



股票代码	600028.CH	0386.HK
评级	买入	买入
原评级	持有	买入
收盘价	人民币 6.78	港币 8.53
目标价	人民币 8.39	港币 10.13
原先目标价	人民币 8.03	港币 10.09
上/下浮比例	24%	19%
目标价格基础	较H股溢价	市净率
板块评级	中立	增持

中国石化

上调A股评级

由于炼油业务扭亏为盈，中国石化1季度盈利同比增长23-24%。尽管更新盈利模型后，我们将2013年盈利预测下调了4%，但该股仍具备吸引力。我们维持对中国石化H股的买入评级，并将A股评级从持有上调为买入，因为自我们3月中旬下调评级以来，股价已下跌了10%，我们认为当前估值再次回到具备吸引力的水平。

支撑评级的要点

- 公司拟从母公司收购三项上游资产，预计将使探明石油储量扩大9.1%，原油产量扩大11.2%。
- 傅成玉先生接任公司董事长后，公司希望通过慷慨的派息政策来回馈股东。尽管2012年盈利下滑，但公司仍派发了与2011年相同的现金股息，并宣布10送3红股，是上市以来首次派发红股。
- 目前H股2013年预期市盈率只有8.8倍，股息率达4.4%，估值具备吸引力。
- 公司A股估值也具备吸引力，特别是在当前股价水平上，我们并未看到230亿人民币A股可转债转股（转换价格6.98元人民币）带来的抛压。

评级面临的主要风险

- 新的成品油定价机制未能得到有效执行；
- 鉴于负债率较高，公司可能存在进一步融资需求。

估值

- 鉴于近期人民币升值，我们将H股目标价格从10.09港币小幅上调至10.13港币。我们的目标价格仍是基于1.25倍2013年预期市净率。
- A股方面，由于我们3月底发表上一篇报告以来，该股三个月平均A-H股溢价水平从-3%提高至1%，因此我们将A股目标价格从8.03人民币上调至8.39人民币。

投资摘要 — A股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	2,505,683	2,786,045	2,746,208	2,696,172	2,683,297
变动(%)	31	11	(1)	(2)	0
净利润(人民币 百万)	70,584	63,352	72,854	75,238	74,829
全面摊薄每股收益(人民币)	0.814	0.730	0.766	0.788	0.784
变动(%)	1.4	(10.4)	5.0	2.9	(0.5)
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.802	0.792	0.788
调整幅度(%)	-	-	(4.4)	(0.5)	(0.5)
全面摊薄市盈率(倍)	8.3	9.3	8.8	8.6	8.6
每股现金流量(人民币)	1.85	1.79	1.79	1.89	1.96
价格/每股现金流量(倍)	3.7	3.8	3.8	3.6	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.7	5.2	5.1	5.0	5.4
每股股息(人民币)	0.300	0.297	0.300	0.300	0.300
股息率(%)	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现 — A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(2.0)	(10.8)	(1.0)	(6.9)
相对新华富时A50指数	2.7	1.9	5.6	(2.4)

发行股数(百万)	89,666
流通股(%)	5
流通股市值(人民币 百万)	607,932
3个月日均交易额(人民币 百万)	319
净负债比率(%) (2013E)	60
主要股东(%)	
中石化集团	73

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2013年4月25日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

能源: 石油及天然气

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

股价表现 — H 股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(2.9)	(5.1)	(9.6)	4.7
相对恒生中国企业指数	3.0	(3.3)	0.6	5.0
发行股数(百万)				89,666
流通股(%)				22
流通股市值(港币 百万)				764,847
3 个月日均交易额(港币 百万)				944
净负债比率(%) (2013E)				60
主要股东(%)				
中石化集团				73

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2013 年 4 月 25 日收市价为标准

投资摘要 — H 股

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	2,505,683	2,786,045	2,796,442	2,744,554	2,730,872
变动(%)	31	11	0	(2)	0
净利润(人民币 百万)	73,150	63,879	73,257	75,641	75,234
全面摊薄每股收益(人民币)	0.844	0.736	0.770	0.793	0.788
变动(%)	2.0	(12.8)	4.7	2.9	(0.5)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.870	0.907	0.923
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.806	0.796	0.792
调整幅度(%)	-	-	(4.4)	(0.5)	(0.4)
全面摊薄市盈率(倍)	8.0	9.2	8.8	8.6	8.6
每股现金流量(人民币)	1.82	1.75	1.79	1.89	1.96
价格/每股现金流量(倍)	3.7	3.9	3.8	3.6	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.6	5.1	5.1	5.0	5.0
每股股息(人民币)	0.300	0.297	0.300	0.300	0.300
股息率(%)	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

1 季度盈利增长强劲

中国石化 13 年 1 季度国际财务报告准则下净利润同比增长 24% 至 167 亿人民币; 中国会计准则下净利润同比增长 23% 至 158 亿人民币。

公司 1 季度盈利至少比市场预期低 5%, 估计差异主要来自销售业务。

炼油业务扭亏为盈是主要增长动力

公司的主要增长动力来自炼油业务扭亏为盈。1 季度炼油业务实现国际财务报告准则下经营利润 22 亿人民币, 较去年同期的亏损 92 亿人民币明显改善。炼油业务经营利润环比下降 45%, 因为炼油利润从 2012 年 4 季度的 6.6 美元/桶缩窄至 5.2 美元/桶。2012 年下半年以来, 原成品油定价机制得到了更好的执行, 这使得公司炼油业务的盈利能力明显改善。炼油业务表现大幅提升足以抵消了其他业务利润下滑的负面影响。

销售业务 1 季度国际会计准则下经营利润同比下滑 11% 至 91 亿人民币。尽管 1 季度公司成品油国内销量同比增长 1.7%, 但需求疲软导致利润率承压。环比来看, 炼油业务经营利润环比下滑 27%, 因为 2012 年 9 月上调成品油价格导致 12 年 4 季度业绩中有约 30 亿人民币的库存增值收益。

勘探及生产业务 1 季度国际会计准则下经营利润同比下降 17% 至 162 亿人民币。主要原因是期内实现油价同比下降 7% 至 98.8 美元/桶。

化工业务 1 季度国际会计准则下经营利润同比下降 87% 至 1.64 亿人民币。该业务盈利大幅下滑主要是由于需求疲软导致利润率受到挤压。

2 季度盈利前景尚不明朗

与中国石油(601857.CH/人民币 8.52; 0857.HK/港币 9.69, 买入)相似, 目前阶段, 公司 2 季度盈利前景仍存在一定的不确定性。一方面, 如果今年 3 月 27 日出台的新成品油定价机制得到良好执行, 那么公司炼油业务的盈利能力将有进一步提升空间。但另一方面, 近期原油价格大幅下跌可能不仅导致勘探及生产业务盈利下滑, 同时, 如果油价在 6 月底前仍不反弹, 分销业务和化工业务还可能出现库存减值。

调整盈利预测、目标价格和评级

根据最新业绩调整模型后，我们将2013年盈利预测下调4%。我们下调盈利预测主要是由于炼油业务1季度实际利润只有我们预测的三分之一左右。公司实际原油成本可能与我们的预测有所差异，因为公司并未每周采购相同量的原油。我们还将有效税率假设从25%上调至了26.2%(今年1季度水平)，因为公司安哥拉上游项目投入运营一段时间后税率有所上升。

尽管下调了盈利预测，但公司当前估值仍具吸引力。我们维持对中国石化H股的**买入**评级，鉴于近期人民币升值，我们将H股目标价格从10.09港币小幅上调至10.13港币。我们的目标价格仍是基于1.25倍2013年预期市净率。

自我们3月中旬在上一篇行业报告中下调中国石化A股评级以来，A股股价已下跌了10%。我们认为当前估值再次具备吸引力。特别是由于当前股价低于转换价格(6.98元人民币)，我们并未看到230亿人民币A股可转债转股带来的抛压。因此我们将A股评级从持有上调为**买入**，并将A股目标价格从8.03人民币上调至8.39人民币。我们的A股目标价格仍是基于三个月平均A-H股溢价水平，但我们3月底发表上一篇报告以来，该股三个月平均A-H股溢价水平已从-3%提高至1%。

图表 1.业绩摘要(H股)

年结日: 12月31日(人民币, 十亿)	12年1季度	13年1季度	同比(%)
经营收入	671.37	695.57	4
采购及供应	(555.07)	(569.33)	3
销售、一般及管理费用	(13.71)	(16.15)	18
折旧及摊销	(17.26)	(18.59)	8
勘探费用	(4.16)	(3.60)	(13)
薪酬成本	(11.87)	(12.24)	3
其他税金	(47.42)	(48.02)	1
其他	(0.07)	(0.07)	10
经营利润	21.81	27.57	26
净财务费用	(3.15)	(4.13)	31
应占联营公司利润	0.65	0.52	(20)
其他	0.04	0.03	(31)
税前利润	19.35	23.99	24
所得税	(4.63)	(6.29)	36
税后利润	14.71	17.69	20
少数股东权益	(1.31)	(1.02)	(22)
净利润	13.41	16.68	24

资料来源: 公司数据

图表 2.经营利润构成(H股)

(人民币, 十亿)	12年1季度	13年1季度	同比(%)	12年4季度	环比(%)
勘探与生产	19.55	16.23	(17)	14.77	10
炼油业务	(9.17)	2.20	N/M	4.03	(45)
营销与分销	10.28	9.13	(11)	12.44	(27)
化工	1.31	0.16	(87)	1.47	(89)
总部及其他	(0.16)	(0.16)	-	(2.32)	N/M
总计	21.81	27.57	26	30.39	(9)

资料来源: 公司数据

图表 3.业绩摘要(A股)

年结日: 12月31日(人民币, 十亿)	12年1季度	13年1季度	同比(%)
主营业务收入	671.37	695.57	4
销售成本	(574.80)	(590.06)	3
营业税及附加	(47.42)	(48.02)	1
主营业务盈利	49.15	57.49	17
销售费用	(9.30)	(10.41)	12
管理费用	(14.17)	(16.80)	19
财务费用	(2.61)	(2.51)	(4)
勘探费用(包括干井)	(4.16)	(3.60)	(13)
减值损失	(0.43)	0.01	(103)
公允价值变动损失	(0.54)	(1.63)	202
投资收益	0.68	0.55	(19)
经营利润	18.63	23.10	24
营业外收入	0.18	0.35	96
营业外开支	(0.26)	(0.45)	70
税前利润	18.54	23.01	24
所得税	(4.44)	(6.18)	39
少数股东权益	(1.28)	(1.00)	(22)
净利润	12.83	15.83	23

资料来源: 公司数据

图表 4.经营利润构成(A股)

(人民币, 十亿)	12年1季度	13年1季度	同比(%)
勘探与生产	19.43	16.14	(17)
炼油业务	(9.67)	1.98	N/M
营销与分销	10.28	8.67	(16)
化工	1.21	0.11	(91)
总部及其他	(0.16)	(0.20)	N/M
财务费用	(2.61)	(2.51)	N/M
公允价值变动	(0.54)	(1.63)	N/M
投资收益	0.68	0.55	(19)
总计	18.63	23.10	24

资料来源: 公司数据

图表 5.经营数据

	12年1季度	13年1季度	同比(%)
勘探及生产			
原油产量(百万桶)	81.5	82.2	0.8
中国	75.8	76.2	0.6
非洲	5.8	6.0	3.5
天然气产量(十亿立方英尺)	143.2	163.2	14.0
实现油价(美元/桶)	106.10	98.83	(6.9)
实现天然气价格(美元/千立方英尺)	5.64	5.86	3.9
开采成本(美元/桶油当量)	15.64	16.14	3.2
炼油业务			
原油加工量(千桶/日)	55.41	58.69	5.9
汽油产量(百万吨)	9.65	11.35	17.6
柴油产量(百万吨)	19.64	19.76	0.6
煤油产量(百万吨)	3.6	4.2	17.0
化工轻油产量(百万吨)	9.3	9.8	5.5
轻油收率(%)	76.71	76.44	(0.27)个百分点
综合商品率(%)	94.99	94.72	(0.27)个百分点
炼油利润率(美元/桶)	0.61	5.23	757.4
现金运营成本(美元/桶)	3.06	3.24	5.9
营销及分销业务			
批发量(百万吨)	4.0	4.6	16.3
直销量(百万吨)	8.1	7.6	(5.6)
零售量(百万吨)	26.2	26.6	1.7
国内总销售量(百万吨)	38.3	38.9	1.7
总销售量(百万吨)	41.4	42.1	1.9
自有及自营加油站数目	30,823.0	30,672.0	(0.5)
特许经营加油站数目	13.0	13.0	-
加油站总数	30,836.0	30,685.0	(0.5)
平均单站加油量(吨)	3,450.0	3,473.0	0.7
现金经营成本(人民币/吨)	189.1	183.5	(3.0)
化工业务			
主要产品产量(千吨)			
乙烯	2,455	2,442	(0.5)
合成树脂	3,432	3,395	(1.1)
合成橡胶	243	248	2.0
合成纤维单体及聚合物	2,333	2,267	(2.8)
合成纤维	338	352	4.1

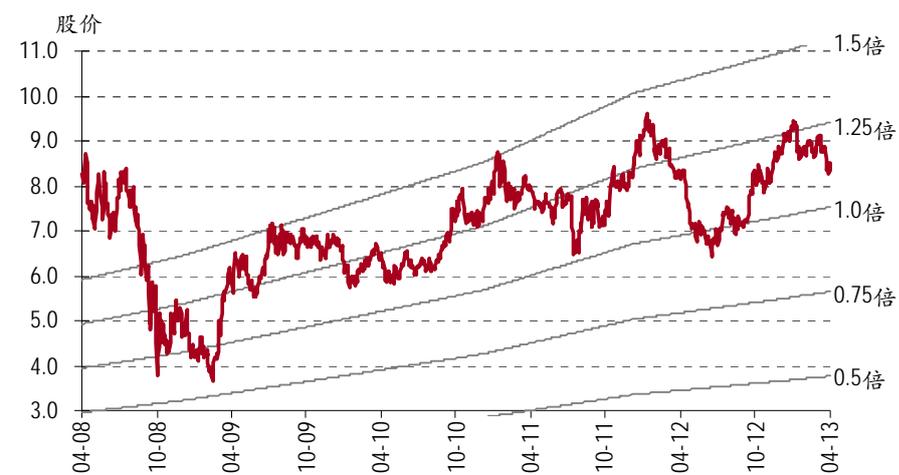
资料来源: 公司数据

图表 6.分部经营利润预测(H股)

年结日 12月31日(人民币, 十亿)	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
勘探与生产	71.63	70.05	57.53	50.36	47.10
炼油	(35.78)	(11.44)	20.02	26.87	28.05
营销与分销	44.62	42.65	39.36	42.63	45.15
化工	26.73	1.18	(0.66)	0.06	0.72
总部及其他	(1.75)	(3.78)	(3.84)	(4.10)	(4.25)
总计	105.46	98.66	112.41	115.81	116.77

资料来源: 公司数据、中银国际研究预测

图表 7. 市净率(H 股)



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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	2,505,683	2,786,045	2,746,208	2,696,172	2,683,297
销售成本	(2,093,199)	(2,372,235)	(2,333,105)	(2,282,354)	(2,267,145)
经营费用	(245,344)	(247,149)	(231,004)	(223,272)	(220,456)
息税折旧前利润	103,324	96,205	106,010	109,355	110,325
折旧及摊销	(63,816)	(70,456)	(76,089)	(81,192)	(85,370)
经营利润(息税前利润)	167,140	166,661	182,099	190,547	195,695
净利息收入(费用)	(7,657)	(9,963)	(11,314)	(11,392)	(12,972)
其他收益/(损失)	5,858	3,721	6,900	6,957	6,996
税前利润	101,525	89,963	101,595	104,919	104,349
所得税	(25,774)	(23,696)	(25,399)	(26,230)	(26,087)
少数股东权益	(5,167)	(2,915)	(3,343)	(3,452)	(3,433)
净利润	70,584	63,352	72,854	75,238	74,829
核心净利润	70,584	63,352	72,854	75,238	74,829
每股收益(人民币)	0.814	0.730	0.766	0.788	0.784
核心每股收益(人民币)	0.814	0.730	0.766	0.788	0.784
每股股息(人民币)	0.300	0.297	0.300	0.300	0.300
收入增长(%)	31	11	(1)	(2)	0
息税前利润增长(%)	1	(7)	10	3	1
息税折旧前利润增长(%)	3	0	9	5	3
每股收益增长(%)	1	(10)	5	3	(1)
核心每股收益增长(%)	1	(10)	5	3	(1)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	101,525	89,963	101,595	104,919	104,349
折旧与摊销	63,816	70,456	76,089	81,192	85,370
净利息费用	7,657	9,963	11,314	11,392	12,972
运营资本变动	(4,146)	(16,530)	(5,606)	(3,896)	(2,651)
税金	(25,774)	(23,696)	(25,399)	(26,230)	(26,087)
其他经营现金流	17,608	25,554	2,048	2,002	1,963
经营活动产生的现金流	160,686	155,710	160,041	169,380	175,916
购买固定资产净值	(142,813)	(158,148)	(181,700)	(158,722)	(158,722)
投资减少/增加	(6,272)	(9,921)	0	0	0
其他投资现金流	4,534	2,363	0	0	0
投资活动产生的现金流	(144,551)	(165,706)	(181,700)	(158,722)	(158,722)
净增权益	0	0	19,257	0	0
净增债务	25,583	41,750	34,834	28,061	28,274
支付股息	(19,942)	(26,022)	(26,900)	(26,900)	(26,900)
其他融资现金流	(14,701)	(20,063)	(11,314)	(11,392)	(12,972)
融资活动产生的现金流	(9,060)	(4,335)	15,877	(10,231)	(11,597)
现金变动	7,075	(14,331)	(5,781)	428	5,597
期初现金	18,140	25,197	10,864	5,083	5,511
公司自由现金流	17,719	(8,742)	(21,410)	10,823	17,453
权益自由现金流	34,061	21,791	1,861	27,327	32,496

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	25,197	10,864	5,083	5,511	11,107
应收帐款	58,721	81,395	80,231	78,769	78,393
库存	203,417	218,262	214,662	209,992	208,593
其他流动资产	40,253	34,230	92,883	74,604	158,242
流动资产总计	327,588	344,751	392,859	368,876	456,336
固定资产	677,247	757,946	870,676	955,148	1,035,262
无形资产	43,054	56,091	54,845	53,599	52,353
其他长期资产	82,164	88,483	88,483	88,483	88,483
长期资产总计	802,465	902,520	1,014,004	1,097,230	1,176,098
总资产	1,130,053	1,247,271	1,406,863	1,466,106	1,632,434
应付帐款	177,002	353,304	342,808	332,623	328,156
短期债务	80,373	115,982	131,939	171,726	200,253
其他流动负债	171,698	23,823	23,823	23,823	23,823
流动负债总计	429,073	493,109	498,570	528,172	552,231
长期借款	154,457	162,116	201,468	179,319	270,225
其他长期负债	36,998	41,445	41,445	41,445	41,445
股本	86,702	86,820	89,666	89,666	89,666
储备	387,697	426,554	535,146	583,483	631,412
股东权益	474,399	513,374	624,811	673,149	721,078
少数股东权益	35,126	37,227	40,570	44,022	47,455
总负债及权益	1,130,053	1,247,271	1,406,863	1,466,106	1,632,434
每股帐面价值(人民币)	5.47	5.73	6.97	7.51	8.04
每股有形资产(人民币)	4.98	5.10	6.36	6.91	7.46
每股净负债(现金)(人民币)	2.42	2.98	3.66	3.85	5.12

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - A股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.7	6.0	6.6	7.1	7.3
息税前利润率(%)	4.1	3.5	3.9	4.1	4.1
税前利润率(%)	4.1	3.2	3.7	3.9	3.9
净利率(%)	2.8	2.3	2.7	2.8	2.8
流动性					
流动比率(倍)	0.8	0.7	0.8	0.7	0.8
利息覆盖率(倍)	11.2	8.6	9.2	9.5	8.3
净权益负债率(%)	41.1	48.5	49.3	48.2	59.8
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4
估值					
市盈率(倍)	8.3	9.3	8.8	8.6	8.6
核心业务市盈率(倍)	8.3	9.3	8.8	8.6	8.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	10.3	11.5	11.0	10.6	10.7
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.2	1.2	1.0	0.9	0.8
价格/现金流(倍)	3.7	3.8	3.8	3.6	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.7	5.2	5.1	5.0	5.4
周转率					
存货周转天数	31.4	32.4	33.9	34.0	33.7
应收帐款周转天数	7.4	9.2	10.7	10.8	10.7
应付帐款周转天数	22.5	34.7	46.3	45.7	44.9
回报率					
股息支付率(%)	36.9	42.0	36.9	35.8	35.9
净资产收益率(%)	15.8	12.8	12.8	11.6	10.7
资产收益率(%)	7.3	6.0	6.0	5.7	5.3
已运用资本收益率(%)	14.9	12.4	11.6	10.6	9.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表 - H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	2,505,683	2,786,045	2,796,442	2,744,554	2,730,872
销售成本	(2,340,255)	(2,648,705)	(2,625,131)	(2,568,427)	(2,551,466)
经营费用	3,843	31,778	17,187	20,874	22,736
息税折旧前利润	105,455	98,662	112,409	115,808	116,772
折旧及摊销	(63,816)	(70,456)	(76,089)	(81,192)	(85,370)
经营利润(息税前利润)	169,271	169,118	188,498	197,000	202,142
净利息收入(费用)	(7,657)	(9,963)	(11,314)	(11,392)	(12,972)
其他收益/(损失)	6,692	1,943	2,702	2,759	2,798
税前利润	104,490	90,642	103,797	107,174	106,598
所得税	(26,120)	(23,846)	(27,195)	(28,080)	(27,929)
少数股东权益	(5,220)	(2,917)	(3,345)	(3,454)	(3,436)
净利润	73,150	63,879	73,257	75,641	75,234
核心净利润	73,150	63,879	73,257	75,641	75,234
每股收益(人民币)	0.844	0.736	0.770	0.793	0.788
核心每股收益(人民币)	0.844	0.736	0.770	0.793	0.788
每股股息(人民币)	0.300	0.297	0.300	0.300	0.300
收入增长(%)	31	11	0	(2)	0
息税前利润增长(%)	1	(6)	14	3	1
息税折旧前利润增长(%)	3	0	11	5	3
每股收益增长(%)	2	(13)	5	3	(1)
核心每股收益增长(%)	2	(13)	5	3	(1)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	104,490	90,642	103,797	107,174	106,598
折旧与摊销	63,816	70,456	76,089	81,192	85,370
净利息费用	7,657	9,963	11,314	11,392	12,972
运营资本变动	3,606	(13,000)	(5,999)	(4,301)	(3,060)
税金	(29,798)	(22,678)	(27,195)	(28,080)	(27,929)
其他经营现金流	8,433	16,960	2,037	2,002	1,963
经营活动产生的现金流	158,204	152,343	160,042	169,380	175,915
购买固定资产净值	(142,254)	(157,066)	(181,700)	(158,722)	(158,722)
投资减少/增加	(3,233)	(8,537)	0	0	0
其他投资现金流	4,530	3,264	0	0	0
投资活动产生的现金流	(140,957)	(162,339)	(181,700)	(158,722)	(158,722)
净增权益	0	0	19,257	0	0
净增债务	25,583	41,750	34,834	28,061	28,274
支付股息	(19,469)	(25,486)	(26,900)	(26,900)	(26,900)
其他融资现金流	(16,287)	(20,599)	(11,314)	(11,392)	(12,972)
融资活动产生的现金流	(10,173)	(4,335)	15,877	(10,231)	(11,597)
现金变动	7,074	(14,331)	(5,780)	428	5,596
期初现金	18,140	25,197	10,864	5,083	5,511
公司自由现金流	18,831	(8,742)	(21,409)	10,823	17,452
权益自由现金流	35,173	21,791	1,862	27,328	32,495

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	25,197	10,864	5,083	5,511	11,107
应收帐款	58,721	81,395	80,231	78,769	78,393
库存	203,417	218,262	219,077	215,012	213,940
其他流动资产	55,420	54,494	112,045	94,537	88,259
流动资产总计	342,755	365,015	416,436	393,829	391,699
固定资产	677,247	757,946	864,854	943,692	1,018,294
无形资产	8,212	6,257	6,257	6,257	6,257
其他长期资产	116,314	137,475	140,188	142,947	145,745
长期资产总计	801,773	901,678	1,011,299	1,092,896	1,170,295
总资产	1,144,528	1,266,693	1,427,735	1,486,725	1,561,994
应付帐款	177,002	215,628	212,242	206,268	203,637
短期债务	80,373	115,982	174,858	214,645	152,013
其他流动负债	186,865	181,763	179,004	174,135	171,991
流动负债总计	444,240	513,373	566,104	595,048	527,641
长期借款	154,457	162,116	201,468	179,319	270,225
其他长期负债	38,487	43,168	43,168	43,168	43,168
股本	86,702	86,820	89,666	89,666	89,666
储备	385,626	424,094	486,863	535,604	583,938
股东权益	472,328	510,914	576,529	625,270	673,603
少数股东权益	35,016	37,122	40,467	43,921	47,357
总负债及权益	1,144,528	1,266,693	1,427,735	1,486,725	1,561,994
每股帐面价值(人民币)	5.45	5.70	6.43	6.97	7.51
每股有形资产(人民币)	5.35	5.63	6.36	6.90	7.44
每股净负债/(现金)(人民币)	2.42	2.98	4.14	4.33	4.59

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - H股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.8	6.1	6.7	7.2	7.4
息税前利润率(%)	4.2	3.5	4.0	4.2	4.3
税前利润率(%)	4.2	3.3	3.7	3.9	3.9
净利率(%)	2.9	2.3	2.6	2.8	2.8
流动性					
流动比率(倍)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
利息覆盖率(倍)	11.4	8.8	9.7	10.0	8.8
净权益负债率(%)	41.3	48.8	60.2	58.0	57.0
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	8.0	9.2	8.8	8.6	8.6
心业务市盈率(倍)	8.0	9.2	8.8	8.6	8.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	9.5	10.9	10.4	10.2	10.2
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	3.7	3.9	3.8	3.6	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.6	5.1	5.1	5.0	5.0
周转率					
存货周转天数	28.1	29.1	30.4	30.8	30.7
应收帐款周转天数	7.4	9.2	10.5	10.6	10.5
应付帐款周转天数	22.5	25.7	27.9	27.8	27.4
回报率					
股息支付率(%)	35.6	41.7	36.7	35.6	35.8
净资产收益率(%)	16.4	13.0	13.5	12.6	11.6
资产收益率(%)	7.4	6.0	6.2	5.9	5.7
已运用资本收益率(%)	15.3	12.7	12.4	11.3	10.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

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(“上市集团”)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、会计或税务建议或任何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