



股票代码	601857.CH	0857.HK
评级	<b>买入</b>	<b>买入</b>
收盘价	人民币 7.56	港币 7.62
目标价	人民币 8.99	港币 9.26
原目标价	人民币 9.10	港币 9.51
上/下浮比例	+19%	+22%
目标价格基础	较 H 股目标价格 溢价	分部加总
板块评级	增持	增持

# 中国石油

## 天然气提价的主要受益者

中国石油 2013 年盈利比我们的预测和市场预期高出 4%。我们将 2014-15 年盈利预测上调 7-9%。经过过去 12 个月的糟糕表现，公司股价在当前水平上似乎已具备吸引力。公司更加关注收益回报，国内天然气价格的进一步上调以及进一步的资产处置都是未来的潜在催化剂。我们重申对 A 股和 H 股的买入评级。

### 要点

- 发改委计划至 2015 年将存量气价格提高至增量气的同等水平，因而我们预测 2014 年 7 月国内天然气价格将提高 0.4 人民币/立方米，2015 年 7 月还会有类似幅度的提价。中国石油供应全国 70% 以上的天然气，是天然气价格提价预期的主要受益者。
- 继 2013 年 6 月处置西部地区油气管道 50% 的权益后，公司可能会继续出售其他管道资产的股权。去年的交易不仅带来 250 亿人民币的处置收益，同时也为资本支出筹集了资金（约为 600 亿人民币）。
- 过去几年净资产收益率下降之后，公司目前更为关注收益回报。2013 年公司资本支出同比削减 10%，这是公司上市 10 多年来资本支出的首次下降。2014 年公司计划使资本支出同比再降 7%。

### 影响评级的主要风险

- 油价大跌。
- 天然气价格进一步上调延期。

### 估值

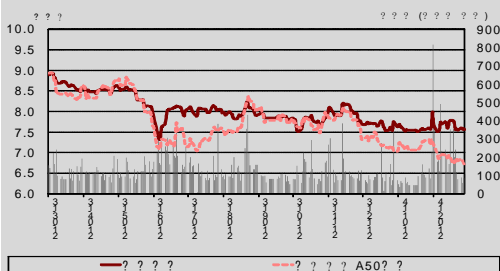
- 我们将 H 股分部加总每股净资产由 11.06 港币小幅下调至 10.76 港币，主要是为了反映天然气和管道业务利润低于预期。因此，我们也将 H 股目标价由 9.51 港币调低至 9.26 港币，仍较我们的预期每股净资产折让 14%。
- A 股方面，我们也将目标价由 9.10 人民币下调为 8.99 人民币，仍较 H 股溢价 21%。

### 投资摘要—A 股

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	2,195,296	2,258,124	2,381,969	2,433,913	2,441,806
变动 (%)	10	3	5	2	0
净利润(人民币 百万)	115,323	129,577	130,371	147,467	160,661
全面摊薄每股收益(人民币)	0.630	0.708	0.712	0.806	0.878
变动 (%)	(13.3)	12.4	0.6	13.1	8.9
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.768	0.870	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.656	0.752	-
调整幅度 (%)	-	-	8.6	7.1	-
核心每股收益(人民币)	0.630	0.572	0.712	0.806	0.878
变动 (%)	(13.3)	(9.2)	24.5	13.1	8.9
全面摊薄市盈率(倍)	12.0	10.7	10.6	9.4	8.6
核心市盈率(倍)	12.0	13.2	10.6	9.4	8.6
每股现金流量(人民币)	1.45	1.64	1.57	2.02	2.15
价格/每股现金流量(倍)	5.2	4.6	4.8	3.7	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.8	6.1	6.7	5.9	5.4
每股股息(人民币)	0.284	0.319	0.321	0.363	0.395
股息率 (%)	3.8	4.2	4.2	4.8	5.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现—A 股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1.7)	(0.7)	(2.5)	(14.7)
相对新华富时 A50 指数	8.2	2.9	8.4	6.8

发行股数(百万)	183,021
流通股(%)	2
流通股市值(人民币 百万)	1,383,639
3个月日均交易额(人民币 百万)	147
净负债比率(%) (2014E)	41
主要股东(%)	
中国石油天然气集团公司	87

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2014 年 3 月 20 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

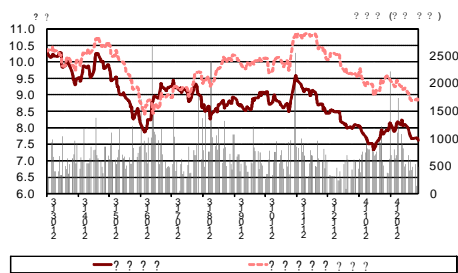
能源: 石油及天然气

刘志威, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

**股价表现—H股**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(9.5)	(3.3)	(9.3)	(25.8)
相对恒生中国企业指数	3.9	3.7	3.8	(12.9)

发行股数(百万)	183,021
流通股(%)	12
流通股市值(港币 百万)	1,394,620
3个月日均交易额(港币 百万)	642
净负债比率(%) (2014E)	41
主要股东(%)	
中国石油天然气集团公司	87

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究  
以2014年3月20日收市价为标准

**投资摘要—H股**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	2,195,296	2,258,124	2,381,969	2,433,913	2,441,806
变动(%)	10	3	5	2	0
净利润(人民币 百万)	115,326	129,599	130,348	147,444	160,638
全面摊薄每股收益(人民币)	0.630	0.708	0.712	0.806	0.878
变动(%)	(13.3)	12.4	0.6	13.1	8.9
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.716	0.761	1.000
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.656	0.752	-
调整幅度(%)	-	-	8.6	7.1	N/A
核心每股收益(人民币)	0.630	0.572	0.712	0.806	0.878
变动(%)	(13.3)	(9.1)	24.4	13.1	8.9
全面摊薄市盈率(倍)	9.6	8.6	8.5	7.5	6.9
核心市盈率(倍)	9.6	10.6	8.5	7.5	6.9
每股现金流量(人民币)	1.40	1.69	1.56	2.01	2.15
价格/每股现金流量(倍)	4.4	3.6	3.9	3.0	2.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.7	4.5	4.7	4.2	3.8
每股股息(人民币)	0.284	0.319	0.321	0.363	0.395
股息率(%)	4.7	5.2	5.3	6.0	6.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

**2014年盈利略高于预期**

在国际会计准则和中国会计准则下，中国石油2013年净利润同比增长12%至1,296亿人民币。公司盈利比我们的预测和市场预期高出4%，主要是因为总部费用低于预期以及少数股东权益。公司仍维持45%的派息率，这是公司自上市以来的一贯水平。

由于2013年6月出售西部地区油气管道资产50%的权益，公司实际录得了248亿人民币的税前处置收益。不包括该笔收益，公司核心盈利实际同比下降9%。

**炼油业务成明星板块**

在公司各项业务中，仅有炼油业务的盈利情况有显著改善。在国际会计准则下，2013年公司炼油业务经营亏损由2012年的337亿人民币缩窄至47亿人民币，低于我们预测的78亿人民币。由于发改委自12年下半年以来严格执行成品油定价机制（无论新或旧机制），该业务盈利能力大幅提升。由于主要成品油产品的国内价格紧跟国际油价，国内炼油商的利润率基本得到保护。

在国际会计准则下，2013年化工业务经营亏损较2012年的98亿人民币扩大一倍以上至197亿人民币。盈利能力恶化主要是因为市场疲软以及固定资产减值拨备。

勘探及生产分部仍是公司主要的利润来源。在国际会计准则下，2013年该业务经营利润同比下降12%至1,897亿人民币，略低于我们预测的1,920亿人民币。盈利下降主要是因为实现油价同比下滑3%至100.42人民币/桶以及现金操作成本同比上升13%至13.23美元/桶。

在国际会计准则下，2013年营销业务经营利润同比下降54%至76亿人民币，高于我们预期的62亿人民币。市场需求疲软导致利润率下滑。此外，公司也因库存而蒙受损失。

在国际会计准则下，2013年天然气和管道业务录得289亿人民币的经营利润，大幅扭转2012年21亿人民币的经营亏损，但仍低于我们预期的333亿人民币。剔除一次性处置收益，基础利润约为41亿人民币。2013年7月天然气提价推动该分部盈利能力上升，并使天然气和液化天然气进口业务亏损保持在2012年同等水平（419亿人民币）。

### 未来前景改善

展望2014年，我们预测核心盈利同比增长24%。公司仍将受到2013年天然气提价的全年影响，并将受益于14年3季度天然气价格进一步上调的预期。此外，公司还将受益于2014年初全国范围内汽油质量标准由国III到国IV的升级。

### 资本支出更有节制

2013年，公司资本支出同比下降10%至3,190亿人民币，是公司上市10多年来的首次下降，比年初制定的预算低9%。公司目前更为关注收益回报，将把资源集中到上游业务。2014年资本支出预算为2,970亿人民币，比2013年实际资本支出低7%。

### 预测和目标价变动

根据业绩更新模型后，我们将2014-15年盈利预测上调7-9%。我们的预测未包含任何进一步的处置收益。

自2013年8月公司受调查以来，公司股价跑输大市。由于我们认为调查即将结束，投资者将再次关注基本面。公司将受益于天然气价格改革和汽柴油质量标准的升级。我们目前预测未来三年公司盈利将出现正增长，在油价逐步下降的背景下做到这一点并不容易。当前水平上，公司估值似乎具备吸引力（H股相当于8.5倍2014年预期市盈率以及5.3%的2014年预期股息收益率，A股相当于10.6倍2014年预期市盈率）。我们重申对A股和H股的**买入**评级。

我们将H股分部加总每股净资产由11.06港币小幅下调至10.76港币，主要是为了反映天然气和管道业务的利润低于预期。因此，我们也将H股目标价由9.51港币下调至9.26港币，仍较我们的预期每股净资产折让14%（5年平均）。

A股方面，我们也将目标价由9.10人民币下调至8.99人民币，仍较H股溢价21%。

**图表 1. 业绩摘要 (H 股)**

(人民币, 十亿)	2012	2013	同比%
<b>营业收入</b>	2,195.3	2,258.1	3
采购及供应	(1,411.0)	(1,464.8)	4
雇员补偿	(106.2)	(116.4)	10
勘探费用	(24.0)	(25.3)	6
折旧、损耗和摊销	(152.0)	(163.4)	7
销售、管理及一般性费用	(74.7)	(79.0)	6
其他税收	(254.9)	(248.1)	(3)
其他	2.0	27.5	1,270
<b>经营利润</b>	<b>174.5</b>	<b>188.6</b>	<b>8</b>
财务成本	(16.0)	(20.8)	30
联营公司及共同控制实体	8.3	10.2	24
税前利润	166.8	178.1	7
税金	(36.2)	(35.8)	(1)
税后利润	130.6	142.3	9
少数股东权益	(15.3)	(12.7)	(17)
<b>净利润</b>	<b>115.3</b>	<b>129.6</b>	<b>12</b>
每股盈利(人民币)	0.630	0.708	12
每股股息(人民币)	0.284	0.319	12

资料来源: 公司数据

**图表 2. 经营利润构成**

(人民币 十亿)	2012	2013	同比%
勘探及生产	215.0	189.7	(12)
炼油及化工	(43.5)	(24.4)	na
炼油	(33.7)	(4.7)	na
化工	(9.8)	(19.7)	na
营销	16.4	7.6	(54)
天然气及管道	(2.1)	28.9	na
其他	(11.2)	(13.1)	17
<b>总经营利润</b>	<b>174.5</b>	<b>188.6</b>	<b>8</b>

资料来源: 公司数据

**图表 3. 资本支出**

(人民币, 十亿)	2012	2013	2014E
勘探及生产	227.2	226.4	225.7
炼油及化工	36.0	26.7	25.3
营销	14.9	7.1	6.4
天然气及管道	72.9	57.4	37.2
其他	1.4	1.1	1.9
<b>总资本支出</b>	<b>352.5</b>	<b>318.7</b>	<b>296.5</b>

资料来源: 公司数据

**图表 4. 业绩摘要(A股)**

(人民币, 十亿)	2012	2013	同比%
销售收入	2,195.3	2,258.1	3
销售成本	(1,634.8)	(1,701.8)	4
营业税及附加	(246.1)	(238.7)	(3)
毛利润	314.4	317.6	1
销售费用	(55.0)	(60.0)	9
管理及一般性费用	(83.9)	(90.6)	8
财务费用	(16.8)	(21.9)	30
资产减值亏损	(2.0)	(4.2)	113
投资收入	8.8	10.8	23
<b>经营利润</b>	<b>165.4</b>	<b>151.7</b>	<b>(8)</b>
营业外收入	11.6	38.7	235
营业外费用	(10.2)	(12.4)	22
税前利润	166.8	178.0	7
税金	(36.2)	(35.8)	(1)
税后利润	130.6	142.2	9
少数股东权益	(15.3)	(12.7)	(17)
<b>净利润</b>	<b>115.3</b>	<b>129.6</b>	<b>12</b>
每股盈利(人民币)	0.630	0.708	12
每股股息(人民币)	0.284	0.319	12

资料来源: 公司数据

**图表 5. 主营业务利润(A股)**

(人民币, 十亿)	2012	2013	同比%
勘探及生产	219.3	192.9	(12)
炼油及化工	(40.4)	(16.8)	(59)
营销	17.3	8.8	(49)
天然气及管道	(9.3)	(4.5)	(52)
其他	(11.5)	(13.4)	16
未分配	(10.0)	(15.3)	53
<b>总计</b>	<b>165.4</b>	<b>151.7</b>	<b>(8)</b>

资料来源: 公司数据

**图表 6. 2013 年海外资产收购**

日期	出售方	权益 (%)	资产	对价 (美元, 百万)
13 年 2 月 20 日	康菲	20	西澳大利亚坎宁盆地波塞冬陆上天然气项目	401
	康菲	29	坎宁盆地陆上页岩气项目	
13 年 6 月 7 日	必和必拓	100	西澳大利亚 Browse 项目	1,712
13 年 11 月 13 日	巴西石油	100	巴西石油秘鲁公司	2,600
13 年 12 月 2 日	埃克森美孚	25	伊拉克西古尔纳-1 项目	590

资料来源: 公司数据

**图表 7. 经营数据**

	2012	2013	同比%
<b>勘探及生产</b>			
<b>产量</b>			
原油(百万桶)	916.5	932.9	2
可售天然气(十亿立方英尺)	2,558.8	2,801.9	10
合计	1,343.0	1,400.0	4
实现原油价(美元/桶)	103.65	100.42	(3)
采油成本(美元/桶油当量)	11.74	13.23	13
<b>证实储量</b>			
原油(百万桶)	11,018	10,820	(2)
天然气(十亿立方英尺)	67,581	69,323	3
<b>炼油及化工</b>			
原油加工量(百万桶)	1012.5	992.3	(2)
<b>产量(百万吨)</b>			
汽油	28.4	29.3	3
柴油	59.2	56.9	(4)
煤油	3.4	4.1	21
利用率(%)	90.1	87.3	(2.8) 百分点
轻油产品收益率(%)	77.9	77.6	(0.3) 百分点
炼油收益率(%)	93.8	93.4	(0.4) 百分点
<b>产量(千吨)</b>			
乙烯	3,690	3,982	8
合成树脂	6,089	6,537	7
合成纤维原料及聚合物	1,595	1,218	(24)
合成橡胶	633	665	5
尿素	4,408	3,771	(14)
<b>营销</b>			
<b>销量(百万吨)</b>			
汽油	47.4	52.4	10
柴油	94.5	93.3	(1)
煤油	11.4	13.5	19
合计	153.3	159.1	4
零售市场份额(%)	39.3	39.4	0.1 个百分点
气站数量	19,840	20,272	2
其中自有气站数量	19,296	19,710	2
每气站平均销量(吨/天)	11.1	11.0	(1)

资料来源: 公司数据

**图表 8. 分部经营利润预测 (H 股)**

年结日: 12月31日(人民币, 十亿)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
勘探及生产	215.0	189.7	197.2	204.9	213.0
炼油及化工	(43.5)	(24.4)	(12.5)	9.3	9.6
炼油	(33.7)	(4.7)	7.9	29.6	29.9
化工	(9.8)	(19.7)	(20.4)	(20.3)	(20.3)
营销	16.4	7.6	8.1	8.6	9.0
天然气及管道	(2.1)	28.9	10.0	10.9	23.5
总部	(11.2)	(13.1)	(13.6)	(14.0)	(14.4)
<b>总计</b>	<b>174.5</b>	<b>188.6</b>	<b>189.2</b>	<b>219.7</b>	<b>240.7</b>

资料来源: 公司数据, 中银国际研究数据

图表 9. 分部加总估值 (H 股)

	估值法	2014E 每股净资产 (人民币)
勘探及生产	10%的折现现金流	9.38
炼油及化工	1 倍的账面价值	1.36
营销	1 倍的账面价值	1.06
天然气及管道	8.7%的折现现金流	1.39
总部费用	8.7%的折现现金流	(1.42)
联营公司及投资	账面价值	0.70
净现金/(负债)	资产负债表	(3.03)
少数股东权益	资产负债表	(0.82)
总计(人民币)		8.63
总计(港币)		10.76

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	2,195,296	2,258,124	2,381,969	2,433,913	2,441,806
销售成本	(1,880,897)	(1,940,503)	(2,086,561)	(2,102,416)	(2,084,692)
经营费用	9,604	4,739	29,656	39,354	40,537
息税折旧前利润	173,468	162,839	152,813	183,392	204,496
折旧及摊销	(150,535)	(159,521)	(172,251)	(187,459)	(193,156)
经营利润(息税前利润)	324,003	322,360	325,064	370,851	397,651
净利息收入/(费用)	(16,955)	(21,949)	(19,478)	(26,085)	(28,554)
其他收益/(损失)	10,297	37,126	47,832	47,617	47,316
税前利润	166,810	178,016	181,167	204,923	223,259
所得税	(36,192)	(35,787)	(38,045)	(43,034)	(46,884)
少数股东权益	(15,295)	(12,652)	(12,751)	(14,423)	(15,713)
净利润	115,323	129,577	130,371	147,467	160,661
核心净利润	115,323	104,755	130,371	147,467	160,661
每股收益(人民币)	0.630	0.708	0.712	0.806	0.878
核心每股收益(人民币)	0.630	0.572	0.712	0.806	0.878
每股股息(人民币)	0.284	0.319	0.321	0.363	0.395
收入增长(%)	10	3	5	2	0
息税前利润增长(%)	(5)	(6)	(6)	20	12
息税折旧前利润增长(%)	4	(1)	1	14	7
每股收益增长(%)	(13)	12	1	13	9
核心每股收益增长(%)	(13)	(9)	24	13	9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 - A股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	166,810	178,016	181,167	204,923	223,259
折旧与摊销	150,535	159,521	172,251	187,459	193,156
净利息费用	16,955	21,949	19,478	26,085	28,554
运营资本变动	(70,713)	(31,651)	(43,388)	(1,749)	260
税金	(36,192)	(35,787)	(38,045)	(43,034)	(46,884)
其他经营现金流	38,383	7,958	(4,868)	(4,655)	(4,460)
经营活动产生的现金流	265,778	300,006	286,594	369,030	393,883
购买固定资产净值	(330,861)	(310,223)	(296,500)	(280,000)	(250,000)
投资减少/增加	(25,703)	30,717	0	0	0
其他投资现金流	24,338	12,996	0	0	0
投资活动产生的现金流	(332,226)	(266,510)	(296,500)	(280,000)	(250,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	126,627	54,282	69,527	(4,525)	(24,563)
支付股息	(58,040)	(57,675)	(58,583)	(63,135)	(69,998)
其他融资现金流	(16,290)	(21,049)	(19,668)	(26,274)	(28,743)
融资活动产生的现金流	52,297	(24,442)	(8,724)	(93,934)	(123,304)
现金变动	(14,151)	9,054	(18,630)	(4,904)	20,580
期初现金	64,299	49,953	57,250	38,610	33,706
公司自由现金流	(64,385)	35,718	(7,853)	90,559	145,746
权益自由现金流	44,078	66,919	40,143	58,420	90,767

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 - A股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	49,953	57,250	38,610	33,706	54,285
应收帐款	64,450	64,027	75,439	77,084	77,334
库存	214,117	227,017	292,960	292,690	286,029
其他流动资产	67,993	82,659	225,435	241,407	264,150
流动资产总计	396,513	430,953	632,443	644,887	681,797
固定资产	1,569,607	1,648,516	1,752,258	1,824,747	1,854,530
无形资产	64,008	69,817	61,526	60,312	59,099
其他长期资产	138,709	192,718	203,378	213,815	224,057
长期资产总计	1,772,324	1,911,051	2,017,163	2,098,873	2,137,687
总资产	2,168,837	2,342,004	2,649,606	2,743,760	2,819,484
应付帐款	278,427	298,075	333,018	333,054	326,964
短期债务	151,247	192,767	374,525	394,563	414,471
其他流动负债	145,074	154,647	154,647	154,647	154,647
流动负债总计	574,748	645,489	862,190	882,264	896,082
长期借款	293,774	302,862	309,225	284,550	240,079
其他长期负债	119,549	123,745	123,745	123,745	123,745
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
储备	881,126	949,829	1,021,617	1,105,949	1,196,613
股东权益	1,064,147	1,132,850	1,204,638	1,288,970	1,379,634
少数股东权益	116,619	137,058	149,809	164,231	179,944
总负债及权益	2,168,837	2,342,004	2,649,606	2,743,760	2,819,484
每股帐面价值(人民币)	5.81	6.19	6.58	7.04	7.54
每股有形资产(人民币)	5.46	5.81	6.25	6.71	7.22
每股净负债(现金)(人民币)	2.16	2.40	3.52	3.53	3.28

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率 - A股**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	14.8	14.3	13.6	15.2	16.3
息税前利润率(%)	7.9	7.2	6.4	7.5	8.4
税前利润率(%)	7.6	7.9	7.6	8.4	9.1
净利率(%)	5.3	5.7	5.5	6.1	6.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
利息覆盖率(倍)	9.2	6.9	6.9	6.5	6.6
净权益负债率(%)	33.5	34.5	47.6	44.4	38.5
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	12.0	10.7	10.6	9.4	8.6
核心业务市盈率(倍)	12.0	13.2	10.6	9.4	8.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	14.3	15.7	12.6	11.2	10.2
市净率(倍)	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	5.2	4.6	4.8	3.7	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.8	6.1	6.7	5.9	5.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	38.5	41.5	45.5	50.8	50.7
应收帐款周转天数	9.8	10.4	10.7	11.4	11.5
应付帐款周转天数	42.5	46.6	48.4	49.9	49.3
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0
净资产收益率(%)	11.2	11.8	11.2	11.8	12.0
资产收益率(%)	6.6	5.8	4.8	5.4	5.8
已运用资本收益率(%)	11.6	9.7	8.2	8.9	9.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



**损益表-H股(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	2,195,296	2,258,124	2,381,969	2,433,913	2,441,806
销售成本	(1,690,466)	(1,774,959)	(1,864,640)	(1,887,483)	(1,867,227)
经营费用	(178,336)	(131,158)	(155,908)	(139,312)	(140,729)
息税折旧前利润	174,519	188,642	189,170	219,659	240,693
折旧及摊销	(151,975)	(163,365)	(172,251)	(187,459)	(193,156)
经营利润(息税前利润)	326,494	352,007	361,421	407,118	433,849
净利息收入/(费用)	(16,101)	(20,859)	(19,478)	(26,085)	(28,554)
其他收益/(损失)	8,393	10,280	10,758	10,543	10,242
税前利润	166,811	178,063	180,450	204,116	222,382
所得税	(36,191)	(35,789)	(37,353)	(42,252)	(46,033)
少数股东权益	(15,294)	(12,675)	(12,748)	(14,420)	(15,711)
净利润	115,326	129,599	130,348	147,444	160,638
核心净利润	115,326	104,777	130,348	147,444	160,638
每股收益(人民币)	0.630	0.708	0.712	0.806	0.878
核心每股收益(人民币)	0.630	0.572	0.712	0.806	0.878
每股股息(人民币)	0.284	0.319	0.321	0.363	0.395
收入增长(%)	10	3	5	2	0
息税前利润增长(%)	(4)	8	0	16	10
息税折旧前利润增长(%)	2	8	3	13	7
每股收益增长(%)	(13)	12	1	13	9
核心每股收益增长(%)	(13)	(9)	24	13	9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表-H股(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	166,811	178,063	180,450	204,116	222,382
折旧与摊销	151,975	163,365	172,251	187,459	193,156
净利息费用	16,101	20,859	19,478	26,085	28,554
运营资本变动	(64,926)	(10,303)	(39,490)	(1,530)	2,587
税金	(41,847)	(48,807)	(35,789)	(37,353)	(42,252)
其他经营现金流	27,275	6,211	(10,758)	(10,543)	(10,242)
经营活动产生的现金流	255,389	309,388	286,142	368,235	394,183
购买固定资产净值	(311,779)	(304,100)	(296,500)	(280,000)	(250,000)
投资减少/增加	(6,811)	34,707	0	0	0
其他投资现金流	(11,204)	5,876	0	0	0
投资活动产生的现金流	(329,794)	(263,517)	(296,500)	(280,000)	(250,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	126,627	54,282	69,527	(4,525)	(24,563)
支付股息	(65,540)	(58,874)	(58,583)	(63,135)	(69,998)
其他融资现金流	(1,832)	(28,506)	(19,478)	(26,085)	(28,554)
融资活动产生的现金流	59,255	(33,098)	(8,534)	(93,745)	(123,115)
现金变动	(15,150)	12,773	(18,893)	(5,510)	21,069
期初现金	61,590	46,245	57,250	38,358	32,847
公司自由现金流	(72,342)	48,093	(8,306)	89,764	146,046
权益自由现金流	36,121	79,294	39,691	57,625	91,067

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表-H股(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	46,245	57,250	38,358	32,847	53,916
应收帐款	64,450	64,027	75,439	77,084	77,334
库存	214,117	227,017	292,960	292,690	286,029
其他流动资产	67,993	82,659	82,659	85,495	109,231
流动资产总计	392,805	430,953	489,415	488,117	526,509
固定资产	1,569,888	1,648,823	1,812,268	1,884,757	1,914,541
无形资产	63,048	67,270	66,814	66,358	65,902
其他长期资产	143,155	195,064	205,724	216,161	226,403
长期资产总计	1,776,091	1,911,157	2,084,807	2,167,276	2,206,846
总资产	2,168,896	2,342,110	2,574,222	2,655,392	2,733,355
应付帐款	131,928	130,353	168,217	168,063	164,238
短期债务	151,247	192,767	374,525	394,563	414,471
其他流动负债	291,573	322,369	335,137	322,369	322,369
流动负债总计	574,748	645,489	877,879	884,995	901,077
长期借款	293,774	302,862	218,071	193,396	148,925
其他长期负债	119,626	123,824	123,824	123,824	123,824
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
储备	880,989	949,714	1,021,479	1,105,788	1,196,429
股东权益	1,064,010	1,132,735	1,204,500	1,288,809	1,379,450
少数股东权益	116,738	137,200	149,948	164,369	180,079
总负债及权益	2,168,896	2,342,110	2,574,222	2,655,392	2,733,355
每股帐面价值(人民币)	5.81	6.19	6.58	7.04	7.54
每股有形资产(人民币)	5.47	5.82	6.22	6.68	7.18
每股净负债(现金)(人民币)	2.18	2.40	3.03	3.03	2.78

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率-H股**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	14.9	15.6	15.2	16.7	17.8
息税前利润率(%)	7.9	8.4	7.9	9.0	9.9
税前利润率(%)	7.6	7.9	7.6	8.4	9.1
净利率(%)	5.3	5.7	5.5	6.1	6.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
利息覆盖率(倍)	9.6	8.2	8.8	8.0	7.9
净权益负债率(%)	33.8	34.5	40.9	38.2	32.7
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	9.6	8.6	8.5	7.5	6.9
核心业务市盈率(倍)	9.6	10.6	8.5	7.5	6.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	11.7	12.9	10.4	9.2	8.4
市净率(倍)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
价格/现金流(倍)	4.4	3.6	3.9	3.0	2.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.7	4.5	4.7	4.2	3.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	42.8	45.4	50.9	56.6	56.6
应收帐款周转天数	9.8	10.4	10.7	11.4	11.5
应付帐款周转天数	20.4	21.2	22.9	25.2	24.8
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0
净资产收益率(%)	11.2	11.8	11.2	11.8	12.0
资产收益率(%)	6.7	6.7	6.1	6.7	7.1
已运用资本收益率(%)	11.7	11.3	10.3	11.1	11.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 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特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

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士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券分析师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) 3988 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) 3988 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 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 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