



股票代码	601857.CH	0857.HK
评级	<b>买入</b>	<b>买入</b>
收盘价	人民币 7.86	港币 5.76
目标价	人民币 11.40	港币 8.30
原目标价	人民币 11.92	港币 8.61
上/下浮比例	+45%	+44%
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

## 最坏时候已经过去，迎接盈利大幅上涨

中国石油 2016 年盈利比我们的预测低 11-12%，主要原因是子公司昆仑能源(135 HK/港币 7.01, 买入)的减值损失。我们预计在 2017 年，得益于油价上涨以及国内天然气需求的稳健增长，公司净利润将同比上涨 4.4 倍。将 2017-18 年盈利预测上调 4-6%，重申对 A 股和 H 股的买入评级。

### 支撑评级的要点

- 通过严格的成本控制，公司在削减成本和改善资产负债表方面取得不错成绩。2016 年，公司采油成本同比下降 10% 至 11.67 美元/桶油当量。此外，资本支出同比减少了约 15%，较预算低 10%。由此，公司净权益负债率从 2015 年底的 35% 降至 2016 年底的 30%。
- 预计 2017 年公司盈利同比增长 4.4 倍，主要原因是勘探与生产分部的盈利大幅增加。炼油业务利润率将从 2016 年的高水平回归正常，导致利润下滑，但勘探与生产业务盈利的大幅增加足以抵消这部分影响。此外，公司 2017 年还将继续削减成本。
- 作为国内最大的天然气供应商，中国石油将从国内不断上涨的天然气需求中受益。公司已经做好准备，主要通过昆仑能源来获取多项业务需求。

### 评级面临的主要风险

- 油价暴跌。
- 国内天然气需求不及预期。

### 估值

- 我们在业绩公布后，将根据分部加总法得出的每股净资产从 9.15 港币下调至 8.84 港币。在此基础上，将 H 股目标价从 8.61 港币降至 8.30 港币，较分部加总法估算净资产折让 6.1%（比 2008 年末油价处于低谷期以来的中值高一个标准差）。
- 我们将 A 股目标价从 11.92 元下调至 11.40 元，依然对应 3 个月 A-H 股平均溢价（自我们 1 月末出版最新一期报告以来，溢价幅度已从 56% 缩窄至 55%）。

### 投资摘要—A 股

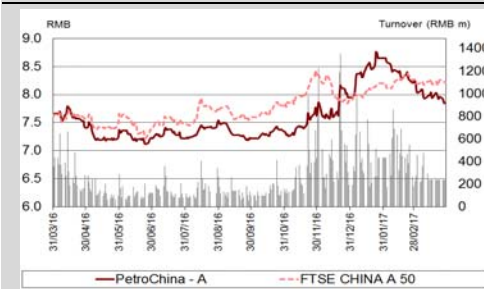
年结日: 12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	1,725,428	1,616,903	1,991,937	2,113,048	2,222,491
变动 (%)	(24)	(6)	23	6	5
净利润(人民币 百万)	35,653	7,900	42,580	52,056	51,942
全面摊薄每股收益(人民币)	0.195	0.043	0.233	0.284	0.284
变动 (%)	(66.7)	(77.8)	439.0	22.3	(0.2)
市场预期每股收益(人民币)	-	0.046	0.273	0.382	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.219	0.275	-
调整幅度 (%)	-	-	6.3	3.6	N/A
核心每股收益(人民币)	0.101	0.015	0.233	0.284	0.284
变动 (%)	(82.7)	(85.4)	1,477.0	22.3	(0.2)
全面摊薄市盈率(倍)	40.3	182.1	33.8	27.6	27.7
核心市盈率(倍)	77.6	532.8	33.8	27.6	27.7
每股现金流量(人民币)	1.54	1.56	1.43	1.61	1.52
价格/每股现金流量(倍)	5.1	5.0	5.5	4.9	5.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.9	8.2	7.5	7.0	7.3
每股股息(人民币)	0.087	0.019	0.104	0.128	0.128
股息率 (%)	1.1	0.2	1.3	1.6	1.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 报告要点

- 加回昆仑能源的减值损失后，2016 年盈利处于指引范围的高位。
- 严格削减成本和控制资本支出，帮助公司改善了资产负债表。
- 油价上涨以及国内天然气需求旺盛，预计带动 2017 年盈利同比大涨 4.4 倍。

### 股价表现—A 股



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(1.1)	(4.5)	(1.1)	2.5
相对新华富时 A50 指数	(4.7)	(3.6)	(4.7)	(3.9)

发行股数(百万)	183,021
流通股(%)	2
流通股市值(人民币 百万)	1,438,545
3 个月日均交易额(人民币 百万)	415
净负债比率(%) (2017E)	24
主要股东(%)	87
中国石油天然气集团公司	

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究以 2017 年 3 月 30 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《PetroChina -- Worst over, brace for big jump in earnings》节选的中文译本，英文原稿已于 2017 年 3 月 31 日出版

**股价表现—H股**


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(0.4)	(2.5)	(0.4)	12.1
相对恒生中国企业指数	(9.6)	(3.1)	(9.6)	(3.2)

发行股数(百万)	183,021
流通股(%)	12
流通股市值(港币 百万)	1,054,201
3个月日均交易额(港币 百万)	637
净负债比率(%) (2017E)	24
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2017年3月30日收市价为标准

**投资摘要—H股**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	1,725,428	1,616,903	1,991,937	2,113,048	2,222,491
变动(%)	(25)	(6)	23	6	5
净利润(人民币 百万)	35,517	7,857	42,444	51,920	51,806
全面摊薄每股收益(人民币)	0.194	0.043	0.232	0.284	0.283
变动(%)	(66.9)	(77.9)	440.2	22.3	(0.2)
市场预期每股收益(人民币)		0.049	0.292	0.419	
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.218	0.274	
调整幅度(%)	-	-	6.3	3.6	N/A
核心每股收益(人民币)	0.101	0.015	0.232	0.284	0.283
变动(%)	(82.8)	(85.6)	1,497.3	22.3	(0.2)
全面摊薄市盈率(倍)	26.3	119.0	22.0	18.0	18.0
核心市盈率(倍)	50.8	351.8	22.0	18.0	18.0
每股现金流量(人民币)	1.55	1.56	1.45	1.61	1.52
价格/每股现金流量(倍)	3.3	3.3	3.5	3.2	3.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.3	5.2	4.5	4.2	4.2
每股股息(人民币)	0.087	0.059	0.104	0.128	0.128
股息率(%)	1.7	1.2	2.0	2.5	2.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**图表 1. 业绩摘要(H股)**

(人民币, 十亿)	2015	2016	同比(%)
营收	1,725.4	1,616.9	(6)
采购和供应	(1,056.8)	(959.6)	(9)
员工薪酬	(118.1)	(117.7)	(0)
勘探费用	(18.4)	(18.6)	1
折旧与摊销	(202.9)	(218.1)	8
一般、销售和管理费用	(71.3)	(74.3)	4
其他税费	(205.9)	(189.6)	(8)
其他	27.1	21.6	(20)
经营利润	79.3	60.6	(23)
财务成本	(22.9)	(19.6)	(15)
联营公司和合资控股公司	1.5	4.1	173
税前利润	57.8	45.1	(22)
税金	(15.7)	(15.8)	0
税后利润	42.1	29.4	(30)
少数股东权益	(6.6)	(21.5)	227
净利润	35.5	7.9	(78)
每股收益(人民币)	0.194	0.043	(78)
每股股息(人民币)	0.087	0.059	(32)

资料来源: 公司数据

**图表 2. 经营利润分析(H股)**

(人民币, 十亿)	2015	2016	同比 (%)
勘探及生产	34.0	3.1	(91)
炼油及化工	4.9	39.0	699
炼油	4.7	27.6	488
化工	0.2	11.5	5,838
营销	(0.5)	11.0	(2,310)
天然气及管道	51.2	17.9	(65)
其他	(10.3)	(10.5)	1
<b>总计</b>	<b>79.3</b>	<b>60.6</b>	<b>(23)</b>

资料来源: 公司数据

**图表 3. 季度经营利润分析(H股)**

(人民币, 十亿)	16年1季度	16年2季度	16年3季度	16年4季度
勘探及生产	(20.3)	17.8	(1.5)	7.1
炼油及化工	14.7	12.8	6.8	4.7
炼油	11.5	9.9	4.3	1.8
化工	3.1	2.9	2.5	2.9
营销	0.4	4.2	2.2	4.2
天然气及管道	4.7	6.7	6.4	0.0
其他	(2.2)	(4.4)	(3.0)	(1.0)
<b>总计</b>	<b>(2.7)</b>	<b>37.2</b>	<b>11.0</b>	<b>15.1</b>

资料来源: 公司数据

**图表 4. 业绩摘要(A股)**

(人民币, 十亿)	2015	2016	同比 (%)
收入	1,725.4	1,616.9	(6)
销售成本	(1,300.4)	(1,235.7)	(5)
经营活动产生的税费	(200.3)	(187.8)	(6)
毛利润	224.8	193.4	(14)
销售费用	(63.0)	(64.0)	2
一般和管理费用	(79.7)	(76.0)	(5)
财务费用	(23.8)	(20.7)	(13)
资产减值亏损	(28.5)	(12.9)	(55)
投资收入	26.6	29.0	9
经营利润	56.4	48.9	(13)
营业外收入	13.0	10.6	(18)
营业外开支	(11.2)	(14.3)	28
税前利润	58.2	45.2	(22)
税费	(15.8)	(15.8)	(0)
税后利润	42.4	29.4	(31)
少数股东权益	(6.7)	(21.5)	221
净利润	35.7	7.9	(78)
每股收益(人民币)	0.195	0.043	(78)
每股股息(人民币)	0.087	0.059	(32)

资料来源: 公司数据

图表 5. 主要业务利润分析(A股)

(人民币, 十亿)	2015	2016	同比 (%)
勘探及生产	58.2	(14.6)	(125)
炼油及化工	9.2	48.2	425
营销	(0.0)	12.0	na
天然气及管道	25.3	18.6	(26)
其他	(10.6)	(10.7)	2
未分配	(25.7)	(4.5)	(82)
<b>总计</b>	<b>56.4</b>	<b>48.9</b>	<b>(13)</b>

资料来源: 公司数据

图表 6. 资本支出

年结日: 12月31日(人民币, 十亿)	2015	2016	2017E
勘探及生产	157.8	130.2	143.6
炼油及化工	15.7	12.8	13.6
营销	7.1	8.0	10.8
天然气及管道	20.4	20.3	22.2
其他	1.3	1.0	1.1
<b>总计</b>	<b>202.2</b>	<b>172.4</b>	<b>191.3</b>

资料来源: 公司数据

**图表 7. 经营数据**

	2015	2016	同比%
<b>勘探与生产</b>			
<b>产量</b>			
原油(百万桶)	971.9	920.7	(5)
国内	806.3	763.8	(5)
海外	165.6	156.9	(5)
可售天然气(十亿立方英尺)	3,131.0	3,274.5	5
国内	2,903.6	3,008.3	4
海外	227.4	266.2	17
总计	1,493.9	1,466.6	(2)
实现原油价格(美元/桶)	48.35	37.99	(21)
采油成本(美元/桶油当量)	12.98	11.67	(10)
<b>探明储量</b>			
原油(百万桶)	8,521	7,438	(13)
天然气(十亿立方英尺)	77,525	78,712	2
<b>炼油及化工</b>			
原油加工(百万桶)	998.1	953.3	(4)
<b>产量(百万吨)</b>			
汽油	32.3	33.3	3
柴油	54.2	46.7	(14)
煤油	5.5	6.1	10
利用率 (%)	84.2	80.3	(3.9 个百分点)
轻产品收益率 (%)	79.1	78.9	(0.2 个百分点)
炼油收益率 (%)	93.8	93.5	(0.3 个百分点)
<b>产量(千吨)</b>			
乙烯	5,032	5,589	11
合成树脂	8,215	9,078	11
合成纤维原材料及聚合物	1,348	1,410	5
合成橡胶	713	760	7
尿素	2,566	1,900	(26)
<b>营销</b>			
<b>销量(百万吨)</b>			
汽油	60.7	62.4	3
柴油	84.8	80.2	(5)
煤油	14.7	16.5	13
合计	160.1	159.1	(1)
零售市场份额 (%)	39.0	38.0	(1 个百分点)
气站数量	20,714	20,895	1
其中自有气站	19,982	20,101	1
每个气站销量(吨/天)	10.6	10.5	(1)

资料来源：公司数据

**图表 8. 调整主要预测**

	调整前		调整后		
	2017E	2018E	2017E	2018E	2019E
<b>勘探与生产</b>					
原油产量(百万桶)	916.1	913.8	879.0	875.9	852.6
国内	740.8	735.2	731.0	725.0	701.7
海外	175.2	178.6	148.1	151.0	150.9
可售天然气(十亿立方英尺)	3,458.4	3,300.1	3,307.9	3,158.1	3,049.6
实现原油价格(美元/桶)	51.0	51.9	51.0	52.0	54.0
实现天然气价格(美元/十亿立方英尺)	4.37	4.11	4.37	4.14	4.09
采油成本(美元/桶油当量)	11.4	11.7	11.4	11.7	11.9
全部成本(美元/桶油当量)	31.7	31.5	32.7	32.6	33.4
<b>炼油</b>					
原油加工量(百万桶)	1,016.1	1,046.6	1,016.7	1,047.2	1,078.6
经营利润(人民币/桶)	12.1	17.6	15.1	21.5	20.6
<b>天然气及管道</b>					
天然气销量(十亿立方米)	118.8	124.9	118.8	124.9	131.2
平均天然气价格(人民币/立方米)	1.07	1.08	1.07	1.08	1.08
<b>天然气进口量(十亿立方米)</b>					
中亚管道天然气	37.0	48.0	37.0	40.0	45.0
缅甸管道天然气	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
俄罗斯管道天然气	-	-	0.0	0.0	3.0
液化天然气	10.2	10.2	8.8	10.3	10.3
<b>天然气进口价格(人民币/立方米)</b>					
中亚管道天然气	1.81	1.83	1.81	1.83	1.83
缅甸管道天然气	2.03	2.07	2.03	2.07	2.08
俄罗斯管道天然气	-	-	-	-	2.20
液化天然气	2.70	2.80	2.69	2.80	2.82
<b>分部经营利润(人民币, 十亿)</b>					
勘探及生产	56.1	65.1	51.2	57.6	61.7
炼油及化工	27.5	33.2	25.9	32.4	31.2
炼油	12.3	18.5	15.3	22.5	22.2
化工	15.2	14.8	10.5	9.9	8.9
营销	9.1	9.3	11.9	12.2	12.6
天然气及管道	18.2	14.8	23.9	22.5	15.2
总部	(11.5)	(11.9)	(11.0)	(11.3)	(11.6)
<b>总计</b>	<b>99.3</b>	<b>110.6</b>	<b>101.9</b>	<b>113.3</b>	<b>109.0</b>
人民币/美元平均价	7.22	7.65	7.15	7.50	7.65

资料来源: 中银国际研究预测

**图表 9. 分部经营利润预测 (H 股)**

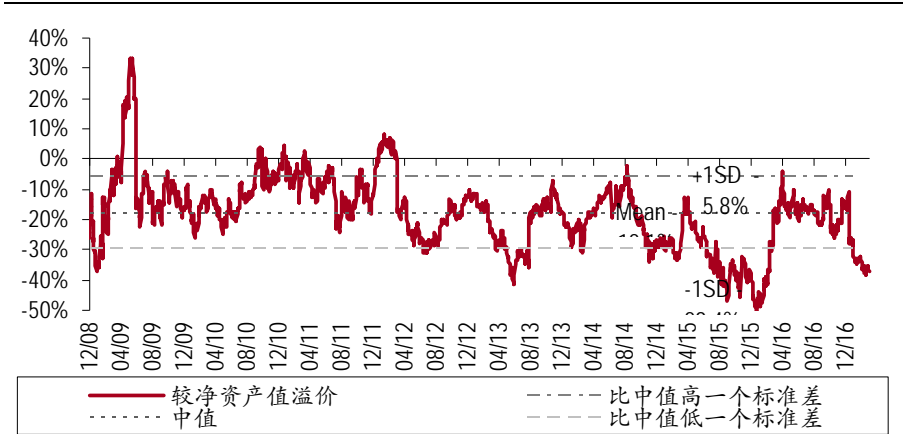
年结日: 12月31日 (人民币, 十亿)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
勘探及生产	34.0	3.1	51.2	57.6	61.7
炼油及化工	4.9	39.0	25.9	32.4	31.2
炼油	4.7	27.6	15.3	22.5	22.2
化工	0.2	11.5	10.5	9.9	8.9
营销	(0.5)	11.0	11.9	12.2	12.6
天然气及管道	51.2	17.9	23.9	22.5	15.2
总部	(10.3)	(10.5)	(11.0)	(11.3)	(11.6)
<b>总计</b>	<b>79.3</b>	<b>60.6</b>	<b>101.9</b>	<b>113.3</b>	<b>109.0</b>

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**图表 10. 分部加总估值 (H 股)**

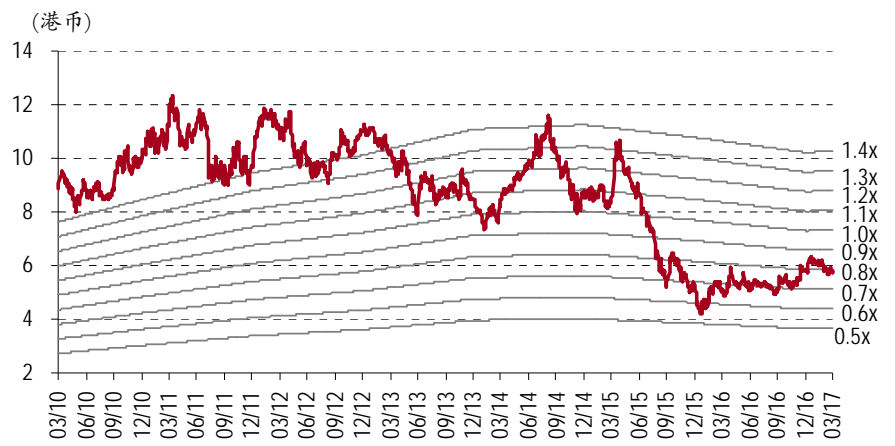
	估值法	2017E 每股净资产(人民币)
勘探及生产	10%的折现现金流	6.03
炼油及化工	1倍账面值	1.27
营销	1倍账面值	1.21
天然气及管道	1倍账面值	2.38
联营公司及投资	账面价值	0.46
净现金/(负债)	调整后账面值	(2.38)
少数股东权益	账面价值	(1.13)
净资产值总计(人民币)		7.83
净资产值总计(港币)		8.84

资料来源: 中银国际研究预测

**图表 11. 股价较预测净资产值溢价/(折让) (H 股)**


资料来源: 中银国际研究

图表 12. 市净率通道(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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	1,725,428	1,616,903	1,991,937	2,113,048	2,222,491
销售成本	(1,500,674)	(1,423,553)	(1,764,644)	(1,867,275)	(1,973,676)
经营费用	6,733	56,859	56,025	50,844	34,738
息税折旧前利润	53,629	40,558	72,393	83,082	78,800
折旧及摊销	(177,858)	(209,651)	(210,924)	(213,534)	(204,752)
经营利润(息税前利润)	231,487	250,209	283,317	296,617	283,552
净利息收入/(费用)	(23,194)	(21,909)	(14,891)	(13,961)	(11,917)
其他收益/(损失)	27,731	26,543	26,493	29,075	31,142
税前利润	58,166	45,192	83,995	98,197	98,024
所得税	(15,802)	(15,778)	(17,639)	(20,621)	(20,585)
少数股东权益	(6,711)	(21,514)	(23,777)	(25,519)	(25,498)
净利润	35,653	7,900	42,580	52,056	51,942
核心净利润	18,548	2,700	42,580	52,056	51,942
每股收益(人民币)	0.195	0.043	0.233	0.284	0.284
核心每股收益(人民币)	0.101	0.015	0.233	0.284	0.284
每股股息(人民币)	0.087	0.019	0.104	0.128	0.128
收入增长(%)	(24)	(6)	23	6	5
息税前利润增长(%)	(68)	(24)	78	15	(5)
息税折旧前利润增长(%)	(32)	8	13	5	(4)
每股收益增长(%)	(67)	(78)	439	22	0
核心每股收益增长(%)	(83)	(85)	1,477	22	0

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	58,166	45,192	83,995	98,197	98,024
折旧与摊销	177,858	209,651	210,924	213,534	204,752
净利息费用	23,194	21,909	14,891	13,961	11,917
运营资本变动	4,437	5,969	(28,653)	(6,380)	(10,785)
税金	(15,802)	(15,778)	(17,639)	(20,621)	(20,585)
其他经营现金流	34,471	18,871	(1,207)	(3,789)	(5,855)
经营活动产生的现金流	282,324	285,814	262,311	294,902	277,468
购买固定资产净值	(223,860)	(189,421)	(191,300)	(193,819)	(193,819)
投资减少/增加	(26,079)	(365)	0	0	0
其他投资现金流	34,060	13,899	0	0	0
投资活动产生的现金流	(215,879)	(175,887)	(191,300)	(193,819)	(193,819)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	12,018	(36,392)	(50,018)	(66,624)	(67,645)
支付股息	(29,022)	(4,790)	(12,482)	(21,467)	(23,370)
其他融资现金流	(50,744)	(46,682)	(14,891)	(13,961)	(11,917)
融资活动产生的现金流	(67,748)	(87,864)	(77,391)	(102,051)	(102,932)
现金变动	(1,303)	22,063	(6,380)	(969)	(19,284)
期初现金	76,021	73,692	98,850	92,470	91,501
公司自由现金流	68,464	112,418	73,770	103,735	86,009
权益自由现金流	56,154	52,678	6,102	20,498	4,086

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	73,692	98,617	92,470	91,501	72,218
应收帐款	52,262	47,315	58,290	61,834	65,036
库存	126,877	146,865	191,387	205,519	221,775
其他流动资产	96,513	88,868	210,497	237,030	273,632
流动资产总计	349,344	381,665	552,644	595,884	632,661
固定资产	1,784,394	1,739,023	1,695,582	1,651,658	1,606,071
无形资产	116,638	117,587	116,373	115,159	113,945
其他长期资产	143,718	158,675	164,016	169,871	175,727
长期资产总计	2,044,750	2,015,285	1,975,971	1,936,688	1,895,743
总资产	2,394,094	2,396,950	2,528,615	2,532,572	2,528,404
应付帐款	202,885	198,617	227,976	240,085	249,493
短期债务	106,226	143,384	166,624	147,645	172,337
其他流动负债	162,296	157,262	157,262	157,262	157,262
流动负债总计	471,407	499,263	551,862	544,992	579,092
长期借款	434,475	372,887	397,846	352,564	260,227
其他长期负债	143,924	151,772	151,772	151,772	151,772
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
储备	996,947	1,006,298	1,036,396	1,066,985	1,095,557
股东权益	1,179,968	1,189,319	1,219,417	1,250,006	1,278,578
少数股东权益	164,320	183,709	207,486	233,005	258,502
总负债及权益	2,394,094	2,396,950	2,528,382	2,532,339	2,528,171
每股帐面价值(人民币)	6.45	6.50	6.66	6.83	6.99
每股有形资产(人民币)	5.81	5.86	6.03	6.20	6.36
每股净负债(现金)(人民币)	2.55	2.28	2.58	2.23	1.97

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	13.4	15.5	14.2	14.0	12.8
息税前利润率(%)	3.1	2.5	3.6	3.9	3.5
税前利润率(%)	3.4	2.8	4.2	4.6	4.4
净利率(%)	2.1	0.5	2.1	2.5	2.3
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.7	0.8	1.0	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	2.2	1.7	4.0	4.8	5.3
净权益负债率(%)	34.7	30.4	33.1	27.6	23.4
速动比率(倍)	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	40.3	182.1	33.8	27.6	27.7
核心业务市盈率(倍)	77.6	532.8	33.8	27.6	27.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	112.5	772.8	49.0	40.1	40.2
市净率(倍)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	5.1	5.0	5.5	4.9	5.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.9	8.2	7.5	7.0	7.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	35.6	35.1	35.0	38.8	39.5
应收帐款周转天数	11.1	11.2	9.7	10.4	10.4
应付帐款周转天数	46.9	45.3	39.1	40.4	40.2
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	44.8	44.8	44.8	44.9	44.9
净资产收益率(%)	3.0	0.7	3.5	4.2	4.1
资产收益率(%)	1.6	1.1	2.3	2.6	2.5
已运用资本收益率(%)	3.0	2.3	3.9	4.3	4.1

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	1,725,428	1,616,903	1,991,937	2,113,048	2,222,491
销售成本	(1,395,004)	(1,304,336)	(1,595,295)	(1,696,403)	(1,798,153)
经营费用	(48,297)	(33,784)	(83,841)	(89,776)	(110,542)
息税折旧前利润	79,252	60,635	101,876	113,335	109,044
折旧及摊销	(202,875)	(218,147)	(210,924)	(213,534)	(204,752)
经营利润(息税前利润)	282,127	278,782	312,800	326,870	313,796
净利息收入/(费用)	(22,309)	(20,857)	(14,891)	(13,961)	(11,917)
其他收益/(损失)	872	5,362	1,207	3,789	5,856
税前利润	57,815	45,140	88,192	103,164	102,982
所得税	(15,726)	(15,768)	(22,048)	(25,791)	(25,746)
少数股东权益	(6,572)	(21,515)	(23,701)	(25,452)	(25,431)
净利润	35,517	7,857	42,444	51,920	51,806
核心净利润	18,412	2,657	42,444	51,920	51,806
每股收益(人民币)	0.194	0.043	0.232	0.284	0.283
核心每股收益(人民币)	0.101	0.015	0.232	0.284	0.283
每股股息(人民币)	0.087	0.059	0.104	0.128	0.128
收入增长(%)	(25)	(6)	23	6	5
息税前利润增长(%)	(53)	(23)	68	11	(4)
息税折旧前利润增长(%)	(19)	(1)	12	4	(4)
每股收益增长(%)	(67)	(78)	440	22	0
核心每股收益增长(%)	(83)	(86)	1,497	22	0

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	57,815	45,140	88,192	103,164	102,982
折旧与摊销	202,875	218,147	210,924	213,534	204,752
净利息费用	22,309	20,857	14,891	13,961	11,917
运营资本变动	13,674	(532)	(31,061)	(9,920)	(10,537)
税金	(28,192)	(13,188)	(15,768)	(22,048)	(25,791)
其他经营现金流	15,140	15,612	(1,207)	(3,789)	(5,856)
经营活动产生的现金流	283,621	286,036	265,971	294,902	277,468
购买固定资产净值	(217,750)	(181,054)	(191,300)	(193,819)	(193,819)
投资减少/增加	(17,569)	119	0	0	0
其他投资现金流	18,116	4,814	0	0	0
投资活动产生的现金流	(217,203)	(176,121)	(191,300)	(193,819)	(193,819)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	12,018	(36,392)	(50,018)	(66,624)	(67,645)
支付股息	(34,319)	(10,851)	(16,143)	(21,467)	(23,370)
其他融资现金流	(45,447)	(40,621)	(14,891)	(13,961)	(11,917)
融资活动产生的现金流	(67,748)	(87,864)	(81,051)	(102,051)	(102,932)
现金变动	(1,330)	22,051	(6,380)	(968)	(19,283)
期初现金	76,021	73,692	98,617	92,237	91,268
公司自由现金流	68,437	112,406	77,430	103,735	86,009
权益自由现金流	56,127	52,666	9,762	20,498	4,087

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	73,692	98,617	92,237	91,268	71,985
应收帐款	52,262	47,315	58,290	61,834	65,036
库存	126,877	146,865	191,387	205,519	221,775
其他流动资产	96,513	88,868	88,868	104,488	139,644
流动资产总计	349,344	381,665	430,781	463,109	498,440
固定资产	1,784,905	1,739,545	1,684,567	1,640,643	1,595,056
无形资产	98,272	102,750	102,294	101,838	101,382
其他长期资产	161,323	172,691	178,032	183,887	189,743
长期资产总计	2,044,500	2,014,986	1,964,893	1,926,368	1,886,181
总资产	2,393,844	2,396,651	2,395,674	2,389,477	2,384,621
应付帐款	69,496	80,606	105,042	112,798	121,720
短期债务	106,226	143,384	166,624	147,645	172,337
其他流动负债	295,685	275,273	280,872	275,273	275,273
流动负债总计	471,407	499,263	552,538	535,716	569,330
长期借款	434,475	372,887	268,634	223,352	131,015
其他长期负债	143,928	151,766	151,766	151,766	151,766
股本	183,021	183,021	183,021	183,021	183,021
储备	996,695	1,006,003	1,032,304	1,062,758	1,091,193
股东权益	1,179,716	1,189,024	1,215,325	1,245,779	1,274,214
少数股东权益	164,318	183,711	207,412	232,864	258,295
总负债及权益	2,393,844	2,396,651	2,395,674	2,389,477	2,384,621
每股帐面价值(人民币)	6.45	6.50	6.64	6.81	6.96
每股有形资产(人民币)	5.91	5.94	6.08	6.25	6.41
每股净负债(现金)(人民币)	2.55	2.28	1.87	1.53	1.26

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	16.4	17.2	15.7	15.5	14.1
息税前利润率(%)	4.6	3.8	5.1	5.4	4.9
税前利润率(%)	3.4	2.8	4.4	4.9	4.6
净利率(%)	2.1	0.5	2.1	2.5	2.3
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
利息覆盖率(倍)	3.3	2.6	5.8	6.8	7.6
净权益负债率(%)	34.7	30.4	24.1	18.9	15.1
速动比率(倍)	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	26.3	119.0	22.0	18.0	18.0
核心业务市盈率(倍)	50.8	351.8	22.0	18.0	18.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	73.2	506.9	31.7	25.9	26.0
市净率(倍)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
价格/现金流(倍)	3.3	3.3	3.5	3.2	3.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.3	5.2	4.5	4.2	4.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	38.3	38.3	38.7	42.7	43.4
应收帐款周转天数	11.1	11.2	9.7	10.4	10.4
应付帐款周转天数	16.3	16.9	17.0	18.8	19.3
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	45.0	138.2	45.0	45.0	45.0
净资产收益率(%)	3.0	0.7	3.5	4.2	4.1
资产收益率(%)	2.4	1.6	3.2	3.6	3.4
已运用资本收益率(%)	4.3	3.3	5.6	6.3	6.0

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

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
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