

# 中国石油（601857.SH）

## 油气产储日新月异，炼化产能减油增特

优于大市

## ◆ 公司研究 · 公司快评

## ◆ 石油石化 · 炼化及贸易

## ◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：杨林	010-88005379	yanglin6@guosen.com.cn	执证编码：S0980520120002
证券分析师：薛聪	010-88005107	xuecong@guosen.com.cn	执证编码：S0980520120001
证券分析师：董丙旭	0755-81982570	dongbingxu@guosen.com.cn	执证编码：S0980524090002

### 事项：

中国石油近期进行了 2025 年度反向路演，调研团队参观了呼图壁储气库、百里油区、新能源&配套煤电&碳捕集一体化项目、页岩油勘探开发重点实验室、克拉玛依石化及独山子石化等生产科研设施，向广大投资者介绍了中国石油在能源保供、非常规油气开发、炼化升级等方面进展。

### 国信化工观点：

1) 稳定的能源供应是经济运行的压舱石，公司作为国内最大油气生产供应商，其油气产销直接支撑了全国工业生产和基础设施运转。在民生保障方面，中石油呼图壁储气库是国内首座库容超 100 亿立方米的大型储气库，具备北疆地区及西气东输管线系统季节调峰和事故应急双重功能，该储气库有效保证了居民供暖和城市燃气稳定；油气勘探开发方面，中石油不断进行技术开发，推动老油气田稳产增产，并积极推进绿色低碳战略。克拉玛依油田探索了浅层超稠油油藏的双水平井蒸汽辅助重力泄油技术（SAGD 技术），助力环烷基稠油的经济开发和稳产增产，并通过“新能源及配套煤电、碳捕集一体化项目”实现了综合利用煤炭、低碳效益开发油气、融合发展新能源的目标。

2) 公司通过炼厂升级改造及延长天然气产业链，积极践行“减油增特”战略。克拉玛依石化经过多年研发，实现了稠油加工技术从空白到国际先进的跨越，目前建成稠油集中加工、环烷基润滑油生产、高等级道路沥青生产、低凝柴油生产“四大基地”。独山子石化则实现了塔里木油田丰富、稳定的乙烷高值化利用，一期已经建成 60 万吨/年乙烯裂解装置，2026 年即将建成 120 万吨/年乙烯裂解装置，该项目充分发挥中国石油上下游一体化的规模效应和低成本优势。

**投资建议：**我们维持之前盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 1674/1709/1740 亿元，摊薄 EPS 分别为 0.91/0.93/0.95 元，对于当前 A 股 PE 为 10.09/9.87/9.66x，对于 H 股 PE 为 6.79/6.65/6.51x，维持“优于大市”评级。

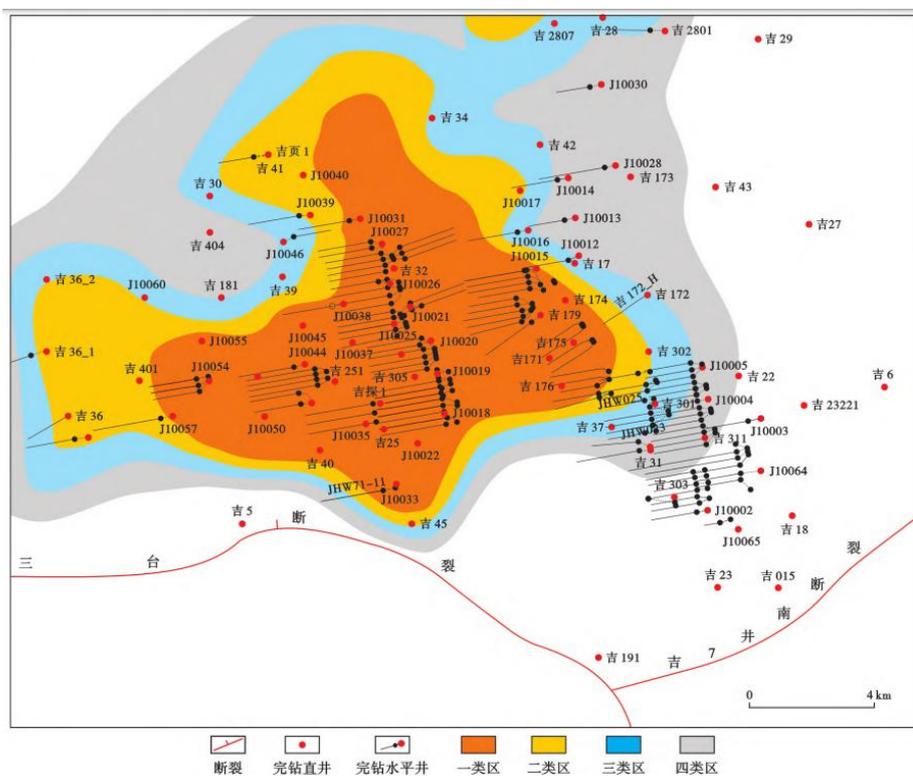
### 评论：

## ◆ 新疆油田：历史悠久，不断突破页岩油开发

新疆油田发展历史悠久，可追溯至 20 世纪初。1955 年 1 月，新中国成立新疆石油公司（新疆石油管理局），负责新疆油气业务。1955 年 10 月 29 日，克拉玛依一号井喷出工业油流，宣告新中国第一个大油田诞生。1958 年，克拉玛依油田正式开发，当年产油 33.38 万吨，两年后跃升至 166 万吨，成为我国最大的油田。1975 年，克拉玛依、白碱滩、百口泉等 18 个油田区块原油产量成功突破 300 万吨大关。2022 年 12 月 22 日，原油年产量突破千万吨，成为中国西部首个千万吨级油田。6 年后又建成全国首个“数字油田”，实现原油产量连续 28 年稳步增长。2024 年新疆油田原油产量再创历史新高，成为国家原油增储上产的绝对主力。新疆油田累计探明石油地质储量超 30 亿吨、天然气 1700 多亿立方米，贡献原油近 4.5 亿吨、天然气超 1000 亿立方米，原油千万吨稳产已持续 23 年。2025 年新疆油田预计原油产量 2000 万吨，并向着全面建设 5000 万吨现代化综合性能源公司的宏伟目标挺进。

由新疆油田公司吉庆油田作业区开发管理的新疆吉木萨尔国家级陆相页岩油示范区，是中国首个国家级陆相页岩油示范区。吉庆油田作业区位于准噶尔盆地东部，面积 1278 平方千米，资源储量估算超过 10 亿吨。2023 年，吉木萨尔凹陷页岩油产量达到 63.5 万吨。吉木萨尔页岩油的勘探开发经过先导试验和工业化试验目前进入技术定型和规模化建产阶段。

图1: 吉木萨尔页岩油井位分布



资料来源：准噶尔盆地吉木萨尔凹陷昌吉页岩油成藏条件及勘探开发关键技术，国信证券经济研究所整理

吉木萨尔凹陷的页岩油为源-储一体，决定水平井产能高低的关键因素是“甜点”中的“黄金靶体”，即一、二类“甜点”的油层。中国石油新疆油田公司为提高其钻遇率进行了技术攻关，“黄金靶体”钻遇率从 43.4% 提升至 83.6%，资源动用程度由 50% 提高至 89%，单井综合投资降至 4500 万元，实现了效益建产。

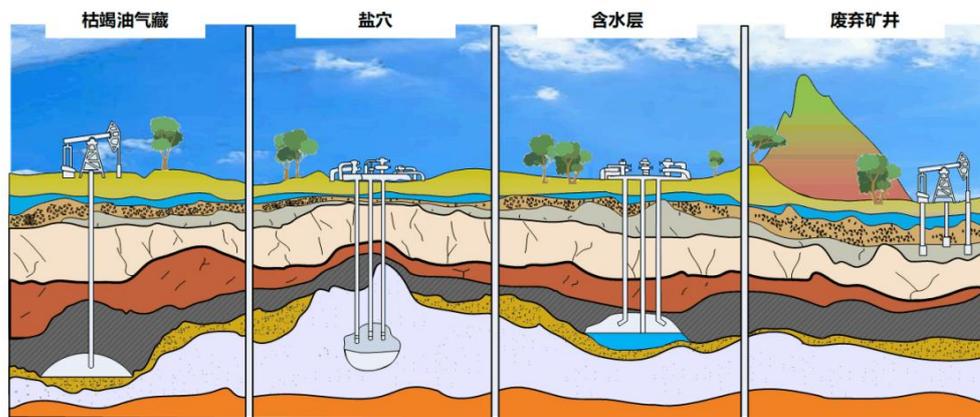
吉庆油田产能建设加快，预计 2025 年产量页岩油产量达 140 万吨。截至 2024 年一季度，吉庆油田围绕页岩油开发已取得 1 项理论创新与 7 项技术突破，陆相页岩油开发技术整体达到国际领先水平。截至 2023 年底，吉庆油田作业区页岩油累计完钻产能井 252 口，建成产能 129.3 万吨，2023 年吉木萨尔页岩油产量达到 63.5 万吨，2024 年页岩油计划产量突破 90 万吨，较 2023 年增加 30 万吨。按照计划，吉庆油田作业区今年将完成钻井 100 口，压裂井 110 口，2025 年页岩油年产量将达到 140 万吨。

### ◆ 呼图壁储气库：兼具战略及调峰作用

天然气的生产、运输和消费体系有其自身的特殊性。一方面天然气蕴藏量和消费量分布十分不均匀，我国东部人口密集、天然气消费量较大的地区缺少稳定的天然气气源，而在西部地区天然气消费量较小，却存在大量的天然气气田。另一方面天然气的消费具有季节性的不均匀性，但是气源的供应量却不能跟随用气的峰谷进行同步供给。地下储气库是国家天然气“产-供-储-销”产业链中的重要组成部分，是关系国计民生的重点工程。地下储气库具有储量大、稳定性能好、调峰能力强的优点，能够有效调节天然气产销环节中的不平衡、不均匀状况；同时，地下储气库作为目前最大的储气“容器”，能有效弥补天然气管网系统应急能力较差的缺陷。

地下储气库由储气地质体、注采井网和地面集输系统三部分组成。根据储气库建库储集层类型不同，可将储气库划分为 4 种类型，即油气藏型、水层型、盐穴型和矿坑型。储气库以年为周期运作，我国采暖季为天然气消费高峰，“冬春采气、夏秋注气”是我国储气库的运作流程。

图2：地下储气库类型示意图



资料来源：气顶油藏储气库渗流机理与气驱协同开发方法研究，国信证券经济研究所整理

中国自 20 世纪 90 年代开始探索建设储气库，在借鉴国外经验的基础上，设计建成了第一座储气库-大张坨储气库。截至 2019 年底，中国建成储气库 15 座，形成工作气量 115 亿立方米，约占当年天然气消费量的 3.8%，日调峰能力 1.3 亿立方米。2018 年冬季，受“煤改气”和中亚天然气供应减少的双重影响，国内出现用气短缺的窘境，引起国家高度重视，国家对供气企业、城市燃气与地方政府下达了储气调峰的建设指标，要求加快推进储气设施建设。在此背景下，中国储气库进入高速发展期，至 2023 年底，累计建成储气库 30 座，工作气量达到 230 亿立方米，约占天然气年消费量的 5.8%，日调峰能力超过 2.6 亿立方米。

图3：中国储气库发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

呼图壁储气库是在新疆油田原呼图壁气田基础上改建的，也是国内首座库容超 100 亿立方米的大型储气库（世界第六、亚洲第一），也是中亚进口气进入国内后的首座储气库。呼图壁储气库设计库容量 107 亿立方米，工作气量 45.1 亿立方米，具备北疆地区及西气东输管线系统季节调峰和事故应急供气双重功能。与地面储罐相比，呼图壁储气库作为地下储气库，具有储藏量大、调节工作气量大、安全性高和成本低等优势。目前共有注采井 49 口，最大注气能力 2600 万方/天，高峰调峰能力 3950 万方/天，自 2013 年 6 月

建成投运以来，已历经“十二注十二采”，累计注气 244 亿方，采气 217 亿方。

图4：呼图壁储气库



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

### ◆ 克拉玛依百里油区：石油中的“稀土”，环烷基稠油

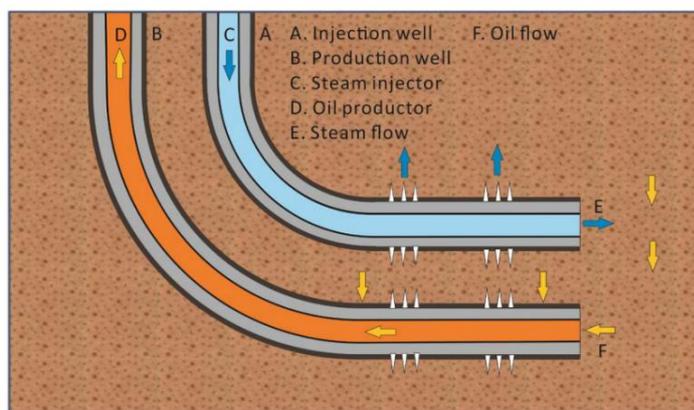
克拉玛依油田位于准噶尔盆地西北缘纵贯克拉玛依区、白碱滩区、乌尔禾区三个区，南起红山油田、北至乌尔禾的 217 国道两侧，全长 150 公里左右，因此得名“百里油区”，其原油产量占新疆油田总产量的 60%，是我国面积大的稠油开采区。

稠油根据环烷烃含量不同进行分类。少于 20% 的被称为石蜡基稠油，20%-40% 的被称为中间基稠油，40% 以上的被称为环烷基稠油。环烷基稠油是炼制航空煤油、低凝柴油、超低温冷冻机油、特种沥青、高端橡胶油等特种油品不可或缺的稀缺优质原料，储量仅占世界已探明石油储量 2.2%，因而被誉为石油中的“稀土”。

目前世界环烷基稠油资源主要集中在美国、加拿大、委内瑞拉和中国。其中，美国、加拿大稠油中环烷烃含量为 32%，委内瑞拉稠油中环烷烃含量为 53%，中国渤海湾稠油中环烷烃含量为 30% - 46%，而克拉玛依油田稠油环烷烃含量高达 69.7%，是环烷基稠油中的“极品”。世界稠油探明储量中该类资源仅有 0.15%，新疆油田一家资源量就达 10 亿吨。

稠油与原油的区别就在于粘度大，流动性差，胶质、沥青质含量高。2007 年至 2012 年，新疆油田公司石油科研技术团队经过 4 年艰苦奋斗，通过“引进—模仿—再创新”，为风城油田 3.6 亿吨超稠油开发找到了方法，探索出了适合新疆油田浅层超稠油油藏的双水平井蒸汽辅助重力泄油技术（以下简称“双水平井 SAGD 技术”），破解了超稠油开发的世界级难题。双水平井 SAGD 技术是一种类似于“烧烤”的开发技术，是在油藏底部平行部署一对注汽井和生产井，并向井内注入超高温蒸汽，将稠油逐渐“烤化”流动后，在重力作用下泄采油的方法。这种采油方法具有高采油能力、高油气比、高采收率等优势。

图5：双水平井 SAGD 工作过程



资料来源：中国稠油开发技术现状与建议，国信证券经济研究所整理

SAGD 技术解决了稠油开采难题，但该技术从蒸汽的生产到采出原油等环节都伴随着能量的高损耗。为此新

疆油田公司制定了“十四五”稠油高效、低碳开发攻关思路：立足“少用蒸汽、不用蒸汽、余热利用”方向，拟通过电加热辅助 SAGD 和溶剂辅助 SAGD 技术，推进稠油低碳开发。2023 年的现场试验显示井下大功率电加热 SAGD 预热技术较传统注蒸汽热采模式热效率提高了 20%，蒸汽使用量减少了 90%。“以电代气、以电代汽”绿色开发替代传统燃气锅炉的开发方式，将大幅减少天然气和蒸汽使用量以及二氧化碳的排放量，将极大地促进稠油开发技术与新能源的融合发展，降低稠油开发成本，应用前景广阔。

风城油田作业区重 37 井区积极开展高温光热利用先导试验项目。风城油田作业区重 37 井区高温光热利用先导试验项目是世界首个 SAGD 稠油塔式水工质高温光热试验工程，力求攻克稠油热采光热清洁替代技术瓶颈，探索解决稠油生产高能耗、高碳排放问题。项目太阳能集热区镜场总采光面积 5.15 万平方米，年可提供高品质过热蒸汽 5.23 万吨、替代天然气 392 万方，减少碳排放 0.85 万吨。

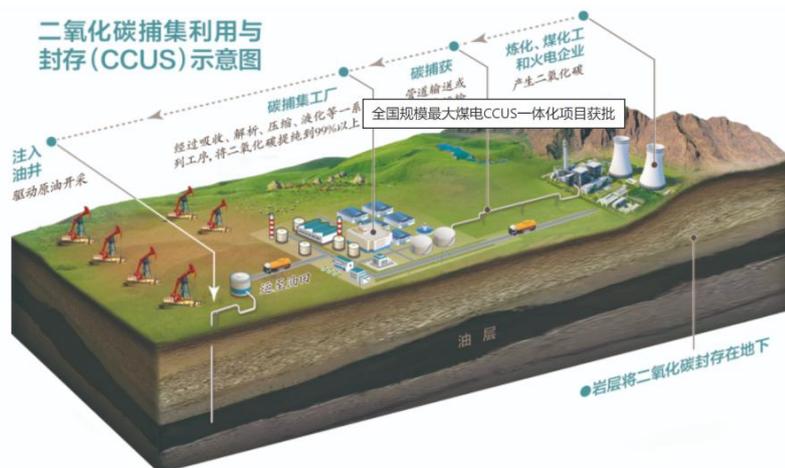
目前世界上稠油资源极为丰富，稠油超稠油和沥青大约占全球石油资源总量的 70%，开发潜力巨大。随着新疆油田公司创新 SAGD 技术及新一代浅层稠油、超稠油开发技术日趋成熟，稠油油藏可以实现低成本开发。我国三大石油央企海外浅层稠油矿权储量多达上百亿吨，稠油开采技术大有可为。

### ◆ 新能源+煤电+CCUS 一体化项目：新旧能源融合发展，油气资源绿色开采

碳捕集、利用与封存（CCUS）技术是指将二氧化碳从工业过程、能源利用或大气中分离出来，并通过工程化手段实现其减排并获得效益的过程，涵盖碳捕集、碳运输、碳利用与碳封存 4 个环节。在碳捕集方面，主要针对燃煤电厂、钢铁、水泥、石化等高碳排放企业，对其排放废气实施燃烧后捕集、燃烧前捕集和富氧燃烧等成熟技术，有效减少碳排放。在碳运输方面，主要根据运输距离、运输量、交通便捷度等因素，通过管道、船舶、铁路、公路等多种方式进行运输。在碳利用与碳封存方面，可以通过化工利用的方式将其转化为甲醇、化肥等高附加值产品。还能在石油、天然气及水资源开采中发挥驱替作用，提高资源开采效率，降低开采成本。其中，CCUS 与提高采收率（EOR）相结合的碳驱油技术，既能提升油气田开发效率，又能封存温室气体，已成为国际能源行业战略布局的重要方向。

碳驱油技术的核心在于二氧化碳与原油之间的多种物理化学作用。其一，二氧化碳溶解于原油，会破坏分子间作用力，降低原油黏度，增强其在油藏孔隙中的流动能力，从而提高驱油效率；其二，二氧化碳溶于原油会使原油体积膨胀、黏度降低、流度增大，而溶于水又会使水黏度增加、流度降低，进而改善原油与水的流度比；其三，二氧化碳使原油体积膨胀，增加了弹性能量，为驱油提供了额外动力；其四，在一定条件下，二氧化碳能够萃取汽化原油中的轻质烃，形成混相或近混相状态，降低油水界面张力，便于驱替残余油。在碳驱油过程中，部分二氧化碳会随原油一同被采出，但仍有相当一部分会留在地下油藏中，实现地质封存。

图6: CCUS 与 EOR 结合示意图



资料来源：新疆人民政府官网，国信证券经济研究所整理

新疆油田 264 万千瓦新能源及配套煤电、碳捕集一体化（一期）项目是国内最大的“新能源+煤电+CCUS”一

体化项目。一期建设 264 万千瓦光伏+132 万千瓦煤电+100 万吨/年碳捕集，发电能力 94.5 亿千瓦时/年（光伏 41.7 亿，煤电 52.8 亿），工业供汽能力 164 万吨/年（410-450℃，3.3-3.7MPa），二氧化碳产出能力 100 万吨/年。该一体化项目预计将于 2025 年 11 月实现光伏项目并网发电，2026 年 6 月煤电项目并网发电，并同期建成 100 万吨/年的二氧化碳捕集能力。

该示范项目具有机组先进、低煤耗、低排放的优点，将形成综合利用煤炭、低碳效益开发油气、融合发展新能源的产业链集群。可为克拉玛依石油石化产业实施大规模可再生能源替代提供深度调峰保障，为新疆区域经济社会发展提供可靠的电力支撑，也有助于新疆电网建设以新能源为主体的新型电力系统。

#### ◆ 克拉玛依石化：坚持特色发展之路

在国内稠油加工工艺一片空白的情况下，克拉玛依石化在 1984 年开始实验开发稠油。1986 年，克拉玛依石化开始正式规模化开发稠油，在 30 多年的研发历程中攻克了设备腐蚀、稠油深加工和延长生产装置停工检修周期 3 大难关。2012 年克拉玛依石化凭借“环烷基稠油生产高端产品技术研究开发与工业化应用”项目荣获国家科学技术进步一等奖，实现了稠油深加工技术从空白到国际先进的历史性跨越。经过 66 年发展，克拉玛依石化年加工能力达 600 万吨，具备 300 万吨/年汽柴油、60 万吨/年航空煤油、120 万吨/年高档润滑油、120 万吨/年沥青生产能力，可生产各类产品 200 多种，建成稠油集中加工、环烷基润滑油生产、高等级道路沥青生产、低凝柴油生产“四大基地”。克拉玛依石化公司生产的变压器油、橡胶油、光亮油、冷冻机油、高等级道路沥青等环烷基系列产品质量均达到国际先进水平。

克拉玛依石化在优化装置运行、产品结构和产业布局上不断突破，放大特色优势，持续推进“减油增特”。白油是经超深度精制脱除芳烃、硫和氮等杂质得到的特种油品，用于工业、食品加工设备的润滑和密封，以及化妆品工业。克拉玛依石化从 20 世纪 90 年代开始白油相关研究，2010 年初具规模。随着 2022 年 15 万吨/年白油加氢装置的投产，公司目前高档白油产能达 20 万吨/年，可满足国内约 50%的需求，为全国最大的高档白油生产基地。克拉玛依石化生产的高档白油产品，重点应用于聚苯乙烯及树脂合成、食品加工机械润滑、化妆品、禽类疫苗、玩具与橡塑制品制造、高档胶粘剂等领域，具有高精尖、特色化、差异化的优势。

图7：克拉玛依石化 15 万吨/年白油加氢装置



资料来源：新疆日报，国信证券经济研究所整理

克拉玛依石化是世界最大的变压器油生产企业之一。公司自主开发的独家产品 TSB45 特种变压器油填补了国内空白，是国内超高压输电工程的指定产品；超高压直流输电变压器绝缘油成功应用于国家大气污染防治行动计划重点输电工程、世界最高电压等级(昌吉-古泉)±1100 千伏特高压直流输电工程。在特种油方面克拉玛依石化陆续研制出 10 号、12 号航空液压油，罗盘油、舵机液压油、严寒区稠化机油、严寒区车辆齿轮油等产品。

托稠油资源和先进的稠油加工工艺，克拉玛依石化目前可生产 20 种 70 多个牌号的石油沥青，产能 120 万吨/年，产品占西北地区市场份额 60%以上。公司沥青产品包括重交通道路沥青、水工沥青、彩色沥青等。承担了西部地区高速公路的道路沥青供应；机场跑道沥青改写了国家枢纽机场跑道长期依赖进口沥青的历史；水工沥青先后应用于三峡、白鹤滩等国家大型水电工程。公司持续推进“减油增化、减油增特”，2024 年开工建设了 50 万吨/年丙烷脱沥青装置，预计 2025 年下半年投入使用。

图8: 2200 千伏三相联结牵引变压器高压站



资料来源：云南变压器公司官网，国信证券经济研究所整理

图9: 克拉玛依石化沥青助力“兴疆工程”建设



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

### ◆ 独山子石化：绿色低碳制备乙烯

独山子石化公司初创于 1936 年，上世纪 50 年代建成具有现代化水平的管式蒸馏和单炉裂化装置，最高年度原油加工量约占全国四分之一；60 年代初原油加工量突破 120 万吨，成为我国第一家百万吨炼厂；90 年代建成新疆首套 14 万吨/年乙烯装置；2009 年建成西部大开发标志性工程千万吨炼油百万吨乙烯；2021 年建成我国乙烯工业示范工程-塔里木 60 万吨/年乙烷制乙烯，目前正在推进塔里木 120 万吨/年二期乙烯项目及配套绿色低碳示范工程。公司目前具备 1000 万吨/年炼油能力、200 万吨/年乙烯、45 万吨/年合成氨、80 万吨/年尿素生产能力、45 万千瓦发电和 500 万方原油储备能力，可生产清洁油品、高端橡塑、功能化肥等 16 大类 500 多种石化产品。

独山子石化乙烷制乙烯项目是我国乙烯工业依托“自有资源+自有技术”的国家示范工程。一期项目建设内容包括 60 万吨/年乙烯裂解装置、30 万吨/年全密度聚乙烯装置、30 万吨/年高密度聚乙烯装置，并在 2021 年 8 月全面建成投产。二期项目在 2023 年 8 月开始建设，建设内容包括 120 万吨/年乙烯裂解装置，两套 45 万吨/年全密度聚乙烯装置、30 万吨/年低密度聚乙烯装置、45 万吨/年聚丙烯装置等。二期项目预计 2026 年 6 月中交。独山子石化乙烷制乙烯项目充分发挥了中国石油上下游一体化的规模效应和低成本优势，打造了南疆天然气产业增值链，实现了“天然气—乙烷—乙烯”整体产业链最大增值，促进了新疆经济社会发展。

独山子石化积极研发特种烯烃产品，解决材料领域“卡脖子”难题。2015 年 11 月，独山子石化一部成功开发出茂金属膜料 E2P2010HA，使中国石油茂金属聚烯烃产品实现了“从 0 到 1”的突破，填补了国内高端聚乙烯产品的空白。之后研发团队相继开发出多个牌号产品，使中国石油高端茂金属聚乙烯产品的系列化开发基本形成。2024 年 4 月，独山子石化又成功开发了 6 个超低密度和极低密度聚乙烯系列新产品，在

国内首次实现了气相法 POE 技术新突破。

图10: 独山子石化塔里木 60 万吨/年乙烷制乙烯装置



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

◆ **投资建议:** 我们维持之前盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润 1674/1709/1740 亿元, 摊薄 EPS 分别为 0.91/0.93/0.95 元, 对于当前 A 股 PE 为 10.09/9.87/9.66x, 对于 H 股 PE 为 6.79/6.65/6.51x, 维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价EPS (元)	EPS			PE			PB
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2025E
601857.SH	中国石油	优于大市	9.18	0.90	0.91	0.93	10.20	10.09	9.87	1.06
600938.SH	中国海油	优于大市	27.05	2.90	2.95	3.02	9.33	9.17	8.96	1.63

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (注: 数据截至 2025 年 6 月 18 日)

◆ 风险提示

原油价格大幅波动的风险; 自然灾害频发的风险; 新项目投产不及预期的风险; 地缘政治风险; 政策风险等。

相关研究报告:

- 《中国石油 (601857.SH) - 能源转型践行 ESG 理念, 社会责任凸显央企担当》 —— 2025-05-22
- 《中国石油 (601857.SH) - 上游板块逆势增长, 2025 年一季度归母净利润同比增长 2.3%》 —— 2025-04-30
- 《中国石油 (601857.SH) - 全年归母净利润同比增长 2.0%, 分红率达到 52.2%》 —— 2025-04-02
- 《中国石油 (601857.SH) - 煤岩气成为天然气增产新动能》 —— 2025-02-19
- 《中国石油 (601857.SH) - 国内油气实现高效稳产, 海外资源版图不断扩张》 —— 2024-12-05

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	269873	216246	126339	116247	106324	营业收入	3011012	2937981	2937494	2986023	3028910
应收款项	99802	104032	96575	98171	99581	营业成本	2302385	2275223	2243897	2278082	2310095
存货净额	180533	168338	127957	129168	130223	营业税金及附加	295015	266012	264374	268742	272602
其他流动资产	100908	99412	88125	89581	90867	销售费用	70260	63190	64625	65692	66636
<b>流动资产合计</b>	<b>658520</b>	<b>590844</b>	<b>441812</b>	<b>435982</b>	<b>429810</b>	管理费用	55023	65026	62461	63432	64290
固定资产	665611	695374	748880	783387	801701	研发费用	21957	23014	20562	22395	24231
无形资产及其他	92744	92790	94078	95367	96655	财务费用	18110	12552	6167	2974	1624
投资性房地产	1054863	1083922	1083922	1083922	1083922	投资收益	9554	11934	10000	10000	10000
长期股权投资	280972	290077	293077	296077	299077	资产减值及公允价值变动	(26948)	(9605)	(22000)	(25000)	(25000)
<b>资产总计</b>	<b>2752710</b>	<b>2753007</b>	<b>2661770</b>	<b>2694734</b>	<b>2711165</b>	其他收入	199	(3021)	(20562)	(22395)	(24231)
短期借款及交易性金融负债	156795	147712	50000	50000	50000	营业利润	253024	255286	263406	269705	274432
应付款项	309887	287680	255914	258336	260445	营业外净收支	(15566)	(13784)	(20000)	(20000)	(20000)
其他流动负债	222325	201925	196687	198618	200302	<b>利润总额</b>	<b>237458</b>	<b>241502</b>	<b>243406</b>	<b>249705</b>	<b>254432</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>689007</b>	<b>637317</b>	<b>502601</b>	<b>506954</b>	<b>510747</b>	所得税费用	57167	57755	60851	62426	63608
长期借款及应付债券	143198	98072	68072	38072	8072	少数股东损益	19147	19071	19221	19719	20092
其他长期负债	289884	307755	308255	308755	309255	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>161144</b>	<b>164676</b>	<b>163333</b>	<b>167560</b>	<b>170732</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>433082</b>	<b>405827</b>	<b>376327</b>	<b>346827</b>	<b>317327</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>1122089</b>	<b>1043144</b>	<b>878928</b>	<b>853781</b>	<b>828074</b>	净利润	161144	164676	163333	167560	170732
少数股东权益	184211	194492	202137	209981	217973	资产减值准备	(8277)	(14678)	1437	986	550
股东权益	1446410	1515371	1580704	1630972	1665119	折旧摊销	210347	215967	176768	193219	209848
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2752710</b>	<b>2753007</b>	<b>2661770</b>	<b>2694734</b>	<b>2711165</b>	公允价值变动损失	26948	9605	22000	25000	25000
关键财务与估值指标						财务费用	18110	12552	6167	2974	1624
每股收益	0.88	0.90	0.89	0.92	0.93	营运资本变动	(4229)	(59012)	24058	1577	1091
每股红利	0.58	0.58	0.54	0.64	0.75	其它	14793	21443	6208	6857	7442
每股净资产	7.90	8.28	8.64	8.91	9.10	<b>经营活动现金流</b>	<b>400726</b>	<b>338001</b>	<b>393805</b>	<b>395199</b>	<b>414663</b>
ROIC	12%	11%	13%	14%	14%	资本开支	0	(216470)	(255000)	(255000)	(255000)
ROE	11%	11%	10.3%	10.3%	10.3%	其它投资现金流	(3528)	4588	0	0	0
毛利率	24%	23%	23.61%	23.71%	23.73%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(14829)</b>	<b>(220987)</b>	<b>(258000)</b>	<b>(258000)</b>	<b>(258000)</b>
EBIT Margin	9%	8%	10%	10%	10%	权益性融资	3576	2393	0	0	0
EBITDA Margin	16%	16%	16%	16%	17%	负债净变化	(43465)	(52093)	(30000)	(30000)	(30000)
收入增长	-7%	-2%	-0%	2%	1%	支付股利、利息	(106304)	(106259)	(98000)	(117292)	(136585)
净利润增长率	8%	2%	-1%	3%	2%	其它融资现金流	(45111)	143670	(97712)	0	0
资产负债率	47%	45%	41%	39%	39%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(341073)</b>	<b>(170641)</b>	<b>(225712)</b>	<b>(147292)</b>	<b>(166585)</b>
股息率	7.1%	7.1%	6.5%	7.8%	9.1%	<b>现金净变动</b>	<b>44824</b>	<b>(53627)</b>	<b>(89907)</b>	<b>(10093)</b>	<b>(9923)</b>
P/E	9.3	9.1	9.2	9.0	8.8	货币资金的期初余额	225049	269873	216246	126339	116247
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	货币资金的期末余额	269873	216246	126339	116247	106324
EV/EBITDA	5.5	5.5	5.2	4.9	4.7	企业自由现金流	0	127286	157006	155555	174231
						权益自由现金流	0	218863	24669	123325	143013

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032