

股票代码	601857.CH	0857.HK
评级	买入	持有
原评级	买入	买入
收盘价	人民币 7.59	港币 8.83
目标价	人民币 8.84	港币 9.26
原目标价	人民币 8.99	港币 9.26
上/下浮比例	+16%	+5%
目标价格基础	较 H 股目标价格	分部加总
	溢价	
板块评级	增持	增持

中国石油

基于估值，下调 H 股评级

14 年 1 季度，中国石油的净利润同比下滑 5% 至 342 亿人民币，主要是因为成品油价格较低导致勘探与生产业务盈利下滑。我们维持原有盈利预测基本不变，但是考虑到近期股价反弹后短期内上涨空间已有限，将 H 股评级从买入下调为持有。

要点

- 中国石油是国内天然气提价的最大受益者，其在国内的天然气生产和供应中位于主导地位。股价已基本反映了 14 年中的天然气进一步提价。提价如果晚于预期或幅度低于预期都会引发市场的失望。
- 美国投资者对公司的集体诉讼，目前尚在过程中，或会为公司带来不确定性。
- 过去一个月，在 2013 年业绩超预期的影响下，中国石油的 H 股股价上涨了 12%，这样的涨幅对于一只大盘股来说未免太快且幅度过大。在当前价位上，短期内股价上涨的空间已有限。

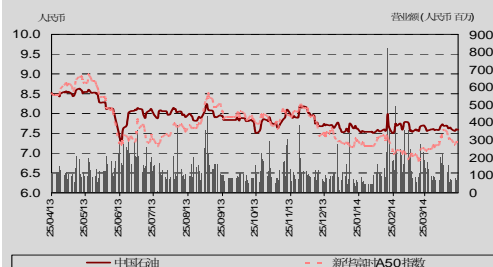
影响评级的主要风险

- 油价大幅反弹；
- 天然气价格涨幅超预期。

估值

- 基于分部加总法，我们将 H 股净资产值预测从 10.76 港币上调至 10.77 港币。但是，根据 14% 的折让（5 年平均折让幅度），我们依然对 H 股维持 9.26 港币的目标价。
- 从 3 月我们出版上一份报告以来，A-H 股 3 个月平均溢价幅度从 21% 缩窄至 19%，我们将 A 股目标价从 8.99 人民币下调至 8.84 人民币。

股价表现—A 股



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(1.4)	(0.9)	(0.3)	(10.3)
相对新华富时 A50 指数	3.0	8.3	(0.1)	3.4

发行股数(百万)	183,021
流通股(%)	2
流通股市值(人民币 百万)	1,389,129
3 个月日均交易额(人民币 百万)	152
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 4 月 24 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

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

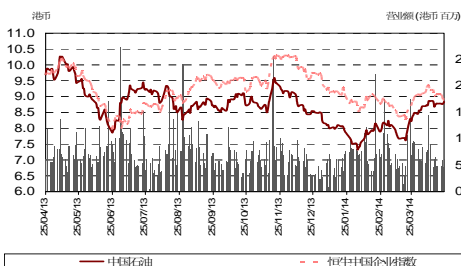
lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120019

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	130,766	148,146	161,433
全面摊薄每股收益(人民币)	0.630	0.708	0.714	0.809	0.882
变动(%)	(13.3)	12.4	0.9	13.3	9.0
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.777	0.884	0.930
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.712	0.806	0.878
调整幅度(%)	-	-	0.3	0.5	0.5
核心每股收益(人民币)	0.630	0.572	0.714	0.809	0.882
变动(%)	(13.3)	(9.2)	24.8	13.3	9.0
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	13.3	10.6	9.4	8.6
每股现金流量(人民币)	1.45	1.64	1.57	2.02	2.16
价格/每股现金流量(倍)	5.2	4.6	4.8	3.8	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.9	6.1	6.7	5.9	5.4
每股股息(人民币)	0.284	0.319	0.322	0.364	0.397
股息率(%)	3.7	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—H股


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	3.2	11.6	10.6	(6.8)
相对恒生中国企业指数	11.6	6.5	12.6	(1.8)

发行股数(百万)	183,021
流通股(%)	12
流通股市值(港币 百万)	1,616,075
3个月日均交易额(港币 百万)	771
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4月24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	130,743	148,123	161,410
全面摊薄每股收益(人民币)	0.630	0.708	0.714	0.809	0.882
变动(%)	(13.3)	12.4	0.9	13.3	9.0
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.724	0.768	0.831
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.712	0.806	0.878
调整幅度(%)	-	-	0.3	0.5	0.5
核心每股收益(人民币)	0.630	0.572	0.714	0.809	0.882
变动(%)	(13.3)	(9.1)	24.8	13.3	9.0
全面摊薄市盈率(倍)	11.3	10.0	9.9	8.8	8.1
核心市盈率(倍)	11.3	12.4	9.9	8.8	8.1
每股现金流量(人民币)	1.40	1.69	1.57	2.02	2.16
价格/每股现金流量(倍)	5.1	4.2	4.5	3.5	3.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.3	5.0	5.2	4.6	4.2
每股股息(人民币)	0.284	0.319	0.322	0.364	0.397
股息率(%)	4.0	4.5	4.5	5.1	5.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

油价走低导致14年1季度盈利小幅下滑

在国际会计准则和中国会计准则下，14年1季度中国石油的净利润同比下滑5%至342亿人民币。盈利小幅下滑主要是因为油价走低及期内人民币兑美元贬值导致汇兑损失同比增长1.8倍至37亿人民币。

勘探与生产业务盈利下滑拖累了整体的经营利润。

在国际会计准则下，中国石油的经营利润同比下滑2%，主要是因为勘探与生产业务盈利下滑抵消了其他业务部门的业绩提升。

在国际会计准则下，勘探与生产业务的经营利润同比下滑7%至527亿人民币，这主要是因为国际油价走低导致成品油价格同比下跌3%至100美元/桶。公司的生产成本持续上涨。

所有其他业务的利润均有所提升或亏损有所减少。在中国会计准则下，14年1季度炼油与化工业务经营亏损同比缩窄53%至22亿人民币。其中，炼油业务实现经营利润20亿人民币，而上年同期录得经营亏损16亿人民币，主要得益于炼油利润率提高。这完全抵消了化工业务的亏损扩大(14年1季度亏损从上年同期的32亿人民币扩大至42亿人民币)。

在国际会计准则下，市场业务经营利润同比增长57%至33亿人民币，这主要得益于销售组合优化和效率提高。天然气和管道业务经营利润也同比增长27%至14亿人民币，主要是因为13年7月我国天然气提价之后天然气和液化天然气进口的亏损减少。

14年2季度盈利或将小幅提升

考虑到成品油定价机制严格执行，中国石油的盈利将随油价变动而变化。鉴于当前俄罗斯与西方国家关系紧张，我们预计在短期内油价将保持相对较高的价位。

调整盈利预测、目标价和评级

我们微调了盈利模型，并将 14-16 年盈利预测调整上调了不足 1%。

我们对 H 股维持 9.26 港币的目标价，依然较根据分部加总法得出的每股净资产值预测折让 14%。过去一个月，H 股股价上涨 12%，对于一只大盘股来说这样的反弹速度未免太快且幅度过大。我们认为短期内股价继续上涨的空间有限，因此我们将 H 股评级从买入下调为持有。

至于 A 股，我们继续以 3 个月 A-H 股平均溢价来定价。从 3 月我们出版上一份报告以来，溢价幅度已从 21% 缩窄至 19%，因此我们将 A 股目标价从 8.99 人民币下调至 8.84 人民币，当前股价还有可观的上涨空间，因此我们对 A 股重申**买入**评级。

图表 1. 业绩摘要(H 股)

(人民币, 十亿)	13 年 1 季度	14 年 1 季度	+/- %
营收	540.3	528.9	(2)
采购及供应	(334.7)	(325.8)	(3)
员工薪酬	(28.6)	(29.5)	3
勘探费用	(5.7)	(5.7)	1
折旧与摊销	(39.6)	(41.9)	6
一般、销售和管理费用	(15.6)	(16.6)	6
其他税金	(64.6)	(59.0)	(9)
其他	1.6	1.7	5
经营利润	53.1	52.2	(2)
财务成本	(6.1)	(7.9)	29
应占联营公司业绩	2.7	3.0	9
税前利润	49.7	47.2	(5)
税金	(9.3)	(10.0)	7
税后利润	40.4	37.3	(8)
少数股东权益	(4.3)	(3.0)	(30)
净利润	36.0	34.2	(5)
每股收益(人民币)	0.197	0.187	(5)

资料来源: 公司数据

图表 2. 经营利润构成(H 股)

(人民币, 十亿)	13 年 1 季度	14 年 1 季度	同比变动 %	13 年 4 季度	环比变动 %
勘探与生产	57.0	52.7	(7)	42.7	23
炼油与化工	(4.7)	(2.2)	(53)	(4.4)	(49)
炼油	(1.6)	2.0	(226)	0.6	220
化工	(3.2)	(4.2)	31	(5.0)	(16)
销售	2.1	3.3	57	0.9	288
天然气与管道	1.1	1.4	27	5.5	(74)
总部及其他	(2.4)	(3.0)	28	0.2	(1,442)
总计	53.1	52.2	(2)	44.8	16

资料来源: 公司数据

图表 3. 经营利润

	13年1季度	14年1季度	同比变动%
勘探与生产			
产量			
原油(百万桶)	231.0	231.7	0.3
中国	202.1	202.4	0.1
海外	28.9	29.3	1.4
可售天然气(十亿立方英尺)	745.3	789.7	6.0
中国	704.5	757.4	7.5
海外	40.8	32.3	(20.8)
总计(百万桶油当量)	355.3	363.4	2.3
中国	319.6	328.7	2.8
海外	35.7	34.7	(2.8)
原油价格(美元/桶)	103.08	100.06	(3)
天然气价格(美元/千立方英尺)	5.07	6.29	24
炼油与化工			
原油加工量(百万桶)	253.5	254.4	0
产量(百万吨)	22.8	23.4	3
汽油	7.6	8.1	7
柴油	14.3	14.3	(0)
煤油	0.9	1.0	20
销量(百万吨)	37.4	34.2	(9)
汽油	13.0	13.2	1
柴油	21.2	17.9	(15)
煤油	3.2	3.0	(6)
化工			
产量(千吨)			
乙烯	1,071	1,171	9
合成树脂	1,762	1,864	6
合成纤维原材料及高分子材料	366	307	(16)
合成橡胶	194	173	(11)
尿素	893	600	(33)
天然气和管道			
进口天然气和液化天然气亏损(人民币, 十亿)	14.45	12.11	(16)

资料来源: 公司数据

图表 4. 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
勘探与生产	215.0	189.7	197.2	204.9	213.0
炼油与化工	(43.5)	(24.4)	(12.8)	9.4	9.7
炼油	(33.7)	(4.7)	7.6	29.7	30.0
化工	(9.8)	(19.7)	(20.4)	(20.3)	(20.3)
销售	16.4	7.6	9.0	9.4	9.9
天然气与管道	(2.1)	28.9	10.0	10.9	23.5
总部及其他	(11.2)	(13.1)	(13.6)	(14.0)	(14.4)
总计	174.5	188.6	189.7	220.6	241.7

资料来源: 公司数据、中银国际研究预测

图表 5. 分部加总法估值(H股)

	估值方法	2014E 每股净资产值 (人民币)
勘探与生产	现金流折现率 10%	9.38
炼油与化工	1 倍账面价值	1.36
销售业务	1 倍账面价值	1.07
天然气与管道	现金流折现率 8.7%	1.39
总部费用	现金流折现率 8.7%	(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)		8.64
总计(港币)		10.77

资料来源: 中银国际研究预测

图表 6. 业绩摘要(A股)

(人民币, 十亿)	13 年 1 季度	14 年 1 季度	同比变动%
收入	540.3	528.9	(2)
销售成本	(392.9)	(386.8)	(2)
税收及其附加	(62.4)	(56.8)	(9)
毛利润	84.9	85.4	1
销售费用	(13.7)	(14.5)	6
一般和管理费用	(19.5)	(20.0)	3
财务费用	(6.3)	(8.2)	30
资产减值亏损	0.0	0.0	(64)
投资收入	2.7	3.0	9
经营利润	48.3	45.7	(5)
营业外收入	2.7	2.8	3
营业外开支	(1.3)	(1.3)	(3)
税前利润	49.7	47.2	(5)
税金	(9.3)	(10.0)	7
税后利润	40.4	37.3	(8)
少数股东权益	(4.3)	(3.0)	(30)
净利润	36.0	34.2	(5)
每股收益(人民币)	0.197	0.187	(5)

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)	(2,086,022)	(2,101,502)	(2,083,673)
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	153,353	184,305	205,514
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	325,603	371,765	398,670
净利息收入/(费用)	(16,955)	(21,949)	(19,470)	(26,055)	(28,500)
其他收益/(损失)	10,297	37,126	47,832	47,617	47,316
税前利润	166,810	178,016	181,715	205,867	224,331
所得税	(36,192)	(35,787)	(38,160)	(43,232)	(47,109)
少数股东权益	(15,295)	(12,652)	(12,789)	(14,489)	(15,788)
净利润	115,323	129,577	130,766	148,146	161,433
核心净利润	115,323	104,755	130,766	148,146	161,433
每股收益(人民币)	0.630	0.708	0.714	0.809	0.882
核心每股收益(人民币)	0.630	0.572	0.714	0.809	0.882
每股股息(人民币)	0.284	0.319	0.322	0.364	0.397
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)	25	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	181,715	205,867	224,331
折旧与摊销	150,535	159,521	172,251	187,459	193,156
净利息费用	16,955	21,949	19,470	26,055	28,500
运营资本变动	(70,713)	(31,651)	(43,384)	(1,745)	262
税金	(36,192)	(35,787)	(38,160)	(43,232)	(47,109)
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	287,023	369,749	394,679
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)	(58,766)	(63,409)	(70,364)
其他融资现金流	(16,290)	(21,049)	(19,660)	(26,244)	(28,689)
融资活动产生的现金流	52,297	(24,442)	(8,898)	(94,179)	(123,616)
现金变动	(14,151)	9,054	(18,376)	(4,429)	21,063
期初现金	64,299	49,953	57,250	38,864	34,434
公司自由现金流	(64,385)	35,718	(7,416)	91,308	146,596
权益自由现金流	44,078	66,919	40,581	59,169	91,616

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	38,864	34,434	55,497
应收帐款	64,450	64,027	75,439	77,084	77,334
库存	214,117	227,017	292,858	292,517	285,836
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	632,595	645,442	682,816
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	2,649,758	2,744,316	2,820,503
应付帐款	278,427	298,075	332,920	332,889	326,782
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	862,092	882,099	895,900
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	1,021,828	1,106,565	1,197,634
股东权益	1,064,147	1,132,850	1,204,849	1,289,586	1,380,655
少数股东权益	116,619	137,058	149,847	164,336	180,124
总负债及权益	2,168,837	2,342,004	2,649,758	2,744,316	2,820,503
每股帐面价值(人民币)	5.81	6.19	6.58	7.05	7.54
每股有形资产(人民币)	5.46	5.81	6.25	6.72	7.22
每股净负债(现金)(人民币)	2.16	2.40	3.52	3.52	3.27

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
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.8	14.3	13.7	15.3	16.3
息税前利润率(%)	7.9	7.2	6.4	7.6	8.4
税前利润率(%)	7.6	7.9	7.6	8.5	9.2
净利率(%)	5.3	5.7	5.5	6.1	6.6
流动性					
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	44.3	38.4
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
估值					
市盈率(倍)	12.0	10.7	10.6	9.4	8.6
核心业务市盈率(倍)	12.0	13.3	10.6	9.4	8.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	14.0	15.4	12.4	10.9	10.0
市净率(倍)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	5.2	4.6	4.8	3.8	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.9	6.1	6.7	5.9	5.4
周转率					
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	48.3	49.9	49.3
回报率					
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	11.9	12.1
资产收益率(%)	6.6	5.8	4.9	5.4	5.8
已运用资本收益率(%)	11.6	9.7	8.2	8.9	9.6

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)	(1,864,103)	(1,886,573)	(1,866,213)
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	189,707	220,569	241,708
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	361,958	408,028	434,863
净利息收入/(费用)	(16,101)	(20,859)	(19,470)	(26,055)	(28,500)
其他收益/(损失)	8,393	10,280	10,758	10,543	10,242
税前利润	166,811	178,063	180,996	205,056	223,450
所得税	(36,191)	(35,789)	(37,466)	(42,447)	(46,254)
少数股东权益	(15,294)	(12,675)	(12,787)	(14,487)	(15,786)
净利润	115,326	129,599	130,743	148,123	161,410
核心净利润	115,326	104,777	130,743	148,123	161,410
每股收益(人民币)	0.630	0.708	0.714	0.809	0.882
核心每股收益(人民币)	0.630	0.572	0.714	0.809	0.882
每股股息(人民币)	0.284	0.319	0.322	0.364	0.397
收入增长(%)	10	3	5	2	0
息税前利润增长(%)	(4)	8	1	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)	25	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	180,996	205,056	223,450
折旧与摊销	151,975	163,365	172,251	187,459	193,156
净利息费用	16,101	20,859	19,470	26,055	28,500
运营资本变动	(64,926)	(10,303)	(39,447)	(1,500)	2,595
税金	(41,847)	(48,807)	(35,789)	(37,466)	(42,447)
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	286,722	369,062	395,012
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)	(58,766)	(63,409)	(70,364)
其他融资现金流	(1,832)	(28,506)	(19,470)	(26,055)	(28,500)
融资活动产生的现金流	59,255	(33,098)	(8,708)	(93,990)	(123,427)
现金变动	(15,150)	12,773	(18,486)	(4,928)	21,585
期初现金	61,590	46,245	57,250	38,764	33,836
公司自由现金流	(72,342)	48,093	(7,716)	90,620	146,928
权益自由现金流	36,121	79,294	40,280	58,481	91,949

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	38,764	33,836	55,421
应收帐款	64,450	64,027	75,439	77,084	77,334
库存	214,117	227,017	292,858	292,517	285,836
其他流动资产	67,993	82,659	82,659	85,301	109,010
流动资产总计	392,805	430,953	489,720	488,738	527,600
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	2,574,527	2,656,014	2,734,446
应付帐款	131,928	130,353	168,159	167,963	164,127
短期债务	151,247	192,767	374,525	394,563	414,471
其他流动负债	291,573	322,369	335,250	322,369	322,369
流动负债总计	574,748	645,489	877,934	884,896	900,967
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	1,021,690	1,106,404	1,197,450
股东权益	1,064,010	1,132,735	1,204,711	1,289,425	1,380,471
少数股东权益	116,738	137,200	149,987	164,474	180,260
总负债及权益	2,168,896	2,342,110	2,574,527	2,656,014	2,734,446
每股帐面价值(人民币)	5.81	6.19	6.58	7.05	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
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.9	15.6	15.2	16.8	17.8
息税前利润率(%)	7.9	8.4	8.0	9.1	9.9
税前利润率(%)	7.6	7.9	7.6	8.4	9.2
净利率(%)	5.3	5.7	5.5	6.1	6.6
流动性					
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	38.1	32.5
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
估值					
市盈率(倍)	11.3	10.0	9.9	8.8	8.1
核心业务市盈率(倍)	11.3	12.4	9.9	8.8	8.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	11.8	13.0	10.4	9.2	8.4
市净率(倍)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	5.1	4.2	4.5	3.5	3.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.3	5.0	5.2	4.6	4.2
周转率					
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
回报率					
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	11.9	12.1
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	11.7

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