

2011年3月29日

# 中国石化

## 估值低廉但风险高

**A**
**买入**

600028.SS - 人民币 8.66

目标价格: 人民币 10.75 (↓11.48)

**H**
**买入**

0386.HK - 港币 7.69

目标价格: 港币 9.90 (↓10.29)

**刘志成, CFA**

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209030301

### 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(%)	7	2	8	(27)
相对新华富时	2	(1)	2	(16)
A50 指数 (%)				

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)	30,785
3个月日均交易额(人民币 百万)	617
净负债比率(%) (2011E)	30
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**  
**具备证券投资咨询业务资格**

剔除 145 亿人民币资产减值亏损, 2010 年中国石化的基础盈利比我们预期高 3-4%。随着油价走高及成品油涨价步伐未能跟上, 我们预计 2011 年公司的利润率将面临更大压力。我们根据业绩及调整后的成品油价格预测更新了模型, 将 2011 年盈利预测下调 5%。我们对中国石化 A 股和 H 股均维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 估值低廉;
- 受益于人民币升值等利好因素;
- 化工业务的盈利提升。

### 评级面临的主要风险

- 石油价格大幅上涨;
- 中央政府未能及时按照油价上涨的幅度上调成品油价格。

### 估值

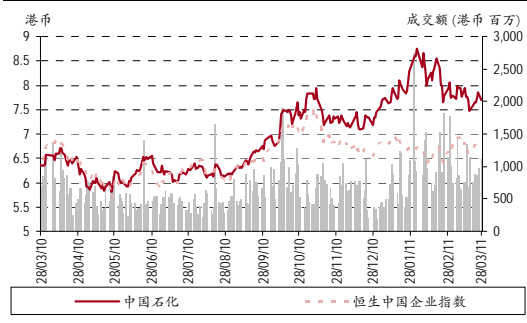
- 我们将 H 股目标价从 10.29 港币下调至 9.90 港币, 依然对应 1.5 倍 2011 年预期市净率;
- 从 1 月末我们出版最新一期报告以来, A-H 股三个月平均溢价已经从 32% 缩窄至 29%, 因此我们将 A 股目标价从 11.48 人民币下调至 10.75 人民币。

### 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)	1,345,052	1,913,182	2,095,559	2,117,654	2,123,922
变动 (%)	(7)	42	10	1	0
净利润(人民币 百万)	62,677	69,639	80,439	87,954	90,802
全面摊薄每股收益(人民币)	0.723	0.803	0.901	0.985	1.017
变动 (%)	120.3	11.1	12.1	9.3	3.2
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.923	1.032	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.953	0.987	-
调整幅度(%)	-	-	(5.5)	(0.2)	-
全面摊薄市盈率(倍)	12.0	10.8	9.6	8.8	8.5
每股现金流量(人民币)	2.01	2.06	1.91	1.92	1.98
价格/每股现金流量(倍)	4.3	4.2	4.5	4.5	4.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.7	5.7	5.1	4.8	4.4
每股股息(人民币)	0.180	0.210	0.230	0.250	0.260
股息率 (%)	2.1	2.4	2.7	2.9	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 (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	(3)	7	21
相对恒生中国 企业指数(%)	2	(6)	2	14

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)	129,348
3 个月日均交易额(港币 百万)	881
净负债比率(%) (2011E)	33

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)	1,345,052	1,913,182	2,140,464	2,161,671	2,166,878
变动(%)	(7)	42	12	1	0
净利润(人民币 百 万)	63,147	71,800	80,462	87,977	90,824
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.728	0.828	0.901	0.985	1.017
变动(%)	121.4	13.7	8.8	9.3	3.2
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.895	0.968	-
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.953	0.987	-
调整幅度(%)	-	-	(5.5)	(0.2)	-
全面摊薄市盈率 (倍)	8.9	7.8	7.2	6.6	6.4
每股现金流量(人民 币)	1.99	2.05	1.91	1.92	1.98
价格/每股现金流量 (倍)	3.2	3.2	3.4	3.4	3.3
企业价值/息税折旧 前利润(倍)	5.3	4.5	4.0	3.7	3.3
每股股息(人民币)	0.180	0.210	0.230	0.250	0.260
股息率(%)	2.8	3.2	3.6	3.9	4.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 2010 年基础盈利略超预期

2010 年在国际会计准则下中国石化的净利润同比增长 14% 至 718 亿人民币；在中国会计准则下同比增长 13% 至 707 亿人民币，分别比我们预期低 8% 和 10%，主要是因为期内公司录得 145 亿人民币的资产减值亏损。我们预计剔除上述非经常性亏损之后，主营业务盈利比我们预期高 3-4% 左右。

在 145 亿人民币的资产减值亏损中，约有 63 亿人民币是由对于三家 A 股市场上市的子公司，即扬子石化、齐鲁石化、石油大明进行私有化而产生的商誉冲销。其余则是各个板块的固定资产减值费用。

### 勘探与生产业务盈利较高时主要的增长动力

期内，主营业务盈利增长较快主要由勘探与生产业务国际会计准则下的经营利润同比增长 97% 至 472 亿人民币所拉动。成品油价格同比上涨 43% 至 70.9 美元/桶，天然气产量同比增长 48% 都拉动了经营利润的快速增长。普光气田于 2009 年 4 季度投入生产，2010 年带来了全年贡献，成为天然气销量大幅增长的主要动力。

勘探与生产业务强劲的增长基本上被炼油业务的经营利润同比下滑 42% 所抵消。由于石油价格上涨及中央政府未能及时按照油价上涨的幅度上调成品油价格，因此利润率有所缩窄。减值亏损后其他业务实现单位数增长。

### 勘探与生产业务相比同业薄弱

2010 年，公司的储量替代率仅为 0.91 倍。这导致 2010 年末探明石油储量同比减少 1%。从目前较高的油价来看，这也不尽如人意。

**图表 2. 业绩摘要(H股)**

年结日 12月31日(人民币, 十亿)	2009	2010	同比变动%
<b>营收</b>	<b>1,345.1</b>	<b>1,913.2</b>	<b>42</b>
采购与供应	(980.6)	(1,482.5)	51
一般、销售和管理费用	(40.5)	(51.0)	26
折旧与摊销	(54.0)	(59.2)	10
勘探费用	(10.5)	(11.0)	4
员工费用	(28.9)	(33.7)	17
其他税金	(132.9)	(157.2)	18
其他	(6.9)	(13.6)	97
<b>经营利润</b>	<b>90.7</b>	<b>105.0</b>	<b>16</b>
净财务成本	(7.5)	(7.0)	(7)
联营公司、合资控股公司及投资收益	3.4	5.7	68
税前利润	86.6	103.7	20
税金	(19.6)	(25.7)	31
税后利润	67.0	78.0	16
少数股东权益	(3.9)	(6.2)	61
<b>净利润</b>	<b>63.1</b>	<b>71.8</b>	<b>14</b>
每股收益(人民币)	0.728	0.828	14
<b>每股派息(人民币)</b>			
中期	0.07	0.08	14
终期	0.11	0.13	18

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	23.89	47.15	97
炼油	27.51	15.86	(42)
营销与分销	30.30	30.76	2
化工	13.81	15.04	9
总部及其他	(2.21)	(2.34)	6
剔除	(2.60)	(1.46)	(44)
<b>总计</b>	<b>90.70</b>	<b>105.00</b>	<b>16</b>

资料来源: 公司数据

**图表 4. 资产减值亏损构成**

(人民币, 十亿)	2009	2010	同比变动%
勘探与生产	1.60	3.25	104
炼油	0.40	4.90	1,138
营销与分销	1.48	1.18	(20)
化工	3.81	5.12	35
总部及其他	0.01	0.02	163
<b>总计</b>	<b>7.29</b>	<b>14.48</b>	<b>99</b>

资料来源: 公司数据

## 炼油业务成为 2011 年盈利的关键性因素

根据公司的发展规划, 预计 2011 年天然气产量和成品油加工量将分别同比增长 13% 和 5%。但是, 原油产量将同比减少 1%。勘探与生产业务将继续受益于油价走高, 而炼油业务的盈利依然是影响业绩的关键性因素, 这取决于政府是否能够严格执行成品油定价机制。

## 天然气业务是中国石化“十二五”计划中的重点

中国石化首次公布了“十二五”计划。期间, 天然气将成为公司发展的重点, 预计产量将增长 60-92% 左右。公司计划与海外公司合作共同开发国内的非常规天然气资源, 包括页岩气和煤层气。到 2015 年, 公司约 10% 的天然气产量将来自于这些非常规资源。

此外, 公司计划到 2015 年将炼油业务年产能扩大 24-33% 至 2.75-2.95 亿吨、乙烯产能扩大 34-45% 至 1,250-1,350 万吨。同时, 公司计划 2011-15 年将成品油产量提高 29% 至 1.6 亿吨, 国内销量提高至 1.7 亿吨。到 2015 年原油产量预计仅增长 2-6% 至 4,350-4,500 万吨。

## 调整石油价格和成品油价格预测

由于突尼斯和埃及的紧张局势已经蔓延到了北非和中东地区的其他国家, 利比亚则已陷入内战, 因此近期石油价格出现了大幅上涨。局势何时能够稳定下来目前还很难判断, 预计还将持续一段时间。因此, 短期内石油价格将继续走强。因此, 我们将 2011 年和 2012 年的布伦特原油平均价格预测从 94 美元/桶分别上调至 104.9 美元/桶和 102 美元/桶, 预计 2013 年将回落至 99 美元/桶。此外, 我们还将长期石油价格预测从 94 美元/桶上调至 97 美元/桶。

中央政府已于 2011 年 2 月 20 日将汽油、柴油和航空燃油价格每吨上浮 350 人民币, 相比我们先前预测的 4 月 1 日有所提前。这说明政府决心严格的执行定价机制, 同时目标通过定价来控制消耗。我们认为高油价将持续颇长时间, 预计政府将在 4 月 1 日将汽油和柴油价格每吨再度上调 350 人民币, 而 2012 年和 2013 年的 4 月 1 日, 政府会将油价每吨分别下调 300 人民币和 200 人民币。

**图表 5. 业绩摘要(A 股)**

12 月 31 日(人民币, 百万)	2009	2010	同比变动%
主营业务收入	1,345.1	1,913.2	42
销售成本	(1,029.4)	(1,537.1)	49
销售税及其附加	(132.9)	(157.2)	18
<b>主营业务利润</b>	<b>182.7</b>	<b>218.9</b>	<b>20</b>
销售费用	(27.6)	(32.0)	16
管理费用	(46.8)	(57.8)	23
财务费用	(7.2)	(6.8)	(6)
勘探费用, 包括干井	(10.5)	(11.0)	4
减值亏损	(7.5)	(15.4)	107
公允价值亏损	(0.4)	(0.2)	(51)
投资收入	3.6	5.7	58
经营收入	86.2	101.4	18
非经营收入	1.3	2.1	65
非经营开支	(1.4)	(1.3)	(8)
<b>税前利润</b>	<b>86.1</b>	<b>102.2</b>	<b>19</b>
税金	(19.6)	(25.3)	29
少数股东权益	(3.8)	(6.1)	59
<b>净利润</b>	<b>62.7</b>	<b>70.7</b>	<b>13</b>
每股收益(人民币)	0.723	0.816	13
<b>每股派息(人民币)</b>			
中期	0.07	0.08	14
终期	0.11	0.13	18

资料来源: 公司数据

## 调整盈利预测和目标价格

我们根据业绩及调整后的石油和成品油价格预测更新了模型, 将 2011 年盈利预测下调 5%。预计 2011 年和 2012 年全面摊薄每股收益将实现高位单位数增长。

我们仍然以 1.5 倍 2011 年预期市净率对 H 股估值, 根据调低的盈利预测, 我们将 H 股目标价从 10.29 港币下调为 9.90 港币。A 股方面, 从 1 月末我们出版最新一期报告以来, A-H 股三个月平均溢价已经从 32% 缩窄至 29%, 因此我们将 A 股目标价从 11.48 人民币下调至 10.75 人民币。对 A 股和 H 股重申**买入**评级。

**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	24.14	46.73	94
炼油	27.48	14.87	(46)
营销与分销	30.28	30.62	1
化工	13.29	14.76	11
总部及其他	(2.32)	(2.82)	21
剔除	(2.60)	(1.46)	(44)
财务费用, 投资	(4.02)	(1.36)	(66)
公允价值收入及变动			
<b>总计</b>	<b>86.24</b>	<b>101.35</b>	<b>18</b>

资料来源: 公司数据

**图表 7. 经营数据**

	2009	2010	变动%
<b>勘探与生产</b>			
原油产量(百万桶)	327.7	327.9	0.1
中国	301.2	302.2	0.3
非洲	26.5	25.7	(3.0)
天然气产量(十亿立方英尺)	299.0	441.4	47.6
油价(美元/桶)	50.87	70.90	39.4
天然气价格(美元/kcf)	3.98	4.91	23.5
采油成本(美元/桶油当量)	13.26	14.03	5.8
年末探明原油储备(百万桶)	2,920	2,888	(1.1)
年末探明天然气储备(十亿立方英尺)	6,739	6,447	(4.3)
<b>炼油</b>			
原有加工量(百万桶)	186.58	211.13	13.2
汽油产量(百万吨)	34.43	35.87	4.2
柴油产量(百万吨)	68.86	76.09	10.5
煤油产量(百万吨)	10.39	12.42	19.5
化工原料产量(百万吨)	26.87	35.00	30.3
轻油收率(%)	75.54	75.79	0.25 个百分点
炼油率(%)	94.53	94.83	0.30 个百分点
炼油利润率(美元/桶)	6.16	5.84	(5.2)
现金经营成本(美元/桶)	2.71	2.81	3.6
<b>营销与分销</b>			
批发量(百万吨)	19.5	20.5	4.9
直销量(百万吨)	25.6	32.4	26.5
零售量(百万吨)	78.9	87.6	11.1
国内销量总计(百万吨)	124.0	140.5	13.3
自有和管理加油站	29,055	29,601	1.9
特许经营加油站	643	515	(19.9)
加油站总数	29,698	30,116	1.4
每加油站平均年加油量(吨)	2,715	2,960	9.0
现金经营成本(人民币/吨)	164	170	4.0
<b>化工</b>			
<b>主要产品产量(千吨)</b>			
乙烯	6,713	9,059	34.9
合成树脂	10,287	12,949	25.9
合成橡胶	884	967	9.4
合成纤维单体和聚合物	7,798	8,864	13.7
合成纤维	1,302	1,393	7.0
尿素	1,752	1,223	(30.2)

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	1,345,052	1,913,182	2,095,559	2,117,654	2,123,922
销售成本	(1,029,443)	(1,537,131)	(1,696,451)	(1,703,681)	(1,705,881)
经营费用	(171,666)	(214,270)	(219,363)	(219,498)	(218,557)
息税折旧前利润	89,897	102,528	116,271	127,285	129,183
折旧及摊销	(54,046)	(59,253)	(63,475)	(67,190)	(70,301)
经营利润(息税前利润)	143,943	161,781	179,746	194,476	199,484
净利息收入/(费用)	(7,248)	(7,312)	(7,118)	(6,763)	(4,368)
其他收益/(损失)	3,463	5,888	7,258	6,765	6,593
税前利润	86,112	101,104	116,411	127,287	131,408
所得税	(19,591)	(25,335)	(29,103)	(31,822)	(32,852)
少数股东权益	(3,844)	(6,130)	(6,869)	(7,511)	(7,754)
净利润	62,677	69,639	80,439	87,954	90,802
核心净利润	62,677	69,639	80,439	87,954	90,802
每股收益(人民币)	0.723	0.803	0.901	0.985	1.017
核心每股收益(人民币)	0.723	0.803	0.901	0.985	1.017
每股股息(人民币)	0.180	0.210	0.230	0.250	0.260
收入增长(%)	(7)	42	10	1	0
息税前利润增长(%)	(526)	14	13	9	1
息税折旧前利润增长(%)	470	12	11	8	3
每股收益增长(%)	120	11	12	9	3
核心每股收益增长(%)	120	11	12	9	3

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	10,018	18,140	10,307	7,707	8,770
应收帐款	26,592	43,093	47,201	47,699	47,840
库存	141,727	156,546	172,772	173,508	173,732
其他流动资产	11,085	31,671	81,207	104,134	56,985
流动资产总计	189,422	249,450	311,486	333,047	287,327
固定资产	605,190	630,299	663,945	724,596	781,959
无形资产	37,025	35,738	34,492	33,246	32,000
其他长期资产	55,259	69,902	69,902	69,902	69,902
长期资产总计	697,474	735,939	768,339	827,744	883,861
总资产	886,896	985,389	1,079,825	1,160,791	1,171,188
应付帐款	96,762	132,528	146,264	276,734	275,632
短期债务	75,216	35,828	42,995	5,382	24,640
其他流动负债	131,886	157,271	173,290	41,258	41,258
流动负债总计	303,864	325,627	362,549	323,374	341,530
长期借款	152,725	174,075	133,926	178,544	93,904
其他长期负债	23,759	33,005	33,005	33,005	33,005
股本	86,702	86,702	86,702	86,702	86,702
储备	293,759	334,425	425,219	493,231	562,357
股东权益	380,461	421,127	511,921	579,933	649,059
少数股东权益	26,087	31,555	38,424	45,936	53,690
总负债及权益	886,896	985,389	1,079,825	1,160,791	1,171,188
每股帐面价值(人民币)	4.39	4.86	5.90	6.69	7.49
每股有形资产(人民币)	3.96	4.44	5.51	6.31	7.12
每股净负债/(现金)(人民币)	2.51	2.21	1.92	2.03	1.27

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	86,112	101,104	116,411	127,287	131,408
折旧与摊销	54,046	59,253	63,475	67,190	70,301
净利息费用	7,248	7,312	7,118	6,763	4,368
运营资本变动	28,541	10,176	8,479	(2,910)	(1,499)
税金	(6,045)	(14,158)	(29,103)	(31,822)	(32,852)
其他经营现金流	4,572	15,148	(715)	(309)	(137)
经营活动产生的现金流	174,474	178,835	165,666	166,200	171,589
购买固定资产净值	(116,789)	(114,711)	(124,100)	(124,100)	(124,100)
投资减少/增加	(2,548)	4,835	0	0	0
其他投资现金流	869	2,794	0	0	0
投资活动产生的现金流	(118,468)	(107,082)	(124,100)	(124,100)	(124,100)
净增权益	0	2	0	0	0
净增债务	(23,471)	(19,313)	(24,074)	(17,995)	(20,382)
支付股息	(13,559)	(16,473)	(18,208)	(19,942)	(21,676)
其他融资现金流	(16,713)	(27,822)	(7,118)	(6,763)	(4,368)
融资活动产生的现金流	(53,743)	(63,606)	(49,399)	(44,700)	(46,426)
现金变动	2,263	8,147	(7,833)	(2,600)	1,063
期初现金	7,760	10,018	18,140	10,307	7,707
公司自由现金流	56,283	72,413	42,009	42,381	47,746
权益自由现金流	25,203	45,128	10,374	17,342	22,739

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	10.7	8.5	8.6	9.2	9.4
息税前利润率	6.7	5.4	5.5	6.0	6.1
税前利润率	6.4	5.3	5.6	6.0	6.2
净利率	4.7	3.6	3.8	4.2	4.3
流动性(倍)					
流动比率	0.6	0.8	0.9	1.0	0.8
利息覆盖率	11.9	12.9	15.4	18.1	27.9
净权益负债率(%)	53.6	42.4	30.3	28.2	15.6
速动比率	0.2	0.3	0.4	0.5	0.3
估值(倍)					
市盈率	12.0	10.8	9.6	8.8	8.5
核心业务市盈率	12.0	10.8	9.6	8.8	8.5
目标价对应核心业务市盈率	14.9	13.4	11.9	10.9	10.6
市净率	2.0	1.8	1.5	1.3	1.2
价格/现金流	4.3	4.2	4.5	4.5	4.4
企业价值/息税折旧前利润	6.7	5.7	5.1	4.8	4.4
周转率					
存货周转天数	42.1	35.4	35.4	37.1	37.1
应收帐款周转天数	5.4	6.6	7.9	8.2	8.2
应付帐款周转天数	20.8	21.9	24.3	36.5	47.5
回报率(%)					
股息支付率	24.9	26.1	24.8	24.6	24.8
净资产收益率	17.7	17.4	17.2	16.1	14.8
资产收益率	8.4	8.2	8.4	8.5	8.3
已运用资本收益率	14.8	15.9	16.8	16.6	15.9

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	1,345,052	1,913,182	2,140,464	2,161,671	2,166,878
销售成本	(1,206,904)	(1,743,522)	(1,965,387)	(1,974,098)	(1,976,033)
经营费用	6,567	(5,432)	6,505	8,748	10,489
息税折旧前利润	90,699	105,004	118,107	129,131	131,033
折旧及摊销	(54,016)	(59,223)	(63,475)	(67,190)	(70,301)
经营利润(息税前利润)	144,715	164,227	181,582	196,322	201,334
净利息收入/(费用)	(7,332)	(7,312)	(7,118)	(6,763)	(4,368)
其他收益/(损失)	3,237	6,001	5,563	5,070	4,898
税前利润	86,604	103,693	116,552	127,438	131,563
所得税	(19,599)	(25,689)	(29,138)	(31,860)	(32,891)
少数股东权益	(3,858)	(6,204)	(6,952)	(7,602)	(7,848)
净利润	63,147	71,800	80,462	87,977	90,824
核心净利润	63,147	71,800	80,462	87,977	90,824
每股收益(人民币)	0.728	0.828	0.901	0.985	1.017
核心每股收益(人民币)	0.728	0.828	0.901	0.985	1.017
每股股息(人民币)	0.180	0.210	0.230	0.250	0.260
收入增长(%)	(7)	42	12	1	0
息税前利润增长(%)	244	16	12	9	1
息税折旧前利润增长(%)	99	13	11	8	3
每股收益增长(%)	121	14	9	9	3
核心每股收益增长(%)	121	14	9	9	3

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	10,018	18,140	10,307	7,707	8,770
应收帐款	26,592	43,093	47,201	47,699	47,840
库存	141,727	156,546	175,143	176,879	177,305
其他流动资产	23,142	42,450	66,137	84,626	48,079
流动资产总计	201,479	260,229	298,788	316,911	281,994
固定资产	605,190	630,299	662,285	721,415	777,146
无形资产	14,072	8,207	8,207	8,207	8,207
其他长期资产	77,522	96,419	101,895	106,965	111,863
长期资产总计	696,784	734,925	772,387	836,588	897,216
总资产	898,263	995,154	1,071,176	1,153,498	1,179,210
应付帐款	96,762	132,528	149,006	148,860	148,433
短期债务	75,216	35,828	46,757	9,144	28,402
其他流动负债	143,943	168,050	187,607	187,434	201,958
流动负债总计	315,921	336,406	383,370	345,438	378,793
长期借款	152,725	174,075	133,926	178,544	93,904
其他长期负债	24,801	34,305	34,305	34,305	34,305
股本	86,702	86,702	86,702	86,702	86,702
储备	292,238	332,345	394,599	462,634	531,783
股东权益	378,940	419,047	481,301	549,336	618,485
少数股东权益	25,876	31,321	38,273	45,875	53,723
总负债及权益	898,263	995,154	1,071,176	1,153,498	1,179,210
每股帐面价值(人民币)	4.37	4.83	5.55	6.34	7.13
每股有形资产(人民币)	4.21	4.74	5.46	6.24	7.04
每股净负债(现金)(人民币)	2.51	2.21	1.97	2.08	1.31

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	86,604	103,693	116,552	127,438	131,563
折旧与摊销	54,016	59,223	63,475	67,190	70,301
净利息费用	7,332	7,312	7,118	6,763	4,368
运营资本变动	15,005	1,027	8,287	(3,023)	(1,616)
税金	(6,045)	(14,158)	(29,138)	(31,860)	(32,891)
其他经营现金流	15,933	20,548	(628)	(309)	(137)
经营活动产生的现金流	172,845	177,645	165,666	166,200	171,588
购买固定资产净值	(116,195)	(113,763)	(124,100)	(124,100)	(124,100)
投资减少/增加	(2,142)	6,503	0	0	0
其他投资现金流	1,498	1,368	0	0	0
投资活动产生的现金流	(116,839)	(105,892)	(124,100)	(124,100)	(124,100)
净增权益	0	2	0	0	0
净增债务	(23,471)	(19,313)	(24,074)	(17,995)	(20,382)
支付股息	(13,559)	(16,391)	(18,208)	(19,942)	(21,676)
其他融资现金流	(16,713)	(27,904)	(7,118)	(6,763)	(4,368)
融资活动产生的现金流	(53,743)	(63,606)	(49,399)	(44,700)	(46,426)
现金变动	2,263	8,147	(7,833)	(2,600)	1,063
期初现金	7,760	10,018	18,140	10,307	7,707
公司自由现金流	56,283	72,413	42,010	42,381	47,745
权益自由现金流	25,203	45,128	10,375	17,342	22,739

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
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	10.8	8.6	8.5	9.1	9.3
息税前利润率	6.7	5.5	5.5	6.0	6.0
税前利润率	6.4	5.4	5.4	5.9	6.1
净利率	4.7	3.8	3.8	4.1	4.2
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	0.6	0.8	0.8	0.9	0.7
利息覆盖率	11.9	13.2	15.6	18.3	28.3
净权益负债率(%)	53.8	42.6	32.8	30.2	16.9
速动比率	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	8.9	7.8	7.2	6.6	6.4
核心业务市盈率	8.9	7.8	7.2	6.6	6.4
目标价对应核心业务市盈率	11.4	10.1	9.2	8.5	8.2
市净率	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9
价格/现金流	3.2	3.2	3.4	3.4	3.3
企业价值/息税折旧前利润	5.3	4.5	4.0	3.7	3.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	35.9	31.2	30.8	32.5	32.7
应收帐款周转天数	5.4	6.6	7.7	8.0	8.0
应付帐款周转天数	20.8	21.9	24.0	25.1	25.0
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	24.7	25.4	24.8	24.6	24.8
净资产收益率	17.9	18.0	17.9	17.1	15.6
资产收益率	8.4	8.3	8.6	8.7	8.4
已运用资本收益率	14.9	16.3	17.4	17.5	16.6

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，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

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