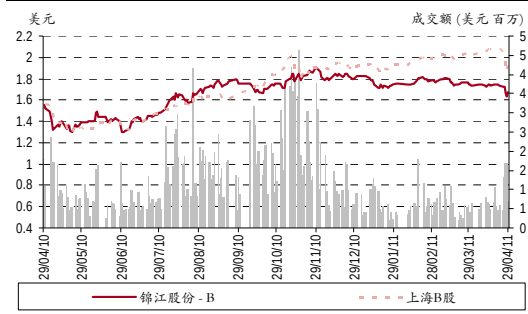
发行股数(百万)	603
流通股(%)	74
流通股市值(人民币 百万)	8,898
3 个月日均交易额(人民币 百万)	49
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
上海锦江国际酒店(集团)股份	50

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

股价相对指数表现 (B 股)



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现 (B 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(8)	(4)	(4)	8
相对上海 B 股(%)	(8)	1	(4)	(16)

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据 (B 股)

发行股数(百万)	603
流通股(%)	26
流通股市值(美元 百万)	262
3 个月日均交易额(美元 百万)	3
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
上海锦江国际酒店(集团)股份	50

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

投资摘要 (B 股)

年结日：12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	1,898	2,125	1,905	2,359	2,853
变动(%)	139	12	(10)	24	21
净利润(人民币 百万)	327	381	420	508	602
全面摊薄每股收益(人民币)	0.543	0.631	0.696	0.842	0.998
变动(%)	19.8	16.3	10.3	21.0	18.5
市场预测每股收益(人民币)	-	-	0.600	0.650	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.696	0.842	0.998
调整幅度(%)	-	-	0.0	0.0	0.0
核心每股收益(人民币)	0.541	0.628	0.696	0.842	0.998
变动(%)	20.7	16.0	10.8	21.0	18.5
全面摊薄市盈率(倍)	20.0	17.2	15.6	12.9	10.9
核心市盈率(倍)	20.1	17.3	15.6	12.9	10.9
每股经营现金流量(人民币)	0.74	1.06	0.47	0.61	0.75
价格/每股经营现金流量(倍)	14.7	10.2	23.3	17.7	14.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.5	13.6	13.6	10.8	9.0
每股股息(人民币)	0.360	0.380	0.536	0.649	0.769
股息率(%)	3.3	3.5	4.9	6.0	7.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

可比口径下，1 季度净利润同比增长 15.4%

按照准则口径(2010 年 1 季度合并范围包括锦江之星等置入资产、留存资产和置出资产，2011 年 1 季度包括置入资产和留存资产)，新锦江股份 2011 年 1 季度实现营业收入 4.46 亿元，同比下降 13.1%，实现归属于上市公司股东的净利润 7,618 万元，同比增长 17.9%，合每股收益 0.11 元，扣除非经常性损益后为 7,001 万元，同比增长 43.8%。置出资产 2010 季度实现营业收入 1.44 万元，亏损 139 万元，则扣除置出资产影响，新锦江股份 2011 年 1 季度收入和净利润增幅分别为 20.7%和 15.4%，其中上海地区经济型酒店业务及餐饮业务(新亚大家乐、锦江同乐、新亚食品等)的收入同比增长 12.1%，外地经济型酒店业务同比增长 25.3%。业绩基本符合预期。

经济型酒店展店加快，量价齐升

2011 年 1 季度，公司经济型酒店业务实现营业收入 4.0 亿元，同比增长 23.0%，其中，首次加盟费 1,468 万元，持续加盟费 1,774 万元，分别同比增长 91.2%和 12.1%。锦江之星旅馆公司、旅馆投资公司(含持股 70%的金广快捷的亏损 56 万元)、闵行饭店等分别实现 2,427 万元、183 万元和 81 万元净利润，达华宾馆于 3 月进入品牌转型的装修改造期，1 季度亏损 122 万元。

截至 2011 年末，公司已签约 637 家经济型酒店，开业 457 家，分别比年初增加 41 和 40 家门店。签约客房规模和开业客房规模分别达 77,369 和 58,291 间。2010 年内，公司经济型酒店业务共新增 157 家签约门店和 84 家开业门店，公司 1 季度实际签约/开店的速度分别占 2010 年新增数的 26%和 48%，开店数显著加快。并由于首次加盟费预付款转收条件的成熟，首次加盟费大幅增长。目前公司经济型酒店业务覆盖 133 个地级市，百时快捷覆盖 37 个地级市，比 2010 年底新增 6 个和 4 个城市。

公司加盟店占比仍然在提高：2011 年 1 季度，公司新签约 3 家直营店和 38 家加盟店分别至 201 和 436 家，加盟店占比 68.4%，比上年末提高 1.7 个百分点；新开业 10 家直营店和 30 家加盟店分别至 154 和 303 家，加盟店占比 66.3%，比上年末提高 0.8 个百分点。

锦江之星和百时快捷发展较快：637 家签约经济型酒店中，锦江之星、百时快捷、金广快捷、白玉兰各约 556、60、13、8 家，前 3 者比上年末新增 34、7 和 1 家，白玉兰减少 1 家。457 家开业门店中，锦江之星、百时快捷、金广快捷、白玉兰各约 556、60、13、8 家，前 3 者比上年末新增 31、10 和 0 家，白玉兰减少 1 家。锦江之星和百时快捷发展较快。预计未来随金广快捷调整到位，也将加快发展。

房价和出租率双双提升：受益于部分地区客房价格调整，2011 年 1 季度，公司所有开业酒店的平均房价为 172.75 元，比上年同期增加 1.31 元，平均出租率为 79.56%，比上年同期提升 0.02 个百分点，从而 RevPAR 增加 4.25 元至 137.44 元，略超出我们的预期。我们判断，经济型酒店行业仍处于高景气度阶段，且房价提升还间接受益于物价上涨因素。

1 季度内，锦江之星会员数新增 13.2 万至 174.3 万人，占 2010 年内新增数的 37%，营销能力显著增强。

按照重组承诺，公司将在 2011 年 5 月 12 日之前将具有产权瑕疵的租赁物业占比降低至评估基准日时的 20% 以内(即 17 家)。截至目前，30 家产权瑕疵门店中，有 14 家已经取得合法的租赁备案证明文件或相关国土资源管理部门的确认函，则物业产权瑕疵导致的重选址风险极小。

公司预计 2011 年上半年经济型板块收入将达 8.2-9.1 亿元，则比上年同期增长 11-24%，基本符合预期。世博高基数效应将在 5-11 月集中体现。

餐饮板块持续增长

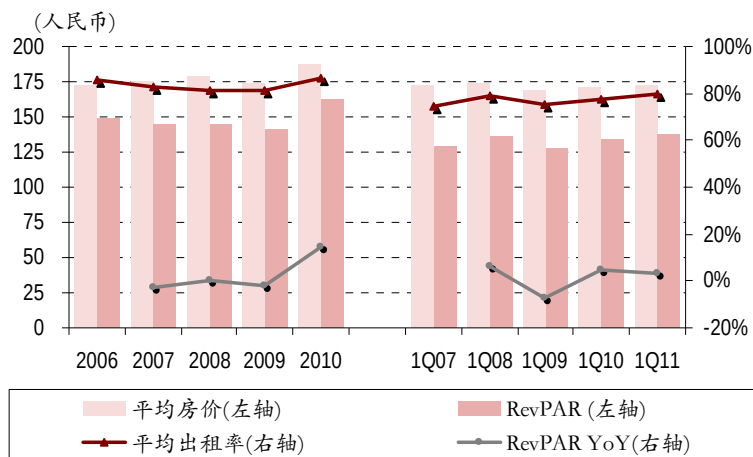
2011 年 1 季度，公司餐饮板块各品牌均实现收入增长，其中沪苏锡杭肯德基和新亚大家乐盈利情况较好。预计 2-3 季度在沪餐饮品牌同店同比增速或受到世博退潮的影响。

截至 2011 年 1 季度末，上海肯德基净增 4 家餐厅至 273 家，1 季度实现 6.8 亿元营业收入，同比增长 15.7%，比上年同期增速提高 3.2 个百分点，实现净利润 4325 万元，收入和利润占 2010 年全年的 25%和 22%，呈现较好增长态势。而苏锡杭 3 家肯德基 2011 年 1 季度收入和净利润分别占 2010 年全年的 30-50%，显示出无世博影响的快速增长，将有利于下一年分红收益。其余品牌在 1 季度内未有新增门店。新亚大家乐 1 季度实现 66 万元净利润，盈利水平快速提升，推测多品牌、多种经营模式的探索初显成效。

图表 2. 公司业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年 1 季度	2011 年 1 季度	同比变动 (%)	备注
营业收入	514	446	(13.1)	扣除置出资产影响，则增长 20.7%
营业成本	(104)	(59)	(42.7)	
毛利润	410	387	(5.6)	
营业税金及附加	(26)	(25)	(3.5)	
销售费用	(260)	(248)	(4.6)	
管理费用	(100)	(94)	(5.8)	
财务费用	(7)	(3)	(57.9)	锦江之星旅馆公司偿还借款，利息支出减少
资产减值损失	(0)	0	(100.0)	上年同期有餐饮投资的减值损失
投资收益	52	59	13.7	
营业利润	70	77	9.3	
营业外收支净额	6	8	39.1	锦江之星补助增加
利润总额	76	85	11.7	
所得税费用	(10)	(9)	(10.3)	
少数股东损益	(2)	(0)	(94.7)	
净利润	65	76	17.9	
非经常性损益	(16)	(6)	(61.3)	
扣非后净利润	49	70	43.8	
(%)				
毛利率	79.8	86.7		置出的高星级酒店物品供应业务毛利率较低，不及仅计算餐饮成本的经济型酒店业务
营业利润率	13.6	17.2		
有效所得税率	12.5	10.1		
净利率	12.6	17.1		
扣非后净利率	9.5	15.7		

资料来源：公司公告

图表 3. 经济型酒店业务的客房经营情况


资料来源：公司数据

图表 4. 公司餐饮业务概况

	有效持股比例 (%)	餐厅数		营业收入(人民币, 百万)		净利润(人民币, 百万)		占 2010 年的比重	
		2011 年 1 季度末	比年初增减	2011 年 1 季度	同比变动(%)	2011 年 1 季度	净利率(%)	收入(%)	净利润(%)
上海肯德基	42	273	4	657.1	15.7	43.3	6.6	24.6	22.3
新亚大包	75	57	0	41.9	5.0	0.7	1.6	23.7	95.7
上海吉野家	42.815	18	0	18.7	5.6	(0.1)	(0.5)	18.6	(1.6)
锦庐	51	2	0	5.8	0.9	0.7	11.3	24.5	(37.5)
新亚富丽华	41			21.05		0.02	0.1	24.6	0.8
新亚食品	100			0.2		(1.3)	(609.5)	0.7	(65.3)
杭州肯德基	8			956		130	13.6	31.4	38.4
苏州肯德基	8			264		33	12.5	33.1	48.8
无锡肯德基	8			380		45	11.9	32.0	42.7

注：新亚食品厂通常下半年体现业绩

资料来源：公司公告

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	1,898	2,125	1,905	2,359	2,853
销售成本	(433)	(440)	(338)	(411)	(489)
经营费用	(1,014)	(1,241)	(1,125)	(1,395)	(1,706)
息税折旧前利润	451	443	442	552	658
折旧及摊销	(305)	(146)	(141)	(143)	(128)
经营利润(息税前利润)	146	297	301	409	530
净利息收入/(费用)	(29)	(23)	(14)	(14)	(14)
其他收益/(损失)	292	197	268	295	311
税前利润	410	471	555	689	828
所得税	(72)	(71)	(122)	(165)	(207)
少数股东权益	(11)	(18)	(13)	(16)	(19)
净利润	327	381	420	508	602
核心净利润	326	379	420	508	602
每股收益(人民币)	0.543	0.631	0.696	0.842	0.998
核心每股收益(人民币)	0.541	0.628	0.696	0.842	0.998
每股股息(人民币)	0.360	0.380	0.536	0.649	0.769
收入增长(%)	139	12	(10)	24	21
息税前利润增长(%)	37	103	1	36	30
息税折旧前利润增长(%)	198	(2)	0	25	19
每股收益增长(%)	20	16	10	21	18
核心每股收益增长(%)	21	16	11	21	18

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	1,312	698	736	765	850
应收帐款	40	31	31	39	47
库存	23	22	24	26	31
其他流动资产	110	81	84	89	96
流动资产总计	1,484	832	875	919	1,024
固定资产	707	1,425	1,494	1,543	1,541
无形资产	346	300	240	237	233
其他长期资产	4,982	2,979	2,857	2,705	2,592
长期资产总计	6,035	4,704	4,591	4,484	4,367
总资产	7,519	5,536	5,466	5,403	5,391
应付帐款	314	373	378	443	465
短期债务	470	42	41	45	50
其他流动负债	343	419	423	470	520
流动负债总计	1,128	834	842	958	1,035
长期借款	244	44	44	44	44
其他长期负债	555	302	269	217	175
股本	603	603	603	603	603
储备	4,865	3,670	3,611	3,469	3,403
股东权益	5,468	4,274	4,214	4,072	4,006
少数股东权益	124	84	96	112	131
总负债及权益	7,519	5,536	5,466	5,403	5,391
每股帐面价值(人民币)	9.06	7.08	6.99	6.75	6.64
每股有形资产(人民币)	8.49	6.59	6.59	6.36	6.25
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.99)	(1.02)	(1.08)	(1.12)	(1.25)

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	410	471	555	689	828
折旧与摊销	305	146	141	143	128
净利息费用	29	23	14	14	14
运营资本变动	72	131	(30)	135	13
税金	(72)	(71)	(122)	(165)	(207)
其他经营现金流	(300)	(59)	(276)	(446)	(324)
经营活动产生的现金流	445	641	281	370	452
购买固定资产净值	(471)	(283)	(28)	(37)	(11)
投资减少/增加	177	183	375	404	400
其他投资现金流	41	(212)	0	50	0
投资活动产生的现金流	(253)	(312)	347	418	390
净增权益	0	0	0	0	1
净增债务	707	(629)	(1)	4	5
支付股息	(211)	(217)	(229)	(323)	(391)
其他融资现金流	(735)	(96)	(361)	(439)	(370)
融资活动产生的现金流	(239)	(942)	(591)	(759)	(755)
现金变动	(48)	(613)	37	29	86
期初现金	1,360	1,312	698	736	765
公司自由现金流	191	328	628	788	841
权益自由现金流	826	(363)	618	782	836

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
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	23.8	20.8	23.2	23.4	23.1
息税前利润率	7.7	14.0	15.8	17.3	18.6
税前利润率	21.6	22.1	29.1	29.2	29.0
净利率	17.2	17.9	22.0	21.5	21.1
流动性(倍)					
流动比率	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0
利息覆盖率	2.8	7.9	12.4	16.6	21.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.3	1.0	1.0	0.9	1.0
估值(倍)					
市盈率	36.7	31.6	28.7	23.7	20.0
核心业务市盈率	36.9	31.8	28.7	23.7	20.0
目标价对应核心业务市	48.6	41.9	37.8	31.2	26.3
盈率					
市净率	2.2	2.8	2.9	3.0	3.0
价格/现金流	27.1	18.8	42.8	32.5	26.6
企业价值/息税折旧前	25.6	26.0	26.0	20.8	17.3
利润(					
周转率					
存货周转天数	14.8	18.5	24.7	22.2	21.2
应收帐款周转天数	7.0	6.1	6.0	5.4	5.4
应付帐款周转天数	35.5	59.0	71.9	63.5	58.1
回报率(%)					
股息支付率	66.3	60.2	77.0	77.0	77.0
净资产收益率	8.0	7.8	9.9	12.3	14.9
资产收益率	2.2	3.9	4.3	5.7	7.4
已运用资本收益率	3.7	5.8	7.0	9.7	12.7

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

损益表—B股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	1,898	2,125	1,905	2,359	2,853
销售成本	(433)	(440)	(338)	(411)	(489)
经营费用	(1,014)	(1,241)	(1,125)	(1,395)	(1,706)
息税折旧前利润	451	443	442	552	658
折旧及摊销	(305)	(146)	(141)	(143)	(128)
经营利润(息税前利润)	146	297	301	409	530
净利息收入/(费用)	(29)	(23)	(14)	(14)	(14)
其他收益/(损失)	292	197	268	295	311
税前利润	410	471	555	689	828
所得税	(72)	(71)	(122)	(165)	(207)
少数股东权益	(11)	(18)	(13)	(16)	(19)
净利润	327	381	420	508	602
核心净利润	326	379	420	508	602
每股收益(人民币)	0.543	0.631	0.696	0.842	0.998
核心每股收益(人民币)	0.541	0.628	0.696	0.842	0.998
每股股息(人民币)	0.360	0.380	0.536	0.649	0.769
收入增长(%)	139	12	(10)	24	21
息税前利润增长(%)	37	103	1	36	30
息税折旧前利润增长(%)	198	(2)	0	25	19
每股收益增长(%)	20	16	10	21	18
核心每股收益增长(%)	21	16	11	21	18

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

资产负债表—B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	1,312	698	736	765	850
应收帐款	40	31	31	39	47
库存	23	22	24	26	31
其他流动资产	110	81	84	89	96
流动资产总计	1,484	832	875	919	1,024
固定资产	707	1,425	1,494	1,543	1,541
无形资产	346	300	240	237	233
其他长期资产	4,982	2,979	2,857	2,705	2,592
长期资产总计	6,035	4,704	4,591	4,484	4,367
总资产	7,519	5,536	5,466	5,403	5,391
应付帐款	314	373	378	443	465
短期债务	470	42	41	45	50
其他流动负债	343	419	423	470	520
流动负债总计	1,128	834	842	958	1,035
长期借款	244	44	44	44	44
其他长期负债	555	302	269	217	175
股本	603	603	603	603	603
储备	4,865	3,670	3,611	3,469	3,403
股东权益	5,468	4,274	4,214	4,072	4,006
少数股东权益	124	84	96	112	131
总负债及权益	7,519	5,536	5,466	5,403	5,391
每股帐面价值(人民币)	9.06	7.08	6.99	6.75	6.64
每股有形资产(人民币)	8.49	6.59	6.59	6.36	6.25
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.99)	(1.02)	(1.08)	(1.12)	(1.25)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

现金流量表—B股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	410	471	555	689	828
折旧与摊销	305	146	141	143	128
净利息费用	29	23	14	14	14
运营资本变动	72	131	(30)	135	13
税金	(72)	(71)	(122)	(165)	(207)
其他经营现金流	(300)	(59)	(276)	(446)	(324)
经营活动产生的现金流	445	641	281	370	452
购买固定资产净值	(471)	(283)	(28)	(37)	(11)
投资减少/增加	177	183	375	404	400
其他投资现金流	41	(212)	0	50	0
投资活动产生的现金流	(253)	(312)	347	418	390
净增权益	0	0	0	0	1
净增债务	707	(629)	(1)	4	5
支付股息	(211)	(217)	(229)	(323)	(391)
其他融资现金流	(735)	(96)	(361)	(439)	(370)
融资活动产生的现金流	(239)	(942)	(591)	(759)	(755)
现金变动	(48)	(613)	37	29	86
期初现金	1,360	1,312	698	736	765
公司自由现金流	191	328	628	788	841
权益自由现金流	826	(363)	618	782	836

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

主要比率—B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	23.8	20.8	23.2	23.4	23.1
息税前利润率	7.7	14.0	15.8	17.3	18.6
税前利润率	21.6	22.1	29.1	29.2	29.0
净利率	17.2	17.9	22.0	21.5	21.1
流动性(倍)					
流动比率	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0
利息覆盖率	2.8	7.9	12.4	16.6	21.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.3	1.0	1.0	0.9	1.0
估值(倍)					
市盈率	20.0	17.2	15.6	12.9	10.9
核心业务市盈率	20.1	17.3	15.6	12.9	10.9
目标价对应核心业务市盈率	24.0	20.7	18.7	15.4	13.0
盈率					
市净率	1.2	1.5	1.6	1.6	1.6
价格/现金流	14.7	10.2	23.3	17.7	14.5
企业价值/息税折旧前利润	13.5	13.6	13.6	10.8	9.0
周转率					
存货周转天数	14.8	18.5	24.7	22.2	21.2
应收帐款周转天数	7.0	6.1	6.0	5.4	5.4
应付帐款周转天数	35.5	59.0	71.9	63.5	58.1
回报率(%)					
股息支付率	66.3	60.2	77.0	77.0	77.0
净资产收益率	8.0	7.8	9.9	12.3	14.9
资产收益率	2.2	3.9	4.3	5.7	7.4
已运用资本收益率	3.7	5.8	7.0	9.7	12.7

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 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