



股票代码	600688.CH	0338.HK
评级	持有	持有
原评级	持有	买入
收盘价	人民币 3.48	港币 2.03
目标价	人民币 2.26	港币 2.12
原目标价	人民币 2.99	港币 2.86
上/下浮比例	-35%	4%
目标价格基础	较 H 股溢价	1 倍 2013 年预期市净率
板块评级	NA	NA

上海石化

短期前景不明

上海石化 2013 年净利润符合公司指引，但其中包含了 8.73 亿人民币的总一次性收益。产能 14.5 万吨/年的乙烯裂解炉停运后，公司短期前景不明，因为公司不得不外购乙烯以填补供应缺口。考虑到以上因素，我们将 14-15 年盈利预测下调 35-37%。鉴于短期前景不明，我们将 H 股评级由买入下调为持有。

支撑评级的主要因素

- 公司 2013 年盈利包含处置陈山油库的 4.65 亿人民币税前收益以及公司美元贷款因人民币对美元升值而产生的 4.08 亿人民币兑汇收益。这两项均属于一次性收益，公司核心盈利实际要低得多。
- 2013 年 11 月公司关停 1 号乙烯裂解炉（年产能 14.5 万吨）。这导致公司下游石化产品的乙烯供应出现缺口。尽管公司可通过优化运营来填补部分缺口，但我们估计公司仍需要外购约 5.8 万吨乙烯。这将导致成本上升。
- 2014 年公司计划将原油加工量同比削减 7%，因为公司拟定于 2014 年中进行维修及技改工作。

评级面临的主要风险

- 石化产品价格大涨。
- 年产能 14.5 万吨乙烯裂化厂停产对盈利的影响远小于预期。

估值

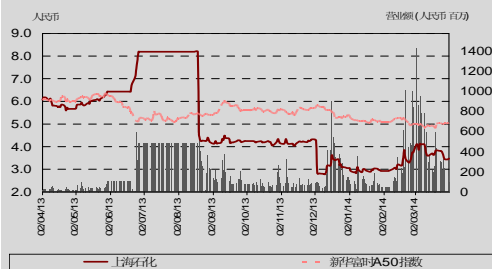
- 我们将 H 股目标估值由 1.25 倍 2014 年预期市净率下调为 1 倍 2014 年预期市净率，位于近期交易区间的中端。因此，我们将目标价由 2.86 港币下调为 2.12 港币。
- A 股方面，我们设定的目标价仍较 H 股溢价 33%。因此，我们将目标价由 2.99 人民币下调为 2.26 人民币。

投资摘要 — A 股

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	93,072	115,540	107,023	108,770	103,982
变动 (%)	(3)	24	(7)	2	(4)
净利润(人民币 百万)	(1,548)	2,004	1,047	1,169	828
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.143)	0.186	0.097	0.108	0.077
变动 (%)	(264.0)	(229.4)	(47.7)	11.6	(29.1)
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.153	0.171	-
调整幅度 (%)	-	-	(36.5)	(36.7)	N/A
核心每股收益(人民币)	(0.142)	0.104	0.093	0.101	0.077
变动 (%)	(306.1)	(173.5)	(11.0)	8.4	(23.9)
全面摊薄市盈率(倍)	N/M	18.8	35.9	32.2	45.4
核心市盈率(倍)	N/M	33.3	37.5	34.6	45.4
每股现金流量(人民币)	(0.12)	0.54	0.35	0.30	0.32
价格/每股现金流量(倍)	(29.9)	6.4	10.1	11.5	10.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(173.1)	10.1	13.6	12.5	13.7
每股股息(人民币)	0.000	0.100	0.040	0.040	0.030
股息率 (%)	0.0	2.9	1.1	1.1	0.9

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	14.1	(7.0)	14.1	(43.0)
相对新华富时 A50 指数	20.4	(10.6)	20.4	(26.5)

发行股数(百万)	10,800
流通股 (%)	15
流通股市值(人民币 百万)	37,584
3 个月日均交易额(人民币 百万)	317
净负债比率 (%) (2014E)	36
主要股东 (%)	
中国石油化工集团公司	51

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2014 年 4 月 1 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

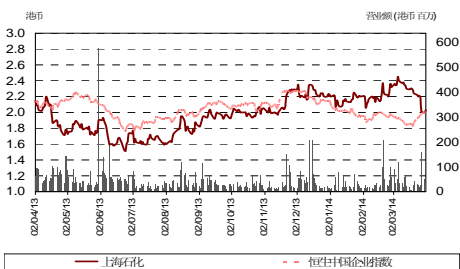
能源: 石油及天然气

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


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(10.3)	(13.8)	(10.3)	(12.0)
相对恒生中国企业指数	(3.5)	(15.7)	(3.5)	(4.5)

发行股数(百万)	10,800
流通股(%)	32
流通股市值(港币 百万)	21,924
3个月日均交易额(港币 百万)	39
净负债比率(%) (2014E)	36
主要股东(%)	
中国石油化工集团公司	51

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
 以2014年4月1日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	87,217	105,503	97,726	99,321	94,949
变动(%)	(3)	21	(7)	2	(4)
净利润(人民币 百万)	(1,528)	2,055	1,099	1,220	881
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.142)	0.190	0.102	0.113	0.082
变动(%)	(259.9)	(234.5)	(46.5)	11.0	(27.8)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.143	0.178	--
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.156	0.174	--
调整幅度(%)	-	-	(34.7)	(35.1)	-
核心每股收益(人民币)	(0.140)	0.109	0.098	0.106	0.082
变动(%)	(300.2)	(177.9)	(10.5)	8.0	(22.7)
全面摊薄市盈率(倍)	N/M	8.5	16.0	14.4	19.9
核心市盈率(倍)	N/M	14.9	16.6	15.4	19.9
每股现金流量(人民币)	(0.15)	0.51	0.35	0.31	0.33
价格/每股现金流量(倍)	(11.0)	3.2	4.6	5.3	5.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(302.4)	5.9	6.0	5.5	5.8
每股股息(人民币)	0.000	0.100	0.040	0.040	0.030
股息率(%)	0.0	6.2	2.5	2.5	1.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2013 年盈利符合指引

在国际会计准则下, 上海石化 2013 年净利润为 20.56 亿人民币, 大幅扭转了 2012 年 15.28 亿人民币的净亏损。在中国会计准则下, 公司 2013 年净利润为 20.04 亿人民币, 也较 2012 年 15.48 亿人民币的净亏损有大幅改善。在中国会计准则下公司盈利符合此前净利润约 20 亿人民币的指引。

炼油利润率改善及一次性收益推升盈利

公司大幅扭亏, 主要是因为 12 年下半年成品油定价机制执行良好, 炼油业务的利润率有所改善。6 期项目完工也提升了总体效率。2013 年炼油产品的经营利润率由 2012 年的 -2.6% 提高至 3.8%。此外, 2013 年公司还因处置陈山油库录得约 4.65 亿人民币的处置收益, 其美元贷款也因人民币对美元贬值产生 4.08 亿人民币的兑汇收益。剔除这两项, 在国际会计准则和中国会计准则下公司核心盈利约分别为 11 亿和 10 亿人民币。

2013 年, 公司原油加工量同比提升 40% 至 1,567 万吨, 这是因为 6 期项目完工优化了渣油的加工工艺。这将使公司高硫原油的加工能力上升, 从而提升总体盈利。2013 年平均原油成本同比下降 8% 至 4,819 人民币/吨, 降幅大于同期伦敦洲际交易所布伦特平均价格同比 3% 的降幅。

公司还对成品油产品组合进行了调整, 以满足市场需求, 2013 年柴汽比由 2012 年的 3.95:1 下降至 1.72:1。

2014 年盈利前景不明

我们预测公司 2014 年核心盈利将出现合理的降幅。首先, 2014 年公司计划将原油加工量同比削减 7% 至 1,450 万吨, 因为公司拟定于 2014 年中对炼油设备进行大修和技改。

此外，2013年11月1号乙烯裂解炉（年产能14.5万吨）关停后，公司计划将2014年乙烯产量同比削减15%。上海政府要求在2014年6月底前关停市内能源低效型生产设施，公司1号乙烯裂解炉就是其中之一。

因此，公司也计划削减下游石化产品产量，例如聚乙烯、聚丙烯和合成纤维单体。公司还将优化运营以填补部分乙烯供应缺口，它是下游石化产品的主要原材料。尽管如此，我们预测公司仍需从市场外购约5.8万吨乙烯，从而导致成本上升。

预测、目标价和评级变动

我们将2014-15年盈利预测下调35-37%，以反映2013年高于预期的一次性收益、2014年产量的计划下调以及1号乙烯裂解炉关停的影响。

我们目前预测2014年核心盈利同比下降11%，但很难准确预测1号乙烯裂解炉关停的影响。鉴于短期盈利前景不明，我们将H股评级由买入下调为**持有**。我们将目标价由2.86港币下调为2.12港币，因为我们将目标估值由1.25倍2014年预期市净率下调为1倍2014年预期市净率，大致位于近期交易区间的中间。

A股方面，我们也将目标价由2.99人民币下调为2.26人民币，仍较H股溢价33%。尽管下行空间较大，但基于市场惯例我们仍维持**持有**评级。

图表 1. 业绩摘要(H股)

(人民币, 百万)	2012	2013	+/-%
净销售	87,217	105,503	21
销售成本	(88,618)	(103,226)	16
毛利润	(1,401)	2,277	(263)
销售、管理及一般性费用	(650)	(691)	6
其他经营收入	334	673	102
其他经营费用	(56)	(67)	21
经营利润	(1,772)	2,192	(224)
净融资成本	(283)	122	(143)
投资收入	6	-	(100)
联营公司	33	132	302
税前利润	(2,016)	2,446	(221)
税金	511	(379)	(174)
税后利润	(1,505)	2,067	(237)
少数股东权益	(23)	(10)	(56)
净利润	(1,528)	2,056	(235)
每股盈利(人民币)	(0.142)	0.190	NA
每股股息 - 末期(人民币)	0.000	0.050	NA
盈利能力 (%)			
毛利率	(1.6)	2.2	
经营利润率	(2.0)	2.1	
净利率	(1.8)	1.9	

资料来源: 公司数据

图表 2. 业绩摘要 (A 股)

(人民币, 百万)	2012	2013	同比%
营业收入	93,072	115,540	24
销售成本	(86,041)	(100,477)	17
营业税及附加	(5,791)	(9,987)	72
毛利润	1,240	5,076	309
销售费用	(650)	(691)	6
管理及一般性费用	(2,389)	(2,732)	14
财务费用	(283)	189	(167)
减值亏损	(204)	(40)	(80)
联营公司及共同控制实体	23	121	430
其他投资收入	6	-	(100)
经营利润	(2,256)	1,922	(185)
营业外收入	280	543	94
营业外费用	(57)	(72)	28
总利润	(2,033)	2,393	(218)
所得税	508	(379)	(175)
少数股东权益	(23)	(10)	(56)
净利润	(1,548)	2,004	(229)
每股盈利 (人民币)	(0.143)	0.186	NA
每股股息- 末期 (人民币)	-	0.050	NA

盈利能力 (%)

毛利率	1.3	4.4
经营利润率	(2.4)	1.7
净利率	(1.7)	1.7

资料来源: 公司数据

图表 3. 营收构成 (H 股)

(人民币, 百万)	2012	2013	同比%
合成纤维	3,313	3,221	(3)
树脂及塑料	14,706	14,268	(3)
中间石化产品	17,994	18,431	2
石油产品	38,301	57,420	50
其他	12,903	12,164	(6)
总计	87,217	105,503	21

资料来源: 公司数据

图表 4. 分部经营利润率 (H 股)

(人民币, 百万)	2012	2013	同比%
合成纤维	(405)	(603)	49
树脂及塑料	(1,291)	(766)	(41)
中间石化产品	833	1,064	28
石油产品	(993)	2,177	(319)
其他	85	320	278
总计	(1,772)	2,192	(224)

资料来源: 公司数据

图表 5. 分部经营利润率 (H 股)

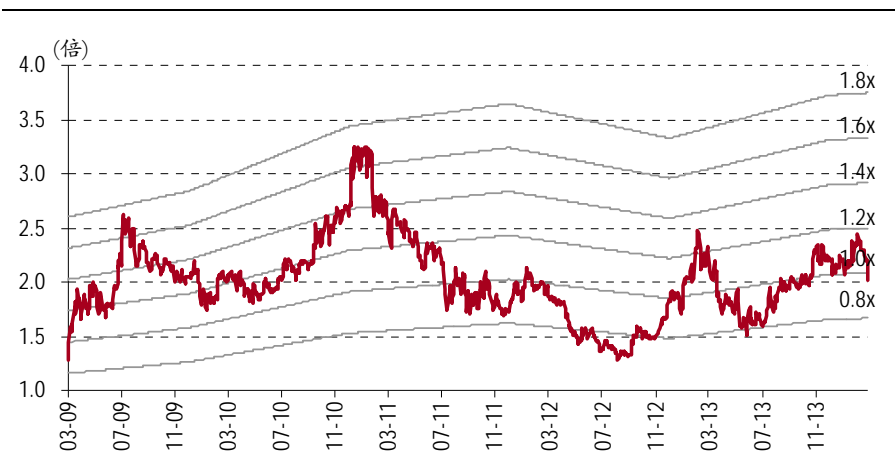
(%)	2012	2013
合成纤维	(12.2)	(18.7)
树脂及塑料	(8.8)	(5.4)
中间石化产品	4.6	5.8
石油产品	(2.6)	3.8
其他	0.7	2.6

资料来源: 公司数据

图表 6. 经营数据

	2012	2013	同比%
原油加工量(百万吨)	11.19	15.67	40
其中第三方加工量(百万吨)	0.56	0.81	44
平均原油成本(人民币/吨)	5,224	4,819	(8)
主要产品产量(百万吨)			
汽油	1.02	2.87	181
柴油	4.03	4.93	22
航空燃油	0.83	1.27	53
乙烯	0.91	0.95	4
丙二醇	0.50	0.61	21
对二甲苯(PX)	0.87	0.94	8
合成树脂及共聚物	1.09	1.13	4
合成纤维单体	1.02	0.88	(14)
合成纤维聚合物	0.64	0.52	(18)
合成纤维	0.25	0.25	0

资料来源: 公司数据

图表 7. 市净率区间(H股)


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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	93,072	115,540	107,023	108,770	103,982
销售成本	(86,041)	(100,477)	(93,789)	(95,204)	(91,366)
经营费用	(7,302)	(10,930)	(10,199)	(10,354)	(9,743)
经营利润(息税前利润)	(2,002)	1,652	812	941	546
折旧及摊销	(1,731)	(2,480)	(2,223)	(2,271)	(2,326)
息税折旧前利润	(271)	4,133	3,034	3,213	2,872
净利息收入/(费用)	(270)	(298)	(80)	(84)	(63)
其他收益/(损失)	239	1,039	680	717	636
税前利润	(2,033)	2,393	1,412	1,575	1,119
所得税	508	(379)	(359)	(400)	(286)
少数股东权益	(23)	(10)	(5)	(6)	(4)
净利润	(1,548)	2,004	1,047	1,169	828
核心净利润	(1,535)	1,128	1,003	1,088	828
每股收益(人民币)	(0.143)	0.186	0.097	0.108	0.077
核心每股收益(人民币)	(0.142)	0.104	0.093	0.101	0.077
每股股息(人民币)	0.000	0.100	0.040	0.040	0.030
收入增长(%)	(3)	24	(7)	2	(4)
息税前利润增长(%)	(294)	(183)	(51)	16	(42)
息税折旧前利润增长(%)	(110)	(1,626)	(27)	6	(11)
每股收益增长(%)	(264)	(229)	(48)	12	(29)
核心每股收益增长(%)	(306)	(173)	(11)	8	(24)

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	(2,033)	2,393	1,412	1,575	1,119
折旧与摊销	1,731	2,480	2,223	2,271	2,326
净利息费用	270	298	80	84	63
运营资本变动	(1,743)	1,239	417	(200)	318
税金	(43)	(379)	(359)	(400)	(286)
其他经营现金流	563	(174)	(37)	(59)	(55)
经营活动产生的现金流	(1,255)	5,857	3,736	3,271	3,485
购买固定资产净值	(4,260)	(1,323)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
投资减少/增加	28	469	(91)	(90)	(90)
其他投资现金流	169	225	0	0	0
投资活动产生的现金流	(4,062)	(629)	(2,091)	(2,090)	(2,090)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	6,586	(4,118)	(894)	(700)	(709)
支付股息	(388)	(379)	(540)	(432)	(432)
其他融资现金流	(811)	(759)	(173)	(156)	(138)
融资活动产生的现金流	5,387	(5,256)	(1,607)	(1,288)	(1,279)
现金变动	70	(28)	37	(107)	116
期初现金	91	161	133	171	64
公司自由现金流	(5,207)	5,228	1,699	1,229	1,438
权益自由现金流	912	733	577	325	548

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	161	133	171	64	180
应收帐款	1,083	1,976	1,831	1,861	1,779
库存	8,938	9,039	8,397	8,647	8,197
其他流动资产	2,710	3,337	10,870	9,758	9,198
流动资产总计	12,891	14,486	21,269	20,330	19,353
固定资产	18,674	17,655	17,498	17,293	17,033
无形资产	498	459	446	433	420
其他长期资产	4,743	4,317	4,358	4,579	4,799
长期资产总计	23,914	22,430	22,302	22,305	22,253
总资产	36,806	36,916	43,571	42,635	41,606
应付帐款	5,523	8,852	8,263	8,387	8,049
短期债务	11,024	6,484	6,200	5,500	5,000
其他流动负债	2,380	2,681	9,144	8,250	7,759
流动负债总计	18,927	18,017	23,606	22,137	20,808
长期借款	1,231	628	628	419	209
其他长期负债	190	180	180	180	180
股本	7,200	10,800	10,800	10,800	10,800
储备	8,990	7,032	8,092	8,828	9,334
股东权益	16,190	17,832	18,892	19,628	20,134
少数股东权益	267	259	265	271	275
总负债及权益	36,806	36,916	43,570	42,635	41,606
每股帐面价值(人民币)	1.50	1.65	1.75	1.82	1.86
每股有形资产(人民币)	1.45	1.61	1.71	1.78	1.83
每股净负债/(现金)(人民币)	1.12	0.65	0.62	0.54	0.47

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	(0.3)	3.6	2.8	3.0	2.8
息税前利润率	(2.2)	1.4	0.8	0.9	0.5
税前利润率	(2.2)	2.1	1.3	1.4	1.1
净利率	(1.7)	1.7	1.0	1.1	0.8
流动性(倍)					
流动比率	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
利息覆盖率	(5.6)	4.3	4.7	6.0	4.0
净权益负债率(%)	73.5	38.6	34.8	29.4	24.6
速动比率	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5
估值(倍)					
市盈率	N/M	18.8	35.9	32.2	45.4
核心业务市盈率	N/M	33.3	37.5	34.6	45.4
目标价对应核心业务市盈率	N/M	21.6	24.3	22.4	29.5
市净率	2.3	2.1	2.0	1.9	1.9
价格/现金流	(29.9)	6.4	10.1	11.5	10.8
企业价值/息税折旧前利润	(173.1)	10.1	13.6	12.5	13.7
周转率					
存货周转天数	30.8	32.7	33.9	32.7	33.6
应收帐款周转天数	3.3	4.8	6.5	6.2	6.4
应付帐款周转天数	19.9	22.7	29.2	27.9	28.8
回报率(%)					
股息支付率	n.a.	53.9	41.2	37.0	39.1
净资产收益率	(9.0)	11.8	5.7	6.1	4.2
资产收益率	(5.9)	3.8	1.5	1.6	1.0
已运用资本收益率	(7.3)	6.5	3.5	3.9	2.4

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	87,217	105,503	97,726	99,321	94,949
销售成本	(88,618)	(103,226)	(95,767)	(97,223)	(93,273)
经营费用	1,311	1,544	1,560	1,599	1,682
经营利润(息税前利润)	(1,772)	1,724	1,369	1,499	1,104
折旧及摊销	(1,683)	(2,097)	(2,150)	(2,198)	(2,254)
息税折旧前利润	(89)	3,821	3,519	3,697	3,358
净利息收入/(费用)	(270)	(286)	(80)	(84)	(63)
其他收益/(损失)	26	1,007	175	212	131
税前利润	(2,016)	2,445	1,464	1,627	1,172
所得税	511	(379)	(359)	(400)	(286)
少数股东权益	(23)	(10)	(5)	(6)	(4)
净利润	(1,528)	2,055	1,099	1,220	881
核心净利润	(1,515)	1,179	1,055	1,139	881
每股收益(人民币)	(0.142)	0.190	0.102	0.113	0.082
核心每股收益(人民币)	(0.140)	0.109	0.098	0.106	0.082
每股股息(人民币)	0.000	0.100	0.040	0.040	0.030
收入增长(%)	(3)	21	(7)	2	(4)
息税前利润增长(%)	(267)	(197)	(21)	9	(26)
息税折旧前利润增长(%)	(103)	(4,373)	(8)	5	(9)
每股收益增长(%)	(260)	(234)	(47)	11	(28)
核心每股收益增长(%)	(300)	(178)	(11)	8	(23)

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	(2,016)	2,445	1,464	1,627	1,172
折旧与摊销	1,683	2,097	2,150	2,198	2,254
净利息费用	270	286	80	84	63
运营资本变动	(2,243)	(607)	464	(117)	320
税金	(43)	(9)	(359)	(400)	(286)
其他经营现金流	749	1,264	(9)	(73)	6
经营活动产生的现金流	(1,600)	5,475	3,789	3,319	3,528
购买固定资产净值	(4,260)	(1,323)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
投资减少/增加	74	539	(91)	(90)	(90)
其他投资现金流	13	155	(54)	(48)	(43)
投资活动产生的现金流	(4,172)	(629)	(2,144)	(2,138)	(2,133)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	6,586	(4,118)	(894)	(700)	(709)
支付股息	(388)	(379)	(540)	(432)	(432)
其他融资现金流	(356)	(377)	(173)	(156)	(138)
融资活动产生的现金流	5,842	(4,874)	(1,607)	(1,288)	(1,279)
现金变动	70	(28)	37	(107)	116
期初现金	91	161	133	171	64
公司自由现金流	(5,662)	4,846	1,698	1,229	1,438
权益自由现金流	457	351	577	325	548

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	161	133	171	64	180
应收帐款	93	148	137	139	133
库存	8,938	9,039	8,558	8,697	8,314
其他流动资产	3,699	5,166	5,010	5,130	5,017
流动资产总计	12,891	14,486	13,875	14,030	13,644
固定资产	17,469	16,669	15,487	14,549	13,555
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	6,102	5,481	6,718	7,662	8,605
长期资产总计	23,571	22,151	22,205	22,210	22,160
总资产	36,463	36,637	36,080	36,241	35,804
应付帐款	2,887	2,740	2,594	2,636	2,520
短期债务	11,024	7,094	6,200	5,709	5,209
其他流动负债	5,017	8,183	8,103	8,126	8,062
流动负债总计	18,927	18,017	16,896	16,472	15,791
长期借款	1,231	628	628	419	209
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	7,200	10,800	10,800	10,800	10,800
储备	8,837	6,932	7,492	8,280	8,729
股东权益	16,037	17,732	18,292	19,080	19,529
少数股东权益	267	259	265	271	275
总负债及权益	36,463	36,637	36,080	36,241	35,804
每股帐面价值(人民币)	1.48	1.64	1.69	1.77	1.81
每股有形资产(人民币)	1.48	1.64	1.69	1.77	1.81
每股净负债/(现金)(人民币)	1.12	0.70	0.62	0.56	0.49

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	(0.1)	3.6	3.6	3.7	3.5
息税前利润率	(2.0)	1.6	1.4	1.5	1.2
税前利润率	(2.3)	2.3	1.5	1.6	1.2
净利率	(1.8)	1.9	1.1	1.2	0.9
流动性(倍)					
流动比率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
利息覆盖率	(5.0)	4.6	7.9	9.6	8.0
净权益负债率(%)	74.2	42.2	35.9	31.3	26.5
速动比率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
估值(倍)					
市盈率	N/M	8.5	16.0	14.4	19.9
核心业务市盈率	N/M	14.9	16.6	15.4	19.9
目标价对应核心业务市盈率	N/M	15.5	17.4	16.1	20.8
市净率	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
价格/现金流	(11.0)	3.2	4.6	5.3	5.0
企业价值/息税折旧前利润	(302.4)	5.9	6.0	5.5	5.8
周转率					
存货周转天数	29.9	31.8	33.5	32.4	33.3
应收帐款周转天数	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
应付帐款周转天数	12.6	9.7	10.0	9.6	9.9
回报率(%)					
股息支付率	n.a.	52.5	39.3	35.4	36.8
净资产收益率	(9.0)	12.2	6.1	6.5	4.6
资产收益率	(5.3)	4.0	2.8	3.1	2.3
已运用资本收益率	(6.4)	6.7	5.7	6.2	4.7

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(无论与否修改)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