

2010年8月24日

中国石化

估值非常低廉

买入
A
 600028.SS - 人民币 8.44
 目标价格: 人民币 9.50 (↑9.76)

买入
H
 0386.HK - 港币 6.26
 目标价格: 港币 7.03 (↑7.00)

刘志成, CFA

(852) 2905 2130

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209030301

上半年中国石化的利润比我们预期高出 11%，主要是因为公司在原油价格大跌时大量囤货，使炼油业务表现超出了预期。虽然这对未来业绩的正面影响将逐步减退，但是目前 H、A 股估值都很低廉。我们将 H 股目标价从 7.00 港币上调至 7.03 港币，将 A 股目标价从 9.76 人民币下调至 9.50 人民币。维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司的中期业绩超预期；
- 公司治理良好，针对进一步提升盈利能力制定了周密的发展策略；
- 估值低廉。

评级面临的主要风险

- 我国政府未能及时以合理幅度上调成品油价格；
- 资本性开支庞大，负债率相对较高。

估值

- 我们依然根据 1.25 倍 2010 年预期市净率对 H 股估值。在调高 2010 年盈利预测的基础上，我们将 H 股目标价从 7.00 港币微调至 7.03 港币。
- 自我们 7 月 29 日出版最新一期报告以来，A-H 股三个月平均溢价从 60% 进一步缩窄至 55%，我们将 A 股目标价从 9.76 人民币下调至 9.50 人民币。

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 (%)	28	8	27	(25)
相对新华富时 A50 指数 (%)	(2)	(6)	(3)	15

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)	86,702
流通股 (%)	4
流通股市值 (人民币 百万)	30,003
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	326
净负债比率 (%)	57
主要股东 (%)	
中国石化集团公司	76

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

图表 1. 投资摘要 (A 股)

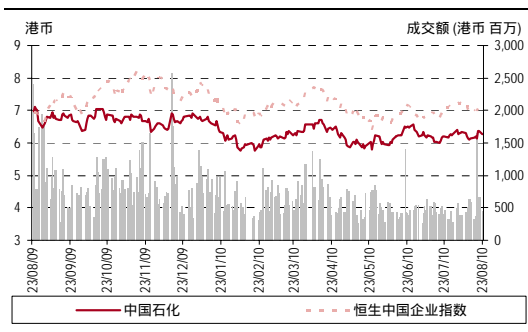
年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	1,444,291	1,345,052	1,796,306	1,872,140	1,953,280
变动 (%)	20	(7)	34	4	4
净利润 (人民币 百万)	28,445	61,290	65,865	64,795	61,921
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.328	0.707	0.738	0.726	0.693
变动 (%)	(49.7)	115.5	4.3	(1.6)	(4.4)
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.798	0.864	0.960
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.713	0.720	0.689
调整幅度 (%)	-	-	3.4	0.8	0.6
核心每股收益 (人民币)	0.328	0.707	0.738	0.726	0.693
变动 (%)	(49.7)	115.5	4.3	(1.6)	(4.4)
全面摊薄市盈率 (倍)	25.7	11.9	11.4	11.6	12.2
核心市盈率 (倍)	25.7	11.9	11.4	11.6	12.2
每股现金流量 (人民币)	1.03	1.93	1.87	1.76	1.75
价格/每股现金流量 (倍)	8.2	4.4	4.5	4.8	4.8
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	37.7	6.9	6.4	6.0	6.1
每股股息 (人民币)	0.120	0.180	0.190	0.185	0.180
股息率 (%)	1.4	2.1	2.3	2.2	2.1

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)



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(%)	0	16	0	(31)
相对恒生中国 企业指数(%)	2	6	1	7

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)	86,702
流通股 (%)	19
流通股市值 (港币 百万)	105,295
3 个月日均交易额 (港币 百万)	501
净负债比率 (%)	56

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)	444,291	345,052	835,185	914,527	997,701
变动 (%)	20	(7)	36	4	4
净利润 (人民币 百万)	28,525	61,760	65,888	64,817	61,943
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.329	0.712	0.738	0.726	0.694
变动 (%)	(49.5)	116.5	3.6	(1.6)	(4.4)
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.747	0.815	0.878
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.713	0.720	0.690
调整幅度 (%)	-	-	3.4	0.8	0.6
全面摊薄市盈率 (倍)	16.6	7.7	7.4	7.5	7.9
每股现金流量 (人民币)	0.89	1.84	2.02	1.71	1.76
价格/每股现金流量 (倍)	6.1	3.0	2.7	3.2	3.1
企业价值息税折旧前 利润(倍)	9.6	5.0	4.6	4.3	4.4
每股股息 (人民币)	0.120	0.180	0.190	0.185	0.180
股息率 (%)	2.2	3.3	3.5	3.4	3.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中期业绩超预期

按照国际会计准则，上半年中国石化实现盈利 355 亿人民币，同比增长 7%，超出我们预期 11%；在中国会计准则下，盈利同比增长 7%至 354 亿人民币。

我们的预测与实际业绩之间的差额主要来自于表现好于预期的炼油业务。

各业务表现不一

根据我们每周跟踪一次价格的简化的炼油毛利模型，2 季度公司的炼油业务应出现小额亏损。但是，公司的原油采购管理非常精明，公司趁 2 季度油价下跌之机采购了大量的原油，成功的将上半年的平均石油成本同比增幅控制在了 65%，而同期勘探与生产业务的油价同比上涨了 89%。

因此，2 季度公司的炼油毛利从 1 季度的每桶 4.28 美元提高到 5.14 美元。按照国际会计准则，2 季度炼油业务的经营利润达到 42.3 亿人民币，环比增长 1.9 倍。按照国际会计准则，上半年炼油业务的经营利润同比下滑 71%至 57 亿人民币，主要是因为去年的比较基数过高。

在国际会计准则下，上半年化工业务的经营利润同比下滑 15%至 83 亿人民币。其中，2 季度的经营利润环比大幅下滑 53%至 27 亿人民币，这是因为 1 季度几个大型的石化综合厂开始大规模生产较大的增加了供应，但是同期需求并不旺盛，因而产品价格下降。5 月部分主要石化产品的价差开始缩窄。

所有上述这些负面因素均被国际会计准则下勘探与生产业务经营利润同比增长 3 倍至 220 亿人民币所抵消。该业务表现出色主要是由上半年油价同比上涨 89%至 70.6 美元/桶所拉动。在 09 年 4 季度投产的普光气田带来贡献的推动下，天然气产量同比增长 40%。

在国际会计准则下，营销和分销业务的经营利润同比增长 16%至 145 亿人民币。公司受益于成品油销量增长，上半年国内销量同比增长 18%。

业绩摘要 - H 股

(十亿人民币)	09年 上半年	10年上 半年	同比变 动%
营收	534.0	936.5	75
采购和供应	(361.5)	(741.1)	105
一般、管理和销售费用	(22.5)	(22.9)	2
折旧与摊销	(24.6)	(26.8)	9
勘探费用	(4.4)	(5.7)	31
员工费用	(12.9)	(15.0)	16
其他税金	(61.5)	(75.4)	23
其他	(0.5)	0.2	NM
经营利润	46.2	49.8	8
净财务成本	(4.0)	(3.4)	(14)
其他	0.3	0.1	(67)
联营公司及合资控股			
公司	1.4	1.9	42
税前利润	43.8	48.4	10
税金	(9.1)	(11.0)	21
税后利润	34.7	37.3	8
少数股东权益	(1.5)	(1.9)	29
净利润	33.2	35.5	7
每股收益(人民币)	0.383	0.409	7
每股派息(人民币)	0.070	0.080	14

资料来源：公司数据

分部经营利润 - H 股

(十亿人民币)	09年 上半年	10年上 半年	同比变 动%
勘探和生产	5.5	22.0	300
炼油	19.9	5.7	(71)
营销和分销	12.5	14.5	16
化工	9.8	8.3	(15)
总部	(1.5)	(0.7)	(53)
总计	46.2	49.8	8

资料来源：公司数据

非燃料业务发展势头迅猛

依靠加油站网络，公司加快了非燃料业务的开发。截至6月末，约有 14,500 个加油站(占总数的 48%)已经设立了“易捷”便利店。其他非燃料业务包括快餐店和汽车维修服务。上半年，其加油站的非燃料服务收入同比增长了 1.2 倍。公司的目标是在其 60% 的加油站设立便利店，到 2015 年将非燃料业务收入提高到 100 亿人民币以上。届时，这将成为公司重要的盈利来源。

集中化销售燃油

今年 5 月，公司建立了一家燃油销售公司，集中销售燃油，这也是过去公司一直忽略的一个市场。公司重点开发国内的免税船用燃油市场，拉动销量增长。因此，上半年公司的燃油销量同比增长 95% 至 1,215 万桶。

预计下半年盈利将下降

我们预计今年下半年公司的盈利将环比下滑 14%。根据目前的价格预测，我们预计公司炼油毛利将提高，但是我们认为因低价采购原油带来的好处可能不能延续到下半年。此外，我们认为化工业务低盈利的状态会持续到下半年。同时，我们预计下半年公司的油价可能小幅走低。

调整盈利预测和目标价格

根据中期业绩及收购母公司的安哥拉石油资产的完成时间从 8 月推迟到 10 月，我们更新了盈利模型，将 2010-12 年的盈利预测上调 1-3%。预计未来三年公司的盈利增长平平。尽管如此，考虑到低估值水平，我们依然对 A、H 股维持 **买入** 评级。

基于 1.25 倍 2010 年预期市净率，我们将 H 股目标价从 7.00 港币上调至 7.03 港币。自我们 7 月 29 日出版最新一期报告以来，A-H 股三个月平均溢价从 60% 进一步缩窄至 55%，我们将 A 股目标价从 9.76 人民币下调至 9.50 人民币。

业绩摘要 - A股

(十亿人民币)	09年 上半年	10年上 半年	同比变 动%
主营业务收入	534.0	936.5	75
销售成本	(389.3)	(767.0)	97
销售税及其附加	(61.5)	(75.4)	23
销售费用	(12.1)	(14.2)	18
管理费用	(20.1)	(24.3)	21
财务费用	(3.9)	(3.6)	(6)
勘探费用, 包括钻井	(4.4)	(5.7)	31
减值亏损	(0.2)	(0.7)	316
公允价值亏损	(0.4)	0.5	NA
投资收入	1.8	2.0	11
经营利润	44.0	48.0	9
非经营收入	0.4	0.7	57
非经营费用	(0.7)	(0.3)	(52)
税前利润	43.8	48.3	10
税金	(9.1)	(11.0)	21
少数股东权益	(1.5)	(1.9)	29
净利润	33.2	35.4	7
每股收益(人民币)	0.383	0.409	7
每股派息(人民币)	0.070	0.080	14

资料来源: 公司数据

分部经营利润 - A股

(十亿人民币)	09年 上半年	10年上 半年	同比变 动%
勘探和生产	5.7	22.0	284
炼油	20.0	5.6	(72)
营销和分销	12.6	14.2	13
化工	9.7	8.0	(17)
总部	(1.4)	(0.7)	(48)
财务成本、公允价值和 投资收入变动	(2.5)	(1.1)	(55)
总计	44.0	48.0	9

资料来源: 公司数据

图表 2. 经营数据

	09年 上半年	10年 上半年	同比变动 %
勘探与生产			
原油产量(百万桶)	149.1	149.2	0
天然气(十亿立方米)	142.5	200.6	41
实现油价(美元/桶)	37.26	70.61	89
实现天然气价格(美元/千立方英尺)	3.98	4.39	10
采油成本(美元/桶)	12.54	12.86	2
炼油			
原油加工(百万吨)	86.90	101.45	17
汽油产量(百万吨)	16.99	17.77	5
柴油产量(百万吨)	32.40	36.72	13
煤油产量(百万吨)	4.64	6.03	30
化工轻油产量(百万吨)	12.04	17.15	42
轻油收率(%)	74.94	75.60	0.66ppt
炼油收益率(%)	93.84	94.65	0.81ppt
炼油毛利(美元/桶)	8.60	4.72	(45)
现金经营成本(美元/桶)	2.60	2.63	1
营销与分销			
批发量(百万吨)	8.83	10.75	22
直销量(百万吨)	11.44	15.70	37
零售量(百万吨)	37.43	41.70	11
自销量总计(百万吨)	57.71	68.15	18
自有或经营加油站	28,842	29,357	2
特许经营加油站	642	593	(8)
加油站总数	29,484	29,950	2
每个加油站的年均销量(吨)	2,596	2,841	9
现金经营成本(人民币/吨)	164.3	159.9	(3)
化工			
主要产品产量*(千吨)			
乙烯	2,973	4,202	41
合成树脂	4,738	6,088	28
合成橡胶	629	676	7
合成纤维单体及聚合物	3,721	4,275	15
合成纤维	409	485	19
尿素	892	932	4

* 包括合资公司 100%产量

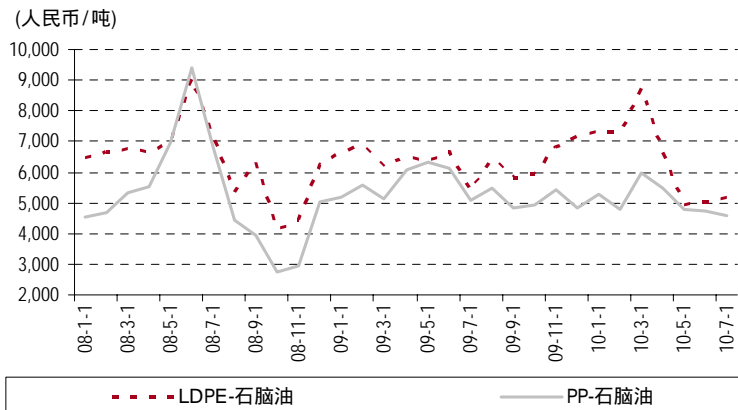
资料来源: 公司数据

图表 3. 中国石化预期简化炼油业务利润率



资料来源：发改委、彭博、中银国际研究预测

图表 4. 化工业务的主要产品价格差



资料来源：中国石油和化学工业联合会、中银国际研究

图表 5. 分部经营利润预测

(十亿人民币)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
勘探与生产	66.57	19.64	38.69	40.64	40.66
炼油	(63.63)	23.08	16.64	14.40	13.12
营销和分销	38.52	30.30	31.86	35.56	37.78
化工	(12.95)	13.61	11.85	9.24	5.21
总部及其他	(2.17)	(2.21)	(2.18)	(2.59)	(3.02)
总计	26.34	84.43	96.88	97.26	93.75

资料来源：公司数据、中银国际研究

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	1,444,291	1,345,052	1,796,306	1,872,140	1,953,280
销售成本	(1,321,030)	(1,035,815)	(1,418,383)	(1,479,778)	(1,551,051)
经营费用	(97,991)	(175,091)	(222,665)	(230,483)	(240,388)
息税折旧前利润	(21,081)	83,629	96,066	96,446	92,940
折旧及摊销	(46,351)	(50,517)	(59,192)	(65,433)	68,901
经营利润 (息税前利润)	25,270	134,146	155,259	161,879	161,841
净利息收入/(费用)	(9,137)	(7,016)	(8,480)	(10,174)	(10,568)
其他收益/(损失)	52,243	3,463	4,088	3,913	3,813
税前利润	22,025	80,076	91,675	90,185	86,185
所得税	2,846	(16,076)	(22,919)	(22,546)	(21,546)
少数股东权益	3,574	(2,710)	(2,891)	(2,844)	(2,718)
净利润	28,445	61,290	65,865	64,795	61,921
核心净利润	28,445	61,290	65,865	64,795	61,921
每股收益(人民币)	0.328	0.707	0.738	0.726	0.693
核心每股收益(人民币)	0.328	0.707	0.738	0.726	0.693
每股股息(人民币)	0.120	0.180	0.190	0.185	0.180
收入增长(%)	20	(7)	34	4	4
息税前利润增长(%)	(127)	(497)	15	0	(4)
息税折旧前利润增长(%)	(79)	431	16	4	0
每股收益增长(%)	(50)	115	4	(2)	(4)
核心每股收益增长(%)	(50)	115	4	(2)	(4)

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	7,760	9,986	10,695	16,062	15,768
应收帐款	12,990	26,592	35,513	37,013	38,617
库存	95,979	141,611	193,914	202,307	212,051
其他流动资产	32,082	11,034	85,411	75,704	96,093
流动资产总计	148,811	189,223	325,533	331,087	362,529
固定资产	534,060	584,968	657,830	707,485	753,494
无形资产	30,676	37,025	35,779	34,533	33,287
其他长期资产	49,750	55,259	55,259	55,259	55,259
长期资产总计	614,486	677,252	748,868	797,277	842,040
总资产	763,297	866,475	1,074,401	1,128,363	1,204,569
应付帐款	56,464	97,749	133,852	139,645	325,124
短期债务	108,926	72,541	4,071	43,012	5,389
其他流动负债	104,679	131,072	180,235	190,875	21,015
流动负债总计	270,069	301,362	318,157	373,532	351,528
长期借款	127,144	145,828	271,267	218,256	267,867
其他长期负债	15,918	18,700	18,700	18,700	18,700
股本	86,702	86,702	86,702	86,702	86,702
储备	242,598	290,480	353,280	402,035	447,915
股东权益	329,300	377,182	439,982	488,737	534,617
少数股东权益	20,866	23,403	26,294	29,138	31,856
总负债及权益	763,297	866,475	1,074,401	1,128,363	1,204,568
每股帐面价值(人民币)	3.80	4.35	5.07	5.64	6.17
每股有形资产(人民币)	3.44	3.92	4.66	5.24	5.78
每股净负债/(现金)(人民币)	2.63	2.40	3.05	2.83	2.97

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	22,025	80,076	91,675	90,185	86,185
折旧与摊销	46,351	50,517	59,192	65,433	68,901
净利息费用	9,137	7,016	8,480	10,174	10,568
运营资本变动	(17,643)	28,938	22,547	6,290	4,001
税金	(21,073)	(4,027)	(22,919)	(22,546)	(21,546)
其他经营现金流	50,614	4,514	3,016	3,116	3,216
经营活动产生的现金流	89,411	167,034	161,991	152,652	151,325
购买固定资产净值	(109,483)	(114,063)	(128,788)	(112,000)	(112,000)
投资减少/增加	(2,485)	(2,848)	0	0	0
其他投资现金流	2,244	1,137	0	0	0
投资活动产生的现金流	(109,724)	(115,774)	(128,788)	(112,000)	(112,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	58,437	(19,116)	(7,541)	(9,071)	(13,012)
支付股息	(12,572)	(13,559)	(16,473)	(16,040)	(16,040)
其他融资现金流	(26,166)	(16,359)	(8,480)	(10,174)	(10,568)
融资活动产生的现金流	19,699	(49,034)	(32,494)	(35,285)	(39,620)
现金变动	(614)	2,226	709	5,368	(295)
期初现金	8,453	7,760	9,986	10,695	16,062
公司自由现金流	(19,867)	51,537	33,733	41,416	40,114
权益自由现金流	26,663	25,039	17,182	21,408	15,745

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	1.7	10.0	8.6	8.6	8.3
息税前利润率	(1.5)	6.2	5.3	5.2	4.8
税前利润率	1.5	6.0	5.1	4.8	4.4
净利率	2.0	4.6	3.7	3.5	3.2
流动性 (倍)					
流动比率	0.6	0.6	1.0	0.9	1.0
利息覆盖率	(2.2)	11.5	10.7	8.8	8.2
净权益负债率 (%)	65.2	52.0	56.8	47.3	45.5
速动比率	0.2	0.2	0.4	0.3	0.4
估值 (倍)					
市盈率	25.7	11.9	11.4	11.6	12.2
核心业务市盈率	25.7	11.9	11.4	11.6	12.2
目标价对应核心业务市盈率	29.0	13.4	12.9	13.1	13.7
市净率	2.2	1.9	1.7	1.5	1.4
价格/现金流	8.2	4.4	4.5	4.8	4.8
企业价值/息税折旧前利润	37.7	6.9	6.4	6.0	6.1
周转率					
存货周转天数	29.3	41.9	43.2	48.9	38.7
应收帐款周转天数	4.5	5.4	6.3	7.1	7.1
应付帐款周转天数	18.9	20.9	23.5	26.7	43.4
回报率 (%)					
股息支付率	36.6	25.5	25.0	24.8	25.2
净资产收益率	8.9	17.4	16.1	14.0	12.1
资产收益率	(2.8)	8.2	7.4	6.6	6.0
已运用资本收益率	(3.7)	13.9	14.2	12.8	11.6

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	1,444,291	1,345,052	1,835,185	1,914,527	1,997,701
销售成本	(1,370,475)	(1,213,211)	(1,689,816)	(1,764,436)	(1,847,919)
经营费用	(1,159)	3,077	10,700	12,599	12,869
息税折旧前利润	26,336	84,431	96,877	97,256	93,750
折旧及摊销	(46,321)	(50,487)	(59,192)	(65,433)	68,901
经营利润(息税前利润)	72,657	134,918	156,069	162,690	162,651
净利息收入/(费用)	(11,461)	(7,105)	(8,480)	(10,174)	(10,568)
其他收益/(损失)	7,241	3,242	3,327	3,152	3,052
税前利润	22,116	80,568	91,725	90,235	86,234
所得税	2,840	(16,084)	(22,931)	(22,559)	(21,558)
少数股东权益	3,569	(2,724)	(2,906)	(2,859)	(2,732)
净利润	28,525	61,760	65,888	64,817	61,943
核心净利润	28,525	61,760	65,888	64,817	61,943
每股收益(人民币)	0.329	0.712	0.738	0.726	0.694
核心每股收益(人民币)	0.329	0.712	0.738	0.726	0.694
每股股息(人民币)	0.120	0.180	0.190	0.185	0.180
收入增长(%)	20	(7)	36	4	4
息税前利润增长(%)	(69)	221	15	0	(4)
息税折旧前利润增长(%)	(44)	86	16	4	0
每股收益增长(%)	(50)	117	4	(2)	(4)
核心每股收益增长(%)	(50)	117	4	(2)	(4)

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	7,760	9,986	23,985	24,958	25,569
应收帐款	12,990	26,592	35,513	37,013	38,617
库存	95,979	141,611	193,214	201,567	210,324
其他流动资产	48,669	23,091	88,731	79,516	100,520
流动资产总计	165,398	201,280	341,443	343,054	375,030
固定资产	534,060	584,968	657,012	704,395	748,157
无形资产	14,237	14,072	14,072	14,072	14,072
其他长期资产	65,477	77,522	79,267	80,912	82,457
长期资产总计	613,774	676,562	750,351	799,379	844,686
总资产	779,172	877,842	1,091,794	1,142,433	1,219,716
应付帐款	56,464	97,749	140,711	146,078	152,916
短期债务	108,926	72,541	4,071	43,012	5,389
其他流动负债	121,266	143,129	204,829	212,536	222,358
流动负债总计	286,656	313,419	349,611	401,626	380,662
长期借款	127,144	145,828	271,267	218,256	267,867
其他长期负债	16,830	19,742	19,742	19,742	19,742
股本	86,702	86,702	86,702	86,702	86,702
储备	241,187	288,959	338,373	387,150	433,053
股东权益	327,889	375,661	425,075	473,852	519,755
少数股东权益	20,653	23,192	26,098	28,957	31,689
总负债及权益	779,172	877,842	1,091,794	1,142,433	1,219,716
每股帐面价值(人民币)	3.78	4.33	4.90	5.47	5.99
每股有形资产(人民币)	3.62	4.17	4.74	5.30	5.83
每股净负债(现金)(人民币)	2.63	2.40	2.90	2.73	2.86

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	22,116	80,568	91,725	90,235	86,234
折旧与摊销	46,321	50,487	59,192	65,433	68,901
净利息费用	11,461	7,105	8,480	10,174	10,568
运营资本变动	9,371	15,571	35,724	1,859	4,871
税金	(21,072)	(4,027)	(22,931)	(22,559)	(21,558)
其他经营现金流	9,273	9,476	3,091	3,116	3,216
经营活动产生的现金流	77,470	159,180	175,281	148,258	152,231
购买固定资产净值	(108,924)	(113,469)	(128,788)	(112,000)	(112,000)
投资减少/增加	(1,458)	(2,142)	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(110,382)	(115,611)	(128,788)	(112,000)	(112,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	58,437	(19,116)	(7,541)	(9,071)	(13,012)
支付股息	(12,572)	(13,559)	(16,473)	(16,040)	(16,040)
其他融资现金流	(14,573)	(8,669)	(8,480)	(10,174)	(10,568)
融资活动产生的现金流	31,292	(41,344)	(32,494)	(35,285)	(39,620)
现金变动	(1,620)	2,225	13,999	974	611
期初现金	9,459	7,760	9,986	23,985	24,958
公司自由现金流	(32,466)	43,846	47,023	37,022	41,020
权益自由现金流	14,064	17,348	30,472	17,014	16,651

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	5.0	10.0	8.5	8.5	8.1
息税前利润率	1.8	6.3	5.3	5.1	4.7
税前利润率	1.5	6.0	5.0	4.7	4.3
净利率	2.0	4.6	3.6	3.4	3.1
流动性(倍)					
流动比率	0.6	0.6	1.0	0.9	1.0
利息覆盖率	2.2	11.4	10.8	8.9	8.3
净权益负债率(%)	65.5	52.2	55.7	47.0	44.9
速动比率	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4
估值(倍)					
市盈率	16.6	7.7	7.4	7.5	7.9
核心业务市盈率	16.6	7.7	7.4	7.5	7.9
目标价对应核心业务市盈率	18.7	8.6	8.3	8.5	8.9
市净率	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9
价格/现金流	6.1	3.0	2.7	3.2	3.1
企业价值/息税折旧前利润	9.6	5.0	4.6	4.3	4.4
周转率					
存货周转天数	28.2	35.7	36.2	40.8	37.6
应收帐款周转天数	4.5	5.4	6.2	6.9	6.9
应付帐款周转天数	18.9	20.9	23.7	27.3	27.3
回报率(%)					
股息支付率	36.5	25.3	25.0	24.7	25.2
净资产收益率	9.0	17.6	16.5	14.4	12.5
资产收益率	3.5	8.2	7.4	6.5	6.0
已运用资本收益率	4.9	14.1	14.5	13.2	11.9

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；(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