



股票代码	601857.CH	0857.HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 8.78	港币 6.55
目标价	人民币 9.45	港币 6.28
原目标价	人民币 10.20	港币 7.11
上/下浮比例	+8%	-4%
目标价格基础	较 H 股目标价格 溢价	净资产值及市 盈率
板块评级	中立	中立

中国石油

天然气业务隐忧

15年上半年, 中国石油实现盈利 254 亿人民币, 同比下滑 63%, 比我们预期低 11%, 主要是因为勘探与生产业务表现欠佳。我们将 15-17 年盈利预测下调 2-9%。考虑到股价缺乏吸引力及天然气可能降价带来的下行风险, 我们对中国石油 H 股和 A 股重申持有评级, 下调目标价。

支撑评级的要点

- 中国石油是我国最大的天然气生产商和供应商, 14 年占国内市场规模的 65% 和 69%。公司将成为天然气降价的主要受害者。有消息称, 相关部门正在研究每立方米天然气降价 0.4-1.0 元。如果不考虑任何补贴, 我们预计天然气每降价 0.4 元将导致我们的 16 年盈利预测减少 80%。
- 天然气需求低迷已经开始影响业绩。公司与合作方签订了长期供应合同, 每年进口大量的管道天然气和液化天然气, 需求低迷会导致公司削减自有产量, 而这部分恰恰是盈利最高的部分。公司将年初制定的自有天然气产量预测下调了 5%, 仅同比增长 1%。
- 当前估值缺乏吸引力。

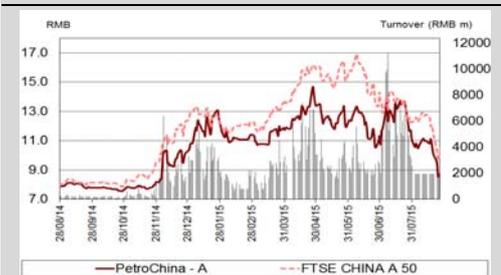
影响评级的主要风险

- 油价大跌;
- 15 年天然气价格保持稳定或降价幅度小于预期。

估值

- 我们依然以较基于分部加总法的净资产值折让 17% (5 年平均) 和 2015 年全球石油企业平均市盈率对 H 股估值。在下调净资产值预测和同业市盈率 (从 18.3 倍降至 16 倍) 下降的基础上, 将目标价从 7.11 港币下调至 6.28 港币;
- 我们将 A 股目标价从 10.20 人民币下调至 9.45 人民币, 对应 3 个月 A-H 股平均溢价 (从 79% 扩大至 82%)。

股价表现—A 股



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(18.8)	(29.0)	(34.2)	11.0
相对新华富时 A50 指数	(0.3)	(0.5)	0.7	(20.9)

发行股数(百万)	183,021
流通股(%)	2
流通股市值(人民币 百万)	1,606,924
3 个月日均交易额(人民币 百万)	4,235
净负债比率(%) (2015E)	37
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 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)	2,258,124	2,282,962	1,652,012	1,574,703	1,743,075
变动(%)	3	1	(28)	(5)	11
净利润(人民币 百万)	129,577	107,173	41,789	35,149	45,481
全面摊薄每股收益(人民币)	0.708	0.586	0.228	0.192	0.249
变动(%)	12.4	(17.3)	(61.0)	(15.9)	29.4
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.321	0.476	0.595
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.251	0.196	0.257
调整幅度(%)	-	-	(8.9)	(2.1)	(3.4)
核心每股收益(人民币)	0.572	0.586	0.228	0.192	0.249
变动(%)	(9.2)	2.3	(61.0)	(15.9)	29.4
全面摊薄市盈率(倍)	12.4	15.0	38.5	45.7	35.3
核心市盈率(倍)	15.3	15.0	38.5	45.7	35.3
每股现金流量(人民币)	1.64	2.11	1.50	1.46	1.55
价格/每股现金流量(倍)	5.4	4.2	5.9	6.0	5.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.8	6.5	9.2	9.0	8.1
每股股息(人民币)	0.319	0.264	0.103	0.087	0.112
股息率(%)	3.6	3.0	1.2	1.0	1.3

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

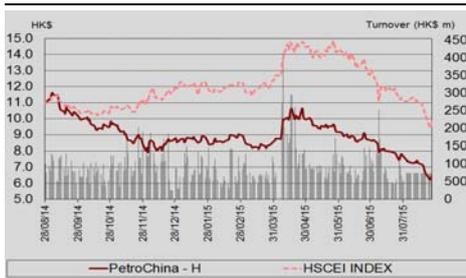
能源: 石油及天然气

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	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(23.8)	(12.3)	(31.8)	(41.9)
相对恒生中国企业指数	(6.1)	(0.1)	1.1	(31.0)

发行股数(百万)	183,021
流通股(%)	12
流通股市值(港币 百万)	1,198,787
3个月日均交易额(港币 百万)	907
净负债比率(%) (2015E)	37
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)	2,258,124	2,283,041	1,652,012	1,574,703	1,743,075
变动(%)	3	1	(28)	(5)	17
净利润(人民币 百万)	129,599	107,172	41,788	35,148	45,480
全面摊薄每股收益(人民币)	0.708	0.586	0.228	0.192	0.248
变动(%)	12.4	(17.3)	(61.0)	(15.9)	29.4
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.332	0.517	0.579
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.251	0.196	0.257
调整幅度(%)	-	-	(8.9)	(2.1)	(3.4)
核心每股收益(人民币)	0.572	0.586	0.228	0.192	0.248
变动(%)	(9.1)	2.3	(61.0)	(15.9)	29.4
全面摊薄市盈率(倍)	7.6	9.2	23.7	28.2	21.8
核心市盈率(倍)	9.5	9.2	23.7	28.2	21.8
每股现金流量(人民币)	1.69	2.07	1.50	1.46	1.55
价格/每股现金流量(倍)	3.2	2.6	3.6	3.7	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.1	4.3	5.6	5.5	4.9
每股股息(人民币)	0.319	0.264	0.103	0.087	0.112
股息率(%)	5.9	4.9	1.9	1.6	2.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中期盈利低于预期

15年上半年，中国石油按国际和中国会计准则编制的净利润同比下滑63%至254亿人民币，比我们预测低11%，主要是因为勘探与生产业务盈利低于预期。

两种会计准则下，2季度盈利环比大幅增长3.1倍至193亿人民币，这主要由炼油和化工业务及营销业务出色的表现所拉动。

15年2季度下游业务拉动增长

2季度在国际会计准则下(下同)，炼油和化工分部实现经营利润97亿人民币，相比1季度的51亿人民币亏损有明显好转。其中，炼油业务实现经营利润93亿人民币，远远高于1季度的亏损38亿人民币，也比我们预测的盈利51亿人民币高82%。出色的表现主要得益于从4月中旬到5月中旬的三轮涨价后，2季度炼油利润率明显提高。此外，2季度也未曾出现像1季度那样较高的库存成本。

化工业务实现经营利润4亿人民币，从1季度的13亿人民币亏损扭亏为盈，也远远好于我们预测的3亿人民币亏损，表现出色主要是因为原材料成本相比产品价格下跌幅度更大导致利润率扩张。

营销分部实现经营利润54亿人民币，1季度亏损26亿人民币，也比我们预测的经营利润47亿人民币高15%。与炼油业务一样，营销业务也没有出现像1季度那样的较高库存成本。

天然气和管道业务经营利润环比增长2%至75亿人民币，比我们预测的81亿人民币低7%。虽然天然气需求出现季节性下滑，但是由于进口天然气价格较低，进口管道天然气和液化天然气的亏损环比下滑52%至34.6亿人民币。

勘探与生产业务经营利润超预期环比下滑10%至156亿人民币，比我们预测低33%。2季度油价上涨(2季度54.46美元/桶，高于1季度的49.75美元/桶)更令这一下滑变得超出预期。这只能解释为2季度的入账成本较高。

预计3季度盈利下滑

我们预计3季度盈利将环比下滑。从6月末开始油价跌幅已超过20美元/桶，这也促使发改委从6月开始五次下调汽油和柴油价格，累计下调幅度分别达到12%和14%。

调整盈利预测和目标价

我们根据业绩更新了模型，将15-17年盈利预测下调2-9%。同时，面对油价走低和国内天然气需求疲软，公司降低了原油及天然气的产量目标。目前公司预计15年原油产量同比下滑1.9%，天然气产量同比增长1.1%，而先前的预测是同比下滑1.5%和同比增长6.4%。

考虑到估值缺乏吸引力，我们对H股和A股均维持**持有**评级。

我们依然以较基于分部加总法的净资产值折让17%（5年平均）和2015年全球石油企业平均市盈率对H股估值。在下调净资产值预测和同业市盈率（从18.3倍降至16倍）的基础上，将目标价从7.11港币下调至6.28港币；

我们将A股目标价从10.20人民币下调至9.45人民币，对应3个月A-H股平均溢价（从79%扩大至82%）。

图表 1. 业绩摘要(H股)

(人民币, 十亿)	14年上半年	15年上半年	同比变动(%)
营收	1,154.0	877.6	(24)
采购和供应	(741.6)	(528.0)	(29)
员工费用	(57.5)	(57.3)	(0)
勘探费用	(14.0)	(12.4)	(12)
折旧与摊销	(84.7)	(91.9)	8
一般、销售和管理费用	(36.3)	(37.5)	3
其他税费	(120.1)	(105.3)	(12)
其他	3.5	1.9	(47)
经营利润	103.1	47.1	(54)
财务成本	(13.4)	(12.0)	(11)
联营公司	6.1	3.3	(46)
税前利润	95.7	38.4	(60)
税金	(21.7)	(9.8)	(55)
税后利润	74.1	28.6	(61)
少数股东权益	(5.9)	(3.2)	(46)
净利润	68.1	25.4	(63)
每股收益(人民币)	0.372	0.139	(63)
每股派息(人民币)	0.168	0.062	(63)

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	同比变动 (%)	15年1季 度	15年2季 度	环比变动 (%)
经营利润						
勘探与生产	102.2	32.9	(68)	17.3	15.6	(10)
炼油与化工	(3.4)	4.7	na	(5.1)	9.7	na
炼油	4.4	5.6	27	(3.8)	9.3	na
化工	(7.8)	(0.9)	(89)	(1.3)	0.4	na
营销	8.1	2.8	(66)	(2.6)	5.4	na
天然气和管道	4.1	14.9	264	7.4	7.5	2
其他	(8.0)	(8.1)	2	(3.1)	(5.0)	61
总经营利润	103.1	47.1	(54)	13.9	33.2	139

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	同比变动(%)
收入	1,154.0	877.6	(24)
销售成本	(866.3)	(655.7)	(24)
税金及其附加	(115.4)	(103.0)	(11)
毛利润	172.3	119.0	(31)
销售费用	(29.7)	(30.5)	3
一般和管理费用	(42.3)	(42.4)	0
财务费用	(14.1)	(12.5)	(12)
资产减值亏损	(0.0)	(0.1)	4,000
投资收入	6.3	3.8	(40)
经营利润	92.5	37.4	(60)
营业外收入	5.9	4.2	(28)
营业外开支	(2.7)	(3.2)	18
税前利润	95.7	38.4	(60)
税费	(21.7)	(9.8)	(55)
税后利润	74.1	28.6	(61)
少数股东权益	(5.9)	(3.2)	(46)
净利润	68.1	25.4	(63)
每股收益(人民币)	0.372	0.139	(63)

资料来源: 公司数据

图表 4. 经营利润构成(H股)

(人民币, 十亿)	14年上半年	15年上半年	同比变动(%)
勘探与生产	102.5	33.6	(67)
炼油与化工	(2.0)	5.9	(397)
营销	8.6	3.1	(64)
天然气与管道	(0.7)	11.6	na
其他	(8.0)	(8.2)	2
未分配	(4.6)	(8.8)	91
总计	95.7	37.4	(61)

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	同比变动(%)
勘探与生产			
产量			
原油(百万桶)	465.6	477.5	3
中国	409.4	402.1	(2)
海外	56.2	75.4	34
可销售天然气(十亿立方英尺)	1,495.5	1,549.6	4
中国	1,430.5	1,445.7	1
海外	65.0	103.9	60
总计	714.9	735.9	3
实现原油价格(美元/桶)	100.14	52.10	(48)
实现天然气价格(美元/千立方英尺)	6.36	6.33	(0)
采油成本(美元/桶)	12.97	12.61	(3)
炼油与化工			
原油加工(百万桶)	500.0	495.7	(1)
成品油产量(百万桶)			
汽油	15.6	16.0	3
柴油	28.4	27.9	(2)
航空燃油	2.1	2.6	26
轻油收率(%)	93.7	93.9	0.2ppt
炼油厂的现金加工成本(人民币/吨)	167.9	175.6	5
石化产品产量(千吨)			
乙烯	2,395	2,229	(7)
合成树脂	3,884	3,731	(4)
合成纤维及原材料	623	648	4
合成橡胶	354	320	(10)
尿素	1,525	1,206	(21)
营销			
销量(百万吨)			
汽油	26.9	30.3	13
柴油	42.1	39.7	(6)
航空燃油	6.3	7.8	25
总销量(百万吨)	75.2	77.8	3
平均售价(人民币/吨)			
汽油	7,998	6,188	(23)
柴油	6,697	4,861	(27)
航空燃油	5,933	3,493	(41)

资料来源：公司数据

图表 6. 主要假设调整

	调整前			调整后		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
勘探与生产						
原油产量(百万桶)	931.5	930.0	926.5	927.1	925.6	922.0
可售天然气产量(十亿立方英尺)	3,221.7	3,537.6	3,825.4	3,060.7	3,358.2	3,631.3
油价(美元/桶)	49.0	41.9	44.7	49.0	41.9	44.7
天然气价格(美元/百万立方英尺)	6.66	6.63	6.72	6.61	6.47	6.50
采油成本(美元/桶油当量)	13.35	12.95	12.95	13.35	12.95	12.95
合计成本(美元/桶油当量)	35.7	35.8	36.8	35.8	35.7	36.8
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)	2.7	10.8	17.1	16.4	29.7	36.2

资料来源：中银国际研究预测

图表 7. 分部经营利润(H股)

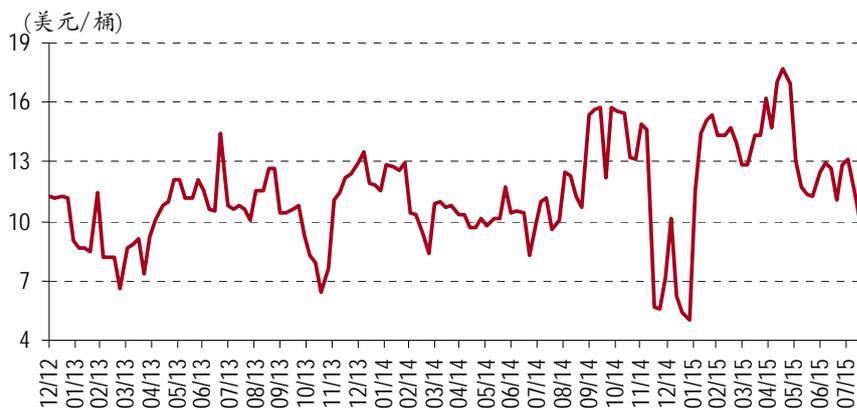
年结日 12月31日(人民币, 十亿)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
勘探与生产	189.7	186.9	41.5	4.6	9.3
炼油与化工	(24.4)	(23.6)	13.9	27.0	35.2
炼油	(4.7)	(7.2)	16.2	30.4	38.1
化工	(19.7)	(16.4)	(2.3)	(3.4)	(2.9)
营销	7.6	5.4	5.9	9.2	9.4
天然气与管道	28.9	13.1	27.3	38.0	42.3
总部	(13.1)	(12.1)	(13.5)	(13.8)	(14.2)
总计	188.6	169.8	75.2	64.9	82.0

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

图表 8. 分部加法净资产值预测(H股)

	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	6.35
炼油与化工	1倍账面值	1.30
营销	1倍账面值	1.14
天然气与管道	1倍账面值	2.02
联营公司及投资		0.24
净现金/(负债)	调整后账面值	(2.15)
少数股东权益	资产负债表	(0.81)
净资产总计(人民币)		8.10
净资产总计(港币)		9.80

资料来源: 中银国际研究预测

图表 9. 中国石油简明炼油业务预期利润率


资料来源: 中银国际研究

图表 10. 股价较预期净资产值溢价/(折让)



资料来源: 中银国际研究

图表 11. 全球油企估值

公司	彭博 股票代码	市盈率(倍)			股息率(%)		
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
Exxon Mobil	XOM US	17.5	15.0	12.1	4.0	4.2	4.4
BP	BP/ LN	13.7	11.2	8.6	7.8	7.8	7.9
Shell	RDSA NA	11.5	9.9	8.1	7.6	7.6	7.7
Total	FP FP	10.6	9.7	7.9	6.3	6.3	6.4
Chevron	CVX US	19.7	13.8	9.1	5.9	6.1	6.3
Eni	ENI IM	23.5	14.4	10.7	6.2	6.1	6.3
Statoil	STL NO	15.2	11.9	9.5	6.0	6.0	6.0
平均		16.0	12.3	9.4	6.3	6.3	6.4

资料来源: 彭博

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	1,652,012	1,574,703	1,743,075
销售成本	(1,940,503)	(1,963,128)	(1,472,156)	(1,403,735)	(1,546,716)
经营费用	4,739	20,604	72,898	86,456	92,035
息税折旧前利润	162,839	166,457	59,051	48,892	65,805
折旧及摊销	(159,521)	(173,981)	(193,703)	(208,532)	(222,589)
经营利润(息税前利润)	322,360	340,438	252,754	257,424	288,394
净利息收入/(费用)	(21,949)	(22,564)	(21,469)	(22,680)	(24,870)
其他收益/(损失)	37,126	12,875	22,528	24,348	24,487
税前利润	178,016	156,768	60,111	50,560	65,422
所得税	(35,787)	(37,734)	(12,623)	(10,618)	(13,739)
少数股东权益	(12,652)	(11,861)	(5,698)	(4,793)	(6,202)
净利润	129,577	107,173	41,789	35,149	45,481
核心净利润	104,755	107,173	41,789	35,149	45,481
每股收益(人民币)	0.708	0.586	0.228	0.192	0.249
核心每股收益(人民币)	0.572	0.586	0.228	0.192	0.249
每股股息(人民币)	0.319	0.264	0.103	0.087	0.112
收入增长(%)	3	1	(28)	(5)	11
息税前利润增长(%)	(6)	2	(65)	(17)	35
息税折旧前利润增长(%)	(1)	6	(26)	2	12
每股收益增长(%)	12	(17)	(61)	(16)	29
核心每股收益增长(%)	(9)	2	(61)	(16)	29

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	22,762	23,535	23,523
应收帐款	64,027	53,104	38,426	36,628	40,544
库存	227,017	165,977	107,394	96,489	109,658
其他流动资产	82,659	96,206	184,743	201,682	235,873
流动资产总计	430,953	391,308	353,325	358,334	409,599
固定资产	1,648,516	1,747,286	1,790,189	1,779,407	1,767,621
无形资产	69,817	74,722	73,508	72,294	71,080
其他长期资产	192,718	192,060	201,464	210,623	219,922
长期资产总计	1,911,051	2,014,068	2,065,161	2,062,324	2,058,623
总资产	2,342,004	2,405,376	2,418,486	2,420,658	2,468,222
应付帐款	298,075	240,253	181,370	173,056	184,405
短期债务	192,767	169,128	214,390	321,590	345,510
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	566,207	665,095	700,363
长期借款	302,862	370,301	379,270	258,178	237,669
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	1,005,053	1,024,637	1,051,240
股东权益	1,132,850	1,176,010	1,188,074	1,207,658	1,234,261
少数股东权益	137,058	141,750	147,448	152,242	158,444
总负债及权益	2,342,004	2,405,376	2,418,486	2,420,658	2,468,222
每股帐面价值(人民币)	6.19	6.43	6.49	6.60	6.74
每股有形资产(人民币)	5.81	6.02	6.09	6.20	6.36
每股净负债(现金)(人民币)	2.40	2.53	3.12	3.04	3.06

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	60,111	50,560	65,422
折旧与摊销	159,521	173,981	193,703	208,532	222,589
净利息费用	21,949	22,564	21,469	22,680	24,870
运营资本变动	(31,651)	31,137	19,102	4,970	(6,998)
税金	(35,787)	(37,734)	(12,623)	(10,618)	(13,739)
其他经营现金流	7,958	40,181	(7,151)	(8,970)	(9,299)
经营活动产生的现金流	300,006	386,897	274,610	267,154	282,845
购买固定资产净值	(310,223)	(312,357)	(255,152)	(213,556)	(227,520)
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)	(255,152)	(213,556)	(227,520)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	54,282	44,168	(21,333)	(14,390)	(11,590)
支付股息	(57,675)	(59,491)	(29,725)	(15,565)	(18,878)
其他融资现金流	(21,049)	(63,023)	(21,658)	(22,869)	(24,870)
融资活动产生的现金流	(24,442)	(78,346)	(72,717)	(52,823)	(55,338)
现金变动	9,054	17,713	(53,258)	774	(12)
期初现金	49,953	57,250	76,021	22,762	23,535
公司自由现金流	35,718	97,655	20,642	54,152	55,889
权益自由现金流	66,919	118,504	(23,344)	16,528	18,865

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	15.3	16.3	16.5
息税前利润率(%)	7.2	7.3	3.6	3.1	3.8
税前利润率(%)	7.9	6.9	3.6	3.2	3.8
净利率(%)	5.7	4.7	2.5	2.2	2.6
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.6
利息覆盖率(倍)	6.9	7.0	2.5	2.1	2.5
净权益负债率(%)	34.5	35.2	42.7	40.9	40.2
速动比率(倍)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
估值					
市盈率(倍)	12.4	15.0	38.5	45.7	35.3
核心业务市盈率(倍)	15.3	15.0	38.5	45.7	35.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	16.5	16.1	41.4	49.2	38.0
市净率(倍)	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3
价格/现金流(倍)	5.4	4.2	5.9	6.0	5.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.8	6.5	9.2	9.0	8.1
周转率					
存货周转天数	41.5	36.5	33.9	26.5	24.3
应收帐款周转天数	10.4	9.4	10.1	8.7	8.1
应付帐款周转天数	46.6	43.0	46.6	41.1	37.4
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	3.5	2.9	3.7
资产收益率(%)	5.8	5.3	1.9	1.6	2.1
已运用资本收益率(%)	9.7	9.3	3.2	2.6	3.4

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	1,652,012	1,574,703	1,743,075
销售成本	(1,769,893)	(1,790,943)	(1,286,703)	(1,209,775)	(1,350,307)
经营费用	(136,224)	(144,802)	(96,441)	(91,537)	(88,178)
息税折旧前利润	188,642	169,833	75,165	64,859	82,000
折旧及摊销	(163,365)	(177,463)	(193,703)	(208,532)	(222,589)
经营利润(息税前利润)	352,007	347,296	268,868	273,390	304,590
净利息收入/(费用)	(20,859)	(21,723)	(21,469)	(22,680)	(24,870)
其他收益/(损失)	10,280	8,649	7,340	9,160	9,299
税前利润	178,063	156,759	61,036	51,338	66,429
所得税	(35,789)	(37,731)	(13,550)	(11,397)	(14,747)
少数股东权益	(12,675)	(11,856)	(5,698)	(4,793)	(6,202)
净利润	129,599	107,172	41,788	35,148	45,480
核心净利润	104,777	107,172	41,788	35,148	45,480
每股收益(人民币)	0.708	0.586	0.228	0.192	0.248
核心每股收益(人民币)	0.572	0.586	0.228	0.192	0.248
每股股息(人民币)	0.319	0.264	0.103	0.087	0.112
收入增长(%)	3	1	(28)	(5)	11
息税前利润增长(%)	8	(10)	(56)	(14)	26
息税折旧前利润增长(%)	8	(1)	(23)	2	11
每股收益增长(%)	12	(17)	(61)	(16)	29
核心每股收益增长(%)	(9)	2	(61)	(16)	29

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	22,762	23,535	23,523
应收帐款	64,027	53,104	38,426	36,628	40,544
库存	227,017	165,977	107,394	96,489	109,658
其他流动资产	82,659	96,206	141,392	160,306	189,128
流动资产总计	430,953	391,308	309,975	316,958	362,854
固定资产	1,648,823	1,747,691	1,790,594	1,779,812	1,768,026
无形资产	67,270	62,962	62,506	62,050	61,594
其他长期资产	195,064	203,512	212,916	222,075	231,374
长期资产总计	1,911,157	2,014,165	2,066,016	2,063,937	2,060,994
总资产	2,342,110	2,405,473	2,375,991	2,380,895	2,423,848
应付帐款	130,353	84,929	54,953	49,372	56,111
短期债务	192,767	169,128	214,390	321,590	345,510
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	595,114	696,735	727,393
长期借款	302,862	370,301	307,772	186,680	166,171
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	1,004,936	1,024,519	1,051,121
股东权益	1,132,735	1,175,894	1,187,957	1,207,540	1,234,142
少数股东权益	137,200	141,887	147,585	152,378	158,580
总负债及权益	2,342,110	2,405,473	2,375,991	2,380,895	2,423,848
每股帐面价值(人民币)	6.19	6.42	6.49	6.60	6.74
每股有形资产(人民币)	5.82	6.08	6.15	6.26	6.41
每股净负债(现金)(人民币)	2.40	2.53	2.73	2.65	2.67

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	156,759	61,036	51,338	66,429
折旧与摊销	163,365	177,463	193,703	208,532	222,589
净利息费用	20,859	21,723	21,469	22,680	24,870
运营资本变动	(10,303)	41,504	43,284	7,123	(10,347)
税金	(48,807)	(51,063)	(37,731)	(13,550)	(11,397)
其他经营现金流	6,211	31,814	(7,340)	(9,160)	(9,299)
经营活动产生的现金流	309,388	378,200	274,421	266,964	282,845
购买固定资产净值	(304,100)	(306,551)	(255,152)	(213,556)	(227,520)
投资减少/增加	34,707	4,650	0	0	0
其他投资现金流	5,875	7,463	0	0	0
投资活动产生的现金流	(263,518)	(294,438)	(255,152)	(213,556)	(227,520)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	54,282	44,168	(21,333)	(14,390)	(11,590)
支付股息	(58,874)	(67,647)	(29,725)	(15,565)	(18,878)
其他融资现金流	(28,506)	(42,556)	(21,469)	(22,680)	(24,870)
融资活动产生的现金流	(33,098)	(66,035)	(72,528)	(52,634)	(55,338)
现金变动	12,772	17,727	(53,258)	773	(12)
期初现金	46,245	57,250	76,021	22,762	23,535
公司自由现金流	48,092	85,358	20,453	53,962	55,889
权益自由现金流	79,293	106,207	(23,533)	16,338	18,865

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	16.3	17.4	17.5
息税前利润率(%)	8.4	7.4	4.5	4.1	4.7
税前利润率(%)	7.9	6.9	3.7	3.3	3.8
净利率(%)	5.7	4.7	2.5	2.2	2.6
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
利息覆盖率(倍)	8.2	7.3	3.3	2.8	3.2
净权益负债率(%)	34.5	35.2	37.4	35.6	35.1
速动比率(倍)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	7.6	9.2	23.7	28.2	21.8
核心业务市盈率(倍)	9.5	9.2	23.7	28.2	21.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	9.1	8.9	22.7	27.0	20.9
市净率(倍)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
价格/现金流(倍)	3.2	2.6	3.6	3.7	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.1	4.3	5.6	5.5	4.9
周转率					
存货周转天数	45.5	40.0	38.8	30.8	27.9
应收帐款周转天数	10.4	9.4	10.1	8.7	8.1
应付帐款周转天数	21.2	17.2	15.5	12.1	11.0
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	3.5	2.9	3.7
资产收益率(%)	6.7	5.4	2.4	2.1	2.7
已运用资本收益率(%)	11.3	9.5	4.1	3.5	4.4

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