

股票代码	601857.CH	0857.HK
评级	买入	持有
收盘价	人民币 7.53	港币 5.73
目标价	人民币 8.83	港币 5.70
原目标价	人民币 9.08	港币 5.54
上/下浮比例	+17%	-1%
目标价格基础	较H股目标价格溢价	NAV
板块评级	增持	增持

中国石油

16年1季度大幅亏损；但是未来有望改善

中国石油公告16年1季度录得净亏损138亿人民币，主要是因为石油价格创下12年新低拖累了上游业务的表现，导致严重亏损。预计2季度公司盈利有望改善，因为目前油价已从底部反弹了70%以上。同时，我们预测公司年内将实现规模可观的非经常性收益。近期的利好因素已经反映在股价中，因此我们对中国石油H股重申持有评级；由于A股股价变动不大，对其维持买入评级。

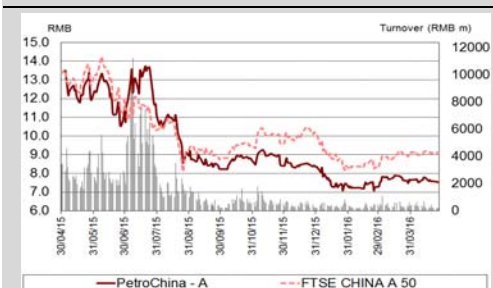
支撑评级的要点

我们的观点有何不同？

- 16年1季度中国石油公告录得净亏损138亿人民币，主要是因为低油价环境下上游业务表现较差。
- 随着油价从底部反弹70%以上，2季度盈利有望大幅提升。一次性收入也将拉动全年的盈利表现。
- 我们将2016-18年盈利预测上调7-53%，对H股维持持有评级，对A股维持买入评级。

- 勘探与生产业务一直都是公司的支柱。由于石油价格跌至12年最低，1季度此项业务录得经营性亏损203亿人民币。随着油价大幅反弹，我们预计此项业务的表现将逐步改善，2季度将拉动整体业务的盈利。
- 我们预计16年公司剥离中亚天然气管道的部分股权和昆仑燃气注入昆仑能源(135 HK/港币7.00, 持有)之前的重估将为公司带来一次性收益185亿人民币。这将成为今年公司的盈利增长点。
- 短期内H股上涨的空间已不大，最近三个月内H股股价累计涨幅已达到30%。

股价表现—A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(9.8)	(0.8)	1.2	(47.5)
相对新华富时A50指数	0.6	1.7	(9.8)	(14.1)

影响评级的主要风险

- 油价大幅上涨。
- 成本削减措施的影响超过预期。

估值

- 我们根据年报和1季报更新了盈利预测，将2016-18年盈利预测上调7-53%。因此，基于分部加法，我们将净资产价值预测从6.18港币上调至6.35港币。同时，我们将H股目标价从5.85港币上调至6.01港币，较我们的分部加法净资产价值预测折让5.4%(比08年末油价上一次触底以来的中值高一个标准差)。
- 但是，我们将A股目标价从9.08人民币下调至8.83人民币，依然基于3个月平均A-H股溢价(自我们3月末出版最新一期报告以来已从85%缩窄至76%)。

发行股数(百万)	183,021
流通股(%)	2
流通股市值(人民币百万)	1,378,148
3个月日均交易额(人民币百万)	371
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2016年4月28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

本研究报告是《CNOOC Limited -- Gas price concerns》的中文译本，英文原稿已于2016年4月28日出版

投资摘要—A股

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币百万)	2,282,962	1,725,428	1,473,270	1,749,791	1,937,945
变动(%)	1	(24)	(15)	19	11
净利润(人民币百万)	107,173	35,653	465	10,623	21,107
全面摊薄每股收益(人民币)	0.586	0.195	0.003	0.058	0.115
变动(%)	(17.3)	(66.7)	(98.7)	2,183.7	98.7
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.138	0.318	0.528
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.002	0.050	0.108
调整幅度(%)	-	-	32.2	15.8	6.7
核心每股收益(人民币)	0.586	0.208	(0.099)	0.058	0.115
变动(%)	2.3	(64.5)	(147.4)	(158.9)	98.7
全面摊薄市盈率(倍)	12.9	38.7	2962.7	129.7	65.3
核心市盈率(倍)	12.9	36.2	N/M	129.7	65.3
每股现金流量(人民币)	2.11	1.54	1.42	1.28	1.42
价格/每股现金流量(倍)	3.6	4.9	5.3	5.9	5.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.8	8.7	9.0	9.4	8.4
每股股息(人民币)	0.264	0.087	0.001	0.026	0.052
股息率(%)	3.5	1.2	0.0	0.3	0.7

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	16.5	15.2	29.8	(41.6)
相对恒生中国企业指数	22.8	11.0	17.0	(3.2)

发行股数(百万)	183,021
流通股(%)	12
流通股市值(港币 百万)	1,083,484
3个月日均交易额(港币 百万)	469
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2016年4月28日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	2,282,962	1,725,428	1,473,270	1,749,791	1,937,945
变动(%)	1	(24)	(15)	19	11
净利润(人民币 百万)	107,172	36,717	329	10,487	20,971
全面摊薄每股收益(人民币)	0.586	0.201	0.002	0.057	0.115
变动(%)	(17.3)	(65.7)	(99.1)	3,086.0	100.0
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.057	0.295	0.455
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.001	0.049	0.107
调整幅度(%)	-	-	52.5	16.1	6.8
核心每股收益(人民币)	0.586	0.214	(0.099)	0.057	0.115
变动(%)	2.3	(63.5)	(146.4)	(157.7)	100.0
全面摊薄市盈率(倍)	8.5	24.7	2755.5	86.5	43.3
核心市盈率(倍)	8.5	23.2	N/M	86.5	43.3
每股现金流量(人民币)	2.07	1.55	1.42	1.28	1.42
价格/每股现金流量(倍)	2.4	3.2	3.5	3.9	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.0	5.2	5.7	5.9	5.2
每股股息(人民币)	0.264	0.087	0.001	0.026	0.052
股息率(%)	5.3	1.8	0.0	0.5	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

16年1季度的巨额亏损

中国石油公告16年1季度国际和中国会计准则下录得净亏损138亿人民币, 业绩相比上年同期的62亿人民币净利润倒退严重。主要原因是油价大幅下跌。

勘探与生产业务成为盈利的拖累

一直以来, 勘探与生产业务都是公司的支柱, 在油价较高时通常贡献了公司绝大部分的盈利。但是16年1季度石油价格跌至12年最低点。公司的实际油价同比下跌45%至27.27美元/桶。15年11月非居民用户的天然气价格每立方米下调0.7元也对此项业务产生了全期影响。公司的实际天然气价格同比下跌22%至4.89美元/百万立方英尺。因此, 1季度公司的勘探与生产业务实现经营性亏损203亿人民币(国际会计准则下, 下同), 相比上年同期的173亿人民币经营利润大幅下滑。

炼油与化工业务方面, 16年1季度经营利润达到147亿人民币, 相比上年同期的51亿人民币经营亏损有明显的好转。其中, 炼油业务实现经营利润115亿人民币, 而上年同期净亏损38亿人民币。我们认为炼油业务表现较好在一定程度上是因为今年1月14日起, 在油价低于40美元/桶时, 国内市场对汽油和柴油价格实行最低限价。此外, 公司也调整了产品构成, 将柴汽比从15年1季度的1.84降至1.44。

16年1季度, 化工业务报告经营利润31亿人民币, 相比上年同期的经营亏损13亿人民币有明显好转。主要是因为化学原材料价格下跌幅度超过产品价格, 导致主要化工产品盈利表现改善。同时, 公司也调整了产品结构, 推出更多的高毛利率产品。

1季度营销业务实现经营利润4亿人民币, 相比上年同期的26亿人民币也有提升。我们认为其表现较好主要是因为公司汽油和柴油的最低限价执行以来, 公司不用低价销售高成本的产品。

天然气和管道业务的经营利润同比下滑 36%至 47 亿人民币。盈利较低的主要原因是去年 11 月天然气降价。公司出售进口管道天然气和液化天然气录得亏损 61 亿人民币，同比缩窄 15%。

图表 1. 业绩摘要(H 股)

(十亿人民币)	1Q15	1Q16	+/- (%)
营收	410.3	352.8	(14)
采购和供应	(246.8)	(205.0)	(17)
员工薪酬	(30.1)	(29.4)	(2)
勘探费用	(5.0)	(4.4)	(11)
折旧与摊销	(46.8)	(52.1)	11
一般、销售和管理费用	(16.6)	(17.3)	4
其他税费	(52.3)	(48.1)	(8)
其他	1.1	0.8	(30)
经营利润	13.9	(2.7)	(119)
财务成本	(5.6)	(6.2)	11
联营公司和合资控股公司	1.7	0.6	(63)
税前利润	10.0	(8.2)	(182)
税金	(2.3)	(2.7)	18
税后利润	7.7	(10.9)	(242)
少数股东权益	(1.6)	(2.8)	81
净利润	6.2	(13.8)	(324)
每股收益(人民币)	0.034	(0.075)	(324)

资料来源：公司数据

图表 2. 经营利润分析(H 股)

(人民币, 十亿)	1Q15	1Q16	YoY (%)	4Q15	QoQ (%)
勘探及生产	17.3	(20.3)	(217)	(12.6)	61
炼油及化工	(5.1)	14.7	(389)	1.8	703
炼油	(3.8)	11.5	(405)	3.0	281
化工	(1.3)	3.1	(343)	(1.2)	(358)
营销	(2.6)	0.4	(116)	0.5	(11)
天然气及管道	7.4	4.7	(36)	25.8	(82)
总部	(3.1)	(2.2)	(29)	0.3	(758)
总计	13.9	(2.7)	(119)	15.9	(117)

资料来源：公司数据

图表 3. 业绩摘要(A 股)

(十亿人民币)	1Q15	1Q16	+/- (%)
收入	410.3	352.8	(14)
销售成本	(311.0)	(274.1)	(12)
经营活动产生的税费	(51.0)	(46.8)	(8)
毛利润	48.3	32.0	(34)
销售费用	(15.1)	(14.7)	(3)
一般和管理费用	(20.1)	(20.4)	2
财务费用	(5.8)	(6.5)	12
资产减值亏损	0.0	0.0	125
投资收入	1.8	0.6	(64)
经营利润	9.1	(9.0)	(199)
非经营性收入	2.2	2.0	(12)
非经营性开支	(1.3)	(1.2)	(7)
税前利润	10.0	(8.2)	(182)
税费	(2.3)	(2.7)	18
税后利润	7.7	(10.9)	(242)
少数股东权益	(1.6)	(2.8)	80
净利润	6.1	(13.8)	(324)
每股收益(人民币)	0.034	(0.075)	(324)

资料来源: 公司数据

图表 4. 经营数据

	1Q15	1Q16	YoY (%)
勘探与生产			
产量			
原油(百万桶)	239.4	242.7	1.4
中国	199.3	194.3	(2.5)
海外	40.1	48.4	20.7
可售天然气(十亿立方英尺)	850.8	891.4	4.8
中国	798.0	825.0	3.4
海外	52.8	66.4	25.8
总计(百万桶油当量)	381.2	391.3	2.6
中国	332.3	331.8	(0.2)
海外	48.9	59.5	21.7
实现原油价格(美元/桶)	49.75	27.27	(45)
实现天然气价格(美元/千立方英尺)	6.24	4.89	(22)
炼油与营销			
原油加工(百万桶)	253.5	247.2	(2)
产量(百万吨)	23.3	22.3	(4)
汽油	7.8	8.5	10
柴油	14.3	12.3	(14)
煤油	1.3	1.5	13
销量(百万吨)	37.7	37.1	(2)
汽油	15.3	15.4	1
柴油	18.4	17.8	(3)
煤油	4.0	3.9	(3)
化工			
产量(千吨)			
乙烯	1,263	1,421	13
合成树脂	2,093	2,335	12
合成纤维原料			
材料和聚合物	323	371	15
合成橡胶	194	191	(2)
尿素	526	650	24
天然气和管道			
进口天然气和液化天然气亏损(十亿人民币)	7.166	6.061	(15)

资料来源: 公司数据

图表 5. 主要预测调整

	调整前			调整后		
	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
勘探与生产						
合计成本(美元/桶油当量)	32.6	33.4	34.4	33.2	34.0	35.1
炼油						
经营利润(人民币/桶)	24.0	4.3	4.2	31.5	12.7	12.3

资料来源: 中银国际研究预测

图表 6. 分部经营利润预测 (H 股)

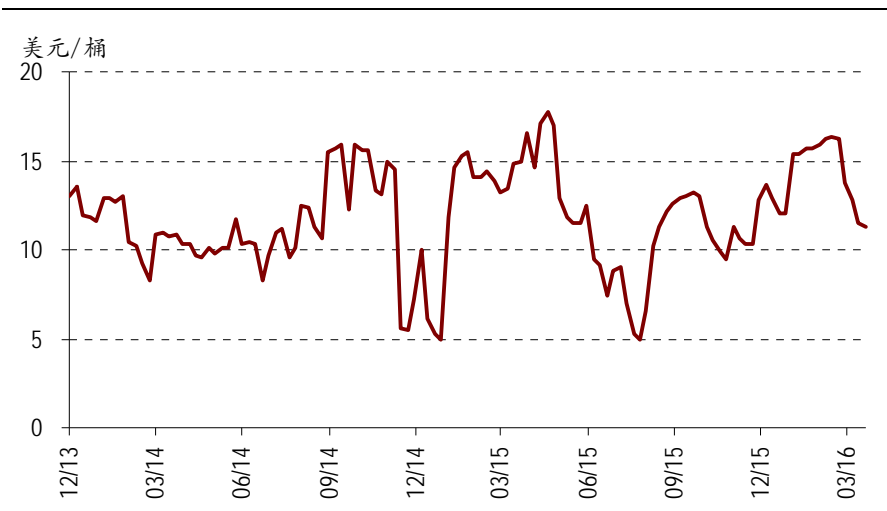
年结日: 12月31日 (人民币, 十亿)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
勘探及生产	186.9	34.0	(51.7)	4.2	34.1
炼油及化工	(23.6)	4.9	36.9	18.6	18.4
炼油	(7.2)	4.7	31.7	13.2	13.2
化工	(16.4)	0.2	5.2	5.3	5.2
营销	5.4	(0.5)	7.0	7.2	7.5
天然气及管道	13.1	51.2	66.7	27.7	15.2
总部	(12.1)	(10.3)	(9.9)	(10.2)	(10.6)
总计	169.8	79.3	49.0	47.4	64.6

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

图表 7. 分部加总估值 (H 股)

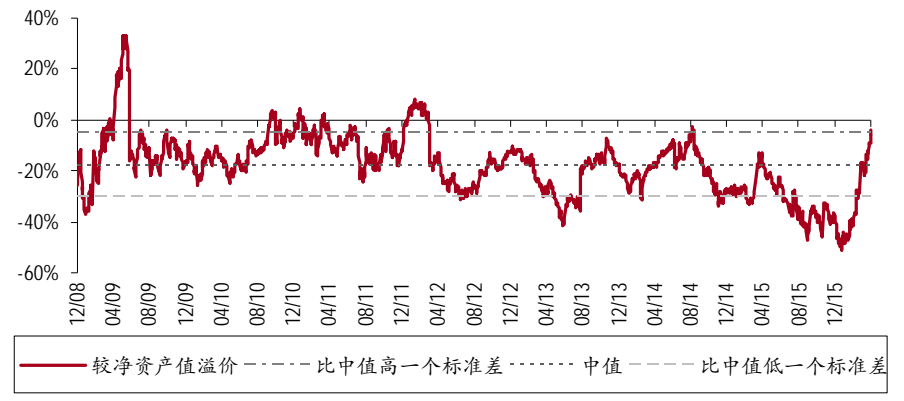
	估值法	每股净资产 (人民币)	2016E
勘探及生产	10%的折现现金流	4.63	4.63
炼油及化工	1倍账面值	1.33	1.33
营销	1倍账面值	1.15	1.15
天然气及管道	1倍账面值	2.52	2.52
联营公司及投资	账面价值	0.38	0.38
净现金/(负债)	调整后账面值	(3.73)	(3.73)
少数股东权益	账面价值	(0.99)	(0.99)
净资产值总计(人民币)			5.30
净资产值总计(港币)			6.35

资料来源: 中银国际研究预测

图表 8. 中国石油简明炼油利润率预测


资料来源: 中银国际研究预测

图表 9. 股价较预期净资产值溢价/(折让)(H股)



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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	2,282,962	1,725,428	1,473,270	1,749,791	1,937,945
销售成本	(1,963,128)	(1,500,674)	(1,313,821)	(1,587,374)	(1,749,242)
经营费用	20,604	6,733	76,928	68,810	61,570
息税折旧前利润	166,457	53,629	28,525	18,182	34,442
折旧及摊销	(173,981)	(177,858)	(207,852)	(213,045)	(215,830)
经营利润(息税前利润)	340,438	231,487	236,377	231,227	250,272
净利息收入/(费用)	(22,564)	(23,194)	(22,761)	(24,404)	(25,500)
其他收益/(损失)	12,875	27,731	25,099	28,928	29,443
税前利润	156,768	58,166	30,864	22,706	38,385
所得税	(37,734)	(15,802)	(6,481)	(4,768)	(8,061)
少数股东权益	(11,861)	(6,711)	(23,917)	(7,314)	(9,218)
净利润	107,173	35,653	465	10,623	21,107
核心净利润	107,173	38,068	(18,030)	10,623	21,107
每股收益(人民币)	0.586	0.195	0.003	0.058	0.115
核心每股收益(人民币)	0.586	0.208	(0.099)	0.058	0.115
每股股息(人民币)	0.264	0.087	0.001	0.026	0.052
收入增长(%)	1	(24)	(15)	19	11
息税前利润增长(%)	2	(68)	(47)	(36)	89
息税折旧前利润增长(%)	6	(32)	2	(2)	8
每股收益增长(%)	(17)	(67)	(99)	2,184	99
核心每股收益增长(%)	2	(64)	(147)	(159)	99

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	76,021	73,692	73,835	71,281	69,614
应收帐款	53,104	52,262	44,624	53,000	58,699
库存	165,977	126,877	103,827	131,109	151,180
其他流动资产	96,206	96,513	248,450	292,028	295,229
流动资产总计	391,308	349,344	470,736	547,417	574,722
固定资产	1,747,286	1,784,394	1,748,642	1,747,718	1,678,232
无形资产	74,722	116,638	115,424	114,210	112,996
其他长期资产	192,060	143,718	143,047	143,611	144,691
长期资产总计	2,014,068	2,044,750	2,007,113	2,005,539	1,935,919
总资产	2,405,376	2,394,094	2,477,849	2,552,957	2,510,641
应付帐款	240,253	202,885	171,006	188,229	204,773
短期债务	169,128	106,226	302,944	366,450	343,432
其他流动负债	170,448	162,296	162,296	162,296	162,296
流动负债总计	579,829	471,407	636,247	716,975	710,501
长期借款	370,301	434,475	333,732	312,282	252,851
其他长期负债	137,486	143,924	143,924	143,924	143,924
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
储备	992,989	996,947	992,688	1,001,203	1,015,576
股东权益	1,176,010	1,179,968	1,175,709	1,184,224	1,198,597
少数股东权益	141,750	164,320	188,237	195,551	204,769
总负债及权益	2,405,376	2,394,094	2,477,849	2,552,957	2,510,641
每股帐面价值(人民币)	6.43	6.45	6.42	6.47	6.55
每股有形资产(人民币)	6.02	5.81	5.79	5.85	5.93
每股净负债(现金)(人民币)	2.53	2.55	3.08	3.32	2.88

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	156,768	58,166	30,864	22,706	38,385
折旧与摊销	173,981	177,858	207,852	213,045	215,830
净利息费用	22,564	23,194	22,761	24,404	25,500
运营资本变动	31,137	4,437	959	(20,793)	(10,831)
税金	(37,734)	(15,802)	(6,481)	(4,768)	(8,061)
其他经营现金流	40,181	34,471	3,454	(564)	(1,080)
经营活动产生的现金流	386,897	282,324	259,408	234,029	259,743
购买固定资产净值	(312,357)	(223,860)	(192,000)	(237,126)	(162,727)
投资减少/增加	1,924	(26,079)	0	0	0
其他投资现金流	19,595	34,060	0	0	0
投资活动产生的现金流	(290,838)	(215,879)	(192,000)	(237,126)	(162,727)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	44,168	12,018	(39,591)	27,056	(66,450)
支付股息	(59,491)	(29,022)	(4,724)	(2,109)	(6,733)
其他融资现金流	(63,023)	(50,744)	(22,950)	(24,404)	(25,500)
融资活动产生的现金流	(78,346)	(67,748)	(67,264)	543	(98,683)
现金变动	17,713	(1,303)	144	(2,554)	(1,666)
期初现金	57,250	76,021	73,692	73,835	71,281
公司自由现金流	97,655	68,464	69,397	(1,140)	98,917
权益自由现金流	118,504	56,154	5,057	(446)	5,067

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.9	13.4	16.0	13.2	12.9
息税前利润率(%)	7.3	3.1	1.9	1.0	1.8
税前利润率(%)	6.9	3.4	2.1	1.3	2.0
净利率(%)	4.7	2.1	0.0	0.6	1.1
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
利息覆盖率(倍)	7.0	2.2	1.1	0.7	1.2
净权益负债率(%)	35.2	34.7	41.3	44.0	37.5
速动比率(倍)	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
估值					
市盈率(倍)	12.9	38.7	2962.7	129.7	65.3
核心业务市盈率(倍)	12.9	36.2	N/M	129.7	65.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	15.1	42.5	N/M	152.1	76.6
市净率(倍)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	3.6	4.9	5.3	5.9	5.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.8	8.7	9.0	9.4	8.4
周转率					
存货周转天数	36.5	35.6	32.0	27.0	29.5
应收帐款周转天数	9.4	11.1	12.0	10.2	10.5
应付帐款周转天数	43.0	46.9	46.3	37.5	37.0
回报率					
股息支付率(%)	45.0	44.8	31.9	44.4	44.7
净资产收益率(%)	9.3	3.0	0.0	0.9	1.8
资产收益率(%)	5.3	1.6	0.9	0.6	1.1
已运用资本收益率(%)	9.3	3.0	1.6	1.0	1.8

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	2,282,962	1,725,428	1,473,270	1,749,791	1,937,945
销售成本	(1,790,864)	(1,350,101)	(1,172,657)	(1,403,893)	(1,561,762)
经营费用	(144,802)	(92,000)	(43,732)	(85,403)	(95,761)
息税折旧前利润	169,833	80,451	49,030	47,450	64,592
折旧及摊销	(177,463)	(202,875)	(207,852)	(213,045)	(215,830)
经营利润(息税前利润)	347,296	283,326	256,881	260,495	280,422
净利息收入/(费用)	(21,723)	(22,309)	(22,761)	(24,404)	(25,500)
其他收益/(损失)	8,649	872	(3,264)	565	1,080
税前利润	156,759	59,014	23,005	23,610	40,172
所得税	(37,731)	(15,726)	(5,751)	(5,903)	(10,043)
少数股东权益	(11,856)	(6,572)	(16,925)	(7,221)	(9,158)
净利润	107,172	36,717	329	10,487	20,971
核心净利润	107,172	39,132	(18,166)	10,487	20,971
每股收益(人民币)	0.586	0.201	0.002	0.057	0.115
核心每股收益(人民币)	0.586	0.214	(0.099)	0.057	0.115
每股股息(人民币)	0.264	0.087	0.001	0.026	0.052
收入增长(%)	1	(24)	(15)	19	11
息税前利润增长(%)	(10)	(53)	(39)	(3)	36
息税折旧前利润增长(%)	(1)	(18)	(9)	1	8
每股收益增长(%)	(17)	(66)	(99)	3,086	100
核心每股收益增长(%)	2	(63)	(146)	(158)	100

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	156,759	59,014	23,005	23,610	40,172
折旧与摊销	177,463	202,875	207,852	213,045	215,830
净利息费用	21,723	22,309	22,761	24,404	25,500
运营资本变动	41,504	13,674	18,062	(20,714)	(14,776)
税金	(51,063)	(28,192)	(15,726)	(5,751)	(5,903)
其他经营现金流	31,814	13,940	3,264	(564)	(1,079)
经营活动产生的现金流	378,200	283,620	259,218	234,029	259,743
购买固定资产净值	(306,551)	(217,750)	(192,000)	(237,126)	(162,727)
投资减少/增加	4,650	(17,569)	0	0	0
其他投资现金流	7,463	17,118	0	0	0
投资活动产生的现金流	(294,438)	(218,201)	(192,000)	(237,126)	(162,727)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	44,168	12,018	(39,591)	27,056	(66,450)
支付股息	(67,647)	(34,319)	(4,724)	(2,109)	(6,733)
其他融资现金流	(42,556)	(45,447)	(22,761)	(24,404)	(25,500)
融资活动产生的现金流	(66,035)	(67,748)	(67,075)	543	(98,683)
现金变动	17,727	(2,329)	143	(2,554)	(1,667)
期初现金	57,250	76,021	73,692	73,835	71,281
公司自由现金流	85,358	67,438	69,207	(1,140)	98,916
权益自由现金流	106,207	55,128	4,867	(445)	5,066

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	76,021	73,692	73,835	71,281	69,614
应收帐款	53,104	52,262	44,624	53,000	58,699
库存	165,977	126,877	103,827	131,109	151,180
其他流动资产	96,206	96,513	154,803	195,113	191,811
流动资产总计	391,308	349,344	377,089	450,503	471,304
固定资产	1,747,691	1,784,905	1,749,153	1,748,229	1,678,743
无形资产	62,962	98,272	97,816	97,360	96,904
其他长期资产	203,512	161,323	160,652	161,216	162,296
长期资产总计	2,014,165	2,044,500	2,007,621	2,006,805	1,937,943
总资产	2,405,473	2,393,844	2,384,710	2,457,308	2,409,247
应付帐款	84,929	69,496	56,870	71,814	82,808
短期债务	169,128	106,226	302,944	366,450	343,432
其他流动负债	325,772	295,685	295,685	295,685	295,685
流动负债总计	579,829	471,407	655,500	733,949	721,924
长期借款	370,301	434,475	228,718	207,268	147,837
其他长期负债	137,562	143,928	143,928	143,928	143,928
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
储备	992,873	996,695	992,300	1,000,679	1,014,916
股东权益	1,175,894	1,179,716	1,175,321	1,183,700	1,197,937
少数股东权益	141,887	164,318	181,243	188,463	197,621
总负债及权益	2,405,473	2,393,844	2,384,710	2,457,308	2,409,247
每股帐面价值(人民币)	6.42	6.45	6.42	6.47	6.55
每股有形资产(人民币)	6.08	5.91	5.89	5.94	6.02
每股净负债(现金)(人民币)	2.53	2.55	2.50	2.75	2.30

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.2	16.4	17.4	14.9	14.5
息税前利润率(%)	7.4	4.7	3.3	2.7	3.3
税前利润率(%)	6.9	3.4	1.6	1.3	2.1
净利率(%)	4.7	2.1	0.0	0.6	1.1
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7
利息覆盖率(倍)	7.3	3.3	2.0	1.8	2.4
净权益负债率(%)	35.2	34.7	33.7	36.6	30.2
速动比率(倍)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
估值					
市盈率(倍)	8.5	24.7	2755.5	86.5	43.3
核心业务市盈率(倍)	8.5	23.2	N/M	86.5	43.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	8.6	23.5	N/M	87.8	43.9
市净率(倍)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
价格/现金流(倍)	2.4	3.2	3.5	3.9	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.0	5.2	5.7	5.9	5.2
周转率					
存货周转天数	40.0	39.6	35.9	30.5	33.0
应收帐款周转天数	9.4	11.1	12.0	10.2	10.5
应付帐款周转天数	17.2	16.3	15.7	13.4	14.6
回报率					
股息支付率(%)	45.0	43.5	45.0	45.0	45.0
净资产收益率(%)	9.3	3.1	0.0	0.9	1.8
资产收益率(%)	5.4	2.5	1.5	1.5	2.0
已运用资本收益率(%)	9.5	4.4	2.7	2.6	3.5

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 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371