



股票代码	601857.CH	0857.HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 7.69	港币 9.84
目标价	人民币 7.72	港币 10.21
原目标价	人民币 7.77	港币 10.26
上/下浮比例	+0%	+4%
目标价格基础	较 H 股目标价格折让	分部加总
板块评级	中立	中立

中国石油

14年3季度盈利不及预期

中国石油 14 年 3 季度 H 股和 A 股盈利均同比下滑 6% 至 279 亿人民币，比我们的预测低 13%。差距主要来源于勘探和生产业务的贡献低于预期。根据业绩更新模型后，我们将 2014-16 年盈利预测下调 4-6%。尽管如此，我们仍维持对 H 股和 A 股的持有评级。我们依然认为在中国三大石油公司中，中国石油是一个相对较好的选择。

支撑评级的要点

- 作为中国最大的天然气供应商，中国石油供应全国 70% 以上的天然气，是国内天然气价格上调的主要受益者。
- 公司进口管道天然气和液化天然气价格与油价挂钩，有 3 个月的时滞，并按季度调整。因此，油价的近期下降将使未来几年进口天然气亏损缩窄。
- 作为中国第二大炼油商，公司还将受益于 2015 年初开始的全国柴油质量标准升级。
- 然而，股价预期上升空间太小，不足以支撑评级的上调。

评级面临的风险

- 油价大跌。
- 进口天然气价格跌幅低于预期。

估值

- 由于预测下调，我们将基于分部加总估值法的每股净资产由 12.07 港币下调为 12.01 港币。因此，我们将 H 股目标价由 10.26 港币下调为 10.21 港币，因为我们的目标估值仍较每股净资产折让 15% (5 年平均)。
- 我们同时将 A 股目标价由 7.77 人民币下调为 7.72 人民币，因为我们的目标估值仍较 H 股折让 4% (3 个月平均 A-H 折让)。

股价表现—A 股



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(0.9)	(1.9)	(2.7)	1.2
相对新华富时 A50 指数	(0.8)	(9.2)	0.2	2.8

发行股数(百万)	183,021
流通股(%)	2
流通股市值(人民币 百万)	1,407,431
3 个月日均交易额(人民币 百万)	201
净负债比率(%) (2014E)	38
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 10 月 29 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

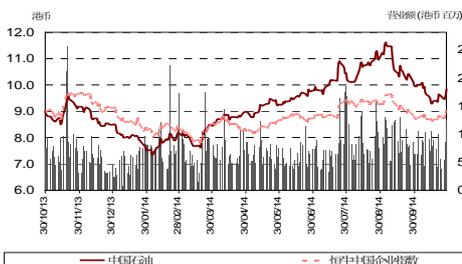
lawrence.lau@bocigroup.com

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	2,309,913	2,222,500	2,340,979
变动(%)	10	3	2	(4)	5
净利润(人民币 百万)	115,323	129,577	116,857	125,736	145,570
全面摊薄每股收益(人民币)	0.630	0.708	0.638	0.687	0.795
变动(%)	(13.3)	12.4	(9.8)	7.6	15.8
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.755	0.794	0.908
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.668	0.727	0.837
调整幅度(%)	-	-	(4.5)	(5.5)	(5.0)
核心每股收益(人民币)	0.630	0.572	0.638	0.687	0.795
变动(%)	(13.3)	(9.2)	11.6	7.6	15.8
全面摊薄市盈率(倍)	12.2	10.9	12.0	11.2	9.7
核心市盈率(倍)	12.2	13.4	12.0	11.2	9.7
每股现金流量(人民币)	1.45	1.64	1.71	1.93	2.06
价格/每股现金流量(倍)	5.3	4.7	4.5	4.0	3.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.9	6.2	6.9	6.3	5.6
每股股息(人民币)	0.284	0.319	0.288	0.309	0.358
股息率(%)	3.7	4.1	3.7	4.0	4.7

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	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	12.6	(7.3)	(10.4)	9.1
相对恒生中国企业指数	15.1	(6.9)	(5.7)	6.3

发行股数(百万)	183,021
流通股(%)	12
流通股市值(港币 百万)	1,800,926
3个月日均交易额(港币 百万)	867
净负债比率(%) (2014E)	38
主要股东(%)	
中国石天然气集团公司	87

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年10月29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	2,309,913	2,222,500	2,340,979
变动(%)	10	3	2	(4)	5
净利润(人民币 百万)	115,326	129,599	116,834	125,713	145,547
全面摊薄每股收益(人民币)	0.630	0.708	0.638	0.687	0.795
变动(%)	(13.3)	12.4	(9.8)	7.6	15.8
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.727	0.761	0.813
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.668	0.727	0.837
调整幅度(%)	-	-	(4.5)	(5.5)	(5.0)
核心每股收益(人民币)	0.630	0.572	0.638	0.687	0.795
变动(%)	(13.3)	(9.1)	11.5	7.6	15.8
全面摊薄市盈率(倍)	12.3	11.0	12.1	11.3	9.8
核心市盈率(倍)	12.3	13.5	12.1	11.3	9.8
每股现金流量(人民币)	1.40	1.69	1.71	1.93	2.06
价格/每股现金流量(倍)	5.6	4.6	4.5	4.0	3.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.7	5.3	5.5	5.1	4.5
每股股息(人民币)	0.284	0.319	0.288	0.309	0.358
股息率(%)	3.7	4.1	3.7	4.0	4.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

14年3季度业绩低于预期

在中国会计准则和国际会计准则下, 中国石油14年3季度净利润均同比下滑6%至279亿人民币。实际盈利比我们的预测低13%。差距主要来源于勘探和生产业务盈利低于预期。

在中国会计准则和国际会计准则下, 公司14年1-9月净利润均同比微增1%至960亿人民币。

勘探和生产业务是导致盈利下滑的主要原因

在国际会计准则下, 14年3季度公司勘探和生产业务经营利润同比下降9%至437亿人民币, 比我们的预测低12%。由于原油产量和实现油价均持平, 我们认为盈利下降主要因为成本上升。

在国际会计准则下14年3季度炼油和化学业务经营亏损同比扩大28%至53亿人民币。炼油业务出现经营亏损18亿人民币, 大幅低于13年3季度24亿人民币的经营利润。实际亏损比我们的预测高出一倍。14年3季度成品油价连续5次下调不可避免地导致炼油业务利润率短期承压。14年3季度化工业务经营亏损同比缩窄46%至35亿人民币, 而我们预测的经营亏损为27亿人民币。公司优化产品组合后盈利能力有所改善。

在国际会计准则下14年3季度营销分部经营利润同比下降26%至24亿人民币, 比我们的预测低29%。我们认为主要成品油价格大幅下跌导致部分库存需要做跌价拨备。

天然气和管道业务是唯一的明星板块, 在国际会计准则下其经营利润同比增长2.3倍、环比增长91%至52亿人民币。实际利润比我们的预测高出91%。2013年7月和2014年9月天然气价格的上调推动了同比增长。14年3季度进口天然气亏损环比缩窄3%至80亿人民币。

预计14年4季度利润下降

展望未来, 由于油价和主要成品油价格近期大幅下跌, 我们预测公司14年4季度利润环比下降25%。

预测和目标价变动

由于 14 年 3 季度业绩低于预期，更新模型后我们将 2014-16 年盈利预测下调 4-6%。目前我们预测 2014 年全年盈利同比下降 10%。我们并未包含进行中的华东天然气管道处置的任何收益。重申对 H 股和 A 股的**持有**评级。

由于盈利预测下调，我们将基于分部加总估值法的每股净资产预测由 12.07 港币下调为 12.01 港币。因此，我们将 H 股目标价由 10.26 港币下调为 10.21 港币，因为我们仍根据每股净资产预测折让 15% 来设定目标估值。

我们同时将 A 股目标价由 7.77 人民币下调为 7.72 人民币，因为我们仍根据 H 股折让 4%（3 个月平均 A-H 折让）来设定目标价。

图表 1. 14 年 3 季度业绩摘要 (H 股)

(人民币, 十亿)	13 年 3 季度	14 年 3 季度	变动(%)
营业收入	581.7	600.6	3
采购及供应	(382.8)	(400.2)	5
员工薪酬	(28.4)	(29.1)	2
勘探费用	(5.8)	(5.2)	(12)
折旧、损耗及摊销	(42.6)	(46.5)	9
销售、管理及一般性费用	(22.0)	(18.6)	(15)
其他税收	(58.8)	(59.3)	1
其他	2.8	0.8	(71)
经营利润	43.9	42.5	(3)
财务成本	(5.7)	(5.3)	(6)
联营公司及共同控制实体业绩	2.7	3.4	29
税前利润	40.9	40.6	(1)
税金	(7.9)	(8.6)	8
税后利润	33.0	32.0	(3)
少数股东权益	(3.2)	(4.0)	25
净利润	29.8	27.9	(6)

资料来源: 公司数据

图表 2. 14 年 3 季度经营利润构成 (H 股)

(人民币, 十亿)	13 年 3 季度	14 年 3 季度	同比(%)	14 年 2 季度	环比(%)
勘探及生产	48.2	43.7	(9)	49.5	(12)
炼油及化工	(4.1)	(5.3)	28	(1.2)	337
炼油	2.4	(1.8)	na	2.4	na
化工	(6.6)	(3.5)	(46)	(3.6)	(2)
营销	3.3	2.4	(26)	4.8	(50)
天然气和管道	1.6	5.2	231	2.7	91
其他	(4.9)	(3.5)	(29)	(4.9)	(28)
总结	43.9	42.5	(3)	50.9	(17)

资料来源: 公司数据

图表 3. 14 年 1-9 月业绩摘要 (H 股)

(人民币, 十亿)	13 年 1-9 月	14 年 1-9 月	变动(%)
营业收入	1,682.8	1,754.5	4
采购及供应	(1,105.7)	(1,141.8)	3
员工薪酬	(84.1)	(86.6)	3
勘探费用	(19.3)	(19.2)	(1)
折旧、损耗及摊销费用	(118.5)	(131.3)	11
销售、管理及一般性费用	(58.6)	(54.9)	(6)
其他税收	(183.2)	(179.4)	(2)
其他	30.5	4.3	(86)
经营利润	143.8	145.5	1
财务成本	(16.1)	(18.7)	16
联营公司及共同控制实体业绩	7.0	9.5	35
税前利润	134.7	136.3	1
税金	(29.1)	(30.3)	4
税后利润	105.6	106.0	0
少数股东权益	(10.3)	(10.0)	(3)
净利润	95.3	96.0	1

资料来源: 公司数据

图表 4. 14 年 1-9 月经营利润构成(H 股)

(人民币, 十亿)	13 年 1-9 月	14 年 1-9 月	变动(%)
勘探和生产	147.0	146.0	(1)
炼油及化工	(20.0)	(8.8)	(56)
炼油	(5.3)	2.6	na
化工	(14.7)	(11.3)	(23)
营销	6.7	10.6	58
天然气及管道	23.4	9.2	(61)
其他	(13.3)	(11.5)	(14)
总计	143.8	145.5	1

资料来源: 公司数据

图表 5. 14 年 3 季度业绩摘要(A 股)

(人民币, 十亿)	13 年 3 季度	14 年 3 季度	同比(%)
销售收入	581.7	600.6	3
销售成本	(441.8)	(465.4)	5
营业税及附加	(56.7)	(57.0)	1
毛利润	83.2	78.2	(6)
销售费用	(15.4)	(15.5)	1
一般及管理性费用	(23.4)	(20.8)	(11)
财务费用	(5.9)	(5.6)	(6)
资产减值亏损	(2.6)	0.0	na
投资收入	2.7	3.5	29
经营利润	38.5	39.8	3
非营收入	4.8	3.3	(30)
非营费用	(2.3)	(2.6)	11
税前利润	40.9	40.6	(1)
税金	(7.9)	(8.6)	8
税后利润	33.0	32.0	(3)
少数股东权益	(3.2)	(4.0)	25
净利润	29.8	27.9	(6)

资料来源: 公司数据

图表 6. 14 年 1-9 月业绩摘要 (A 股)

(人民币, 十亿)	13 年 1-9 月	14 年 1-9 月	变动(%)
销售收入	1,682.8	1,754.5	4
销售成本	(1,279.6)	(1,331.7)	4
营业税及附加	(176.6)	(172.3)	(2)
毛利润	226.6	250.5	11
销售费用	(43.0)	(45.2)	5
一般及管理性费用	(66.1)	(63.0)	(5)
财务费用	(16.9)	(19.7)	16
资产减值亏损	(2.8)	0.0	na
投资收入	7.4	9.7	31
经营利润	105.2	132.4	26
非营业收入	34.9	9.2	(74)
非营费用	(5.4)	(5.3)	(3)
税前利润	134.7	136.3	1
税金	(29.1)	(30.3)	4
税后利润	105.6	106.0	0
少数股东权益	(10.3)	(10.0)	(3)
净利润	95.3	96.0	1

资料来源: 公司数据

图表 7. 经营数据

	13 年 1-9 月	14 年 1-9 月	变动(%)	13 年 3 季度	14 年 3 季度	同比(%)	14 年 2 季度	环比(%)
勘探及生产								
产量								
原油(百万桶)	698.0	700.0	0	233.8	234.4	0	233.9	0
可售天然气(十亿立方英尺)	2,048.0	2,193.9	7	650.5	698.4	7	705.8	(1)
合计	1,039.4	1,065.8	3	342.2	350.9	3	351.5	(0)
实现原油价格(美元/桶)	99.85	99.93	0	99.27	99.51	0	100.22	(1)
实现天然气价格(美元/千立方英尺)	5.48	6.40	17	5.93	6.49	9	6.44	1
炼油及营销								
原油加工量(百万桶)	734.5	746.4	2	235.5	246.4	5	245.6	0
产量(百万吨)								
汽油	21.5	22.5	5	6.8	7.0	2	7.5	(7)
柴油	42.2	42.3	0	13.6	13.9	2	14.1	(1)
煤油	3.0	3.2	6	1.2	1.2	(3)	1.0	13
销量(百万吨)	119.4	117.6	(2)	40.0	42.3	6	41.1	3
汽油	40.0	42.6	7	13.5	15.8	17	13.7	15
柴油	69.4	64.7	(7)	23.2	22.6	(3)	24.2	(6)
煤油	10.1	10.2	1	3.4	4.0	17	3.2	22
化工								
产量(千吨)								
乙烯	2,920	3,688	26	860	1,293	50	1,224	6
合成树脂	4,808	5,885	22	1,451	2,001	38	2,020	(1)
合成纤维原料								
原材料和聚合物	935	943	1	239	320	34	316	1
合成橡胶	507	555	9	143	201	41	181	11
尿素	2,949	2,143	(27)	846	618	(27)	925	(33)

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	176.7	148.5	165.4
炼油及化工	(43.5)	(24.4)	(13.0)	4.4	(0.2)
炼油	(33.7)	(4.7)	1.8	20.7	15.2
化工	(9.8)	(19.7)	(14.8)	(16.3)	(15.4)
营销	16.4	7.6	11.5	12.0	12.6
天然气及管道	(2.1)	28.9	12.1	34.5	49.1
总部	(11.2)	(13.1)	(14.5)	(14.9)	(15.3)
合计	174.5	188.6	172.9	184.5	211.6

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

图表 9. 分部加总估值 (H股)

	估值法	2014年预期每股净资产 (人民币)
勘探及生产	10%的折现现金流	9.23
炼油及化工	1倍账面值	1.17
营销	1倍账面值	1.08
天然气及管道	9.2%的折现现金流	2.25
总部费用	9.2%的折现现金流	(1.42)
联营公司及投资	账面值	0.71
净现金/(负债)	资产负债表	(2.74)
少数股东权益	资产负债表	(0.81)
净资产(人民币)		9.47
净资产(港币)		12.01

资料来源: 中银国际研究预测

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	2,309,913	2,222,500	2,340,979
销售成本	(1,880,897)	(1,940,503)	(2,033,317)	(1,928,346)	(2,011,945)
经营费用	9,604	4,739	35,433	49,941	53,681
息税折旧前利润	173,468	162,839	132,517	148,103	175,350
折旧及摊销	(150,535)	(159,521)	(179,512)	(195,992)	(207,365)
经营利润(息税前利润)	324,003	322,360	312,029	344,095	382,715
净利息收入/(费用)	(16,955)	(21,949)	(20,634)	(23,865)	(23,806)
其他收益/(损失)	10,297	37,126	48,899	48,761	48,745
税前利润	166,810	178,016	160,782	172,999	200,289
所得税	(36,192)	(35,787)	(33,764)	(36,330)	(42,061)
少数股东权益	(15,295)	(12,652)	(10,161)	(10,934)	(12,658)
净利润	115,323	129,577	116,857	125,736	145,570
核心净利润	115,323	104,755	116,857	125,736	145,570
每股收益(人民币)	0.630	0.708	0.638	0.687	0.795
核心每股收益(人民币)	0.630	0.572	0.638	0.687	0.795
每股股息(人民币)	0.284	0.319	0.288	0.309	0.358
收入增长(%)	10	3	2	(4)	5
息税前利润增长(%)	(5)	(6)	(19)	12	18
息税折旧前利润增长(%)	4	(1)	(3)	10	11
每股收益增长(%)	(13)	12	(10)	8	16
核心每股收益增长(%)	(13)	(9)	12	8	16

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	160,782	172,999	200,289
折旧与摊销	150,535	159,521	179,512	195,992	207,365
净利息费用	16,955	21,949	20,634	23,865	23,806
运营资本变动	(70,713)	(31,651)	(6,961)	2,450	(6,516)
税金	(36,192)	(35,787)	(33,764)	(36,330)	(42,061)
其他经营现金流	38,383	7,958	(6,327)	(5,820)	(5,888)
经营活动产生的现金流	265,778	300,006	313,877	353,156	376,995
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	37,233	(10,981)	(53,403)
支付股息	(58,040)	(57,675)	(59,864)	(50,114)	(61,827)
其他融资现金流	(16,290)	(21,049)	(20,824)	(24,054)	(23,995)
融资活动产生的现金流	52,297	(24,442)	(43,456)	(85,148)	(139,225)
现金变动	(14,151)	9,054	(26,079)	(11,992)	(12,230)
期初现金	64,299	49,953	57,250	31,161	19,168
公司自由现金流	(64,385)	35,718	19,275	74,237	127,556
权益自由现金流	44,078	66,919	33,975	38,311	49,786

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	31,161	19,168	6,937
应收帐款	64,450	64,027	65,495	63,017	66,376
库存	214,117	227,017	230,449	213,807	221,244
其他流动资产	67,993	82,659	197,947	211,559	227,666
流动资产总计	396,513	430,953	525,052	507,550	522,224
固定资产	1,569,607	1,648,516	1,744,775	1,810,018	1,833,099
无形资产	64,008	69,817	61,526	60,312	59,099
其他长期资产	138,709	192,718	204,837	216,438	228,109
长期资产总计	1,772,324	1,911,051	2,011,138	2,086,768	2,120,308
总资产	2,168,837	2,342,004	2,536,190	2,594,319	2,642,532
应付帐款	278,427	298,075	296,422	279,063	284,278
短期债务	151,247	192,767	290,981	333,403	345,950
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	742,050	767,113	784,875
长期借款	293,774	302,862	333,333	279,844	213,894
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	1,006,821	1,082,443	1,166,185
股东权益	1,064,147	1,132,850	1,189,842	1,265,464	1,349,206
少数股东权益	116,619	137,058	147,219	158,153	170,811
总负债及权益	2,168,837	2,342,004	2,536,190	2,594,319	2,642,532
每股帐面价值(人民币)	5.81	6.19	6.50	6.91	7.37
每股有形资产(人民币)	5.46	5.81	6.16	6.58	7.05
每股净负债(现金)(人民币)	2.16	2.40	3.24	3.25	3.02

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	13.5	15.5	16.3
息税前利润率(%)	7.9	7.2	5.7	6.7	7.5
税前利润率(%)	7.6	7.9	7.0	7.8	8.6
净利率(%)	5.3	5.7	5.1	5.7	6.2
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
利息覆盖率(倍)	9.2	6.9	5.7	5.8	7.0
净权益负债率(%)	33.5	34.5	44.4	41.7	36.4
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
估值					
市盈率(倍)	12.2	10.9	12.0	11.2	9.7
核心业务市盈率(倍)	12.2	13.4	12.0	11.2	9.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	12.3	13.5	12.1	11.2	9.7
市净率(倍)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	5.3	4.7	4.5	4.0	3.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.9	6.2	6.9	6.3	5.6
周转率					
存货周转天数	38.5	41.5	41.1	42.0	39.5
应收帐款周转天数	9.8	10.4	10.2	10.6	10.1
应付帐款周转天数	42.5	46.6	47.0	47.3	43.9
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	10.1	10.2	11.1
资产收益率(%)	6.6	5.8	4.3	4.6	5.3
已运用资本收益率(%)	11.6	9.7	7.2	7.5	8.6

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	2,309,913	2,222,500	2,340,979
销售成本	(1,693,172)	(1,769,893)	(1,817,671)	(1,735,895)	(1,804,519)
经营费用	(175,630)	(136,224)	(139,848)	(106,122)	(117,460)
息税折旧前利润	174,519	188,642	172,883	184,491	211,635
折旧及摊销	(151,975)	(163,365)	(179,512)	(195,992)	(207,365)
经营利润(息税前利润)	326,494	352,007	352,395	380,483	419,000
净利息收入/(费用)	(16,101)	(20,859)	(20,634)	(23,865)	(23,806)
其他收益/(损失)	8,393	10,280	11,825	11,687	11,671
税前利润	166,811	178,063	164,074	172,313	199,500
所得税	(36,191)	(35,789)	(37,081)	(35,669)	(41,296)
少数股东权益	(15,294)	(12,675)	(10,159)	(10,932)	(12,656)
净利润	115,326	129,599	116,834	125,713	145,547
核心净利润	115,326	104,777	116,834	125,713	145,547
每股收益(人民币)	0.630	0.708	0.638	0.687	0.795
核心每股收益(人民币)	0.630	0.572	0.638	0.687	0.795
每股股息(人民币)	0.284	0.319	0.288	0.309	0.358
收入增长(%)	10	3	2	(4)	5
息税前利润增长(%)	(4)	8	(8)	7	15
息税折旧前利润增长(%)	2	8	0	8	10
每股收益增长(%)	(13)	12	(10)	8	16
核心每股收益增长(%)	(13)	(9)	12	8	16

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	164,074	172,313	199,500
折旧与摊销	151,975	163,365	179,512	195,992	207,365
净利息费用	16,101	20,859	20,634	23,865	23,806
运营资本变动	(64,926)	(10,303)	(2,930)	9,565	(6,526)
税金	(41,847)	(48,807)	(35,789)	(37,081)	(35,669)
其他经营现金流	27,275	6,211	(11,825)	(11,687)	(11,671)
经营活动产生的现金流	255,389	309,388	313,676	352,967	376,805
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	37,233	(10,981)	(53,403)
支付股息	(65,540)	(58,874)	(59,864)	(50,114)	(61,827)
其他融资现金流	(1,832)	(28,506)	(20,634)	(23,865)	(23,806)
融资活动产生的现金流	59,255	(33,098)	(43,266)	(84,959)	(139,036)
现金变动	(15,150)	12,773	(26,090)	(11,992)	(12,231)
期初现金	61,591	46,245	57,250	31,161	19,168
公司自由现金流	(72,342)	48,093	19,074	74,048	127,365
权益自由现金流	36,121	79,294	33,775	38,122	49,596

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	31,161	19,168	6,937
应收帐款	64,450	64,027	65,495	63,017	66,376
库存	214,117	227,017	230,449	213,807	221,244
其他流动资产	67,993	82,659	102,556	123,188	137,570
流动资产总计	392,805	430,953	429,661	419,180	432,127
固定资产	1,569,888	1,648,823	1,745,082	1,810,325	1,833,406
无形资产	63,048	67,270	66,814	66,358	65,902
其他长期资产	143,155	195,064	207,183	218,784	230,455
长期资产总计	1,776,091	1,911,157	2,019,079	2,095,467	2,129,764
总资产	2,168,896	2,342,110	2,448,739	2,514,647	2,561,891
应付帐款	131,928	130,353	132,323	122,768	127,038
短期债务	151,247	192,767	290,981	333,403	345,950
其他流动负债	291,573	322,369	322,369	322,369	322,369
流动负债总计	574,748	645,489	745,673	778,540	795,357
长期借款	293,774	302,862	242,179	188,690	122,740
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	1,006,683	1,082,282	1,166,001
股东权益	1,064,010	1,132,735	1,189,704	1,265,303	1,349,022
少数股东权益	116,738	137,200	147,359	158,291	170,947
总负债及权益	2,168,896	2,342,110	2,448,739	2,514,647	2,561,891
每股帐面价值(人民币)	5.81	6.19	6.50	6.91	7.37
每股有形资产(人民币)	5.47	5.82	6.14	6.55	7.01
每股净负债(现金)(人民币)	2.18	2.40	2.74	2.75	2.52

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	15.3	17.1	17.9
息税前利润率(%)	7.9	8.4	7.5	8.3	9.0
税前利润率(%)	7.6	7.9	7.1	7.8	8.5
净利率(%)	5.3	5.7	5.1	5.7	6.2
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
利息覆盖率(倍)	9.6	8.2	7.7	7.4	8.7
净权益负债率(%)	33.8	34.5	37.5	35.3	30.4
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	12.3	11.0	12.1	11.3	9.8
核心业务市盈率(倍)	12.3	13.5	12.1	11.3	9.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	12.8	14.1	12.6	11.7	10.1
市净率(倍)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1
价格/现金流(倍)	5.6	4.6	4.5	4.0	3.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.7	5.3	5.5	5.1	4.5
周转率					
存货周转天数	42.7	45.5	45.9	46.7	44.0
应收帐款周转天数	9.8	10.4	10.2	10.6	10.1
应付帐款周转天数	20.4	21.2	20.8	20.9	19.5
回报率					
股息支付率(%)	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0
净资产收益率(%)	11.2	11.8	10.1	10.2	11.1
资产收益率(%)	6.7	6.7	5.6	5.9	6.6
已运用资本收益率(%)	11.7	11.3	9.6	9.7	10.8

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