2010 年 11 月 1 日

中国石化

3 季度盈利超预期

A 买入
600028.SS – 人民币 8.91
目标价格: 人民币 10.58 (⬆9.50)

H 买入
0386.HK – 港币 7.31
目标价格: 港币 8.25 (⬆7.03)

刘志成, CFA
(852) 2905 2130
lawrence.lau@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300209030301

2010 年 3 季度中国石化的盈利同比增长 15%，前三季度同比增长 11-12%。即使剔除安哥拉 18 区块带来的贡献，前三季度盈利依然达到了我们先前全年预测的 83%。根据优于预期的 3 季度盈利，化工业务的盈利能力提高，以及近期我们对石油和成品油价格预测所作的调整，我们更新了模型，将 2010-12 年盈利预测上调 17-22%。我们对该股维持买入评级，将 A 股和 H 股目标价分别上调 11%和 17%。

支撑评级的要点

- 预计 4 季度盈利较高；
- 普光气田贡献开始提升；
- 估值具有吸引力。

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

- 基于 1.25 倍 2011 年预期市净率，我们将 H 股目标价从 7.03 港币上调至 8.25 港币；
- 依据三个月 A-H 股平均溢价，我们将 A 股目标价从 9.50 元人民币上调至 10.58 元人民币。

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(%)	(37)	11	1	(22)
相对新华富时 A50 指数 (%)	(22)	(5)	(10)	(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)	31,673
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	570
净负债比率 (%)	45
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

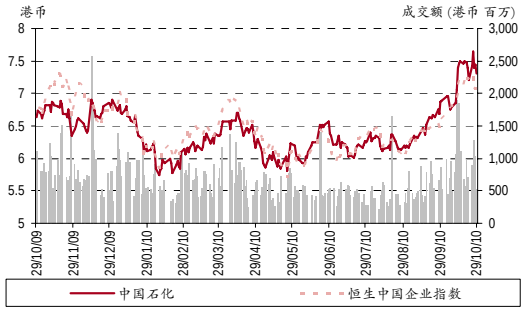
图表 1. 投资摘要 (A 股)

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	1,801,354	1,895,226	1,979,307
变动 (%)	*20*	*(7)*	*34*	*5*	*4*
净利润 (人民币 百万)	28,445	61,290	77,616	75,520	75,683
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.328	0.707	0.869	0.846	0.847
变动 (%)	*(49.7)*	*115.5*	*22.9*	*(2.7)*	*0.2*
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.818	0.896	0.967
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.738	0.726	0.693
调整幅度(%)	-	-	*17.8*	*16.6*	*22.2*
全面摊薄市盈率 (倍)	27.2	12.6	10.3	10.5	10.5
每股现金流量 (人民币)	1.03	1.93	2.12	1.86	1.89
价格/每股现金流量 (倍)	8.6	4.6	4.2	4.8	4.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	39.3	7.2	5.6	5.4	5.3
每股股息 (人民币)	0.120	0.180	0.230	0.230	0.230
股息率 (%)	1.3	2.0	2.6	2.6	2.6

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(%)	6	6	17	10
相对恒生中国企业指数(%)	3	0	7	5

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)	122,956
3 个月日均交易额 (港币 百万)	634
净负债比率 (%)	47

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	836,299	932,398	018,039
变动 (%)	*20*	*(7)*	*37*	*5*	*4*
净利润 (人民币 百万)	28,525	61,760	77,639	75,543	75,706
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.329	0.712	0.869	0.846	0.848
变动 (%)	*(49.5)*	*116.5*	*22.0*	*(2.7)*	*0.2*
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.775	0.825	0.885
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.738	0.726	0.694
调整幅度 (%)	-	-	*17.8*	*16.5*	*22.2*
全面摊薄市盈率 (倍)	19.2	8.8	7.3	7.5	7.4
每股现金流量(人民币)	0.89	1.84	2.12	1.86	1.89
价格/每股现金流量(倍)	7.1	3.4	3.0	3.4	3.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.6	5.5	4.3	4.1	4.0
每股股息 (人民币)	0.120	0.180	0.230	0.230	0.230
股息率 (%)	1.9	2.9	3.6	3.6	3.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

3 季度盈利小幅超预期

在国际会计准则和中国会计准则下，中国石化的盈利均同比增长 15%至 196 亿人民币。盈利环比保持平稳。

今年前三季度，公司按照国际会计准则核算的盈利同比增长 11%至 564 亿人民币，按照中国会计准则核算为同比增长 12%达到 564 亿人民币。前三季度的盈利已经占到了我们全年盈利预测的 90%，这是因为公司计入了 Sonangol Sinopec International (拥有安哥拉 18 区块 50%权益)55%的权益所带来的贡献。虽然对 SSI 的收购今年 9 月才刚刚完成，但是中国石化的业绩已包含了今年前三季度 SSI 权益贡献约 16.6 亿人民币净利润。剔除这一项，公司的前三季度盈利依然占到我们全年预测的 83%，3 季度的业绩超出了我们的预期。我们认为实际业绩与我们预测之间的差距主要来自于勘探与生产业务业绩表现优于预期。

勘探与生产成为核心动力

今年前三季度公司业绩的良性增长势头主要来源于勘探与生产分部强劲的增长。前三季度分部国际会计准则下的经营利润同比增长 1.4 倍至 408 亿人民币。期内，实现油价格同比上涨 54%至 70.98 美元/桶，且得益于普光气田的贡献，公司的天然气产量同比增长 45%。自去年末投产以来，普光气田的产出逐步扩大，我们预计 2010 年该气田将占到中国石化天然气产量的三分之一。由于普光的燃气价格较高以及从 6 月开始国内天然气价格普涨，因此公司的天然气价格同比涨幅达到了 19%。

1-9 月，营销业务国际会计准则下的经营利润同比增长 4%至 233.1 亿人民币。虽然国内成品油销量同比增长 17%，但是分部盈利增长相对缓慢，这是因为市场竞争激烈，分销环节的价差并没能达到法律容许的最高水平。有利的一点是，3 季度该业务国际会计准则下经营利润环比增长 11%至 88.6 亿人民币。

这两项业务较高的盈利完全抵消了其他两项业务的盈利下滑。前三季度，炼油业务在国际会计准则下的经营利润同比下滑 61%至 84.9 亿人民币，这是因为成品油提价的步伐没能跟上原油价格。其中，3 季度国际会计准则下的经营利润更是环比下滑 34%至 28.1 亿人民币，这是因为从今年 6 月 1 日中国政府宣布下调成品油价格到 9 月末石油价格上涨了 8%。

图表 2.业绩摘要(H 股) - 2010 年 3 季度

年结日 12 月 31 日 (十亿 人民币)	2009 年 3 季度	2010 年 3 季度	同比变动%
营收	359.4	489.9	36
采购和供应	(262.6)	(385.9)	47
一般、管理和销售费用	(14.1)	(12.6)	(11)
折旧与摊销	(12.6)	(14.6)	16
勘探费用	(1.8)	(1.8)	(3)
员工费用	(7.0)	(7.8)	12
其他税金	(35.4)	(39.7)	12
其他	(0.5)	(1.0)	92
经营利润	25.5	26.5	4
净财务成本	(2.0)	(1.6)	(22)
联营公司	0.6	0.8	43
其他	0.4	0.2	(61)
税前利润	24.5	25.9	6
税金	(6.2)	(5.1)	(18)
税后利润	18.3	20.9	14
少数股东权益	(1.1)	(1.2)	7
净利润	17.1	19.6	15

资料来源：公司数据

图表 3.业绩摘要(H 股) - 2010 年 1-9 月

年结日 12 月 31 日 (百万 人民币)	2009 年 1-9 月	2010 年 1-9 月	同比变动%
营收	893.4	1,427.6	60
采购和供应	(620.5)	(1,119.9)	80
一般、管理和销售费用	(36.6)	(35.5)	(3)
折旧与摊销	(38.8)	(43.9)	13
勘探费用	(6.2)	(7.5)	21
员工费用	(20.2)	(23.1)	15
其他税金	(96.9)	(115.1)	19
其他	(1.0)	(0.8)	(26)
经营利润	73.3	81.9	12
净财务成本	(6.1)	(5.1)	(17)
联营公司	1.9	2.7	42
其他	0.7	0.3	(64)
税前利润	69.8	79.8	14
税金	(16.4)	(19.2)	17
税后利润	53.5	60.6	13
少数股东权益	(2.8)	(4.2)	49
净利润	50.6	56.4	11

资料来源：公司数据

2010 年前三季度，化工业务国际会计准则下的经营利润也同比下滑 27%至 103.9 亿人民币，这是因为今年初国内几个大型乙烯裂化长投入大规模生产，导致利润率面临压力。3 季度国际会计准则下的分部经营利润环比下滑 23%至 20.5 亿人民币。

料 4 季度盈利较高

我们预计，4 季度中国石化的盈利将环比增长 8%。勘探与生产分部将受益于从 10 月开始的石油价格上涨。从今年 10 月 26 日开始的成品油提价也有利于炼油板块缓解因油价高企而带来的一部分成本压力。除此之外，继 6 月达到低谷之后，化工业务主要产品价差也开始扩大。

调整石油和成品油价格预测

鉴于石油价格大幅上扬、美元可能持续疲软，我们将 2010-12 年布伦特原油平均价格预测分别从 78.1 美元/桶、82.0 美元/桶和 84.5 美元/桶上调至 79.2 美元/桶、84.9 美元/桶和 87.3 美元/桶。同时，我们将长期石油价格预测从 88.5 美元/桶上调至 90.0 美元/桶。

成品油价格方面，我们目前预计政府将在 2011 年 6 月 1 日将汽油、柴油和航油价格分别上调 300 人民币/吨，在 2012 年的 6 月 1 日或许还有一次 200 人民币/吨幅度的上调。

调整盈利预测和目标价格

我们依据优于预期的 3 季度盈利、石油和成品油价格预测调整以及化工业务几个主要产品价差扩大，我们更新了盈利模型，将该股 2010-12 年的盈利预测上调 17-22%。此外，我们在 2010 年盈利预测中加入了 SSI 的全年贡献，先前我们仅计入了最后四个月的业绩。我们现在 2010 年每股收益同比增长 22%的预测有些夸大，因为缺少数据，我们在 2009 年盈利中未包含 SSI 的贡献。

我们对中国石化 H 股和 A 股均维持***买入***评级。我们依然基于 1.25 倍市净率，但是将估值基数从 2010 年调整为 2011 年，将 H 股目标价从 7.03 港币上调为 8.25 港币。

自我们 8 月末出版最新一期报告以来，A-H 股三个月平均溢价从 55%进一步缩窄至 49%，我们将 A 股目标价从 9.50 人民币上调至 10.58 人民币。

图表 4.业绩摘要(A 股) - 2010 年 3 季度

年结日 12 月 31 日(十亿 人民币)	2009 年 3 季度	2010 年 3 季度	变动 %
主营业务收入	359.4	489.9	36
销售成本	(275.4)	(398.7)	45
销售税及其附加	(35.4)	(39.7)	12
主营业务利润	48.6	51.5	6
销售费用	(7.9)	(8.0)	1
管理费用	(12.9)	(13.9)	8
财务费用	(1.9)	(1.6)	(18)
勘探费用，包括钻井	(1.8)	(1.8)	(3)
减值亏损	(0.4)	(1.4)	243
公允价值变动	(0.0)	-	NM
投资收入	0.9	1.0	7
经营利润	24.5	25.8	5
非经营性收入	0.1	0.4	188
非经营性支出	(0.2)	(0.3)	33
税前利润	24.4	25.9	6
税金	(6.2)	(5.1)	(18)
少数股东权益	(1.1)	(1.2)	7
净利润	17.1	19.6	15

资料来源：公司数据

图表 5.业绩摘要(A 股) - 2010 年 1-9 月

年结日 12 月 31 日(十亿 人民币)	2009 年 1-9 月	2010 年 1-9 月	变动 %
主营业务收入	893.4	1,427.6	60
销售成本	(663.1)	(1,161.3)	75
销售税及其附加	(96.9)	(115.1)	19
主营业务利润	133.5	151.2	13
销售费用	(20.0)	(22.2)	11
管理费用	(33.0)	(38.3)	16
财务费用	(5.9)	(5.3)	(11)
勘探费用，包括钻井	(6.2)	(7.5)	21
减值亏损	(0.6)	(2.2)	265
公允价值变动	(0.4)	0.5	NA
投资收入	2.7	3.0	9
经营利润	70.0	79.3	13
非经营性收入	0.6	1.1	91
非经营性支出	(0.9)	(0.6)	(30)
税前利润	69.7	79.7	14
税金	(16.4)	(19.1)	17
少数股东权益	(2.8)	(4.2)	49
净利润	50.6	56.4	12

资料来源：公司数据

图表 6.经营数据

	2009 年 1-9 月	2010 年 1-9 月	同比 变动%
勘探与生产			
原油产量(百万 桶)	243.8	248.5	1.9
天然气产量(十亿 立方米)	216.0	313.2	45.0
实现油价(美元/桶)	46.15	70.98	53.8
实现天然气价格(美元/千立方英尺)	3.98	4.74	19.0
采油成本(美元/桶)	12.40	12.99	4.8
炼油			
原油加工(百万吨)	134.4	153.8	14.4
汽油产量(百万吨)	25.6	26.9	5.2
柴油产量(百万吨)	50.6	56.0	10.7
煤油产量(百万吨)	7.5	9.4	24.9
化工轻油产量(百万吨)	19.3	25.9	33.9
轻油收率(%)	75.30	75.71	0.41ppt
炼油收益率(%)	94.28	94.78	0.50ppt
炼油毛利(美元/桶)	7.71	4.78	(37.9)
现金经营成本(美元/桶)	140.6	133.1	(5.3)
营销与分销			
批发量(百万吨)	14.4	15.8	9.7
直销量(百万吨)	17.5	24.4	39.5
零售量(百万吨)	57.7	64.1	11.2
自销量总计(百万吨)	89.6	104.4	16.5
自有或经营加油站	28,874	29,467	2.1
特许经营加油站	648	583	(10.0)
加油站总数	29,522	30,050	1.8
每个加油站的年均销量(吨)	2,663	2,901	8.9
化工			
主要产品产量 (千吨)			
乙烯	4,741	6,610	39.4
合成树脂	7,408	9,532	28.7
合成橡胶	640	719	12.3
合成纤维单体及聚合物	5,728	6,524	13.9
合成纤维	967	1,030	6.5
尿素	1,402	1,128	(19.5)

资料来源：公司数据

图表 7. 经营利润分析(H 股)

(十亿人民币)	2009 年 1-9 月	2010 年 1-9 月	同比变动%
勘探与生产	16.96	40.84	141
炼油	21.56	8.49	(61)
营销与分销	22.38	23.31	4
化工	14.31	10.39	(27)
总部及其他	(1.90)	(1.17)	(38)
总计	73.31	81.86	12

资料来源：公司数据

图表 8. 经营利润分析(A 股)

(十亿人民币)	2009 年 1-9 月	2010 年 1-9 月	同比变动%
勘探与生产	17.26	40.90	137
炼油	21.65	8.47	(61)
营销与分销	22.45	22.97	2
化工	14.15	10.02	(29)
总部及其他	(1.86)	(1.31)	(29)
财务成本	(5.92)	(5.29)	(11)
公允价值变动	(0.41)	0.54	NA
投资收入	2.71	2.97	9
总计	70.03	79.27	13

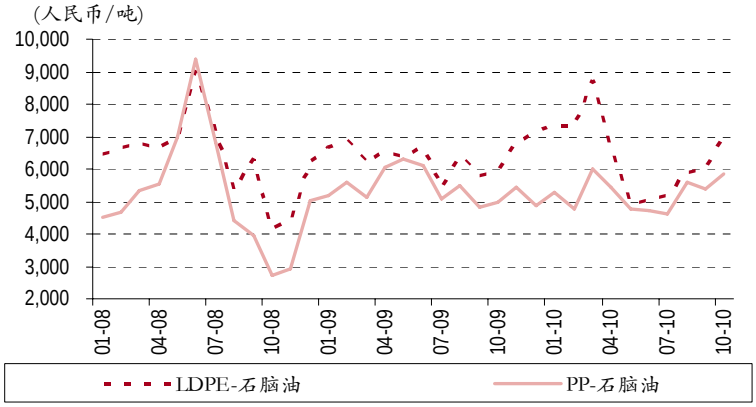
资料来源：公司数据

图表 9. 分部经营利润预测(H 股)

(十亿人民币)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
勘探与生产	66.57	19.64	57.72	56.51	56.93
炼油	(63.63)	23.08	11.37	8.11	9.12
营销与分销	38.52	30.30	32.61	36.41	38.78
化工	(12.95)	13.61	14.42	12.81	9.03
总部与其他	(2.17)	(2.21)	(1.78)	(2.19)	(2.62)
总计	26.34	84.43	114.34	111.65	111.23

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 10. 部分化工产品价差



资料来源：中国石油和化学工业联合会

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	1,801,354	1,895,226	1,979,307
销售成本	(1,321,030)	(1,035,815)	(1,403,675)	(1,485,309)	(1,556,171)
经营费用	(97,991)	(175,091)	(223,249)	(233,582)	(243,752)
息税折旧前利润	(21,081)	83,629	113,510	110,823	110,405
折旧及摊销	(46,351)	(50,517)	(60,919)	(65,512)	68,979
经营利润 (息税前利润)	25,270	134,146	174,429	176,335	179,383
净利息收入/(费用)	(9,137)	(7,016)	(7,366)	(7,498)	(6,747)
其他收益/(损失)	52,243	3,463	4,710	4,535	4,435
税前利润	22,025	80,076	110,854	107,860	108,093
所得税	2,846	(16,076)	(27,713)	(26,965)	(27,023)
少数股东权益	3,574	(2,710)	(5,524)	(5,375)	(5,386)
净利润	28,445	61,290	77,616	75,520	75,683
核心净利润	28,445	61,290	77,616	75,520	75,683
每股收益(人民币)	0.328	0.707	0.869	0.846	0.847
核心每股收益(人民币)	0.328	0.707	0.869	0.846	0.847
每股股息 (人民币)	0.120	0.180	0.230	0.230	0.230
收入增长 (%)	20	(7)	34	5	4
息税前利润增长(%)	(127)	(497)	36	(2)	0
息税折旧前利润增长(%)	(79)	431	30	1	2
每股收益增长(%)	(50)	115	23	(3)	0
核心每股收益增长(%)	(50)	115	23	(3)	0

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	110,854	107,860	108,093
折旧与摊销	46,351	50,517	60,919	65,512	68,979
净利息费用	9,137	7,016	7,366	7,498	6,747
运营资本变动	(17,643)	28,938	30,168	5,011	4,420
税金	(21,073)	(4,027)	(27,713)	(26,965)	(27,023)
其他经营现金流	50,614	4,514	2,394	2,494	2,594
经营活动产生的现金流	89,411	167,034	183,988	161,410	163,809
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)	(32,541)	(19,071)	(28,012)
支付股息	(12,572)	(13,559)	(16,473)	(19,942)	(19,942)
其他融资现金流	(26,166)	(16,359)	(7,366)	(7,498)	(6,747)
融资活动产生的现金流	19,699	(49,034)	(56,381)	(46,510)	(54,700)
现金变动	(614)	2,226	(1,181)	2,900	(2,890)
期初现金	8,453	7,760	9,986	8,805	11,705
公司自由现金流	(19,867)	51,537	55,493	49,730	52,130
权益自由现金流	26,663	25,039	15,293	22,841	17,051

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	8,805	11,705	8,815
应收帐款	12,990	26,592	35,613	37,469	39,131
库存	95,979	141,611	191,903	203,063	212,751
其他流动资产	32,082	11,034	61,050	42,025	53,045
流动资产总计	148,811	189,223	297,371	294,262	313,743
固定资产	534,060	584,968	656,103	705,678	751,610
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	747,141	795,470	840,156
总资产	763,297	866,475	1,044,512	1,089,733	1,153,898
应付帐款	56,464	97,749	132,464	140,167	333,185
短期债务	108,926	72,541	4,071	43,012	5,389
其他流动负债	104,679	131,072	187,350	197,984	21,015
流动负债总计	270,069	301,362	323,884	381,163	359,589
长期借款	127,144	145,828	221,267	148,256	172,867
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	365,031	420,610	476,351
股东权益	329,300	377,182	451,733	507,312	563,053
少数股东权益	20,866	23,403	28,927	34,302	39,688
总负债及权益	763,297	866,475	1,044,512	1,089,732	1,153,898
每股帐面价值(人民币)	3.80	4.35	5.21	5.85	6.49
每股有形资产(人民币)	3.44	3.92	4.80	5.45	6.11
每股净负债/(现金)(人民币)	2.63	2.40	2.50	2.07	1.95

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	9.7	9.3	9.1
息税前利润率	(1.5)	6.2	6.3	5.8	5.6
税前利润率	1.5	6.0	6.2	5.7	5.5
净利率	2.0	4.6	4.3	4.0	3.8
流动性 (倍)					
流动比率	0.6	0.6	0.9	0.8	0.9
利息覆盖率	(2.2)	11.5	14.8	14.2	15.6
净权益负债率 (%)	65.2	52.0	45.0	33.2	28.1
速动比率	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3
估值 (倍)					
市盈率	27.2	12.6	10.3	10.5	10.5
核心业务市盈率	27.2	12.6	10.3	10.5	10.5
目标价对应核心业务市盈率	32.2	15.0	12.2	12.5	12.5
市净率	2.3	2.0	1.7	1.5	1.4
价格/现金流	8.6	4.6	4.2	4.8	4.7
企业价值/息税折旧前利润	39.3	7.2	5.6	5.4	5.3
周转率					
存货周转天数	29.3	41.9	43.4	48.5	38.3
应收帐款周转天数	4.5	5.4	6.3	7.0	7.1
应付帐款周转天数	18.9	20.9	23.3	26.3	43.6
回报率 (%)					
股息支付率	36.6	25.5	25.7	26.4	26.3
净资产收益率	8.9	17.4	18.7	15.7	14.1
资产收益率	(2.8)	8.2	8.9	7.8	7.4
已运用资本收益率	(3.7)	13.9	17.2	15.4	14.6

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	1,836,299	1,932,398	2,018,039
销售成本	(1,370,475)	(1,213,211)	(1,672,443)	(1,768,004)	(1,850,940)
经营费用	(1,159)	3,077	11,403	12,769	13,113
息税折旧前利润	26,336	84,431	114,339	111,651	111,233
折旧及摊销	(46,321)	(50,487)	(60,919)	(65,512)	68,979
经营利润(息税前利润)	72,657	134,918	175,258	177,163	180,211
净利息收入/(费用)	(11,461)	(7,105)	(7,366)	(7,498)	(6,747)
其他收益/(损失)	7,241	3,242	3,949	3,774	3,674
税前利润	22,116	80,568	110,922	107,927	108,160
所得税	2,840	(16,084)	(27,730)	(26,982)	(27,040)
少数股东权益	3,569	(2,724)	(5,553)	(5,403)	(5,414)
净利润	28,525	61,760	77,639	75,543	75,706
核心净利润	28,525	61,760	77,639	75,543	75,706
每股收益(人民币)	0.329	0.712	0.869	0.846	0.848
核心每股收益(人民币)	0.329	0.712	0.869	0.846	0.848
每股股息(人民币)	0.120	0.180	0.230	0.230	0.230
收入增长(%)	20	(7)	37	5	4
息税前利润增长(%)	(69)	221	35	(2)	0
息税折旧前利润增长 (%)	(44)	86	30	1	2
每股收益增长(%)	(50)	117	22	(3)	0
核心每股收益增长(%)	(50)	117	22	(3)	0

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	8,805	11,705	8,815
应收帐款	12,990	26,592	35,613	37,469	39,131
库存	95,979	141,611	193,331	203,448	212,465
其他流动资产	48,669	23,091	63,750	44,852	55,928
流动资产总计	165,398	201,280	301,499	297,475	316,339
固定资产	534,060	584,968	655,285	702,559	746,214
无形资产	14,237	14,072	14,072	14,072	14,072
其他长期资产	65,477	77,522	79,889	82,156	84,323
长期资产总计	613,774	676,562	749,246	798,787	844,609
总资产	779,172	877,842	1,050,745	1,096,262	1,160,948
应付帐款	56,464	97,749	138,476	146,104	152,885
短期债务	108,926	72,541	4,071	43,012	5,389
其他流动负债	121,266	143,129	201,619	212,574	222,312
流动负债总计	286,656	313,419	344,165	401,690	380,586
长期借款	127,144	145,828	221,267	148,256	172,867
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	350,124	405,725	461,490
股东权益	327,889	375,661	436,826	492,427	548,192
少数股东权益	20,653	23,192	28,745	34,147	39,561
总负债及权益	779,172	877,842	1,050,745	1,096,262	1,160,948
每股帐面价值(人民币)	3.78	4.33	5.04	5.68	6.32
每股有形资产(人民币)	3.62	4.17	4.88	5.52	6.16
每股净负债/(现金)(人民币)	2.63	2.40	2.50	2.07	1.95

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	110,922	107,927	108,160
折旧与摊销	46,321	50,487	60,919	65,512	68,979
净利息费用	11,461	7,105	7,366	7,498	6,747
运营资本变动	9,371	15,571	30,042	4,961	4,370
税金	(21,072)	(4,027)	(27,730)	(26,982)	(27,040)
其他经营现金流	9,273	9,476	2,469	2,494	2,594
经营活动产生的现金流	77,470	159,180	183,988	161,410	163,809
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)	(32,541)	(19,071)	(28,012)
支付股息	(12,572)	(13,559)	(16,473)	(19,942)	(19,942)
其他融资现金流	(14,573)	(8,669)	(7,366)	(7,498)	(6,747)
融资活动产生的现金流	31,292	(41,344)	(56,381)	(46,510)	(54,700)
现金变动	(1,620)	2,225	(1,181)	2,900	(2,890)
期初现金	9,459	7,760	9,986	8,805	11,705
公司自由现金流	(32,466)	43,846	55,493	49,730	52,130
权益自由现金流	14,064	17,348	15,293	22,841	17,051

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	9.5	9.2	8.9
息税前利润率	1.8	6.3	6.2	5.8	5.5
税前利润率	1.5	6.0	6.0	5.6	5.4
净利率	2.0	4.6	4.2	3.9	3.8
流动性(倍)					
流动比率	0.6	0.6	0.9	0.7	0.8
利息覆盖率	2.2	11.4	14.9	14.3	15.7
净权益负债率 (%)	65.5	52.2	46.5	34.1	28.8
速动比率	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3
估值(倍)					
市盈率	19.2	8.8	7.3	7.5	7.4
核心业务市盈率	19.2	8.8	7.3	7.5	7.4
目标价对应核心业务市盈率	21.6	10.0	8.2	8.4	8.4
市净率	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0
价格/现金流	7.1	3.4	3.0	3.4	3.3
企业价值/息税折旧前利润	10.6	5.5	4.3	4.1	4.0
周转率					
存货周转天数	28.2	35.7	36.5	41.0	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	23.5	26.9	27.0
回报率(%)					
股息支付率	36.5	25.3	25.7	26.4	26.3
净资产收益率	9.0	17.6	19.1	16.3	14.6
资产收益率	3.5	8.2	8.9	7.8	7.4
已运用资本收益率	4.9	14.1	17.5	15.9	15.0

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準则》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，豁免批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。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，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, 亦并未考慮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，其可行性將取决于投資者的自身情況及目標。投資者須在采取或執行該投資(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 條之强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 條之强制規定披露其在本報告中提及的任何証券(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