股票代码	600028.CH	0386.HK
评级	持有	买入
原评级	持有	持有
收盘价	人民币 8.12	港币 7.26
目标价	人民币 8.32	港币 8.33
原目标价	人民币 6.23	港币 6.39
上/下浮比例	+2%	+15%
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

上调 H 股评级

15 年 1 季度盈利同比下滑 85-87%已在预期中，1 季报的发布消除了重大不确定性。随着油价触底并逐渐回升，中国石化已走出这一轮盈利低谷。预计未来盈利表现将大幅改善。因此我们对模型进行了更新，并上调 2015-17 年盈利预测。鉴于中石化的股价表现落后于其他港股上市的中国大型石油公司，我们将公司的 H 股评级从持有上调至买入。

支撑评级的主要因素

- 中国石化 15 年 1 季度盈利同比减少 85-87%已在预期中，因为公司之前曾警告说 15 年 1 季度全公司大约只能实现盈亏平衡。实际情况比预期稍好，公司报告净利润 20 亿人民币。更重要的是，季报本身消除了重大不确定性。公司已走出本轮盈利低谷。随着油价的回升，中国石化未来无需再承受高成本库存损失，预计盈利表现将大幅改善。
- 公司营销部门积极推广非油业务，目前已开始取得成果。1 季度非油业务收入 65 亿人民币，同比大幅增加 75%。公司计划全年取得 250-300 亿人民币收入，同比增长 46-75%。
- 中国石化和**中国石油**(601857.CH/人民币 13.39; 0857.HK/港币 9.96, 持有)年初至今的股价表现在三大油企中处于落后。中国石化 H 股所对应的市盈率和市净率相对更为合理。

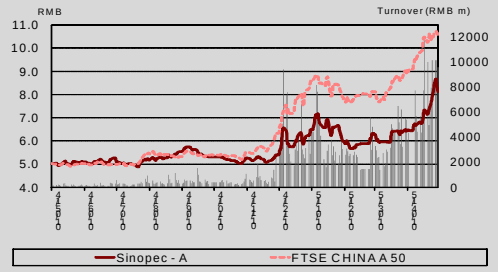
评级面临的主要风险

- 石油和成品油价格大跌。
- 非油业务发展停滞不前。

估值

- 我们将 H 股的目标估值从 1 倍 2015 年预期市净率上调至 1.3 倍 2015 年预期市净率，处于自 2012 年 3 月起以市净率为基准的估值高点。在此基础上将目标价从 6.39 港币上调至 8.33 港币。
- 我们同时将 A 股目标价从 6.23 人民币上调至 8.32 人民币。仍根据公司三个月平均 A-H 溢价来设定目标价，自 2015 年 3 月底我们上一份报告发布以来该溢价已由 24%略微扩大至 25%。

股价表现 — A 股



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	25.1	25.1	34.7	61.8
相对新华富时 A50 指数	2.2	(6.7)	1.4	(48.5)

发行股数 (百万)	121,071
流通股 (%)	8
流通股市值 (人民币 百万)	983,098
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	4,355
净负债比率 (%) (2015E)	40
主要股东(%)	
中石化集团	71

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2015 年 4 月 30 日收市价为标准

投资摘要 — A 股

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入 (人民币 百万)	2,880,311	2,825,914	2,089,840	2,382,640	2,520,660
变动 (%)	*3*	*(2)*	*(26)*	*14*	*6*
净利润 (人民币 百万)	67,179	43,279	33,106	52,822	60,929
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.579	0.362	0.274	0.436	0.503
变动 (%)	*2.8*	*(37.5)*	*(24.3)*	*59.2*	*15.3*
市场预期每股收益 (人民币)			0.337	0.466	0.545
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.231	0.398	0.464
调整幅度(%)	-	-	*18.6*	*9.6*	*8.5*
全面摊薄市盈率(倍)	14.0	22.4	29.6	18.6	16.1
每股现金流量 (人民币)	1.40	1.30	0.85	1.59	1.61
价格/每股现金流量 (倍)	5.8	6.2	9.6	5.1	5.1
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	6.7	8.0	8.4	7.1	6.6
每股股息 (人民币)	0.240	0.200	0.110	0.180	0.200
股息率 (%)	3.0	2.5	1.4	2.2	2.5

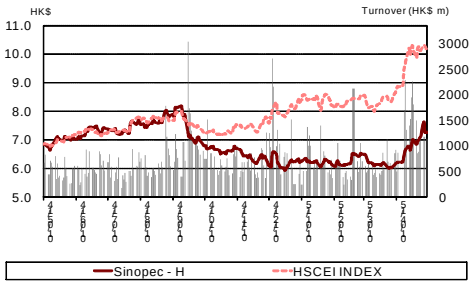
资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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	16.2	18.6	18.4	6.0
相对恒生中国企业指数	(4.3)	1.4	(4.7)	(41.6)

发行股数 (百万)	121,071
流通股 (%)	21
流通股市值 (港币 百万)	878,977
3 个月日均交易额 (港币 百万)	905
净负债比率 (%) (2015E)	40
主要股东(%)	
中石化集团	71

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2015 年 4 月 30 日收市价为标准

投资摘要 — H 股

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入 (人民币 百万)	2,880,311	2,825,914	2,123,039	2,420,119	2,558,548
变动 (%)	*3*	*(2)*	*(25)*	*14*	*6*
净利润 (人民币 百万)	66,482	46,466	32,129	51,845	59,952
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.573	0.398	0.266	0.428	0.495
变动 (%)	*1.2*	*(30.5)*	*(33.1)*	*61.0*	*15.6*
市场预期每股收益 (人民币)			0.290	0.435	0.471
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.223	0.390	0.456
调整幅度(%)	-	-	*19.3*	*9.8*	*8.6*
全面摊薄市盈率(倍)	10.1	14.6	21.8	13.6	11.7
每股现金流量 (人民币)	1.39	1.35	0.85	1.59	1.61
价格/每股现金流量 (倍)	4.2	4.3	6.8	3.7	3.6
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	5.3	6.0	6.7	5.4	5.0
每股股息 (人民币)	0.240	0.200	0.110	0.180	0.200
股息率 (%)	4.1	3.4	1.9	3.1	3.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

盈利骤降已在预期中

15 年 1 季度中国石化报告国际财务报告准则下净利润 21.7 亿人民币，同比下降 85%，中国会计准则下净利润 16.8 亿人民币，同比下降 87%。盈利大幅下滑已在预期中，因为公司之前曾警告说 15 年 1 季度全公司大约只能实现盈亏平衡。因此公司实际盈利情况略好于预期。

环比来看，中国石化扭亏为盈。在国际财务报告准则下，公司从 14 年 4 季度净亏损 53 亿人民币，提高到 15 年 1 季度取得净利润 21.7 亿人民币。而在中国会计准则下也从 14 年 4 季度净亏损 37 亿人民币回升到取得净利润 16.8 亿人民币。由于油价大跌且上游成本相对较高，公司的勘探和生产分部陷入营业亏损。但是下游运营部门（炼油、营销和化工）的盈利能力提高，帮助公司在 15 年 1 季度取得盈利。

除勘探和生产之外，所有分部业绩均环比回升

在国际财务报告准则（下同）下，勘探和生产分部 15 年 1 季度报告营业损失 12 亿人民币，与 14 年 1 季度营业利润 132 亿和 14 年 4 季度 53 亿人民币的表现相去甚远。业绩表现不佳主要是由于在国际油价大跌的背景下，实际油价同比下降 52%至 46.2 美元/桶。虽然采油成本同比降低了 4%，但幅度过小，无济于事。

除此之外的其他所有下游营运部门业绩环比均有改善。炼油分部 1 季度报告营业损失 34 亿人民币，比去年 4 季度 131 亿的营业损失有所减少。发改委在 2015 年 2 月中旬以前连续下调国内主要成品油价格，公司在 2014 年 11 月和 12 月进口的价格较高的原油因而蒙受损失，总计损失数额约 95 亿人民币。

1 季度营销分部取得营业利润 53 亿人民币，环比大涨 75%，主要原因是以较低的价格出售高成本库存所造成的损失有所减少。1 季度损失 25 亿人民币。此外，1 季度非油业务收入同比增长 75%至 65 亿人民币。

化工分部表现出众。1 季度营业利润环比增长 1.3 倍至 31 亿人民币，与去年同期 13 亿人民币的营业亏损相比有了大幅提升。主要原因是树脂等主要产品的利润增加。此外，公司通过停止生产亏损产品对运营状况进行梳理，并提高精炼厂中液化石油气等轻馏分的使用率，取代石脑油裂解，以此来节约成本。

预计 15 年 2 季度盈利大幅改善

未来我们预计中国石化在 15 年 2 季度盈利环比将大幅改善。随着油价的回升，勘探和生产分部的盈利将会增加。而在油价回升的大背景下，发改委将上调成品油价格，炼油分部的利润也将大幅提高。此次中石化有望在较高的原油价格体现在成本里之前，先从油价上调中受益。此外营销分部也可以避免因销售高成本库存而遭受任何损失。

调整预测、目标价和评级

我们更新了 2015 年 1 季度业绩模型，并将 2015-17 年盈利预测上调 9-19%。我们将中国石化 H 股评级从持有提高至***买入***。15 年 1 季度的业绩发布消除了重大确定性。公司盈利在这一轮周期中已经见底，未来随着油价逐渐回升，盈利也将逐步改善。在国内三大油企中，中石化的股价相对较低，估值也更合理。

我们将 H 股的目标估值从 1 倍 2015 年预期市净率上调至 3 倍 2015 年预期市净率，处于自 2012 年 3 月起以市净率为基准的估值高点。在此基础上将目标价从 6.39 港币上调至 8.33 港币。

我们同时将 A 股目标价从 6.23 人民币上调至 8.32 人民币。仍根据公司三个月平均 A-H 溢价来设定目标价，自 2015 年 3 月底我们上一份报告发布以来该溢价已由 24%略微扩大至 25%。

图表 1.业绩摘要 (H 股)

年结日： 12 月 31 日 *(人民币，十亿)*	14 年 1 季度	15 年 1 季度	变动(%)
营业收入	641.07	478.24	(25)
采购和供应	(516.64)	(358.90)	(31)
销售、管理及一般性费用	(16.12)	(15.55)	(4)
折旧、损耗及摊销	(21.17)	(23.75)	12
勘探费用	(3.01)	(2.78)	(8)
薪酬费用	(13.25)	(13.68)	3
其他税金	(46.14)	(58.83)	28
其他	0.08	0.40	429
经营利润	24.82	5.15	(79)
净融资成本	(5.69)	(2.67)	(53)
联营公司	0.81	1.05	31
其他	0.05	0.01	(76)
税前利润	19.98	3.55	(82)
税金	(4.82)	(0.95)	(80)
税后利润	15.16	2.60	(83)
少数股东权益	(1.04)	(0.43)	(59)
净利润	14.12	2.17	(85)
每股收益(元)	0.121	0.018	(85)

资料来源: 公司数据

图表 2.各分部息税前利润 (H 股)

(人民币，十亿)	14 年 1 季度	15 年 1 季度	同比 %	14 年 4 季度	环比 %
勘探和生产	13.21	(1.23)	(109)	5.31	(123)
炼油	3.74	(3.36)	(190)	(13.06)	(74)
营销和分销	8.83	5.28	(40)	3.01	75
化工	(1.34)	3.07	(329)	1.34	130
总部及其他	0.38	1.39	264	0.53	162
总计	24.82	5.15	(79)	(2.87)	(279)

资料来源: 公司数据

图表 3. 业绩摘要 (A 股)

年结日： 12 月 31 日(人民币，十亿)	14 年 1 季度	15 年 1 季度	变动 %
主营业务收入	641.07	478.24	(25)
销售成本	(540.34)	(385.28)	(29)
销售税及附加	(46.14)	(58.83)	28
主营业务利润	54.59	34.13	(37)
销售费用	(10.72)	(10.96)	2
管理费用	(16.82)	(16.85)	0
财务费用	(4.19)	(2.41)	(42)
勘探费用，包含干井	(3.01)	(2.78)	(8)
减值亏损	0.05	0.51	947
公允价值亏损	(1.43)	(0.26)	(82)
投资收入	0.85	1.07	25
经营收入	19.32	2.46	(87)
营业外收入	0.45	0.88	97
营业外费用	(0.47)	(0.40)	(14)
税前利润	19.30	2.93	(85)
税金	(4.82)	(0.95)	(80)
少数股东权益	(1.01)	(0.30)	(71)
净利润	13.48	1.68	(87)
每股收益(人民币)	0.116	0.014	(88)

资料来源: 公司数据

图表 4. 经营利润构成 (A 股)

(人民币，十亿)	14 年 1 季度	15 年 1 季度	变动(%)
勘探及生产	13.05	(1.29)	(110)
炼油	3.46	(4.08)	(218)
营销及分销	8.68	5.14	(41)
化工	(1.43)	2.96	(307)
总部及其他	0.35	1.33	281
财务成本	(4.19)	(2.41)	(42)
公允价值变动	(1.43)	(0.26)	(82)
投资收益	0.85	1.07	25
总计	19.32	2.46	(87)

资料来源: 公司数据

图表 5. 经营数据

	14 年 1 季度	15 年 1 季度	同比(%)
勘探及生产			
原油产量(百万桶)	89.4	87.6	(2.0)
中国	76.6	74.0	(3.4)
海外	12.8	13.5	6.0
天然气产量(十亿立方英尺)	177.4	181.1	2.1
实现油价(美元/桶)	95.39	46.22	(51.5)
实现天然气价格(美元/千立方英尺)	6.97	7.94	13.9
采油成本(美元/桶油当量)	18.41	17.64	(4.2)
年末证实原油储备(百万桶)	89.4	87.6	(2.0)
年末证实天然气储备(十亿立方英尺)	76.6	74.0	(3.4)
炼油			
原油加工量(百万吨)	57.22	58.58	2.4
汽油产量(百万吨)	11.97	13.29	11.0
柴油产量(百万吨)	18.27	17.74	(2.9)
煤油产量(百万吨)	4.9	5.8	19.8
化工原料产量(百万吨)	10.1	9.4	(6.9)
轻产品收益率(%)	76.98	76.68	(0.30)ppt
炼油收益率(%)	94.79	94.69	(0.10)ppt
炼油利润(美元/桶)	6.33	3.60	(43.1)
现金经营成本(美元/桶)	3.47	3.40	(2.0)
营销及分销			
批发及直接分销量(百万吨)	11.4	13.2	15.6
零售量(百万吨)	27.3	28.9	5.9
国内总销量(百万吨)	38.7	42.1	8.7
总销量(百万吨)	42.2	46.5	10.3
自有及自营气站	30,541	30,526	(0.0)
加盟气站	13	13	-
气站总数	30,554	30,539	(0.0)
每气站平均年加气量(吨)	3,575.0	3,786.0	5.9
现金经营成本(人民币/吨)	3.6	6.3	75.0
化工			
主要产品产量(千吨)			
乙烯	2,579	2,768	7.3
合成树脂	3,519	3,786	7.6
合成橡胶	254	213	(16.1)
合成纤维单体及多体	2,196	2,128	(3.1)
合成纤维	326	311	(4.6)

资料来源: 公司数据

图表 6. 主要预测变动

	原预测			新预测		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
勘探及生产						
原油产量(百万桶)	348.0	351.5	357.6	348.0	351.5	357.6
可售天然气产量(十亿立方英尺)	886.3	945.2	979.3	886.3	945.2	979.3
实现油价(美元/桶)	47.8	61.8	65.5	47.8	61.8	65.5
实现气价(美元/百万立方英尺)	7.96	7.95	8.05	7.96	7.95	8.05
采油成本(美元/桶油当量)	18.1	18.1	18.2	17.7	17.7	17.8
总成本(美元/桶油当量)	46.4	48.4	49.4	46.0	48.0	49.0
炼油						
原油加工量(百万桶)	1,786.3	1,857.7	1,932.0	1,786.3	1,857.7	1,932.0
经营利润(人民币/桶)	6.1	12.9	13.7	10.0	13.5	14.3

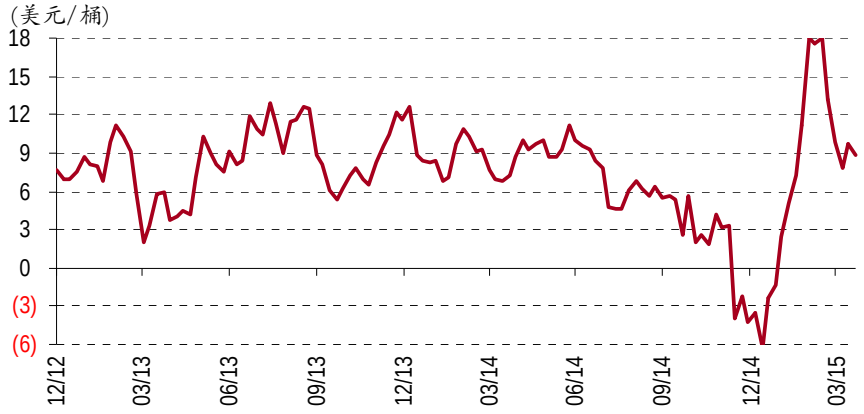
资料来源:中银国际研究预测

图表 7. 经营利润构成 (A 股)

年结日：12 月 31 日 (人民币，十亿)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
勘探及生产	54.8	47.1	5.3	25.3	29.3
炼油	8.6	(2.0)	17.9	25.1	27.5
营销及分销	35.5	29.4	32.3	37.8	39.9
化工	0.9	(2.2)	11.5	9.5	9.5
总部及其他	(2.6)	1.1	(1.9)	(2.2)	(2.2)
总计	97.1	73.5	65.1	95.6	104.1

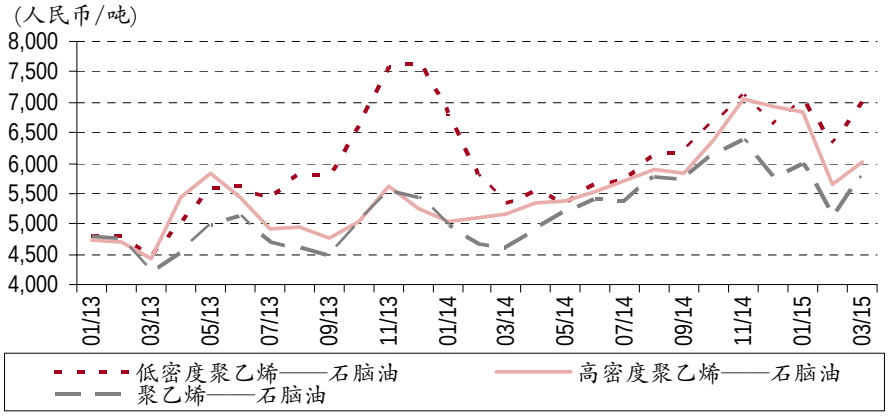
资料来源: 中银国际研究预测

图表 8. 中国石化预期简化炼油利润率



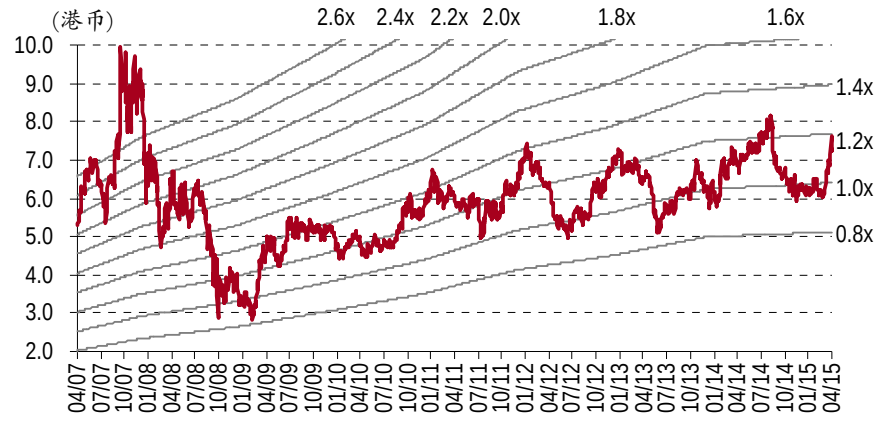
资料来源: 中银国际研究预测

图表 9. 主要石化产品差价



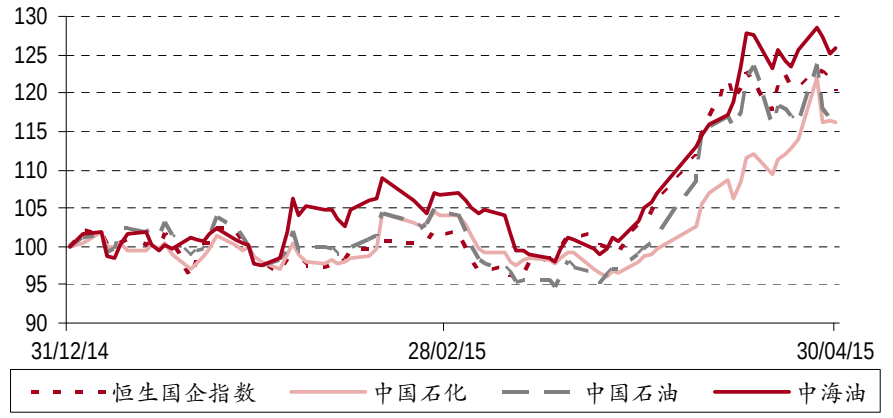
资料来源: 百川资讯

图表 10. 市净率区间图 (H 股)



资料来源: 中银国际研究

图表 11.国内石油企业相对股价表现（年初至今）



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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	2,880,311	2,825,914	2,089,840	2,382,640	2,520,660
销售成本	(2,457,041)	(2,429,017)	(1,778,882)	(2,011,390)	(2,125,965)
经营费用	(241,788)	(239,838)	(152,908)	(179,077)	(191,357)
息税折旧前利润	100,217	66,962	60,922	90,693	98,919
折旧及摊销	(81,265)	(90,097)	(97,128)	(101,480)	(104,419)
经营利润 (息税前利润)	181,482	157,059	158,050	192,173	203,338
净利息收入/(费用)	(9,034)	(9,439)	(16,855)	(17,437)	(13,480)
其他收益/(损失)	5,799	4,807	8,969	10,348	9,987
税前利润	96,982	62,330	53,036	83,604	95,426
所得税	(25,605)	(17,571)	(13,259)	(20,901)	(23,857)
少数股东权益	(4,198)	(1,480)	(6,671)	(9,881)	(10,641)
净利润	67,179	43,279	33,106	52,822	60,929
核心净利润	67,179	43,279	33,106	52,822	60,929
每股收益(人民币)	0.579	0.362	0.274	0.436	0.503
核心每股收益(人民币)	0.579	0.362	0.274	0.436	0.503
每股股息(人民币)	0.240	0.200	0.110	0.180	0.200
收入增长(%)	3	(2)	(26)	14	6
息税前利润增长(%)	4	(33)	(9)	49	9
息税折旧前利润增长(%)	9	(13)	1	22	6
每股收益增长(%)	3	(37)	(24)	59	15
核心每股收益增长(%)	3	(37)	(24)	59	15

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	96,982	62,330	53,036	83,604	95,426
折旧与摊销	81,265	90,097	97,128	101,480	104,419
净利息费用	9,034	9,439	16,855	17,437	13,480
运营资本变动	(17,200)	(9,417)	(54,258)	7,548	2,019
税金	(25,605)	(17,571)	(13,259)	(20,901)	(23,857)
其他经营现金流	17,594	17,439	3,215	3,065	2,868
经营活动产生的现金流	162,070	152,317	102,716	192,233	194,356
购买固定资产净值	(154,946)	(126,913)	(135,900)	(135,900)	(135,900)
投资减少/增加	(31,937)	(12,835)	0	0	0
其他投资现金流	6,647	4,803	0	0	0
投资活动产生的现金流	(180,236)	(134,945)	(135,900)	(135,900)	(135,900)
净增权益	19,406	0	0	0	0
净增债务	37,433	13,966	(31,517)	(21,442)	(21,514)
支付股息	(28,424)	(28,130)	(19,064)	(16,950)	(23,004)
其他融资现金流	(5,930)	(8,226)	88,189	(17,437)	(13,480)
融资活动产生的现金流	22,485	(22,390)	37,608	(55,829)	(57,998)
现金变动	4,319	(5,018)	4,424	505	458
期初现金	10,864	15,101	10,100	14,524	15,029
公司自由现金流	(16,598)	19,151	(32,820)	56,770	58,907
权益自由现金流	10,233	21,899	(81,555)	17,455	23,461

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	15,101	10,100	14,524	15,029	15,487
应收帐款	68,466	90,831	67,172	76,583	81,019
库存	221,906	188,223	137,844	155,861	164,740
其他流动资产	67,537	70,990	91,930	122,586	109,152
流动资产总计	373,010	360,144	311,471	370,059	370,398
固定资产	830,225	881,152	931,164	976,646	1,019,011
无形资产	66,518	84,962	83,716	82,470	81,224
其他长期资产	113,163	125,110	127,466	129,822	132,178
长期资产总计	1,009,906	1,091,224	1,142,346	1,188,938	1,232,413
总资产	1,382,916	1,451,368	1,453,817	1,558,997	1,602,811
应付帐款	371,246	396,163	260,248	298,255	315,017
短期债务	163,870	178,578	201,442	231,514	218,680
其他流动负债	36,706	29,516	29,516	29,516	29,516
流动负债总计	571,822	604,257	491,206	559,285	563,213
长期借款	145,590	150,932	80,362	71,709	63,029
其他长期负债	42,244	49,084	49,084	49,084	49,084
股本	116,565	118,280	121,071	121,071	121,071
储备	453,781	476,203	547,768	583,640	621,565
股东权益	570,346	594,483	668,839	704,711	742,636
少数股东权益	52,914	52,612	164,327	174,208	184,849
总负债及权益	1,382,916	1,451,368	1,453,817	1,558,997	1,602,811
每股帐面价值(人民币)	4.89	5.03	5.52	5.82	6.13
每股有形资产(人民币)	4.32	4.31	4.83	5.14	5.46
每股净负债/(现金)(人民币)	2.53	2.70	2.21	2.38	2.20

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	6.3	5.6	7.6	8.1	8.1
息税前利润率(%)	3.5	2.4	2.9	3.8	3.9
税前利润率(%)	3.4	2.2	2.5	3.5	3.8
净利率(%)	2.3	1.5	1.6	2.2	2.4
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
利息覆盖率(倍)	9.5	6.0	3.5	5.1	7.1
净权益负债率(%)	47.2	49.4	32.1	32.8	28.7
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
估值					
市盈率 (倍)	14.0	22.4	29.6	18.6	16.1
核心业务市盈率 (倍)	14.0	22.4	29.6	18.6	16.1
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	14.4	23.0	30.4	19.1	16.5
市净率 (倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
价格/现金流 (倍)	5.8	6.2	9.6	5.1	5.1
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	6.7	8.0	8.4	7.1	6.6
周转率					
存货周转天数	32.7	30.8	33.5	26.6	27.5
应收帐款周转天数	9.5	10.3	13.8	11.0	11.4
应付帐款周转天数	45.9	49.6	57.3	42.8	44.4
回报率					
股息支付率(%)	41.6	54.7	40.2	41.3	39.7
净资产收益率 (%)	12.4	7.4	5.2	7.7	8.4
资产收益率 (%)	5.6	3.4	3.1	4.5	4.7
已运用资本收益率(%)	11.6	7.2	5.9	7.9	8.3

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	2,880,311	2,825,914	2,123,039	2,420,119	2,558,548
销售成本	(2,630,106)	(2,573,084)	(1,890,812)	(2,155,106)	(2,278,451)
经营费用	(71,805)	(89,246)	(69,998)	(67,936)	(71,569)
息税折旧前利润	97,135	73,487	65,102	95,596	104,109
折旧及摊销	(81,265)	(90,097)	(97,128)	(101,480)	(104,419)
经营利润 (息税前利润)	178,400	163,584	162,230	197,077	208,528
净利息收入/(费用)	(9,034)	(9,439)	(16,855)	(17,437)	(13,480)
其他收益/(损失)	7,301	1,456	4,696	6,075	5,714
税前利润	95,402	65,504	52,943	84,235	96,343
所得税	(24,763)	(17,571)	(14,202)	(22,596)	(25,843)
少数股东权益	(4,157)	(1,467)	(6,612)	(9,795)	(10,548)
净利润	66,482	46,466	32,129	51,845	59,952
核心净利润	66,482	46,466	32,129	51,845	59,952
每股收益(人民币)	0.573	0.398	0.266	0.428	0.495
核心每股收益(人民币)	0.573	0.398	0.266	0.428	0.495
每股股息(人民币)	0.240	0.200	0.110	0.180	0.200
收入增长(%)	3	(2)	(25)	14	6
息税前利润增长(%)	(2)	(24)	(11)	47	9
息税折旧前利润增长(%)	5	(8)	(1)	21	6
每股收益增长(%)	1	(31)	(33)	61	16
核心每股收益增长(%)	1	(31)	(33)	61	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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	95,402	65,504	52,943	84,235	96,343
折旧与摊销	81,265	90,097	97,128	101,480	104,419
净利息费用	9,034	9,439	16,855	17,437	13,480
运营资本变动	(12,460)	(6,891)	(53,894)	9,171	3,089
税金	(25,992)	(21,553)	(14,202)	(22,596)	(25,843)
其他经营现金流	14,028	21,190	3,886	2,507	2,868
经营活动产生的现金流	161,277	157,786	102,715	192,234	194,356
购买固定资产净值	(154,946)	(124,381)	(135,900)	(135,900)	(135,900)
投资减少/增加	(27,739)	(11,493)	0	0	0
其他投资现金流	3,242	3,931	0	0	0
投资活动产生的现金流	(179,443)	(131,943)	(135,900)	(135,900)	(135,900)
净增权益	19,406	0	105,044	0	0
净增债务	37,433	13,966	(31,517)	(21,442)	(21,514)
支付股息	(28,298)	(28,031)	(19,064)	(16,950)	(23,004)
其他融资现金流	(6,056)	(16,795)	(16,855)	(17,437)	(13,480)
融资活动产生的现金流	22,485	(30,860)	37,608	(55,829)	(57,998)
现金变动	4,319	(5,017)	4,424	506	457
期初现金	10,864	15,101	10,100	14,524	15,029
公司自由现金流	(16,598)	27,622	(32,821)	56,771	58,906
权益自由现金流	10,233	30,370	(81,556)	17,456	23,461

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	15,101	10,100	14,524	15,029	15,487
应收帐款	68,466	90,831	67,172	76,583	81,019
库存	221,906	188,223	141,407	161,195	170,415
其他流动资产	67,537	70,990	71,365	66,685	64,273
流动资产总计	373,010	360,144	294,468	319,492	331,195
固定资产	830,225	881,152	931,910	968,404	1,001,265
无形资产	6,255	6,281	6,281	6,281	6,281
其他长期资产	173,426	203,791	210,920	218,199	225,675
长期资产总计	1,009,906	1,091,224	1,149,111	1,192,884	1,233,221
总资产	1,382,916	1,451,368	1,443,579	1,512,376	1,564,416
应付帐款	202,724	198,366	132,079	153,470	162,909
短期债务	163,870	178,148	244,587	231,514	218,680
其他流动负债	205,228	227,743	152,004	176,445	193,066
流动负债总计	571,822	604,257	528,670	561,430	574,654
长期借款	145,590	150,932	80,362	71,709	63,029
其他长期负债	43,878	50,602	50,602	50,602	50,602
股本	116,565	118,280	121,071	121,071	121,071
储备	452,238	474,761	498,682	533,577	570,525
股东权益	568,803	593,041	619,753	654,648	691,596
少数股东权益	52,823	52,536	164,192	173,987	184,534
总负债及权益	1,382,916	1,451,368	1,443,579	1,512,376	1,564,416
每股帐面价值(人民币)	4.88	5.01	5.12	5.41	5.71
每股有形资产(人民币)	4.83	4.96	5.07	5.36	5.66
每股净负债(现金)(人民币)	2.53	2.70	2.56	2.38	2.20

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	6.2	5.8	7.6	8.1	8.2
息税前利润率(%)	3.4	2.6	3.1	4.0	4.1
税前利润率(%)	3.3	2.3	2.5	3.5	3.8
净利率(%)	2.3	1.6	1.5	2.1	2.3
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
利息覆盖率(倍)	9.2	6.6	3.8	5.3	7.5
净权益负债率(%)	47.4	49.4	39.6	34.8	30.4
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
估值					
市盈率 (倍)	10.1	14.6	21.8	13.6	11.7
核心业务市盈率 (倍)	10.1	14.6	21.8	13.6	11.7
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	11.6	16.8	25.1	15.6	13.5
市净率 (倍)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0
价格/现金流 (倍)	4.2	4.3	6.8	3.7	3.6
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	5.3	6.0	6.7	5.4	5.0
周转率					
存货周转天数	30.5	29.1	31.8	25.6	26.6
应收帐款周转天数	9.5	10.3	13.6	10.8	11.2
应付帐款周转天数	26.5	25.9	28.4	21.5	22.6
回报率					
股息支付率(%)	42.1	50.9	41.5	42.0	40.4
净资产收益率 (%)	12.3	8.0	5.3	8.1	8.9
资产收益率 (%)	5.4	3.8	3.3	4.7	5.0
已运用资本收益率(%)	11.2	7.9	6.3	8.6	9.1

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，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证券分析师撰写并向特定客户发布。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。

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
西单北大街 110 号 7 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