

2010年8月27日

中国石油

派息丰厚

A **买入**
 601857.SS - 人民币 10.24
 目标价格: 人民币 11.78 (↓9.21%)

H **买入**
 0857.HK - 港币 8.51
 目标价格: 港币 9.73 (↓9.87%)

刘志成, CFA

(00852) 2905 2130

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209030301

中国石油的中期盈利同比增长 29%，基本符合我们的预期。我们预计下半年公司盈利环比增长平平。虽然未来两年公司的增长或许有限，但是派息很有吸引力。我们对该股维持买入评级。

支撑评级的要点

- 未来国内天然气涨价的最大受益者；
- 石油暴利税的起征点可能调高；
- 估值具有吸引力。

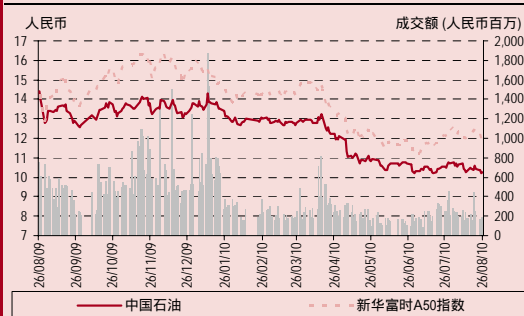
评级面临的主要风险

- 石油价格大幅走软，因而成品油价格回落；
- 成熟油田的采油成本大幅上升。

估值

- 基于分部加总法，我们将中国石油 H 股的目标价从 9.87 港币下调至 9.73 港币；
- 自 7 月末我们出版最新一期报告以来，A-H 股三个月平均溢价从 42% 进一步缩窄至 39%，因此我们将 A 股目标价从 12.21 人民币下调至 11.78 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(%)	(26)	(3)	(5)	(29)
相对新华富时 A50 指数(%)	(1)	(2)	(4)	(12)

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)	183,021
流通股 (%)	2
流通股市值 (人民币 百万)	41,231
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	197
净负债比率 (%) (2010E)	32
主要股东 (%)	
中国石油天然气集团公司	86

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)

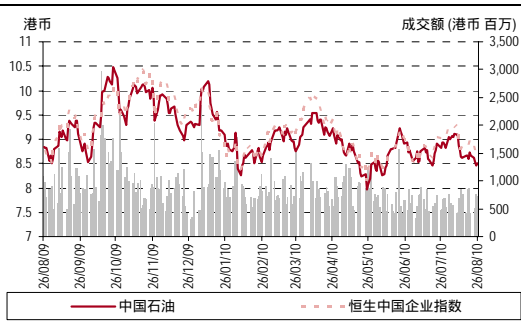
年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	1,072,604	1,019,275	1,273,398	1,373,401	1,451,515
变动 (%)	28	(5)	25	8	6
净利润 (人民币 百万)	113,820	103,173	129,793	131,423	133,698
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.622	0.564	0.709	0.718	0.731
变动 (%)	(23.3)	(9.4)	25.8	1.3	1.7
市场预测每股收益 (人民币)	-	-	0.761	0.858	0.924
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.721	0.720	0.730
调整幅度 (%)	-	-	(1.7)	(0.2)	0.1
全面摊薄市盈率(倍)	16.5	18.2	14.4	14.3	14.0
每股现金流量 (人民币)	0.97	1.49	1.32	1.44	1.49
价格/每股现金流量 (倍)	10.5	6.9	7.8	7.1	6.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.9	8.5	7.6	7.5	7.5
每股股息 (人民币)	0.281	0.254	0.320	0.324	0.329
股息率 (%)	2.7	2.5	3.1	3.2	3.2

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(%)	(9)	(4)	6	(4)
相对恒生中国企业指数(%)	2	0	2	(2)

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)	183,021
流通股 (%)	12
流通股市值 (港币 百万)	179,113
3 个月日均交易额 (港币 百万)	655
净负债比率 (%) (2010E)	27

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)	1,072,604	1,019,275	1,273,398	1,373,401	1,451,515
变动 (%)	28	(5)	25	8	6
净利润 (人民币 百万)	114,453	103,387	130,008	131,637	133,912
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.625	0.565	0.710	0.719	0.732
变动 (%)	(23.4)	(9.7)	25.7	1.3	1.7
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.735	0.829	0.930
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.722	0.721	0.731
调整幅度 (%)	-	-	(1.7)	(0.2)	0.1
全面摊薄市盈率 (倍)	11.9	13.2	10.5	10.3	10.2
每股现金流量 (人民币)	0.95	1.45	1.32	1.42	1.50
价格/每股现金流量 (倍)	7.9	5.1	5.6	5.2	5.0
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	5.8	6.5	5.6	5.6	5.7
每股股息 (人民币)	0.281	0.254	0.320	0.324	0.329
股息率 (%)	3.8	3.4	4.3	4.4	4.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中期盈利符合预期

2010 年上半年，中国石油按照国际会计准则计算的盈利同比增长 29%至 653 亿人民币，略低于我们预期的 670 亿人民币。在中国会计准则下，盈利同比增长 30%至 652 亿人民币。

业绩增长主要得益于油价高企拉动勘探与生产业务的盈利大幅增长。

勘探与生产业务盈利高增长是业绩的最大动力

在国际会计准则下，上半年公司勘探与生产业务的经营利润同比大幅增长 95%至 734 亿人民币。业绩表现出色主要是因为实现油价同比上升 71%至 72.42 美元/桶，完全抵消了现金操作成本同比上升 7%至 9.23 美元/桶的负面影响。

按照国际会计准则，炼油和化工业务的经营利润同比下滑 68%至 55 亿人民币。其中，炼油业务的息税前利润同比大幅缩水 78%至 30 亿人民币。这主要是因为政府的价格管制下，成品油的价格涨幅远远落后于油价。化工业务的经营利润同比下滑 27%至 25 亿人民币。由于产能扩张的速度已经超出了需求增长，因此行业整体利润率出现了下滑。

期内，国际会计准则下销售业务的经营利润仅同比增长 3%至 75 亿人民币。尽管国内的总销量同比增长 27%，但是由于市场竞争激烈，部分成品油的价格并没能达到政府规定的价格上限。

按照国际会计准则，天然气和管道业务在上半年实现经营利润 112 亿人民币，同比增幅达到 14%。销量升级和天然气价格、传输费用上涨抵消了进口成本的高企。

预计下半年盈利表现平平

我们预计今年下半年公司的经营表现与上半年不会有太大差异。虽然 6 月初天然气涨价将在下半年有全期贡献，但是资源税上升和化工业务盈利进一步下滑将抵消其正面影响。

图表 2.业绩摘要(H股)

(人民币, 十亿)	09年 上半年	10年 上半年	同比变 动%
营收	415.3	684.8	65
采购和供应	(180.9)	(362.5)	100
薪酬成本	(30.6)	(37.7)	23
勘探费用	(11.1)	(15.8)	42
折旧与摊销	(42.9)	(55.9)	30
一般、管理和销售费用	(27.0)	(34.1)	26
其他税费	(56.7)	(89.2)	57
其他	(0.1)	(0.7)	902
经营利润	66.0	88.9	35
财务成本	(2.9)	(2.7)	(5)
联营公司	0.7	2.4	230
税前利润	63.9	88.6	39
税金	(11.8)	(18.2)	54
税后利润	52.0	70.4	35
少数股东权益	(1.5)	(5.1)	231
净利润	50.5	65.3	29
每股收益(人民币)	0.276	0.357	29
每股派息(人民币)	0.124	0.161	29

资料来源: 公司数据

图表 3.经营利润构成(H股)

(人民币, 十亿)	09年 上半年	10年 上半年	同比变 动%
经营利润			
勘探与生产	37.6	73.4	95
炼油与化工	17.2	5.5	(68)
炼油	13.8	3.0	(78)
化工	3.4	2.5	(27)
销售	7.3	7.5	3
天然气和管道	9.9	11.2	14
其他	(6.0)	(8.6)	44
总经营利润	66.0	88.9	35

资料来源: 公司数据

图表 4.目标价格估算(H股)

估值方法	2010E 每股净资产 值 (人民币)
勘探与生产	现金流贴现率 10% 6.65
炼油和化工	1.25 倍账面价值 1.24
销售	1.25 倍账面价值 0.70
天然气和管道	现金流贴现率 10% 1.84
总部费用	现金流贴现率 10% (0.51)
净现金/(负债)	资产负债 (1.45)
净资产值(人民币)	8.47
净资产值(港币)	9.73

资料来源: 中银国际研究预测

资本性开支预算提高

中国石油将 2010 年资本性开支预算同比提高 3%至 3,009 亿人民币, 主要用于塔里木油田的开发。此外, 公司还将扩大销售网络, 包括兴建加油站。

调整盈利预测和评级

根据中报, 我们更新了盈利模型, 将 2010 年盈利预测下调 2%。由于估值具有吸引力, 尤其是股息率, 我们依然维持 A、H 股的买入评级。公司派息慷慨, 自 H 股上市以来一直维持 45%的派息率。

基于分部加总法, 我们将中国石油 H 股的目标价从 9.87 港币下调至 9.73 港币; 自 7 月末我们出版最新一期报告以来, A-H 股三个月平均溢价从 42%进一步缩窄至 39%, 因此我们将 A 股目标价从 12.21 人民币下调至 11.78 人民币。

图表 5.业绩摘要(A股)

(人民币, 十亿)	09年 上半年	10年 上半年	同比变 动%
收入	415.3	684.8	65
销售成本	(248.9)	(448.2)	80
税金及特别收益金	(54.4)	(86.1)	58
毛利润	112.0	150.5	34
销售费用	(21.0)	(26.5)	26
一般和管理费用	(24.8)	(31.5)	27
财务费用	(3.2)	(2.9)	(7)
资产减值亏损	(0.0)	(3.1)	7,563
投资收入	0.9	2.6	197
经营利润	63.9	89.1	39
非经营性收入	1.1	1.0	(5)
非经营性开支	(1.4)	(1.6)	14
税前利润	63.6	88.5	39
税金	(11.7)	(18.2)	55
税后利润	51.9	70.3	36
少数股东权益	(1.6)	(5.1)	230
净利润	50.3	65.2	30
每股收益(人民币)	0.275	0.356	30

资料来源: 公司数据

图表 6. 主营业务利润

(人民币, 十亿)	09年 上半年	10年 上半年	同比变 动%
勘探与生产	38.0	76.5	101
炼油与化工	17.2	5.8	NA
销售	7.3	7.8	7
天然气和管道	9.8	11.2	14
其他	(5.9)	(8.7)	46
未分配	(2.3)	(3.4)	49
总计	63.9	89.1	39

资料来源：公司数据

图表 7. 经营数据

	09年 上半年	10年 上半年	同比变动 %
勘探与生产			
产量			
原油(百万 桶)	417.7	424.7	2
可销售天然气(十亿 立方英尺)	1,021.1	1,153.1	13
总计	587.9	616.9	5
实现原油价格(美元/桶)	42.46	72.42	71
作业成本(美元/桶油当量)	8.59	9.23	7
炼油与化工			
原油加工(百万 桶)	389.3	439.1	13
成品油产量(百万 桶)			
汽油	11.2	11.0	(2)
柴油	22.3	26.2	18
煤油	1.0	1.2	14
利用率(%)	93.3	93.6	0.3 ppt
石化产品产量(千 吨)			
乙烯	1,322	1,809	37
合成树脂	2,029	2,762	36
原材料及聚合物	678	991	46
合成橡胶	191	304	59
尿素	2,054	1,846	(10)
销售			
销量(百万 吨)			
汽油	14.6	18.2	25
柴油	30.1	38.2	27
煤油	2.3	3.2	35
总销量(百万 吨)	47.0	59.5	27
平均售价(人民币/吨)			
汽油	5,327	6,392	20
柴油	4,465	5,770	29
煤油	3,303	4,719	43
加油站数量	17,411	17,293	(1)

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	1,072,604	1,019,275	1,273,398	1,373,401	1,451,515
销售成本	(801,113)	(762,856)	(963,564)	(1,049,171)	(1,113,538)
经营费用	(45,381)	(17,614)	(11,057)	(11,298)	(12,736)
经营利润 (息税前利润)	147,119	148,548	186,125	192,764	199,566
折旧及摊销	(78,991)	(90,257)	(112,652)	(120,168)	125,676
息税折旧前利润	226,110	238,805	298,777	312,932	325,242
净利息收入/(费用)	(1,243)	(4,409)	(7,275)	(10,680)	(14,281)
其他收益/(损失)	15,408	(4,372)	3,740	2,798	2,798
税前利润	161,284	139,767	182,590	184,882	188,082
所得税	(35,187)	(33,389)	(42,361)	(42,893)	(43,635)
少数股东权益	(12,277)	(3,205)	(10,436)	(10,567)	(10,750)
净利润	113,820	103,173	129,793	131,423	133,698
核心净利润	113,820	103,173	129,793	131,423	133,698
每股收益 (人民币)	0.622	0.564	0.709	0.718	0.731
核心每股收益(人民币)	0.622	0.564	0.709	0.718	0.731
每股股息 (人民币)	0.281	0.254	0.320	0.324	0.329
收入增长(%)	28	(5)	25	8	6
息税前利润增长(%)	(27)	1	25	4	4
息税折旧前利润增长(%)	(16)	6	25	5	4
每股收益增长(%)	(23)	(9)	26	1	2
核心每股收益增长(%)	(23)	(9)	26	1	2

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	46,085	88,284	48,879	62,902	66,127
应收帐款	16,810	28,785	35,962	38,786	40,992
库存	90,685	114,781	146,835	159,640	169,985
其他流动资产	73,876	63,863	114,174	114,934	115,427
流动资产总计	227,456	295,713	345,849	376,262	392,532
固定资产	901,082	1,075,840	1,264,088	1,422,820	1,576,044
无形资产	23,773	33,440	29,556	28,342	27,128
其他长期资产	44,651	45,749	45,749	45,749	45,749
长期资产总计	969,506	1,155,029	1,339,393	1,496,911	1,648,921
总资产	1,196,962	1,450,742	1,685,242	1,873,172	2,041,452
应付帐款	118,286	156,760	177,122	182,736	183,429
短期债务	93,670	88,851	191,819	327,196	411,664
其他流动负债	53,695	142,942	80,388	80,388	80,388
流动负债总计	265,651	388,553	449,330	590,320	675,481
长期借款	32,852	85,471	172,162	135,131	133,467
其他长期负债	50,020	68,607	68,607	68,607	68,607
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
储备	608,670	664,761	741,357	814,762	888,795
股东权益	791,691	847,782	924,378	997,783	1,071,816
少数股东权益	56,748	60,329	70,765	81,331	92,081
总负债及权益	1,196,962	1,450,742	1,685,242	1,873,172	2,041,452
每股帐面价值(人民币)	4.33	4.63	5.05	5.45	5.86
每股有形资产(人民币)	4.20	4.45	4.89	5.30	5.71
每股净负债/(现金)(人民币)	0.44	0.47	1.72	2.18	2.62

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	161,284	139,767	182,590	184,882	188,082
折旧与摊销	78,991	90,257	112,652	120,168	125,676
净利息费用	1,243	4,409	7,275	10,680	14,281
运营资本变动	(53,811)	46,240	(20,068)	(10,488)	(12,227)
税金	(35,187)	(33,389)	(42,361)	(42,893)	(43,635)
其他经营现金流	25,822	24,933	1,279	1,280	1,280
经营活动产生的现金流	178,342	272,217	241,366	263,629	273,457
购买固定资产净值	(224,194)	(267,112)	(300,900)	(278,900)	(278,900)
投资减少/增加	(10,061)	(14,503)	0	0	0
其他投资现金流	17,783	14,117	0	0	0
投资活动产生的现金流	(216,472)	(267,498)	(300,900)	(278,900)	(278,900)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	59,249	104,297	82,149	98,181	82,804
支付股息	(56,441)	(50,093)	(53,197)	(58,018)	(59,665)
其他融资现金流	12,702	(3,968)	(7,464)	(10,869)	(14,470)
融资活动产生的现金流	15,510	50,236	21,488	29,294	8,669
现金变动	(22,620)	54,955	(38,046)	14,024	3,226
期初现金	68,817	33,150	86,925	48,879	62,902
公司自由现金流	(35,853)	6,178	(58,003)	(14,030)	(4,035)
权益自由现金流	20,352	105,203	15,340	72,230	63,080

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	21.1	23.4	23.5	22.8	22.4
息税前利润率	13.7	14.6	14.6	14.0	13.7
税前利润率	15.0	13.7	14.3	13.5	13.0
净利率	10.6	10.1	10.2	9.6	9.2
流动性(倍)					
流动比率	0.9	0.8	0.8	0.6	0.6
利息覆盖率	41.8	25.3	21.1	16.2	12.7
净权益负债率(%)	9.5	9.5	31.7	37.0	41.2
速动比率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
估值(倍)					
市盈率	16.5	18.2	14.4	14.3	14.0
核心业务市盈率	16.5	18.2	14.4	14.3	14.0
目标价对应核心业务市盈率	18.9	20.9	16.6	16.4	16.1
市净率	2.4	2.2	2.0	1.9	1.7
价格/现金流	10.5	6.9	7.8	7.1	6.9
企业价值/息税折旧前利润	8.9	8.5	7.6	7.5	7.5
周转率					
存货周转天数	40.8	49.2	49.6	53.3	41.4
应收帐款周转天数	6.0	8.2	9.3	9.9	10.0
应付帐款周转天数	37.9	49.2	47.9	47.8	46.0
回报率(%)					
股息支付率	45.2	45.1	45.1	45.1	45.0
净资产收益率	14.9	12.6	14.6	13.7	12.9
资产收益率	10.2	8.5	9.1	8.3	7.8
已运用资本收益率	16.3	14.6	15.4	13.4	12.4

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	1,072,604	1,019,275	1,273,398	1,373,401	1,451,515
销售成本	(741,656)	(670,107)	(844,933)	(912,006)	(967,489)
经营费用	(76,618)	(113,465)	(131,089)	(149,863)	(160,185)
经营利润(息税前利润)	159,571	143,444	184,725	191,364	198,165
折旧及摊销	(94,759)	(92,259)	(112,652)	(120,168)	125,676
息税折旧前利润	254,330	235,703	297,376	311,532	323,841
净利息收入/(费用)	(767)	(3,813)	(7,275)	(10,680)	(14,281)
其他收益/(损失)	3,209	401	5,442	4,500	4,500
税前利润	162,013	140,032	182,891	185,184	188,384
所得税	(35,211)	(33,473)	(42,431)	(42,963)	(43,705)
少数股东权益	(12,349)	(3,172)	(10,453)	(10,584)	(10,767)
净利润	114,453	103,387	130,008	131,637	133,912
核心净利润	114,453	103,387	130,008	131,637	133,912
每股收益(人民币)	0.625	0.565	0.710	0.719	0.732
核心每股收益(人民币)	0.625	0.565	0.710	0.719	0.732
每股股息(人民币)	0.281	0.254	0.320	0.324	0.329
收入增长(%)	28	(5)	25	8	6
息税前利润增长(%)	(21)	(10)	29	4	4
息税折旧前利润增长(%)	(5)	(7)	26	5	4
每股收益增长(%)	(23)	(10)	26	1	2
核心每股收益增长(%)	(23)	(10)	26	1	2

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	43,575	86,954	49,953	61,019	64,968
应收帐款	16,810	28,785	35,962	38,786	40,992
库存	90,685	114,781	146,835	159,640	169,985
其他流动资产	73,876	63,863	63,863	63,863	63,863
流动资产总计	224,946	294,383	296,612	323,307	339,808
固定资产	900,424	1,075,467	1,263,715	1,422,447	1,575,671
无形资产	10,694	18,017	17,561	17,105	16,649
其他长期资产	60,171	62,421	66,921	71,421	75,921
长期资产总计	971,289	1,155,905	1,348,197	1,510,973	1,668,241
总资产	1,196,235	1,450,288	1,644,809	1,834,280	2,008,049
应付帐款	38,795	62,840	80,389	87,399	93,063
短期债务	93,670	148,851	191,819	327,196	411,664
其他流动负债	133,186	176,862	185,876	185,788	186,074
流动负债总计	265,651	388,553	458,084	600,383	690,801
长期借款	32,852	85,471	123,197	86,166	84,502
其他长期负债	49,892	68,563	68,563	68,563	68,563
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
储备	607,889	664,202	741,013	814,632	888,880
股东权益	790,910	847,223	924,034	997,653	1,071,901
少数股东权益	56,930	60,478	70,931	81,515	92,282
总负债及权益	1,196,235	1,450,288	1,644,809	1,834,280	2,008,049
每股帐面价值(人民币)	4.32	4.63	5.05	5.45	5.86
每股有形资产(人民币)	4.26	4.53	4.95	5.36	5.77
每股净负债/(现金)(人民币)	0.45	0.81	1.45	1.93	2.36

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	162,013	140,032	182,891	185,184	188,384
折旧与摊销	94,759	92,259	112,652	120,168	125,676
净利息费用	767	3,813	7,275	10,680	14,281
运营资本变动	(43,305)	37,833	(21,682)	(8,619)	(6,888)
税金	(53,924)	(16,412)	(33,473)	(42,431)	(42,963)
其他经营现金流	12,922	8,260	(5,442)	(4,500)	(4,500)
经营活动产生的现金流	173,232	265,785	242,222	260,483	273,991
购买固定资产净值	(222,303)	(274,013)	(300,900)	(278,900)	(278,900)
投资减少/增加	(2,743)	2,258	0	0	0
其他投资现金流	2,580	(95)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(222,466)	(271,850)	(300,900)	(278,900)	(278,900)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	59,249	104,297	82,149	98,181	82,804
支付股息	(56,441)	(52,517)	(53,197)	(58,018)	(59,665)
其他融资现金流	202	(2,516)	(7,275)	(10,680)	(14,281)
融资活动产生的现金流	3,010	49,264	21,677	29,483	8,858
现金变动	(46,224)	43,199	(37,001)	11,066	3,949
期初现金	89,912	43,576	86,954	49,953	61,019
公司自由现金流	(46,957)	(4,606)	(57,148)	(17,177)	(3,501)
权益自由现金流	9,248	94,419	16,196	69,084	63,614

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	23.7	23.1	23.4	22.7	22.3
息税前利润率	14.9	14.1	14.5	13.9	13.7
税前利润率	15.1	13.7	14.4	13.5	13.0
净利率	10.7	10.1	10.2	9.6	9.2
流动性(倍)					
流动比率	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5
利息覆盖率	52.4	27.2	21.0	16.1	12.6
净权益负债率(%)	9.8	16.2	26.6	32.6	37.0
速动比率	0.5	0.5	0.3	0.3	0.2
估值(倍)					
市盈率	11.9	13.2	10.5	10.3	10.2
核心业务市盈率	11.9	13.2	10.5	10.3	10.2
目标价对应核心业务市盈率	13.6	15.1	12.0	11.8	11.6
市净率	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
价格/现金流	7.9	5.1	5.6	5.2	5.0
企业价值/息税折旧前利润	5.8	6.5	5.6	5.6	5.7
周转率					
存货周转天数	44.1	56.0	56.5	61.3	41.4
应收帐款周转天数	6.0	8.2	9.3	9.9	10.0
应付帐款周转天数	13.5	18.2	20.5	22.3	22.7
回报率(%)					
股息支付率	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0
净资产收益率	15.0	12.6	14.7	13.7	12.9
资产收益率	11.0	8.2	9.2	8.4	7.9
已运用资本收益率	17.7	13.7	15.2	13.7	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一个别情况。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