2011 年 3 月 18 日

中国石油

业绩符合我们预期

A 买入
601857.SS – 人民币 11.64
目标价格: 人民币 13.08 (⬇13.22)

H 买入
0857.HK – 港币 10.46
目标价格: 港币 12.03 (⬇12.16)

刘志成, CFA
(00852) 3988 6418
lawrence.lau@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300209030301

2010 年中国石油的 H 股盈利同比增长 35%(A 股同比增长 36%)，与我们预期基本一致，超出市场预期 4%。我们根据实际业绩调整了盈利预测模型，小幅下调了 2011-12 年盈利预测。我们对中国石油的 A 股和 H 股均维持买入评级。

支撑评级的要点

- 其他券商或许会上调盈利预测；
- 公司为能受益于未来成品油价格上涨但又相对安全的投资渠道；
- 公司是未来我国天然气价格进一步上涨的主要受益者；
- 公司是未来暴利税起征点或许提高的主要受益者；
- 估值低廉。

评级面临的主要风险

- 石油价格大幅下跌及成品油价格下滑；
- 中国政府不能严格按照定价机制上调成品油价格。

估值

- 基于分部加总法，我们将 H 股目标价从 12.16 港币下调至 12.03 港币；
- 我们将 A 股目标价从 13.22 人民币上调至 13.08 人民币，较 H 股溢价 29%。

图表 1. 投资摘要 (A 股)

年结日：12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入 (人民币 百万)	1,019,275	1,465,415	1,762,551	1,796,303	1,838,356
变动 (%)	*(5)*	*44*	*20*	*2*	*2*
净利润 (人民币 百万)	103,173	140,378	156,010	149,787	144,060
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.564	0.767	0.852	0.818	0.787
变动 (%)	*(9.4)*	*36.1*	*11.1*	*(4.0)*	*(3.8)*
市场预测每股收益 (人民币)	-	0.86	2	0.945	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.860	0.836	-
调整幅度 (%)	-	-	*(0.9)*	*(2.1)*	*NA*
全面摊薄市盈率(倍)	20.6	15.2	13.7	14.2	14.8
每股现金流量 (人民币)	1.49	1.77	1.69	1.62	1.73
价格/每股现金流量 (倍)	7.8	6.6	6.9	7.2	6.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.5	7.9	7.7	8.1	8.3
每股股息 (人民币)	0.254	0.344	0.384	0.369	0.355
股息率 (%)	2.2	3.0	3.3	3.2	3.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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(%)	4	(0)	1	(9)
相对新华富时 A50 指数(%)	2	1	2	4

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据 (A 股)

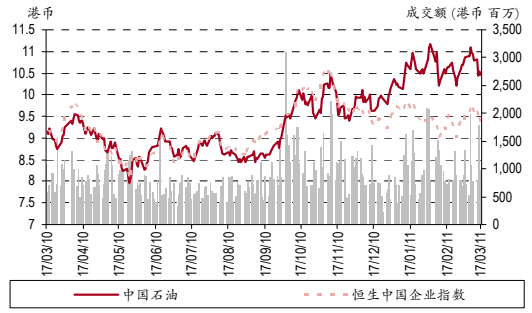
发行股数 (百万)	183,021
流通股 (%)	2
流通股市值 (人民币 百万)	46,868
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	413
净负债比率 (%) (2011E)	44
主要股东(%)	
中国石油天然气集团公司	86

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
具备证券投资咨询业务资格

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(%)	3	(2)	9	14
相对恒生中国企业指数 (%)	5	(1)	9	12

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)	220,156
3 个月日均交易额 (港币 百万)	924
净负债比率 (%)(2011E)	36

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入 (人民币 百万)	1,019,275	1,465,415	1,762,551	1,796,303	1,838,356
变动(%)	*(5)*	*44*	*20*	*2*	*2*
净利润 (人民币 百万)	103,387	139, 992	156,224	150,002	144,275
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.565	0. 765	0.854	0.820	0.788
变动(%)	*(9.7)*	*35.4*	*11.6*	*(4.0)*	*(3.8)*
市场预期每股收益(人民币)	-		0.847	0.918	1.037
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	- -		0.861	0.837	-
调整幅度(%)	-	-	*(0.9)*	*(2.1)*	*NA*
全面摊薄市盈率 (倍)	15.6	11.5	10. 3	10.8	1 1.2
每股现金流量 (人民币)	1.45	1. 72	1.62	1.63	1.61
价格/每股现金流量 (倍)	6.1	5. 1	5.5	5.4	5.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.6	6. 0	5.8	6.1	6.3
每股股息(人民币)	0.254	0. 344	0.384	0.369	0.355
股息率 (%)	2.9	3. 9	4.4	4.2	4.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

我们的预测基本准确

在国际会计准则下，2010 年中国石油的净利润同比增长 35%至 1,400 亿人民币；在中国会计准则下，净利润同比增长 36%至 1,400 亿人民币。这与我们的预测基本一致，但是按照国际会计准则编制的净利润比市场预期超出 4%。公司依然保持 45%的派息率。

业绩增长的主要动力是勘探与生产业务表现出色，完全抵消了炼油与化工分部的盈利下滑。

勘探与生产业务盈利较高依然是业绩增长的主要动力

在国际会计准则下，勘探与生产业务的息税前利润同比增长 46%至 1,537 亿人民币，成品油价格同比上涨 35%至 72.9 美元/桶是主要的推动力。由于采购成本上升，其现金操作成本提高了 9%至 9.97 美元/桶。2010 年，公司的原油产量和天然气产量分别同比增长 1.7%和 5.2%。原油和天然气的储量替代率分别达到 1.02 倍和 2.02 倍。

在国际会计准则下，2010 年炼油与化工业务的经营利润同比下滑 55%至 78 亿人民币。其中，炼油业务的经营利润同比大幅下滑 67%至 40 亿人民币，这是因为中国政府未能及时按照石油价格上涨的幅度上调国内的主要成品油价格。2010 年汽油和柴油价格仅累计上调 9-10%，远远低于布伦特原油现货价 20%的涨幅。由于原料价格高企及成本上升，化工业务的经营利润同比下滑 24%至 38 亿人民币。

期内，营销业务的息税前利润同比增长 20%至 160 亿人民币，这主要是受到国内市场主要成品油产品销量同比增长 19%的拉动。

在国际会计准则下，2010 年天然气和管道业务经营利润仅同比增长 7%至 204 亿人民币。虽然随着天然气价格走强、天然气销量提高和传送量扩大，分部营收同比增长 51%，但是这被从哈萨克斯坦进口 43 亿立方米天然气录得 35 亿人民币亏损所抵消。进口成本高于我国大部分地区的天然气批发价。

图表 2.业绩摘要(H 股)

(人民币，十亿)	2009	2010	同比变动%
营收	1,019.3	1,465.4	44
采购及供应	(492.5)	(795. 5)	62
薪酬成本	(66.0)	(83.3)	26
勘探费用	(19.4)	(23.0)	18
折旧与摊销	(92.3)	(113.2)	23
一般、销售和管理费用	(65.4)	(74.2)	13
其他税费	(135.5)	(184.2)	36
其他	(4.8)	(4.2)	(13)
经营利润	143.4	187.8	31
财务成本	(4.6)	(5.5)	20
联营公司及合资控股公司	1.2	7.0	494
税前利润 140.	0	189.3	35
税金	(33.5)	(38.5)	15
税后利润 106.	6	150.8	42
少数股东权益	(3.2)	(10.8)	240
净利润 103.	4	140.0	35
每股收益(人民币)	0.565	0.765	35
每股派息(人民币) 0.25	4	0.344	35

资料来源：公司数据

图表 3.经营利润构成(H 股)

(人民币，十亿)	2009	2010	同比变动%
勘探与生产	105.0	153.7	46
炼油与化工 17.3		7.8	(55)
炼油	12.3	4.0	(67)
化工	5.0	3.8	(24)
营销 13.3		16.0	20
天然气与管道	19.0	20.4	7
其他	(11.2)	(10.1)	(9)
总经营利润	143.4	187.8	31

资料来源：公司数据

图表 4.资本性开支计划

(人民币，十亿)	2009	2010	2011E
勘探与生产	129.0	160.9	183.6
炼油与化工 42.6		44.2	55.3
营销	18.2	15.8	19.9
天然气与管道 74.8		53.6	88.8
其他	2.3	1.6	3.0
总资本性开支 266.	8	276.2	350.6

资料来源：公司数据

国际业务销量稍有下滑

公司国际业务的油气总产量同比下降 1.7%至 1.023 亿桶油当量。公司的大部分海外项目为产量分成合同项目，在石油价格上涨时，分得的石油产量份额将有所降低。

预计 2011 年增长合理

展望未来，我们预计 2011 年 H 股和 A 股的每股收益将分别同比增长 12%和 11%。公司计划把原油产量提高 3.3%。我们认为公司会利用高油价的优势提高部分高成本油井的产量。同时，公司计划把天然气产量和原油加工量将分别同比提高 10%和 8%。

“十二五”计划

未来五年中，公司将集中力量发展天然气业务，包括非常规天然气。公司将继续重点发展海外业务。勘探与生产仍将是公司主要的利润来源。公司目标 2011-15 年将油气产量的年均复合增长率为 5%。原油的储量替代率将在 1 倍以上，天然气超过 2 倍。

暴利税起征点或将上调

随着 2006 年对价格上涨征收暴利税和人民币升值，公司的经营成本大幅上升。根据我们的预测，2010 年公司勘探与生产业务在暴利税前和暴利税后的经营费用分别为 26.9 美元/桶油当量和 33.1 美元/桶油当量。考虑到石油企业高风险的性质，我们觉得如果石油价格在 40 美元/桶，公司所获得的利润说不上暴利。因此，公司正在与中国政府就上调暴利税起征点、简化各种资源税一事沟通。如果暴利税起征点从 40 美元/桶上调为 60 美元/桶，那么 2011 年公司的盈利将增加 17%。

图表 5.业绩摘要(A 股)

(人民币，十亿)	2009	2010	同比变动%
收入	1,019.3	1,465.4	44
销售成本	(633.1)	(970. 2)	53
税收及其附加	(129.8)	(177.7)	37
毛利润 256.	4	317.5	24
销售费用	(48.2)	(57.7)	20
一般和管理费用	(57.2)	(63.4)	11
财务费用	(5.2)	(6.0)	16
资产减值亏损	(2.4)	(4.4)	NA
投资收入	1.4	7.0	400
经营利润 144.	8	193.1	33
非经营收入	3.7	4.2	13
非经营支出	(8.7)	(8.1)	(7)
税前利润	139.8	189.2	35
税金	(33.4)	(38.5)	15
税后利润	106.4	150.7	42
少数股东权益	(3.2)	(10.8)	237
净利润	103.2	139.9	36
每股收益(人民币)	0.564	0.764	36

资料来源：公司数据

图表 6.经营利润构成 (A 股)

(人民币，十亿)	2009	2010	同比变动%
勘探与生产	109.1	159.7	46
炼油与化工 18.0		9.9	(45)
营销	14.3	16.8	18
天然气与管道 18.9		20.4	8
其他	(9.3)	(10.4)	12
未分配	(6.2)	(3.4)	(46)
总计	144.8	193.1	33

资料来源：公司数据

调整盈利预测和目标价格

我们根据实际业绩调整了盈利预测模型，小幅下调了 2011-12 年盈利预测。预计 2011 年 H 股和 A 股的每股收益将分别同比增长 12%和 11%。

由于我们调低了盈利预测，根据分部加总法，我们将 H 股目标价从 12.16 港币下调至 12.03 港币。A 股方面，我们将目标价从 13.22 港币下调至 13.08 港币，较 H 股溢价 29%(三个月 A-H 股平均溢价)。我们对 H 股和 A 股均维持***买入***评级。

图表 7.经营利润预测构成 (H 股)

(人民币，十亿)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
勘探与生产	105.02	153.70	195.30	176.52	167.53
炼油与化工 17.3	1	7.85	(9.48)	3.13	7.12
营销	13.27	15.96	16.91	17.93	19.54
天然气与管道 19.0	5	20.42 23.9	5 25.8	0	26.62
其他	(11.19)	(10.14)	(10.39)	(10.68)	(10.91)
总经营利润	143.44	187.78	216.30	212.69	209.90

资料来源：公司数据

图表 8.净资产值预测

	估值方法	2011E 每股净资产值 (人民币)
勘探与生产	现金流折现 10%	7.91
炼油与化工 1.5	倍账面值 1.44	
营销	1.5 倍账面值	0.88
天然气与管道	现金流折现 10% 1.41	
总部费用	现金流折现 10%	(0.26)
联营公司及投资	账面值 0.41	
净现金/(负债)	资产负债表	(1.65)
净资产值(人民币)		10.14
净资产值(港币)		12.03

资料来源：中银国际研究预测

图表 9.经营数据

	2009	2010	同比变动%
勘探与生产			
产量			
原油(百万 桶)	843.5	857.7	2
可销售天然气(十亿立方英尺) 2,11	2.2	2,221.1	5
总计	1,195.5	1,227.9	3
实现原油价格(美元/桶) 53.9	0	72.93	35
采油成本(美元/桶油当量)	9.12	9.97	9
探明储量			
原油(百万 桶)	11,263	11,278	0
天然气(十亿 立方英尺) 63,2	44	65,503	4
炼油与化工			
原油加工(百万 桶)	828.6	903.9	9
产量(百万 吨)			
汽油	22.1	23.3	5
柴油 48.8		53.7	10
煤油	2.3	2.4	6
利用率(%) 87.7		89.1	1.4 个百分点
轻油收率 (%)	75.5	76.6	1.1 个百分点
石油产品综合商品收率(%) 93.1		93.5	0.4 个百分点
产量(千 吨)			
乙烯	2,989	3,615	21
合成树脂 4,48	0	5,550	24
材料和聚合物	1,471	1,985	35
合成橡胶 420		619	47
尿素	3,973	3,764	(5)
营销			
销量(百万 吨)			
汽油	30.8	36.3	18
柴油 64.7		77.8	20
煤油	5.8	6.7	15
总计	101.3	120.8	19
零售市场份额(%)	38.2	38.4	0.2 个百分点
加油站 17,2	62	17,996	4
其中，自有加油站	16,607	17,394	5
每加油站单位销量(吨/天) 10.1		11.0	9

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	1,019,275	1,465,415	1,762,551	1,796,303	1,838,356
销售成本	(762,856)	(1,147,875)	(1,399,147)	(1,430,999)	(1,470,462)
经营费用	(17,614)	(16,515)	(12,511)	(18,570)	(25,858)
经营利润(息税前利润)	148,548	192,060	216,035	212,680	209,500
折旧及摊销	(90,257)	(108,965)	(134,858)	(134,053)	(132,536)
息税折旧前利润	238,805	301,025	350,893	346,733	342,036
净利息收入/(费用)	(4,409)	(4,338)	(11,250)	(15,420)	(19,864)
其他收益/(损失)	(4,372)	1,979	10,107	9,060	8,797
税前利润	139,767	189,701	214,892	206,321	198,433
所得税	(33,389)	(38,519)	(46,846)	(44,978)	(43,258)
少数股东权益	(3,205)	(10,804)	(12,036)	(11,556)	(11,114)
净利润	103,173	140,378	156,010	149,787	144,060
核心净利润	103,173	140,378	156,010	149,787	144,060
每股收益(人民币)	0.564	0.767	0.852	0.818	0.787
核心每股收益(人民币)	0.564	0.767	0.852	0.818	0.787
每股股息(人民币)	0.254	0.344	0.384	0.369	0.355
收入增长(%)	(5)	44	20	2	2
息税前利润增长(%)	1	29	12	(2)	(1)
息税折旧前利润增长(%)	6	26	17	(1)	(1)
每股收益增长(%)	(9)	36	11	(4)	(4)
核心每股收益增长(%)	(9)	36	11	(4)	(4)

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	139,767	189,701	214,892	206,321	198,433
折旧与摊销	90,257	108,965	134,858	134,053	132,536
净利息费用	4,409	4,338	11,250	15,420	19,864
运营资本变动	46,240	43,998	(2,293)	(11,686)	11,132
税金	(33,389)	(38,519)	(46,846)	(44,978)	(43,258)
其他经营现金流	24,933	15,981	(3,426)	(3,171)	(2,907)
经营活动产生的现金流	272,217	324,464	308,434	295,958	315,800
购买固定资产净值	(267,112)	(272,292)	(350,600)	(306,600)	(260,000)
投资减少/增加	(14,503)	(38,307)	0	0	0
其他投资现金流	14,117	11,297	0	0	0
投资活动产生的现金流	(267,498)	(299,302)	(350,600)	(306,600)	(260,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	104,297	(510)	98,106	92,884	68,343
支付股息	(50,093)	(53,197)	(69,286)	(69,182)	(65,888)
其他融资现金流	(3,968)	(6,404)	(11,439)	(15,609)	(20,054)
融资活动产生的现金流	50,236	(60,111)	17,381	8,094	(17,599)
现金变动	54,955	(34,949)	(24,785)	(2,549)	38,201
期初现金	33,150	86,925	45,709	20,923	18,374
公司自由现金流	6,178	27,145	(41,492)	(10,389)	56,237
权益自由现金流	105,203	20,314	44,690	66,822	104,279

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	88,284	52,210	20,923	18,374	56,575
应收帐款	28,785	45,005	54,130	55,167	56,459
库存	114,781	134,888	163,044	167,490	174,148
其他流动资产	63,863	57,777	239,225	234,983	230,774
流动资产总计	295,713	289,880	477,323	476,014	517,955
固定资产	1,075,840	1,238,306	1,454,048	1,626,595	1,754,059
无形资产	33,440	40,289	36,155	34,941	33,727
其他长期资产	45,749	87,893	97,099	106,050	114,737
长期资产总计	1,155,029	1,366,488	1,587,301	1,767,586	1,902,523
总资产	1,450,742	1,656,368	2,064,624	2,243,600	2,420,478
应付帐款	156,760	209,015	245,187	239,118	258,367
短期债务	88,851	102,268	327,116	421,657	423,150
其他流动负债	142,942	118,453	114,956	114,956	114,956
流动负债总计	388,553	429,736	687,259	775,731	796,473
长期借款	85,471	131,352	183,326	181,669	248,519
其他长期负债	68,607	85,179	85,179	85,179	85,179
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
储备	664,761	756,022	842,746	923,351	1,001,524
股东权益	847,782	939,043	1,025,767	1,106,372	1,184,545
少数股东权益	60,329	71,058	83,094	94,649	105,763
总负债及权益	1,450,742	1,656,368	2,064,624	2,243,600	2,420,478
每股帐面价值(人民币)	4.63	5.13	5.60	6.05	6.47
每股有形资产(人民币)	4.45	4.91	5.41	5.85	6.29
每股净负债/(现金)(人民币)	0.47	0.99	2.67	3.20	3.36

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	23.4	20.5	19.9	19.3	18.6
息税前利润率	14.6	13.1	12.3	11.8	11.4
税前利润率	13.7	12.9	12.2	11.5	10.8
净利率	10.1	9.6	8.9	8.3	7.8
流动性 (倍)					
流动比率	0.8	0.7	0.7	0.6	0.7
利息覆盖率	25.3	30.4	18.1	13.6	10.3
净权益负债率(%)	9.5	18.0	44.1	48.7	47.7
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
估值 (倍)					
市盈率	20.6	15.2	13.7	14.2	14.8
核心业务市盈率	20.6	15.2	13.7	14.2	14.8
目标价对应核心业务市盈率	23.2	17.1	15.3	16.0	16.6
市净率	2.5	2.3	2.1	1.9	1.8
价格/现金流	7.8	6.6	6.9	7.2	6.7
企业价值/息税折旧前利润	9.5	7.9	7.7	8.1	8.3
周转率					
存货周转天数	49.2	39.7	38.9	42.2	42.4
应收帐款周转天数	8.2	9.2	10.3	11.1	11.1
应付帐款周转天数	49.2	45.6	47.0	49.2	49.4
回报率(%)					
股息支付率	45.1	44.9	45.0	45.1	45.1
净资产收益率	12.6	15.7	15.9	14.1	12.6
资产收益率	8.5	9.9	9.1	7.7	7.0
已运用资本收益率	14.6	16.7	15.1	12.4	11.1

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	1,019,275	1,465,415	1,762,551	1,796,303	1,838,356
销售成本	(670,107)	(1,015,001)	(1,209,033)	(1,239,912)	(1,284,519)
经营费用	(113,465)	(149,428)	(202,221)	(209,254)	(211,396)
经营利润(息税前利润)	143,444	187,777	216,439	213,085	209,904
折旧及摊销	(92,259)	(113,209)	(134,858)	(134,053)	(132,537)
息税折旧前利润	235,703	300,986	351,298	347,137	342,442
净利息收入/(费用)	(3,813)	(4,338)	(11,250)	(15,420)	(19,864)
其他收益/(损失)	401	5,866	9,998	8,951	8,688
税前利润	140,032	189,305	215,187	206,616	198,728
所得税	(33,473)	(38,513)	(46,911)	(45,042)	(43,323)
少数股东权益	(3,172)	(10,800)	(12,052)	(11,572)	(11,130)
净利润	103,387	139,992	156,224	150,002	144,275
核心净利润	103,387	139,992	156,224	150,002	144,275
每股收益(人民币)	0.565	0.765	0.854	0.820	0.788
核心每股收益(人民币)	0.565	0.765	0.854	0.820	0.788
每股股息(人民币)	0.254	0.344	0.384	0.369	0.355
收入增长(%)	(5)	44	20	2	2
息税前利润增长(%)	(10)	31	15	(2)	(1)
息税折旧前利润增长(%)	(7)	28	17	(1)	(1)
每股收益增长(%)	(10)	35	12	(4)	(4)
核心每股收益增长(%)	(10)	35	12	(4)	(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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	86,954	48,722	11,518	11,153	27,999
应收帐款	28,785	45,005	54,130	55,167	56,459
库存	114,781	134,888	163,044	167,490	174,148
其他流动资产	63,863	57,777	131,569	133,894	136,069
流动资产总计	294,383	286,392	360,262	367,704	394,675
固定资产	1,075,467	1,238,599	1,454,341	1,626,888	1,754,352
无形资产	18,017	25,453	24,997	24,541	24,085
其他长期资产	62,421	106,043	115,249	124,200	132,887
长期资产总计	1,155,905	1,370,095	1,594,586	1,775,629	1,911,324
总资产	1,450,288	1,656,487	1,954,848	2,143,333	2,305,999
应付帐款	62,840	97,361	117,684	120,893	125,698
短期债务	148,851	102,268	327,116	421,657	423,150
其他流动负债	176,862	230,107	230,107	230,107	230,107
流动负债总计	388,553	429,736	674,907	772,657	778,956
长期借款	85,471	131,352	85,552	83,895	150,745
其他长期负债	68,563	85,270	85,270	85,270	85,270
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
储备	664,202	755,905	842,843	923,663	1,002,050
股东权益	847,223	938,926	1,025,864	1,106,684	1,185,071
少数股东权益	60,478	71,203	83,255	94,827	105,958
总负债及权益	1,450,288	1,656,487	1,954,848	2,143,333	2,305,999
每股帐面价值(人民币)	4.63	5.13	5.61	6.05	6.48
每股有形资产(人民币)	4.53	4.99	5.47	5.91	6.34
每股净负债/(现金)(人民币)	0.81	1.01	2.19	2.70	2.98

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	140,032	189,305	215,187	206,616	198,728
折旧与摊销	92,259	113,209	134,858	134,053	132,537
净利息费用	3,813	4,338	11,250	15,420	19,864
运营资本变动	37,833	31,741	(16,959)	(2,273)	(3,144)
税金	(16,412)	(26,169)	(38,513)	(46,911)	(45,042)
其他经营现金流	8,260	2,600	(9,998)	(8,951)	(8,689)
经营活动产生的现金流	265,785	315,024	295,826	297,953	294,255
购买固定资产净值	(274,013)	(260,509)	(350,600)	(306,600)	(260,000)
投资减少/增加	2,258	(29,447)	0	0	0
其他投资现金流	(95)	1,982	0	0	0
投资活动产生的现金流	(271,850)	(287,974)	(350,600)	(306,600)	(260,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	104,297	(510)	98,106	92,884	68,343
支付股息	(52,517)	(56,153)	(69,286)	(69,182)	(65,888)
其他融资现金流	(2,516)	(8,619)	(11,250)	(15,420)	(19,864)
融资活动产生的现金流	49,264	(65,282)	17,570	8,283	(17,409)
现金变动	43,199	(38,232)	(37,205)	(364)	16,846
期初现金	43,576	86,954	48,722	11,518	11,153
公司自由现金流	(4,606)	29,033	(54,101)	(8,394)	34,692
权益自由现金流	94,419	22,202	32,082	68,817	82,734

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	23.1	20.5	19.9	19.3	18.6
息税前利润率	14.1	12.8	12.3	11.9	11.4
税前利润率	13.7	12.9	12.2	11.5	10.8
净利率	10.1	9.6	8.9	8.4	7.8
流动性 (倍)					
流动比率	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5
利息覆盖率	27.2	29.7	18.2	13.6	10.3
净权益负债率 (%)	16.2	18.3	36.2	41.1	42.3
速动比率	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
估值 (倍)					
市盈率	15.6	11.5	10.3	10.8	11.2
核心业务市盈率	15.6	11.5	10.3	10.8	11.2
目标价对应核心业务市盈率	17.9	13.3	11.9	12.4	12.9
市净率	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
价格/现金流	6.1	5.1	5.5	5.4	5.5
企业价值/息税折旧前利润	7.6	6.0	5.8	6.1	6.3
周转率					
存货周转天数	56.0	44.9	45.0	48.7	48.5
应收帐款周转天数	8.2	9.2	10.3	11.1	11.1
应付帐款周转天数	18.2	20.0	22.3	24.2	24.5
回报率 (%)					
股息支付率	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0
净资产收益率	12.6	15.7	15.9	14.1	12.6
资产收益率	8.2	9.6	9.4	8.1	7.4
已运用资本收益率	13.7	15.9	15.7	13.2	11.8

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 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