

| | | |
|--------|-----------|-----------|
| 股票代码 | 601857.CH | 0857.HK |
| 评级 | 持有 | 买入 |
| 原评级 | 买入 | 持有 |
| 收盘价 | 人民币 12.28 | 港币 8.63 |
| 目标价 | 人民币 13.31 | 港币 9.83 |
| 原目标价 | 人民币 13.78 | 港币 10.51 |
| 上/下浮比例 | +8% | +14% |
| 目标价格基础 | 较H股目标价格溢价 | 分部加总 |
| 板块评级 | 中立 | 中立 |

中国石油

上调H股评级但下调A股评级

我们将2015-17年中国石油实现油价预测上调3.6-4.6美元/桶，以反映对主要基准油价折让的缩窄。公司炼油和化工业务也于4月份恢复盈利。总体而言，我们将2015-17年盈利预测分别上调46%、13%和6%。此外，我们将H股评级由持有上调为买入，因为我们开始看到其吸引力。但是，我们将A股评级由买入下调为持有，因为我们认为其上升空间有限。

支撑评级的要点

- 15年1季度中国石油实现油价对其主要参照基准米纳斯原油的折让缩窄至3.7美元/桶，这是自09年1季度以来的最低水平，也大幅低于前4个季度9.0美元/桶的平均折让。除油价下降外，海外项目石油产量上升也是造成折让缩窄的原因之一。因此，我们将2015-17年实现油价预测上调3.6-4.6美元/桶。
- 随着油价成本下降利好开始体现在盈利中，公司炼油和化工业务的盈利能力已出现改善。该分部于2015年4月恢复盈利。
- 在低油价背景下，公司将2015年资本支出预算进一步削减15%。在调整后的预算下，公司应能负担资本支出和股息支付而无需任何新增银行贷款。

影响评级的主要风险

- 天然气价格下调。
- 油价大跌。

估值

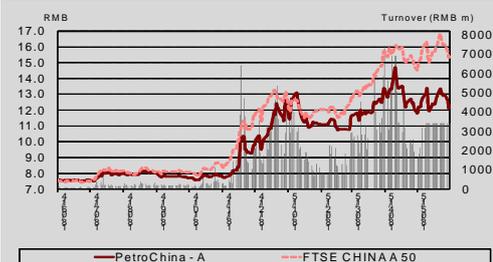
- 我们将H股目标价由10.51港币下调至9.83港币，仍较我们的分部加总净资产折让16%（5年平均），之前我们下调了净资产预测以反映公司最新的储量情况。
- 我们将A股目标价由13.78人民币下调至13.31人民币，估值依据仍然是公司3个月平均A-H股溢价，自5月中旬我们上一份报告发布以来该溢价由64%扩大至69%。

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) | 2,258,124 | 2,282,962 | 1,978,134 | 2,231,013 | 2,353,635 |
| 变动(%) | 3 | 1 | (13) | 13 | 5 |
| 净利润(人民币 百万) | 129,577 | 107,173 | 65,142 | 104,746 | 107,709 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.708 | 0.586 | 0.356 | 0.572 | 0.589 |
| 变动(%) | 12.4 | (17.3) | (39.2) | 60.8 | 2.8 |
| 市场预期每股收益(人民币) | - | - | 0.309 | 0.475 | 0.597 |
| 先前预测每股收益(人民币) | - | - | 0.243 | 0.507 | 0.553 |
| 调整幅度(%) | - | - | 46.3 | 12.9 | 6.3 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.572 | 0.586 | 0.356 | 0.572 | 0.589 |
| 变动(%) | (9.2) | 2.3 | (39.2) | 60.8 | 2.8 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 17.3 | 21.0 | 34.5 | 21.5 | 20.9 |
| 核心市盈率(倍) | 21.5 | 21.0 | 34.5 | 21.5 | 20.9 |
| 每股现金流量(人民币) | 1.64 | 2.11 | 1.56 | 1.86 | 1.90 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 7.5 | 5.8 | 7.9 | 6.6 | 6.4 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 8.8 | 8.4 | 10.2 | 8.1 | 7.8 |
| 每股股息(人民币) | 0.319 | 0.264 | 0.160 | 0.258 | 0.265 |
| 股息率(%) | 2.6 | 2.1 | 1.3 | 2.1 | 2.2 |

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 | 13.6 | 1.4 | 7.0 | 62.0 |
| 相对新华富时A50指数 | (7.0) | (11.0) | (16.3) | (41.9) |

| | |
|------------------|-----------|
| 发行股数(百万) | 183,021 |
| 流通股(%) | 2 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 2,247,498 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 3,526 |
| 净负债比率(%) (2015E) | 34 |
| 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2015年6月17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 | 1 | 3 | 12 |
|------------|--------|-------|-------|--------|
| | 至今 | 个月 | 个月 | 个月 |
| 绝对 | 0.4 | (9.6) | 6.2 | (9.6) |
| 相对恒生中国企业指数 | (11.6) | (5.4) | (7.2) | (37.8) |

| | |
|------------------|-----------|
| 发行股数(百万) | 183,021 |
| 流通股(%) | 12 |
| 流通股市值(港币 百万) | 1,579,471 |
| 3个月日均交易额(港币 百万) | 1,218 |
| 净负债比率(%) (2015E) | 34 |
| 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 2015 年 6 月 17 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) | 2,258,124 | 2,283,041 | 1,978,134 | 2,231,013 | 2,353,635 |
| 变动(%) | 3 | 1 | (13) | 13 | 5 |
| 净利润(人民币 百万) | 129,599 | 107,727 | 65,141 | 104,745 | 107,708 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.708 | 0.589 | 0.356 | 0.572 | 0.589 |
| 变动(%) | 12.4 | (16.9) | (39.5) | 60.8 | 2.8 |
| 市场预期每股收益(人民币) | - | - | 0.319 | 0.518 | 0.582 |
| 先前预测每股收益(人民币) | - | - | 0.243 | 0.507 | 0.553 |
| 调整幅度(%) | - | - | 46.3 | 12.9 | 6.3 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.572 | 0.589 | 0.356 | 0.572 | 0.589 |
| 变动(%) | (9.1) | 2.8 | (39.5) | 60.8 | 2.8 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 9.8 | 11.7 | 19.4 | 12.1 | 11.7 |
| 核心市盈率(倍) | 12.1 | 11.7 | 19.4 | 12.1 | 11.7 |
| 每股现金流量(人民币) | 1.69 | 2.07 | 1.56 | 1.86 | 1.90 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 4.1 | 3.3 | 4.4 | 3.7 | 3.6 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 4.9 | 5.0 | 5.8 | 4.6 | 4.4 |
| 每股股息(人民币) | 0.319 | 0.264 | 0.160 | 0.258 | 0.265 |
| 股息率(%) | 4.6 | 3.8 | 2.3 | 3.7 | 3.8 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

上调实现油价预测

15 年 1 季度中国石油实现油价为 49.75 美元/桶, 同比下跌了 50%, 对主要基准石油米纳斯原油的折让缩窄至 3.7 美元/桶, 这是自 09 年 1 季度的最低水平。除油价下降外, 原油产量组合的变动也是造成折让缩窄的原因之一。由于阿尔及利亚和加拿大新项目投运以及在 2014 年 9 月公司在伊拉克鲁迈拉油田技术服务合同中的持股比例由 37% 上升至 46.4%, 15 年 1 季度海外项目原油产量同比大幅上升 37%, 使得海外石油产量在公司总石油产量中的占比由 14 年 1 季度的 12.6% 上升至 16.8%。

我们认为油价很难回到 2011-14 年大部分时间保持的 100 美元/桶, 石油产量组合的变动是结构性的, 我们将中国石油 2015-17 年实现油价预测上调 3.6-4.6 美元/桶。

图表 1. 中国石油实现油价与米纳斯油价的对比


资料来源: 公司数据, 彭博

下游业务恢复盈利

在油价下降的背景下公司下游业务的盈利能力有所改善。尤其是从15年2季度开始，下游业务不再受到高成本库存的拖累。据我们了解，公司炼油和化工业务于2015年4月恢复盈利。由于4月中至5月中主要成品油价格三轮上调，15年2季度剩余时间内炼油业务的盈利能力将进一步改善。

资本支出下降

基于全年实现油价70美元/桶的假设，公司之前已决定将2015年资本支出同比削减约9%至2,660亿人民币。鉴于15年1季度实现油价极低，基于55美元/桶的实现油价预测，公司近期决定将2015年资本支出预算再下调15%至2,270亿人民币。基于我们的盈利预测，这一资本支出水平足以使公司在无需进一步借贷的情况下负担资本开支和股息支付。这应有助于公司控制财务成本。

天然气价格可能下调

至于下行风险，鉴于亚洲其他竞争性能源（例如石油和煤炭）和现货液化气价格要低得多，15年下半年我们可能会看到国家发改委进一步下调非居民用户天然气价格。根据发改委数据，2015年4月中国天然气需求意外出现5.9%的同比下降。

假如国家发改委每半年调整一次国内天然气价格，而15年5月和6月两种参照能源价格（液化石油气和燃料油进口价格）维持在4月份水平，那么发改委将在2015年10月将天然气平均门站价格下调0.63人民币/立方米，降幅25%。这将导致我们对中国石油的2015年盈利预测下调14%。假如我们进一步假设发改委此后将根据油价变动每半年调整一次天然气价格，那么我们的2016和17年盈利预测将分别下调24%和8%。

鉴于油价上升，15年5月和6月液化石油气和燃料油进口价格有可能较4月份上涨，因此我们认为实际降幅不会太大。

预测、评级和目标价变动

我们将2015-17年盈利预测分别上调46%、13%和6%，以反映实现油价预测上调的影响。我们还预测2015年炼油和化工业务盈利能力将有所改善。但是，根据公司20F年报中进一步披露的石油和天然气储量资料，我们更新了模型，并因此将每股分部加总净资产预测由12.51港币下调至11.70港币。

我们将H股评级由持有上调为**买入**，因为近期股价调整后我们发现价值。我们将H股目标价由10.51港币下调至9.83港币，仍较我们的每股分部加总净资产折让16%（5年平均）。

A股方面，我们将目标价由13.78人民币下调至13.31人民币，估值基础仍然是3个月A-H股平均溢价，自5月中旬我们上一份报告发布以来该溢价由64%扩大至69%。由于我们认为当前水平上的上升空间不大，将A股评级由买入下调为**持有**。

图表 2. 主要预测变动

| | 旧 | | | 新 | | |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2015E | 2016E | 2017E | 2015E | 2016E | 2017E |
| 勘探及生产 | | | | | | |
| 原油产量(百万桶) | 929.9 | 927.7 | 923.9 | 931.5 | 929.2 | 925.8 |
| 可售天然气产量(十亿立方英尺) | 3,212.6 | 3,530.2 | 3,806.8 | 3,221.7 | 3,537.6 | 3,815.8 |
| 实现油价(美元/桶) | 53.0 | 67.4 | 70.4 | 56.6 | 71.5 | 75.0 |
| 实现气价(美元/百万立方英尺) | 7.01 | 6.98 | 7.07 | 6.66 | 6.63 | 6.71 |
| 采油成本(美元/桶油当量) | 13.76 | 14.17 | 14.43 | 13.35 | 13.75 | 14.00 |
| 综合成本(美元/桶油当量) | 36.1 | 38.5 | 39.6 | 36.3 | 39.4 | 40.7 |
| 炼油 | | | | | | |
| 原油加工量(百万桶) | 993.4 | 1,023.2 | 1,053.9 | 993.4 | 1,023.2 | 1,053.9 |
| 经营利润(人民币/桶) | 0.8 | 13.1 | 19.7 | 9.1 | 9.2 | 10.4 |
| 天然气及管道 | | | | | | |
| 天然气销量(十亿立方米) | 131.5 | 147.3 | 165.0 | 131.5 | 147.3 | 165.0 |
| 平均气价(人民币/立方米) | 1.95 | 1.94 | 1.94 | 1.80 | 1.78 | 1.79 |
| 天然气进口量(十亿立方米) | | | | | | |
| 中亚管道气 | 31.0 | 35.0 | 40.0 | 31.0 | 35.0 | 40.0 |
| 缅甸管道气 | 4.5 | 8.0 | 8.0 | 4.5 | 8.0 | 8.0 |
| 液化天然气 | 5.8 | 7.0 | 10.2 | 5.8 | 7 | 10.15 |
| 天然气进口价格(人民币/立方米) | | | | | | |
| 中亚管道气 | 2.02 | 2.09 | 2.12 | 2.12 | 2.09 | 2.15 |
| 缅甸管道气 | 2.05 | 2.13 | 2.17 | 2.13 | 2.10 | 2.16 |
| 液化天然气 | 3.62 | 3.68 | 3.71 | 3.18 | 3.10 | 3.26 |

资料来源: 中银国际研究预测

图表 3. 分部经营利润预测(H股)

| (人民币, 十亿) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 勘探与生产 | 189.7 | 186.9 | 88.1 | 139.5 | 146.4 |
| 炼油和化工 | (24.4) | (23.0) | 1.3 | 1.6 | 3.8 |
| 炼油 | (4.7) | (6.6) | 9.0 | 9.4 | 10.9 |
| 化工 | (19.7) | (16.4) | (7.7) | (7.8) | (7.1) |
| 营销 | 7.6 | 5.4 | 5.3 | 8.6 | 8.8 |
| 天然气和管道 | 28.9 | 13.1 | 27.3 | 29.5 | 27.2 |
| 总部及其他 | (13.1) | (12.1) | (13.5) | (13.8) | (14.2) |
| 总计 | 188.6 | 170.4 | 108.6 | 165.3 | 172.1 |

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

图表 4. 分部加总估值

| | 估值方法 | 2015E 每股净资产 (人民币) |
|----------------|------------|-------------------------|
| 勘探与生产 | 10%的折现现金流 | 8.01 |
| 炼油与化工 | 1倍账面值 | 1.23 |
| 营销 | 1倍账面值 | 1.13 |
| 天然气与管道 | 1倍账面值 | 2.00 |
| 总部费用 | 8.1%的折现现金流 | (0.36) |
| 联营公司及投资 | 账面值 | 0.70 |
| 净现金/(负债) | 资产负债表 | (2.52) |
| 少数股东权益 | 资产负债表 | (0.83) |
| 总计(人民币) | | 9.37 |
| 净资产(港币) | | 11.70 |

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

图表 5. 股价对净资产的溢价/ (折让) (H 股)



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 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 销售收入 | 2,258,124 | 2,282,962 | 1,978,134 | 2,231,013 | 2,353,635 |
| 销售成本 | (1,940,503) | (1,963,128) | (1,755,865) | (1,942,120) | (2,050,793) |
| 经营费用 | 4,739 | 20,604 | 64,626 | 69,146 | 69,925 |
| 息税折旧前利润 | 162,839 | 166,457 | 91,932 | 147,775 | 154,468 |
| 折旧及摊销 | (159,521) | (173,981) | (194,962) | (210,265) | (218,299) |
| 经营利润(息税前利润) | 322,360 | 340,438 | 286,894 | 358,040 | 372,767 |
| 净利息收入/(费用) | (21,949) | (22,564) | (21,020) | (21,579) | (23,218) |
| 其他收益/(损失) | 37,126 | 12,875 | 23,868 | 26,205 | 25,463 |
| 税前利润 | 178,016 | 156,768 | 94,780 | 152,402 | 156,713 |
| 所得税 | (35,787) | (37,734) | (19,904) | (32,004) | (32,910) |
| 少数股东权益 | (12,652) | (11,861) | (9,734) | (15,652) | (16,094) |
| 净利润 | 129,577 | 107,173 | 65,142 | 104,746 | 107,709 |
| 核心净利润 | 104,755 | 107,173 | 65,142 | 104,746 | 107,709 |
| 每股收益(人民币) | 0.708 | 0.586 | 0.356 | 0.572 | 0.589 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.572 | 0.586 | 0.356 | 0.572 | 0.589 |
| 每股股息(人民币) | 0.319 | 0.264 | 0.160 | 0.258 | 0.265 |
| 收入增长(%) | 3 | 1 | (13) | 13 | 5 |
| 息税前利润增长(%) | (6) | 2 | (45) | 61 | 5 |
| 息税折旧前利润增长(%) | (1) | 6 | (16) | 25 | 4 |
| 每股收益增长(%) | 12 | (17) | (39) | 61 | 3 |
| 核心每股收益增长(%) | (9) | 2 | (39) | 61 | 3 |

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 | 57,250 | 76,021 | 60,279 | 75,925 | 81,884 |
| 应收帐款 | 64,027 | 53,104 | 46,012 | 51,894 | 54,746 |
| 库存 | 227,017 | 165,977 | 139,800 | 155,758 | 165,366 |
| 其他流动资产 | 82,659 | 96,206 | 183,087 | 204,149 | 246,243 |
| 流动资产总计 | 430,953 | 391,308 | 429,179 | 487,726 | 548,240 |
| 固定资产 | 1,648,516 | 1,747,286 | 1,764,929 | 1,787,207 | 1,793,946 |
| 无形资产 | 69,817 | 74,722 | 73,508 | 72,294 | 71,080 |
| 其他长期资产 | 192,718 | 192,060 | 201,742 | 211,913 | 222,188 |
| 长期资产总计 | 1,911,051 | 2,014,068 | 2,040,180 | 2,071,414 | 2,087,214 |
| 总资产 | 2,342,004 | 2,405,376 | 2,469,358 | 2,559,140 | 2,635,454 |
| 应付帐款 | 298,075 | 240,253 | 208,209 | 231,257 | 238,062 |
| 短期债务 | 192,767 | 169,128 | 214,175 | 320,913 | 335,040 |
| 其他流动负债 | 154,647 | 170,448 | 170,448 | 170,448 | 170,448 |
| 流动负债总计 | 645,489 | 579,829 | 592,832 | 722,618 | 743,549 |
| 长期借款 | 302,862 | 370,301 | 378,423 | 257,159 | 237,120 |
| 其他长期负债 | 123,745 | 137,486 | 137,486 | 137,486 | 137,486 |
| 股本 | 183,021 | 183,021 | 183,021 | 183,021 | 183,021 |
| 储备 | 949,829 | 992,989 | 1,026,113 | 1,091,720 | 1,151,048 |
| 股东权益 | 1,132,850 | 1,176,010 | 1,209,134 | 1,274,741 | 1,334,069 |
| 少数股东权益 | 137,058 | 141,750 | 151,484 | 167,136 | 183,230 |
| 总负债及权益 | 2,342,004 | 2,405,376 | 2,469,358 | 2,559,140 | 2,635,454 |
| 每股帐面价值(人民币) | 6.19 | 6.43 | 6.61 | 6.97 | 7.29 |
| 每股有形资产(人民币) | 5.81 | 6.02 | 6.20 | 6.57 | 6.90 |
| 每股净负债(现金)(人民币) | 2.40 | 2.53 | 2.91 | 2.74 | 2.68 |

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 | 178,016 | 156,768 | 94,780 | 152,402 | 156,713 |
| 折旧与摊销 | 159,521 | 173,981 | 194,962 | 210,265 | 218,299 |
| 净利息费用 | 21,949 | 22,564 | 21,020 | 21,579 | 23,218 |
| 运营资本变动 | (31,651) | 31,137 | 3,507 | (685) | (6,574) |
| 税金 | (35,787) | (37,734) | (19,904) | (32,004) | (32,910) |
| 其他经营现金流 | 7,958 | 40,181 | (8,490) | (10,828) | (10,275) |
| 经营活动产生的现金流 | 300,006 | 386,897 | 285,875 | 340,728 | 348,471 |
| 购买固定资产净值 | (310,223) | (312,357) | (227,056) | (250,000) | (250,000) |
| 投资减少/增加 | 30,717 | 1,924 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 12,996 | 19,595 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动产生的现金流 | (266,510) | (290,838) | (227,056) | (250,000) | (250,000) |
| 净增权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 54,282 | 44,168 | (21,333) | (14,175) | (20,913) |
| 支付股息 | (57,675) | (59,491) | (32,019) | (39,138) | (48,381) |
| 其他融资现金流 | (21,049) | (63,023) | (21,209) | (21,768) | (23,218) |
| 融资活动产生的现金流 | (24,442) | (78,346) | (74,561) | (75,081) | (92,512) |
| 现金变动 | 9,054 | 17,713 | (15,741) | 15,647 | 5,959 |
| 期初现金 | 49,953 | 57,250 | 76,021 | 60,279 | 75,925 |
| 公司自由现金流 | 35,718 | 97,655 | 60,452 | 92,359 | 100,361 |
| 权益自由现金流 | 66,919 | 118,504 | 16,467 | 54,974 | 54,340 |

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(%) | 14.3 | 14.9 | 14.5 | 16.0 | 15.8 |
| 息税前利润率(%) | 7.2 | 7.3 | 4.6 | 6.6 | 6.6 |
| 税前利润率(%) | 7.9 | 6.9 | 4.8 | 6.8 | 6.7 |
| 净利率(%) | 5.7 | 4.7 | 3.3 | 4.7 | 4.6 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 利息覆盖率(倍) | 6.9 | 7.0 | 4.0 | 6.2 | 6.0 |
| 净权益负债率(%) | 34.5 | 35.2 | 39.1 | 34.8 | 32.3 |
| 速动比率(倍) | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 17.3 | 21.0 | 34.5 | 21.5 | 20.9 |
| 核心业务市盈率(倍) | 21.5 | 21.0 | 34.5 | 21.5 | 20.9 |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 23.3 | 22.7 | 37.4 | 23.3 | 22.6 |
| 市净率(倍) | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 1.8 | 1.7 |
| 价格/现金流(倍) | 7.5 | 5.8 | 7.9 | 6.6 | 6.4 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 8.8 | 8.4 | 10.2 | 8.1 | 7.8 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 41.5 | 36.5 | 31.8 | 27.8 | 28.6 |
| 应收帐款周转天数 | 10.4 | 9.4 | 9.1 | 8.0 | 8.3 |
| 应付帐款周转天数 | 46.6 | 43.0 | 41.4 | 35.9 | 36.4 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 45.0 | 45.0 | 45.0 | 45.0 | 45.0 |
| 净资产收益率(%) | 11.8 | 9.3 | 5.5 | 8.4 | 8.3 |
| 资产收益率(%) | 5.8 | 5.3 | 3.0 | 4.6 | 4.7 |
| 已运用资本收益率(%) | 9.7 | 9.3 | 4.9 | 7.6 | 7.6 |

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 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 销售收入 | 2,258,124 | 2,283,041 | 1,978,134 | 2,231,013 | 2,353,635 |
| 销售成本 | (1,769,893) | (1,790,388) | (1,573,234) | (1,742,502) | (1,844,697) |
| 经营费用 | (136,224) | (144,802) | (101,357) | (112,934) | (118,567) |
| 息税折旧前利润 | 188,642 | 170,388 | 108,580 | 165,312 | 172,072 |
| 折旧及摊销 | (163,365) | (177,463) | (194,962) | (210,265) | (218,299) |
| 经营利润(息税前利润) | 352,007 | 347,851 | 303,543 | 375,577 | 390,370 |
| 净利息收入/(费用) | (20,859) | (21,723) | (21,020) | (21,579) | (23,218) |
| 其他收益/(损失) | 10,280 | 8,649 | 8,680 | 11,017 | 10,275 |
| 税前利润 | 178,063 | 157,314 | 96,241 | 154,751 | 159,129 |
| 所得税 | (35,789) | (37,731) | (21,365) | (34,355) | (35,327) |
| 少数股东权益 | (12,675) | (11,856) | (9,734) | (15,651) | (16,094) |
| 净利润 | 129,599 | 107,727 | 65,141 | 104,745 | 107,708 |
| 核心净利润 | 104,777 | 107,727 | 65,141 | 104,745 | 107,708 |
| 每股收益(人民币) | 0.708 | 0.589 | 0.356 | 0.572 | 0.589 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.572 | 0.589 | 0.356 | 0.572 | 0.589 |
| 每股股息(人民币) | 0.319 | 0.264 | 0.160 | 0.258 | 0.265 |
| 收入增长(%) | 3 | 1 | (13) | 13 | 5 |
| 息税前利润增长(%) | 8 | (10) | (36) | 52 | 4 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 8 | (1) | (13) | 24 | 4 |
| 每股收益增长(%) | 12 | (17) | (40) | 61 | 3 |
| 核心每股收益增长(%) | (9) | 3 | (40) | 61 | 3 |

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 | 178,063 | 157,314 | 96,241 | 154,751 | 159,129 |
| 折旧与摊销 | 163,365 | 177,463 | 194,962 | 210,265 | 218,299 |
| 净利息费用 | 20,859 | 21,723 | 21,020 | 21,579 | 23,218 |
| 运营资本变动 | (10,303) | 41,504 | 19,874 | (13,674) | (7,544) |
| 税金 | (48,807) | (51,063) | (37,731) | (21,365) | (34,355) |
| 其他经营现金流 | 6,211 | 31,814 | (8,680) | (11,017) | (10,275) |
| 经营活动产生的现金流 | 309,388 | 378,755 | 285,686 | 340,537 | 348,472 |
| 购买固定资产净值 | (304,100) | (306,551) | (227,056) | (250,000) | (250,000) |
| 投资减少/增加 | 34,707 | 4,650 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 5,875 | 6,908 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动产生的现金流 | (263,518) | (294,993) | (227,056) | (250,000) | (250,000) |
| 净增权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 54,282 | 44,168 | (21,333) | (14,175) | (20,913) |
| 支付股息 | (58,874) | (67,647) | (32,019) | (39,138) | (48,381) |
| 其他融资现金流 | (28,506) | (42,556) | (21,020) | (21,579) | (23,218) |
| 融资活动产生的现金流 | (33,098) | (66,035) | (74,372) | (74,892) | (92,512) |
| 现金变动 | 12,772 | 17,727 | (15,741) | 15,645 | 5,960 |
| 期初现金 | 46,245 | 57,250 | 76,021 | 60,279 | 75,925 |
| 公司自由现金流 | 48,092 | 85,358 | 60,263 | 92,168 | 100,362 |
| 权益自由现金流 | 79,293 | 106,207 | 16,277 | 54,783 | 54,340 |

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 | 57,250 | 76,021 | 60,279 | 75,925 | 81,884 |
| 应收帐款 | 64,027 | 53,104 | 46,012 | 51,894 | 54,746 |
| 库存 | 227,017 | 165,977 | 139,800 | 155,758 | 165,366 |
| 其他流动资产 | 82,659 | 96,206 | 129,479 | 134,901 | 174,347 |
| 流动资产总计 | 430,953 | 391,308 | 375,571 | 418,477 | 476,343 |
| 固定资产 | 1,648,823 | 1,747,691 | 1,765,334 | 1,787,612 | 1,794,351 |
| 无形资产 | 67,270 | 62,962 | 62,506 | 62,050 | 61,594 |
| 其他长期资产 | 195,064 | 203,512 | 213,194 | 223,365 | 233,640 |
| 长期资产总计 | 1,911,157 | 2,014,165 | 2,041,035 | 2,073,027 | 2,089,585 |
| 总资产 | 2,342,110 | 2,405,473 | 2,416,606 | 2,491,504 | 2,565,929 |
| 应付帐款 | 130,353 | 84,929 | 71,535 | 79,700 | 84,617 |
| 短期债务 | 192,767 | 169,128 | 214,175 | 320,913 | 335,040 |
| 其他流动负债 | 322,369 | 325,772 | 325,772 | 325,772 | 325,772 |
| 流动负债总计 | 645,489 | 579,829 | 611,482 | 726,385 | 745,428 |
| 长期借款 | 302,862 | 370,301 | 306,925 | 185,661 | 165,622 |
| 其他长期负债 | 123,824 | 137,562 | 137,562 | 137,562 | 137,562 |
| 股本 | 183,021 | 183,021 | 183,021 | 183,021 | 183,021 |
| 储备 | 949,714 | 992,873 | 1,025,996 | 1,091,602 | 1,150,929 |
| 股东权益 | 1,132,735 | 1,175,894 | 1,209,017 | 1,274,623 | 1,333,950 |
| 少数股东权益 | 137,200 | 141,887 | 151,621 | 167,272 | 183,367 |
| 总负债及权益 | 2,342,110 | 2,405,473 | 2,416,606 | 2,491,504 | 2,565,929 |
| 每股帐面价值(人民币) | 6.19 | 6.42 | 6.61 | 6.96 | 7.29 |
| 每股有形资产(人民币) | 5.82 | 6.08 | 6.26 | 6.63 | 6.95 |
| 每股净负债(现金)(人民币) | 2.40 | 2.53 | 2.52 | 2.35 | 2.29 |

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(%) | 15.6 | 15.2 | 15.3 | 16.8 | 16.6 |
| 息税前利润率(%) | 8.4 | 7.5 | 5.5 | 7.4 | 7.3 |
| 税前利润率(%) | 7.9 | 6.9 | 4.9 | 6.9 | 6.8 |
| 净利率(%) | 5.7 | 4.7 | 3.3 | 4.7 | 4.6 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 利息覆盖率(倍) | 8.2 | 7.3 | 4.8 | 7.1 | 6.9 |
| 净权益负债率(%) | 34.5 | 35.2 | 33.9 | 29.9 | 27.6 |
| 速动比率(倍) | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 9.8 | 11.7 | 19.4 | 12.1 | 11.7 |
| 核心业务市盈率(倍) | 12.1 | 11.7 | 19.4 | 12.1 | 11.7 |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 13.8 | 13.4 | 22.1 | 13.8 | 13.4 |
| 市净率(倍) | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| 价格/现金流(倍) | 4.1 | 3.3 | 4.4 | 3.7 | 3.6 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 4.9 | 5.0 | 5.8 | 4.6 | 4.4 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 45.5 | 40.1 | 35.5 | 31.0 | 31.8 |
| 应收帐款周转天数 | 10.4 | 9.4 | 9.1 | 8.0 | 8.3 |
| 应付帐款周转天数 | 21.2 | 17.2 | 14.4 | 12.4 | 12.7 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 45.0 | 44.8 | 45.0 | 45.0 | 45.0 |
| 净资产收益率(%) | 11.8 | 9.3 | 5.5 | 8.4 | 8.3 |
| 资产收益率(%) | 6.7 | 5.5 | 3.5 | 5.2 | 5.3 |
| 已运用资本收益率(%) | 11.3 | 9.5 | 5.9 | 8.7 | 8.8 |

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
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