



股票代码	600028.CH	0386.HK
评级	买入	买入
收盘价	人民币 5.43	港币 8.04
目标价	人民币 6.46	港币 9.04
原目标价	人民币 5.58	港币 8.58
上/下浮比例	19%	12%
目标价格基础	较H股溢价	市净率
板块评级	中立	中立

中国石化

销售公司的鸿图大计

中国石化的中期盈利比我们预期高出 **10%**，主要是因为勘探及开发生产业务和炼油业务的贡献超预期。值得关注的是，分销业务(中国石化销售公司)即将进行的改革有望带来丰厚的剥离收益，大幅度提升公司的非燃料收入。我们将 **2014-16年盈利预测上调3-5%**，上调目标价，重申**买入**评级。

支撑评级的主要因素

- 中期盈利大幅高于预期。
- 中国石化销售公司的改革将首先通过剥离部分股权带来巨额收益(预计税前收益为980亿人民币，为当年盈利的105%)。更重要的是，此次改革将提升公司的非燃料业务收入，因为公司已经与相关的专业机构在六大领域建立起了合作关系。
- 中石化是我国最大的原油生产商，2013年市场份额达49%。公司将成为2015年初柴油质量标准从国III升级为国IV的最大受益者。

评级面临的主要风险

- 油价大跌导致成品油价格下调。
- 剥离中国石化销售公司的收益低于预期。
- 210亿人民币可转债全部换股后，自由流通股的比例上升至76%，A股将面临短期压力。

估值

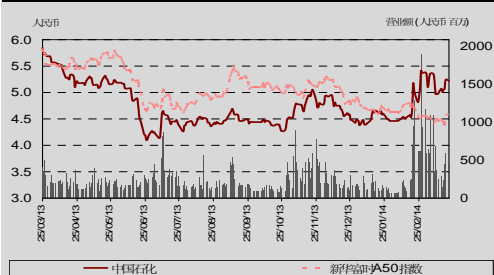
- 我们将H股估值基础从1.2倍2014年预期市净率上调至1.25倍，因此将目标价从8.58港币上调至9.04港币。此外，我们还在目标价中加入了因销售公司部分股权剥离而产生的价值增厚，每股0.79港币。
- 我们将A股目标价从5.58人民币上调至6.46人民币。我们相信未来沪港两市的估值差距将缩小，A股较H股的折让将缩小至10%以内。因此，我们目前以较H股折让10%作为A股估值的基础。

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)	2,786,045	2,880,311	2,872,098	2,897,831	2,836,730
变动(%)	11	3	0	1	(2)
净利润(人民币 百万)	63,496	67,179	70,865	85,566	85,659
全面摊薄每股收益(人民币)	0.563	0.579	0.586	0.707	0.708
变动(%)	(10.2)	2.8	1.2	20.7	0.1
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.624	0.683	0.674
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.559	0.690	0.688
调整幅度(%)	-	-	4.7	2.5	2.9
全面摊薄市盈率(倍)	9.7	9.4	9.3	7.7	7.7
每股现金流量(人民币)	1.38	1.40	1.48	1.69	1.77
价格/每股现金流量(倍)	3.9	3.9	3.7	3.2	3.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.3	5.0	4.6	4.0	3.8
每股股息(人民币)	0.228	0.240	0.240	0.300	0.290
股息率(%)	4.2	4.4	4.4	5.5	5.3

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	21.2	6.3	6.3	24.5
相对新华富时A50指数	20.8	2.5	(0.2)	23.0

发行股数(百万)	116,795
流通股(%)	5
流通股市值(人民币 百万)	634,199
3个月日均交易额(人民币 百万)	282
净负债比率(%) (2014E)	48
主要股东(%)	
中石化集团	73

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年8月25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

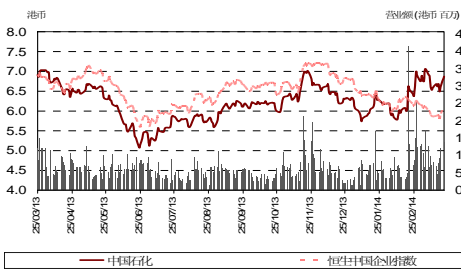
能源: 石油及天然气

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

股价表现 — H 股


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	27.0	5.4	13.4	40.6
相对恒生中国企业指数	24.2	4.3	3.6	28.6

发行股数(百万)	116,795
流通股(%)	22
流通股市值(港币 百万)	939,034
3个月日均交易额(港币 百万)	560
净负债比率(%) (2014E)	48
主要股东(%)	
中石化集团	73

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2014 年 8 月 25 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)	2,786,045	2,880,311	2,920,872	2,946,268	2,884,368
变动(%)	11	3	1	1	(2)
净利润(人民币 百万)	63,879	66,236	69,818	84,519	84,612
全面摊薄每股收益(人民币)	0.566	0.570	0.577	0.698	0.699
变动(%)	(12.9)	0.8	1.2	21.0	0.1
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.603	0.669	0.683
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.551	0.681	0.680
调整幅度(%)	-	-	4.8	2.5	2.9
全面摊薄市盈率(倍)	11.3	11.2	11.1	9.1	9.1
每股现金流量(人民币)	1.35	1.39	1.48	1.69	1.77
价格/每股现金流量(倍)	4.7	4.6	4.3	3.8	3.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.9	5.7	5.3	4.6	4.4
每股股息(人民币)	0.228	0.240	0.240	0.300	0.290
股息率(%)	3.6	3.8	3.8	4.7	4.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中期盈利超预期

14 年上半年, 国际会计准则下中国石化的盈利同比增长 7% 至 325 亿人民币, 比我们预期高 10%。在中国会计准则下, 净利润同比增长 7% 至 314 亿人民币, 比我们预期高 10%。

盈利超预期主要是因为勘探及开发生产和炼油两项业务的盈利较高, 其中勘探及开发生产业务盈利提升主要得益于勘探费用低于预期。

值得一提的是, 国际会计准则下 2 季度盈利环比增长 30% 至 184 亿人民币, 主要是因为原油价格环比上涨带动勘探及开发生产和炼油两项业务盈利提升。

炼油分部依然是核心增长动力

14 年上半年, 在国际会计准则下, 中国石化的经营利润同比增长 12%, 主要的增长动力依然是炼油业务的指数式增长。其经营利润大幅增长 45 倍至 98 亿人民币, 比我们预期高 53%。我们估计公司入账约 10 亿人民币的库存收益, 2 季度炼油毛利有所提高, 部分原因在于公司优化了产品组合。13 年 2 季度, 炼油业务出现亏损, 这是因为在油价下跌的同时主要成品油价格也在不断下调。

在国际会计准则下, 14 年上半年营销及分销业务经营利润同比增长 12% 至 188 亿人民币, 增长主要来自于零售销量同比增长 2%、每加油站销量同比增长 3% 及经营效率改善。期内, 非燃油销量也同比增长 10% 至 72 亿人民币。

上述两项业务较高的经营利润在一定程度上被勘探及开发生产业务利润下降和化工业务亏损扩大所抵消。上半年, 勘探及加工生产业务国际会计准则下的经营利润同比下滑 9% 至 283 亿人民币, 这是由实现油价表现平平及采油成本上涨所致。

化工业务国际会计准则下的经营亏损同比扩大 8.7 倍至 40 亿人民币。14 年 2 季度亏损同比扩大 2.7 倍至 26 亿人民币, 主要是因为仪征化纤(600871.CH/人民币 2.78; 1033.HK/港币 1.77, 未有评级)为部分亏损资产做出了 10 亿人民币拨备。

严重的汇兑亏损和可转债相关损失

虽然经营利润增长较快，但是中国石化的税前利润仅同比增长1%。这是因为14年上半年，人民币贬值，公司因美元债务入账13亿人民币汇兑损失(13年上半年为13亿人民币)。此外A股可转债的期权部分还出现了22亿人民币浮亏(13年上半年为8亿人民币)。

预计3季度业绩环比下滑

由于市场对中东和乌克兰的紧张局势可能引发石油供应中断的担忧有所减轻，3季度以来油价大跌，上周五布伦特原油现货价格从6月末的113美元/桶下跌至102美元/桶。3季度以来，中国政府已两次下调成品油价格，汽油和柴油价格分别下调4.8%和5.3%。

涪陵页岩气项目最新信息

涪陵页岩气项目一期年产能为50亿立方米。一期开发集中在北区，将新钻井91口，配套建设页岩气集输等设施，新建产能18亿方/年。截至14年6月末，涪陵页岩气项目的日均天然气产量为320万方。

销售公司的改革将拉动非燃料业务发展

销售公司部分股权剥离的已进入第二轮谈判，预计此项交易最早将在9月末完成。我们预计这将带来丰厚的剥离收益(税前980亿人民币)。

但是，这仅仅是销售公司改革的开始。公司已经明确将在六大领域发展其非燃料业务，即便利店、汽车服务、金融、环保、在线/离线(O2O)商务和广告。公司正与相关的专业公司接触，已就合作达成一致。其中包括台湾润泰集团在上海地区的便利店、一家西藏矿物质水生产商以及与顺丰在速运O2O服务供应上的合作。未来还将有更多的合作伙伴。

目前，中石化销售公司的非燃料业务在公司总收入中的比重仅为1%，但是在欧洲和美国，非燃料业务的收入占比通常会达到15-30%，因此未来这一项业务前景广阔。公司计划将中石化销售公司凭借其拥有超过8,000万加油卡用户的优势，转变为一家多功能平台。其他公司可以跳过中间人、省下不必要的广告费用，而在这个平台上直接向目标市场销售其产品。因此，这是一种双赢的合作模式。

调整盈利预测和目标价

由于中期业绩好于预期及天然气涨价小幅延后，我们上调了14-16年盈利预测。但是，我们在模型中并未考虑近期油价疲软所带来的影响，我们会在之后的油价预测调整中一并做修改。

我们将H股估值基础从1.2倍2014年预期市净率上调至1.25倍，因此将目标价从8.58港币上调至9.04港币。此外，我们还在目标价中加入了因市场及营销分部部分股权剥离而产生的价值增厚，每股0.79港币。

我们将A股目标价从5.58人民币上调至6.46人民币。我们相信未来沪港两市的估值差距将缩小，A股较H股的折让将缩小至10%以内。因此，我们目前以较H股折让10%作为A股估值的基础。

图表 1. 业绩摘要(H股)

(人民币, 十亿)	13 年上半年	14 年上半年	同比变动(%)
营收	1,415.2	1,356.2	(4)
采购原油、产品及经营			
供应品及费用	(1,170.9)	(1,099.8)	(6)
销售、一般及管理费用	(32.0)	(33.7)	5
折旧、耗减及摊销	(39.0)	(43.2)	11
勘探费用	(7.6)	(5.6)	(27)
职工费用	(24.8)	(26.8)	8
所得税以外的税金	(94.5)	(93.8)	(1)
其他	0.3	(1.1)	(528)
经营收入	46.7	52.3	12
利息费用	(5.2)	(6.1)	18
利息收入	0.6	0.9	48
可转换债券的嵌入衍生			
工具未实现净(损失)/收			
益	0.8	(2.2)	(392)
净汇兑收益/(亏损)	1.3	(1.3)	(197)
其他	0.1	0.3	452
联营公司及合资控股			
公司	0.9	2.0	126
税前利润	45.1	45.8	1
税金	(12.7)	(11.9)	(6)
税后利润	32.4	33.9	4
少数股东权益	(2.1)	(1.3)	(38)
净利润	30.3	32.5	7
每股收益(人民币)	0.262	0.279	6
每股派息(人民币)	0.090	0.090	-

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 年上半	14 年上半	同比变动	14 年 1 季	14 年 2 季	环比变动
	年	年	(%)	度	度	(%)
勘探及开发生产	30.9	28.3	(9)	13.2	15.1	14
炼油	0.2	9.8	4,480	3.7	6.0	61
营销及分销	16.9	18.8	12	8.8	10.0	13
化工	(0.4)	(4.0)	870	(1.3)	(2.6)	96
总部	(1.0)	(0.3)	(74)	0.4	(0.6)	na
剔除	0.2	(0.3)	na	-	(0.3)	na
总计	46.7	52.3	12	24.8	27.5	11

资料来源: 公司数据

图表 3. 业绩摘要(A 股)

(人民币, 十亿)	13 年上半年	14 年上半年	同比变动(%)
主营业务收入	1,415.2	1,356.2	(4)
销售成本	(1,213.6)	(1,148.0)	(5)
销售税及其附加	(94.5)	(93.8)	(1)
销售费用	(20.8)	(22.1)	6
管理费用	(33.4)	(34.4)	3
财务费用	(3.3)	(6.5)	99
勘探费用, 包括干井	(7.6)	(5.6)	(27)
减值亏损	(0.1)	(1.1)	1,423
公允价值亏损	0.7	(2.1)	(381)
投资收入	0.9	2.3	148
经营利润	43.7	44.8	3
营业外收入	1.2	1.4	18
营业外开支	(0.9)	(1.6)	82
税前利润	44.0	44.6	1
税金	(12.5)	(11.9)	(4)
少数股东权益	(2.1)	(1.3)	(39)
净利润	29.42	31.43	7
每股收益(人民币)	0.254	0.269	6
每股派息(人民币)	0.090	0.090	-

资料来源: 公司数据

图表 4. 经营利润构成(A 股)

(人民币, 十亿)	13 年 上半年	14 年 上半年	同比变动 (%)	14 年 1 季度	14 年 2 季度	环比变动 (%)
勘探及开发生产	30.6	27.7	(9)	13.0	14.7	13
炼油	(0.3)	9.2	(3,191)	3.5	5.8	67
市场及营销	16.4	19.1	17	8.7	10.5	21
化工	(0.5)	(4.3)	762	(1.4)	(2.9)	99
总部	(1.0)	(0.3)	(68)	0.3	(0.7)	(296)
剔除	0.2	(0.3)	na	-	(0.3)	na
财务成本、公允价值变动和投资收入	(1.6)	(6.4)	286	(4.8)	(1.6)	(67)
总计	43.7	44.8	3	19.3	25.5	32

资料来源: 公司数据

图表 5. 经营数据

	13 年上半年	14 年上半年	变动(%)
勘探及开发生产			
原油产量(百万桶)	165.4	177.9	8
中国	153.7	154.2	0
海外	11.8	23.7	101
天然气产量(十亿方)	324.1	354.8	9
油价(美元/桶)	96.15	94.30	(2)
天然气价格(美元/百万方)	5.94	6.98	18
采油成本(美元/桶)	16.55	18.06	9
炼油			
原油加工量(百万吨)	115.44	115.81	0
汽油产量(百万吨)	22.75	24.94	10
柴油产量(百万吨)	38.64	36.67	(5)
煤油产量(百万吨)	8.36	10.01	20
化学原料产量(百万吨)	18.82	19.96	6
轻产品收益率(%)	76.20	76.83	0.63ppt
炼油收益率(%)	94.61	94.63	0.02ppt
炼油利润(美元/桶)	4.57	6.63	45
现金操作成本(人民币/吨)	152.20	155.40	2
营销及分销			
直销和批发销售量(百万吨)	25.23	24.49	(3)
零售量(百万吨)	55.52	56.55	2
总国内销量(百万吨)	80.75	81.04	0
总销量(百万吨)	88.05	88.26	0
自有和自营气站	30,669	30,454	(1)
加盟气站	13	13	0
气站总数	30,682	30,467	(1)
每气站平均年加气量(吨)	3,620	3,712	3
现金操作成本(人民币/吨)	182.0	191.7	5
化工			
主要产品产量(千吨)			
乙烯	4,841	5,084	5
合成树脂	6,730	6,965	3
合成橡胶	457	483	6
合成纤维单体及聚合物	4,539	4,105	(10)
合成纤维	699	646	(8)

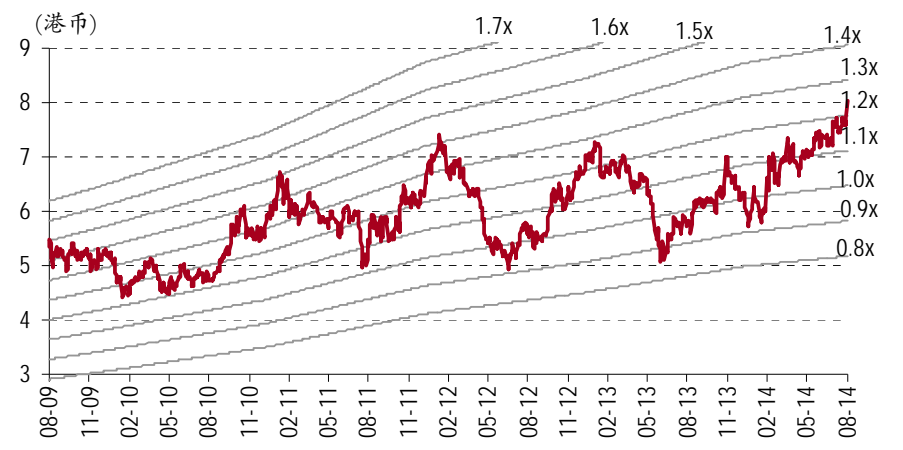
资料来源: 公司数据

图表 6. 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
勘探及开发生产	70.1	54.8	59.5	58.8	55.9
炼油	(11.4)	8.6	15.0	38.4	43.2
市场及营销	42.7	35.1	37.7	40.5	42.5
化工	1.2	0.9	(6.1)	(4.0)	(4.1)
企业及其他	(3.8)	(2.6)	(0.2)	(3.0)	(3.4)
总计	98.7	96.8	106.0	130.7	134.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 7. 市净率趋势(H股)



资料来源：中银国际研究

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	2,786,045	2,880,311	2,872,098	2,897,831	2,836,730
销售成本	(2,372,235)	(2,457,041)	(2,444,432)	(2,440,275)	(2,377,920)
经营费用	(247,149)	(241,788)	(236,216)	(234,755)	(225,588)
息税折旧前利润	96,205	100,217	102,812	127,302	130,605
折旧及摊销	(70,456)	(81,265)	(88,639)	(95,499)	(102,617)
经营利润(息税前利润)	166,661	181,482	191,450	222,801	233,222
净利息收入(费用)	(9,963)	(9,034)	(9,502)	(13,927)	(16,896)
其他收益/(损失)	3,865	5,799	7,087	7,867	7,664
税前利润	90,107	96,982	100,396	121,242	121,374
所得税	(23,696)	(25,605)	(25,099)	(30,310)	(30,343)
少数股东权益	(2,915)	(4,198)	(4,432)	(5,365)	(5,371)
净利润	63,496	67,179	70,865	85,566	85,659
核心净利润	63,496	67,179	70,865	85,566	85,659
每股收益(人民币)	0.563	0.579	0.586	0.707	0.708
核心每股收益(人民币)	0.563	0.579	0.586	0.707	0.708
每股股息(人民币)	0.228	0.240	0.240	0.300	0.290
收入增长(%)	11	3	0	1	(2)
息税前利润增长(%)	(7)	4	3	24	3
息税折旧前利润增长(%)	0	9	5	16	5
每股收益增长(%)	(10)	3	1	21	0
核心每股收益增长(%)	(10)	3	1	21	0

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	90,107	96,982	100,396	121,242	121,374
折旧与摊销	70,456	81,265	88,639	95,499	102,617
净利息费用	9,963	9,034	9,502	13,927	16,896
运营资本变动	(16,530)	(17,200)	(4,336)	(6,785)	(6,991)
税金	(23,696)	(25,605)	(25,099)	(30,310)	(30,343)
其他经营现金流	25,554	17,594	3,549	3,521	3,511
经营活动产生的现金流	155,854	162,070	172,651	197,094	207,063
购买固定资产净值	(158,148)	(154,946)	(161,600)	(161,600)	(161,600)
投资减少/增加	(9,921)	(31,937)	2,486	0	0
其他投资现金流	2,219	6,647	0	0	0
投资活动产生的现金流	(165,850)	(180,236)	(159,114)	(161,600)	(161,600)
净增权益	0	19,406	0	0	0
净增债务	41,750	37,433	16,129	8,485	8,712
支付股息	(30,024)	(28,424)	(27,996)	(29,199)	(35,039)
其他融资现金流	(16,061)	(5,930)	(9,502)	(13,927)	(16,896)
融资活动产生的现金流	(4,335)	22,485	(21,370)	(34,642)	(43,223)
现金变动	(14,331)	4,319	(7,832)	852	2,240
期初现金	25,197	10,864	15,101	7,269	8,121
公司自由现金流	(8,742)	(16,598)	14,315	36,029	46,105
权益自由现金流	21,791	10,233	20,164	30,051	37,279

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	10,864	15,101	7,269	8,121	10,361
应收帐款	81,395	68,466	68,271	68,882	67,430
库存	218,262	221,906	220,767	220,392	214,760
其他流动资产	34,230	67,537	54,220	46,232	45,953
流动资产总计	344,751	373,010	350,527	343,627	338,504
固定资产	757,946	830,225	911,795	986,327	1,053,563
无形资产	56,091	66,518	65,272	64,026	62,780
其他长期资产	88,483	113,163	115,519	117,875	120,231
长期资产总计	902,520	1,009,906	1,092,586	1,168,228	1,236,574
总资产	1,247,271	1,382,916	1,443,114	1,511,855	1,575,078
应付帐款	353,304	371,246	365,539	359,107	344,753
短期债务	115,982	163,870	191,515	211,288	271,513
其他流动负债	23,823	36,706	36,706	41,771	54,644
流动负债总计	493,109	571,822	593,760	612,166	670,909
长期借款	162,116	145,590	80,272	68,876	17,363
其他长期负债	41,445	42,244	42,244	42,244	42,244
股本	112,866	116,565	116,795	116,795	116,795
储备	400,508	453,781	552,696	609,063	659,684
股东权益	513,374	570,346	669,491	725,858	776,479
少数股东权益	37,227	52,914	57,346	62,711	68,082
总负债及权益	1,247,271	1,382,916	1,443,113	1,511,856	1,575,078
每股帐面价值(人民币)	4.40	4.89	5.73	6.21	6.65
每股有形资产(人民币)	3.92	4.32	5.17	5.67	6.11
每股净负债(现金)(人民币)	2.29	2.53	2.26	2.33	2.38

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(%)	6.0	6.3	6.7	7.7	8.2
息税前利润率(%)	3.5	3.5	3.6	4.4	4.6
税前利润率(%)	3.2	3.4	3.5	4.2	4.3
净利率(%)	2.3	2.3	2.5	3.0	3.0
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
利息覆盖率(倍)	8.6	9.5	10.0	8.8	7.4
净权益负债率(%)	48.5	47.2	36.4	34.5	33.0
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
估值					
市盈率(倍)	9.7	9.4	9.3	7.7	7.7
核心业务市盈率(倍)	9.7	9.4	9.3	7.7	7.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	11.5	11.2	11.0	9.1	9.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.2	1.1	0.9	0.9	0.8
价格/现金流(倍)	3.9	3.9	3.7	3.2	3.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.3	5.0	4.6	4.0	3.8
周转率					
存货周转天数	32.4	32.7	33.0	33.0	33.4
应收帐款周转天数	9.2	9.5	8.7	8.6	8.8
应付帐款周转天数	34.7	45.9	46.8	45.6	45.3
回报率					
股息支付率(%)	41.9	41.6	39.6	40.9	39.5
净资产收益率(%)	12.9	12.4	11.4	12.3	11.4
资产收益率(%)	6.0	5.6	5.5	6.5	6.3
已运用资本收益率(%)	12.4	11.6	10.7	12.4	11.9

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	2,786,045	2,880,311	2,920,872	2,946,268	2,884,368
销售成本	(2,627,438)	(2,711,607)	(2,743,764)	(2,739,943)	(2,671,946)
经营费用	10,511	9,450	17,482	19,902	24,228
息税折旧前利润	98,662	96,889	105,953	130,727	134,032
折旧及摊销	(70,456)	(81,265)	(88,639)	(95,499)	(102,617)
经营利润(息税前利润)	169,118	178,154	194,591	226,227	236,649
净利息收入(费用)	(9,963)	(9,034)	(9,502)	(13,927)	(16,896)
其他收益/(损失)	1,943	7,301	3,900	4,680	4,477
税前利润	90,642	95,156	100,350	121,480	121,614
所得税	(23,846)	(24,763)	(26,143)	(31,648)	(31,683)
少数股东权益	(2,917)	(4,157)	(4,389)	(5,313)	(5,319)
净利润	63,879	66,236	69,818	84,519	84,612
核心净利润	63,879	66,236	69,818	84,519	84,612
每股收益(人民币)	0.566	0.570	0.577	0.698	0.699
核心每股收益(人民币)	0.566	0.570	0.577	0.698	0.699
每股股息(人民币)	0.228	0.240	0.240	0.300	0.290
收入增长(%)	11	3	1	1	(2)
息税前利润增长(%)	(7)	(2)	9	23	3
息税折旧前利润增长(%)	0	5	9	16	5
每股收益增长(%)	(13)	1	1	21	0
核心每股收益增长(%)	(13)	1	1	21	0

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	90,642	95,156	100,350	121,480	121,614
折旧与摊销	70,456	81,265	88,639	95,499	102,617
净利息费用	9,963	9,034	9,502	13,927	16,896
运营资本变动	(13,000)	(12,460)	(2,707)	(5,899)	(5,891)
税金	(22,678)	(25,992)	(26,143)	(31,648)	(31,683)
其他经营现金流	16,960	14,028	3,010	3,734	3,511
经营活动产生的现金流	152,343	161,031	172,651	197,093	207,063
购买固定资产净值	(157,066)	(154,946)	(161,600)	(161,600)	(161,600)
投资减少/增加	(8,537)	(27,739)	2,486	0	0
其他投资现金流	3,264	3,592	0	0	0
投资活动产生的现金流	(162,339)	(179,093)	(159,114)	(161,600)	(161,600)
净增权益	0	19,406	0	0	0
净增债务	41,750	37,433	16,129	8,485	8,712
支付股息	(25,486)	(28,298)	(27,996)	(29,199)	(35,039)
其他融资现金流	(20,599)	(6,156)	(9,502)	(13,927)	(16,896)
融资活动产生的现金流	(4,335)	22,385	(21,370)	(34,642)	(43,223)
现金变动	(14,331)	4,323	(7,832)	852	2,240
期初现金	25,197	10,864	15,101	7,269	8,121
公司自由现金流	(8,742)	(16,494)	14,315	36,028	46,106
权益自由现金流	21,791	10,337	20,164	30,050	37,279

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	10,864	15,101	7,269	8,121	10,361
应收帐款	81,395	68,466	68,271	68,882	67,430
库存	218,262	221,906	225,031	226,987	222,219
其他流动资产	54,494	67,537	68,488	69,084	67,632
流动资产总计	365,015	373,010	369,059	373,074	367,642
固定资产	757,946	830,225	903,177	970,551	1,032,295
无形资产	6,257	6,255	6,255	6,255	6,255
其他长期资产	128,726	173,426	180,221	187,044	193,877
长期资产总计	892,929	1,009,906	1,089,653	1,163,850	1,232,427
总资产	1,257,944	1,382,916	1,458,712	1,536,924	1,600,069
应付帐款	215,628	202,724	203,312	201,942	195,150
短期债务	115,982	163,870	245,579	265,352	325,577
其他流动负债	181,763	205,228	216,653	227,226	233,559
流动负债总计	513,373	571,822	665,544	694,520	754,286
长期借款	162,116	145,590	80,272	68,876	17,363
其他长期负债	34,419	43,878	43,878	43,878	43,878
股本	86,820	116,565	116,795	116,795	116,795
储备	424,094	452,238	495,010	550,330	599,904
股东权益	510,914	568,803	611,805	667,126	716,699
少数股东权益	37,122	52,823	57,212	62,525	67,843
总负债及权益	1,257,944	1,382,916	1,458,712	1,536,924	1,600,069
每股帐面价值(人民币)	4.38	4.88	5.24	5.71	6.14
每股有形资产(人民币)	4.33	4.83	5.18	5.66	6.08
每股净负债(现金)(人民币)	2.29	2.53	2.73	2.79	2.85

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(%)	6.1	6.2	6.7	7.7	8.2
息税前利润率(%)	3.5	3.4	3.6	4.4	4.6
税前利润率(%)	3.3	3.3	3.4	4.1	4.2
净利率(%)	2.3	2.3	2.4	2.9	2.9
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
利息覆盖率(倍)	8.8	9.1	10.3	9.0	7.6
净权益负债率(%)	48.8	47.4	47.6	44.7	42.4
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
估值					
市盈率(倍)	11.3	11.2	11.1	9.1	9.1
心业务市盈率(倍)	11.3	11.2	11.1	9.1	9.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	12.7	12.6	12.4	10.3	10.3
市净率(倍)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	4.7	4.6	4.3	3.8	3.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.9	5.7	5.3	4.6	4.4
周转率					
存货周转天数	29.3	29.6	29.7	30.1	30.7
应收帐款周转天数	9.2	9.5	8.5	8.5	8.6
应付帐款周转天数	25.7	26.5	25.4	25.1	25.1
回报率					
股息支付率(%)	41.7	42.2	40.1	41.5	40.0
净资产收益率(%)	13.0	12.3	11.8	13.2	12.2
资产收益率(%)	6.1	5.4	5.5	6.5	6.3
已运用资本收益率(%)	12.7	11.2	11.1	12.8	12.3

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刊载或转发的，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