股票代码	600028.CH	0386.HK
评级	买入	买入
原评级	买入	持有
收盘价	人民币 4.75	港币 5.04
目标价	人民币 6.92	港币 6.21
原目标价	人民币 6.99	港币 6.33
上/下浮比例	+46%	+23%
目标价格基础	较 H 股溢价	市净率
板块评级	减持	减持

中国石化

上调 H 股评级

中国石化 2015 年 2 季度盈利环比大幅增长 9.7-12.5 倍，主要是因为炼油业务明显复苏。由于 6 月底以来油价大跌，预计 3 季度盈利环比将显著下滑，但我们认为这只是暂时的。公司下游业务的盈利能力较强，只要油价保持稳定，中石化就能够取得合理盈利。我们将 H 股 2015-17 年盈利预测上调 45-58%，A 股上调 35-45%。H 股评级由持有上调至买入。

支撑评级的要点

- 在国际财务报告准则下，公司盈利比我们的预期高 25%，在中国会计准则下高 21%，主要是因为炼油业务的盈利能力高于预期。正常情况下，炼油分部单月经营利润约为 50 亿人民币。
- 中国石化是国内最大的炼油企业，2014 年公司炼油产量占国内市场的 47%。公司将成为国内汽柴油质量标准升级之后的主要受益者，一方面能从高质量油品中获取溢价，同时生产成本的上升幅度也并不大。
- 公司正在积极扩张加油站的非燃油业务，引进专业理念来经营便利店等多种业务。预计非燃油收入继 15 年上半年同比增长 85%之后，全年同比增速将在 60%左右。在低油价的大环境中，快速发展的非油业务有望成公司的新增长点。
- 目前 H 股仅对应 0.81 倍 2015 年预期市净率，估值具有吸引力。

评级面临的主要风险

- 油价大跌带动成品油降价。
- 下游产品利润率不及预期。

估值

- 我们将 H 股目标价从 6.33 港币下调至 6.21 港币，主要是基于近期人民币贬值的影响。目标价依然基于 1 倍 2015 年预期市净率，为 2012 年 3 月底以来交易区间的平均水平。
- A 股方面，我们将目标价从 6.99 人民币下调至 6.92 人民币。仍根据公司三个月平均 A-H 溢价来设定目标价，过去两周以来该溢价已由 38%缩小至 35%。

股价表现 — A 股

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(26.8)	(24.5)	(41.4)	(12.7)
相对新华富时 A50 指数	(8.3)	0.3	(6.4)	(44.6)

发行股数 (百万)	121,071
流通股 (%)	8
流通股市值 (人民币 百万)	575,088
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	5,117
净负债比率 (%) (2015E)	37
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 8 月 27 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	2,826	1,975	1,914	2,081
变动 (%)	*3*	*(2)*	*(30)*	*(3)*	*9*
净利润 (人民币 百万)	67	43	36	41	52
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.579	0.362	0.301	0.338	0.433
变动 (%)	*2.8*	*(37.5)*	*(16.9)*	*12.4*	*28.0*
市场预期每股收益 (人民币)			0.314	0.475	0.564
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.222	0.233	0.319
调整幅度(%)	-	-	*35.3*	*45.1*	*35.6*
全面摊薄市盈率(倍)	8.2	13.1	15.8	14.1	11.0
每股现金流量 (人民币)	1.40	1.30	0.76	1.33	1.55
价格/每股现金流量 (倍)	3.4	3.6	6.3	3.6	3.1
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	4.5	5.4	5.8	5.5	4.8
每股股息 (人民币)	0.240	0.200	0.130	0.150	0.180
股息率 (%)	5.1	4.2	2.7	3.2	3.8

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	(19.4)	(13.0)	(29.1)	(36.0)
相对恒生中国企业指数	(1.7)	(0.8)	3.8	(25.1)

发行股数 (百万)	121,071
流通股 (%)	21
流通股市值 (港币 百万)	610,199
3 个月日均交易额 (港币 百万)	775
净负债比率 (%) (2015E)	37
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 8 月 27 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	2,826	2,007	1,945	2,113
变动 (%)	*3*	*(2)*	*(29)*	*(3)*	*9*
净利润 (人民币 百万)	66	46	38	43	55
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.570	0.398	0.316	0.356	0.450
变动 (%)	*0.6*	*(30.2)*	*(20.5)*	*12.5*	*26.6*
市场预期每股收益 (人民币)			0.301	0.452	0.507
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.214	0.225	0.311
调整幅度 (%)	-	-	*47.6*	*58.1*	*44.7*
全面摊薄市盈率(倍)	7.3	10.5	13.2	11.7	9.3
每股现金流量 (人民币)	1.39	1.35	0.75	1.33	1.55
价格/每股现金流量 (倍)	3.0	3.1	5.5	3.1	2.7
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	4.3	4.8	5.3	4.8	4.2
每股股息 (人民币)	0.240	0.200	0.130	0.150	0.180
股息率 (%)	5.8	4.8	3.1	3.6	4.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中期盈利超预期

在国际财务报告准则下，中石化上半年净利润同比下降 22%至 254 亿人民币。在中国会计准则下，同期净利润同比也下滑 22%至 244 亿人民币。在国际财务报告准则下实际盈利比我们预测高 25%，而在中国会计准则下则低 21%。出现差异主要是因为炼油业务的盈利能力高于预期。

虽然盈利减少，但是由于 2015 年 3 月份从资本市场向市场营销分部流入现金 1,050 亿人民币，公司现金实力强大，因此中期每股股息保持在去年上半年的水平上。

按国际财务报告准则计算，2015 年 2 季度公司净利润达到 232 亿人民币，环比增长 9.7 倍。按中国会计准则计算，净利润环比飙涨 12.5 倍至 227 亿人民币。2 季度的强势回升主要是因为炼油利润率大幅上升，且化工分部利润率也有所扩大。此外，炼油和市场营销分部不再承受低价出售高成本库存的损失。

各项业务季度业绩全面增长

2015 年 2 季度之所有能有如此强劲的业绩，主要动力就来自公司的炼油分部。按照国际财务报告准则（下同）计算，2 季度炼油分部经营利润达到 187 亿人民币，相比于 1 季度的 34 亿人民币，利润明显复苏，比我们预测的 127 亿人民币高 47%。由于 2014 年带下来的原油成本较高，1 季度公司蒙受了大约 140 亿人民币损失。进入 2 季度后高成本库存问题消失。此外，4 月初到 5 月初主要成品油价格连涨三次，同样拉升了盈利水平。在此基础上，炼油毛利从 1 季度的 3.6 美元/桶提高到了 2 季度的 11.7 美元/桶。

2 季度市场营销分部的经营利润环比增长 88%至 99 亿人民币，比我们预测的 90 亿人民币高 10%。与炼油分部类似的是，市场营销分部也无需再承受高成本库存压力。2 季度非油业务收入环比增长 12%至 70 亿人民币。

化工分部的经营利润在 2 季度环比大涨 1.37 倍至 70 亿人民币，比预测的 61 亿人民币高 15%。盈利大幅增长的原因是主要产品价差扩大。

勘探及生产分部 2 季度报告经营损失 6 亿人民币，环比收窄 52%，实际情况不及我们预测的收支平衡。尽管公司的实现油价环比提高 13%至 52.48 美元/桶，但上游业务依然亏损。

预计3季度盈利大幅下滑

展望未来，由于市场担心伊朗在与六国就核问题达成协议后，原油供应量可能会上升，因此自2015年6月下旬以来油价大跌，我们预计中石化3季度盈利将大幅下滑。6月至今发改委已经连续五次下调国内汽柴油价格，降价幅度分别达到12%和14%。

中石化炼油业务中超过80%的原油是进口的，主要通过海路。从下订单到原油用于加工，周期大约在6-8周，而发改委每10个工作日对成品油调价一次。物流的滞后性将导致炼油毛利暂时下降。

在低油价的大环境中，将重点放在非油业务、化工和物流

面对当前低油价的大环境，中石化将重点放在发展非油业务和化工业务（大宗和特种产品），以此来推动未来增长。此外，公司还将更加关注包括石油码头、仓储和管道在内的物流业务，从而节约物流成本。

调整预测、目标价和评级

我们将H股2015-17年盈利预测上调45-58%，A股上调35-45%，主要反映2015年2季度盈利好于预期。此外，中石化计划以8.54亿人民币的价格将一家建筑公司出售给母公司，因此我们在2015年预测中加入了2.61亿人民币的一次性剥离资产的利润。虽然我们预计3季度盈利将环比大幅减少，但同时也认为这只是暂时的。正常情况下，公司炼油分部单月经营利润应该能达到50亿人民币。

我们将H股目标价从6.33港币下调至6.21港币，主要是基于近期人民币贬值的影响。目标价依然基于1倍2015年预期市净率，为2012年3月底以来交易区间的平均水平。鉴于近期股价低迷提供了一定上涨空间，将H股评级从持有上调至***买入***。

A股方面，我们将目标价从6.99人民币下调至6.92人民币。仍根据公司三个月平均A-H溢价来设定目标价，过去两周以来该溢价已由38%缩小至35%。维持A股***买入***评级不变。

图表 1. 业绩摘要 (H 股)

(人民币，十亿)	14 年上半年	15 年上半年	同比%
营业收入	1,356.2	1,040.4	(23)
采购和供应	(1,099.8)	(770.4)	(30)
销售、管理及一般性费用	(33.7)	(32.2)	(5)
折旧、损耗及摊销	(43.2)	(46.2)	7
勘探费用	(5.6)	(6.0)	9
薪酬费用	(26.8)	(26.6)	(1)
其他税收	(93.8)	(119.9)	28
其他	(1.1)	1.5	na
经营利润	52.3	40.5	(22)
利息费用	(6.1)	(4.4)	(29)
利息收入	0.9	1.1	23
可转债衍生部分净损益	(2.2)	(0.3)	(88)
净汇兑损益	(1.3)	0.2	na
其他	0.3	0.1	(75)
联营公司及共同控制实体	2.0	4.1	106
税前利润	45.8	41.3	(10)
税金	(11.9)	(9.7)	(19)
税后利润	33.851	31.608	(7)
少数股东权益	(1.3)	(6.2)	375
净利润	32.5	25.4	(22)
每股收益(人民币)	0.279	0.211	(24)
每股股息(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)	14 年上半年	15 年上半年	同比 (%)	15 年 1 季度	15 年 2 季度	环比(%)
勘探及生产	28.3	(1.8)	(106)	(1.2)	(0.6)	(52)
炼油	9.8	15.3	57	(3.4)	18.7	na
营销	18.8	15.2	(19)	5.3	9.9	88
化工	(4.0)	10.1	na	3.1	7.0	129
总部	(0.3)	0.8	na	1.4	(0.6)	(144)
抵扣	(0.3)	1.0	na	-	1.0	na
总计	52.3	40.5	(22)	5.2	35.4	587

资料来源: 公司数据

图表 3. 业绩摘要 (A 股)

(人民币，十亿)	14 年上半年	15 年上半年	同比(%)
主营业务收入	1,356.2	1,040.4	(23)
销售成本	(1,148.0)	(819.7)	(29)
销售税及附加	(93.8)	(119.9)	28
销售费用	(22.1)	(22.4)	1
管理费用	(34.4)	(34.3)	(0)
财务费用	(6.5)	(3.1)	(52)
勘探费用, 含干井	(5.6)	(6.0)	9
减值亏损	(1.1)	(0.2)	(82)
公允价值亏损	(2.1)	0.1	na
投资收入	2.3	4.5	98
经营利润	44.8	39.3	(12)
营业外收入	1.4	1.9	36
营业外费用	(1.6)	(0.9)	(42)
税前利润	44.6	40.2	(10)
税金	(11.9)	(9.7)	(19)
少数股东权益	(1.3)	(6.1)	384
净利润	31.43	24.43	(22)
每股收益 (人民币)	0.269	0.202	(25)
每股股息 (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)	14 年上半年	15 年上半年	同比(%)	15 年 1 季度	15 年 2 季度	环比(%)
勘探及生产	27.7	(2.1)	(108)	(1.3)	(0.8)	(34)
炼油	9.2	14.1	53	(4.1)	18.2	na
营销	19.1	14.4	(25)	5.1	9.3	81
化工	(4.3)	10.0	(333)	3.0	7.0	137
总部	(0.3)	0.5	(236)	1.3	(0.9)	(166)
抵扣	(0.3)	1.0	na	-	1.0	na
财务成本、公允价值变动和投资收入	(6.4)	1.4	(122)	(1.6)	3.0	na
总计	44.8	39.3	(12)	2.5	36.8	1,398

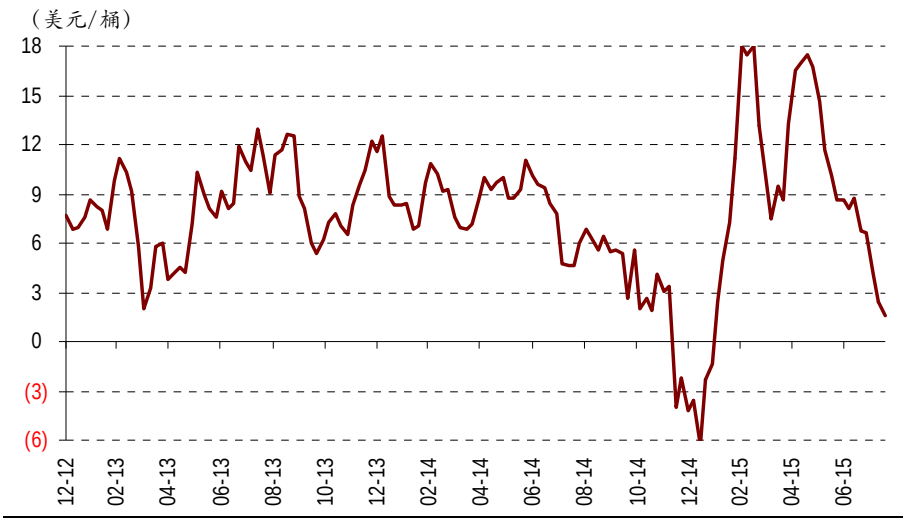
资料来源: 公司数据

图表 5. 经营数据

	14 年上半年	15 年上半年	同比 %
勘探及生产			
原油产量(百万桶)	177.9	174.1	(2)
中国	154.2	147.5	(4)
海外	23.7	26.6	12
天然气产量(十亿立方英尺)	354.8	353.3	(0)
实现油价(美元/桶)	94.73	49.33	(48)
实现天然气价格(美元/千立方英尺)	7.01	7.34	5
采油成本(美元/桶油当量)	18.13	17.71	(2)
炼油			
原油加工量(百万吨)	115.81	118.89	3
汽油产量(百万吨)	24.94	27.02	8
柴油产量(百万吨)	36.67	35.82	(2)
煤油产量(百万吨)	10.01	11.90	19
化工原料产量(百万吨)	19.96	19.07	(4)
轻产品收益率(%)	76.83	76.69	(0.14)百分点
炼油收益率(%)	94.63	94.98	0.35 百分点
炼油利润(美元/桶)	6.63	7.72	17
现金经营成本(美元/桶)	3.44	3.52	2
营销及分销			
批发及直接分销量(百万吨)	24.49	25.73	5
零售量(百万吨)	56.55	58.19	3
国内总销量(百万吨)	81.04	83.92	4
总销量(百万吨)	88.26	92.97	5
自有及自营气站	30,454	30,501	0
加盟气站	13	13	0
气站总数	30,467	30,514	0
每气站平均年加气量(吨)	3,712	3,816	3
现金经营成本(人民币/吨)	191.7	179.7	(6)
非燃油业务收入(人民币，百万)	7,190	13,330	85
化工			
主要产品产量(千吨)			
乙烯	5,084	5,457	7
合成树脂	6,965	7,476	7
合成橡胶	483	453	(6)
合成纤维单体及多体	4,105	4,322	5
合成纤维	646	638	(1)

资料来源: 公司数据

图表 6. 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 7. 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)	347.0	350.5	356.5	350.9	354.4	360.6
可售天然气产量(十亿立方英尺)	848.1	903.2	935.2	848.1	903.2	935.2
实现油价 (美元/桶)	44.2	37.3	40.1	45.6	37.1	40.3
实现气价 (美元/百万立方英尺)	7.90	7.89	7.99	7.86	7.70	7.74
采油成本 (美元/桶油当量)	17.8	17.4	17.5	17.8	17.2	17.2
总成本(美元/桶油当量)	49.7	48.8	49.4	49.4	47.8	48.1
炼油						
原油加工量 (百万桶)	1,786.3	1,857.7	1,932.0	1,778.0	1,849.1	1,923.0
经营利润(人民币/桶)	4.3	15.9	20.0	15.0	29.5	33.6

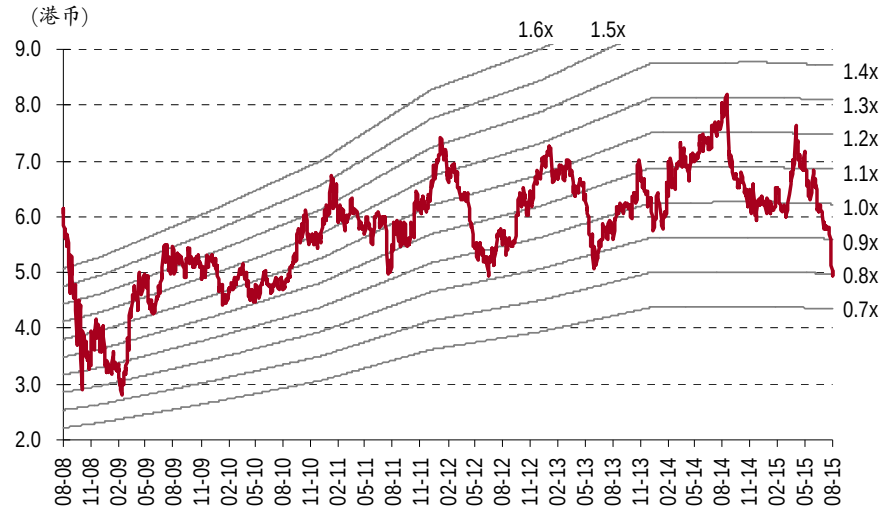
资料来源: 中银国际研究预测

图表 8. 各分部经营利润预测 (H 股)

年结日 12 月 31 日 (人民币，十亿)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
勘探和生产	54.8	47.1	(6.5)	(19.4)	(15.6)
炼油	8.6	(2.0)	26.6	54.6	64.7
营销和分销	35.1	29.4	32.6	34.8	37.8
化工	0.9	(2.2)	12.4	8.8	9.4
总部及其他	(2.6)	1.1	3.2	2.8	3.0
总计	96.8	73.5	68.3	81.6	99.2

资料来源: 公司数据、中银国际研究预测

图表 9.市净率区间图 (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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	2,880	2,826	1,975	1,914	2,081
销售成本	(2,457)	(2,429)	(1,667)	(1,598)	(1,730)
经营费用	(242)	(240)	(151)	(142)	(157)
息税折旧前利润	100	67	60	73	90
折旧及摊销	(81)	(90)	(97)	(102)	(104)
经营利润(息税前利润)	181	157	157	174	194
净利息收入/(费用)	(9)	(9)	(7)	(13)	(12)
其他收益/(损失)	6	5	9	8	9
税前利润	97	62	61	69	87
所得税	(26)	(18)	(15)	(17)	(22)
少数股东权益	(4)	(1)	(9)	(11)	(13)
净利润	67	43	36	41	52
核心净利润	67	43	36	41	52
每股收益(人民币)	0.579	0.362	0.301	0.338	0.433
核心每股收益(人民币)	0.579	0.362	0.301	0.338	0.433
每股股息(人民币)	0.240	0.200	0.130	0.150	0.180
收入增长(%)	3	(2)	(30)	(3)	9
息税前利润增长(%)	4	(33)	(11)	22	24
息税折旧前利润增长(%)	9	(13)	0	11	12
每股收益增长(%)	3	(37)	(17)	12	28
核心每股收益增长(%)	3	(37)	(17)	12	28

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	97	62	61	69	87
折旧与摊销	81	90	97	102	104
净利息费用	9	9	7	13	12
运营资本变动	(17)	(9)	(60)	(7)	5
税金	(26)	(18)	(15)	(17)	(22)
其他经营现金流	18	17	0	2	1
经营活动产生的现金流	162	152	91	160	188
购买固定资产净值	(155)	(127)	(136)	(127)	(132)
投资减少/增加	(32)	(13)	1	0	0
其他投资现金流	7	5	0	0	0
投资活动产生的现金流	(180)	(135)	(135)	(127)	(132)
净增权益	19	0	0	0	0
净增债务	37	14	(22)	(4)	(27)
支付股息	(28)	(28)	(24)	(12)	(19)
其他融资现金流	(6)	(8)	98	(13)	(12)
融资活动产生的现金流	22	(22)	52	(29)	(59)
现金变动	4	(5)	8	5	(3)
期初现金	11	15	10	18	23
公司自由现金流	(17)	19	(43)	34	57
权益自由现金流	10	22	(73)	17	16

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	10	18	23	20
应收帐款	68	91	65	76	73
库存	222	188	129	124	134
其他流动资产	68	71	66	98	86
流动资产总计	373	360	279	320	314
固定资产	830	881	931	968	1,006
无形资产	67	85	84	82	81
其他长期资产	113	125	127	130	132
长期资产总计	1,010	1,091	1,142	1,180	1,220
总资产	1,383	1,451	1,421	1,500	1,533
应付帐款	371	396	243	241	255
短期债务	164	179	174	217	199
其他流动负债	37	30	30	30	30
流动负债总计	572	604	446	488	484
长期借款	146	151	91	90	81
其他长期负债	42	49	49	49	49
股本	117	118	121	121	121
储备	454	476	546	575	608
股东权益	570	594	667	696	729
少数股东权益	53	53	167	178	191
总负债及权益	1,383	1,451	1,421	1,500	1,533
每股帐面价值(人民币)	4.89	5.03	5.51	5.75	6.02
每股有形资产(人民币)	4.32	4.31	4.82	5.07	5.35
每股净负债/(现金)(人民币)	2.53	2.70	2.04	2.35	2.15

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	8.0	9.1	9.3
息税前利润率(%)	3.5	2.4	3.0	3.8	4.3
税前利润率(%)	3.4	2.2	3.1	3.6	4.2
净利率(%)	2.3	1.5	1.8	2.1	2.5
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6
利息覆盖率(倍)	9.5	6.0	6.8	5.5	7.1
净权益负债率(%)	47.2	49.4	29.6	32.6	28.3
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
估值					
市盈率 (倍)	8.2	13.1	15.8	14.1	11.0
核心业务市盈率 (倍)	8.2	13.1	15.8	14.1	11.0
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	12.0	19.1	23.0	20.5	16.0
市净率 (倍)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
价格/现金流 (倍)	3.4	3.6	6.3	3.6	3.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.5	5.4	5.8	5.5	4.8
周转率					
存货周转天数	32.7	30.8	34.8	28.9	27.2
应收帐款周转天数	9.5	10.3	14.4	13.5	13.1
应付帐款周转天数	45.9	49.6	59.1	46.1	43.5
回报率					
股息支付率(%)	41.6	54.7	43.3	44.4	41.6
净资产收益率 (%)	12.4	7.4	5.8	6.0	7.4
资产收益率 (%)	5.6	3.4	3.1	3.7	4.4
已运用资本收益率(%)	11.6	7.2	5.9	6.4	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	2,880	2,826	2,007	1,945	2,113
销售成本	(2,630)	(2,594)	(1,773)	(1,691)	(1,836)
经营费用	(72)	(69)	(68)	(70)	(73)
息税折旧前利润	97	73	68	82	99
折旧及摊销	(81)	(90)	(97)	(102)	(104)
经营利润(息税前利润)	178	164	166	183	204
净利息收入/(费用)	(9)	(9)	(7)	(13)	(12)
其他收益/(损失)	7	1	4	4	5
税前利润	95	66	65	73	92
所得税	(25)	(18)	(17)	(20)	(25)
少数股东权益	(4)	(1)	(9)	(10)	(13)
净利润	66	46	38	43	55
核心净利润	66	46	38	43	55
每股收益(人民币)	0.570	0.398	0.316	0.356	0.450
核心每股收益(人民币)	0.570	0.398	0.316	0.356	0.450
每股股息(人民币)	0.240	0.200	0.130	0.150	0.180
收入增长(%)	3	(2)	(29)	(3)	9
息税前利润增长(%)	(2)	(24)	(7)	19	22
息税折旧前利润增长(%)	5	(8)	1	10	11
每股收益增长(%)	1	(30)	(20)	12	27
核心每股收益增长(%)	1	(30)	(20)	12	27

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	66	65	73	92
折旧与摊销	81	90	97	102	104
净利息费用	9	9	7	13	12
运营资本变动	(12)	(7)	(63)	(9)	3
税金	(26)	(22)	(17)	(20)	(25)
其他经营现金流	14	21	2	2	1
经营活动产生的现金流	161	158	91	160	188
购买固定资产净值	(155)	(124)	(136)	(127)	(132)
投资减少/增加	(28)	(11)	1	0	0
其他投资现金流	4	4	0	0	0
投资活动产生的现金流	(179)	(132)	(135)	(127)	(132)
净增权益	19	0	0	0	0
净增债务	37	14	(22)	(4)	(27)
支付股息	(28)	(28)	(24)	(12)	(19)
其他融资现金流	(6)	(17)	98	(13)	(12)
融资活动产生的现金流	22	(31)	52	(29)	(59)
现金变动	4	(5)	8	5	(3)
期初现金	11	15	10	18	23
公司自由现金流	(17)	28	(43)	34	57
权益自由现金流	10	30	(73)	17	16

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	10	18	23	20
应收帐款	68	91	63	62	67
库存	222	188	134	130	141
其他流动资产	68	71	51	49	53
流动资产总计	373	360	266	263	281
固定资产	830	881	923	951	981
无形资产	6	6	6	6	6
其他长期资产	173	204	211	217	224
长期资产总计	1,010	1,091	1,141	1,175	1,211
总资产	1,383	1,451	1,407	1,438	1,492
应付帐款	203	198	121	113	124
短期债务	164	178	217	217	199
其他流动负债	205	228	139	137	159
流动负债总计	572	604	477	467	482
长期借款	146	151	91	90	81
其他长期负债	44	51	51	51	51
股本	117	118	121	121	121
储备	452	475	500	531	566
股东权益	569	593	621	652	687
少数股东权益	53	53	167	177	190
总负债及权益	1,383	1,451	1,407	1,438	1,492
每股帐面价值(人民币)	4.88	5.01	5.13	5.38	5.67
每股有形资产(人民币)	4.83	4.96	5.08	5.33	5.62
每股净负债/(现金)(人民币)	2.53	2.70	2.39	2.35	2.15

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	8.3	9.4	9.6
息税前利润率(%)	3.4	2.6	3.4	4.2	4.7
税前利润率(%)	3.3	2.3	3.2	3.8	4.4
净利率(%)	2.3	1.6	1.9	2.2	2.6
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
利息覆盖率(倍)	9.1	6.6	7.8	6.1	7.8
净权益负债率(%)	47.4	49.4	36.8	34.3	29.7
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
估值					
市盈率 (倍)	7.3	10.5	13.2	11.7	9.3
核心业务市盈率 (倍)	7.3	10.5	13.2	11.7	9.3
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	9.0	12.9	16.2	14.4	11.4
市净率 (倍)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
价格/现金流 (倍)	3.0	3.1	5.5	3.1	2.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.3	4.8	5.3	4.8	4.2
周转率					
存货周转天数	30.5	28.9	33.1	28.4	26.9
应收帐款周转天数	9.5	10.3	14.0	11.7	11.1
应付帐款周转天数	26.5	25.9	29.0	22.0	20.5
回报率					
股息支付率(%)	42.3	50.9	41.2	42.2	40.0
净资产收益率 (%)	12.2	8.0	6.3	6.8	8.1
资产收益率 (%)	5.4	3.8	3.5	4.2	5.0
已运用资本收益率(%)	11.2	7.9	6.7	7.4	8.7

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，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