



## Company Report: Sinotrans (00598 HK)

公司报告: 中国外运 (00598 HK)

中文版

Chinese version

Spencer Fan 范明  
(86755) 2397 6686

fanming@gtjas.com

27 September 2017

# Strong Growth Potential and Entry Barriers, Attractive Valuation with Low Market Expectations, Maintain "Buy"

高增长高壁垒, 低估值低预期, 维持“买入”

- **1H17 results were stable.** Half-year revenue rose 27.4% YoY to RMB27,615 mn, while shareholders' profit rose 2.1% YoY to RMB987.6 mn, missing market consensus. Freight forwarding ("FF") operations grew amid trade boom. Sea FF volume rose 6.5% YoY with an increase in returning routes. Air FF volume rose 16.5% YoY as Sinotrans tightened cooperation with Airlines. JV DHL-Sinotrans underperformed amid early recognition of rising network expense. We are confident on Sinotrans' FF and express delivery segments.
- **CML injection has caused worries on its profit sustainability, while we believe that long-term synergy will outweigh.** The RMB5,450 mn consideration implied a 1.46x 1H17 PBR and a 8.8x 2016 PER. The decision to issue H-shares was optimal, which will not affect Sinotrans' cash balance, yet the injection dilutes Sinotrans' 2017 EPS. CML's operating lines will be complementary for Sinotrans and we expect more synergies to be realized.
- **We reiterate our view that cross-border e-commerce logistics will be Sinotrans' next profit generator.** Based on our understanding, Sinotrans has comparative advantages in customs clearance and business scale, as both are the industry's high entry barriers for competitors. As the industry size is projected to expand over 20% YoY, we expect Sinotrans to seize the chance and build up its strength especially among the import-bound routes.
- **Reiterate "Buy" rating and TP at HK\$5.00.** The effect of 2017 EPS dilution will be temporary. CML will not only raise the curtain for Sinotrans' epitaxial M&As, but also enhance the Company's long-term profitability, yielding additional upward potential for Sinotrans' valuation. Our TP reflects 12.1x, 10.7 x and 8.2x 2017-2019 PER.
- **2017 年上半年表现稳健。**公司 2017 上半年收入同比升 27.4%至人民币 276.15 亿元, 股东净利同比升 2.1%至人民币 9.876 亿元, 低于市场预期。货代业务伴随贸易高景气增长。海运货代量同比增 6.5%, 受益于返程箱的增多。空运货代量同比升 16.5%, 而公司与航线绑定了更紧密合作关系。合营公司中外运敦豪由于提前确认上涨的网络费成本而表现低于预期。我们对公司货代及快递业务保持乐观。
- **招商物流注入令市场担忧其盈利持续性, 而我们更看好长期协同的效益。**合计 54.5 亿元人民币的收购对价隐含了 1.46 倍的 2017 上半年市净率和 8.8 倍的 2016 市盈率。选择发行 H 股进行收购是最优选择, 该选项并不影响公司现金平衡, 公司 2017 年每股盈利将被摊薄。招商物流业务线与公司互补, 我们期待两家公司之间更多的协同效应在未来显现。
- **我们维持看好跨境电商物流成为公司下个盈利增长点观点。**基于我们的认知, 中国外运在海关清关及业务规模上具备比较优势, 这两者是行业内竞争者面临的高壁垒。随着行业规模伴随 20%以上的年增速扩张, 我们期望公司把握机遇并尤其在进口线路上增强实力。
- **维持“买入”评级及 5.00 港元目标价。**摊薄每股盈利的影响将是暂时的。招商物流不仅将拉开中国外运外延式收购的序幕, 还将增强公司的长期盈利能力, 也为中国外运的估值带来了增量上浮空间。我们的目标价对应 12.1 倍、10.7 倍以及 8.2 倍 2017 至 2019 年市盈率。

Rating:

Buy

Maintained

评级:

买入 (维持)

6-18m TP 目标价:

HK\$5.00

Revised from 原目标价:

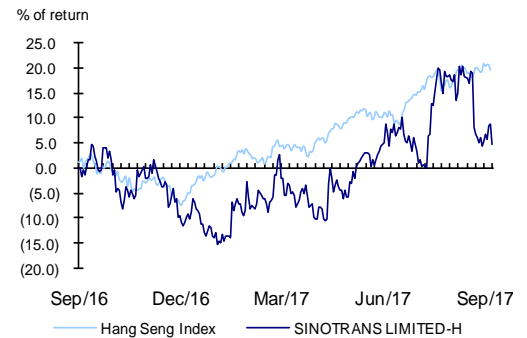
HK\$5.00

Share price 股价:

HK\$3.910

### Stock performance

股价表现



Change in Share Price	1 M	3 M	1 Y
股价变动	1 个月	3 个月	1 年
Abs. % 绝对变动 %	(8.9)	(3.7)	2.4
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	(7.7)	(10.0)	(15.6)
Avg. share price(HK\$) 平均股价 (港元)	4.1	4.1	3.7

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End	Turnover	Net Profit	EPS	EPS	PER	BPS	PBR	DPS	Yield	ROE
年结	收入	股东净利	每股净利	每股净利变动	市盈率	每股净资产	市净率	每股股息	股息率	净资产收益率
12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(Δ %)	(x)	(RMB)	(x)	(RMB)	(%)	(%)
2015A	45,528	1,493	0.324	15.7	10.1	3.283	1.0	0.100	3.1	10.5
2016A	46,784	1,629	0.354	9.3	9.9	3.489	1.0	0.110	3.1	10.4
2017F	64,498	2,133	0.353	(0.3)	9.4	5.164	0.6	0.150	4.5	10.7
2018F	69,324	2,399	0.397	12.5	8.4	5.461	0.6	0.169	5.1	9.8
2019F	73,102	3,132	0.518	30.5	6.4	5.876	0.6	0.221	6.6	12.0

Shares in issue (m) 总股数 (m)	4,606.5	Major shareholder 大股东	Sinotrans & CSC 53.4%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)	18,011.4	Free float (%) 自由流通比率 (%)	46.6
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)	14,342.8	FY17 Net gearing (%) FY17 净负债/股东资金 (%)	net cash
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低	4.670 / 3.180	FY17 Est. NAV (HK\$) FY17 每股估值 (港元)	6.8

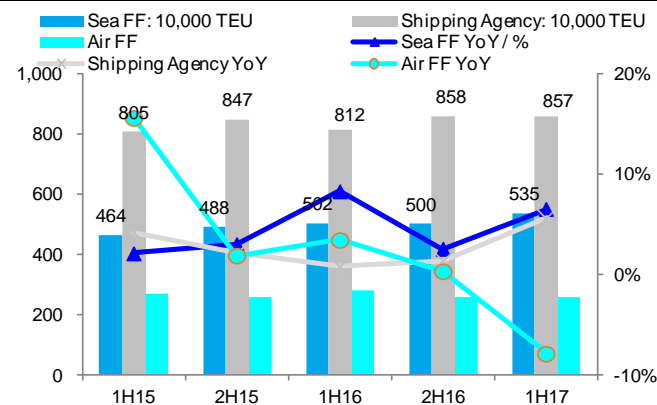
Source: the Company, Guotai Junan International.

中国外运（“公司”）2017年上半年业绩总体表现稳健。2017年上半年，中外运实现人民币276.151亿元收入，同比上涨27.4%，超市场预期。经营利润同比上涨34.3%至人民币11.687亿元。股东净利同比提高2.1%至人民币9.876亿元，低于市场预期。公司在公布2017年中期报告之后给出了招商物流注入的细节。市场忧虑招商物流的盈利持续性以及2017年每股盈利被摊薄，但我们认为两家公司将产生巨大的协同效应，看好该笔交易。我们将在接下来的段落中阐述推演。

货代业务仍然为公司贡献最多的收入及利润，我们预计该分部将随着贸易复苏而稳步改善。海运货代量达到535万标准箱（同比上涨6.5%），主要受惠于海运贸易复苏以及返程箱增多。2017年上半年，公司在增大进口线路（如由欧洲各国至中国）返程箱数量上取得了突破性进展。2017年上半年出口货代线路的满载率接近100%，而期内进口货代航线满载率上升至87%。由于公司增强了与国内航空公司（如中国东方航空/中国国际航空）的合作，锁定较为有利（成本较低）的货运，确保更高的利润率，空运货代量总计达2.552亿吨。2017年上半年，受惠于船务公司之间联系更为密切以及大宗商品（如原油及矿砂）开采增多，船务代理的集装箱处理量提升5.6%至856.8万标准箱，船务代理的散货处理量同比增加13.7%至1.366亿吨。作为招商局集团的指定平台，在招商物流注入之后，中外运可能寻求其他的并购标的，特别是在主要货代业务的高端物流网络扩展期间。2016年，中国外运在Armstrong & Associates' (A&A's)评选的全球50大第三方物流企业企业中排列第8位，该机构依据物流公司的总收入进行排名。完成招商物流收购后，公司在该排名中的位次预计将提升至第5位。

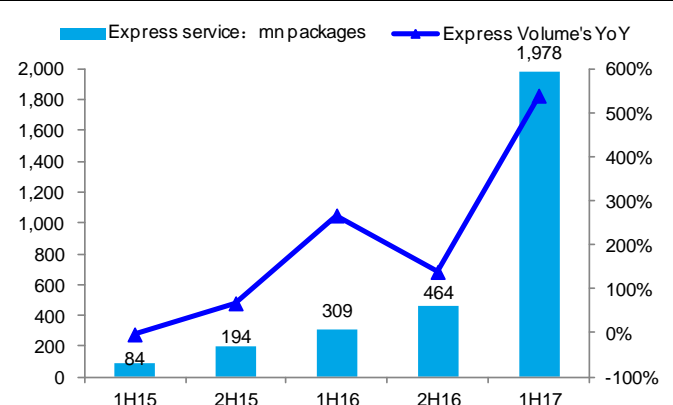
中外运敦豪业绩差于预期是由于网络费成本的会计确认时间差异所导致。公司合营公司中外运敦豪2017年上半年表现弱于预期；其投资所得贡献达到人民币4.319亿元，同比增加0.1%。通过分析快递业及公司，我们认为中外运敦豪业绩差于预期的原因部分为由于提前确认2017年上半年上涨的网络费成本。网络费成本是快递公司的一项基本成本，快递公司应向母公司/总部交付该费用从而得以使用其相关网络/设施，网络费成本通常随着通胀在年内上涨。2016财年中，截止2016年第4季度，中外运敦豪提前一次性确认2017年上半年网络费成本上涨。但合营公司在本次确认2017年第2季度成本上涨。总体而言，我们预计中外运敦豪的业务将在2017年下半年维持稳健，2017年全年利润增长目标为同比5.0%。

图-1: 货代量分部及同比增幅



资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-2: 快递服务分部货运量及同比增幅



资料来源: 公司、国泰君安国际。

招商物流注入令市场担忧其盈利持续性，而我们更看好长期协同的效益。收购招商物流100%股权的总代价为人民币54.50亿元（1.46倍2017年上半年市净率及8.8倍2016年市盈率）。交易将于2017年第4季度完成，公司计划以4.43港元每股的价格发行14.427亿股H股（股数：+31.3%），以此确保公司资金的流动性。若我们假设招商物流2017年全年利润为2017年上半年为两倍（依公司管理层指引），招商物流2017年的股东净利则为人民币4.84亿元。此外，在招商物流半年人民币2.42亿元的股东净利中，仅有人民币1亿元被计为经常性利润，因此市场担忧其盈利持续性。中国外运近期的股价下滑反映了该负面预期。但我们不应忽视长期的协同效益。我们认为招商物流在合同物流及托盘租赁业务方面将对公司起到互补作用，而招商物流的合同物流分部（占收入的50%）2017年上半年覆盖中国超过150个城市，与公司相关设施高度重合。合同物流方面，招商物流主要客户为日化产品及白酒（饮料）制造商，而公司的客户为汽车、轮胎及医疗产品生产商。注入之后，公司的合同物流业务规模将扩张，产品将更为多样化。托盘租赁方面，招商物流目前位列世界第2位，净资产收益率超过12%，而中国外运认为在招商物流开始共享业务之后，仓储成本将降低。冷链配送方面，公司将运营两个独立的品牌“中外运普菲斯”与“招商美冷”，二者皆为国际著名品牌。目前，招商物流在全国800多个物流中心拥有超过3.75万辆货车，这将有助于中外运增强服务质量，降低冷链配送成本。仓储方面，招商物流拥有440万平方米的土地，并在中国一二线城市拥有货仓，这将长期间接利好中外运。此外，通过吸收招商物流，将解除公司与招商物流的横向竞争，两家公司的最终母公司均为招商局集团。

表-1: 招商物流财务信息

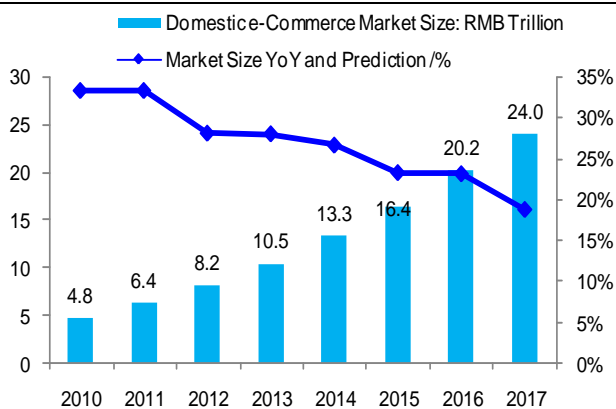
招商物流	2014	2015	2016	1H17
总收入 (人民币百万元)	8,038	9,464	13,124	7,143
税后利润 (人民币百万元)	171	170	709	266
股东净利 (人民币百万元)	229	131	620	242
总股本 (人民币百万元)	5,814	2,722	3,595	4,223
股东权益 (人民币百万元)	5,090	2,466	3,200	3,741
内含市盈率	23.8 倍	41.6 倍	8.8 倍	2017 年全年 11.3 倍*
内含市净率	1.07 倍	2.21 倍	1.70 倍	1.46 倍
净资产收益率 (普通股票产权回报率)	4.5%	5.3%	19.4%	6.5% for 1H17

\*: 在 2017 年 9 月 7 日召开的分析师电话会议中, 中外运管理层指引 2017 年招商物流的全年利润将接近 2017 年上半年的两倍。

资料来源: 公司、国泰君安国际。

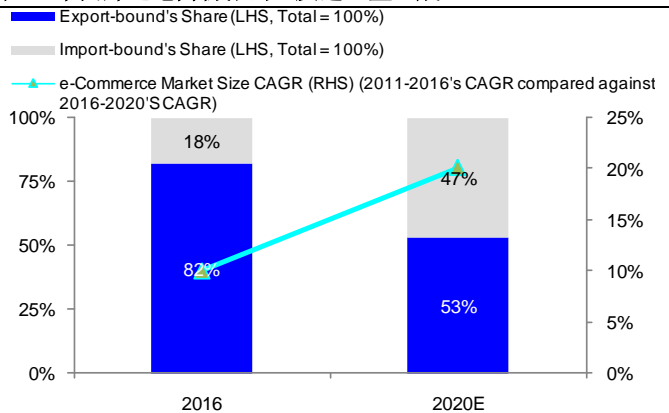
我们维持看好跨境电商物流成为公司下个盈利增长点的观点。随着行业渗透率改善以及库存类别的扩张, 据阿里研究院预测, 中国跨境电商市场预计在 2016-2020 年的同比增幅将超过 20%。同时, 国内跨境电商用户量自 2015 年起增长超过 50%。目前, 仅有 10% 的电商用户属于跨境电商类别。通过查看进口物品类型我们发现婴儿用品/化妆品/营养保健品为跨境电商的主流, 而 3C 设备及服装为主要出口物品。2016 年出口贸易占据该分部总贸易量的 82%。与国内电商业发展初期相似的是, 物流为跨境电商市场瓶颈。因此, 我们认为物流将在行业竞争中成为决定性的因素。与国内电商物流不同, 中国跨境电商物流行业拥有两个壁垒: 1. 清关; 及 2. 更低的成本及良好的客户关系。我们认为公司在这两个方面均占有优势。清关方面: 海关政策各国不同。公司国有企业的背景以及与大部分国家长期稳健的关系能够保证其在国内外的竞争优势。在我们上一份的公司报告中, 我们阐述了公司的“eSinotrans”电商系统, 该系统为监控公司庞大的货流的监控平台。事实上, 公司在过去几年一直协助各省市海关建立他们的信息技术系统。因此, “eSinotrans”在与各海关清关平台对接时拥有极高的匹配度。规模成本: 公司拥有中国最大的全球货代网络, 覆盖海外超过 70 个城市。2016 年国际空运货代量超过 420,000 吨。公司已于 2016 年第 2 季度建立海外货仓, 据阿里研究院, 公司的边际包裹处理成本较其物流同业及新晋竞争者低。整体而言, 公司的跨境电商物流有良好的发展基础。

图-3: 国内出口电商市场规模及同比增幅



资料来源: 艾瑞咨询、国泰君安国际。

图-4: 中国外运电商物流出口及进口量组成



资料来源: 阿里研究院、国泰君安国际。

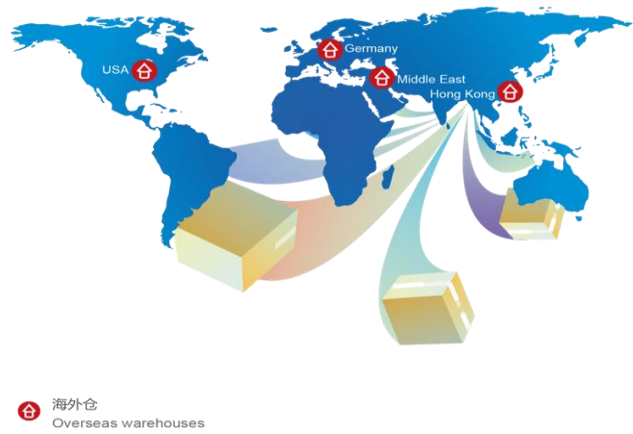
公司进口电商物流分部或将于 2017 年下半年改善。出口相关活动占据公司 2016 年跨境电商贸易量的 82%，同时, 我们认为 2017 年跨境电商的重心将逐渐由出口型转向进口型。公司在国内仓储及国际货代网络方面的竞争优势正转变为新竞争优势: 更快的处理运作及更低的规模成本。截止 2017 年上半年, 公司已经成为阿里巴巴、网易考拉及亚马逊指定业务伙伴。作为阿里巴巴菜鸟联盟的最佳伙伴, 公司的关键业绩指标排列阿里巴巴 2016 年跨境物流服务公司名单中的第 1 位。总体而言, 公司在 A&A's 全球 50 大第三方物流企业中排列第 8 位, 并且与京东/阿里巴巴/唯品会良好的关系为公司的网络品牌优势, 将增强未来的客户保留率。

图-5: 中国外运出口电商网络



资料来源: 公司。

图-6: 中国外运进口电商网络



资料来源: 公司。

考虑到招商物流注入带来的影响，调整此前的盈利预测。招商物流注入预计将于 2017 年第 4 季度完成，我们相应将招商物流产生的全年影响计入中外运 2017-2019 年的预测。如上所述，招商物流将强化公司货代及物流分部的基本面，但由于额外发行 14.4268 亿股 H 股，将对中外运 2017 年的每股盈利产生摊薄效应。基本面方面，我们对公司主要的货代业务及快递（包括跨境电商物流）将自 2017 年下半年起继续改善抱有信心，我们上一份公司报告中的预测已经充分反映了对公司 2017 年下半年公司收入增长的乐观态度。货代分部方面，我们预计 2017 年公司海运/空运货代量将延续 2017 年上半年的稳健业绩表现，将分别同比增长 8.0%/10.0%（由于缺乏招商物流货代分部数据，剔除招商物流的影响）。然而，集装箱航运业于 2017 年第 2 季度起复苏，公司在减少平均售价，争取在 2017 年第 4 季度旺季中获得充足的租船订舱方面有所压力。另一方面，由于两间公司正处在早期磨合阶段，我们预计中外运运输及人工/办公成本在 2017 年第 4 季度及 2018 年上涨。总体而言，由于合并招商物流，我们分别上调 2017-2019 年收入预测 31.6%/37.2%/39.6%。海运货代作为最大的利润贡献分部，分部成本预计在上游集装箱航运业 2017 年 6/9 月价格上涨后承压。因此，我们预计公司海运货代航运成本将在 2017 年下半年增长 21%。此外，招商物流的合同物流将通过提供更大的多样性大幅提振公司。因此，我们上调 2017-2019 年股东净利预测 21.7%/33.4%/41.9%。在考虑摊薄效应之后，公司 2017-2019 年对应每股盈利为人民币 0.353 元、人民币 0.397 元及人民币 0.518 元，分别相当于同比-0.3%、12.5%与 30.5%的同比增幅。我们认为协同效应预计将在 2018 年下半年起利好公司。

表-2: 盈利预测变动

人民币百万元	FY17F		FY18F	FY19F
		新预测		
收入	64,498		69,324	73,102
经营利润	2,181		2,263	3,474
税前利润	3,368		3,764	5,022
净利	2,133		2,399	3,132
每股盈利 (人民币)	0.353		0.397	0.518
		原预测		
收入	49,028		50,517	52,353
经营利润	1,894		1,800	2,386
税前利润	2,782		2,826	3,523
净利	1,753		1,799	2,207
每股盈利 (人民币)	0.381		0.390	0.479
		变动%		
收入	31.6%		37.2%	39.6%
经营利润	15.1%		25.7%	45.6%
税前利润	21.1%		33.2%	42.5%
净利	21.7%		33.4%	41.9%
每股盈利 (人民币)	-7.4%		1.7%	8.1%

资料来源: 国泰君安国际。

维持“买入”的评级及 5.00 港元的目标价，以充分反映公司估值潜力。市场对招商物流盈利的持续性存有质疑，但我们对公司与招商物流协同效应对股价产生的影响持乐观态度。虽然从招商物流分部盈利构成中可以获得的信息有限，但我们认为每股盈利被摊薄是暂时的，招商物流四大业务分部（货代、托盘租赁、合同物流及冷链/货车运输）对公司形成整体互补。事实上，招商局集团希望中外运作为其唯一及主要的物流平台，成为具有国际竞争力的物流服务公司，进入“福布斯世界 500 强名单”则为公司的终极目标。我们预计在公司 2017 年第 4 季度完成招商物流业务收购之后，自 2018 年起将会有更多的外延式收购（特别在海外）。整体而言，我们的目标价分别反映 12.1 倍/10.7 倍/8.2 倍 2017-2019 年市盈率。

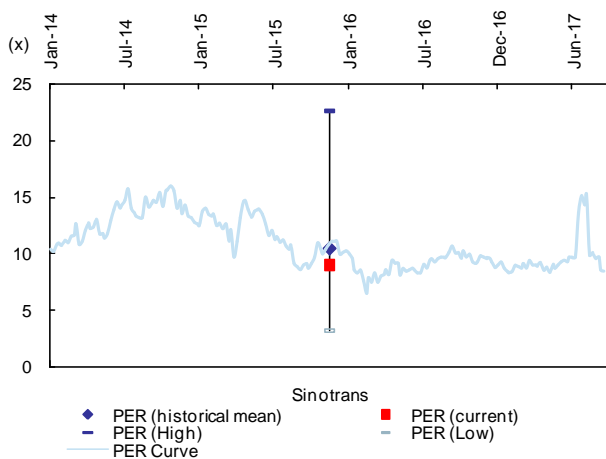
**主要风险：**1) 2017 年下半年起中国贸易复苏放缓，以及 2) 招商物流注入带来不确定性。

表-3: 同业比较

公司名称	股票代码	货币	收市价	市盈率				市净率				ROE(%)	D/Y(%)	ROA(%)
				16A	17F	18F	19F	16A	17F	18F	19F	17F	17F	17F
香港上市物流公司														
中国外运-H 股	598 HK	HKD	3.91	9.9	9.4	8.4	6.4	1.0	0.6	0.6	0.6	10.7	4.5	4.7
嘉里物流	636 HK	HKD	10.60	9.5	15.3	12.5	12.0	1.1	1.1	1.0	0.9	8.7	2.1	5.1
深圳国际	152 HK	HKD	14.68	13.3	12.0	11.5	10.5	1.5	1.4	1.3	1.2	13.8	3.8	4.9
粤运交通-H 股	3399 HK	HKD	4.71	9.2	8.1	6.8	5.8	1.3	1.3	1.2	1.2	18.1	3.8	5.2
长安民生物流-H 股	1292 HK	HKD	5.00	6.1	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
北京体育文化	1803 HK	HKD	2.29	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
简单平均				9.6	11.2	9.8	8.7	2.9	1.1	1.0	1.0	12.8	3.5	5.0
加权平均				11.2	12.0	10.7	9.6	1.6	1.1	1.0	1.0	11.9	3.5	4.9
中国大陆上市物流公司														
外运发展-A 股	600270 CH	CNY	17.60	16.0	14.3	13.4	12.6	2.1	2.0	1.8	1.6	14.2	5.1	12.4
澳洋顺昌-A 股	002245 CH	CNY	9.21	43.6	23.0	16.5	13.2	4.7	4.0	3.2	2.6	17.1	n.a.	8.9
欧浦智网-A 股	002711 CH	CNY	12.19	57.4	32.5	25.9	n.a.	8.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
新宁物流-A 股	300013 CH	CNY	17.19	86.0	50.6	41.9	n.a.	3.9	n.a.	n.a.	n.a.	5.3	n.a.	n.a.
飞力达-A 股	300240 CH	CNY	9.68	53.8	48.4	46.1	46.1	3.4	3.2	3.0	2.9	6.4	0.3	4.2
华鹏飞-A 股	300350 CH	CNY	11.21	45.9	23.9	20.8	17.9	3.2	3.0	2.7	2.4	8.4	0.2	6.8
象屿股份-A 股	600057 CH	CNY	10.10	28.1	19.5	14.7	10.1	1.8	1.7	1.5	1.3	8.6	1.0	1.4
圆通速递-A 股	600233 CH	CNY	20.18	35.4	34.1	28.7	22.2	6.9	5.8	5.0	4.1	16.6	0.9	13.0
顺丰控股-A 股	002352 CH	CNY	52.78	49.8	53.9	43.3	39.8	10.8	8.8	10.7	9.7	16.0	0.1	10.4
韵达股份-A 股	002120 CH	CNY	44.67	40.6	31.4	24.4	20.1	14.6	8.3	10.7	9.7	31.0	0.3	21.6
申通快递-A 股	002468 CH	CNY	25.29	20.6	25.2	21.4	18.4	7.1	3.3	10.7	9.7	22.2	0.5	17.5
简单平均				47.2	30.3	25.6	20.0	6.1	4.4	5.5	4.9	14.6	1.1	10.7
加权平均				40.8	25.8	21.3	15.3	9.4	7.1	9.0	8.1	18.0	0.5	12.5
其他地区上市物流公司														
United Parcel Service-Cl B	UPS US	USD	118.22	30.4	19.7	18.2	17.0	253.4	49.0	28.7	11.4	474.1	2.8	13.2
Zto Express Cayman Inc-Adr	ZTO US	USD	14.64	32.1	23.6	18.2	14.6	3.7	3.1	2.6	2.2	14.3	0.0	13.2
Fedex Corp	FDX US	USD	219.20	33.3	18.4	17.5	14.5	4.2	3.7	3.2	2.8	20.9	0.7	7.3
Deutsche Post Ag-Reg	DPW GR	EUR	37.30	17.0	16.6	15.4	14.3	4.1	3.7	3.3	3.0	22.9	3.0	0.7
Cj Logistics	000120 KS	KRW	154,000.00	48.6	37.9	24.9	19.2	1.2	1.2	1.2	1.1	3.5	0.0	6.9
Seino Holdings Co Ltd	9076 JP	JPY	1,540.00	16.2	17.3	15.7	14.9	0.8	0.8	0.8	0.7	4.9	1.7	2.2
Seino Holdings Co Ltd	9364 JP	JPY	1,289.00	20.4	20.1	19.0	18.7	1.1	1.0	1.0	1.0	5.2	1.0	n.a.
Kamigumi Co Ltd	9301 JP	JPY	1,437.00	26.9	25.4	25.3	24.0	1.0	1.0	0.9	0.9	3.7	1.0	n.a.
Sumitomo Warehouse Co Ltd	9303 JP	JPY	783.00	17.3	18.3	16.6	16.1	0.9	0.8	0.8	0.8	4.5	1.9	n.a.
简单平均				26.9	21.9	19.0	17.0	30.0	7.1	4.7	2.6	61.5	1.3	7.2
加权平均				34.9	23.7	19.6	16.8	111.6	22.6	13.7	6.0	212.7	1.5	9.7

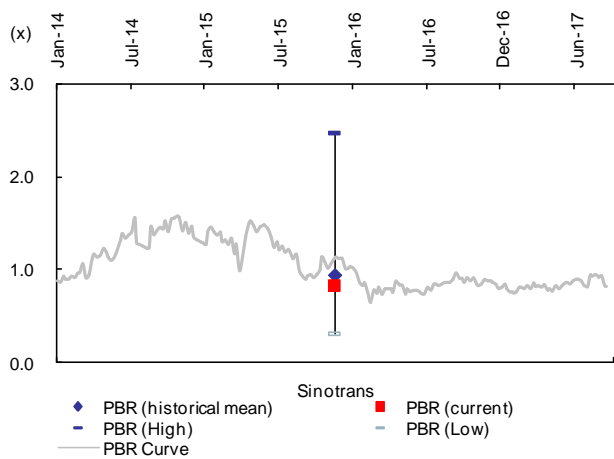
资料来源: Bloomberg。

图-7: 中国外运市盈率曲线 (下年)



资料来源: Bloomberg。

图-8: 中国外运市净率曲线 (下年)



资料来源: Bloomberg。

**财务报表及比率**

损益表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
Total Revenue	45,528	46,784	64,498	69,324	73,102
-Freight Forwarding	34,604	34,666	41,597	43,985	46,259
-Logistics	6,921	7,803	17,611	19,860	21,173
-Storage and terminal services	1,936	2,015	2,410	2,383	2,338
-Others	2,068	2,300	2,880	3,096	3,331
Other income	379	334	601	661	595
Transportation and related charges	(39,680)	(40,654)	(56,840)	(61,291)	(63,723)
Other expenses	(4,582)	(4,890)	(6,078)	(6,431)	(6,499)
Operating Profit	1,644	1,574	2,181	2,263	3,474
Share of profit of associates	31	46	65	73	92
Share of profit of JV	962	828	1,239	1,465	1,591
Finance (expenses)/income, net	(62)	23	(117)	(37)	(136)
Profit Before Tax	2,575	2,471	3,368	3,764	5,022
Income Tax	(613)	(385)	(516)	(557)	(834)
Profit After Tax	1,962	2,087	2,852	3,208	4,187
Non-controlling Interest	(469)	(457)	(719)	(808)	(1,055)
Shareholders' Profit / Loss	1,493	1,629	2,133	2,399	3,132
Basic EPS	0.324	0.354	0.353	0.397	0.518
YoY (%)	16.0	9.1	(0.3)	12.5	30.5

现金流量表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
Profit for the year	1,962	2,087	2,852	3,208	4,187
Depreciation and amortization	689	715	1,224	1,215	1,271
Share of Profit from JVs and associates	(993)	(874)	(1,304)	(1,538)	(1,684)
Other gain/loss, net	217	123	101	(170)	5
Changes in working capital	974	122	2,304	(3,566)	5,433
Tax paid	(415)	(471)	(516)	(557)	(834)
Cash from Operating Activities	2,434	1,701	4,661	(1,409)	8,377
CapEx	(2,182)	(1,862)	(4,521)	(716)	(1,006)
Interest received	67	63	198	288	189
Dividends received from JVs	892	958	976	988	1,011
Others	318	585	(163)	130	54
Cash from Investing Activities	(906)	(257)	(3,510)	690	249
Change in loans	(331)	353	3,831	(2,341)	(1,067)
Dividends paid	(438)	(484)	(507)	(693)	(779)
Dividends paid to minority shareholders of subsidiaries	(203)	(249)	(285)	(321)	(419)
Others	231	(108)	(291)	(301)	(301)
Cash from Financing Activities	(741)	(487)	2,748	(3,656)	(2,567)
Cash at Beg of Year	5,332	6,133	7,119	11,049	6,707
Net Changes in Cash	787	958	3,899	(4,374)	6,059
Cash at End of Year	6,133	7,119	11,049	6,707	12,797

资料来源: 公司、国泰君安国际。

资产负债表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
Property, plant and equipment	7,860	8,396	14,929	14,505	14,327
Investment in JVs and associates	3,975	4,054	4,350	4,863	5,490
Land use rights	2,733	2,704	2,485	2,464	2,442
Other non-current assets	2,244	1,608	4,883	4,882	4,876
Total Non-current Assets	16,812	16,762	26,646	26,714	27,135
Cash & Cash Equivalents	6,133	7,119	11,049	6,707	12,797
Trade and other receivables	8,570	8,941	12,335	13,002	13,609
Inventories	149	154	196	202	208
Other current assets	3,421	4,392	4,551	4,646	4,733
Total Current Assets	18,273	20,605	28,132	24,556	31,347
Total Assets	35,085	37,367	54,778	51,271	58,482
Short-term borrowings	4,566	1,324	4,242	1,758	3,637
Trade and other payables	6,765	7,442	9,481	10,130	10,671
Other current liabilities	3,777	3,932	7,331	3,324	8,076
Total Current Liabilities	15,108	12,698	21,053	15,212	22,385
Long-term borrowings	1,036	4,619	5,231	5,374	2,427
Provisions	0	0	0	0	0
Other non-current liabilities	480	421	427	446	464
Total Non-current Liabilities	1,517	5,039	5,659	5,819	2,891
Total Liabilities	16,625	17,737	26,712	21,032	25,276
Share capital	4,606	4,606	6,049	6,049	6,049
Profit/(loss) for the year	1,493	1,629	2,133	2,399	3,132
Reserves	8,700	9,491	15,076	16,088	17,029
Proposed final dividend	322	345	531	618	856
Total Shareholders' Equity	15,122	16,072	23,790	25,154	27,066
Minority Interest	3,337	3,558	4,276	5,085	6,140
Total Equity	18,460	19,630	28,066	30,239	33,206

财务比率					
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
Operating margin (%)	3.6	3.3	3.4	3.2	4.7
SG&A of revenue (%)	9.2	9.6	8.5	8.2	7.9
Net income margin (%)	3.3	3.5	3.3	3.4	4.2
ROA (%)	4.5	4.5	4.7	4.6	5.7
ROE (%)	10.5	10.4	10.7	9.8	12.0
Fixed asset turnover (x)	6.1	5.9	5.7	4.8	5.2
A/R turnover (x)	5.4	5.4	6.1	5.5	5.5
Current ratio (x)	1.2	1.6	1.3	1.6	1.4
Quick ratio (x)	1.2	1.6	1.3	1.6	1.4
A/P turnover days	48.9	50.2	42.9	47.1	48.4
Total debt / EBITDA (x)	1.6	2.7	1.7	1.7	1.2
Net gearing ratio (%)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Interest coverage ratio (x)	49.6	71.1	75.6	80.9	124.2

**个股评级标准**

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

**行业评级标准**

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

**利益披露事项**

- (1)分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2)分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3)除星美控股集团有限公司(00198 HK)、国泰君安国际控股有限公司(01788 HK)、滨海投资有限公司(02886 HK)、华星控股有限公司(08237 HK)、广发明晟A国(03156 HK)、广发明晟A国-R(CNY) (83156 HK)、华夏港股通小型股(03157 HK)、未来沪深三百(03127 HK)及未来沪深三百-R(CNY) (83127 HK)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- (4)国泰君安或其集团在现在或过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5)国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6)受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

**免责声明**

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司 (“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。 国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。 投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2017 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印  
 香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼  
 电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793  
 网址: www.gtja.com.hk